

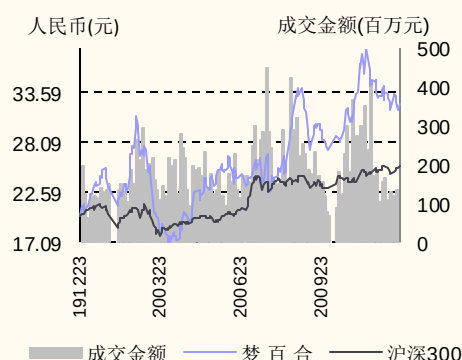
梦百合 (603313.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 32.40 元

目标价格 (人民币): 44.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.72
已上市流通 A 股(亿股)	3.44
总市值(亿元)	120.45
年内股价最高最低(元)	38.50/17.09
沪深 300 指数	5047
上证指数	3421

**零压梦之所向，百合迎来绽放****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,049	3,832	6,429	9,244	11,516
营业收入增长率	30.39%	25.65%	67.80%	43.77%	24.58%
归母净利润(百万元)	186	374	508	811	1,021
归母净利润增长率	19.39%	100.82%	36.07%	59.44%	25.95%
摊薄每股收益(元)	0.775	1.120	1.368	2.181	2.747
每股经营性现金流净额	0.73	0.27	2.17	2.25	3.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.03%	16.01%	19.34%	26.02%	27.39%
P/E	27.10	18.85	23.69	14.86	11.80
P/B	2.72	3.02	4.58	3.87	3.23

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕记忆绵赛道，龙头风采开始显现：**公司深耕记忆绵赛道，始终重视研发投入与全球产能布局，从而奠定产品与成本优势。依托 ODM/OEM 业务起家，2019 年营收已达 38.3 亿元，并已开始向 OBM 转型。2020 年前三季度依托出口业务爆发，营收同比+71.5%（内生预计+30-35%），归母净利同比+32.7%（内生预计+30%）。
- **国内记忆绵床垫是否迎来了加速渗透期：**国内目前记忆绵床垫的渗透率仅 10%，我们认为内外四方面合力将助推国内记忆绵床垫进入加速渗透期：**外力：**（1）乳胶床垫兴起为记忆绵床垫消费者教育奠定良好基础；（2）根据供需测算，预计未来两年原材料价格不具备大幅上涨基础，成本端压力释放；**内力：**（1）梦百合依托恒旅模式，全国已有 30 万+间酒店零压房可进行体验式消费者教育，宣传+销售前置，成果显著；（2）记忆绵床垫产品定价逐渐亲民，2019 年以来主流价格段下移至 3000-4000 元，逐步靠近乳胶床垫价位段，拓宽受众群体，加速渗透迈出关键一步。
- **产品+营销+渠道布局逐步完善，内销有望超预期增长：**在国内记忆绵床垫逐渐进入加速渗透期的背景下，三因素将助推公司内销进一步超预期：（1）原料价格压力缓解叠加规模效应显现，公司依托成本优势已拓宽床垫产品价格段覆盖；（2）加强营销与售后的同时公司逐步完善了渠道管理体系，渠道收入与盈利情况改善明显，确保渠道持续良性扩张；（3）电动床业务拓宽规模成长边界的同时具有深度绑定客户的战略意义，为可持续发展奠定基础。
- **出口业务爆发是否具备持续性：**此轮公司出口业务的爆发式增长虽有疫情导致海外停工停产带来的阶段性订单涌入中国的推动，但底层核心推动力仍是：1.海外需求的回暖；2.外部环境变化带来格局优化的延续。并且我们认为这两个推动力均具备持续性：（1）美国贷款利率、房屋空置率现均处于近 20 年最低位，美国地产短周期（跨度 3-5 年）已经来临，并且经历 11 年去杠杆后家庭部门负债率已较为健康，加杠杆周期重启有望推动美国地产进入中期上行周期；（2）第二轮反倾销即将落地叠加航运价格未来两年中枢抬升，具备全球产能布局的梦百合将进一步受益于格局优化带来的份额提升。

投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 1.4 元、2.2 元和 2.7 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 23.7/14.9/11.8，给予公司 2021 年合理估值 20 倍，对应目标价为 44.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复；原材料价格上涨；限售股解禁；存货大幅增加；人民币升值。

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 记忆绵床垫：由于公司 OBM 占比逐渐提升，我们预计记忆绵床垫的单价将有望因此抬升，预计 2020-2022 年单价将分别+1%/+2%/+3%。预计 2020-2022 年公司记忆绵床垫业务总营收为 28.9/39.8/53.2 亿元，同比+38.4%/+37.7%/+33.9%。成本方面，今年原材料价格相对较低，未来两年预计窄幅震荡对冲规模效应的显现，故预计 2020-2022 年记忆绵床垫业务毛利率整体维持稳定，为 41.7%/41.9%/41.9%。

2) 记忆绵枕：由于与床垫搭配销售率较高，自主品牌占比将提升，我们预计记忆绵床垫的单价将有望因此抬升，预计 2020-2022 年单价将分别+1%/+5%/+4%。我们预计 2020-2022 年记忆绵枕业务整体营收达 5.3/6.7/8.5 亿元，同比+8.1%/+26.0%/+26.9%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2020-2022 年记忆绵枕业务毛利率分别为 40.3%/40.3%/40.3%。

3) 电动床：由于公司电动床性价比比较高且具备与床垫品牌、渠道的协同效应，随着海外工厂产能的释放，我们预计 2020-2022 年电动床销量分别有望达 48.8 万台/68.4 万台/88.9 万台，我们预计 2020-2022 年电动床业务整体营收有望达 8.0/11.5/15.5 亿元，同比+98.9%/+44.2%/+33.9%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2020-2022 年电动床业务毛利率分别为 35.8%/36.1%/36.9%。

4) 沙发：我们预计 2020-2022 年沙发业务营收为 4.1/5.0/6.0 亿元，同比+58.4%/+21.9%/+20.8%。随着沙发业务规模的持续扩大，产能利用率稳步提升，我们预计 2020-2022 年沙发业务毛利率为 31.7%/32.3%/33.0%。

5) 销售费用率预测：由于今年美国 MOR 并表，拉高销售费用率，但预计未来销售费用率将保持稳定，我们预计 2020-2022 年销售费用率为 20.1%/20.0%/20.0%。

6) 管理费用率预测：公司今年由于在建工程转固加大摊销，使今年管理费用率有所上升，但此后随着公司规模效应显现，预计未来管理费用率稳中有降，我们预计 2020-2022 年管理费用率为 6.3%/6.2%/6.1%。

7) 研发费用率预测：研发是公司持续提升核心竞争力的重要保障，今年由于美国 MOR 并表摊薄研发费用率，预计此后仍将维持较高水平。我们预计 2020-2022 年研发费用率为 1.9%/2.1%/2.3%。

■ 我们区别于市场的观点

1. 目前市场认为此轮海外需求回暖仅可持续到明年上半年，但我们认为美国地产已迎来短周期且具备中期上行基础叠加反倾销与航运涨价带动的出口格局优化的延续，此轮需求回暖持续时间将超出预期。

2. 目前市场仍对公司 OBM 内销预期不高，但我们认为国内记忆绵床垫正在进入加速渗透阶段，梦百合作为行业龙头，产品+渠道+营销布局逐步完善，内销增长有望超市场预期。

3. 我们认为未来两年原材料价格将维持窄幅震荡趋势，公司毛利率的优化将不再是原材料成本红利带动，而是随着内销占比提升带动，但由于原材料成本可能存在小幅震荡，故保守预计未来两年毛利率整体保持较为平稳态势。

■ 股价上涨的催化因素

- 1.美国地产回暖程度超预期；
- 2.国内渠道扩张速度超预期；
- 3.原材料价格进一步下降；
- 4.反倾销落地后中小产能进一步退出。

■ 估值和目标价格

我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 1.4 元、2.2 元和 2.7 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 23.4/14.7/11.7 倍，给予公司 2021 年合理估值 20 倍，对应目标价为 44.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 投资风险

国内外疫情反复；原材料价格大幅上涨；限售股解禁；存货大幅增加；人民币升值。

内容目录

投资要件	2
1、深耕记忆绵赛道，龙头风采开始显现	7
1.1 专注记忆绵赛道，开启 OBM 转型	7
1.2 重视研发，产品+成本领先，为海内外发展奠定基础	8
1.3 股权激励增强动力，增持展现发展信心	9
2、国内记忆绵床垫是否迎来了加速渗透期？	10
2.1 乳胶床垫兴起为记忆绵消费者教育奠定基础	10
2.2 原料成本压力释放，为扩大市场铺平道路	11
2.3 体验式消费者教育，消费者教育成果显现	14
2.4 产品定价更亲民，加速渗透迈出关键一步	15
3、产品+营销+渠道布局逐步完善，内销有望超预期增长	16
3.1 规模效应显现，产品覆盖面拓宽，性价比凸显	16
3.2 品牌营销与渠道建设同步推进	17
3.3 电动床业务规模增长可期且具备战略意义	20
4、出口业务爆发是否具备持续性？	21
4.1 美国地产回暖具备持续性，中短期海外需求延续爆发	21
4.2 外部环境变化凸显公司海外产能布局优势	23
4.3 并购助力海外 OBM 转型之路，中长期海外零售有望发力	27
5、盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测	28
5.2 投资建议及估值	29
6、风险提示	30
附录	30
附录 1、财务对比分析	30
附录 2、原材料价格对毛利率影响的敏感性分析	31

图表目录

图表 1：梦百合主营业务收入逐年提升（亿元）	7
图表 2：梦百合净利润持续增长（亿元）	7
图表 3：梦百合收购与内生发展情况（亿元）	7
图表 4：梦百合产品品类收入占比	8
图表 5：梦百合品牌零售和代工收入占比	8
图表 6：公司历史概况	8
图表 7：床垫企业代工业务毛利率对比	9
图表 8：梦百合境外收入增长开始进一步加速	9
图表 9：第一期股权激励方案	9
图表 10：公司高管介绍及增持情况	10

图表 11: 阿里平台床垫客单价显著提升 (元/件)	10
图表 12: 阿里平台中高端产品的销量占比	10
图表 13: 乳胶床垫市场规模	11
图表 14: 乳胶床垫线上渠道市占率	11
图表 15: 乳胶床垫和记忆绵床垫	11
图表 16: 梦百合成本构成	11
图表 17: 梦百合原材料明细占比	11
图表 18: TDI、MDI 原材料价格波动 (万元/吨)	12
图表 19: 华东地区聚醚价格波动 (万元/吨)	12
图表 20: 历年全球 GDP 与 MDI 消费量	12
图表 21: 全球主要 MDI 供应商新增产能计划	13
图表 22: 未来 3 年全球 MDI 供需平衡测算	13
图表 23: 聚醚价格处于历史高位 (元/吨)	14
图表 24: 国内聚醚多元醇开工率低迷	14
图表 25: 国内聚醚产量与需求量	14
图表 26: 恒旅零压房合作模式	14
图表 27: 酒店合作历程	14
图表 28: 消费者教育成果显现	15
图表 29: 记忆绵床垫主流价格段与乳胶床垫差额缩减	15
图表 30: 梦百合阿里平台均价 19 年开始下探	15
图表 31: 梦百合线上销量迎来高速增长	15
图表 32: 梦百合线上销量占全网床垫销量比加速提升	15
图表 33: 境内业务收入及增速	16
图表 34: 境内收入渠道占比	16
图表 35: 梦百合内销布局逐步完善	16
图表 36: 单位制造费用+人工成本维持稳定 (元/张)	17
图表 37: 生产端人均创收稳步上升 (元)	17
图表 38: Milly 子品牌与梦百合主流价格区间不同	17
图表 39: 梦百合主品牌产品覆盖面较广	17
图表 40: 记忆绵各品牌主流产品对比	17
图表 41: 梦百合与同行销售费用率对比	18
图表 42: 线上流量精准引流线下	18
图表 43: 与其他品牌售后服务对比	18
图表 44: 分渠道销售收入稳步增长 (亿元)	19
图表 45: 自主品牌门店数量对比 (家)	19
图表 46: 直营店单店收入 (万元)	19
图表 47: 经销店单店收入 (万元)	19
图表 48: 线上收入仍有较大增长空间	20
图表 49: 阿里平台梦百合床垫销量及增速	20

图表 50: 梦百合电动床营收及同比增长.....	20
图表 51: 预计全球智能电动床增长情况.....	20
图表 52: 电动床单位成本、毛利率、出厂价对比.....	20
图表 53: 电动床销量对比 (万张)	20
图表 54: 电动床可连带销售床垫.....	21
图表 55: 美国消费者更换床垫频率较快.....	21
图表 56: 美国新建房屋创新高.....	22
图表 57: 美国成屋销售创新高.....	22
图表 58: 2019 年美国前十大家具进口国 (百万美元)	22
图表 59: 中国床垫出口二季度以来快速恢复.....	22
图表 60: 美国迎来 20 年来最低利率.....	23
图表 61: 美国家庭部门重启加杠杆进程.....	23
图表 62: 美国房屋空置率现处于历史最低位.....	23
图表 63: 梦百合全球化产能布局.....	24
图表 64: 美国对我国床垫第一、二轮反倾销情况.....	24
图表 65: 美国 TOP10 家具进口国 (地区) 增长变化.....	25
图表 66: 小品牌退出美国床垫市场.....	25
图表 67: 各软体企业运输费率.....	25
图表 68: 集装箱出口运价 5 月触底反弹	26
图表 69: 集装箱舱位利用率 5 月起加速回升	26
图表 70: 全行业新增运力订单占现有运力比持续下降.....	26
图表 71: 市场运力交付预测.....	26
图表 72: 市场运力拆解预测.....	26
图表 73: 集运行业集中度不断提升.....	27
图表 74: 集装箱船公司运力排名 (2019)	27
图表 75: 西班牙思梦历年营收 (亿元)	28
图表 76: 西班牙思梦历年净利润 (万元) 与净利率.....	28
图表 77: MOR 历年营收 (亿元)	28
图表 78: MOR 历年净利润 (万元) 和净利率	28
图表 79: 海外收购助力 OBM 业务转型	28
图表 80: 业务拆分及收入预测.....	29
图表 81: 可比公司估值比较 (市盈率法)	30
图表 82: 营运能力对比.....	30
图表 83: 杜邦分析.....	31
图表 84: 毛利率敏感性分析.....	31

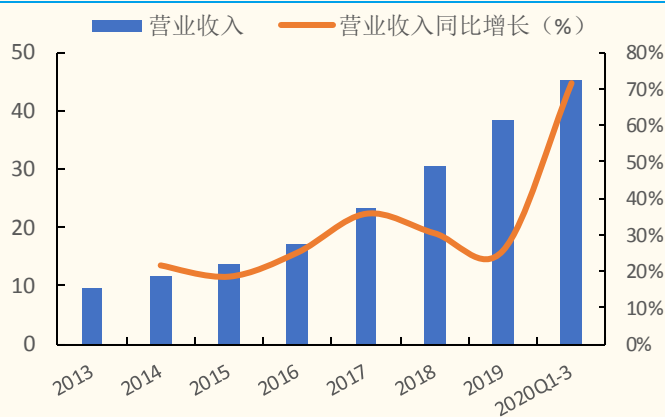
1、深耕记忆绵赛道，龙头风采开始显现

公司深耕记忆绵赛道，始终重视研发投入，从而奠定产品与成本优势，把握海外记忆绵市场的加速渗透红利，依托 ODM/OEM 业务起家，2019 年营收已达 38.3 亿元，并已开始向 OBM 转型。2020 年前三季度依托海外业务爆发，营收同比+71.5%（内生预计+30-35%），归母净利润同比+32.7%（内生预计+30%）。

1.1 专注记忆绵赛道，开启 OBM 转型

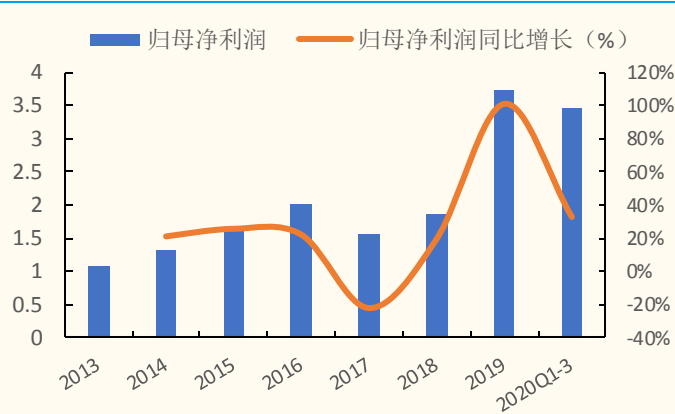
公司成立于 2003 年，始终致力于记忆绵家居产品的研发、生产和销售，目前已成为国内记忆绵家居龙头企业，并逐步开始从 ODM 向 OBM 转型，近年来逐步收购西班牙思梦、美国 MOR，依托两者渠道资源拓展海外自主品牌零售。2019 年实现营收 38.3 亿元，同比增长 25.7%，CAGR5 为 27.0%，2019 年归母净利润 3.7 亿元，同比增 100.8%，CAGR5 为 23.4%。2020Q1-Q3 实现营收 45.3 亿元，同比增长 71.5%；归母净利润 3.5 亿元，同比增长 32.7%。

