



# 梦百合 (603313.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 经营拐点已显现，百合迎接新绽放

### 投资逻辑

复盘公司过往业绩，多因素影响公司盈利表现。公司 22-23 年收入端增长乏力主因海外需求相对不足，海外渠道开启去库周期叠加美元加息。一方面，22 年 7 月美国家具批发商库销比达到 2.2 的峰值，海外渠道开启去库周期，经销商补库需求不足；另一方面美国家具零售额和成屋销售表现高度相关，而 22 年开始的美元加息对下游地产链的需求构成较大制约。盈利端 22-24 年持续承压，除相关减值因素外，既有外部因素扰动，也与公司相对过快的产能扩张有关。外部因素方面，一定时期内海内外原材料价格和海运费上涨给成本端带来较大压力。而公司自身来看，海外产能扩张速度过快，不仅快速增加公司负债，相关财务费用显著增加，并且在海外需求下行叠加反倾销影响的背景下，供需错配，相关海外产能利用率较低，显著拖累公司整体盈利能力。

站在当前时点，多重利好因素已显现，外销业务业绩拐点逐步显现。收入端，美国降息预期愈发强烈，据 CME 跟踪，9 月美国降息概率为 100%，美国地产后周期行业有望受益回暖，叠加美国加征关税及反倾销导致的订单回流美国，公司美国产能有望受益，以及公司海外电商自主品牌表现优异，25H1 海外线上收入同比 48.7%，整体海外收入增长可期。盈利端，一方面，原材料价格及海运费回落显著减轻公司成本端压力。国内 TDI/MDI/聚醚今年 1-8 月均价同比-13.8%/-7.2%/-13.3%，且 25 年美国/欧洲的 TDI、MDI 价格均维持在相对低位，此外海运费大幅下降，SCFI 与 CCFI 1 月-8 月分别同比-42.3%/-25.3%。另一方面，随着美国产能优势显现，其产能利用率提升将进一步驱动公司盈利能力回升。

内销自主品牌经营调整效果逐步显现，有望驱动盈利稳定性及估值中枢逐步抬升。行业层面来看，目前国内记忆绵床垫行业渗透率仍较低，据久谦中台，25 年中国线上电商平台记忆绵床垫销量仅占 1.40%，而美国亚马逊平台近一年记忆绵床垫销量占比 80.5%，中国记忆绵床垫渗透率仍有较大提升空间。边际来看，得益于消费者睡眠重视程度提升、记忆绵床垫具备差异化优势以及其主流价格段有所下降(从 2567 元至 2246 元)，行业渗透率有望边际提升。公司层面来看，公司持续优化经营思路，通过品类延伸、组织和营销三维度提升品牌势能，25H1 自主品牌直营/经销门店单店收入分别为 31.24/19.12 万元，同比+5.65%/+6.14%，调整效果正显现。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 93.1/103.1/115.3 亿元，同比增长 10.1%/10.8%/11.8%；归母净利润分别为 2.8/4.5/6.2 亿元，同比分别 285.4%/59.6%/38.3%。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.49/0.79/1.09 元，当前股价对应 PE 为 18 倍，据 26 年 EPS，给予合理估值 15 倍，目标价 11.85 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

原料价格、海运费上升；宏观经济波动；行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.95 元

目标价 (人民币)：11.85 元

### 相关报告：

- 《梦百合公司点评：海外电商表现亮眼，盈利能力提升趋势已现》，2025.8.26
- 《中期业绩预告点评：Q2 整体经营向好，期待后续盈利弹性》，2025.7.15
- 《梦百合公司点评：Q4 外销略回暖，静待盈利能力改善》，2025.4.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,976	8,449	9,305	10,310	11,526
营业收入增长率	-0.52%	5.94%	10.13%	10.80%	11.79%
归母净利润(百万元)	107	-151	281	448	619
归母净利润增长率	157.74%	-242.04%	285.38%	59.61%	38.26%
摊薄每股收益(元)	0.187	-0.265	0.492	0.785	1.086
每股经营性现金流净额	0.94	0.92	0.68	1.55	2.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.74%	-4.17%	7.40%	11.03%	13.97%
P/E	56.20	-25.44	18.19	11.40	8.24
P/B	1.54	1.06	1.35	1.26	1.15

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 公司业绩波动溯源：外部因素&公司过快扩产双重影响.....	4
1.1 收入端：海外需求下行与美元加息的双重夹击.....	4
1.2 盈利端：原材料和海运费上涨叠加海外产能的供需错配.....	5
2. 外销：收入端有望延续改善，盈利能力回升可期.....	7
2.1 内外动能兼具助收入端修复：家居市场需求回暖&海外电商发育.....	7
2.2 外销盈利端：成本端优化叠加产能利用率提升，公司盈利端修复可期.....	11
3. 内销：记忆绵床垫行业渗透率提升可期，自主品牌发展趋势向好.....	14
3.1 多因素推动记忆绵床垫渗透率提升可期.....	14
3.2 经营调整效果逐步显现，自主品牌发展向好助内销突破.....	17
4. 盈利预测及投资建议.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1： 梦百合 22-23 年营业收入承压.....	4
图表 2： 梦百合 22-24 年盈利端承压.....	4
图表 3： 梦百合 22-24 年外销业务营收增速明显放缓.....	4
图表 4： 梦百合海外直营收入占比稳定、线上占比增长.....	4
图表 5： 美国渠道库存在 2022 年 4 月开始逐步上升.....	5
图表 6： 美国 30 年期抵押贷款利率维持相对高位.....	5
图表 7： 美国成屋销售回落.....	5
图表 8： 21 年华东地区 TDI、MDI 原材料价格上涨.....	6
图表 9： 21 年华东地区聚醚价格上涨.....	6
图表 10： 21 年海外 MDI 原材料价格上行.....	6
图表 11： 21 年开始海外 TDI 原材料价格上行.....	6
图表 12： 21 年集装箱出口运价上涨.....	6
图表 13： 梦百合运杂费用率在 20-22 年大幅上升.....	6
图表 14： 恒康塞尔维亚 2023 年-2024 年承压.....	7
图表 15： 美国成屋销售市场有望复苏.....	8
图表 16： 美国对我国床垫第一、二轮反倾销拉高出口关税成本.....	8
图表 17： 第一二轮反倾销主要涉及中国及东南亚和欧洲小部分地区.....	9
图表 18： 第三轮反倾销终裁涉及更多国家和地区.....	9



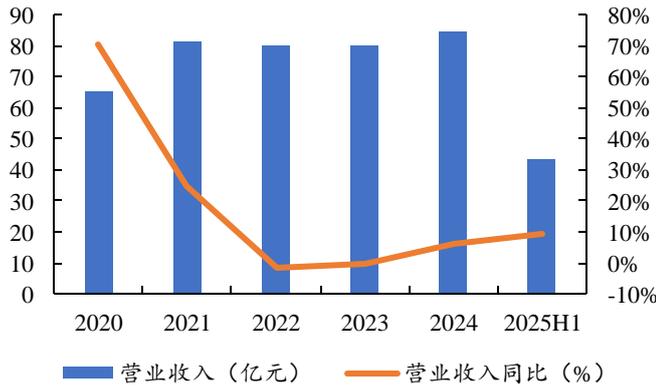
图表 19:	第三轮反倾销时间线梳理	10
图表 20:	全球海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫出口中非反倾销国家占比提升	10
图表 21:	全球非海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫出口中非反倾销国家占比提升	10
图表 22:	美国海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫进口规模萎缩	11
图表 23:	美国非海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫进口规模萎缩	11
图表 24:	公司线上-境外销售稳步增长	11
图表 25:	海外电商产品销售额同比基本保持正增长	11
图表 26:	公司盈利端已逐步修复	12
图表 27:	近一年华东地区 TDI、MDI 原材料价格回落	12
图表 28:	近一年华东地区软泡聚醚价格回落	12
图表 29:	欧洲 MDI 材料价格在相对低位	13
图表 30:	近一年海外 TDI 原材料价格回落	13
图表 31:	24 年集装箱出口运价在相对低位	13
图表 32:	23-24 年梦百合运杂费率回落	13
图表 33:	梦百合提前布局海外产能	13
图表 34:	梦百合海外工厂及部分子公司具体盈利情况	14
图表 35:	公司美东、美西工厂为公司海外业务提供了坚实的产能支撑	14
图表 36:	中高端弹簧床垫销售额占比显著提升	15
图表 37:	21-24 年中高端弹簧床垫销量占比稳定在 28%以上	15
图表 38:	记忆绵床垫具有一定的差异化优势	15
图表 39:	中国记忆绵床垫线上销量占比仍有较大提升空间	16
图表 40:	梦百合 0 压床垫实现多价格段布置	16
图表 41:	梦百合床垫均价下行	17
图表 42:	梦百合销售费用率提升	17
图表 43:	梦百合地铁布局广告增强品牌宣传	17
图表 44:	梦百合自主品牌呈现出业绩边际改善趋势	18
图表 45:	梦百合优化部分经销门店	18
图表 46:	梦百合直营门店数量相对稳定	18
图表 47:	梦百合 25Q2 直营经销单店收入双提升	18
图表 48:	梦百合直营门店年度单店收入整体呈上升趋势	18
图表 49:	梦百合收入拆分（分渠道）	19
图表 50:	梦百合可比公司估值情况	20



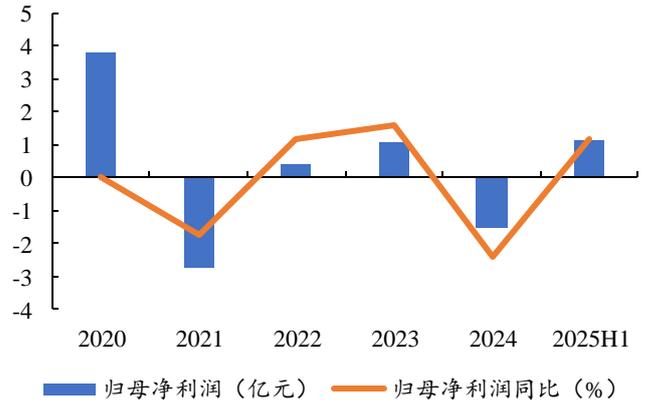
## 1. 公司业绩波动溯源：外部因素&公司过快扩产双重影响

2020-2025H1，梦百合实现营业收入 65.3/81.4/79.8/84.5/43.2 亿元，同比 +70.4%/+24.6%/-1.5%/-0.5%/+5.9%/+9.4%，22-23 年收入端有一定承压；归母净利润分别为 3.8/-2.8/0.4/1.1/-1.5/1.2 亿元，同比+1.3%/-172.8%/+115.0%/-242.0%/+117.8%，21-24 年盈利端也有一定承压。公司近两年收入端与盈利端承压既有外部因素的扰动（海外需求下行、美元加息、国内外原材料价格上涨及海运费高企），也有公司内部因素即因过快扩产，投产和达产进度不及预期，产能利用率相对不足，拖累整体业绩。

