

公司研究

海外业务承压拖累整体增长，但业务结构持续优化

——梦百合（603313.SH）2022 年三季报点评

买入（维持）

当前价：9.93 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.85
总市值(亿元):	48.19
一年最低/最高(元):	9.05/19.59
近 3 月换手率:	56.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.77	-3.35	-8.47
绝对	1.85	-18.81	-36.06

资料来源：Wind

相关研报

上半年基本面显著改善，下半年有望进一步向好——梦百合（603313.SH）2022 年中报点评（2022-08-31）

一季度展现企稳态势，人民币贬值构成利好，期待效率加速提升——梦百合（603313.SH）2021 年报和 2022 年一季报点评

（2022-05-01）

要点

事件：

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收为 60.7 亿元，同比-0.7%，实现归母净利润 9875 万元；3Q2022 实现营收 19.8 亿元，同比-10.2%，实现归母净利润 1509 万元。3Q2022，公司经营性现金流量净额实现 2.2 亿元，现金流持续改善。

点评：

前三季度内销增长乏力，但是海外线上增速亮眼：2022 年前三季度，公司内、外销收入分别为 7.56/51.29 亿元，同比-9.6%/+1.1%。国内部分，梦百合自主品牌实现营收近 5.0 亿元，同比+0.4%。进一步对梦百合自主品牌进行细分，直营/经销/线上/酒店渠道分别实现营收 0.5/1.9/1.4/1.0 亿元，分别同比-19.1%/+17.6%/+22.9%/-18.4%。海外部分，分区域看，北美/欧洲分别实现营收 37.5/11.6 亿元，同比+2.9%/-5.7%；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现营收 18.3/2.5/30.5 亿元，同比+5.8%/+21.7%/-2.8%。

3Q2022，公司内、外销收入分别为 2.8/16.5 亿元，同比-2.9%/-10.9%。国内部分，梦百合自主品牌实现营收约 2.0 亿元，同比-4.9%。进一步对梦百合自主品牌进行细分，直营/经销/线上/酒店渠道分别实现营收 2367/7298/6503/3370 万元，分别同比+25.2%/+21.6%/+34.7%/-30.1%。海外部分，分区域看，北美/欧洲分别实现营收 12.0/3.7 亿元，同比-10.2%/-16.5%；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现营收 6.3/1.2/9.0 亿元，同比+6.2%/+74.5%/-24.4%。

从单季度经营情况看，国内部分，公司自主品牌来自 C 端的营收占比提升，酒店业务主要受疫情影响，结构处于优化过程中，1Q/2Q/3Q，梦百合自主品牌中来自 C 端的比例分别为 64.1%/77.7%/81%。在纯零售端，公司的经营质量亦呈现逐季改善，1Q/2Q/3Q，梦百合加盟端单店平均收入分别为 5.3/6.1/6.6 万元，直营端单店平均收入分别为 5.0/9.6/14.7 万元。

海外部分，C 端的营收占比亦处于上升期，1Q/2Q/3Q，海外营收中来自 C 端的比例分别为 33.9%/42.9%/45.6%，海外代工占海外营收的比重持续下行，海外代工业务因美国地产周期下行、家居去库存、欧洲经济疲软承受比较大的压力，但在同样的经营环境之下，C 端业务保持连续的同比和环比增加，说明梦百合在海外的零售能力不断增强。

3Q2022，梦百合直营/经销门店数量与 1H2022 相比，合计净增加 50 个门店，分别至 161/1099 家；西班牙 MATRESSES 门店数量与 1H2022 相比，净减少 1 家至 93 家，MOR 的门店数仍为 38 家，未发生变动。