图表 1：梦百合主营业务收入逐年提升（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 2：梦百合净利润持续增长（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

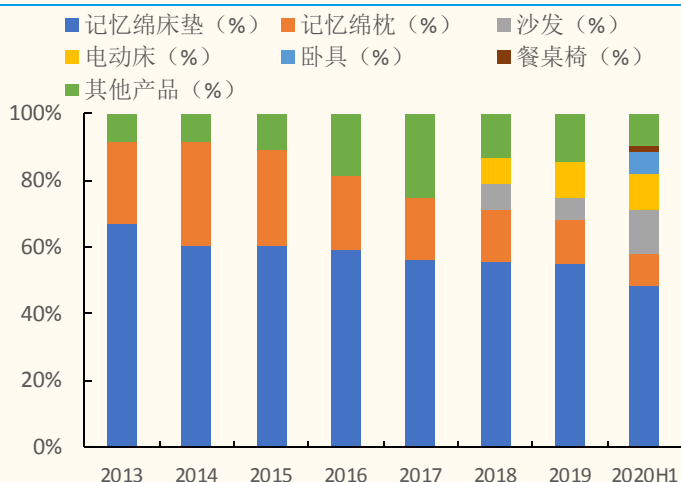
图表 3：梦百合收购与内生发展情况（亿元）

业务类型	简介	并表时间	2017		2018		2019		2020H1	
			营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润
西班牙思梦	西班牙家具零售商，主营家居、床上用品。（持股 70%）	2017	0.28	-	2.0	0.1	2.5	0.2	1.3	0.2
美国 MOR	MorFurniture 成立于 1973 年，美国家具零售商。（持股 85%）	2020	20.8	-	21.1	0.13	-	-	4.46	-0.2
内生			23.1	1.6	28.5	1.7	35.9	3.5	18.4	1.6
内生同比增长					23.2%	10.0%	26.0%	105.4%	16.5%	4.4%

来源：Wind, 国金证券研究所

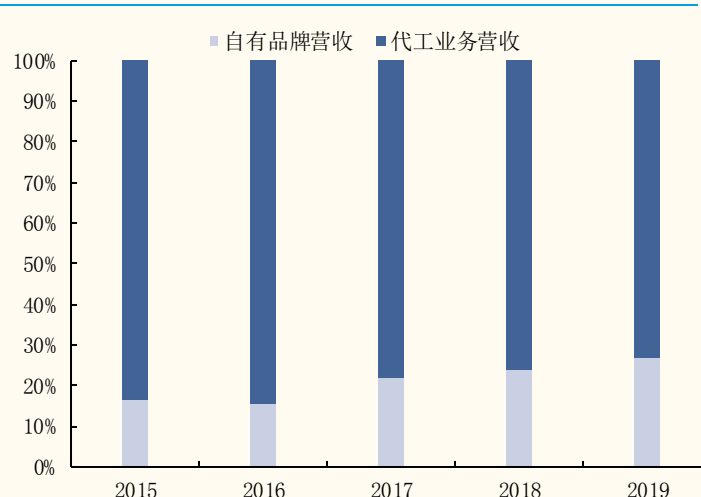
分业务看，公司近年来 OBM 业务在国内外同步推进，体量快速增长，2019 年自有品牌营收已达 10.2 亿元，占总收入比例为 26.9%。分品类看，公司近年来不断扩充品类，电动床、沙发等产品销售占比逐渐提升，2019 年床垫收入占比为 55%，记忆绵枕占比 13%，电动床占比 10.6%，沙发占比 6.7%。其中电动床业务发展迅速，未来有望成为公司营收增长的重要驱动力。

图表 4：梦百合产品品类收入占比



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 5：梦百合品牌零售和代工收入占比



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 6：公司历史概况

产能布局	>2016年中国南通如皋工厂竣工投产，预计2020年产能370万张床垫、1260万个枕头，对应产值约 30-35 亿元 >2015年6月塞尔维亚一期、二期竣工投产，2018年满产，产能约5000万欧元 >2017年收购西班牙工厂，产能2000万欧元 >2019年底塞尔维亚三期竣工投产，产能1.02亿欧元 >2019年泰国一期竣工投产，最高产能10亿元 >2019年美国东岸竣工投产，2020年4月满产，产能5000万美元 >2020年泰国二期竣工投产，2020年4月满产，产能3亿美元 >2020年10月美国西岸竣工投产，预计2020年底满产，产能约4-5亿元		
品类&品牌	>2003年设立恒康有限 >2008年创立Mlily品牌	>2014年发布第一代智能床垫，开始国内市场自主品牌布局 >2018年推出智能电动床、沙发产品，扩充产品品类 >2018年收购西班牙本土品牌Maxcolchon	
渠道布局	>2011年设立海外销售子公司，并登陆海外市场（西班牙，美国） >2014年布局线上销售，开设天猫 Mlily 旗舰店、梦百合旗舰店 >2017年收购西班牙床垫零售商思梦	>2017年提出3年千店线下渠道发展战略 >2017年成立控股公司恒旅，打造酒店行业零压房，形成完整的O2O链条 >2019年收购美国家居零售商MOR	
大事记	>2011年非温感记忆绵技术获得中国发明专利后陆续获得美国、加拿大、丹麦等国际性专利认证 >2016年公司上市并更名“梦百合”	>2018年，美国拉斯维加斯正式发布 Mlily 梦百合智能睡眠系统	

来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 重视研发，产品+成本领先，为海内外发展奠定基础

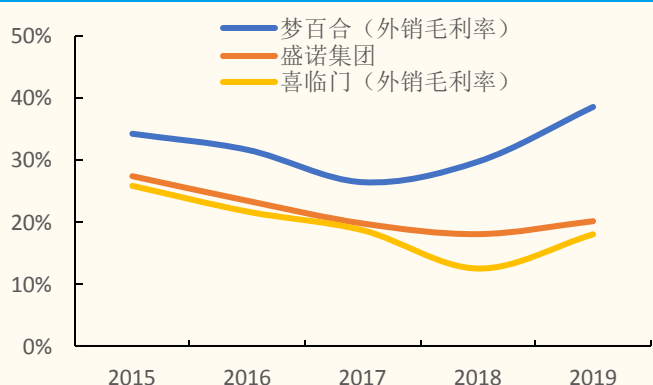
梦百合始终重视研发投入，研发费用率近年来稳定在 3-4%，2019 年研发人员达 171 人，占总公司员工数的 11.5%，研发人员比例、研发费用率均位居行业前列。梦百合拥有授权专利 92 项，其中境内发明专利 13 项，研发项目“可生物降解记忆绵”被国家科学技术部认定为国家火炬计划产业化示范项目。

研发投入获取技术革命性突破，产品性能进一步完善：2011 年公司在记忆绵材质研究取得革命性突破，发明了第三代非温感记忆绵，非温感专利技术完美解

决了记忆绵感温、蓄热的问题，使得记忆绵不受温度高低的影响，在一年四季都同样柔软贴合。这项发明于 2011 年获得中国发明专利后，陆续获得美国、加拿大、丹麦等国际性专利认证。此外，非温感记忆绵采用了更为环保的原料，使得产品更加绿色环保，逐步获得海内外消费者认可与喜爱。

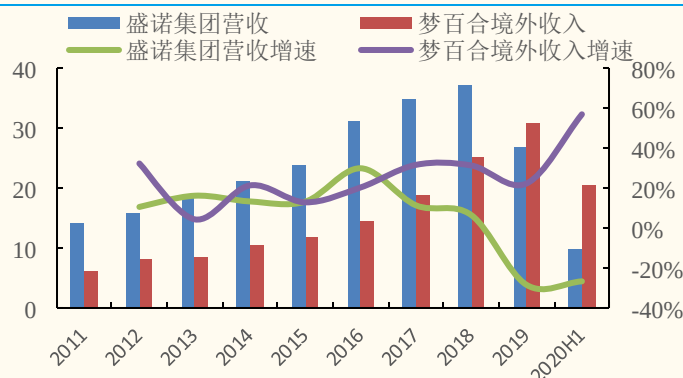
持续研发奠定成本领先优势，把握海外市场渗透红利：2011 年公司第三代非温感记忆绵的推出恰逢美国记忆绵市场加速渗透，随着公司产能逐渐扩张，海外代工业务持续增长，分享国外记忆绵市场增长红利。并且公司研发的持续投入与工艺进步，在不改变舒适度及使用寿命的情况通过降低记忆绵密度来使原料成本下降，成本优势助推梦百合在代工业务毛利率上明显领先其余同类企业。成本优势令梦百合具备更强的竞争力，在美国记忆绵床垫快速渗透之后，电商品牌兴起，逐渐重视成本比拼的背景下，记忆绵 ODM/OEM 行业出现一定分化，梦百合凭借其出色的产品品质与成本优势，依然保持较快增长，而同行业竞争者盛诺增长开始乏力。并且公司依托研发投入带来的产品与成本优势，也为公司自主品牌发力，奠定了坚实基础。

图表 7：床垫企业代工业务毛利率对比



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 8：梦百合境外收入增长开始进一步加速



来源：wind，国金证券研究所

1.3 股权激励增强动力，增持展现发展信心

公司 2018 年对核心管理团队进行了调整，聘请王震先生（前罗莱生活电商事业部总经理）为执行副总裁，聘请崔慧明（前海尔中国区副总经理）为公司副总裁，新进管理层渠道运营经验丰富，并且随之在 2019 年初公司对员工开始实施第一期股权激励计划。首次授予中高层、核心技术人员共计 63 名 169.5 万股占总股本的 0.71%，授予价格为 9.55 元/股，预留 33 万股授予中层管理人员和核心技术人员共计 27 人，授予价格为 10.35 元/股。充分的股权激励增强公司 OBM 转型动力，此外，近年来核心管理层持续进行增持，也充分展现其对未来发展的信心。

图表 9：第一期股权激励方案

股权激励对象	2019 年初，公司董事及高管共计 6 人
	吴晓红（副总）、张红建（副总）、纪建龙（财务总监）、王震（执行副总）、崔慧明（副总）、付冬情（董秘）
授予数量	首次授予，中层管理人员、核心技术人员共 57 人
	预留股份授予，中层管理人员、核心技术人员共 27 人
授予价格	首次授予 169.5 万股
	预留授予 33 万股
业绩考核要求	首次授予，9.55 元/股
	预留授予，10.35 元/股
目前情况	第一次解除禁售：2019 年公司营业收入≥36 亿元，且净利润≥3.6 亿元。
	第二次解除禁售：2020 年公司营业收入≥45 亿元，且净利润≥5 亿元。
	第三次解除禁售：2021 年公司营业收入≥55 亿元，且净利润≥8 亿元。
	2020 年 5 月 19 日，第一次解除禁售暨上市流通。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司高管介绍及增持情况

姓名	职务	年龄	简历	增持情况
倪张根	董事长 总裁	45	硕士研究生学历，江苏恒康家居科技有限公司创始人，现任梦百合家居科技股份有限公司董事长、总裁。	2017 年 6 月-7 月，增持公司股份 317.8 万股；2017 年 7-11 月，增持公司股份 314.4 万股；2017 年 11 月-2018 年 2 月，增持公司股份 383.0 万股；2018 年 2 月-2019 年 2 月，增持公司股份 236.1 万股
崔慧明	副总裁	43	曾任普华永道管理咨询(上海)有限公司高级经理、海尔集团中国区副总经理。现任梦百合家居科技股份有限公司副总裁。	2019 年 5 月增持 0.4 万股；2020 年 11 月增持 0.1 万股
王震	董事 执行副 总裁	46	曾任上海罗莱家用纺织品有限公司董事长助理、人力资源总监、电商事业部总经理，法派集团有限公司 CEO，现任梦百合家居科技股份有限公司执行副总裁。	2019 年 5 月增持 0.4 万股；2020 年 11 月增持 0.9 万股

来源：Wind，国金证券研究所

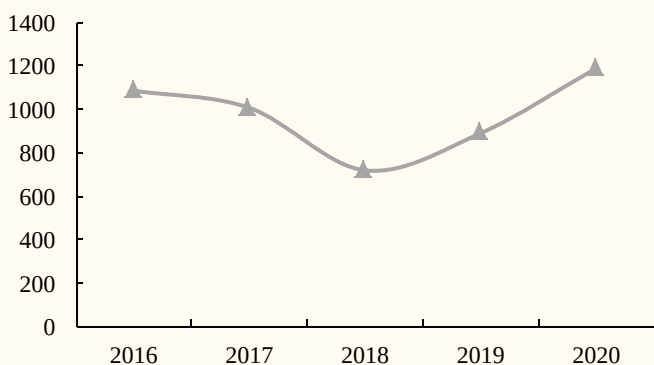
2、国内记忆绵床垫是否迎来了加速渗透期？

记忆绵床垫相较于传统床垫产品，拥有慢回弹、环保和抗菌防螨等特性，在发达国家市场备受喜爱。2017 年美国渗透率已近 40%，而目前国内记忆绵行业仍处起步阶段，渗透率仅约 10%。我们认为内外四方面合力助推国内记忆绵床垫将进入加速渗透期：外力：（1）近年来消费升级叠加泰国旅游热等契机助推乳胶床垫的兴起，消费者对软垫的接受度逐渐提升，这为记忆绵床垫消费者教育奠定良好基础；（2）近年来原料价格处于低位，并且根据供需测算，未来两年原材料价格不具备大幅上涨基础，成本端压力较轻，为记忆绵市场容量持续扩大铺平道路；内力：（1）梦百合作为行业龙头运用恒旅模式，借助酒店渠道进行体验式消费者教育，随着模式运营越发成熟，消费者教育效果逐步凸显；（2）受益于成本端压力缓解，以梦百合为主导的记忆绵床垫产品主流价格段顺势下移，记忆绵床垫明显缩小了与行业整体主流价格段的差距，拓宽受众群体，记忆绵床垫加速渗透迈出关键一步。

2.1 乳胶床垫兴起为记忆绵消费者教育奠定基础

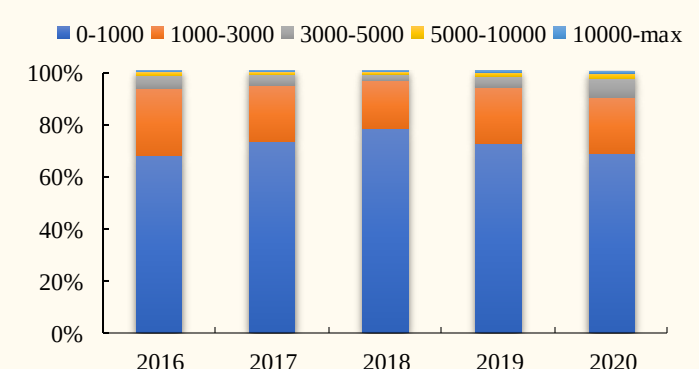
随着消费者对睡眠质量的越发重视，床垫产品的消费升级较为明显。据阿里平台统计，由于消费升级叠加大品牌的入驻，阿里平台床垫客单价明显提升，2020 年（1-11 月）已达 1188.3 元/件，同比 2019 年提升 33.6%。从销量上看，近年来 1000 元以下的产品销量占比显著下降，2020 年（1-11 月）阿里平台中高端（1000 元以上）产品销量占比较 2019 年上升 3.5pct 至 31.3%。