图表1：梦百合 22-23 年营业收入承压



图表2：梦百合 22-24 年盈利端承压



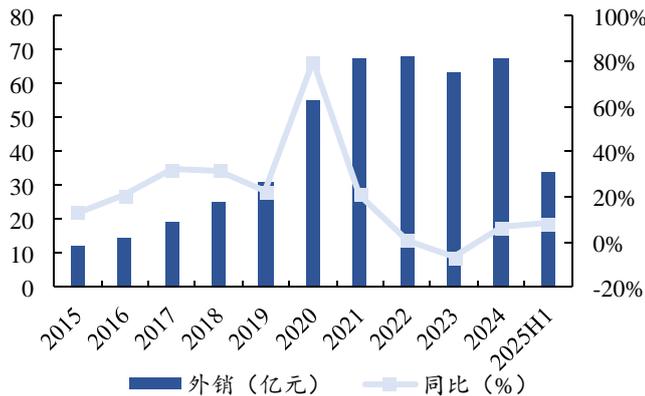
来源：iFinD、国金证券研究所

来源：iFinD、国金证券研究所

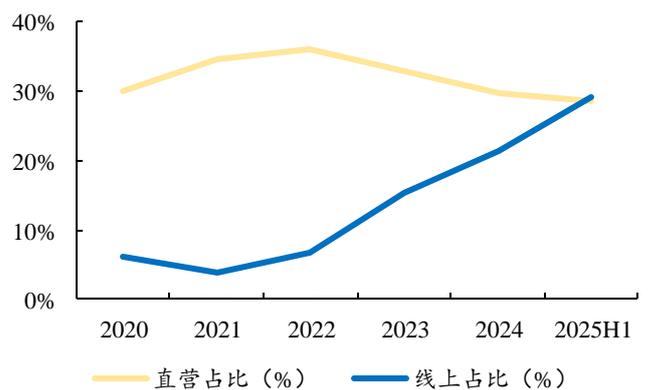
### 1.1 收入端：海外需求下行与美元加息的双重夹击

收入端，分阶段看，2016-2021 年，公司外销业务收入快速增长，从 14.49 亿元上升至 67.27 亿元，期间复合增速约 36%。2022 年开始外销收入增速明显放缓，2022-2024 年复合增速约-0.33%。虽然公司外销业务收入有波动，但是海外自主品牌逐步发育。2020 年起海外自主品牌进入稳定增长阶段，2022-2024 年海外直营收入占比 35.86%/32.91%/29.74%/28.55%，海外线上收入占比分别为 6.57%/15.26%/21.28%/28.99%。

图表3：梦百合 22-24 年外销业务营收增速明显放缓



图表4：梦百合海外直营收入占比稳定、线上占比增长



来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

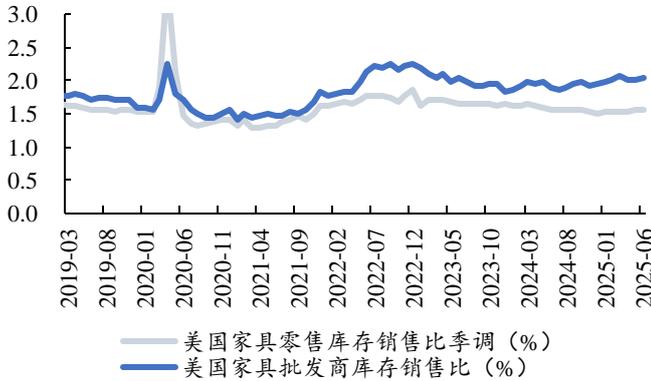
收入端的波动主要系受到海外需求下行和美元加息的影响。一方面，由于 2022-2023 年美国市场需求下行，美国家具渠道库存存在 2022 年 4 月开始逐步上升，直至 2022 年 7 月美国家具批发商库销比达到 2.2 的峰值。此后海外渠道开启去库周期，这也导致公司代工出口业务在 2022-2023 年明显承压；另一方面，美国家具零售额和成屋销售表现高度相关，而成屋销售受美国利率影响较大，2022 年开始的美元加息对下游地产链的家具消费需求构成较大制约。2022 年 1 月-8 月，为对抗通胀美元开始加息周期，美国抵押贷款利率快速由 3% 左右的中枢水平上升至 7%，并在 2022-2024 年维持相对高位。因此美国成屋销售额也在 2022 年中开始下滑，全年销售套数从 2021 年之前约 600 万套的中枢水平下降至 2022



年底的 400 万套。从美国家具零售额表现来看，2022 年 4 月开始随着美联储加息、美国地产销售承压，美国家具消费需求同步开启下滑。

图表5: 美国渠道库存在 2022 年 4 月开始逐步上升

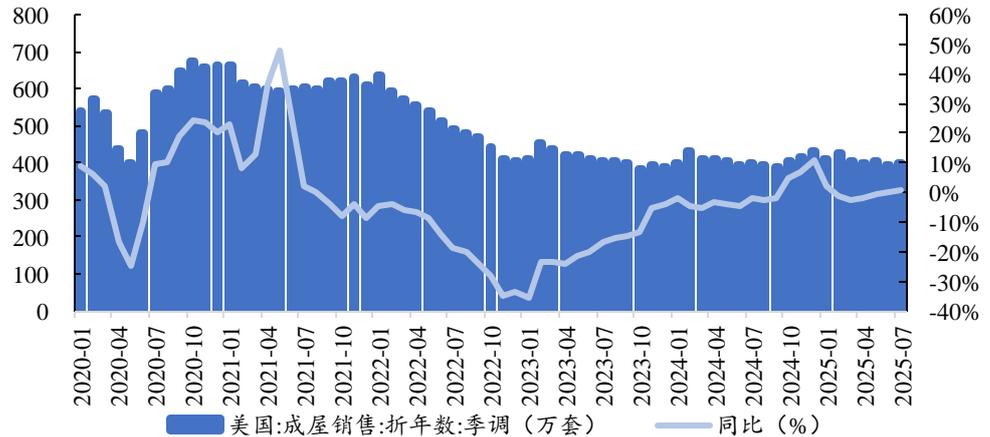
图表6: 美国 30 年期抵押贷款利率维持相对高位



来源: Wind、国金证券研究所 (数据统计截至 9/9)

来源: Wind、国金证券研究所 (数据统计截至 9/9)

图表7: 美国成屋销售回落



来源: Wind、国金证券研究所 (数据统计截至 9/9)

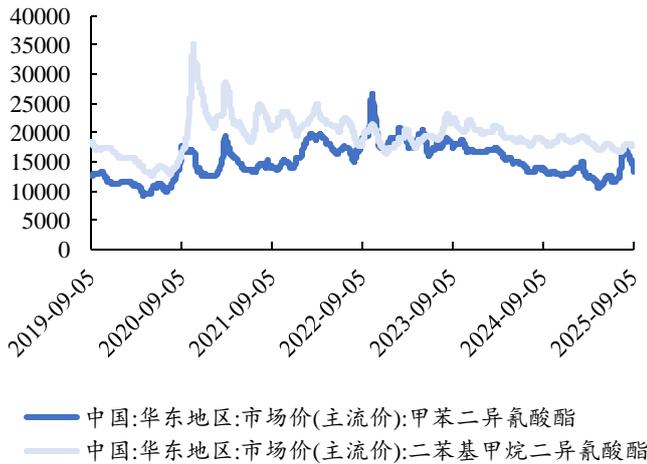
### 1.2 盈利端: 原材料和海运费上涨叠加海外产能的供需错配

盈利端, 公司净利率 2021 年显著承压, 主要由于公司毛利率开始下降 (有会计政策调节原因, 若剔除该影响毛利率依然出现下行), 公司毛利率下降的核心原因系: 1) 国内国外原材料价格齐上涨, 公司业绩承压。国内原材料方面, 2020 年 4 月底起至 2021 年 4 月, 主要原材料 TDI、MDI、软泡聚醚价格都出现明显上涨。其中, MDI 价格从 20 年 4 月底的 9500 元/吨上涨至 21 年 4 月底 14600 元/吨, 同比上涨 53.68%; TDI 价格从 2020 年 4 月底的 13000 元/吨上涨至 21 年 4 月底 21200 元/吨, 同比上涨 63.07%; 软泡聚醚从 2020 年 4 月底的 7750 元/吨上涨至 21 年 4 月底的 18000 元/吨, 同比上涨 132.26%。因此该阶段公司毛利率受成本端影响亦出现下滑。

国外原材料方面, 2020 年 7 月至 2021 年初, 美国欧洲主要原材料价格同样出现上行, 导致公司毛利率面临压力。2021 年 9 月起原材料价格涨势趋缓, 维持高位震荡, 直至 2022 年 9 月起 MDI、TDI 价格均开始有所回落。从 2020 年 7 月至 2022 年 7 月, 美国地区 MDI 从 3902 (美元/吨) 震荡上行至 7000 (美元/吨), 欧洲地区 MDI 从 1807 (美元/吨) 震荡上行至 3239 (美元/吨)。从 2020 年 7 月至 2022 年 7 月, 美国地区 TDI 从 2072 (美元/吨) 震荡上行至 3858 (美元/吨), 欧洲地区 TDI 从 2105 (美元/吨) 震荡上行至 3749 (美元/吨)。

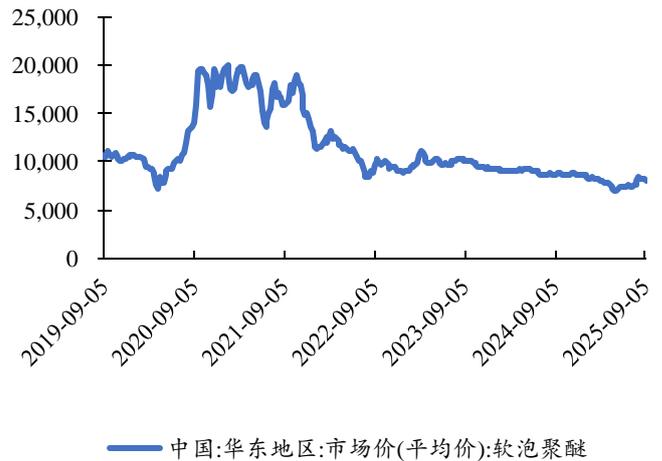


图表8: 21年华东地区TDI、MDI原材料价格上涨



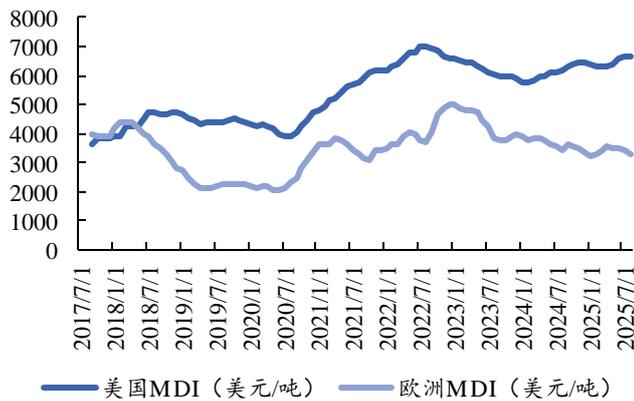
来源: Wind、国金证券研究所 (数据统计截至 9/9)

