

梦百合（603313）：反倾销落地海外格局重塑，OBM转型百合以梦为马

2020年03月04日

强烈推荐/维持

梦百合

公司报告

梦百合作为反倾销征收税率最低，同时具有海外产能布局的企业，相对优势明显。反倾销制裁的落地实施，无疑将加速床垫行业洗牌。短期内，拥有海外产能的企业或将迅速抢占市场份额。当前梦百合在西班牙、塞尔维亚、泰国、美国设有四个海外工厂。为应对美国反倾销的处罚，公司塞尔维亚、泰国的生产基地百分之百供应美国，国内的产能供应除美国以外的其他地区及部分不在美国反倾销清单里的产品。梦百合有望凭借反倾销税率最低+海外产能提前布局双重优势，抢占国产床垫的美国市场份额。

并购拓展海外零售渠道，梦百合寻求 OBM 模式转型。从美国市场来看，虽然美国床垫行业 2018 年整体出货量下跌 1.7%，但是以泰普尔和 Sleep Number 为代表的专业床垫总出货量增长了 5.2%。随着消费者对专业床垫的认知和接受度不断提升，太空记忆棉床垫迎来了快速增长期。梦百合凭借着较高的性价比产品，有望在海外专业床垫市场的发展期迎来迅速扩张。当前公司拟收购美国西海岸最大家具零售商之一的 MOR，进一步拓展零售渠道，推动公司 OBM 转型，提升销售毛利率。

国内床垫市场空间巨大，梦百合渠道扩张加速。梦百合 19 年新增门店近 300 家，门店数翻倍，并计划于 2020 年底实现门店数量 750-800 家，稳步实现三年千店计划。渠道多元化，梦百合携手各领域合作伙伴。公司联手红星美凯龙、居然之家、欧亚达、月星家居等大型家居卖场，推动二三四线城市渠道下沉；与家居品牌索菲亚建立战略合作关系，强强联手弥补门店数量弱势；同时梦百合注重与酒店合作，深度运营零压房，打造品牌标签。目前梦百合已在全国合作酒店 2800 多家，推出超过 30 万间零压房。

盈利预测及投资评级：预计公司 19-21 年实现营收 40/53/71 亿元，EPS 1.13/1.67/2.36 元，对应的 PE 24x/16x/12x。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：反倾销制裁升级，海外产能释放不及预期，国内市场渠道下沉不及预期，记忆棉床垫市场教育不及预期等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,338.80	3,049.47	4,032.77	5,330.10	7,092.12
增长率（%）	35.74%	30.39%	32.24%	32.17%	33.06%
归母净利润（百万元）	155.85	186.07	384.21	566.57	803.97
增长率（%）	-22.75%	28.17%	96.45%	47.54%	41.99%
净资产收益率（%）	10.18%	10.03%	17.84%	21.41%	24.03%
每股收益（元）	0.39	0.55	1.13	1.67	2.36
PE	70.07	49.88	24.16	16.38	11.55
PB	4.28	3.53	4.31	3.51	2.77

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

梦百合前身为恒康家居，于 2003 年 5 月成立，开始投入 0 压棉研究；并于 2008 年 5 月正式创建 Mlily 梦百合品牌。公司 2011 年 11 月登陆美国市场，开始全球化战略布局；并于 2016 年 10 月成功登陆 A 股市场。公司是一家专业从事记忆棉床垫等产品的研发、设计、生产、销售、营销的科技企业，致力于用 0 压床垫，提升人类的深度睡眠，是国内 0 压床垫的开创者。梦百合已经成为了国内记忆棉产品的标志性品牌，0 压系列产品深入人心。

未来 3-6 个月重大事项提示：

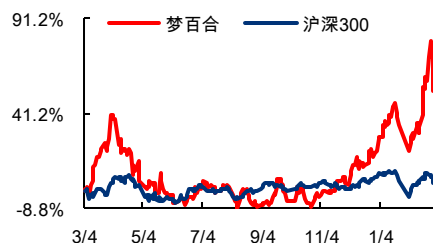
2020-03-11 临时股东大会

2020-04-18 年报预计披露

交易数据

52 周股价区间（元）	31.1-15.83
总市值（亿元）	93.13
流通市值（亿元）	92.47
总股本/流通 A 股（万股）	33,991/33,746
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.6

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

研究助理：王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

研究助理：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

目 录

1. 零压系列开创者，全球化布局助力梦百合 OBM 转型	4
1.1 梦百合——国内 0 压床垫开创者	4
1.2 海外市场起家产能全球化，品牌国际化助力公司 OBM 转型	5
2. 海外：反倾销+关税加速行业洗牌，产能布局助力梦百合抢占海外市场	5
2.1 反倾销制裁落地，床垫出口企业被迫战略调整	5
2.2 床垫行业受贸易战波及较早，反倾销提升加征关税级别	6
2.3 行业海外市场迅速调整，海外产能助力梦百合脱颖而出	7
3. 国内：市场空间巨大，渠道下沉+产品研发助力企业脱颖而出	8
3.1 大众需求+更新需求，国内床垫市场上升空间巨大	8
3.2 国内格局：渠道下沉提升企业市场份额，发力产品研发补短板	10
3.2.1 全渠道布局，床垫企业抢占市场份额	10
3.2.2 研发推动企业转型，产品是核心竞争力	11
4. 产品+渠道双轮驱动，梦百合 OBM 转型	11
4.1 产品：重研发梦百合以技术为核心，电动床有望成为新的增长点	11
4.2 渠道：国内门店铺设节奏加快，拓展海外零售渠道助力 OBM 转型	14
4.2.1 线上线下齐发力，梦百合渠道铺设加速	14
4.2.2 梦百合 OBM 转型，积极开拓海外零售渠道	16
5. 投资建议与投资评级	17
5.1 投资建议	17
5.2 投资评级	17
6. 风险提示	18
相关报告汇总	20

插图目录

图 1：梦百合 2019Q3 股权结构	5
图 2：梦百合海外市场及国内市场收入占比情况	5
图 3：梦百合营收及增速情况	5
图 4：反倾销调查进度情况	6
图 5：2000 亿美元商品清单情况	6
图 6：床垫、寝具及类似品出口情况	7
图 7：梦百合海外市场营业收入情况	7
图 8：2018 美国床垫市场情况	8
图 9：中国床垫市场规模情况	9
图 10：中国美国人口对比情况	9
图 11：中国城镇化率情况	9
图 12：中国美国人均 GDP 对比情况	9
图 13：2015 年国内床垫更换周期调查情况	10