图表 11：阿里平台床垫客单价显著提升（元/件）



来源：国金证券研究所整理

图表 12：阿里平台中高端产品的销量占比



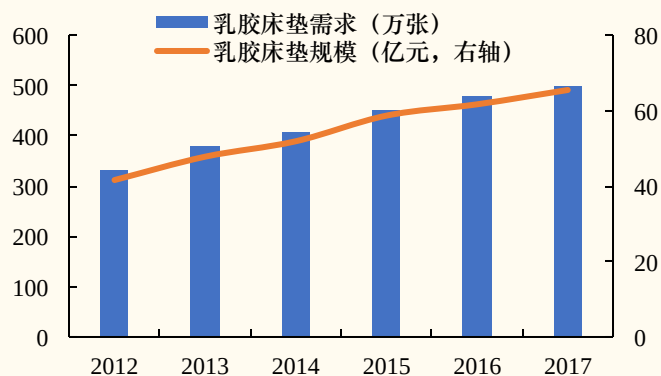
来源：国金证券研究所整理

经过多年来乳胶床垫的消费者教育以及前些年泰国旅游热的契机，在消费升级的大背景下，乳胶床垫快速兴起，2017 年，乳胶床垫需求总量已达 500 万张，国内市场规模增长至 65.5 亿元。并且从线上数据看，2017 年后乳胶床垫渗透加速，截至 2020 年 11 月，乳胶床垫阿里平台销量占阿里平台床垫总销量的比

例为 42.1%。乳胶床垫的快速发展，一定程度上表明消费者对软床垫的接受度逐渐提升，这为记忆绵床垫的消费者教育奠定了良好基础。

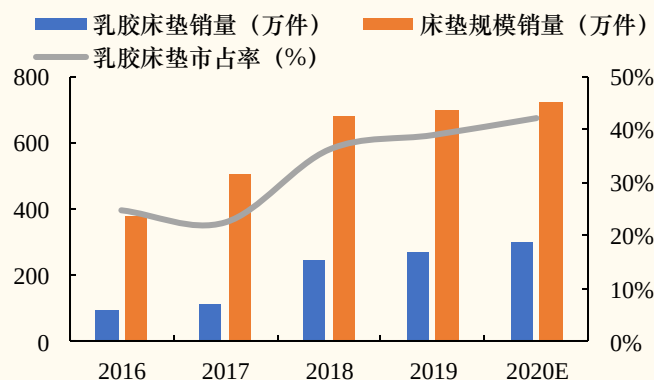
并且通过对比，我们认为记忆绵床垫在多项性能上均较乳胶床垫有一定优势。虽然两者均可贴合身体曲线，但记忆绵床垫回弹速度较为合理，不会产生压迫感。记忆绵在材料安全性方面，亦优于乳胶，合成乳胶会分解一定量的苯甲醚和甲醛，而记忆绵无化学残留，较为环保。此外记忆绵床垫在使用寿命、运输上也更具有优势。在消费者逐渐接受软垫的背景下，记忆绵床垫的相对优势将助推其渗透提速。

图表 13：乳胶床垫市场规模



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 14：乳胶床垫线上渠道市占率



来源：国金证券研究所整理

图表 15：乳胶床垫和记忆绵床垫

	记忆绵床垫	乳胶床垫
材料安全性	环保，没有化学原料残留，无甲醛添加。	天然乳胶：有对 8% 的人致敏作用 合成乳胶：残留苯乙烯会分解为苯甲醚和甲醛
回弹性	回弹 5-7 秒，对人体没有反作用力点的压力均匀分布，让人血液通畅，无压迫感。	回弹 2-3 秒，对神经压迫感，贴合身体曲线速度快。
使用寿命	一般为 8 年左右	由于存在氧化因素，使用寿命一般为 5 年左右。
运输	卷装运输，缩小产品体积，方便运输。	整装运输，比较占用空间。

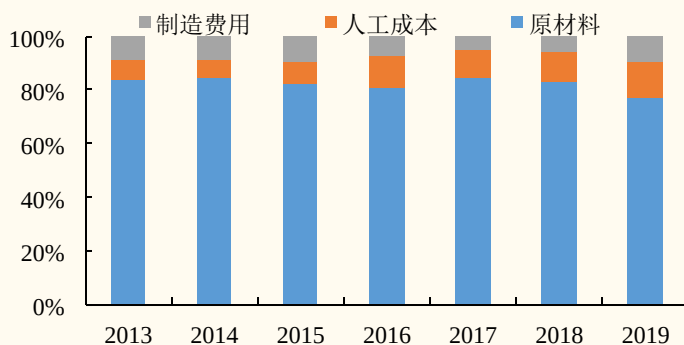
来源：国金证券研究所

2.2 原料成本压力释放，为扩大市场铺平道路

自 2017 年，主要原料价格开始下行，TDI、MDI、聚醚始终保持低位运行的状态，近期虽有反弹，但通过对于未来 2-3 年各原料供需情况的分析，预计各原料价格未来具备大幅上涨的可能性较低。原料价格维持在低位，令记忆绵家居企业没有成本端压力，为后续进一步抢占市场奠定了良好的基础。

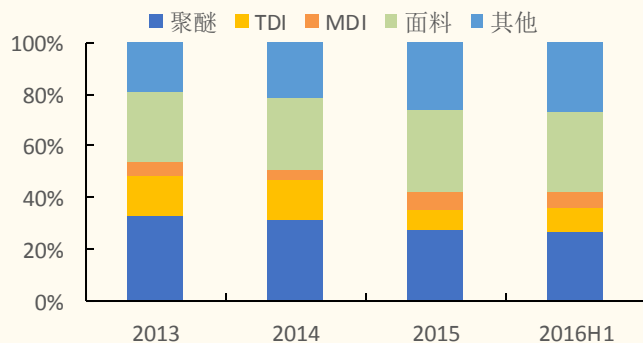
原料成本目前占梦百合生产总成本的比重为 80%，2016 年 H1 原料中主要构成为聚醚、TDI、MDI、面料，分别占比为 26.9%/9.0%/6.2%/31.3%。由于国内面料价格比较稳定，原材料成本主要受 TDI、MDI、聚醚价格波动的影响。

图表 16：梦百合成本构成



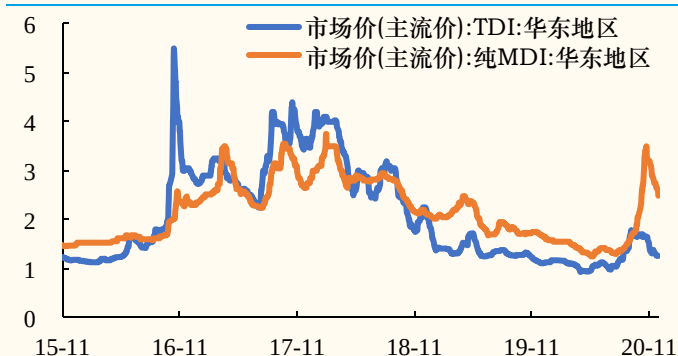
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：梦百合原材料明细占比



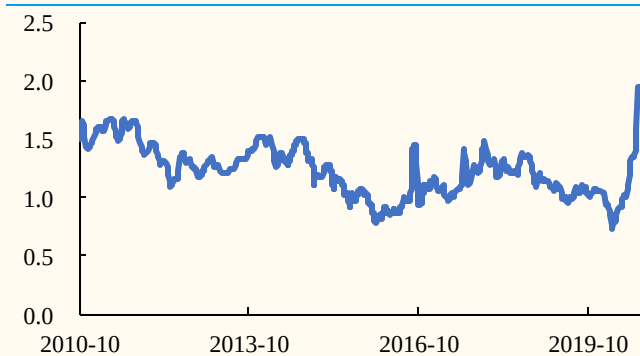
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: TDI、MDI 原材料价格波动 (万元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

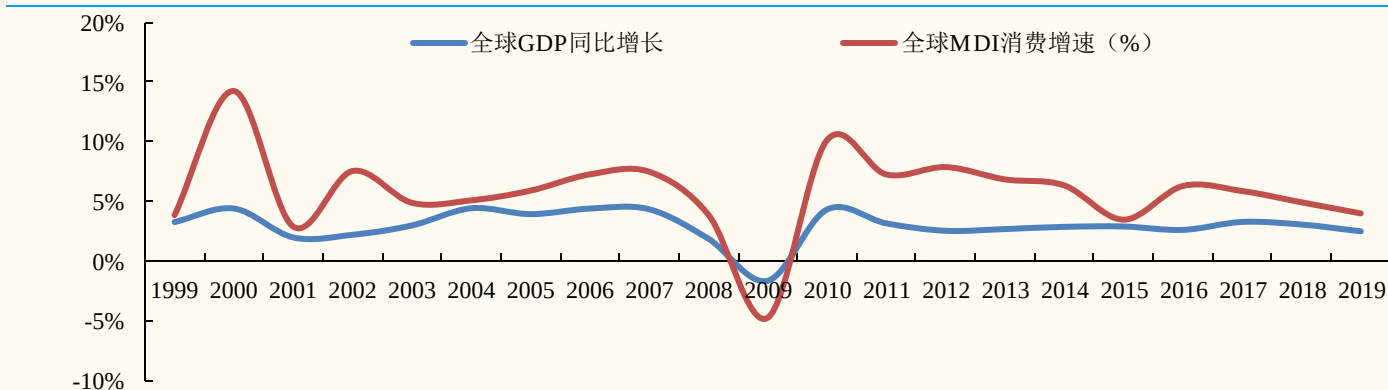
图表 19: 华东地区聚醚价格波动 (万元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

MDI、TDI 价格方面, 由于 MDI 与 TDI 价格走势关联度较大, 故本文仅以 MDI 为例分析其未来供需情况从而判断其价格趋势。需求方面, 根据历史经验汇总, MDI 全球消费量增长与 GDP 增长呈正相关关系, 并且拉长周期看约为 GDP 增速的两倍。根据 IMF 预测, 21 年全球 GDP 有望增长 5.2%, 假设此后回归平稳增长, 预计 21-23 年 GDP 增速为 5.2%/3%/3%, MDI 需求量增速为 10%/6%/6%。

图表 20: 历年全球 GDP 与 MDI 消费量



来源: Wind, 国金证券研究所

供给方面, 根据统计 2019 年全球 MDI 产能为 827 万吨, 2020-2024 年国内外基本均有新增产能投放, 其中 2020-2022 年将分别新增 70/40/35 万吨。

图表 21：全球主要 MDI 供应商新增产能计划

	地区	公司	预计新增产能	预计投产时间	规划
国内	福建	康奈尔(万华)	40	暂无	已通过环评，附件康奈尔聚氨酯 40 万吨产能计划在 2020 年投产。
	新疆	新疆巨力	40	暂无	40 万吨 MDI/年建设项目，拟在一期 15 万吨/年 TDI 项目建设期间做前期准备和筹备工作。
	宁波、烟台	万华化学	80	2021	在未来 3 年内通过技术改进现存的 MDI 装置进行产能扩充，宁波万华从现在 120 万吨/年提升至 150 万吨/年，万华烟台工业园从现在 60 万吨/年提升到 110 万吨/年。
	上海	科思创	10	2021	2021 年 1 季度将 MDI 产能提升至 60 万吨。
国外	德国布伦斯比特尔		20	2020	改建闲置 TDI 工厂用于生产 MDI，产能扩张到 40 万吨。
	西班牙塔拉戈那	科思创	5	2022	预计 2020 年底实现产能提升 22 万吨/年。
	英国贝敦		41	2024	替换 9 万吨老装置新建 50 万吨/年工厂，预计 2024 年投产
	美国	万华化学	40	暂无	2020 年底建成 40 万吨/年的 MDI 装置（目前终止）
	美国路易斯安那州	巴斯夫	30	2021	2018 年动工，产能 30 万吨

来源：各公司公告，国金证券研究所

我们假设产能利用率维持在 90%左右，在未来几年均有新投产项目上线的情况下，通过测算预计未来两年 MDI 行业仍处于产能过剩状态，故 MDI 价格不具备趋势性大幅上涨可能。

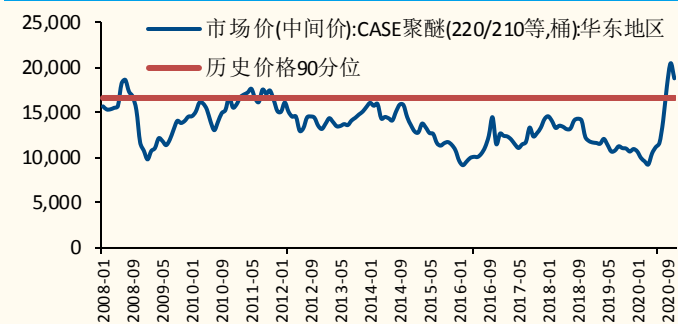
图表 22：未来 3 年全球 MDI 供需平衡测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
新增产能（万吨）		70	40	35	0
产能（万吨）	827	897	937	972	972
产能利用率	90%	90%	90%	90%	90%
产量（万吨）	744	807	843	875	875
消费量（万吨）	744	744	818	861	912
GDP 增速		-4.4%	5.2%	3%	3%
消费量增速		-	10%	6%	6%
产能-消费量（万吨）		63	25	8	-37

来源：科思创，IMF，国金证券研究所

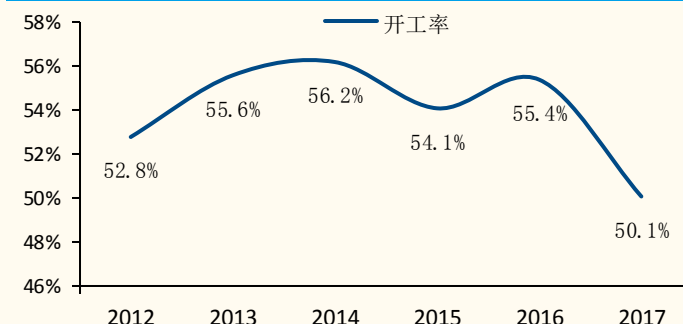
聚醚价格方面：今年 6 月以来，其价格一路上扬，目前虽有所回落，但仍超历史价格 90 分位数。纵观行业供需关系，在开工率常年只处于 50%-55%区间的情况下，供需才基本处于平衡状态，显示出历年来行业长期处于产能过剩状态，因此聚醚价格并不具备长期上涨基础，预计随着海内外疫情得以控制，开工率逐步提升后，聚醚价格将会回落，并且较难大幅上涨。

图表 23：聚醚价格处于历史高位（元/吨）



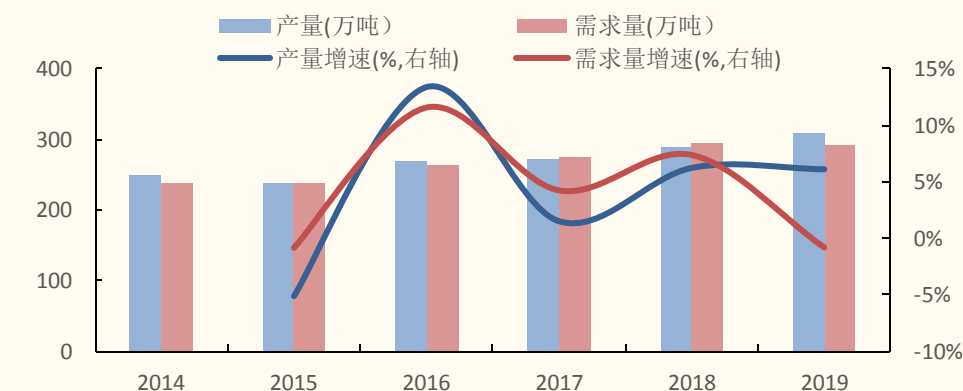
来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：国内聚醚多元醇开工率低迷



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 25：国内聚醚产量与需求量



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

2.3 体验式消费者教育，消费者教育成果显现

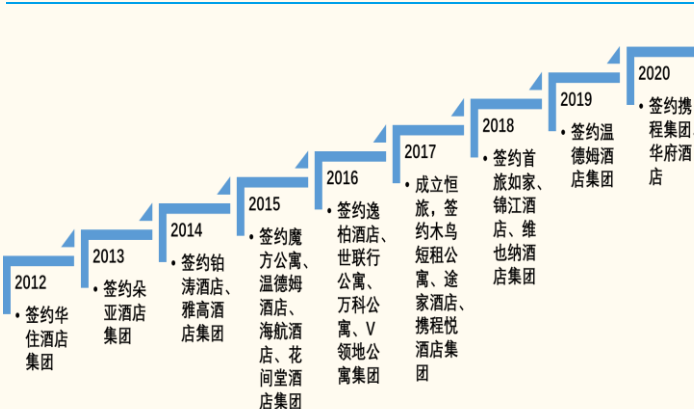
宣传+销售前置获取流量，消费者教育成果逐步显现：2017 年，梦百合从原有酒店渠道团队中拆分出单独团队，成立恒旅团队，整合全国 50 万家大住宿行业的客户，联合打造酒店行业零压房，在进行广泛消费者教育的同时，也打开了新的销售渠道。截止 2019 年，梦百合的零压房合作酒店 2800 多家，全国零压房数量超过 30 万间。在恒旅模式下，零压房的入住客人均亲身体验公司产品，进行体验式消费者教育的同时，有望将部分入住者转化为梦百合产品的购买者，销售渠道进一步前置。随着零压房覆盖面逐渐铺开，消费者对零压房关注度显著提升，带动梦百合产品关注度明显提升，消费者教育成果逐步显现。