图表9: 21年华东地区聚醚价格上涨



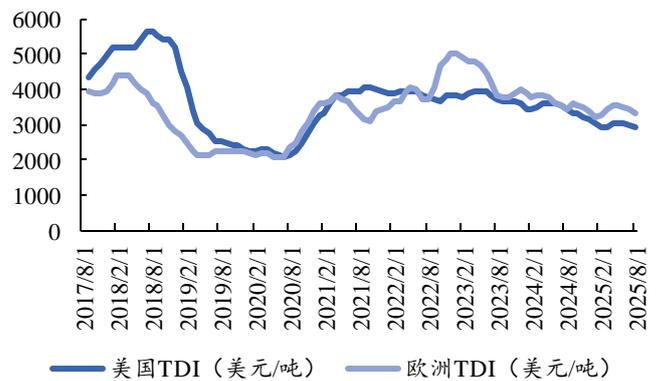
来源: Wind、国金证券研究所 (数据统计截至 9/9)

图表10: 21年海外MDI原材料价格上行



来源: Bloomberg、国金证券研究所

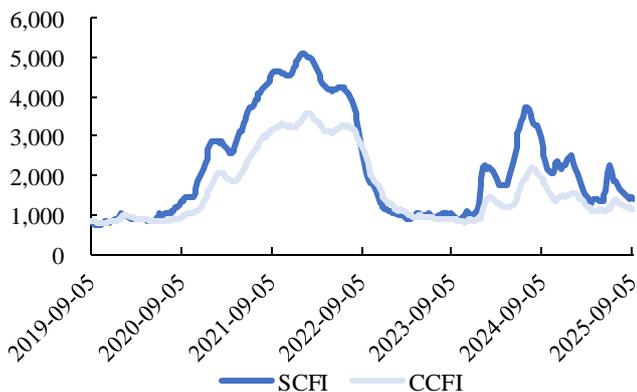
图表11: 21年开始海外TDI原材料价格上行



来源: Bloomberg、国金证券研究所

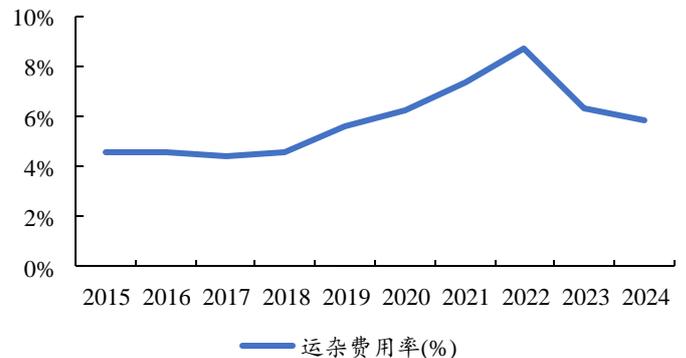
2) 海运费影响公司的费用端。除直接产品运输费用影响外,由于部分原材料需要从国内、泰国运输到美国工厂,所以原材料成本也受海运费影响。2020年6月起国际海运费大幅上升,20-22年公司运杂费用率分别为6.23%/7.37%/8.70%。新的会计准则调整将运杂费用计入营业成本,高涨的航运费对公司外销业务成本控制压力较大,导致公司毛利率从2020年第四季度起整体下滑,但运杂费率2023年开始有所下降。

图表12: 21年集装箱出口运价上涨



来源: Wind、国金证券研究所 (数据统计截至 9/9)

图表13: 梦百合运杂费用率在20-22年大幅上升



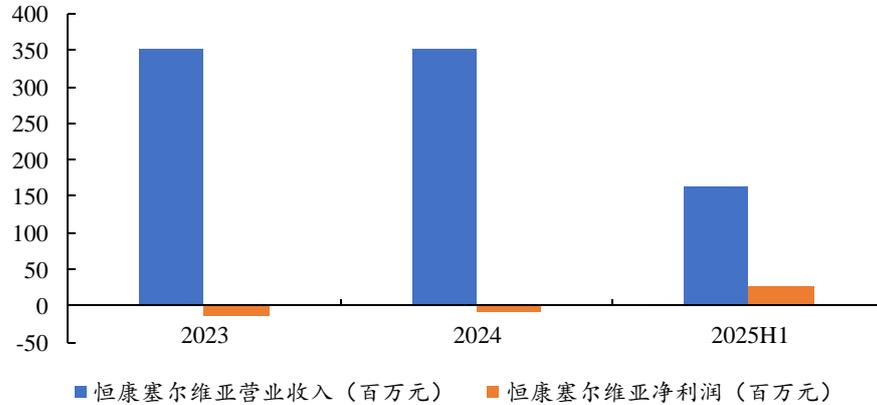
来源: Wind、国金证券研究所

3) 公司提前进行海外产能布局,产能与需求错配,短期影响公司盈利端表现。公司通过



自建、并购等方式，目前拥有包括境内、塞尔维亚、泰国、西班牙、美国五个生产基地。前期由于反倾销影响及美国需求回落，海外工厂盈利能力显著下降。以梦百合的子公司恒康塞尔维亚为例，该公司 2023/2024 年营收分别为 352.47/352.39 百万元，净利润分别为 -13.3/-8.5 百万元，盈利端明显承压。

图表14：恒康塞尔维亚 2023 年-2024 年承压



来源：公司公告、国金证券研究所

## 2. 外销：收入端有望延续改善，盈利能力回升可期

站在当前时点，多重利好因素已经显现，公司有望实现收入盈利双改善。收入端，公司收入内外均有提升的契机。从外部来看，得益于美国降息预期的升温 and 关税、反倾销导致的订单回流，公司的收入端有望延续改善；从内部来看，公司厚积薄发，海外电商自主品牌已逐步发育，具备一定的潜力，将成为公司收入增长的新动能；盈利端，原材料价格及海运费的回落降低公司的成本，同时家居市场回暖和收入端的修复利于公司充分利用产能，供需适配，提高公司的净利率水平。

### 2.1 内外动能兼具助收入端修复：家居市场需求回暖&海外电商发育

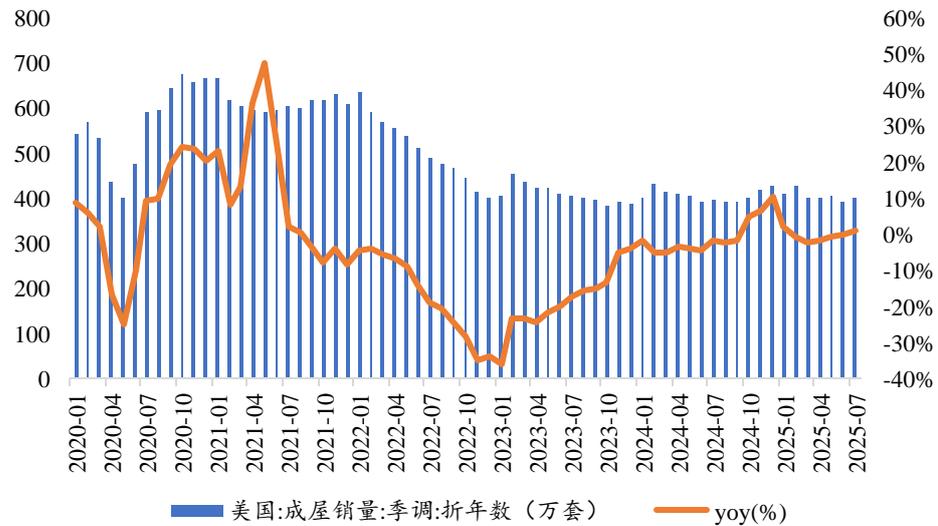
公司收入端的修复具备内外双动能：从外部来看，考虑美国降息预期升温以及关税反倾销带来的订单回流，家居市场需求回暖利好公司收入端；从内部来看，公司美国电商自主品牌的发展将为公司的收入端的新引擎。

#### 2.1.1 美国降息预期逐步升温，有望催化家具需求提升

市场对美联储降息的预期持续增强，美国房贷利率有望逐步回落，这将有助于降低购房成本，刺激成屋销售市场复苏。2025 年 3-7 月，美国成屋销售折年数分别为 402/400/404/393/401 万套，同比增长 -2.43%/-1.965%/-0.49%/0.00%/0.75%，降幅逐渐缩窄，6 月后同比开始转正。截至 9 月 11 日，据 cme 跟踪降息至 4.00%-4.25% 概率为 92%，降息至 3.75%-4.00% 概率为 8%。若降息政策如期落地，预计成屋销售同比增速有望进一步改善，并带动家居需求边际回暖。



图表15: 美国成屋销售市场有望复苏



来源: Wind、国金证券研究所

2.1.2 第三轮反倾销及对等关税有望推动订单回流美国工厂

2018年起,美国相继对进口床垫启动三轮反倾销措施。其中,首轮反倾销终裁于2019年10月落地,裁定梦百合、际诺思、敏华控股等主要中国企业的反倾销税率分别达到57.03%、192.04%和162.76%不等。受此影响,中国床垫对美出口关税成本大幅提升,出口量急剧萎缩。至2019年8月,美国自中国进口床垫规模同比暴跌99%,中国产品在美国当月床垫进口总额中的占比骤降至仅1%。为缓解反倾销冲击,中国头部企业积极推进海外产能布局,为订单回流美国工厂打下基础。

图表16: 美国对我国床垫第一、二轮反倾销拉高出口关税成本

案件进程	时间	企业	裁定倾销幅度	
第一轮反倾销	终裁落地	2019/10/18	梦百合	57.03%
		际诺思	192.04%	
		敏华控股	162.76%	
		达特中国	162.76%	
		梦诺家居	162.76%	
		乐美家居	162.76%	
		其它单独税率公司	162.76%	
		剩余所有	1731.75%	
第二轮反倾销	立案调查	2020/3/31	七个国家(柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其以及越南)	
	初裁落地	2020/5/14	柬埔寨	326.49%-675.83%
		印度尼西亚	213.44%-429.74%	
		马来西亚	42.92%	
		塞尔维亚	57.37%-183.16%	
		泰国	414.77%-763.28%	
		土耳其	267.55%-609.51%	
终裁落地	2021/5/10	越南	481.72%-989.90%	

来源: ITC、国金证券研究所



复盘反倾销的历程，前两轮床垫主要涉及中国及东南亚和欧洲小部分国家，第三轮床垫反倾销涉及国家及地区：波斯尼亚和黑塞哥维那、保加利亚、缅甸、印度、意大利科索沃、墨西哥、菲律宾、波兰斯洛文尼亚、西班牙、中国台湾。