图 14: 中国床垫市场集中度情况	11
图 15: 美国床垫市场集中度情况	11
图 16: 中国市场各品牌门店情况	11
图 17: 2019 双十一线上渠道销售额及销量情况	11
图 18: 梦百合研发增速情况	13
图 19: 梦百合和喜临门研发占比情况	13
图 20: 美国智能电动床销售情况	14
图 21: 梦百合智能电动床产品展示	14
图 22: 梦百合门店数量情况	14
图 23: 梦百合线下门店展示	14
图 24: 梦百合零压房模式介绍	15
图 25: 梦百合零压房展示	15
图 26: 梦百合酒店零压生活馆	15
图 27: 2019 双十一单月床垫品牌销售情况	16
图 28: 2019 双十一单月海绵床垫品牌销售情况	16
图 29: 梦百合海外收入及增速情况	17
图 30: Mor Furniture for less 门店	17

表格目录

表 1: 梦百合公司发展历程	4
表 2: 反倾销税率明细情况	6
表 3: 2000 亿美元商品清单关税加征情况	7
表 4: 梦百合海外生产基地情况	8
表 5: 梦百合产品矩阵	12
表 6: 2019H1 梦百合产品经营数据情况	13
表 7: 梦百合渠道收入情况	16

1. 零压系列开创者，全球化布局助力梦百合 OBM 转型

1.1 梦百合——国内 0 压床垫开创者

国内零压床垫开创者，零压系列产品深入人心。梦百合前身为恒康家居，于 2003 年 5 月成立，开始投入 0 压绵研究；并于 2008 年 5 月正式创建 Mlily 梦百合品牌。公司 2011 年 11 月登陆美国市场，开始全球化战略布局；并于 2016 年 10 月成功登陆 A 股市场。公司是一家专业从事记忆绵床垫等系列产品的研发、设计、生产、销售、营销的科技型企业，致力于用 0 压床垫，提升人类的深度睡眠，是国内 0 压床垫的开创者。梦百合已经成为了国内记忆棉产品的标志性品牌，0 压系列产品深入人心。

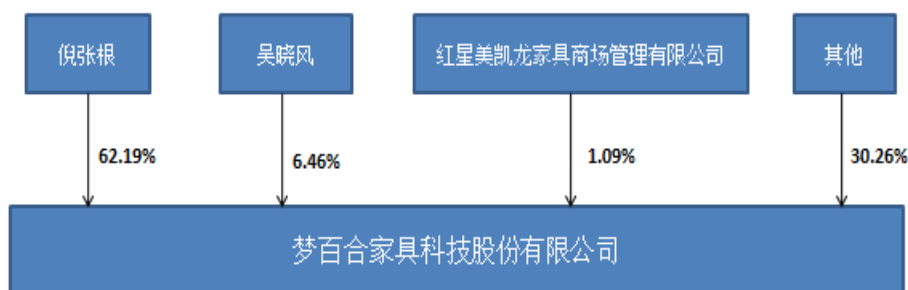
表1：梦百合公司发展历程

年份	事件
2003 年 5 月	梦百合家居（前身恒康家居）于江苏南通正式成立，并开始投入 0 压绵研究
2008 年 5 月	Mlily 梦百合品牌正式创建
2010 年	通过 Oeko-Tex®标准认证，所制成品安全无害，通过 CertiPUR-US 权威认证
2011 年 11 月	登陆美国市场，开始布局全球化战略，并通过 CertiPUR 权威认证
2012 年 3 月	推出酒店 0 压房
2012 年 12 月	陆续获得非温感 0 压绵多国专利
2013 年 5 月	举办首届“MLILY 梦百合杯”世界围棋公开赛，成为“中国国家围棋队舒压产品”供应商
2014 年 9 月	举行“聚合博智 启梦中国”品牌发布会，开启中国市场战略规划；发布第一代智能床垫，宣传 0 压睡眠理念
2014 年 12 月	举办第二届“MLILY 梦百合杯”世界围棋公开赛
2015 年 6 月	欧洲生产基地开业，标志 Mlily 梦百合首个海外生产基地正式投产
2015 年 9 月	于美国硅谷高创会发起 0 压行动
2015 年 11 月	联合《ELLE》杂志举行都市女性 0 压睡眠发布会，正式发布“0 压睡眠”理念
2016 年 10 月	梦百合家居（603313）成功登陆 A 股市场；成为曼联全球官方合作伙伴，
2017 年 1 月	举办第三届“MLILY 梦百合杯”世界围棋公开赛
2017 年 2 月	荣获“日本乐天床垫类销量排名第一”奖项
2017 年 3 月	联合居然之家、索菲亚在北京举行“零压战盟”发布会
2018 年 1 月	于美国正式发布 Mlily 梦百合智能睡眠系统
2018 年 3 月	于北京发布《中国人深度睡眠指数》

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

股权结构：公司于 2016 年 10 月 13 日在上海证券交易所上市，目前公司总股本为 3.4 亿股。公司实际控制人倪张根先生持股比例为 62.19%，前三大股东中，吴晓风持股比例为 6.46%，红星美凯龙家具商场管理有限公司持股比例为 1.09%。

图1: 梦百合 2019Q3 股权结构



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1.2 海外市场起家产能全球化, 品牌国际化助力公司 OBM 转型

以境外业务为切入点, 品牌建设助力梦百合 OBM 转型。欧美等发达地区是全球主要的记忆棉家居制品消费地区, 记忆棉家居产品较为成熟, 市场接受度较高, 需求增长稳定。但同时由于该地区人力成本等原因, 本土记忆棉家居产品品牌商生产规模相对有限, 大量的通过从海外地区进口 OEM 以及 ODM 产品满足境内需求。梦百合早期通过 OEM 及 ODM 产品切入海外市场, 境外业务成为了梦百合的主要业务。梦百合 2018 年境外营业收入 25.17 亿元, 营收占比高达 83%。随着海外市场的产品设计和生产技术的经验积累, 梦百合开始向 OBM 转型, 推广自主品牌, 利用产品的性价比优势抢占市场份额; 同时梦百合开启国内市场, 不断拓展自主品牌的销售渠道, 加大品牌建设力度。

产能全球化+品牌国际化, 梦百合业绩平稳高增。随着公司产能全球化的布局以及品牌国际化的战略实施, 梦百合实现了全球化资源调配和产能配置, 销售额实现平稳增长。2018 年实现营收 30.49 亿元, 同比增速 30.39%, 近五年复合增速高达 27.27%。由于成本端原材料 TDI、MDI 和聚醚等价格较上年同期有较大幅度下降, 公司盈利能力大幅改善, 2019 年业绩预告实现归母净利 3.66 亿元, 同比增长 96.7%。

图2: 梦百合海外市场及国内市场收入占比情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图3: 梦百合营收及增速情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2. 海外: 反倾销+关税加速行业洗牌, 产能布局助力梦百合抢占海外市场

2.1 反倾销制裁落地, 床垫出口企业被迫战略调整

反倾销制裁落地，梦百合税率大幅低于其他企业。当前，美国国际贸易委员会已经通过裁定，根据美国商务部发出的对中国床垫征收反倾销税的公告，梦百合获得了 57.03% 的反倾销税率，厦门际诺思获得了 192.04 的反倾销税率，其余 36 家单独征收的企业反倾销税率为 162.76%，名单之外的企业则需征收 1731.75% 的反倾销税率。对比之前，中国床垫税率仅为 38%。从最终的制裁结果来看，梦百合反倾销税率大幅低于其他单独征收企业 105 个百分点。

表2：反倾销税率明细情况

公司	反倾销税率
恒康家居有限公司（梦百合）	57.03%
厦门际诺思有限公司	192.04%
单独征收企业（36 家）	162.76%
名单之外企业	1731.75%

资料来源：美国商务部官网，东兴证券研究所

反倾销诉讼申请较早、流程较长， 所涉企业提前进行战略调整。2018 年 9 月 18 日，反倾销提案由美国本土多家床垫企业联名提交，并于 10 月 9 日由美国商务部正式立案调查。经过了长达一年左右的调查时间，在 2019 年 10 月 18 日，由美国商务部宣布对进口自中国的床垫做出反倾销终裁。该反倾销终裁在 2019 年 12 月 2 日通过了美国国际贸易委员会的最终裁定。同时，根据本案初裁裁定的临时反倾销税追溯至本案初裁发布与联邦公报之日的前 90 天，即 2019 年 3 月 6 日起，对在美国海关报关的相关涉及企业生效。同时，在最终裁定落地前，对名单企业收取现金押金，中国床垫企业海外市场被迫提前进行调整。对于中小型床垫出口企业，没有足够的资金在海外投产建厂，只能被动进行战略调整，放弃美国市场，转向欧洲、亚洲等小订单市场。

图4：反倾销调查进度情况

CASE CALENDAR:

EVENT	AD INVESTIGATION
Petition Filed	September 18, 2018
DOC Initiation Date	October 9, 2018
ITC Preliminary Determination	November 8, 2018
DOC Preliminary Determination	May 28, 2019
DOC Amended Preliminary Determination	July 3, 2019
DOC Final Determination	October 17, 2019
ITC Final Determination**	December 2, 2019
Issuance of Order***	December 9, 2019

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图5：2000 亿美元商品清单情况

HTSUS Subheading	Product Description
9403.90.60	Parts of furniture (o/than seats or o/than of 9402), of textile material (o/than cotton)
9403.90.70	Parts of furniture (o/than seats or o/than of 9402), of wood
9403.90.80	Parts of furniture (o/than seats or o/than of 9402) nesoi
9404.10.00	Mattress supports
9404.21.00	Mattresses, of cellular rubber or plastics, whether or not covered
9404.29.10	Mattresses, of cotton
9404.29.90	Mattresses (o/than of cellular rubber or plastics or of cotton)
9405.10.40	Chandeliers and other electric ceiling or wall lighting fittings (o/than used for public spaces), of brass
9405.10.60	Chandeliers and other electric ceiling or wall lighting fixtures (o/than used for public spaces), of base metal (o/than brass)
9405.10.80	Chandeliers and other electric ceiling or wall lighting fixtures (o/than used for public spaces), not of base metal

资料来源：美国商务部官网，东兴证券研究所

2.2 床垫行业受贸易战波及较早，反倾销提升加征关税级别

中美贸易战对于床垫企业的影响较早，且加征关税部分并未完全解除。当前中美贸易战虽然阶段性缓和，但是美国对中国 2000 亿美元商品清单加征关税仅仅是暂缓了上调决定。原本于 2019 年 10 月 15 日起上调 2000 亿美元商品关税至 30% 的决定推迟落地，目前关税仍然保持了 2019 年 5 月 10 日起加征至的 25%。而在此之前，2000 亿美元商品关税已于 2018 年 9 月 24 日起，加征至 10% 的关税。对于出口床垫类商品的企业，产品大多包含在了 2000 亿美元商品清单之中。因此床垫企业受中美贸易摩擦的波及较早，且产品仍然在剩余加征关税的商品清单之中。

反倾销将中美贸易战征收的关税以新的形式提升到了新的高度。随着床垫企业反倾销制裁的落地实施，床垫企业所面临的关税并未随着中美贸易摩擦缓和而有所缓解，反而通过反倾销制裁，以新的形式提升到了新的

高度。后续的发展, 仍需紧密跟踪中美贸易摩擦以及床垫企业反倾销制裁的下一步进展。随着国际形势的稳定, 美国的焦点或将再次回归中美贸易磋商。同时, 东南亚地区的进口变化也或将引起第二轮的床垫反倾销制裁。

表3: 2000 亿美元商品清单关税加征情况

加征批次	加税生效日期	加征关税至
美国对中国 2000 亿美元加征关税商品清单	2019 年 10 月 15 日起 (推迟决定)	30% (暂缓上调)
美国对中国 2000 亿美元加征关税商品清单	2019 年 05 月 10 日起	25%
美国对中国 2000 亿美元加征关税商品清单	2018 年 09 月 24 日起	10%

资料来源: 美国商务部官网, 东兴证券研究所

2.3 行业海外市场迅速调整, 海外产能助力梦百合脱颖而出

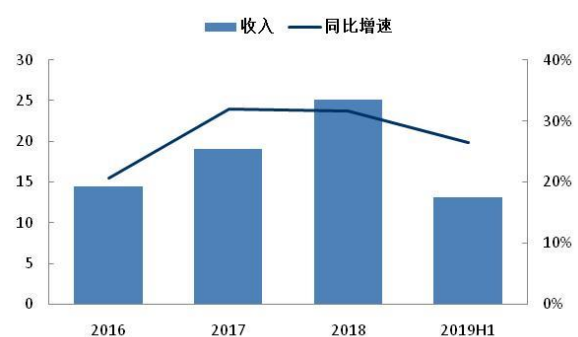
床垫类产品对美出口增速回落, 梦百合海外市场逆势增长。从床垫、寝具及类似品累计出口金额变化情况来看, 自 2018 年起, 床垫类产品出口金额累计同比中枢明显回落, 2019 年累计出口 95.37 亿美元, 同比增速仅为 0.7%, 较去年同期下降 11 个百分点。在贸易战和床垫反倾销的双重制裁下, 床垫类产品出口增速回落, 床垫行业海外市场进入调整期。在这样的背景下, 梦百合保持了海外市场的高速发展, 近三年 (2016-2018) 海外市场收入复合增速高达 32%, 2019 年上半年, 海外市场收入同比增长 26.5%。美国作为梦百合海外销售的主要市场, 营收占比接近 50%。