图表 26：恒旅零压房合作模式



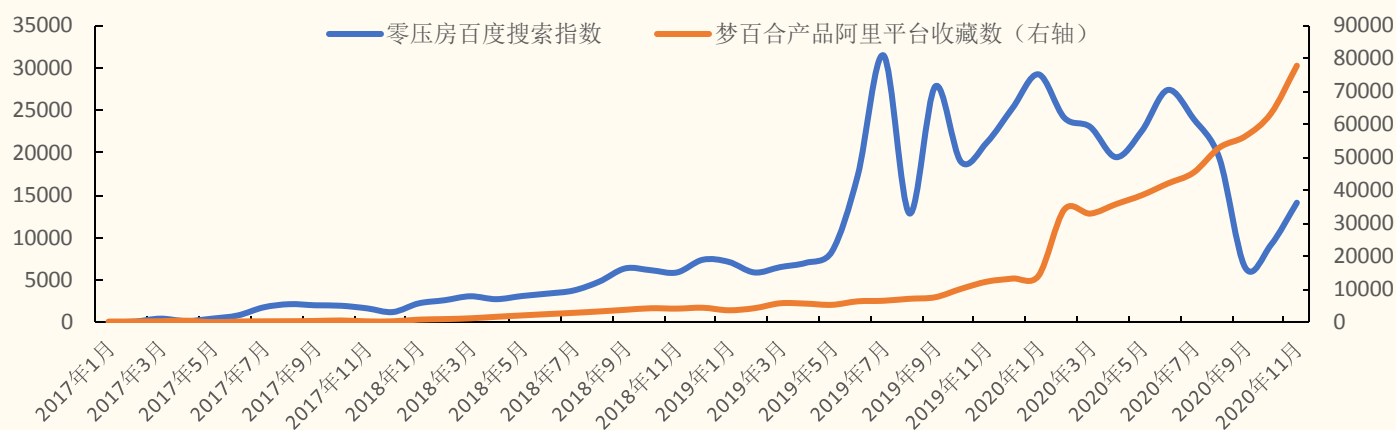
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 27：酒店合作历程



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 28：消费者教育成果显现

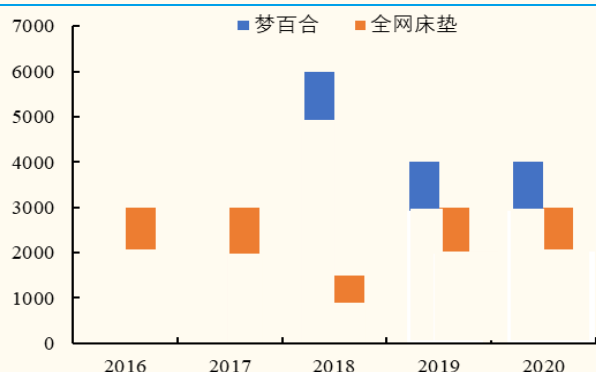


来源：百度指数，国金证券研究所

2.4 产品定价更亲民，加速渗透迈出关键一步

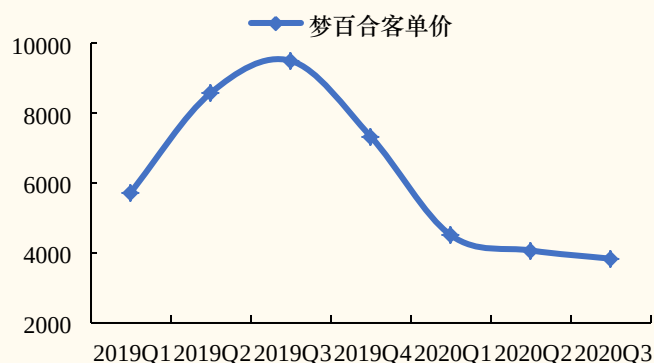
受益于主要原料成本的下降，2019 年以来记忆绵床垫产品主流价格段有所下降，以阿里平台为例，记忆绵床垫主流价格段从 5000-6000 元下降至 3000-4000 元，逐步靠近乳胶床垫的 2000-3000 元主流价格段，其中梦百合平均单价也从 2019 年下半年开始逐步下调。产品定位更广，定价逐渐亲民令记忆绵床垫加速渗透迈出关键一步。得益于价位下移与消费者教育，记忆绵床垫销量迎来爆发式增长，以梦百合为例，19 年以来，其在阿里平台销量增长明显提速，占全网床垫份额也迅速提升至 0.37%，记忆绵床垫的加速渗透已然开始。

图表 29：记忆绵床垫主流价格段与乳胶床垫差额缩减



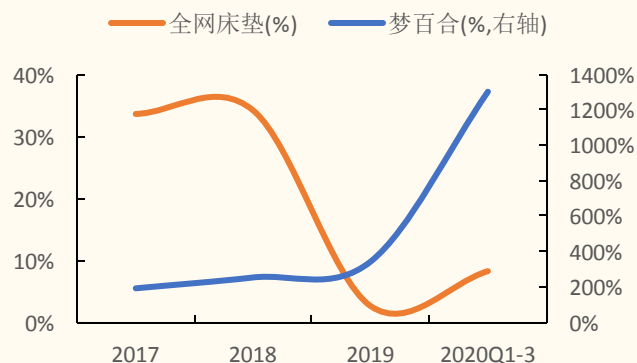
来源：国金证券研究所整理

图表 30：梦百合阿里平台均价 19 年开始下探



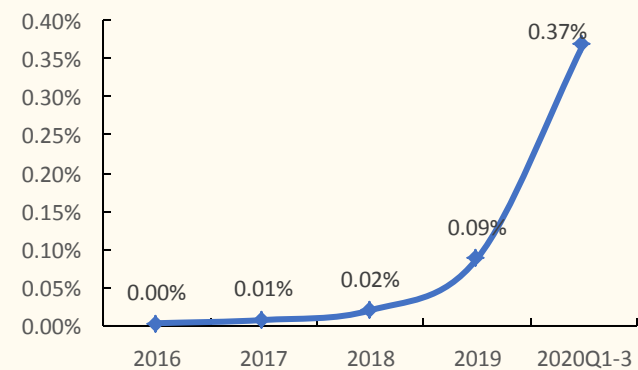
来源：国金证券研究所整理

图表 31：梦百合线上销量迎来高速增长



来源：国金证券研究所整理

图表 32：梦百合线上销量占全网床垫销量比加速提升

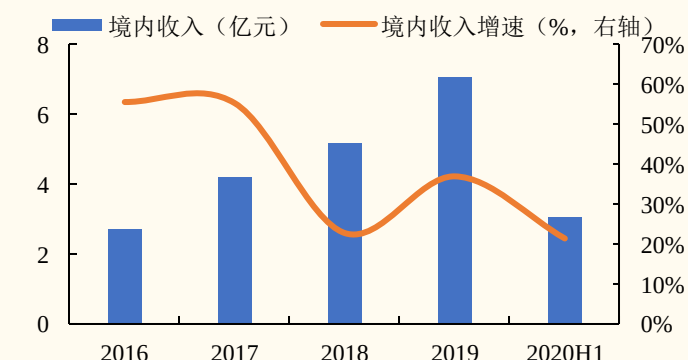


来源：国金证券研究所整理

3、产品+营销+渠道布局逐步完善，内销有望超预期增长

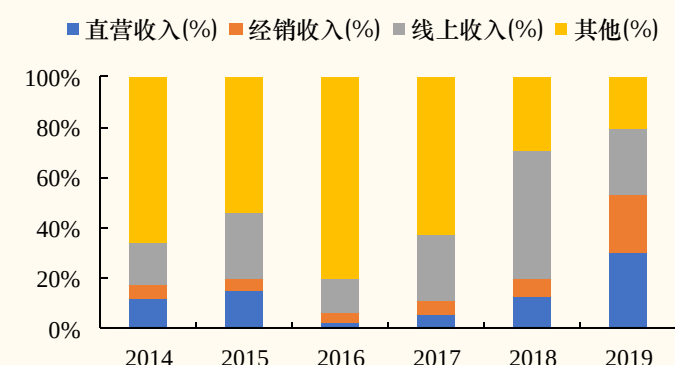
2019 年，公司内销业务收入 7.0 亿元，同比增长 36.8%，占比为 18.3%，虽然目前占比仍然较小，但我们认为在国内记忆绵床垫逐渐进入加速渗透期的情况下，内销有望加速成为公司重要增长驱动力，并且目前内销已展现良好发展态势，在今年上半年疫情期间内销营收仍同比增长 21.2%。三大因素将助推公司内销进入加速发展阶段：(1) 随着原料价格压力缓解叠加规模效应显现，依托成本优势公司已逐渐拓宽床垫产品价格段，扩大受众覆盖面；(2) 公司加强前端品牌营销与后端服务保障的同时逐步完善渠道网络管理体系，确保渠道良性扩张；(3) 多品类布局拓宽成长边界，电动床业务布局具备战略意义，短期做大规模的同时可部分绑定此后床垫更新客户，为可持续发展打下坚实基础。

图表 33：境内业务收入及增速



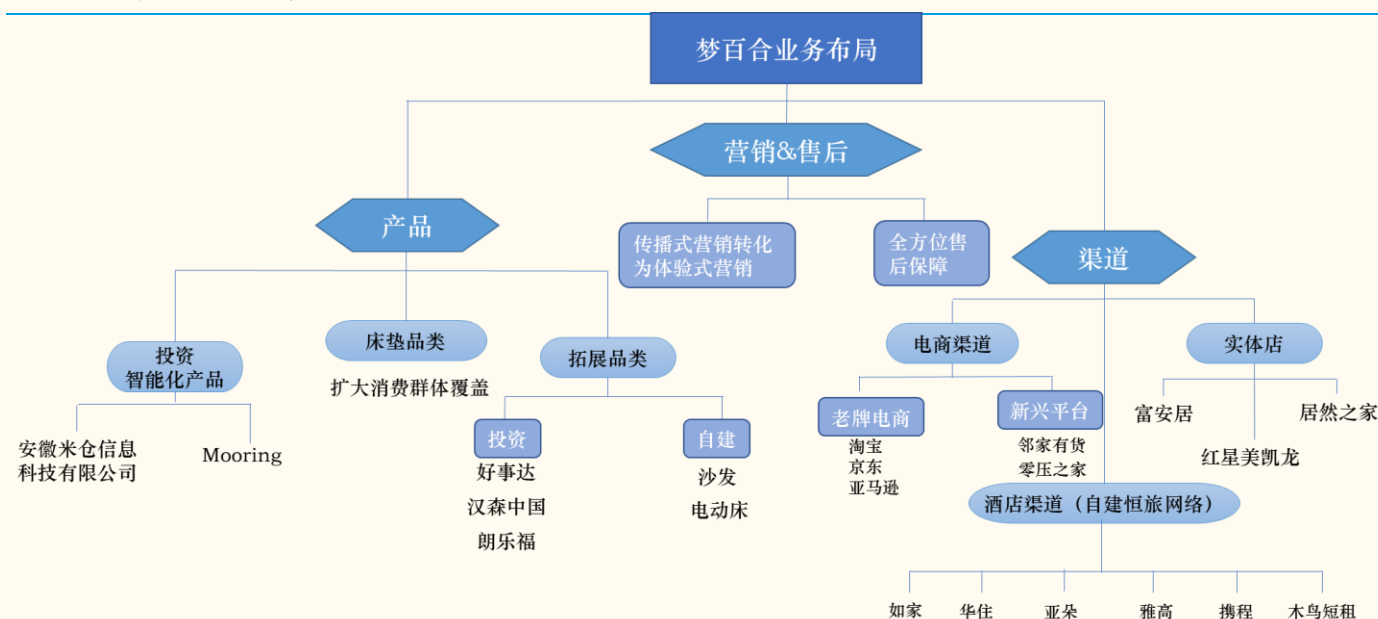
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 34：境内收入渠道占比



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表 35：梦百合内销布局逐步完善

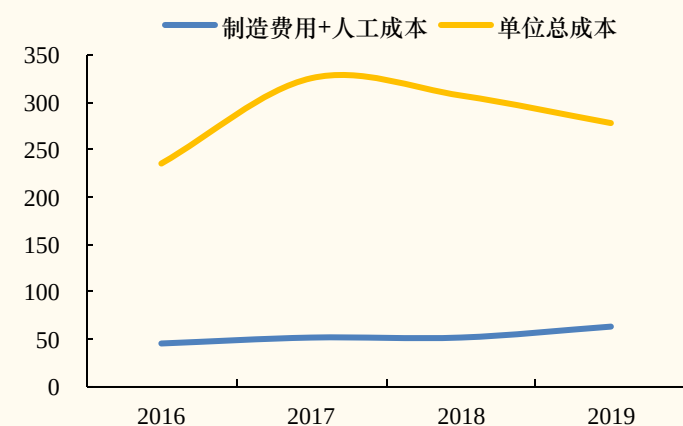


来源：国金证券研究所

3.1 规模效应显现，产品覆盖面拓宽，性价比凸显

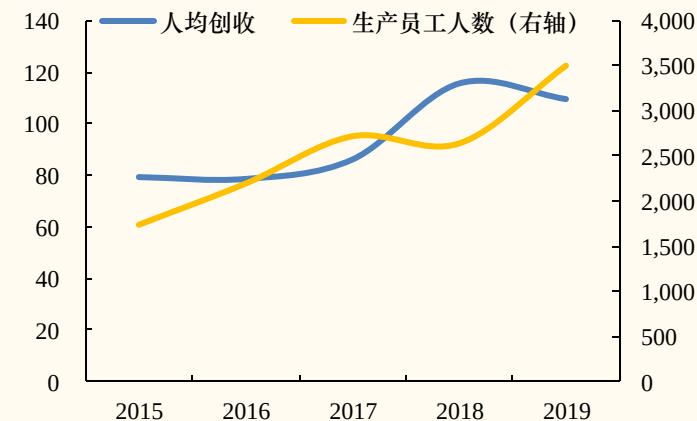
近年来在原料成本确有下降的情况下，公司床垫单位成本的下降与 2016 年以来单位制造费用和人工成本的稳定也有较大关联，一定程度上依托规模效应对冲了人员工资的硬性上涨（2019 年单位制造费用与人工成本小幅上升主要是由于 19 年公司海外工厂转固，产能利用率仍在爬坡期）。从人均创收方面来看，公司在扩充生产人员从 1737 人至 3500 人左右的情况下，生产端人均创收整体保持增长态势。

图表 36：单位制造费用+人工成本维持稳定（元/张）



来源：公司公告，国金证券研究所

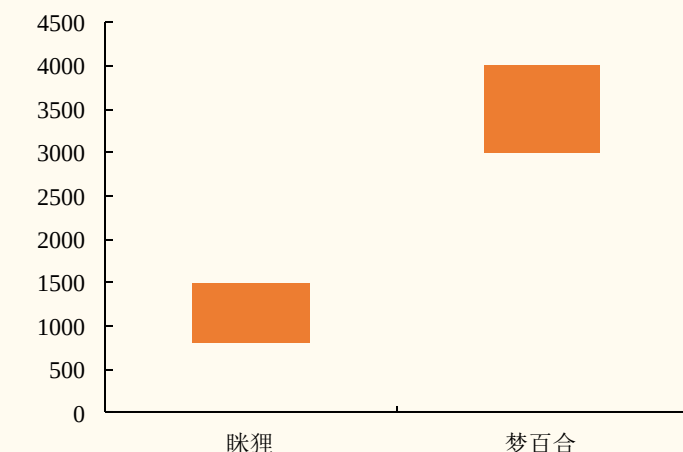
图表 37：生产端人均创收稳步上升（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

原料成本压力缓解叠加规模效应逐步体现使得梦百合不仅可以与子品牌形成高低战略布局，还可以依托成本优势，在主品牌内拉长不同价位段床垫产品覆盖面，且在保证产品品质的情况下，定价相对于竞品更低，性价比优势凸显，为其线上、线下渠道快速扩张提供有力“武器”。