3Q 毛利率同、环比增加，费用率管控仍需努力：2022 年前三季度，公司毛利率为 29.6%，同比+1.3pcts。内、外销毛利率分别为 30.0%/30.2%，同比+4.0/+1.0 pcts。国内部分，梦百合自主品牌毛利率为 39.0%，同比+5.0pcts。进一步对梦百合自主品牌进行细分，直营/经销/线上/酒店渠道毛利率分别为 51.9%/31.0%/56.9%/26.4%，分别同比-2.8/+7.9/+4.5/+0.7 pcts。海外部分，分区域看，北美/欧洲毛利率分别为 31.0%/30.0%，同比+0.9/+1.8 pcts；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现毛利率 44.6%/40.3%/ 20.7%，同比-0.8/+6.1/+0.9pcts。

3Q2022，公司毛利率为 31.0%，同比+2.6pcts，环比+2.3pcts。内、外销毛利率分别为 34.8%/30.8%，同比+8.6/+2.7pcts。国内部分，梦百合自主品牌毛利率为 41.7%，同比+8.3pcts。进一步对梦百合自主品牌进行细分，直营/经销/线上/酒店渠道毛利率分别为 51.9%/33.2%/56.9%/25.4%，分别同比-5.7/+7.5/+6.2/-0.1 pcts。海外部分，分区域看，北美/欧洲毛利率分别为 30.9%/33.0%，同比+2.1/+4.8pcts；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现毛利率 43.7%/39.6%/20.6%，同比-0.5/+4.8/+1.0pcts。

我们认为 3Q 公司的毛利率同、环比上行，与三个方面有关：1、原料价格下跌，2、公司的业务形态优化，即 C 端业务营收占比上升，B 端业务营收占比下降；3、海外工厂生产效率提升。

2022 年前三季度，期间费用率为 26.3%，同比-1.5pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.5%/7.4%/1.2%/1.1%，分别同比+1.5/-0.7/-0.3/-2.0pcts。2022 年前三季度费用率降低主要受益于人民币贬值带来的汇兑收益增加。3Q2022，期间费用率为 28.2%，同比+0.5pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.7%/7.7%/1.2%/0.6%，分别同比+3.5/-0.7/-0.3/-2.1pcts，3Q 销售费用率控制不力。

海外经济进入收缩期，期待线上业务和国内业务进一步发力：鉴于欧美经济进入收缩期，我们认为公司海外代工业务将持续承压，期待公司海外线上业务以及国内自主品牌业务进一步发力，带动基本面改善。

零售能力持续增强，整体维持改善趋势，维持“买入”评级：鉴于公司的销售费用率增幅超出我们此前预期，以及欧美经济进入收缩阶段，我们将公司 2022-2024 年的净利润预测进行下调，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.25/2.29/3.95 亿元（下调幅度分别为 44.4%/50.1%/42.4%），当前股价对应 PE 分别为 39/21/12 倍。我们认为公司持续优化业务结构，零售能力不断增强有助于提振未来业绩的成长稳定性以及盈利能力，鉴于公司目前的市值以及成长的前景，维持“买入”评级。

风险提示：欧美经济下行幅度超预期，人民币升值，国内地产景气度低于预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,530	8,139	8,082	9,161	10,583
营业收入增长率	70.43%	24.64%	-0.70%	13.34%	15.53%
净利润（百万元）	379	-276	125	229	395
净利润增长率	1.31%	-172.78%	NA	83.59%	72.12%
EPS（元）	1.01	-0.57	0.26	0.47	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.64%	-9.48%	4.12%	7.08%	10.97%
P/E	10	NA	39	21	12
P/B	1.0	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,530	8,139	8,082	9,161	10,583
营业成本	4,315	5,822	5,669	6,357	7,225
折旧和摊销	133	189	161	183	213
税金及附加	24	30	32	37	42
销售费用	882	1,314	1,382	1,539	1,757
管理费用	461	664	606	650	730
研发费用	110	124	105	119	138
财务费用	250	304	83	156	179
投资收益	8	18	53	16	16
营业利润	515	-208	181	304	506
利润总额	475	-274	171	294	496
所得税	58	-5	31	53	89
净利润	417	-270	140	241	407
少数股东损益	38	6	15	12	12
归属母公司净利润	379	-276	125	229	395
EPS(元)	1.01	-0.57	0.26	0.47	0.81