图6: 床垫、寝具及类似品出口情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图7: 梦百合海外市场营业收入情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

反倾销制裁的落地实施, 无疑将加速床垫行业洗牌。中小床垫企业由于没有充足的资金将工厂搬到海外, 面对庞大的反倾销处罚税率, 大概率将退出美国市场, 进而转向海外小订单市场, 如欧洲、韩国等地区。而对于提前在海外产能布局的龙头企业, 可以通过海外工厂覆盖美国市场需求。短期内, 拥有海外产能的企业或将迅速抢占市场份额。但同样针对东南亚市场床垫的进口量激增, 也很难被美国商务部忽略, 反倾销制裁并没有真正意义上的尘埃落定。长期来看, 床垫行业海外市场的格局仍然在调整之中。

梦百合作为反倾销征收税率最低, 同时具有海外产能布局的企业, 相对优势明显。梦百合的反倾销税率远低于其他企业单独征收企业近 106 个百分点, 受反倾销税率影响最弱。当前梦百合在海外设有四个工厂, 分别位于西班牙、塞尔维亚、泰国、美国。其中, 塞尔维亚设计产能为 8-10 亿元/年, 泰国设计产能为 8-10 亿元/年, 美国设计产能为 6-8 亿元/年。目前, 塞尔维亚工厂一、二、三期均已投产、泰国租赁厂房部分已开始生产, 自有工厂正在加快进度建设中。美国工厂已于 2019 年 12 月开工, 位于南卡罗来纳州, 工厂面积约 70 万平方米, 厂房面积 6 万平方米, 目前正处于试生产阶段, 具体达产时间需根据订单情况来定, 预计

产能将达到 1.4 亿美元。为应对美国反倾销的处罚，公司目前在塞尔维亚、泰国的生产基地都是百分之百供应美国。国内的产能供应除美国以外的其他地区及部分不在美国反倾销清单里的产品，比如薄垫和枕头。梦百合有望凭借反倾销税率最低+海外产能提前布局双重优势，抢占国产床垫的美国市场份额。

表4：梦百合海外生产基地情况

地区	产能	投产时间	生产	情况介绍
西班牙	-	2017.10	-	收购了西班牙思梦及其子公司 COMOTEX、MAXCOLCHON
塞尔维亚	8-10 亿元/年	2018.10	满产	3.84 万平方米生产基地，塞一、二、三期均已投产
泰国	8-10 亿元/年	2019	租借厂房满产	租赁厂房部分已开始生产，自有工厂正在加快进度建设中
美国	6-8 亿元/年	2019.12	满产需要时间	工厂面积约为 70 万平方米，厂房面积 6 万平方米，目前正处于试生产阶段

资料来源：网络资料整理，东兴证券研究所

美国专业床垫逆市增长，梦百合有望迎来市场扩张。而从美国市场来看，虽然美国床垫行业 2018 年整体出货量下跌 1.7%，但是以泰普尔和 Sleep Number 为代表的专业床垫总出货量增长了 5.2%。随着消费者对专业床垫的认知和接受度不断提升，太空记忆棉床垫迎来了快速增长期。梦百合凭借着较高的性价比产品，有望在海外专业床垫市场的发展期迎来迅速扩张。一方面，梦百合在反倾销制裁中有望获取退出美国市场竞争的国内企业市场份额，另一方面，在海外专业床垫市场稳定发展的背景下，梦百合发力零售端，凭借较高的性价比产品有望进一步抢占市场份额。同时，专业床垫在海外的高速增长也将有利于太空记忆棉床垫知识在国内市场的普及，提高市场关注度和接受度。

图8：2018 美国床垫市场情况



资料来源：美国今日家具、东兴证券研究所

3. 国内：市场空间巨大，渠道下沉+产品研发助力企业脱颖而出

3.1 大众需求+更新需求，国内床垫市场上升空间巨大

当前国内的床垫市场并不成熟。根据国际睡眠产品协会 ISPA 统计，中国是全球最大的床垫消费市场，床垫

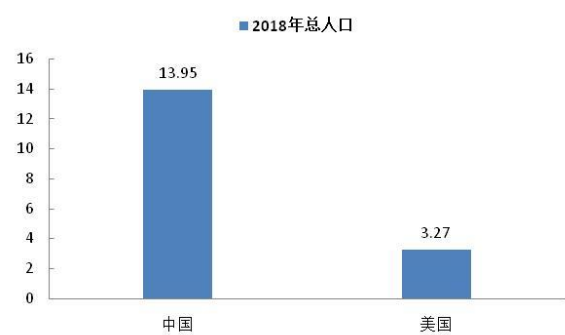
消费总额从 2002 年的 6.8 亿美元增长至 2017 年为 93.1 亿美元，CAGR 高达 18%，超过美国 87.7 亿美元的市场规模。但是从人口基数来看，国内的床垫市场规模仍处于较低水平；且床垫仍然处在市场教育阶段，对于床垫的更换时间、喜爱硬床等消费观念仍然有待改变。

图9：中国床垫市场规模情况



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图10：中国美国人口对比情况



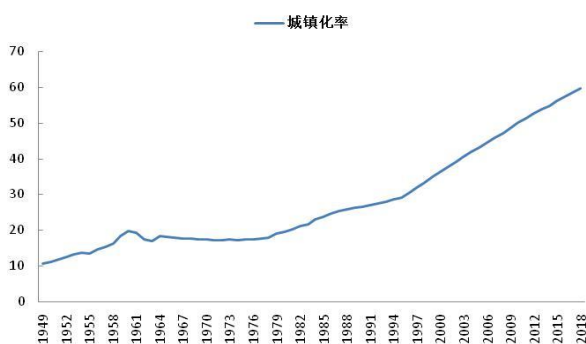
资料来源：WIND，东兴证券研究

我们认为，随着消费观点的改变，国内床垫市场仍有较大上升空间。床垫的需求可以分为两个方面：一方面是渠道下沉的大众需求，另一方面是来自消费升级的更新需求。

◆ **城镇化率带动床垫渗透率提升。**当前中国的城镇化率较低，2018 年底我国常住人口城镇化率为 59.58%，远低于发达国家 80% 的平均水平，还有较大的发展空间。根据《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，我国预计在 2030 年实现常住人口城镇化率 70%，依据城镇化发展的普遍规律，未来十年我国仍处于 30%-70% 的快速城镇化阶段。随着城镇化率的提升，床垫的渗透率有望进一步提升。

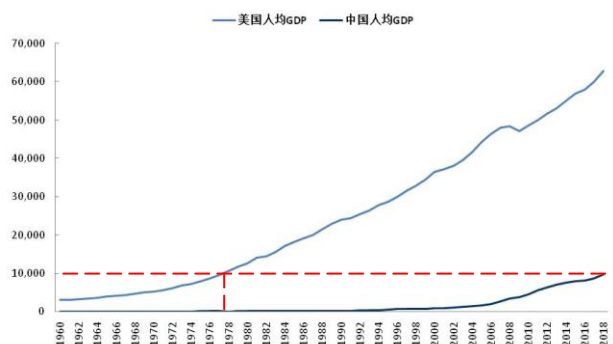
◆ **市场教育普及，产品使用周期和消费升级合力拉动需求。**对于床垫的更新需求，一方面，来自于床垫本身的使用周期在 10 年左右（乳胶床垫的周期更短，在 5 年左右）。美国市场较为成熟，床垫的更新周期在 8-10 年左右；床垫属于舶来品，目前国内市场仍处于教育阶段；另一方面，床垫的消费具有不可逆性，消费者在下次购买中，往往会选择更高档次的产品，来提升生活品质。也对床垫的研发创新提出了更高的要求。

图11：中国城镇化率情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图12：中国美国人均 GDP 对比情况



资料来源：WIND，东兴证券研究

图13：2015 年国内床垫更换周期调查情况



资料来源：观研网、东兴证券研究所

3.2 国内格局：渠道下沉提升企业市场份额，发力产品研发补短板

3.2.1 全渠道布局，床垫企业抢占市场份额

短期来看，渠道将助力市占率集中度提升。国内床垫市场的集中度远低于美国水平。据统计，2017 年我国床垫行业集中度 CR4 为 14.5%，对比美国 2017 年床垫行业 CR4 高达 75%，领先企业慕思的市场占有率仅为 8%。我们认为短期来看，在国内床垫行业的发展初期阶段，渠道的下沉将帮助企业抢占更多的市场份额。

企业积极布局线下渠道抢占市场。从 2018 年线下门店数量来看，慕思优势明显，对比 2014 年开店增速来看，慕思、喜临门、舒达增量明显。企业加速下线渠道布局，有望提升市场份额，竞争优势明显。全屋定制品牌顾家家居同样凭借着自身门店数量的优势，开展床垫业务，收购了出口床垫品牌 Delandis，迅速提升市场占有率。

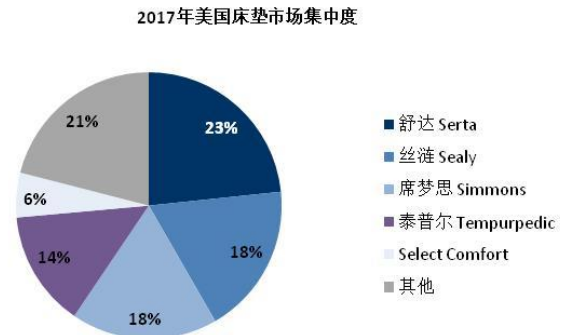
渠道多元化，电商+酒店渠道同样竞争激烈。与美国市场类似，渠道的竞争同样体现在线上及酒店等的多元化渠道之中。各大企业都已建立线上渠道，从 2019 年双十一的数据来看，在销售额上，慕思、雅兰、喜临门优势明显；在销售量上，喜临门遥遥领先。酒店渠道方面，国际品牌金可儿优势明显，在全球使用金可儿床垫产品的 6000 多家高端酒店中，中国市场占据了 900 多家。国产品牌方面，梦百合的零压房合作酒店 2800 多家，全国零压房数量超过 30 万间。

图14：中国床垫市场集中度情况



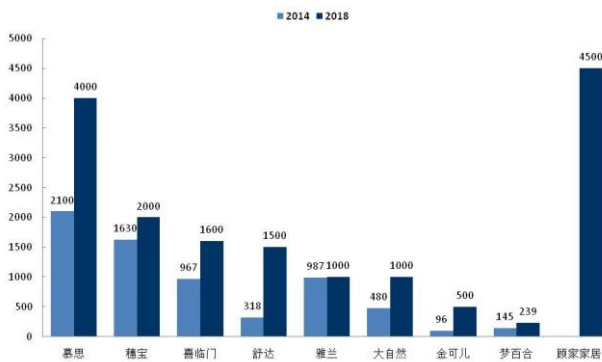
资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图15：美国床垫市场集中度情况



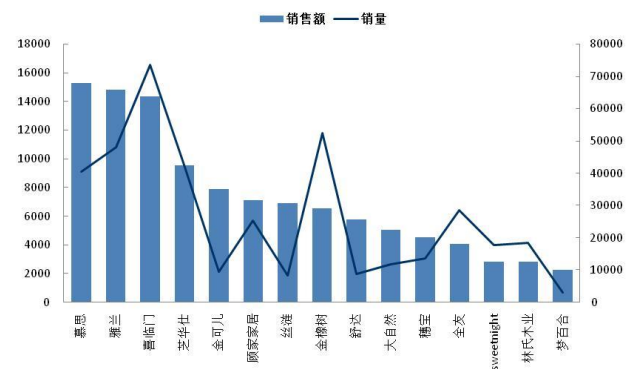
资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图16：中国市场各品牌门店情况



资料来源：公司官网，观研网，东兴证券研究所

图17：2019 双十一线上渠道销售额及销量情况



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

3.2.2 研发推动企业转型，产品是核心竞争力

长期来看，产品研发创新将是市场的核心竞争力。中国的床垫企业发展初期，大多是 OEM 代工起家，在技术积累到一定程度，转型为 ODM 贴牌模式；等到研发技术进一步能够支撑独立品牌推广，再转型为 OBM。其中，推动转型的核心因素就是产品研发技术的积累。当前我国的床垫企业技术水平与国外品牌相比，仍有较大差距，各大企业加大力度进行产品研发补短板。因此，稳定增长的研发费用将是床垫企业考核的重要指标。

消费升级的背景下，专业床垫空间较大。从美国当前的床垫市场情况来看，传统的弹簧床垫增速放缓，各大龙头企业甚至出现了回落。而以泰普尔和 Sleep Number 为代表的专业床垫保持了较高的增速。在消费升级的过程中，专业床垫的市场空间较大。国内品牌中，梦百合对标泰普尔，主要以记忆棉为核心产品技术，不断的研发创新推出零压系列产品。从财务数据来看，梦百合研发费用占比在 3% 左右，在行业内属于较高水平。

4. 产品+渠道双轮驱动，梦百合 OBM 转型

4.1 产品：重研发梦百合以技术为核心，电动床有望成为新的增长点

以非温感 0 压棉技术为核心，梦百合注重产品研发。梦百合对标泰普尔，主要以记忆棉为核心产品技术，不

断的研发创新，打造了以床垫和枕头为代表的0压系列产品。公司注重研发，围绕智能睡眠系统推出了智能电动床、智能床垫、止鼾枕等产品。从公司的产品矩阵来看，科技感十足，公司以非温感0压棉技术为核心，围绕太空记忆棉打造一系列睡眠相关产品。从财务数据来看，梦百合2018年研发费用投入8885万元，研发费用占比在3%左右，在行业内属于较高水平。

表5：梦百合产品矩阵

分类	产品名称	图片	产品功能
0 压系列	床垫		零压床垫最大的特性是可以全面吸收并分解人体压力，且提供四季如一的舒适体验。在睡眠时，床垫全面贴合人体，减少睡眠不适感，从而促进深度睡眠。记忆绵材质可以使人体和产品紧密贴合，因此脊椎等接触部位可以处于自然放松状态，从而减少自身体重对脊椎、肌肉、微血管和神经系统等产生的压强。
	枕头		科学的枕型设计，贴合颈椎曲线，入睡时承托颈部使颈椎不会产生悬空感，一觉醒来，倍感轻松。记忆绵材质可以使人体和产品紧密贴合，因此颈椎等接触部位可以处于自然放松状态，从而减少自身体重对颈椎、肌肉、微血管和神经系统等产生的压强。
智能睡眠系统			
	智能电动床		多智能调节，三个预设位：阅读模式、休闲模式、零重力位置。两个可设置记忆位。舒适按摩调节，头部/腿部3种震动模式，脉冲、波浪、持续，且可调节三种强度。满足不同需求，让床上时光更美好。
	智能床垫		采用高灵敏度感应传感器，实时且精准监控用户在睡眠过程中的心率、呼吸、体动等多个生理指标参数，根据该整夜的各项睡眠数据，生成健康数据报告。 连接爱：APP 远程查看家人睡眠状况，让爱心、关怀无距离。 夜晚离床通过手机 APP 或设备的触摸键，控制灯的开关，让家人在夜晚行动更加便捷安全。

止鼾枕



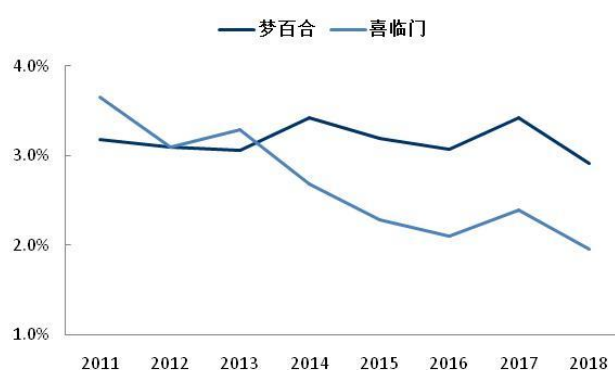
高灵敏度传感器, 自主设计多维度的监测算法, 准确识别打鼾信息。多档位的干预设计, 像打鼾时伴侣的轻轻触碰一样, 调整睡姿, 呼吸顺畅, 提高血氧浓度, 回归好睡眠。通过颈部曲率研究, 采用 11cm 高度的记忆绵, 抬高颈部的同时, 让颈部和肩部处于自然放松的状态, 提高舒适度的同时降低打鼾概率。

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图18: 梦百合研发增速情况



图19: 梦百合和喜临门研发占比情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

从产品的收入构成来看, 根据 2019 年半年报数据显示, 营收以记忆棉产品为主, 其中, 记忆棉床垫实现营收 8.12 亿元, 业务收入占比为 51.37%; 记忆棉枕头实现营收 2.23 亿元, 业务收入占比为 14.1%。沙发与电动床分别实现营业收入 1.55 亿元和 1.29 亿元, 业务占比分别为 9.82%和 8.19%。从毛利率的角度来看, 记忆棉产品仍是公司的主打产品, 床垫的毛利率高达 41.15%, 枕头的毛利率为 34.11%。作为公司业务的新增长点, 电动床毛利率为 33.18%。

表6: 2019H1 梦百合产品经营数据情况

产品	收入	成本	毛利率 (%)	业务收入比例 (%)
记忆棉床垫	81,177.89	47,776.67	41.15	51.37
记忆棉枕	22,280.29	14,680.97	34.11	14.10
沙发	15,522.65	11,312.64	27.12	9.82
电动床	12,939.56	8,646.41	33.18	8.19
其他收入	24,791.19	15,478.39	37.56	15.69
其他业务	1,308.58	1,031.78	21.15	0.83

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

电动床市场增速较高, 是未来公司业绩的重要增长点。电动床作为未来公司业绩的重要增长点, 2018 年电动床业务实现营收 2.32 亿元, 同比增速高达 70%, 营收占比为 8.19%。智能电动床在美国地区虽然市场规模不大, 但是发展迅速。电动床销售额从 2011 年的 2.04 亿美元增长到 2016 年的 6.97 亿美元, 年均复合增长率高达 27.86%。梦百合的电动床业务在 2017 年 7 月才正式投产, 主要针对海外市场, 17 年销售生产 8 万多张, 18 年实现 15 万张, 2019 年约 30 多万张。目前电动床业务主要是以 To B 端客户为主。梦百合的电动床有望借助公司床垫业务的渠道优势实现突破, 通过床垫的销售把电动床推进零售店。

图20：美国智能电动床销售情况



资料来源：美国今日家具，东兴证券研究所

图21：梦百合智能电动床产品展示



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4.2 渠道：国内门店铺设节奏加快，拓展海外零售渠道助力 OBM 转型

4.2.1 线下线上齐发力，梦百合渠道铺设加速

与其他床垫品牌相比，梦百合进入国内市场较晚。公司正加紧渠道的下沉、推广，尤其是线下渠道门店的铺设，门店扩展迅速。

◆ 线下渠道

渠道扩张，梦百合新增门店加速。从门店数量来看，2018 年梦百合门店数仅为 239 家，包含 104 家加盟门店和直营门店；与慕思和喜临门相比，后两者门店数量分别为 4000 家和 1600 家。近期梦百合加快了渠道下沉的速度，19 年新增门店近 300 家，门店数实现翻倍，并计划于 2020 年底实现门店数量 750-800 家，稳步实现三年千店计划。

图22：梦百合门店数量情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图23：梦百合线下门店展示



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

渠道多元化，梦百合携手各领域合作伙伴。由于内外销业务销售特点的不同，国内市场需要更加充分的考虑市场特点、自主品牌推广效果、客户体验及感受等因素，梦百合采取了具有针对性的多样化销售模式。公司联手红星美凯龙、居然之家、欧亚达、月星家居等大型家居卖场，推动二三四线城市渠道下沉；2015 年与家居品牌索菲亚建立战略合作关系，把零压床垫、枕头等产品放入索菲亚的全部 4000 多家门店中，强强联手弥补门店数量弱势；同时梦百合注重与酒店合作，全国范围内推广零压房，多渠道拓展内销市场。

深度运营零压房，打造品牌标签。借鉴国际品牌金可儿与酒店合作的成功案例，梦百合发力国内酒店渠道，通过与酒店的合作，专门为商旅客人打造了促进深度睡眠的房型体系—零压房。由子公司恒旅提供标准的梦百合零压房运营方案，对零压房进行统一的包装及推广，并免费提供零压系列产品，做到酒店零投入、零风险。零压房内铺设了全套的梦百合零压系列产品，均采用公司非温感0压棉核心技术。目前梦百合已在全国合作酒店 2800 多家，推出超过 30 万间零压房。

图24：梦百合零压房模式介绍

梦百合零压房合作模式



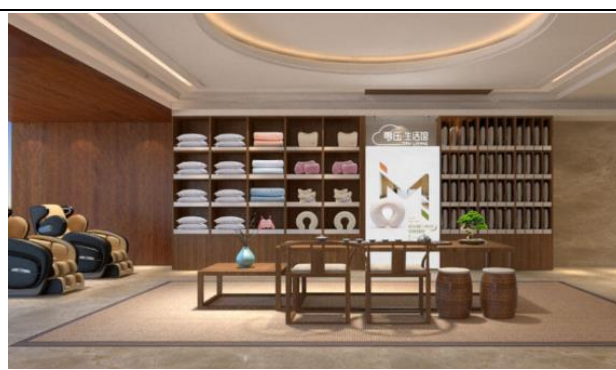
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图25：梦百合零压房展示



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图26：梦百合酒店零压生活馆



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

◆线上渠道

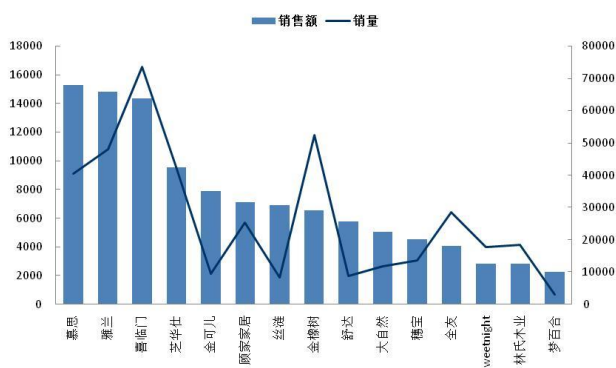
梦百合线上销售增速较高，是内销业务的主要渠道。梦百合的内销业务中，线上销售渠道占据主要部分，同时线上销售保持了高速增长。2018 年线上销售渠道营业收入达到 2.63 亿元，同比增速高达 135%，营收占比 8.67%。梦百合通过天猫 mlily 旗舰店、天猫梦百合旗舰店等网络门店进行线上销售。从 2019 年双十一的销售数据来看，由于记忆棉床垫在国内的接受度仍然不算很高，梦百合在全品类床垫品牌排名中并未处于领先地位；但在海绵床垫分类中，梦百合实现销售额 537 万排名第一，大幅领先其他品牌，Mlily 销售额排名也较为靠前。对于专业床垫细分领域市场，梦百合有着绝对的龙头地位。

表7：梦百合渠道收入情况

	营业收入	同比增速	毛利率	营收占比
门店	1.01	124.39%	52.35%	3.33%
线上销售	2.63	135.22%	52.72%	8.67%
大宗业务	26.68	22.68%	29.16%	87.99%

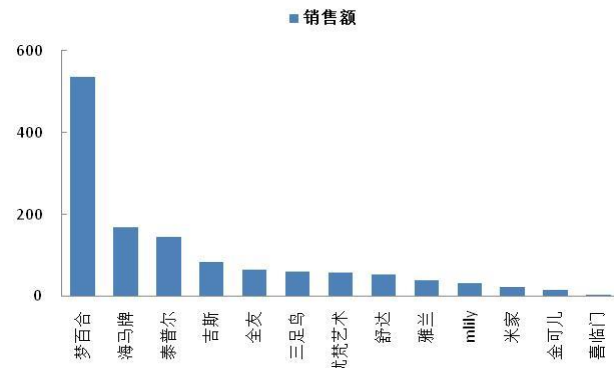
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图27：2019 双十一单月床垫品牌销售情况



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

图28：2019 双十一单月海绵床垫品牌销售情况



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

4.2.2 梦百合 OBM 转型，积极开拓海外零售渠道

外销业务 OEM/ODM 主导，梦百合寻求 OBM 模式转型。梦百合以海外市场起家。海外渠道较国内渠道相比，更加的成熟完善。外销业务下，公司以 OEM/ODM 销售模式和经销模式为主。从 08 年到 11 年，梦百合将精力主要放在外销业务上，OEM 和 ODM 业务规模从 1 亿增长到 5 亿，增长了 5 倍；从 2011 年开始梦百合进入自有品牌国际化发展阶段，公司寻求 OBM 模式转型。近年来，随着专业床垫在海外的流行推广，公司的外销业务始终保持了较高增速，2018 年外销业务实现营业收入 25.17 亿元，同比增速为 31.67%，近 5 年复合增速高达 24%。

并购拓展零售渠道，促进品牌推广提升毛利率。梦百合通过整合国外的小品牌，在海外进行批发销售，目前海外市场包括美国、加拿大、英国、法国、德国、西班牙、意大利、韩国、日本、澳大利亚、新西兰、以色列以及南美洲国家，其中美国为主要市场。国外消费者更加关注产品价格和品质，梦百合凭借着性价比较高的产品，深受消费者的喜爱。2013 年，梦百合连续三年销量增长超过 100%，成为美国市场近三年来销量增长最快的床垫品牌之一。当前公司拟收购美国西海岸最大家具零售商之一的 MOR，进一步拓展零售渠道。MOR 在美国的 7 个州拥有 34 家门店以及 3 家折扣店，通过对 MOR 的收购，有利于梦百合渠道拓展，促进自有品牌销售，推动公司 OBM 转型，提升销售毛利率。

图29: 梦百合海外收入及增速情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图30: Mor Furniture for less 门店



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

5. 投资建议与投资评级

5.1 投资建议

梦百合作为反倾销征收税率最低, 同时具有海外产能布局的企业, 相对优势明显。反倾销制裁的落地实施, 无疑将加速床垫行业洗牌。短期内, 拥有海外产能的企业或将迅速抢占市场份额。当前梦百合在西班牙、塞尔维亚、泰国、美国设有四个海外工厂, 为应对美国反倾销的处罚, 公司塞尔维亚、泰国的生产基地百分之百供应美国, 国内的产能供应除美国以外的其他地区及部分不在美国反倾销清单里的产品。梦百合有望凭借反倾销税率最低+海外产能提前布局双重优势, 抢占国产床垫的美国市场份额。