图表 38：Mlily 子品牌与梦百合主流价格区间不同



来源：国金证券研究所整理

图表 39：梦百合主品牌产品覆盖面较广

系列主产品	材质	价格
传奇 7 号 0 压薄垫体验款	抑菌内套、非温感 0 压绵	1199-1499
朗怡 0 压厚垫	非温感 0 压绵、弹簧、弹力中性绵	3899-4299
韵梦 0 压厚垫	抑菌内套、非温感 0 压绵、弹簧、弹力中性绵	6699-6999
传奇 7 号 0 压厚垫	抑菌内套、非温感 0 压绵、弹簧、弹力中性绵	8999-9699
活力之源 0 压厚垫	凝胶 0 压绵、慢回弹 0 压绵、弹簧、弹力中性绵	11499-12499
欧陆传奇尊享款	非温感 0 压绵、高分子舒压绵、弹簧、弹力中性绵	20999-23999

来源：天猫，国金证券研究所

图表 40：记忆绵各品牌主流产品对比

	梦百合	泰普尔	Emma
规格	180*200*20cm	180*200*20cm	180*200*18cm
材质	2cm 非温感记忆绵 2cm 弹力中性绵 14cm 独立袋弹簧 2cm 弹力中性绵	3cm TEMPUR 舒适层 2.5cm 高弹性普通海绵支撑层 毛毡布支撑层 12cm 独立袋弹簧支撑层 2.5cm 高弹性普通海绵持久支撑层	2cm Airgocell 记忆绵 1cm VISCO 记忆绵 15cm HRX 高密度支撑棉
售后	免费送货上楼；10 年质保；180 无理由退换	走楼梯 7 楼以上收费；免费 90 天仓储服务；10 年质保	免费送货上楼；15 年质保；100 天试睡
价格	5399	6949	6999

来源：天猫，国金证券研究所

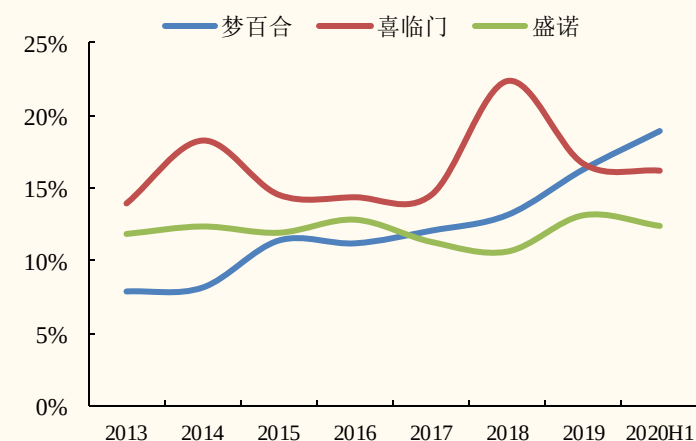
3.2 品牌营销与渠道建设同步推进

3.2.1 营销与售后双管齐下，奠定记忆绵品牌先发优势

在目前记忆绵产品加速渗透的时期，首先占据消费者心智尤为重要。近年来梦百合持续加大营销力度，销售费用率持续提升，初期依托赛事赞助+媒体广告+明星代言进行全方位品牌知名度提升，使得“0 压床垫开创者”的印象逐渐深入人心，这将为以后招商、销售奠定先发优势。

今年以来，公司加大传播式营销向体验式营销转变力度，通过两项主要举措提升成交率：（1）开展 9.9 元预约到店送记忆枕系列活动，精准将消费者引流至线下门店进行体验，更好的提升顾客对记忆绵的认知度以及对梦百合品牌的熟悉度，从而提升成交率。（2）在新房小区物业群中推广营销，并举办梦百合工厂直供采购日，让目标人群进工厂观看床垫生产流程，深度体验。

图表 41：梦百合与同行销售费用率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 42：线上流量精准引流线下



来源：公司官网，国金证券研究所

出众的售后服务，解决消费者后顾之忧：因为床垫使用时间较长且价格相对较高，对于普通消费者而言选购床垫的试错成本较高，所以选择尤为慎重。而梦百合出众的售后服务，完全解决了消费者后顾之忧，除了基础的送装服务，梦百合还推出 180 天免费试睡的服务，让客户安心选购，为前端营销与品牌口碑塑造打下坚实基础。

图表 43：与其他品牌售后服务对比

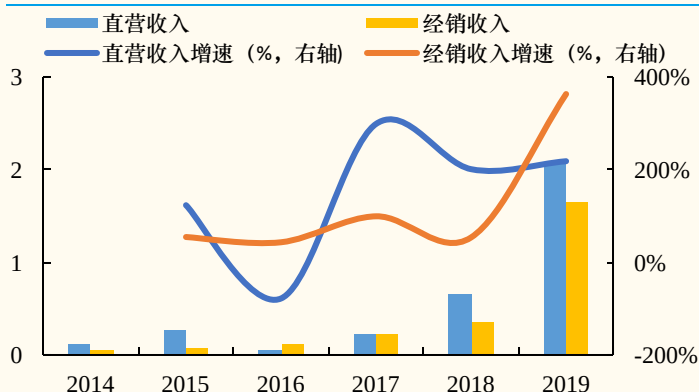
	免费 送装上楼	保修年限	免费试睡 180 天	是否可折叠 搬运	是否具有选 床系统
喜临门	✓	10	×	否	是
梦百合	✓	10	✓	是	否
慕思	✓	10	×	否	是
林氏木业	✓	3	×	否	否
全友	✓	3	×	否	否
小品牌	×	3	×	否	否

来源：天猫，国金证券研究所

3.2.2 逐步完善渠道布局，管理体系稳步优化

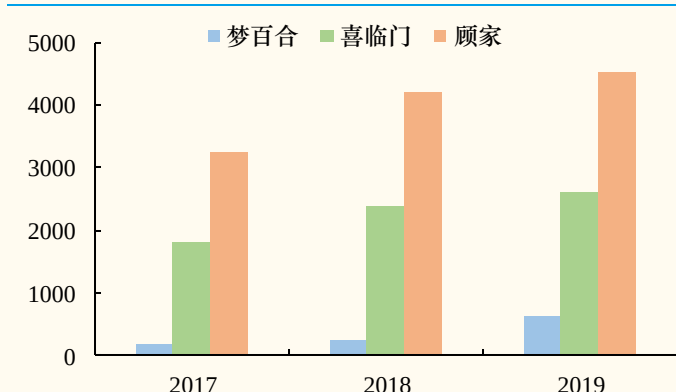
线下渠道：除了恒旅模式拓展酒店渠道外，公司不断完善“加盟+直营”营销网络布局，2019 年公司直营业务收入增长至 2.1 亿元，同比增长 217%；经销业务收入增长至 1.6 亿元，同比增长超 360%。在公司 3 年千店计划以及 OBM 转型战略的指引下，依托于优异产品力与营销售后保障，公司渠道持续开拓，直营与经销门店数逐年增加，2019 年底已达 646 家，以密集的网点进一步传播品牌。

图表 44：分渠道销售收入稳步增长（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

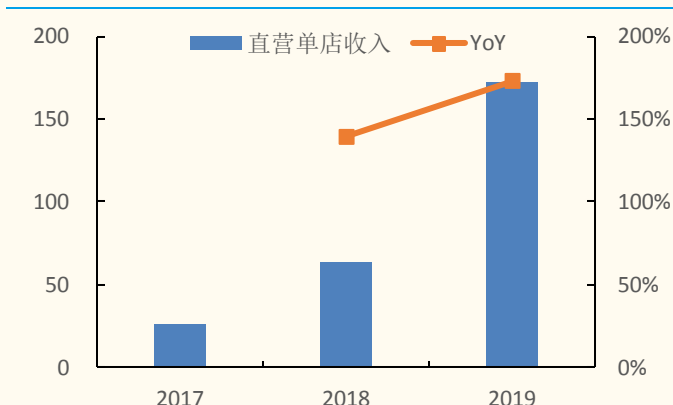
图表 45：自主品牌门店数量对比（家）



来源：Wind, 国金证券研究所

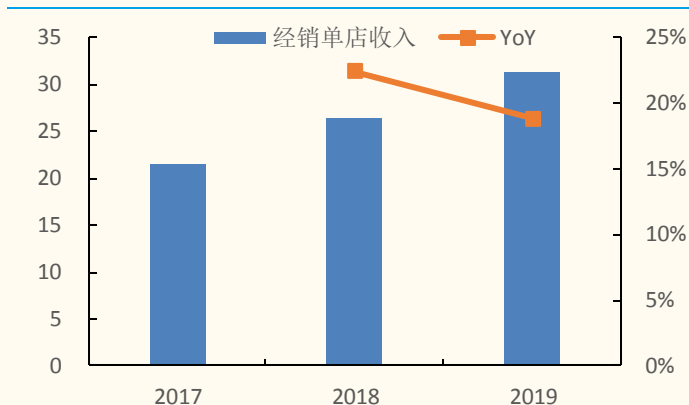
管理体系稳步优化，单店收入提升明显，确保渠道良性扩张。2018 年公司聘请王震为执行副总裁，负责内销事务。王震在家纺领域从业多年，营销运营经验丰富，对渠道管理体系逐步优化，直营与经销店单店收入均持续提升，经销商盈利情况也大幅改善，为渠道持续良性扩张铺平道路。

图表 46：直营店单店收入（万元）



来源：wind, 国金证券研究所

图表 47：经销店单店收入（万元）

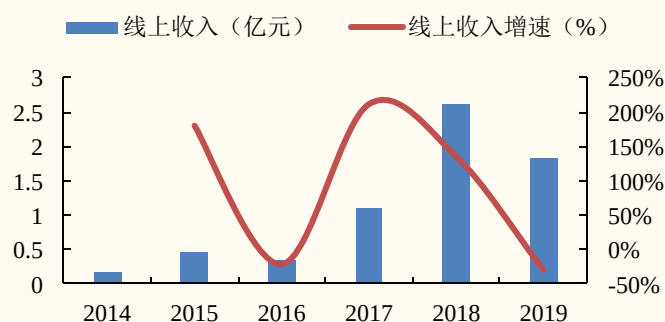


来源：wind, 国金证券研究所

线上渠道：梦百合携手天猫、京东等主流平台，海外携手亚马逊、1688 等跨境平台。目前梦百合在阿里平台上有四个自营店铺：梦百合旗舰店（线上线下同款发售、统一零售价，销售家用场景和中高端床垫）、Mlily 家具旗舰店（主营国外款床垫）、Mlily（主营咪狸产品，主打年轻人以及学生的入门级记忆绵床垫）、Mlily 海外旗舰店（主营国外款产品，在天猫国际平台销售）。

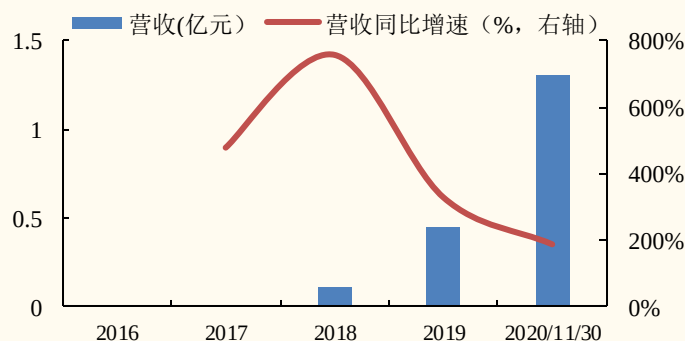
依托不同店铺将所有群体的覆盖以及不断推出爆款产品，近年来线上销售保持高速增长的同时也为线下门店引流作出重要贡献。2019 年，梦百合全年实现线上销售 1.84 亿元，同比有所下滑主要是由于 2019 年公司电商战略调整，将线上从主推咪狸向梦百合品牌转变，19 年下半年开始逐渐调整到位。今年以来公司线上销售额已恢复快速增长，以阿里平台为例，2020 前 11 个月梦百合旗舰店营收收入为 1.3 亿元，同比提升 187%。

图表 48：线上收入仍有较大增长空间



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：阿里平台梦百合床垫销量及增速



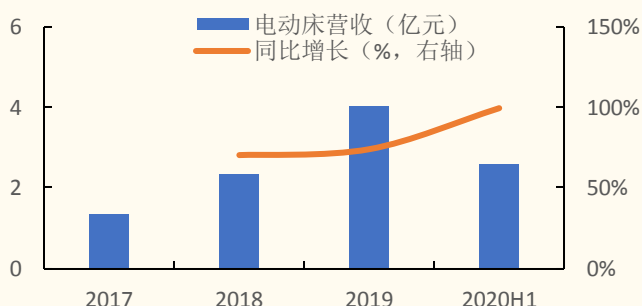
来源：国金证券研究所整理

3.3 电动床业务规模增长可期且具备战略意义

公司 2017 年正式开始投产电动床，近年来快速增长，2019 年已实现营收 4 亿元，同比增长 73.7%，且今年上半年在疫情影响下电动床业务依然取得收入 2.6 亿元，同比增长 99.2%。我们认为电动床业务规模继续保持较快增长可期，虽然目前销售仍主要集中在海外，但未来有望成为公司内销增长的重要驱动力：

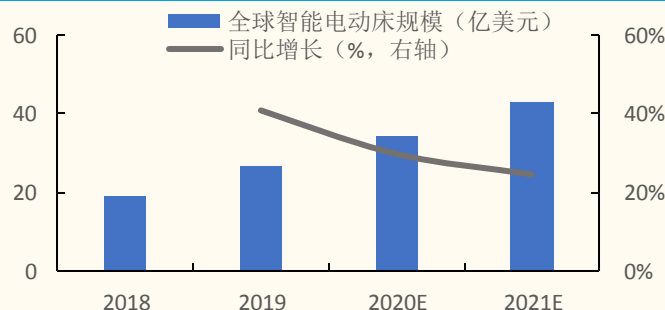
(1) **行业处于扩张期**：2018 年电动床全球市场规模达 18.9 亿美元，预计到 2021 年有望达 43 亿美元，年复合增长率达 31.5%，行业正处于快速扩张期，各国均在加速渗透；(2) **梦百合具备品牌与渠道协同优势**：公司床垫在国内外已有一定品牌影响力，可通过床垫带动电动床销售，并且渠道协同效应较强；(3) **梦百合产品具备性价比**：和国内电动床出口龙头麒盛科技对比，梦百合电动床出厂价具备优势，且以热销产品对比来看，两者性能差异不大，梦百合电动床性价比较高。依托于这两大优势，在国内外电动床行业均处于逐步渗透阶段，公司电动床将有望维持高增长态势。

图表 50：梦百合电动床营收及同比增长



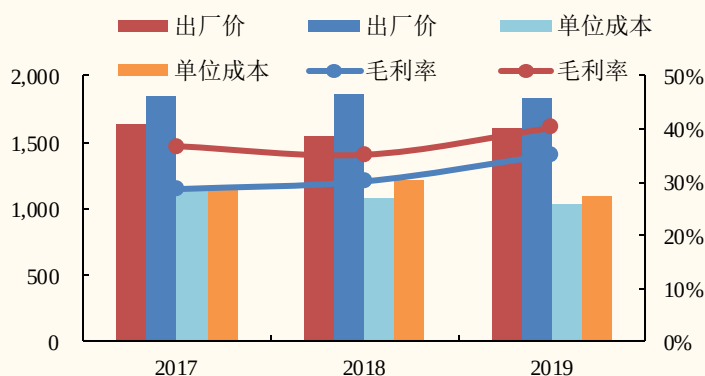
来源：Wind，国金证券研究所

图表 51：预计全球智能电动床增长情况



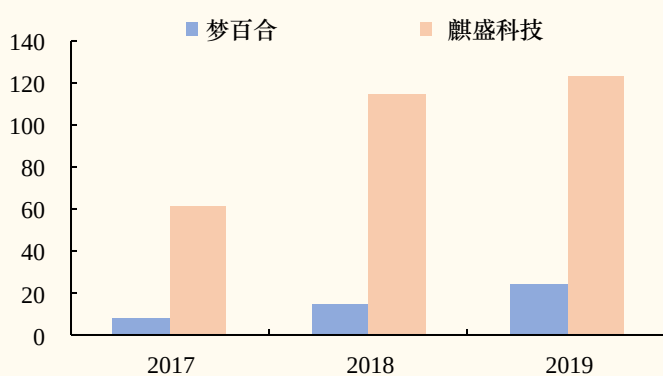
来源：Statista，国金证券研究所

图表 52：电动床单位成本、毛利率、出厂价对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：电动床销量对比 (万张)



来源：Wind，国金证券研究所

此外，电动床业务布局的意义不但在于短期收入规模的扩大，而且由于电动床与床垫一体化销售，带动床垫销售的同时，将为公司带来两方面积极作用：(1)