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	583	68	316	299	575
净利润	379	-276	125	229	395
折旧摊销	133	189	161	183	213
净营运资金增加	701	241	223	432	426
其他	-630	-87	-193	-545	-458
投资活动产生现金流	-1,305	-524	-677	-809	-1,184
净资本支出	-886	-530	-600	-600	-1,000
长期投资变化	71	71	0	0	0
其他资产变化	-490	-65	-77	-209	-184
融资活动现金流	1,140	364	579	672	823
股本变化	41	112	-1	0	0
债务净变化	457	1,055	662	849	1,038
无息负债变化	710	1,767	-446	200	258
净现金流	256	-284	218	162	213

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	33.9%	28.5%	29.9%	30.6%	31.7%
EBITDA 率	14.9%	6.3%	5.9%	7.4%	8.9%
EBIT 率	11.9%	3.0%	3.9%	5.4%	6.9%
税前净利润率	7.3%	-3.4%	2.1%	3.2%	4.7%
归母净利润率	5.8%	-3.4%	1.5%	2.5%	3.7%
ROA	5.9%	-2.9%	1.5%	2.2%	3.3%
ROE (摊薄)	10.6%	-9.5%	4.1%	7.1%	11.0%
经营性 ROIC	13.0%	3.8%	4.0%	5.3%	6.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	48%	67%	67%	69%	70%
流动比率	1.43	1.06	1.00	0.93	0.85
速动比率	0.93	0.59	0.60	0.57	0.54
归母权益/有息债务	1.84	0.97	0.83	0.72	0.65
有形资产/有息债务	3.27	2.78	2.35	2.13	1.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	7,076	9,199	9,555	10,824	12,490
货币资金	1,071	994	1,212	1,374	1,587
交易性金融资产	39	61	61	61	61
应收账款	997	1,125	1,144	1,383	1,592
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	105	107	105	147	169
存货	1,368	1,939	1,844	2,004	2,205
其他流动资产	160	76	76	76	76
流动资产合计	3,850	4,423	4,584	5,217	5,900
其他权益工具	158	85	85	85	85
长期股权投资	71	71	61	56	51
固定资产	1,726	2,396	2,345	2,337	2,438
在建工程	455	141	211	316	552
无形资产	180	197	589	874	1,253
商誉	321	321	321	321	321
其他非流动资产	32	1,165	1,165	1,165	1,165
非流动资产合计	3,226	4,776	4,970	5,607	6,590
总负债	3,383	6,205	6,421	7,470	8,766
短期借款	1,112	1,610	2,570	3,419	4,456
应付账款	934	1,493	1,417	1,589	1,806
应付票据	0	23	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	6	6	6	6
流动负债合计	2,683	4,190	4,562	5,611	6,907
长期借款	593	785	785	785	785
应付债券	14	0	0	0	0
其他非流动负债	49	1,072	1,072	1,072	1,072
非流动负债合计	700	1,905	1,859	1,859	1,859
股东权益	3,693	2,994	3,134	3,354	3,725
股本	374	487	485	485	485
公积金	2,142	1,976	1,990	2,013	2,052
未分配利润	1,082	675	787	973	1,292
归属母公司权益	3,557	2,907	3,032	3,240	3,599
少数股东权益	137	87	102	114	126

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	13.50%	16.14%	17.10%	16.80%	16.60%
管理费用率	7.05%	8.16%	7.50%	7.10%	6.90%
财务费用率	3.83%	3.74%	1.03%	1.71%	1.69%
研发费用率	1.69%	1.53%	1.30%	1.30%	1.30%
所得税率	12%	2%	18%	18%	18%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.35	0.00	0.04	0.07	0.13
每股经营现金流	1.56	0.14	0.65	0.62	1.18
每股净资产	9.50	5.97	6.25	6.68	7.42
每股销售收入	17.44	16.73	16.65	18.88	21.81

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	10	-18	39	21	12
PB	1.0	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.3	18.7	18.0	13.9	11.1
股息率	3.5%	0.0%	0.4%	0.8%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE