

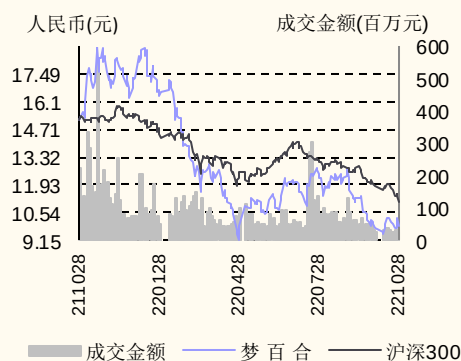
梦百合 (603313.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.93 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.85
已上市流通 A 股(亿股)	4.85
总市值(亿元)	48.19
年内股价最高最低(元)	18.86/9.15
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916

**相关报告**

1. 《1Q 扭亏为盈，艰难时刻将过-梦百合年报&一季报点评》，2022.5.1
2. 《经营拐点已现，静待反转上行的加速度-梦百合三季报点评》，2021.10.31

张杨桓 分析师 SAC 执业编号: S1130522090001
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

3Q 自主品牌销售显亮点，整体盈利改善可期**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,530	8,139	8,226	9,637	11,440
营业收入增长率	70.43%	24.64%	1.07%	17.15%	18.72%
归母净利润(百万元)	379	-276	157	473	661
归母净利润增长率	1.31%	-172.78%	N/A	201.81%	39.53%
摊薄每股收益(元)	1.011	-0.566	0.323	0.976	1.361
每股经营性现金流净额	1.44	-0.49	1.41	1.85	2.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.64%	-9.48%	5.38%	14.79%	18.36%
P/E	32.06	-30.57	30.72	10.18	7.29
P/B	3.41	2.90	1.65	1.50	1.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 28 日公司发布 22 年三季度报，22 年前三季度公司营收同比-0.7%至 60.7 亿元，归母净利润为 9875.2 万元 (去年同期-1.8 亿元)。此外，公司 22 年 3Q 营收同比-10.2%至 19.9 亿元，归母净利润为 1508.8 万元 (去年同期-1.9 亿元)，扣非归母净利润为 3043.2 万元 (去年同期-2663.3 万元)。

经营分析

- **3Q 内销现亮点，海外代工业务压力显现：**公司 3Q 国内/海外主营收入分别同比-2.9%/-10.9%至 2.8/16.5 亿元。内销方面，3Q 有所下滑主因朗乐福不再纳入合并范围，而 3Q 梦百合品牌经销/直营/电商渠道收入分别同比+21.6%/+25.2%/+34.7%至 0.7/0.2/0.7 亿元，在国内疫情扰动下，销售趋势仍向好。Q3 末梦百合直营/经销门店较 21 年底分别-1/+171 家至 161/1099 家，其中直营门店优化效果显著，单店增长优异。外销方面，3Q 北美/欧洲地区收入分别-10.2%/-16.5%至 12.0/3.7 亿元，主要由于美国需求放缓叠加俄乌冲突影响使其海外代工业务压力显现，而 MOR 预计仍有小幅增长。
- **3Q 毛利率改善明显，盈利有望逐步修复：**公司 22 年 3Q 毛利率同比+2.6pct 至 31.0%，环比也明显改善，主因原材料聚醚成本回落、海外工厂生产效率提升以及自主品牌销售占比提升。展望 4Q，公司自主品牌销售占比有望进一步提升并且聚醚成本仍在下降，毛利率有望进一步改善。费用率方面，22 年 3Q 由于自主品牌推广仍在延续，销售费用率同比+3.5pct 至 16.6%，而管理费用率同比-0.7pct 至 7.4%，预计主因海外工厂规模效应显现。此外，由于汇兑收益显现，财务费用率同比-2.0pct 至 1.1%。
- **内销增长具备空间，管理优化助推公司迈上新台阶：**渠道+品类扩张确保公司内销增长空间广阔。渠道方面，梦百合品牌门店在全国仍有较多空白区域未涉足，在老商单店运营逐步改善的情况下，公司渠道有望健康加速扩张。品类方面，公司已推出 NiscoLiving，正逐步从卧室品类向餐厅品类延伸，打开成长空间。与此同时，公司近两年正逐步重视管理优化，管理能力正逐步提升，将更好支撑公司健康持续发展，公司盈利稳定性有望逐步提升。

