

评级：买入（维持）

市场价格：5.75元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

分析师：吴思涵

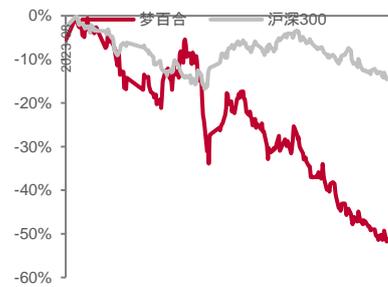
执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	570.59
流通股本(百万股)	570.59
市价(元)	5.75
市值(百万元)	3280.87
流通市值(百万元)	3280.87

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,017	7,976	8,916	10,455	12,144
增长率 yoy%	-1%	-1%	12%	17%	16%
净利润(百万元)	41	107	215	368	519
增长率 yoy%	115%	158%	102%	71%	41%
每股收益(元)	0.07	0.19	0.38	0.65	0.91
每股现金流量	0.99	1.61	2.63	1.22	1.60
净资产收益率	1%	3%	5%	8%	10%
P/E	79	31	15	9	6
P/B	1	1	1	1	1

备注：股价信息为2024年09月04日收盘价

投资要点

- **事件：24H1 收入端继续修复。**公司 24H1 实现营业收入 39.47 亿元，同比+9.61%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比-46.12%；扣非后归母净利润 0.56 亿元，同比-40.52%；分季度看，Q1/Q2 分别实现营业收入 18.19/21.28 亿元，同比分别+7.08%/+11.88%；实现归母净利润 0.2/0.33 亿元，同比+18.18%/ -59.47%；扣非后归母净利润 0.19/0.37 亿元，同比+262.74%/ -58.36%。Q2 利润端主要受信用减值损失拖累，24H1 信用减值损失 4918.6 万元，23H1 为 1227.6 万元。
- **内销及境外线上增长靓丽，代工进入修复阶段。**
- **1) 内销：线上表现靓丽，线下有所承压。**24H1 内销实现营业收入 6.74 亿元，同比+18.83%；其中梦百合自主品牌收入 5.29 亿元，同比+18.8%。内销自主品牌分渠道看，直营、经销、线上、酒店、新业务分别实现营业收入 0.94、1.64、1.55、1.12、0.04 亿元，同比分别+87.53%、-2.12%、+30.06%、+8.94%、-25.44%。门店数量方面，截至 24H1 末梦百合直营、经销门店数分别为 171、849 家，较 23 年末分别+4、-79 家。24H1 行业承压下，公司线上渠道仍然取得靓丽表现，线下经销渠道有所承压。
- **2) 外销：线上自有品牌延续高速增长，欧洲市场表现靓丽。**24H1 外销实现营业收入 31.6 亿元，同比+7.96%，其中欧洲收入 9.02 亿元，同比+26.73%；北美收入 2.029 亿元（其中 MOR 收入 8.52 亿元，同比-7.7%），同比-1.7%。剔除 MOR 后同比+3.2%。外销分模式看，直营模式收入 9.66 亿元，同比-4.14%，主要为美国 MOR 及西班牙 Mattress 产生的收入。大宗模式收入约 16 亿元，同比约+1%。境外电商延续快速增长，实现收入 5.89 亿元，同比+80.41%。
- **毛利率及费用率受销售结构影响。**盈利能力方面，24H1 毛利率同比+2.08pp 至 38.13%；其中内销/外销毛利率分别为 42.76%/37.46%，同比分别+1.09pp/+3.07pp。期间费用率同比+1.95pp 至 34.04%；其中，销售费用率+2.46pp 至 23.35%；管理费用率同比-0.83pp 至 7.95%；研发费用率同比+0.13pp 至 1.43%；财务费用率同比+0.31pp 至 2.73%；销售净利率同比-1.47pp 至 1.43%。毛利率及期间费用率提升主要由于：①内销中直营渠道收入占比提升；②境外线上销售占比提升，具体分渠道看，境外直营及大宗业务毛利率同比提升，境内直营、境内经销、境内线上、境外线上毛利率有所下滑。
- **美国反倾销终裁落地，看好美国订单及盈利能力进一步修复。**美国反倾销终裁结果落地，公司西班牙生产基地（恒康西班牙和 COMOTEX）从西班牙向美国出口的涉案产品按照 4.61% 的税率征收反倾销税。西班牙终裁税率低于初裁时 10.74%，公司在该等税率下可从西班牙向美国出口床垫产品。公司作为最早在美国进行产能布局的中国床垫企业之一，后续美国订单有望取得较快修复。
- **投资建议：**考虑资产减值损失下调盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.15、3.68、5.19 亿元（前值为 4.17、6.47、8.02 亿元），对应 PE 为 15、9、6X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险

图表 1: 公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,095	2,675	3,137	3,643	营业收入	7,976	8,916	10,455	12,144
应收票据	0	0	0	0	营业成本	4,917	5,204	6,081	7,006
应收账款	1,545	1,641	1,924	2,294	税金及附加	47	53	62	79
预付账款	90	95	182	210	销售费用	1,740	2,052	2,490	2,953
存货	1,721	1,028	1,201	1,383	管理费用	573	695	784	886
合同资产	0	0	0	0	研发费用	116	143	167	194
其他流动资产	265	234	271	311	财务费用	301	214	235	234
流动资产合计	4,717	5,673	6,715	7,841	信用减值损失	-94	-110	-50	-50
其他长期投资	35	35	35	35	资产减值损失	-33	-50	-50	-50
长期股权投资	57	57	57	57	公允价值变动收益	-6	-15	-15	-15
固定资产	2,464	2,226	2,011	1,817	投资收益	-7	0	12	8
在建工程	112	116	120	124	其他收益	24	0	38	122
无形资产	167	162	150	145	营业利润	168	380	572	805
其他非流动资产	2,515	2,623	2,716	2,805	营业外收入	3	1	5	4
非流动资产合计	5,349	5,218	5,088	4,982	营业外支出	7	49	9	8
资产合计	10,066	10,890	11,803	12,824	利润总额	164	332	568	801
短期借款	1,621	2,151	2,423	2,570	所得税	42	86	148	209
应付票据	0	7	11	9	净利润	122	246	420	592
应付账款	1,462	1,360	1,598	1,918	少数股东损益	15	30	52	73
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	107	215	368	519
合同负债	125	139	164	190	NOPLAT	344	404	593	765
其他应付款	71	71	71	71	EPS (按最新股本摊薄)	0.19	0.38	0.65	0.91
一年内到期的非流动负债	829	829	829	829					
其他流动负债	214	239	257	279					
流动负债合计	4,321	4,796	5,353	5,865					
长期借款	119	219	269	299					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,678	1,678	1,678	1,678					
非流动负债合计	1,797	1,897	1,947	1,977					
负债合计	6,118	6,693	7,300	7,843					
归属母公司所有者权益	3,884	4,104	4,358	4,763					
少数股东权益	63	93	145	218					
所有者权益合计	3,947	4,197	4,503	4,981					
负债和股东权益	10,066	10,890	11,803	12,824					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	917	1,500	699	912
现金收益	813	799	992	1,160
存货影响	9	693	-173	-183
经营性应收影响	-158	-51	-320	-347
经营性应付影响	44	-95	242	318
其他影响	209	153	-41	-36
投资活动现金流	-363	-222	-210	-235
资本支出	-277	-100	-115	-138
股权投资	52	0	0	0
其他长期资产变化	-138	-122	-95	-97
融资活动现金流	-108	302	-27	-171
借款增加	-174	630	322	177
股利及利息支付	-168	-284	-303	-311
股东融资	789	0	0	0
其他影响	-555	-44	-46	-37

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.5%	11.8%	17.3%	16.1%
EBIT增长率	82.1%	17.5%	46.9%	29.0%
归母公司净利润增长率	157.7%	102.1%	71.0%	41.0%
获利能力				
毛利率	38.4%	41.6%	41.8%	42.3%
净利率	1.5%	2.8%	4.0%	4.9%
ROE	2.7%	5.1%	8.2%	10.4%
ROIC	7.8%	8.6%	10.7%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	60.8%	61.5%	61.8%	61.2%
债务权益比	107.6%	116.2%	115.5%	107.9%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.7	1.0	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	65	64	61	63
应付账款周转天数	100	98	88	90
存货周转天数	126	95	66	66
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.38	0.65	0.91
每股经营现金流	1.61	2.63	1.22	1.60
每股净资产	6.81	7.19	7.64	8.35
估值比率				
P/E	31	15	9	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	42	40	31	26

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。