图表17：第一二轮反倾销主要涉及中国及东南亚和欧洲小部分国家

国家	公司	初裁倾销幅度估值	终裁倾销幅度确定
柬埔寨	Best Mattresses International Co., Ltd./Rose Lion Furniture International	326.49%-675.83%	45.34%
	其他		
印尼	PT Zinus Global Indonesia (际诺斯印尼)	213.44%-429.74%	2.22%
	其他		
马来西亚	Delandis Furniture (M) Sdn Bhd (顾家马来西亚玺堡家居公司)	42.92%	42.92%
	Far East Foam Industries Sdn Bhd		
	Vision Foam Ind. Sdn Bhd		
塞尔维亚	恒康塞尔维亚 (梦百合塞尔维亚公司)	57.37%-183.16%	112.11%
	其他		
泰国	Nisco (Thailand) Co., Ltd. (梦百合泰国里高公司)	414.77%-763.28%	763.28%
	Saffron Living Co., Ltd.		37.48%
	其他		
土耳其	BRN Yatak Baza Ev Tekstili Insaat Sanayi Ticaret A.S.	267.55%-609.51%	20.03%
	其他		
越南	Cong Ty TNHH Nem Thien Kim (a.k.a. Better Z's, Ltd.)	481.72%-989.90%	144.92%
	Hava's Co., Ltd.		
	Vietnam Glory Home Furnishings Co., Ltd./Glory (Viet Nam) Industry Co., Ltd		668.38%
	Vietnam-wide entity		

来源：ITC、国金证券研究所

图表18：第三轮反倾终裁涉及更多国家和地区

反倾销涉及的国家/地区	倾销幅度
波斯尼亚和黑塞哥维那	217.38%
保加利亚	106.27%
缅甸	181.71%
印度	42.76%
意大利	257.06%
科索沃	654.67%



反倾销涉及的国家/地区	倾销幅度
墨西哥	61.97%
菲律宾	538.23%
波兰	330.71%
斯洛文尼亚	744.81%
西班牙	280.28%
中国台湾	624.50%

来源：ITC、国金证券研究所

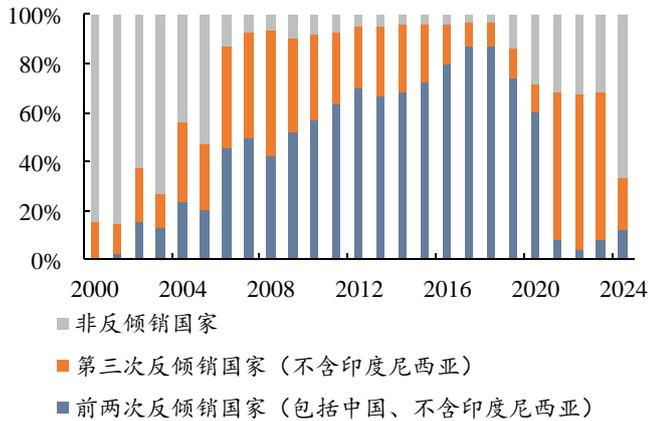
图表19：第三轮反倾销时间线梳理

	反倾销调查	反补贴调查
请愿者提交申请书	2023. 7. 28	2023. 7. 28
商务部启动调查	2023. 8. 17	2023. 8. 17
初步裁决	2023. 9. 11	2023. 9. 11
最终裁决	2024. 8. 16	2024. 7. 22
裁决结果通知	2024. 8. 28	2024. 7. 23 终止调查

来源：ITC、国金证券研究所

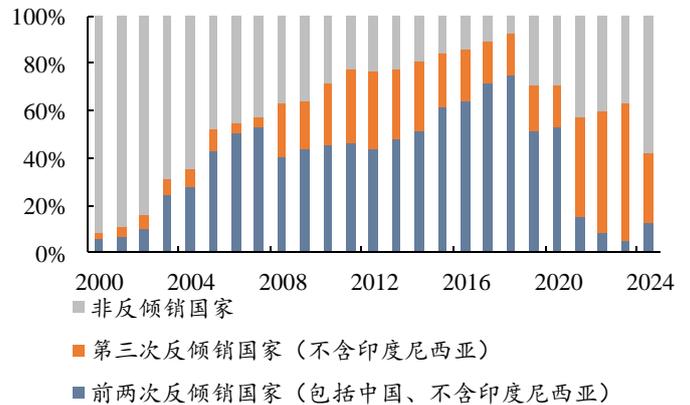
第三轮反倾销对美国床垫市场的影响可概括为两方面，一方面是非反倾销国家对美国出口床垫占比持续上升，另一方面，床垫生产回流美国本土，美国进口床垫规模萎缩，具体可表现为：1) 2024 年，海绵橡胶/泡沫塑料制褥垫和非海绵橡胶/泡沫塑料制褥垫出口中，非反倾销国家占比均明显提升；2) 2024 年，美国海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫/海绵橡胶或泡沫塑料之外进口分别为 6.7/3.2 亿美元，同比-32.1%/-33.9%，进口床垫规模萎缩。

图表20：全球海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫出口中非反倾销国家占比提升



来源：ITC、国金证券研究所

图表21：全球非海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫出口中非反倾销国家占比提升

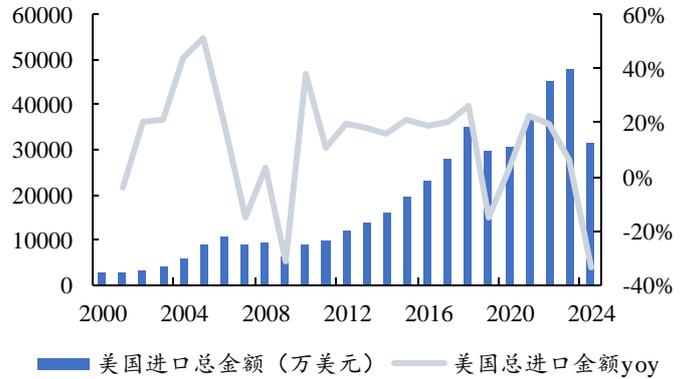
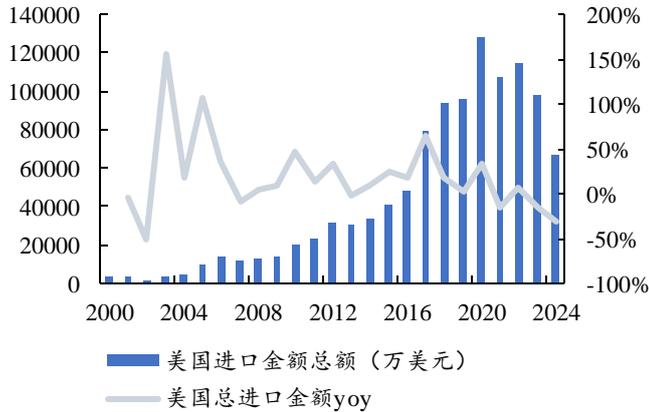


来源：ITC、国金证券研究所



图表22: 美国海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫进口规模萎缩

图表23: 美国非海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫进口规模萎缩



来源: Wind、国金证券研究所

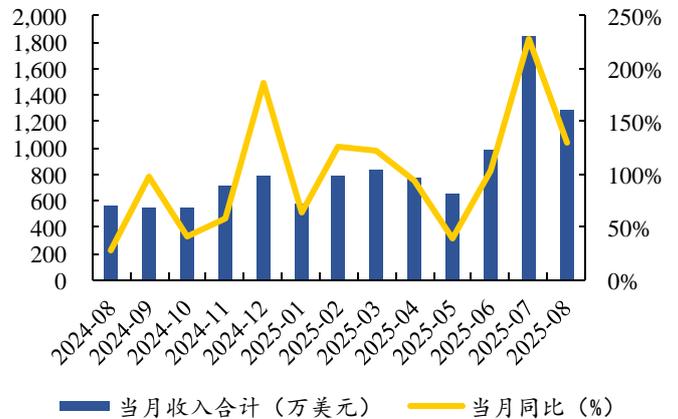
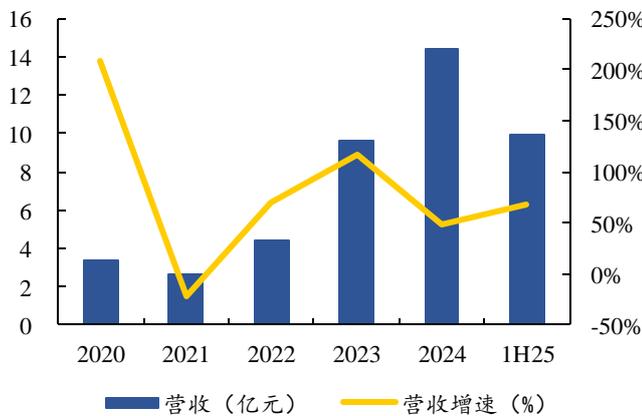
来源: Wind、国金证券研究所

2.1.3 海外电商: 自主品牌表现优异, 销售额及销量双增长。

公司持续加强自主品牌建设, 旗下 Ego 与 Mily 品牌通过亚马逊等主流海外电商平台积极拓展海外市场, 销售表现突出。自 2024 年 8 月以来, 两大品牌合计销售额始终保持同比正增长, 其中 2024 年 12 月同比增速最高 (171.5%), 2025 年上半年同比增长率达 48.8%。总体而言, 尽管海外电商业务收入存在阶段性波动, 但公司自主品牌在海外市场竞争力持续增强, 未来海外业务收入具备较大增长潜力。

图表24: 公司线上-境外销售稳步增长

图表25: 海外电商产品销售额同比基本保持正增长



来源: 公司公告、国金证券研究所

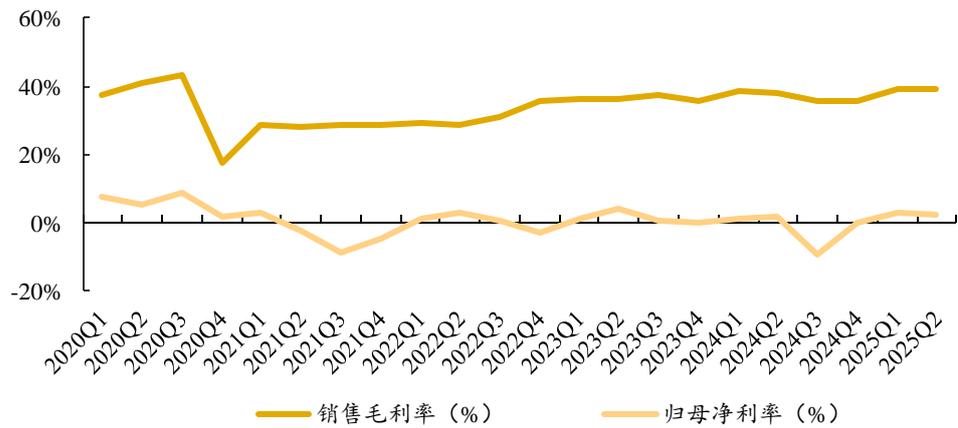
来源: sorftime、国金证券研究所 (截至 9 月 12 日, 海外电商数据全面统计到 7 月)