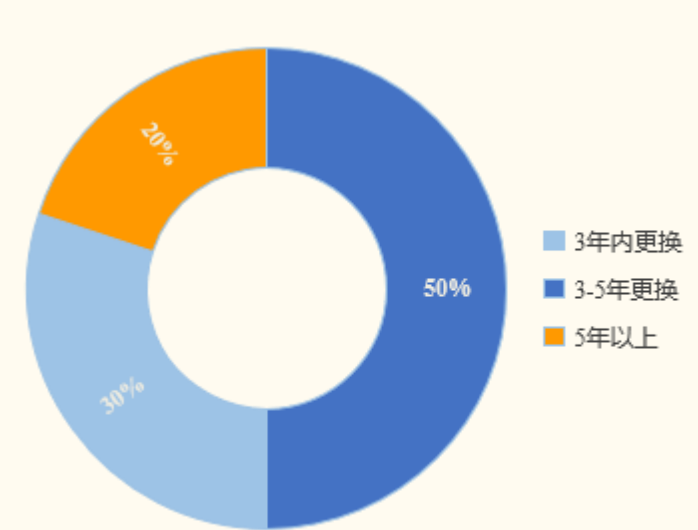
推动零压床垫更广泛的消费者教育，使更多的消费者进一步接受零压床垫；(2) 床垫一定程度上也属于消耗品，尤其记忆绵床垫长期使用后 (5-8 年)，体验舒适度将会有所下降。在消费升级的大趋势下，对标发达国家，国内消费者也有望将提升床垫消费频次，而在床架相对耐用的情况下，考虑床垫与其配套，公司可绑定部分更新客户，为未来床垫的持续增长奠定基础。

图表 54：电动床可连带销售床垫



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 55：美国消费者更换床垫频率较快



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

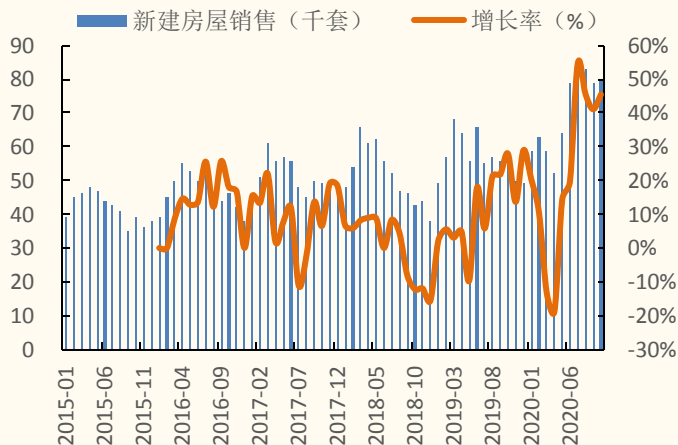
4、出口业务爆发是否具备持续性？

我们认为此轮公司出口业务的爆发式增长虽有疫情导致海外停工停产带来的阶段性订单涌入中国的推动，但底层核心逻辑仍是：(1) 海外需求的回暖；(2) 贸易摩擦带来的格局优化延续。并且我们认为这两个推动力均具备持续性：(1) 美国贷款利率、房屋空置率现均已处于近 20 年最低位，在持续了 11 年的去杠杆之后，美国家庭部门将重启加杠杆进程，美国地产投资与销售均将步入景气上行周期，海外需求回暖具备持续性；(2) 第二轮反倾销即将落地叠加航运费未来两年价格中枢将抬升，具备全球产能布局的梦百合将进一步受益于格局优化带来的份额提升。

4.1 美国地产回暖具备持续性，中短期海外需求延续爆发

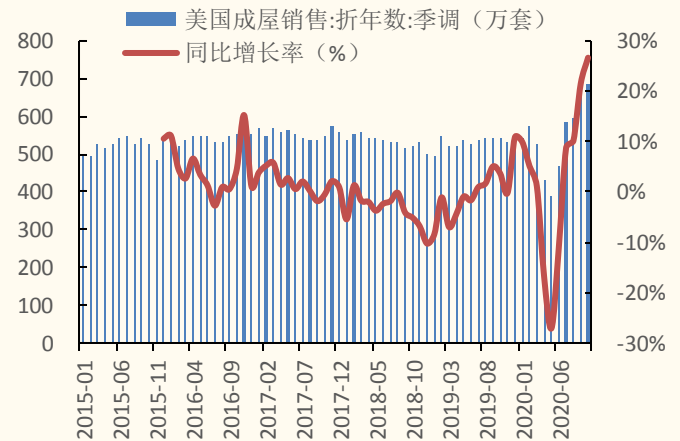
美国成屋、新屋销量创新高，房地产市场加速回暖带动床垫需求爆发：从去年开始美国地产开始回暖，今年经历疫情后从三季度开始延续回暖态势。2020 年 10 月，新屋销售量 8.0 万套，同比增 45.5%，成屋销售量(年化)685 万套，同比增长 26.6%，均创 2015 年以来新高。中国作为美国家具的第一大进口国，必然将会受益这一轮美国地产回暖，床垫作为家具行业中的一个细分品类，今年二季度以来国内床垫出口增长持续提速。

图表 56：美国新建房屋创新高



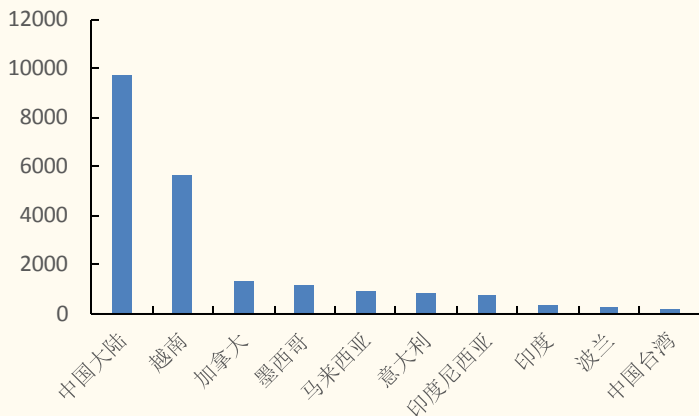
来源：wind，国金证券研究所

图表 57：美国成屋销售创新高



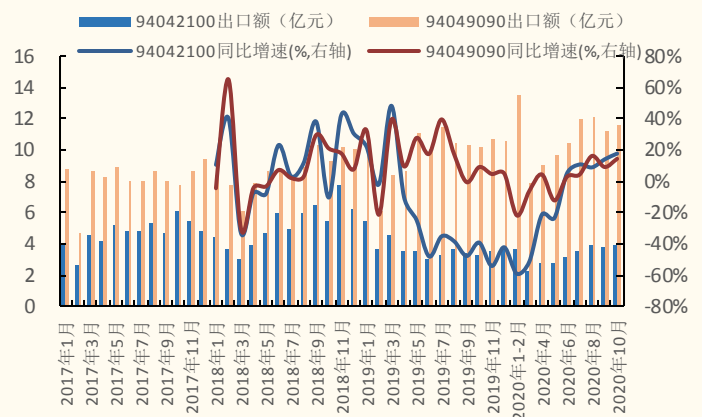
来源：wind，国金证券研究所

图表 58：2019 年美国前十大家具进口国（百万美元）



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 59：中国床垫出口二季度以来快速恢复



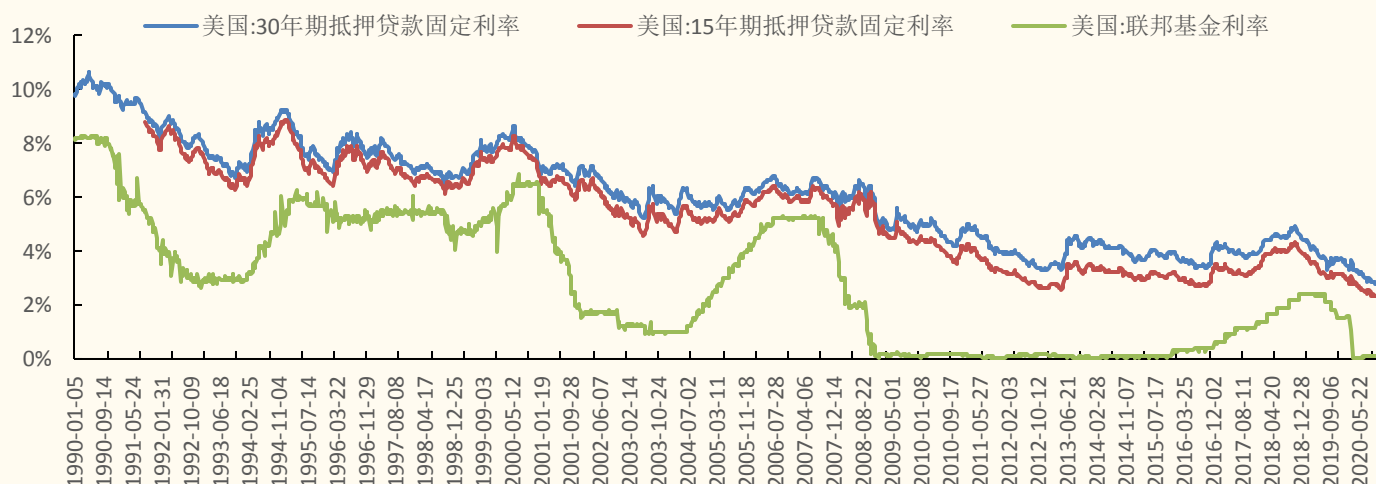
来源：海关总署，国金证券研究所

三维度推断美国房市回暖持续性较强，床垫需求增长有望持续：（1）量化宽松政策下，利率维持低位。受年初疫情的冲击，美联储继续采取宽松政策，利率持续下降，20 年 4 月 23 日，美国联邦基金利率仅为 0.04%，为 2000 年以来最低利率，之后小幅回升，截止 20 年 11 月底利率为 0.09%。低按揭利率将刺激居民购买行为，量化宽松大环境下房市具备持续复苏潜能。

（2）房屋空置率持续下滑，达历史最低水平。近年来美国房屋空置率持续下滑。受疫情影响，居家隔离和社交距离需要，房屋空置率在 2020 年至今呈加速下降趋势，三季度止跌企稳，三季度末为 0.9%，预计未来一段时间美国房屋空置率仍将维持低位。低房屋空置率可较为真实的反映目前房屋供需关系，可明显看出目前居民购房需求增长具备持续基础。

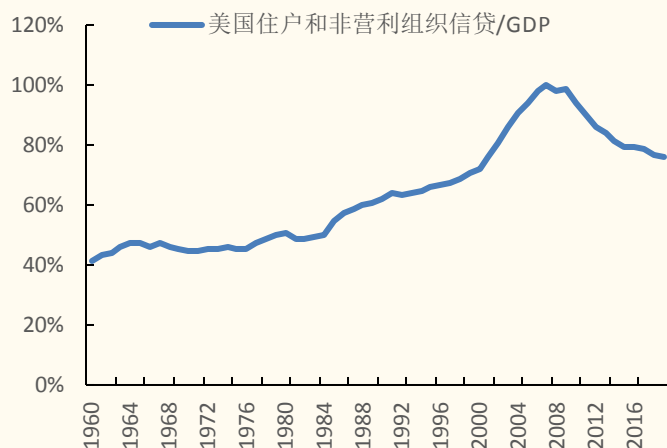
（3）美国企业、家庭部门重启加杠杆进程。在持续了 11 年的去杠杆之后，美国家庭部门重启加杠杆进程，并且此前企业部门已进入加杠杆阶段，美国地产已具备中期景气上行基础。

图表 60：美国迎来 20 年来最低利率



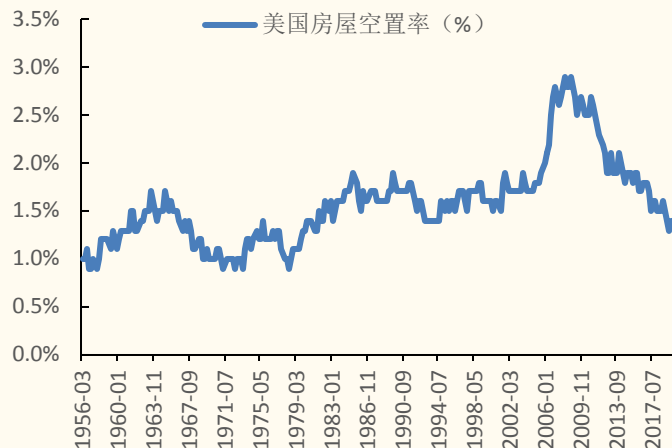
来源：Wind，国金证券研究所

图表 61：美国家庭部门重启加杠杆进程



来源：Wind，国金证券研究所

图表 62：美国房屋空置率现处于历史最低位



来源：Wind，国金证券研究所

4.2 外部环境变化凸显公司海外产能布局优势

通过自建和并购等方式，梦百合目前拥有包括境内、塞尔维亚、泰国、西班牙、美国五个生产基地，今年通过定增融资 6.9 亿元，用于塞尔维亚（三期）与美国工厂建设，目前均已竣工投产，全球产能布局使得公司可免疫贸易摩擦带来的出口业务风险，并且将受益于贸易摩擦带来的格局优化，提升自身份额。此外，预计未来 2-3 年航运将由于供给端趋紧+高集中度而导致航运价格中枢上行，公司全球产能布局可削弱运费上行影响，从而进一步确立成本优势。

图表 63：梦百合全球化产能布局

地区	项目	投产时间	产值
西班牙	收购思梦及其子公司	2017 年 10 月	2000 万欧元
	西班牙工厂新建	2020 年 9 月	8-10 亿元
塞尔维亚	塞尔维亚一期、二期	2015 年	5000 万欧元
	塞尔维亚三期	2019 年 10 月	总产值增加至 1.02 亿欧元
泰国	泰国工厂一期	2019 年	8-10 亿元
	泰国工厂二期		
美国	美国东岸	2019 年 12 月	5000 万美元
	美国西岸	2020 年 10 月	4-5 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2.1 反倾销、贸易战冲击中小企业，利好龙头，带来行业集中度提升

美国对我国不仅实施了贸易战，而且从 18 年四季度就开始了两轮针对我国床垫行业的反倾销调查，19 年 10 月 18 日，美国商务部发布第一轮反倾销最终裁定通告，征收单独税率的企业核定反倾销税率为 162.76%，名单之外的企业，统一征收 1731.8% 的反倾销税率，而只有梦百合获得 57.0% 最低税率。第二轮反倾销主要针对东南亚国家床垫出口企业，但其中波及到多家中国企业，如梦百合、喜临门、顾家家居、敏华控股等。

图表 64：美国对我国床垫第一、二轮反倾销情况

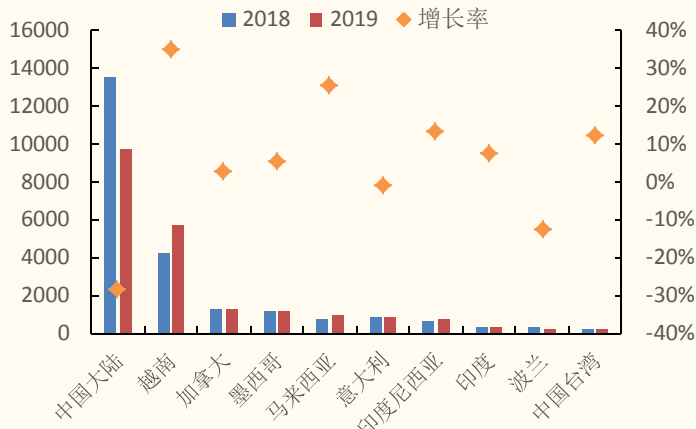
	案件进程	时间	企业	裁定税率
第一轮反倾销	终裁落地	2019/10/18	梦百合	57.03%
			际诺思	192.04%
			敏华控股	162.76%
			达特中国	162.76%
			梦诺家居	162.76%
			乐美家居	162.76%
			其它单独税率公司	162.76%
			剩余所有	1731.75%
第二轮反倾销	立案调查	2020/3/31	七个国家（柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其以及越南）	
	ITC 初裁落地	2020/5/14	柬埔寨	252.74%
			印度尼西亚	2.61%
			马来西亚	42.92%
			塞尔维亚	13.65%
			泰国	572.56%-763.28%
			土耳其	20.03%
			越南	190.79%-989.90%
	终裁落地	预计 2021/5/3		

来源：ITC，国金证券研究所

受到贸易战及第一轮反倾销影响，中国床垫出口业务增长放缓，床垫、寝具出口金额增长率 19 年放缓至 0.2%，其中喜临门外销收入增长率 19 年放缓至 0.7%，而梦百合受益于较早的全球产能布局，19 年外销仍实现 22.6% 增长。

