

**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

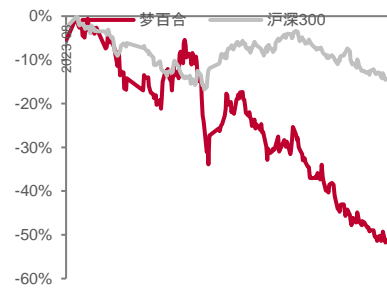
执业证书编号：S0740523090002

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继续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。