2.2 外销盈利端: 成本端优化叠加产能利用率提升, 公司盈利端修复可期

根据上述的分析, 公司外销业务盈利端以往受限于三个因素: 原材料价格上调、高额海运费以及海外产能的供需错配。如今, 这三个因素都有明显改善的迹象, 预期公司的盈利端也会有所修复。



图表26: 公司盈利端已逐步修复



来源: Wind、国金证券研究所

2.2.1 原材料价格回落

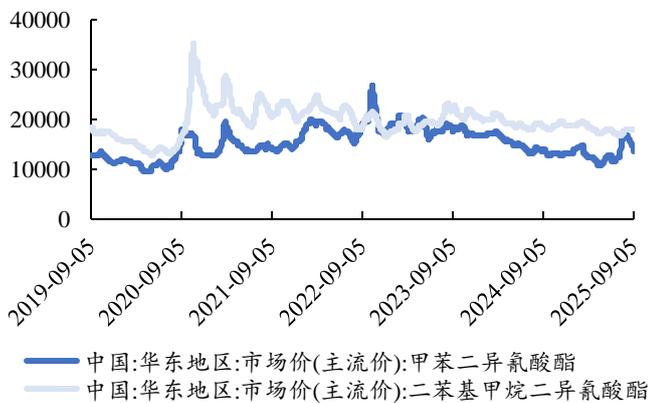
原材料方面,从国内市场来看,2022 年下半年国内采购的原材料价格已明显回落,成本端压力趋缓:

2025 年 9 月第 1 周(截止 9 月 5 日)国内 TDI 均价为 13900.00 元/吨,环比下降 3400 元/吨,今年 1-8 月均价为 13159.70 元/吨,较 2024 年 1-8 月均价同比下降 13.76%。

2025 年 9 月第 1 周(截止 9 月 5 日)国内 MDI 均价为 17800.00 元/吨,环比上升 200 元,今年 1-8 月均价为 17861.59 元/吨,较 2024 年均价下降 7.17%。

2025 年 9 月第 1 周国内软泡聚醚均价为 8120.0 元/吨,环比上升 40 元/吨,今年 1-8 月均价为 7821.42 元/吨,较 2024 年均价下降 13.25%。

图表27: 近一年华东地区 TDI、MDI 原材料价格回落



来源: Wind、国金证券研究所(数据统计截至 9/9)

图表28: 近一年华东地区软泡聚醚价格回落



来源: Wind、国金证券研究所(数据统计截至 9/9)

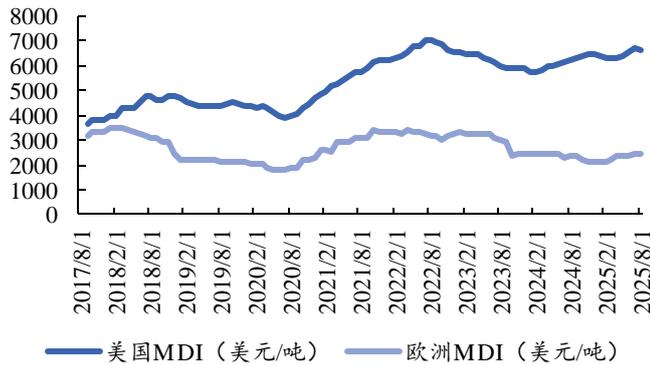
从海外原材料市场看,2022 年 9 月起 MDI、TDI 价格均开始有所回落;2025 年美国 MDI 价格小幅回升,TDI 价格维持在相对低位;欧洲地区 MDI 和 TDI 价格均维持在相对低位。

美国地区:截止 2025 年 8 月,美国 MDI 价格为 6669 美元/吨,环比下降 0.33%,2025 年前 8 个月 MDI 均价较 2024 年前 8 个月均价上升 483.63 美元/吨;截止 2025 年 8 月,美国 TDI 价格为 2932 美元/吨,环比下降 1.48%,2025 年前 8 个月 TDI 均价较 2024 年前 8 个月下降 523.5 美元/吨。

欧洲地区:截止 2025 年 8 月,欧洲 MDI 价格为 2424 美元/吨,环比下降 0.45%,2025 年前 8 个月 MDI 均价较 2024 年前 8 个月均价下降 135 美元/吨;截止 2025 年 8 月,欧洲 TDI 价格为 3318 美元/吨,环比下降 3.80%,2025 年前 8 个月 TDI 均价较 2024 年前 8 个月下降 307.25 美元/吨。

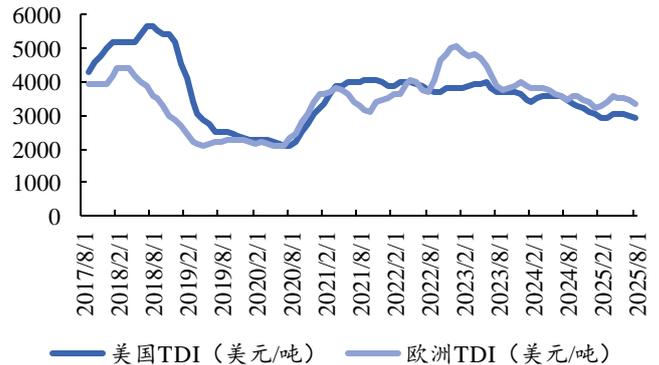


图表29：欧洲 MDI 材料价格在相对低位



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表30：近一年海外 TDI 原材料价格回落

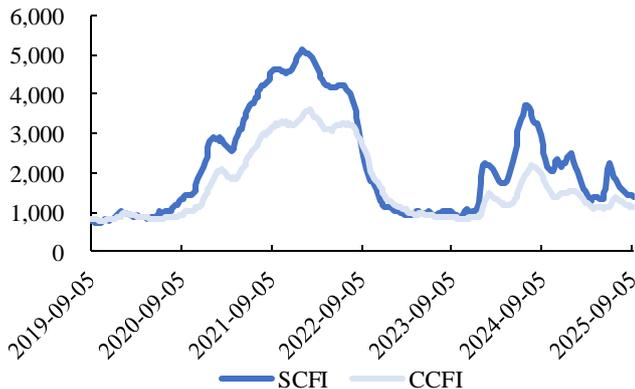


来源：Bloomberg、国金证券研究所

### 2.2.2 海运费价格回落

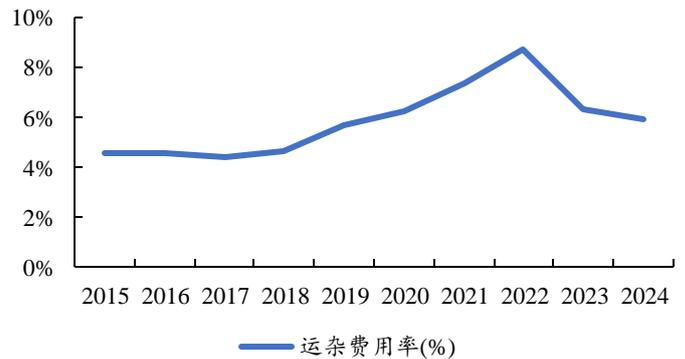
2022 年三季度国际海运费快速回落，并在 2022-2023 年保持低位，直至 2024 年一季度再次出现上升，但目前已显著回落。2024 年公司运杂费用率为 5.86%，同比下降 0.43pct。

图表31：24 年集装箱出口运价在相对低位



来源：Wind、国金证券研究所（数据统计截至 9/9）

图表32：23-24 年梦百合运杂费用率回落



来源：Wind、公司公告、国金证券研究所

### 2.2.3 海外工厂产能利用率提升，盈利能力顺势改善

公司通过自建、并购等方式，目前拥有包括境内、塞尔维亚、泰国、西班牙、美国五个生产基地。前期由于反倾销影响及美国需求回落，海外工厂盈利能力受到影响。

但预计随着美元降息叠加反倾销带来的订单回流，公司外销收入有望复苏，推动海外工厂产能利用率回升，尤其是美国生产基地盈利能力有望逐步达到合理水平。

以公司美国东西部核心生产基地——美东工厂（南卡工厂）与美西工厂（恒康亚利桑那工厂）为例，2022-2024 年，美东工厂产能利用率从 63.52% 大幅提升至 82.80%（以 8 亿元为满产基准，设计产能 8-10 亿元），已接近满产水平；美西工厂产能利用率维持稳定，2023/2024 全年产能利用率分别为 54.73%/53.43%。截止公司披露最新数据，25Q1 公司美东工厂产能利用率达到 82.64%，美西工厂产能利用率达到 61.31%，为公司海外业务提供了坚实的产能支撑。

图表33：梦百合提前布局海外产能

地区	项目	时间	设计产能
西班牙	收购思梦及其子公司	2017 年	8-10 亿元
	西班牙工厂	2020 年 9 月试生产	
塞尔维亚	塞尔维亚一期、二期	2013 年-2015 年布局	8-10 亿元
	塞尔维亚三期	2019 年	
泰国	泰国工厂一期	2019 年	8-10 亿元
	泰国工厂二期	2020 年	



美国	美国东岸	2019年	8-10亿元
	美国西岸	2021年2月	8-10亿元

来源：公司公告、国金证券研究所

图表34：梦百合海外工厂及部分子公司具体盈利情况

子公司名称	项目	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2
上海梦百合	营业收入	497.03		754.73	162.62	253.71
	净利润	-106.04		-116.28	-7.46	-43.94
德驰全案	营业收入			23.56	5.31	
	净利润			-23.67	-7.89	
上海里境	营业收入			49.93	8.68	14.13
	净利润			-35.25	-4.67	-6.8
美国南卡	营业收入	495.73	520.83	662.43	165.27	
	净利润	-39.81	7.32	18.41	1.62	
梦百合美国	营业收入	1157.95	1330.79	1324.83	376.23	452.14
	净利润	-17.19	-22.64	-45.56	-18.84	-25.15
恒康亚利桑那	营业收入		437.87	427.47	122.61	
	净利润		-0.97	7.81	13.81	
美国 MOR	营业收入	2230.09	1877.94	1750.32	418.16	429.1
	净利润	6.13	4.11	-10.74	-3.91	-4.17
江苏里高	营业收入	499.18		618.4	132.18	174.84
	净利润	26.90		31.36	12.6	21.09
恒康西班牙	营业收入	382.69	283.32	145.21	62.33	
	净利润	33.26	13.05	-77	4.77	
恒康香港	营业收入	0.00	0	0	0	0
	净利润	-40.42	-52.66	-69.07	-0.25	28.93
恒康塞尔维亚	营业收入		352.47	352.39	80.17	83.76
	净利润		-13.3	-8.5	13.05	15.07
泰国里高	营业收入	990.95	813.61	613.56	141.87	181.01
	净利润	138.93	109.04	-51.83	7.34	10.11
恒康美国	营业收入		25.39	27.52	6.13	
	净利润		-0.36	0.97	-2.79	