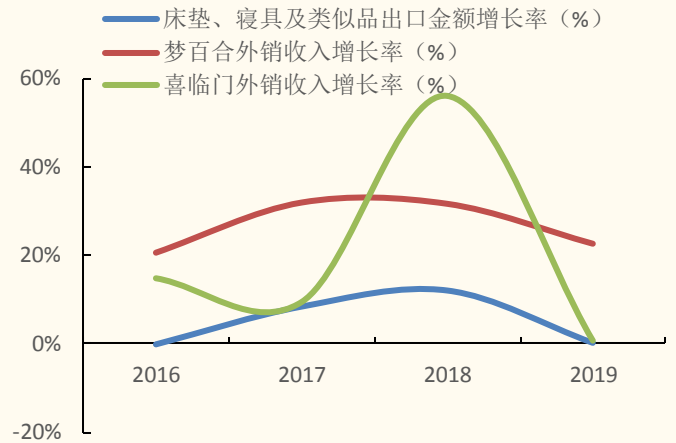
2020年3月，反倾销事件再次升级，第二轮反倾销矛头指向东南亚国家，而众多中国家具企业海外产能布局大部分位于东南亚，在这一情况下国际化、分散性产能布局重要性愈加显现。公司具备美国、塞尔维亚、西班牙等多地产能，在新一轮反倾销的冲击下，集中度有望进一步提升，公司的全球产能布局将进一步展现优势。

图表 65：美国 TOP10 家具进口国（地区）增长变化



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 66：小品牌退出美国床垫市场

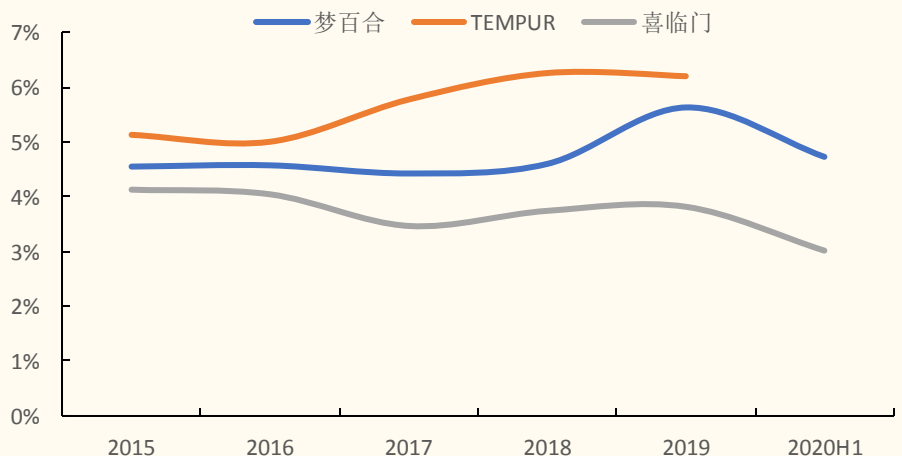


来源：Wind，国金证券研究所

4.2.2 全球产能布局削弱航运费用上升影响

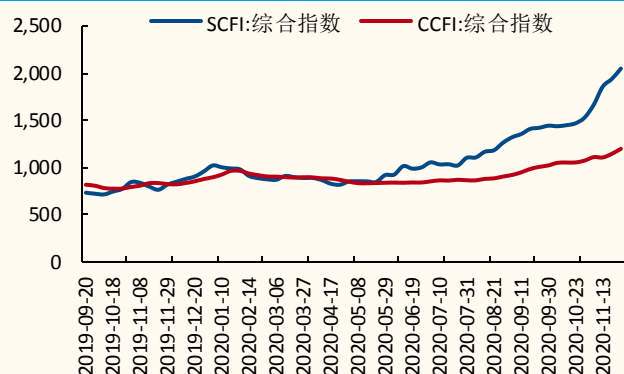
航运费回升带来成本控制压力，全球产能布局削弱航运费波动影响，格局有望进一步优化：从今年5月以来，航运费持续提升，而运费对于外销业务占比较大的企业来说也较为重要。并且我们预计未来2-3年航运行业由于供给端趋紧+高集中度带来高议价权，航运价格中枢将进一步上行。梦百合目前在海外拥有塞尔维亚、泰国、西班牙、美国四个生产基地，具备向全球供货的能力。航运费上升背景下，公司有望充分发挥产能布局优势，获取相对成本优势，进一步拓展海外市场，提升市占率，巩固龙头地位。

图表 67：各软体企业运输费率



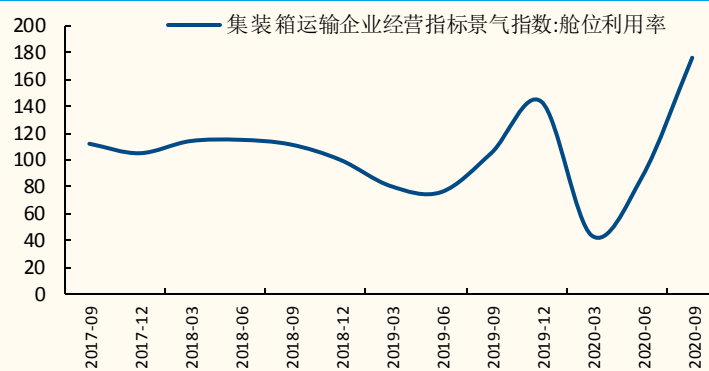
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 68：集装箱出口运价 5 月触底反弹



来源：Wind，上海航运交易所，国金证券研究所

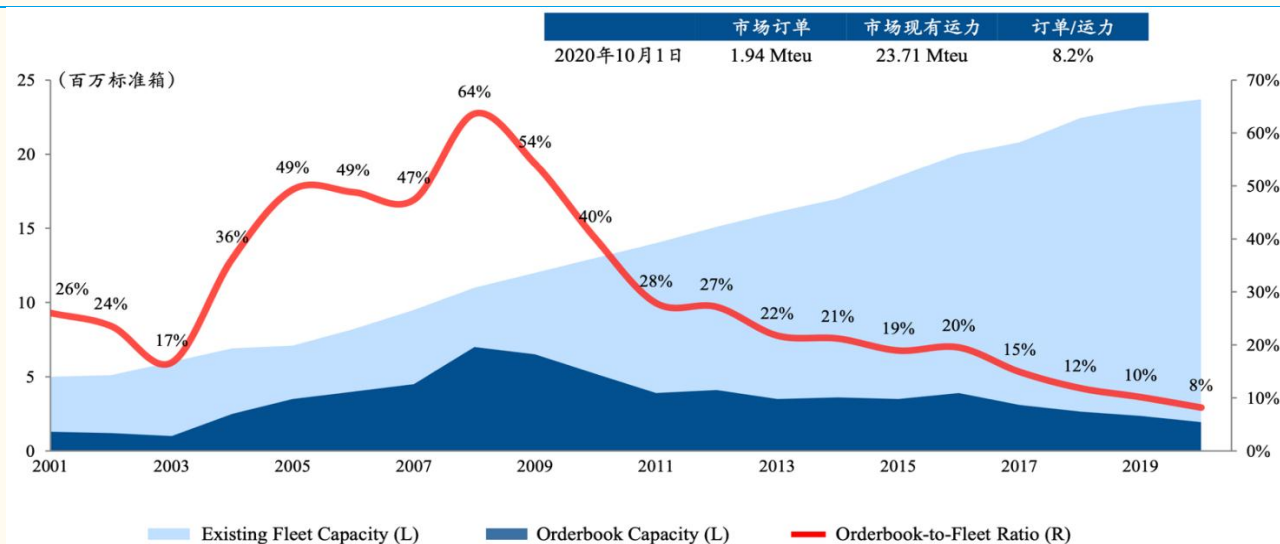
图表 69：集装箱舱位利用率 5 月起加速回升



来源：Wind，上海航运交易所，国金证券研究所

扩张意愿较低叠加限硫令加速运力拆解使得供给端趋紧：（1）近年来全行业新增运力订单逐年降低，船东运力扩张意愿低迷，一方面是由于对此后需求的不乐观导致，另外一方面，环保政策的不明朗使其扩张存在技术风险。由于新增运力交付周期较长，约需 2-3 年，目前订单数减少预示着未来 2-3 年集运市场供给侧将逐步收紧。（2）限硫令加速运力拆解：限硫令的执行将使得老旧船只的加速拆解。根据 Alphaliner 预测，未来两年净增加运力将逐年减少。

图表 70：全行业新增运力订单占现有运力比持续下降



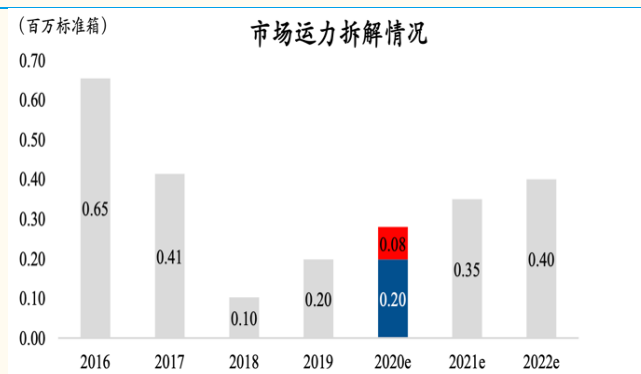
来源：Alphaliner，国金证券研究所

图表 71：市场运力交付预测



来源：Alphaliner，中远海控官网，国金证券研究所

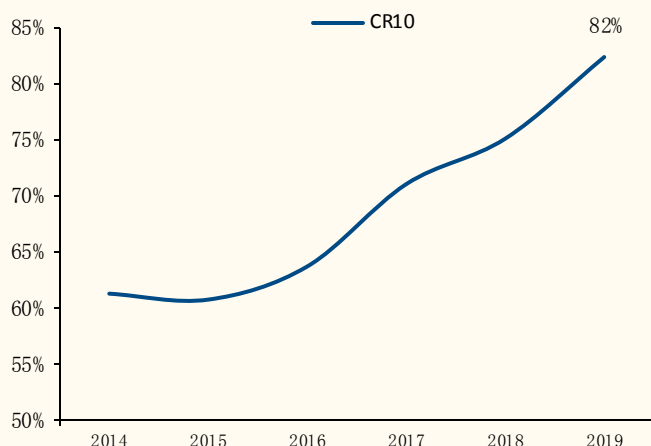
图表 72：市场运力拆解预测



来源：Alphaliner，中远海控官网，国金证券研究所

行业集中度较高，船企议价权提升：2016 年以来，集运行业集中度不断提高，2019 年底 CR10 达 82%，排名前五的集装箱船公司占全球运力 56%，拥有高议价权。目前集装箱龙头发展战略大多聚焦于产业链延伸和业务差异化，而不再追求海运同质化扩张，海运端运力投放资本开支削减。今年初，受疫情影响全球集运需求受到冲击，各大集运龙头企业均选择停航保价而非价格战，未来航运价格战可能性也较低。在此情况下，未来航运价格中枢大概率将逐步抬升，且中小出口企业在航运费上议价权较低，而大企业由于规模较大拥有相对议价空间，相对成本优势又将进一步体现。

图表 73：集运行业集中度不断提升



来源：Alphaliner，国金证券研究所

图表 74：集装箱船公司运力排名 (2019)

	公司名称	年度集装箱船运力 (TEU)
1	马士基	994,539,595
2	地中海航运	837,778,954
3	中远集运	692,167,355
4	达飞国际航运	641,908,471
5	赫伯罗特海运	404,816,268
6	长荣海运	303,548,055
7	阳明海运	155,332,875
8	现代船务	99,031,274
9	太平洋航运	95,727,214
10	以星商船	71,732,066
	全球集装箱船运力	5,582,663,428

来源：Alphaliner，国金证券研究所

4.3 并购助力海外 OBM 转型之路，中长期海外零售有望发力

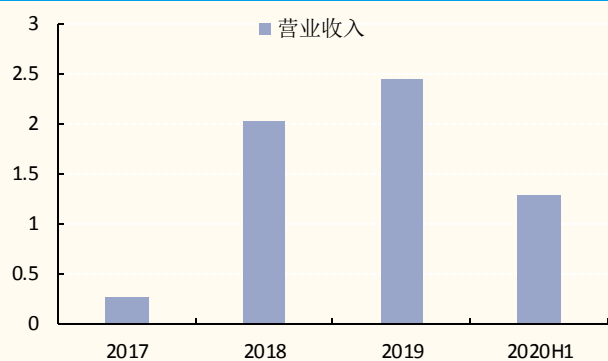
公司近年来在稳固海外代工业务增长的基础上，逐步开始布局海外市场自有品牌销售渠道，具备中长期战略眼光。近年来，公司通过一系列海外并购，渠道与品牌布局逐步完善，为公司 ODM 向 OBM 的转型升级铺平道路，凭借公司优异的产品品质与成本优势，海外零售未来发展潜力巨大，中长期有望成为重要增长驱动力。

渠道布局：(1) 欧洲渠道布局：2017 年 1 月，公司收购西班牙思梦 MATRESSES DREAMS,S.L.，思梦是西班牙著名的床垫零售商、经销商。依托思梦将打开 MILIY 零售渠道，此次收购标志着公司自主品牌海外零售布局的正式开始。2019 年底，公司合作德国最大的床垫经销商之一 MC，其 849 多家商店分布德国、奥地利和瑞士，此举将助力公司加速开拓 OBM 业务欧洲市场。

(2) 美国渠道布局：2019 年公司通过现金收购 MorFurniture，并于今年 2 月完成并表，业务整合后公司将利用 MOR 自身销售平台实现自主品牌产品 MILIY 在美国家居零售终端的覆盖。MOR 公司成立于 1977 年，目前已成为西海岸具有较高区域知名度及行业影响力的家居连锁零售商，床垫部门销售舒达、泰普尔、丝涟、金可儿等品牌，在美国 7 个州拥有 38 家门店。公司之前在美国西海岸没有自有销售门店，此次收购可填补美国西海岸零售渠道空白，进一步完善自有品牌推广。

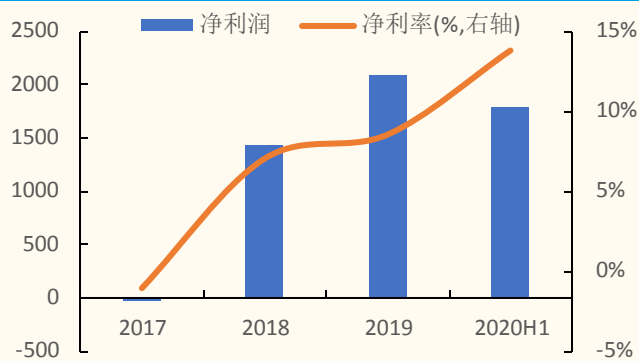
品牌布局：公司在收购思梦的同时，获得其两大自主品牌 Maxcolch ó n、COMOTEX，其产品在西班牙、法国和葡萄牙出售，进一步推进欧洲零售布局。其中 Maxcolch ó n 成立于 2005 年，在西班牙已经拥有超过 40 家门店。公司除依托收购品牌打开市场外，也可借鉴其品牌运营、市场推广及销售渠道建设等方面的管理经验，进一步打开自主品牌 MILIY 销售空间。

图表 75：西班牙思梦历年营收（亿元）



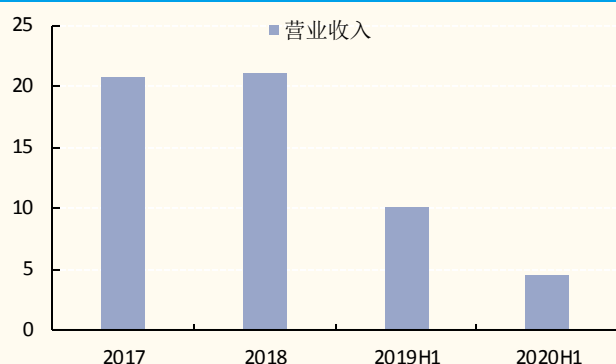
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 76：西班牙思梦历年净利润（万元）与净利率