并购拓展海外零售渠道, 梦百合寻求 OBM 模式转型。从美国市场来看, 虽然美国床垫行业 2018 年整体出货量下跌 1.7%, 但是以泰普尔和 Sleep Number 为代表的专业床垫总出货量增长了 5.2%。随着消费者对专业床垫的认知和接受度不断提升, 太空记忆棉床垫迎来了快速增长期。梦百合凭借着较高的性价比产品, 有望在海外专业床垫市场的发展期迎来迅速扩张。当前公司拟收购美国西海岸最大家具零售商之一的 MOR, 进一步拓展零售渠道, 推动公司 OBM 转型, 提升销售毛利率。

国内床垫市场空间巨大, 梦百合渠道扩张加速。梦百合 19 年新增门店近 300 家, 门店数实现翻倍, 并计划于 2020 年底实现门店数量 750-800 家, 稳步实现三年千店计划。渠道多元化, 梦百合携手各领域合作伙伴。公司联手红星美凯龙、居然之家、欧亚达、月星家居等大型家居卖场, 推动二三四线城市渠道下沉; 与家居品牌索菲亚建立战略合作关系, 强强联手弥补门店数量弱势; 同时梦百合注重与酒店合作, 深度运营零压房, 打造品牌标签。目前梦百合已在全国合作酒店 2800 多家, 推出超过 30 万间零压房。

5.2 投资评级

随着反倾销制裁的落地, 梦百合作为反倾销征收税率最低, 同时具有海外产能布局的企业, 相对优势明显; 同时梦百合积极拓展海外零售渠道, 寻求 OBM 模式转型。国内方面, 床垫市场空间巨大, 梦百合渠道扩张加速。预计公司 2019-2021 年实现营收 40.33/53.30/70.92 亿元, 同比+32.24%/32.17%/33.06%, 实现归母净利润 3.84/5.67/8.04 亿元, 同比+96.45%/47.54%/41.99%, EPS 为 1.13/1.67/2.36 元, 对应的 PE 分别为 24x/16x/12x。维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

反倾销制裁升级，海外产能释放不及预期，国内市场渠道下沉不及预期，记忆棉床垫市场教育不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表		单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1421	2102	2166	2768	3685	营业收入	2339	3049	4033	5330	7092
货币资金	617	1061	1199	1520	2054	营业成本	1648	2071	2612	3371	4470
应收账款	387	567	663	876	1166	营业税金及附加	14	13	24	32	43
其他应收款	41	49	65	86	115	营业费用	282	401	605	808	1064
预付款项	39	47	50	53	58	管理费用	198	160	306	413	519
存货	326	368	179	222	282	财务费用	35	4	14	4	-5
其他流动资产	8	9	9	9	9	资产减值损失	9.29	20.01	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	888	1273	1228	1265	1314	公允价值变动收益	1.33	-28.36	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	27	50	50	50	50	投资净收益	5.84	-32.49	13.00	10.00	10.00
固定资产	502.09	725.91	748.12	874.55	933.95	营业利润	184	242	484	713	1012
无形资产	123	130	128	125	123	营业外收入	1.05	1.03	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	9	34	34	34	34	营业外支出	1.65	1.07	1.66	1.46	1.40
资产总计	2309	3376	3393	4033	4999	利润总额	183	242	483	712	1012
流动负债合计	741	1112	1057	1201	1461	所得税	30	45	97	142	202
短期借款	338	674	508	319	286	净利润	153	197	386	570	809
应付账款	268	329	414	720	980	少数股东损益	-2	11	2	3	5
预收款项	11	25	36	55	77	归属母公司净利润	156	186	384	567	804
一年内到期的非流动	61	2	2	2	2	EBITDA	385	424	584	808	1100
非流动负债合计	22	378	15	15	15	EPS (元)	0.39	0.55	1.13	1.67	2.36
长期借款	3	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	363	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	764	1491	1072	1216	1476	成长能力					
少数股东权益	14	31	33	36	42	营业收入增长	35.74%	30.39%	32.24%	32.17%	33.06%
实收资本 (或股本)	240	240	340	340	340	营业利润增长	-18.55%	31.46%	100.03%	47.43%	41.96%
资本公积	890	890	890	890	890	归属于母公司净利	-22.23%	19.39%	106.48%	47.46%	41.90%
未分配利润	320	486	607	786	1040	获利能力					
归属母公司股东权益	1531	1855	2154	2647	3346	毛利率 (%)	29.54%	32.08%	35.23%	36.76%	36.97%
负债和所有者权益	2309	3376	3393	4033	4999	净利率 (%)	6.56%	6.45%	9.58%	10.69%	11.41%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	9.54%	6.75%	5.51%	11.32%	14.05%
						ROE (%)	10.18%	10.03%	17.84%	21.41%	24.03%
经营活动现金流	59	175	648	710	800	偿债能力					
净利润	153	197	386	570	809	资产负债率 (%)	33%	44%	32%	30%	30%
折旧摊销	165.54	178.52	0.00	86.02	89.19	流动比率	1.92	1.89	2.05	2.31	2.52
财务费用	35	4	14	4	-5	速动比率	1.48	1.56	1.88	2.12	2.33
应付帐款的变化	0	0	-96	-213	-290	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	11	19	22	总资产周转率	1.09	1.07	1.19	1.44	1.57
投资活动现金流	-32	-504	-6	-43	-61	应收账款周转率	8	6	7	7	7
公允价值变动收益	1	-28	0	0	0	应付账款周转率	11.45	10.21	10.85	9.39	8.34
长期股权投资减少	0	0	72	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	6	-32	13	10	10	每股收益 (最新摊	0.39	0.55	1.13	1.67	2.36
筹资活动现金流	-7	768	-494	-267	-132	每股净现金流 (最新	0.08	1.83	0.44	1.18	1.79
应付债券增加	0	0	-363	0	0	每股净资产 (最新摊	6.38	7.73	6.33	7.78	9.84
长期借款增加	0	1290	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	100	0	0	P/E	70.07	49.88	24.16	16.38	11.55
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.28	3.53	4.31	3.51	2.77
现金净增加额	20	439	149	400	607	EV/EBITDA	16.48	15.41	14.71	10.01	6.83

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司财报点评	梦百合（603313）2018 年报点评：内外销协同发力，盈利能力持续修复	2019-04-01
行业深度报告	美国床垫行业启示：渠道助力企业抢占市场份额，产品研发为核心竞争力——床垫行业深度报告	2020-01-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

研究助理：王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018 年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

研究助理：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526