来源：公司公告、国金证券研究所

图表35：公司美东、美西工厂为公司海外业务提供了坚实的产能支撑

时间	美东 Healthcare SC, LLC (美国南卡) 产能利用率(%)	美西 Healthcare Arizona, LLC (恒康亚利桑那) 产能利用率(%)
2022	64.15%	
2023	65.10%	54.73%
2024	82.80%	53.43%

来源：公司公告、国金证券研究所

### 3. 内销：记忆绵床垫行业渗透率提升可期，自主品牌发展趋势向好

#### 3.1 多因素推动记忆绵床垫渗透率提升可期

记忆绵床垫行业渗透率预期将逐步提升，主要得益于消费者的消费意愿提升。消费者消费意愿提升得益于几个因素：1) 需求端，消费者逐渐重视睡眠；2) 供给端，记忆绵床垫相对于乳胶床垫有一定优势，确实是好产品，能够帮助消费者提升睡眠质量；3) 公司层面的催化，得益于原材料的价格下降，记忆绵主流价格段有所下降，购买门槛变低，覆盖人



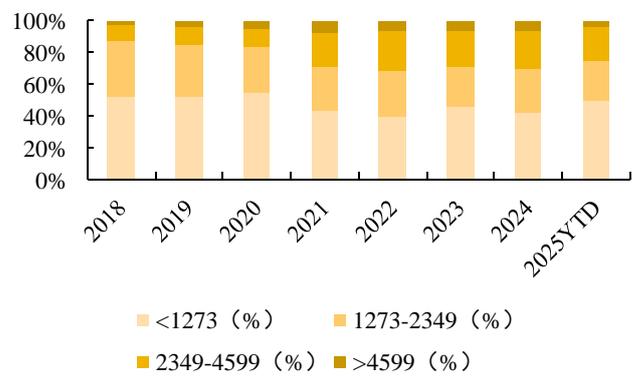
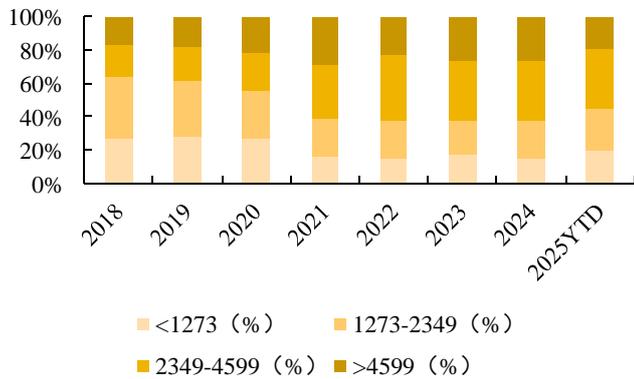
群范围更广，定价逐渐亲民，利于渗透率提升。

3.1.1 底层原因：需求端——消费者对优质睡眠的重视程度提升

消费者对优质床垫愿意付出溢价，中高端需求占比逐步提高。以弹簧床垫为例，无论从销售额还是从销量的维度，中高端的弹簧床垫占比提升明显，充分体现出随着健康睡眠意识的提升许多消费者愿意为床垫支付更高的价格。弹簧床垫价格带销售额占比中，中高端(包括 2349-4599 和 >4599 两个价格段)弹簧床垫的销售额占比维持在高位，2021/2022/2023/2024 年中高端弹簧床垫的销售占比分别为 61.23%/62.39%/62.10%/62.28%，相较于 18 年中高端床垫销售额占比(35.73%)显著提升。弹簧床垫价格带销量占比同样表明消费者对于弹簧床垫中高端产品需求提升。2021-2024 年，弹簧床垫价格带中高端销量占比比弹簧床垫价格带中高端销量占比稳定在 28% 以上，相较于 18 年中高端床垫销售量占比 (13.72%) 显著提升。

图表36：中高端弹簧床垫销售额占比显著提升

图表37：21-24 年中高端弹簧床垫销量占比稳定在 28% 以上



来源：久谦中台、国金证券研究所（销售额数据统计截至 2025/9/9）

来源：久谦中台、国金证券研究所（销量数据统计截至 2025/9/9）

3.1.2 底层原因：供给端——记忆绵床垫具备差异化优势满足消费者诉求

记忆绵床垫具备一定差异化优势，中国记忆绵床垫市场仍有较大拓展机会。通过对比，综合看记忆绵床垫在材料安全性、回弹性、使用寿命、运输这四项性能上较乳胶床垫有一定的差异化优势。线上渠道拓展是近年来床垫市场最重要的变化之一，随着电商平台的飞速发展，越来越多的消费者选择在线购买床垫，推动了线上销售的增长。根据对美国线上销售平台亚马逊 Amazon 的销售数据分析，近一年美国线上平台记忆绵床垫销量占比高达 80.5%。而中国目前记忆绵床垫销量占比较小，2017-2025 年，中国线上电商平台记忆绵床垫销量占比仅从 0.06% 缓慢增长至 1.40%，预计还有较大的拓展机会。

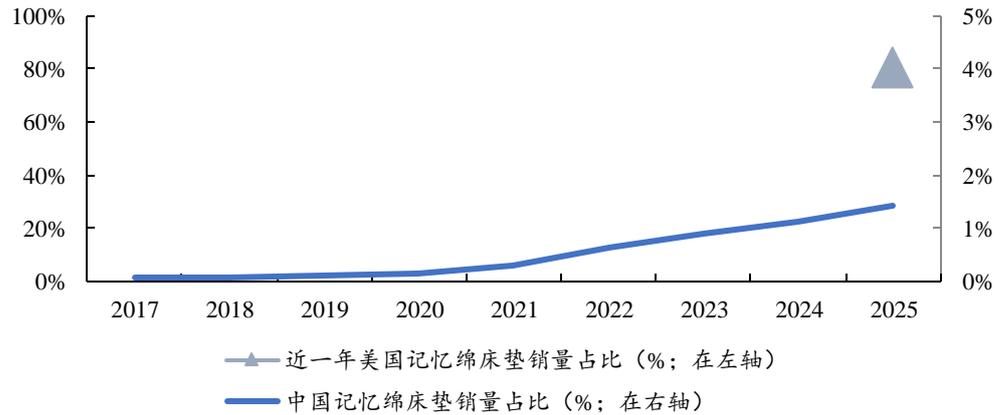
图表38：记忆绵床垫具有一定的差异化优势

	记忆绵床垫	乳胶床垫
材料安全性	正规记忆绵床垫气味淡，通风可散去	天然乳胶垫味道淡但价格较高，合成橡胶垫可能添加香精掩盖化工原料气味
回弹性	慢回弹，温感特性，承托精准更解压	快回弹，弹性足
使用寿命	5-8 年	天然乳胶 8-12 年，合成乳胶 5-8 年
运输	重量较为轻搬运较为方便	重量相对重，搬运相对不方便

来源：国金证券研究所



图表39：中国记忆绵床垫线上销量占比仍有较大提升空间



来源：久谦中台、sorftime、国金证券研究所（注：美国记忆绵床垫数据在左轴；中国记忆绵床垫数据在右轴）

3.1.3 公司层面催化：产品定价更亲民，加速渗透迈出关键一步

得益于主要原材料成本下降，头部品牌增加对于不同价格段记忆绵床垫的覆盖，购买记忆绵床垫的门槛降低，定价亲民有望加速渗透。以记忆绵床垫龙头梦百合为例，其核心产品0压床垫销量前十的产品价格带横跨700-5000+元，实现从入门到高端的全场景覆盖。当前公司主打产品集中于1200-3000元主流消费区间，通过精准定价策略持续降低消费门槛，YLCD床垫/绿野仙踪0压厚垫/快充1.0床垫/快充2.0床垫/星云pro0压床垫定价分别为2199/2047/2999/2398/1999元，产品兼具功能性与性价比，满足大众市场对品质睡眠的基础需求的同时以亲民定价加速渗透主流消费群体。

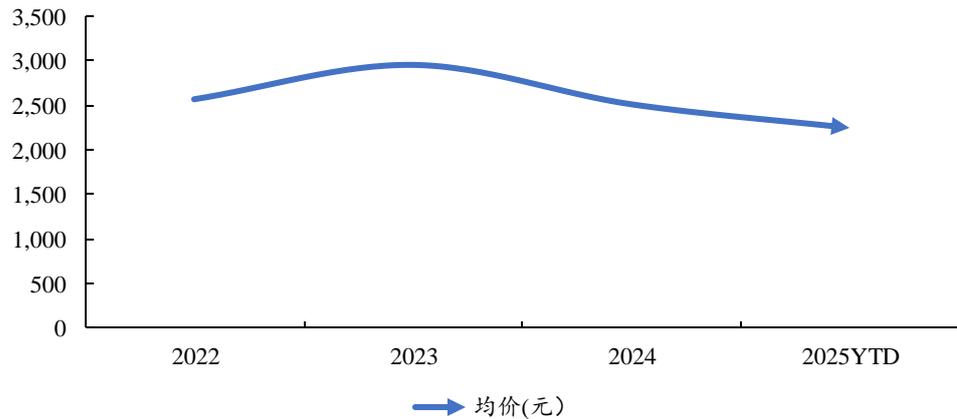
图表40：梦百合0压床垫实现多价格段布置

价格段	代表产品	叠加所有优惠后价格 (元)
700-1200	舒梦	799
	五星酒店0压薄垫	900
	曼联0压薄垫	1179
1200-3000	YLCD床垫	2199
	绿野仙踪0压厚垫	2047
	快充1.0床垫	2999
	快充2.0床垫	2398
	星云pro0压床垫	1999
3000-5000	朗怡0压厚垫	2599
	朗悦0压厚垫	3599
	朗润0压厚垫	3399
>5000	传奇7号经典款	9999
	活力之源0压厚垫	11699