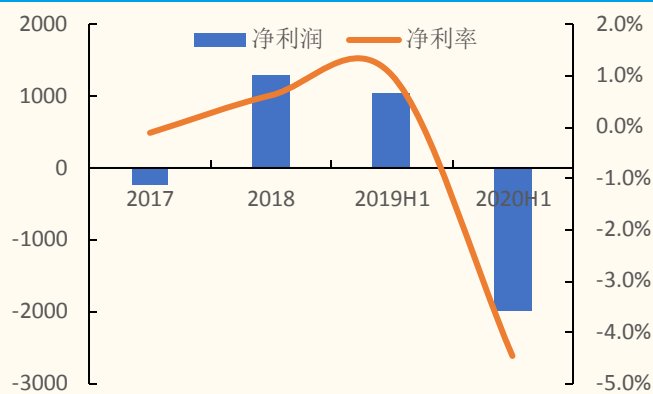
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 77：MOR 历年营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 78：MOR 历年净利润（万元）和净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 79：海外收购助力 OBM 业务转型

时间	收购/合作对象	结果/目标
2017 年	西班牙思梦 75% 股权（经销商、零售商）	拓宽自主品牌销售渠道
2017 年	思梦旗下本土品牌 Maxcolchón、COMOTEX	打开欧洲市场，并借鉴运营经验
2019 年底	德国 MC（经销商）	加速欧洲 OBM 业务布局
2020 年 2 月	美国 MOR85% 股权（家居连锁零售商）	抢占美国西海岸市场份额

来源：公司公告，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

■ 核心假设

1) 记忆绵床垫：由于公司 OBM 占比逐渐提升，我们预计记忆绵床垫的单价将有望因此抬升，预计 2020-2022 年单价将分别+1%/+2%/+3%。预计 2020-2022 年公司记忆绵床垫业务总营收为 28.9/39.8/53.2 亿元，同比+38.4%/+37.7%/+33.9%。成本方面，今年原材料价格相对较低，未来两年预计窄幅震荡对冲规模效应的显现，故预计 2020-2022 年记忆绵床垫业务毛利率整体维持稳定，为 41.7%/41.9%/41.9%。

2) 记忆绵枕：由于与床垫搭配销售率较高，自主品牌占比将提升，我们预计记忆绵床垫的单价将有望因此抬升，预计 2020-2022 年单价将分别

+1%/+5%/+4%。我们预计 2020-2022 年记忆绵枕业务整体营收达 5.3/6.7/8.5 亿元，同比+8.1%/+26.0%/+26.9%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2020-2022 年记忆绵枕业务毛利率分别为 40.3%/40.3%/40.3%。

3) 电动床：由于公司电动床性价比较高且具备与床垫品牌、渠道的协同效应，随着海外工厂产能的释放，我们预计 2020-2022 年电动床销量分别有望达 48.8 万台/68.4 万台/88.9 万台，我们预计 2020-2022 年电动床业务整体营收有望达 8.0/11.5/15.5 亿元，同比+98.9%/+44.2%/+33.9%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2020-2022 年电动床业务毛利率分别为 35.8%/36.1%/36.9%。

4) 沙发：我们预计 2020-2022 年沙发业务营收为 4.1/5.0/6.0 亿元，同比+58.4%/+21.9%/+20.8%。随着沙发业务规模的持续扩大，产能利用率稳步提升，我们预计 2020-2022 年沙发业务毛利率为 31.7%/32.3%/33.0%。

图表 80：业务拆分及收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入（百万元）	3049.5	3831.6	6429.4	9243.7	11515.5
记忆绵床垫	1690.8	2086.4	2887.0	3975.4	5323.1
记忆绵枕	466.2	494.4	534.3	673.2	854.2
沙发	237.4	256.7	406.5	495.5	598.3
电动床	231.6	402.4	800.3	1154.1	1545.3
其他业务	423.5	591.7	621.3	745.6	894.7
同比增速	30.4%	25.6%	67.8%	43.8%	24.6%
记忆绵床垫	29.7%	23.4%	38.4%	37.7%	33.9%
记忆绵枕	5.1%	6.0%	8.1%	26.0%	26.9%
沙发	12.2%	8.1%	58.4%	21.9%	20.8%
电动床	70.1%	73.7%	98.9%	44.2%	33.9%
其他业务	73.9%	39.7%	5.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32.1%	39.7%	41.2%	41.8%	41.8%
记忆绵床垫	32.2%	39.9%	41.7%	41.9%	41.9%
记忆绵枕	26.9%	36.5%	40.3%	40.3%	40.3%
沙发	24.2%	28.3%	31.7%	32.3%	33.0%
电动床	30.1%	35.2%	35.8%	36.1%	36.9%
其他业务	42.7%	49.9%	43.2%	42.5%	42.9%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

5) 销售费用率预测：由于今年美国 MOR 并表，拉高销售费用率，但预计未来销售费用率将保持稳定，我们预计 2020-2022 年销售费用率为 20.1%/20.0%/20.0%。

6) 管理费用率预测：公司今年由于在建工程转固加大摊销，使今年管理费用率有所上升，但此后随着公司规模效应显现，预计未来管理费用率稳中有降，我们预计 2020-2022 年管理费用率为 6.3%/6.2%/6.1%。

7) 研发费用率预测：研发是公司持续提升核心竞争力的重要保障，今年由于美国 MOR 并表摊薄研发费用率，预计此后仍将维持较高水平。我们预计 2020-2022 年研发费用率为 1.9%/2.1%/2.3%。

5.2 投资建议及估值

我们按照市盈率相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值。我们选取均有床垫业务的敏华控股、喜临门、顾家家居以及出口家居企业乐歌股份、麒盛科技作为可比公司，2021 年可比公司估值中位数为 20.2 倍。由于梦百合内外销均展现出强劲发展态势，且 OBM 业务占比逐渐提升，我们给予梦百合 2021 年合理估值水平 20 倍，对应目标价 44.0 元，给予“买入”评级。

图表 81：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1999.HK	敏华控股	14.16	0.4	0.5	0.6	32.9	29.7	23.2
603008.SH	喜临门	17.28	0.9	1.1	1.4	19.4	15.4	12.7
603816.SH	顾家家居	74.06	2.1	2.6	3.1	35.2	28.3	23.7
300729.SZ	乐歌股份	46.95	1.6	2.3	3.1	29.9	20.2	15.0
603610.SH	麒盛科技	25.2	1.9	2.3	2.8	13.3	11.0	9.1
中位数						29.9	20.2	15.0
603313.S	梦百合	31.7	1.4	2.2	2.7	23.7	14.9	11.8

来源：Wind，国金证券研究所

6、风险提示

- 1、国内外疫情反复：疫情反复将影响需求与生产，影响公司预期收入；
- 2、原材料价格大幅上涨：原材料价格大幅上涨将使得公司成本端承压，影响毛利率水平；
- 3、存货大幅增加：公司 OBM 规模扩张后存货管控难度加大；
- 4、限售股解禁：公司 2021 年 5 月 31 日有 2560 万股限售股解禁，占总股本 6.89%。
- 5、人民币升值：由于公司目前出口业务占比较大，人民币升值将可能影响公司业绩。

附录

附录 1、财务对比分析

从营运能力来看，近年来公司存货周转率稳步提升，与同业相比，梦百合存货周转速度较快，2020 年第三季度公司存货周转率有所下降，主要系新并表公司美国 MOR 期末结存的商品增加。未来随着 MOR 经营与公司原有业务的整合协调，预期存货周转率将有所回升。应收账款周转近年来有所下降主要由于公司加大自主品牌经营，给渠道账期相对较长。应付账款议价能力与同业相近，净营业周期处在合理区间。

图表 82：营运能力对比

		2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
梦百合	存货周转率	5.1	5.6	6.0	6.0	4.2	2.8
	应收账款周转率	9.1	8.7	7.8	6.4	5.6	4.9
	应付账款周转率	9.0	9.4	8.1	6.9	5.7	3.7
	净营业周期	70.0	66.7	61.8	64.7	86.8	78.0
麒盛科技	存货周转率	2.6	3.9	3.6	6.2	5.8	2.9
	应收账款周转率	14.8	12.8	10.3	14.5	10.5	4.2
	应付账款周转率	2.9	4.3	3.9	6.8	6.0	3.0
	净营业周期	140.3	35.5	43.0	29.2	36.9	67.8
喜临门	存货周转率	3.8	3.3	3.2	3.5	3.1	2.0
	应收账款周转率	4.0	3.7	3.7	3.8	4.2	2.9
	应付账款周转率	3.0	3.0	3.1	3.2	2.9	2.1

	净营业周期	65.2	87.8	93.2	83.6	80.2	99.7
顾家家居	存货周转率	4.5	5.1	5.4	5.7	6.0	4.2
	应收账款周转率	18.5	17.1	17.3	13.5	11.4	7.7
	应付账款周转率	8.8	7.9	8.5	8.1	6.6	4.1
	净营业周期	59.3	46.6	45.4	45.0	37.8	33.9

来源：Wind，国金证券研究所

从杜邦分析的角度，公司总体盈利能力近年来有较大改善，主要系海内外自有品牌建设发力，全球产销布局带来盈利能力提升。具体来看，其杠杆率近年来有所提升，主要系近期美国和塞尔维亚工厂建设融资额增长，但与同业相比仍属正常水平。

图表 83：杜邦分析

		2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
梦百合	净资产收益率(%)	28.6%	17.4%	9.8%	11.0%	17.8%	13.4%
	资产周转率	1.6	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8
	权益乘数	1.5	1.3	1.3	1.7	1.9	2.2
	销售净利率(%)	11.9%	11.6%	6.7%	6.1%	9.8%	7.6%
麒盛科技	净资产收益率(%)	44.0%	13.7%	25.5%	38.0%	21.0%	6.6%
	资产周转率	5.0	3.7	2.2	1.7	1.3	1.2
	权益乘数	1.1	1.8	1.5	1.8	1.0	0.4
	销售净利率(%)	8.1%	2.1%	8.1%	12.2%	15.6%	12.1%
喜临门	净资产收益率(%)	15.3%	10.8%	11.1%	-17.6%	15.4%	6.6%
	资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.5
	权益乘数	2.1	2.0	2.0	2.4	2.6	2.4
	销售净利率(%)	11.3%	9.2%	8.9%	-10.4%	7.8%	5.2%
顾家家居	净资产收益率(%)	49.2%	25.7%	22.1%	22.8%	21.9%	15.8%
	资产周转率	1.7	1.3	1.1	1.1	1.0	0.7
	权益乘数	2.2	1.7	1.6	2.0	2.2	1.9
	销售净利率(%)	13.5%	12.0%	12.3%	10.8%	10.5%	11.8%

来源：Wind，国金证券研究所

附录 2、原材料价格对毛利率影响的敏感性分析

图表 84：毛利率敏感性分析

原材料价格变动幅度	-20%	-10%	-5%	5%	10%	20%	50%
聚醚	2.49%	1.24%	0.62%	-0.62%	-1.24%	-2.49%	-6.22%
TDI	1.12%	0.56%	0.28%	-0.28%	-0.56%	-1.12%	-2.81%
MDI	0.49%	0.25%	0.12%	-0.12%	-0.25%	-0.49%	-1.23%

来源：Wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,339	3,049	3,832	6,429	9,244	11,516
增长率		30.4%	25.6%	67.8%	43.8%	24.6%
主营业务成本	-1,648	-2,071	-2,310	-3,779	-5,377	-6,707
%销售收入	70.5%	67.9%	60.3%	58.8%	58.2%	58.2%
毛利	691	978	1,522	2,650	3,866	4,809
%销售收入	29.5%	32.1%	39.7%	41.2%	41.8%	41.8%
营业税金及附加	-14	-13	-21	-32	-52	-64
%销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
销售费用	-282	-401	-625	-1,292	-1,849	-2,303
%销售收入	12.1%	13.2%	16.3%	20.1%	20.0%	20.0%
管理费用	-198	-160	-225	-405	-573	-702
%销售收入	8.5%	5.3%	5.9%	6.3%	6.2%	6.1%
研发费用	0	-89	-101	-122	-194	-265
%销售收入	0.0%	2.9%	2.6%	1.9%	2.1%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	197	315	550	799	1,199	1,474
%销售收入	8.4%	10.3%	14.4%	12.4%	13.0%	12.8%
财务费用	-35	-4	-30	-142	-145	-141
%销售收入	1.5%	0.1%	0.8%	2.2%	1.6%	1.2%
资产减值损失	-9	-20	-39	40	0	0
公允价值变动收益	1	-28	15	21	0	0
投资收益	6	-32	-23	-15	0	0
%税前利润	3.2%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	184	242	496	728	1,106	1,386
营业利润率	7.9%	7.9%	12.9%	11.3%	12.0%	12.0%
营业外收支	-1	0	-3	-3	20	20
税前利润	183	242	493	725	1,126	1,406
利润率	7.8%	7.9%	12.9%	11.3%	12.2%	12.2%
所得税	-30	-45	-101	-143	-226	-283
所得税率	16.3%	18.6%	20.5%	19.7%	20.1%	20.1%
净利润	153	197	392	582	900	1,123
少数股东损益	-2	11	19	74	89	102
归属于母公司的净利润	156	186	374	508	811	1,021
净利率	6.7%	6.1%	9.8%	7.9%	8.8%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	153	197	392	582	900	1,123
少数股东损益	-2	11	19	74	89	102
非现金支出	58	79	109	148	194	201
非经营收益	33	59	41	-30	67	73
营运资金变动	-186	-160	-452	106	-324	-111
经营活动现金净流	59	175	90	805	837	1,287
资本开支	-190	-416	-780	-764	-330	-280
投资	148	-30	-111	-12	0	0
其他	10	-58	-48	-15	0	0
投资活动现金净流	-32	-504	-939	-791	-330	-280
股权募资	2	7	21	-10	0	0
债权募资	291	779	630	628	499	-57
其他	-303	-20	-76	-262	-410	-501
筹资活动现金净流	-10	766	576	356	89	-557
现金净流量	17	437	-273	371	596	450

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	617	1,061	811	1,181	1,777	2,227
应收款项	431	617	891	1,163	1,608	1,909
存货	326	368	742	1,139	1,326	1,562
其他流动资产	48	56	165	253	301	341
流动资产	1,421	2,102	2,608	3,736	5,012	6,039
%总资产	61.5%	62.3%	56.5%	58.0%	63.7%	67.1%
长期投资	108	162	200	193	193	193
固定资产	576	863	1,481	1,983	2,162	2,276
%总资产	25.0%	25.6%	32.1%	30.8%	27.5%	25.3%
无形资产	189	202	304	421	398	383
非流动资产	888	1,273	2,011	2,706	2,862	2,960
%总资产	38.5%	37.7%	43.5%	42.0%	36.3%	32.9%
资产总计	2,309	3,376	4,620	6,442	7,874	8,999
短期借款	398	676	1,300	1,573	2,123	2,092
应付款项	301	342	570	1,106	1,280	1,597
其他流动负债	41	94	148	435	617	767
流动负债	741	1,112	2,019	3,115	4,021	4,455
长期贷款	3	0	5	445	445	445
其他长期负债	20	378	193	110	60	36
负债	764	1,491	2,216	3,670	4,526	4,936
普通股股东权益	1,531	1,855	2,334	2,629	3,116	3,728
其中：股本	240	240	334	372	372	372
未分配利润	320	486	729	1,034	1,520	2,133
少数股东权益	14	31	70	143	233	335
负债股东权益合计	2,309	3,376	4,620	6,442	7,874	8,999

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.649	0.775	1.120	1.368	2.181	2.747
每股净资产	6.380	7.727	6.997	7.073	8.381	10.029
每股经营现金净流	0.245	0.729	0.271	2.167	2.250	3.462
每股股利	0.000	0.400	0.000	0.547	0.872	1.099
回报率						
净资产收益率	10.18%	10.03%	16.01%	19.34%	26.02%	27.39%
总资产收益率	6.75%	5.51%	8.09%	7.89%	10.30%	11.35%
投入资本收益率	8.45%	8.77%	11.23%	13.22%	16.15%	17.87%
增长率						
主营业务收入增长率	35.74%	30.39%	25.65%	67.80%	43.77%	24.58%
EBIT增长率	-13.03%	60.42%	74.42%	45.21%	50.09%	22.93%
净利润增长率	-22.23%	19.39%	100.82%	36.07%	59.44%	25.95%
总资产增长率	16.11%	46.22%	36.85%	39.45%	22.23%	14.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.0	57.1	64.7	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	60.9	61.1	87.7	110.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	45.2	52.6	64.4	100.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	78.4	86.9	104.0	79.1	58.2	48.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.97%	-1.20%	27.89%	30.61%	22.50%	6.07%
EBIT利息保障倍数	5.6	90.0	18.5	5.6	8.2	10.5
资产负债率	33.08%	44.16%	47.97%	56.96%	57.48%	54.85%

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	3	11	11	19
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.15	1.15	1.00

来源：朝阳永续

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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