投资建议

- 考虑外销业务承压叠加部分原材料成本未明显下降，我们将公司 22-24 年 EPS 预测分别下调-63.2%/-34.2%/34.8%至 0.32/0.98/1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 31、10 和 7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内外疫情反复；贸易战升级；原材料价格大幅提升；负债率进一步提升。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,832	6,530	8,139	8,226	9,637	11,440
增长率		70.4%	24.6%	1.1%	17.1%	18.7%
主营业务成本	-2,310	-4,315	-5,822	-5,724	-6,666	-7,790
%销售收入	60.3%	66.1%	71.5%	69.6%	69.2%	68.1%
毛利	1,522	2,215	2,317	2,503	2,970	3,650
%销售收入	39.7%	33.9%	28.5%	30.4%	30.8%	31.9%
营业税金及附加	-21	-24	-30	-46	-54	-64
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-625	-882	-1,314	-1,341	-1,339	-1,590
%销售收入	16.3%	13.5%	16.1%	16.3%	13.9%	13.9%
管理费用	-225	-461	-664	-601	-684	-789
%销售收入	5.9%	7.1%	8.2%	7.3%	7.1%	6.9%
研发费用	-101	-110	-124	-107	-125	-149
%销售收入	2.6%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	550	739	185	408	767	1,058
%销售收入	14.4%	11.3%	2.3%	5.0%	8.0%	9.2%
财务费用	-30	-250	-304	-101	-129	-140
%销售收入	0.8%	3.8%	3.7%	1.2%	1.3%	1.2%
资产减值损失	0	0	0	-31	31	0
公允价值变动收益	15	26	5	0	0	0
投资收益	-23	8	18	10	20	20
%税前利润	n.a	1.6%	-6.7%	3.5%	2.9%	2.1%
营业利润	496	515	-208	286	699	948
营业利润率	12.9%	7.9%	n.a	3.5%	7.3%	8.3%
营业外收支	-3	-41	-66	0	0	0
税前利润	493	475	-274	286	699	948
利润率	12.9%	7.3%	n.a	3.5%	7.3%	8.3%
所得税	-101	-58	5	-56	-136	-185
所得税率	20.5%	12.2%	n.a	19.5%	19.5%	19.5%
净利润	392	417	-270	230	563	763
少数股东损益	19	38	6	74	89	102
归属于母公司的净利润	374	379	-276	157	473	661
净利率	9.8%	5.8%	n.a	1.9%	4.9%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	392	417	-270	230	563	763
少数股东损益	19	38	6	74	89	102
非现金支出	109	200	269	383	341	392
非经营收益	41	106	123	119	113	130
营运资金变动	-452	-182	-360	-46	-121	-94
经营活动现金净流	90	540	-238	686	896	1,192
资本开支	-780	-886	-530	-464	-710	-670
投资	-111	-442	-16	-51	0	0
其他	-48	23	22	10	20	20
投资活动现金净流	-939	-1,305	-524	-505	-690	-650
股权募资	21	693	0	0	0	0
债权募资	630	548	920	-196	330	154
其他	-76	-262	-749	-274	-325	-415
筹资活动现金净流	576	979	171	-470	6	-261
现金净流量	-273	214	-590	-289	212	281

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	811	1,071	994	683	870	1,126
应收款项	891	1,102	1,232	1,172	1,294	1,526
存货	742	1,368	1,939	1,599	1,790	1,921
其他流动资产	165	309	257	326	338	381
流动资产	2,608	3,850	4,423	3,780	4,291	4,955
%总资产	56.5%	54.4%	48.1%	42.6%	44.0%	46.3%
长期投资	200	280	189	240	240	240
固定资产	1,481	2,180	2,538	2,698	3,132	3,477
%总资产	32.1%	30.8%	27.6%	30.4%	32.1%	32.5%
无形资产	304	633	707	686	685	679
非流动资产	2,011	3,226	4,776	5,101	5,471	5,749
%总资产	43.5%	45.6%	51.9%	57.4%	56.0%	53.7%
资产总计	4,620	7,076	9,199	8,881	9,762	10,703
短期借款	1,300	1,331	2,208	2,192	2,523	2,676
应付款项	570	986	1,633	1,364	1,549	1,789
其他流动负债	148	366	349	351	370	443
流动负债	2,019	2,683	4,190	3,907	4,441	4,909
长期贷款	5	593	785	605	605	605
其他长期负债	193	105	1,229	1,289	1,263	1,238
负债	2,216	3,381	6,205	5,802	6,310	6,753
普通股股东权益	2,334	3,557	2,907	2,918	3,202	3,599
其中：股本	334	374	487	485	485	485
未分配利润	729	1,082	675	686	970	1,367
少数股东权益	70	137	87	160	250	352
负债股东权益合计	4,620	7,076	9,199	8,881	9,762	10,703

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.120	1.011	-0.566	0.323	0.976	1.361
每股净资产	6.997	9.500	5.975	6.013	6.598	7.415
每股经营现金净流	0.271	1.443	-0.488	1.414	1.847	2.456
每股股利	0.400	0.000	0.000	0.300	0.390	0.545
回报率						
净资产收益率	16.01%	10.64%	-9.48%	5.38%	14.79%	18.36%
总资产收益率	8.09%	5.35%	-3.00%	1.77%	4.85%	6.17%
投入资本收益率	11.23%	11.43%	3.02%	5.55%	9.33%	11.71%
增长率						
主营业务收入增长率	25.65%	70.43%	24.64%	1.07%	17.15%	18.72%
EBIT增长率	74.42%	34.31%	-74.95%	120.66%	87.91%	37.83%
净利润增长率	100.82%	1.31%	-172.78%	N/A	201.81%	39.53%
总资产增长率	36.85%	53.14%	30.02%	-3.45%	9.92%	9.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.7	50.0	47.6	48.0	45.0	45.0
存货周转天数	87.7	89.2	103.7	102.0	98.0	90.0
应付账款周转天数	64.4	60.0	76.1	82.0	80.0	79.0
固定资产周转天数	104.0	96.5	107.5	106.8	101.9	93.7
偿债能力						
净负债/股东权益	27.89%	22.42%	64.72%	66.72%	63.65%	53.02%
EBIT利息保障倍数	18.5	3.0	0.6	4.0	5.9	7.6
资产负债率	47.97%	47.80%	67.45%	65.33%	64.64%	63.09%

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	0	3	4	16
增持	0	0	9	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.75	1.69	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-23	买入	30.67	44.00 ~ 44.00
2	2021-05-01	买入	28.86	N/A
3	2021-08-29	买入	16.43	N/A
4	2021-10-31	买入	15.34	N/A
5	2022-05-01	买入	9.93	N/A

来源：国金证券研究所

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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402