来源：淘宝梦百合旗舰店、国金证券研究所



图表41：梦百合床垫均价下行



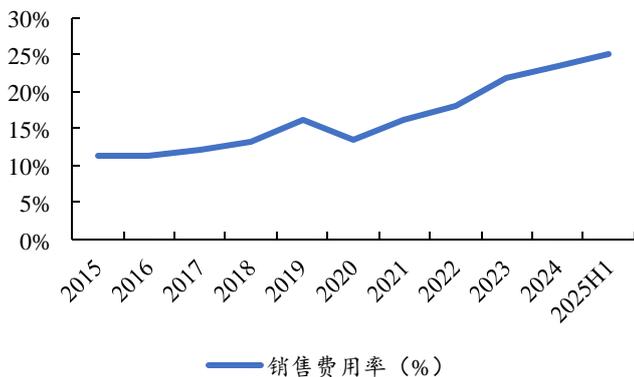
来源：久谦中台、国金证券研究所

### 3.2 经营调整效果逐步显现，自主品牌发展向好助内销突破

在记忆绵品类有望加速渗透的机遇下，公司经营调整效果逐步显现，自主品牌逐步发育，有望抓住机遇实现内销业务收入突破。

**公司坚定品牌发展战略，品牌心智逐步构建。**公司通过品类延伸、组织和营销三个维度提升品牌势能：1) 品类延伸方面，公司基于原有的专利优势非温感0压棉推出了里境沙发。里境沙发充分地运用梦百合原有的品牌影响力与技术积淀，并坚持优质选材和品质做工，为用户提供独一无二的舒适感，帮助品牌口碑进一步提升；2) 组织方面，公司成立区域运营中心，赋能经销商发展，积极推动门店扩容、经销商经营质量提升、实现小店往大店的优化，打通国内用户及销售数据链路，提升用户体验；3) 营销层面，近年来持续加大投入，以多元策略扩大品牌势能，其中与现象级IP《三体》的联名成为关键突破口——通过精准融合0压睡眠的产品理念、功能与IP的科技人文内核，既通过强烈的科技属性降低了消费者理解智能床这一相对小众品类的门槛，为产品功能背书，又传递出品牌对人类睡眠健康的关切，清晰传递“梦百合智能床能有效解决睡眠问题”的核心价值主张，赢得消费者信任。同时延续曼联等长期IP合作，覆盖体育与文化圈层，不断强化品牌在目标人群中的高辨识度记忆点。2020-2025H1，公司销售费用率已从13.51%上升至25.18%。

图表42：梦百合销售费用率提升



来源：Wind、国金证券研究所

图表43：梦百合地铁布局广告增强品牌宣传

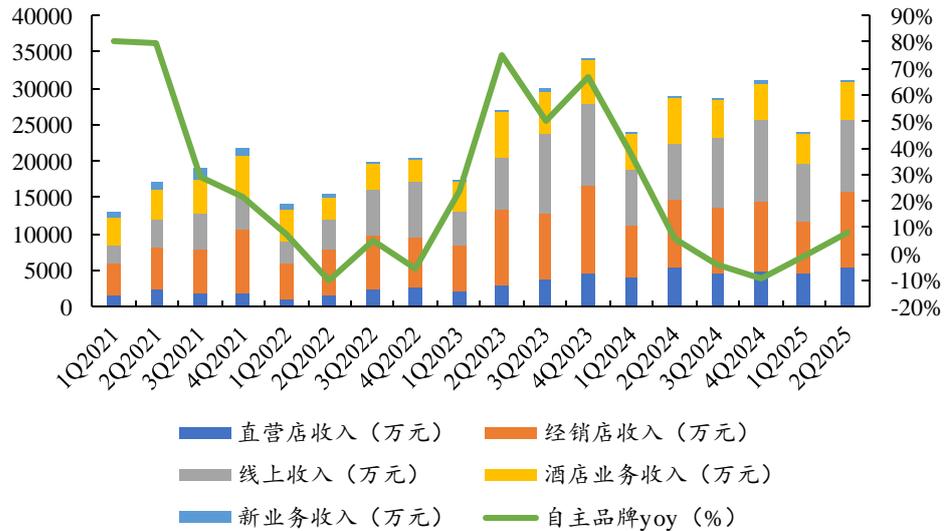


来源：梦百合公众号、国金证券研究所

**公司经营调整效果逐步显现，渠道结构单店表现双优化。**公司自主品牌尚处于起步阶段，2024年实现收入11.3亿元，同比增长3.55%，2025Q2实现收入3.1亿元，同比增长8.07%，显现出良好的增长态势。渠道方面，公司对全渠道进行布局，梦百合自主品牌经销店和线上业务为公司贡献接近7成收入，经销店店数有一定优化，直营店店数总体稳定，收入占比稳步向上，25H1直营店/经销店/线上业务/酒店业务/新业务收入分别占比17.23%/33.34%/31.64%/16.77%/1.01%。

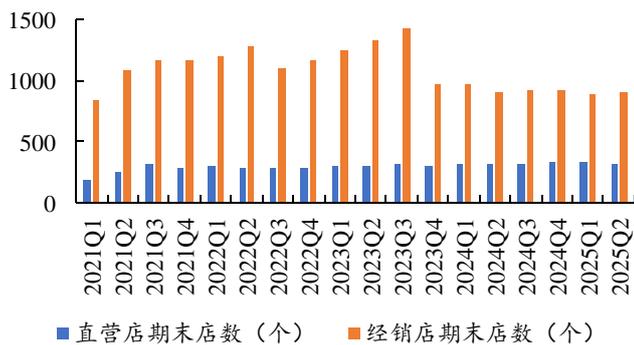


图表44: 梦百合自主品牌呈现出业绩边际改善趋势



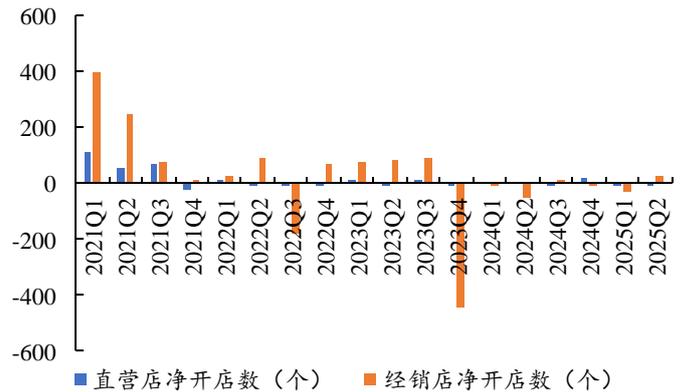
来源: iFinD、国金证券研究所

图表45: 梦百合优化部分经销门店



来源: 公司公告、国金证券研究所

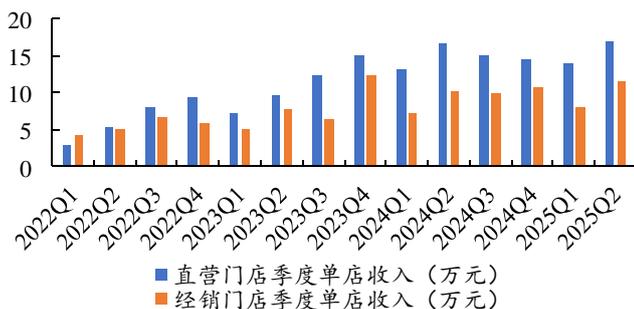
图表46: 梦百合直营门店数量相对稳定



来源: 公司公告、国金证券研究所

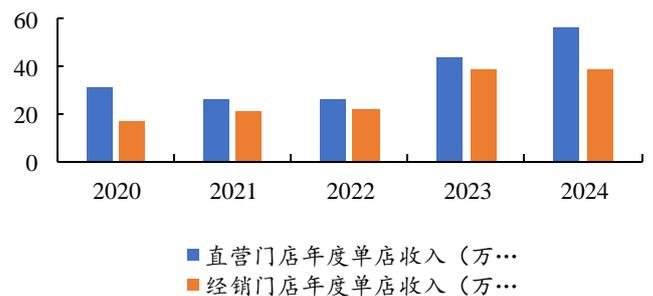
单店表现方面, 年度来看, 2024 年公司自主品牌直营店/经销店单店收入分别为 56.71/38.54 万元, 分别同比增长 28.65%/-1.05%; 季度来看, 25H1 公司直营店和经销店均实现了单店收入的提升, 直营/经销门店单店收入分别为 31.24/19.12 万元, 同比 +5.65%/+6.14%, 单店收入边际趋势向好。客观来看, 自主品牌仍需进一步提升运营能力, 经销店单店收入仍具较大提升空间。

图表47: 梦百合 25Q2 直营经销单店收入双提升



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表48: 梦百合直营门店年度单店收入整体呈上升趋势



来源: 公司公告、国金证券研究所



## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 收入端预测

- 1) 内销：梦百合自主品牌收入后续有望增长。**在消费者对优质睡眠更加重视的当下，记忆绵床垫品类凭借其自身的特性，具备一定的差异化优势，再加上原材料成本回落，记忆绵床垫价格变得更加亲民，逐步加速渗透。在此契机之下，梦百合坚持自主品牌战略，在品类延伸、组织和营销方面都有相应的变革，自主品牌的收入和单店表现较为可观。我们预计 2025-2027 年梦百合内销业务营收分别增长 8.6%/8.3%/8.5%，预计毛利率分别为 44.2%/45.7%/47.1%。
- 2) 外销：外销业务一直是梦百合的优势业务，**但之前受限于外部因素以及产能错配，在收入端和盈利端有一定的波动。现如今，海外补库、美元降息预期都利于海外家居需求的回暖，利于公司收入端的修复，而原材料价格、海运费的下降利于公司节约成本，加之第三次反倾销以及关税带来的订单回流，能够充分利用公司在海外布局的产能，公司能够有更好的盈利表现。我们预计 2025-2027 年梦百合外销业务营收分别增长 10.5%/11.5%/12.7%，预计毛利率分别为 36.7%/38.6%/39.7%。

#### 费用端预测：

- 1) 销售费率：**公司抓住记忆绵床垫加速渗透的机遇，逐步培育自主品牌，抢占品牌心智，增加广告投放，预计 2025-2027 年销售费率将保持较高水平，分别为 23.0%/23.0%/23.0%。
- 2) 管理费率：**公司全员费用考核机制成熟有效，员工薪酬支出稳定，预计 2025-2027 年管理费率分别为 6.6%/6.5%/6.4%。
- 3) 研发费率：**为打造企业核心竞争力，响应消费者对于优质睡眠的诉求，梦百合作为 0 压床垫的开创者，预计保持较高的研发费用率水平，预计 2025-2027 年研发费率分别为 2.00%/1.80%/1.70%。

图表49：梦百合收入拆分（分渠道）

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>内销：梦百合自有品牌直营店</b>					
营业收入	134	189	210	230	251
收入同比	81.39%	40.46%	11.03%	9.57%	9.38%
毛利率	63.26%	62.00%	62.00%	63.09%	64.14%
<b>内销：梦百合自有品牌经销店</b>					
营业收入	378	352	384	424	472
收入同比	47.04%	-6.96%	9.00%	10.65%	11.29%
毛利率	38.55%	35.42%	37.19%	38.33%	39.46%
<b>内销：梦百合自有品牌线上销售</b>					
营业收入	340	360	405	446	490
收入同比	59.54%	59.54%	12.50%	10.00%	10.00%
毛利率	63.06%	61.47%	62.33%	63.01%	63.68%
<b>内销：梦百合自有品牌酒店业务</b>					
营业收入	221	215	224	233	242
收入同比	63.22%	-2.48%	4.00%	4.00%	4.00%
毛利率	25.55%	23.52%	24.99%	26.43%	27.85%
<b>内销：梦百合自有品牌新业务</b>					
营业收入	16	11	11	12	12
收入同比	-28.73%	-27.70%	1.00%	3.00%	3.00%
毛利率	40.51%	40.12%	46.64%	55.97%	63.66%

内销：代工



单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	343	355	376	399	423
收入同比	40.55%	-20.00%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率	37.19%	31.35%	33.29%	35.18%	37.01%
<b>外销：海外直营</b>					
营业收入	2,082	2,007	2,128	2,255	2,368
收入同比	-14.56%	-3.60%	6.00%	6.00%	5.00%
毛利率	48.83%	51.39%	53.23%	55.21%	55.64%
<b>外销：海外线上</b>					
营业收入	966	1436	1795	2244	2805
收入同比	116.17%	48.72%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	39.97%	41.00%	42.42%	47.02%	48.80%
<b>外销：海外代工</b>					
营业收入	3,279	3,306	3,538	3,821	4,203
收入同比	-16.16%	0.82%	7.00%	8.00%	10.00%
毛利率	28.14%	23.93%	23.93%	23.93%	24.62%
<b>其他</b>					
营业收入	217	217	235	246	259
收入同比	-6.19%	0.07%	8.00%	5.00%	5.00%
毛利率	45.19%	33.45%	47.62%	47.62%	47.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

## 4.2 投资建议

梦百合作为家居龙头企业，即使受外部因素和公司产能布局双重因素影响导致收入端和盈利端有一定波动，如今外部环境改善叠加公司提前布局的产能利用效率提高，预期公司收入端和盈利端双改善。收入端，公司将得益于市场需求的明显修复，背后原因是美国渠道补库、美国降息预期叠加关税及反倾销导致的订单回流，这三因素利于美国家居市场的回暖，为公司收入改善提供良好契机；盈利端，原材料价格以及海运费价格回落减少公司成本，同时，在外部环境波动的背景下，公司凭借其提前布局的产能能够有效规避外部的风险，并且订单回流助力公司盈利端改善，提高净利率水平。内销方面，多因素利于记忆绵床垫行业渗透率提升，公司通过逐步调整经营，发育自主品牌，有望抓住机遇实现内销业务收入突破。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 93.1/103.1/115.3 亿元，同比增长 10.1%/10.8%/11.8%；归母净利润分别为 2.8/4.5/6.2 亿元，同比分别 285.4%/59.6%/38.3%。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.49/0.79/1.09 元，当前股价对应 PE 为 18 倍，据 26 年 EPS，给予合理估值 15 倍，目标价 11.85 元，维持“买入”评级。

图表50：梦百合可比公司估值情况

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002572.SZ	索菲亚	13.62	1.31	1.42	1.34	1.46	1.59	10.6	9.7	8.9
603816.SH	顾家家居	31.10	2.44	1.72	2.38	2.61	2.9	12.1	11.0	9.9
001323.SZ	慕思股份	28.74	2.01	1.92	1.78	1.87	2.08	16.8	16.0	14.4
300616.SZ	尚品宅配	13.16	0.33	-0.96	0.22	0.45	0.58	59.9	29.1	22.7
603195.SH	公牛集团	46.25	4.34	3.31	2.36	2.58	2.81	20.2	18.5	17.0
603833.SH	欧派家居	56.89	4.98	4.27	4.48	4.73	5.00	12.3	11.6	11.0
603801.SH	志邦家居	9.94	1.36	0.88	0.81	0.89	0.98	12.4	11.3	10.3
<b>可比公司均值</b>								<b>20.6</b>	<b>15.3</b>	<b>13.5</b>



603313.SH	梦百合	8.95	0.19	-0.27	0.49	0.79	1.09	18.19	11.4	8.24
-----------	-----	------	------	-------	------	------	------	-------	------	------

数据来源：Wind，国金证券研究所测算。股价为 2025/9/17 数据，其中可比公司除索菲亚、顾家家居、慕思股份、公牛集团、欧派家居和志邦家居采用国金外发报告预测，其余采用 wind 一致预测。

## 5. 风险提示

- 1) **原料价格、海运费上升的风险。**若原料价格和海运费上升，将直接影响公司的盈利表现。
- 2) **宏观经济波动的风险。**如果美元持续加息，将对海外家居需求形成一定的抑制，影响海外家居市场的回暖，对公司的外销业务有一定的影响。
- 3) **行业竞争加剧风险。**消费者为睡眠支付意愿增强，记忆绵床垫渗透率提升，也吸引了很多企业涌入该赛道，业内竞争加剧。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>主营业务收入</b>	<b>8,017</b>	<b>7,976</b>	<b>8,449</b>	<b>9,305</b>	<b>10,310</b>	<b>11,526</b>	货币资金	555	1,095	1,006	1,177	1,010	1,123	
增长率	-1.5%	-0.5%	5.9%	10.1%	10.8%	11.8%	应收款项	1,433	1,735	1,559	1,793	2,015	2,065	
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,529</b>	<b>-4,917</b>	<b>-5,336</b>	<b>-5,741</b>	<b>-6,181</b>	<b>-6,790</b>	存货	1,730	1,721	1,644	1,762	1,897	2,009	
%销售收入	69.0%	61.6%	63.1%	61.7%	60.0%	58.9%	其他流动资产	184	165	214	266	274	287	
<b>毛利</b>	<b>2,489</b>	<b>3,059</b>	<b>3,114</b>	<b>3,564</b>	<b>4,129</b>	<b>4,736</b>	流动资产	3,902	4,717	4,423	4,998	5,196	5,483	
%销售收入	31.0%	38.4%	36.9%	38.3%	40.0%	41.1%	总资产	43.0%	46.9%	46.0%	48.9%	50.3%	52.2%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>	<b>-42</b>	<b>-47</b>	<b>-52</b>	<b>-58</b>	长期投资	234	176	140	140	140	140	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,685	2,575	2,415	2,504	2,670	2,711	
<b>销售费用</b>	<b>-1,438</b>	<b>-1,740</b>	<b>-1,984</b>	<b>-2,140</b>	<b>-2,371</b>	<b>-2,651</b>	总资产	29.6%	25.6%	25.1%	24.5%	25.8%	25.8%	
%销售收入	17.9%	21.8%	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%	无形资产	721	866	856	853	774	739	
<b>管理费用</b>	<b>-609</b>	<b>-573</b>	<b>-552</b>	<b>-614</b>	<b>-670</b>	<b>-738</b>	非流动资产	5,174	5,349	5,200	5,222	5,138	5,030	
%销售收入	7.6%	7.2%	6.5%	6.6%	6.5%	6.4%	总资产	57.0%	53.1%	54.0%	51.1%	49.7%	47.8%	
<b>研发费用</b>	<b>-95</b>	<b>-116</b>	<b>-142</b>	<b>-186</b>	<b>-186</b>	<b>-196</b>	<b>资产总计</b>	<b>9,076</b>	<b>10,066</b>	<b>9,623</b>	<b>10,220</b>	<b>10,334</b>	<b>10,513</b>	
%销售收入	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	短期借款	2,184	2,449	2,256	2,603	2,398	2,086	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>301</b>	<b>584</b>	<b>394</b>	<b>577</b>	<b>850</b>	<b>1,094</b>	应付款项	1,488	1,533	1,738	1,660	1,771	1,871	
%销售收入	3.7%	7.3%	4.7%	6.2%	8.2%	9.5%	其他流动负债	252	339	373	319	341	361	
<b>财务费用</b>	<b>-174</b>	<b>-301</b>	<b>-276</b>	<b>-265</b>	<b>-303</b>	<b>-298</b>	流动负债	3,924	4,321	4,366	4,582	4,509	4,318	
%销售收入	2.2%	3.8%	3.3%	2.9%	2.9%	2.6%	长期贷款	559	119	97	117	97	77	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-42</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	1,531	1,678	1,474	1,654	1,574	1,569	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-29</b>	<b>-6</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	6,014	6,118	5,937	6,352	6,180	5,963	
<b>投资收益</b>	<b>50</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,978</b>	<b>3,884</b>	<b>3,628</b>	<b>3,795</b>	<b>4,064</b>	<b>4,435</b>	
%税前利润	60.9%	-4.1%	8.7%	-2.7%	0.0%	0.0%	其中：股本	485	571	571	571	571	571	
<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>168</b>	<b>-293</b>	<b>270</b>	<b>581</b>	<b>806</b>	未分配利润	701	782	550	716	985	1,357	
营业利润率	1.2%	2.1%	n.a	2.9%	5.6%	7.0%	少数股东权益	83	63	58	73	90	115	
<b>营业外收支</b>	<b>-15</b>	<b>-4</b>	<b>129</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,076</b>	<b>10,066</b>	<b>9,623</b>	<b>10,220</b>	<b>10,334</b>	<b>10,513</b>	
<b>税前利润</b>	<b>81</b>	<b>164</b>	<b>-164</b>	<b>370</b>	<b>581</b>	<b>806</b>	<b>比率分析</b>		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	1.0%	2.1%	-1.9%	4.0%	5.6%	7.0%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-29</b>	<b>-43</b>	<b>-15</b>	<b>-74</b>	<b>-116</b>	<b>-161</b>	每股收益	0.085	0.187	-0.265	0.492	0.785	1.086	
所得税率	36.1%	26.1%	9.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	6.136	6.807	6.359	6.651	7.122	7.773	
<b>净利润</b>	<b>52</b>	<b>122</b>	<b>-179</b>	<b>296</b>	<b>465</b>	<b>644</b>	每股经营现金净流	0.621	0.944	0.924	0.684	1.548	2.130	
<b>少数股东损益</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>-28</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	每股股利	0.400	0.000	0.000	0.200	0.314	0.434	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>41</b>	<b>107</b>	<b>-151</b>	<b>281</b>	<b>448</b>	<b>619</b>	<b>回报率</b>							
净利率	0.5%	1.3%	-1.8%	3.0%	4.3%	5.4%	净资产收益率	1.39%	2.74%	-4.17%	7.40%	11.03%	13.97%	
							总资产收益率	0.46%	1.06%	-1.57%	2.75%	4.34%	5.89%	
							投入资本收益率	3.28%	6.61%	7.10%	7.00%	10.23%	13.03%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-1.50%	-0.52%	5.94%	10.13%	10.80%	11.79%	
							EBIT增长率	62.41%	94.20%	-32.57%	46.62%	47.39%	28.62%	
							净利润增长率	#####	157.74%	-242.04%	285.38%	59.61%	38.26%	
							总资产增长率	-1.34%	10.91%	-4.40%	6.21%	1.11%	1.74%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	56.2	66.1	65.1	66.0	66.0	61.0	
							存货周转天数	121.1	128.1	115.1	112.0	112.0	108.0	
							应付账款周转天数	91.3	101.5	104.7	100.0	99.0	95.0	
							固定资产周转天数	111.8	112.7	97.7	91.4	87.7	80.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	70.74%	36.80%	34.06%	37.54%	33.57%	20.86%	
							EBIT利息保障倍数	1.7	1.9	1.4	2.2	2.8	3.7	
							资产负债率	66.27%	60.78%	61.69%	62.16%	59.81%	56.72%	

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	6	7	14
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.14</b>	<b>1.14</b>	<b>1.13</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究