

梦百合(603313)

报告日期: 2021年2月4日

深度报告

行业公司研究—轻工制造行业—

证券研究报告

内销市场发力，海外格局重塑产能布局占先机

——梦百合系列报告之二

✍ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✍ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
☎ 联系人: 傅嘉成、姜文镗
✉ : mali@stocke.com.cn

报告导读

梦百合是我国记忆棉床垫细分赛道龙头，短期来看，公司引入大批实力经销商，内销市场渠道扩张加速，海外 ODM 业务受益于格局集中增长有望超预期，中长期来看伴随公司自主品牌“MLily”进入发力期，公司将升级为“ODM+OBM”的综合软体家居龙头。

投资要点

国内:

梦百合发力内销市场。1) 公司开启高速扩张模式，招聘了一批实力强劲的经销商，并加强对经销商价值观及执行能力的管理。预计将于今年年中突破千店，21 年底梦百合门店数有望实现 1300~1500 家左右。2) 公司通过零压房打造品牌标签，联手 OTA 平台提升酒店渠道效率。3) 公司与海尔、华与华、春雨医生等公司展开合作，积极开展市场教育，提升品牌形象。

海外:

反倾销落地形成较大产能缺口，海外布局助力公司承接淘汰产能订单。近年来随着美国记忆棉床垫市场规模的扩张，进口记忆棉床垫占床垫进口总额比例高达 27%。二轮反倾销落地，行业面临新一轮产能转移难题。去年 1-11 月，二轮反倾销地区对美国出口床垫金额合计达 9.96 亿美元（总进口额 11.4 亿，占比 87%），除去印尼、塞尔维亚低税率地区，大约涉及 6.48 亿美金（占记忆棉床垫进口总额的 57%）/700 万张床垫的供给端缺口。梦百合通过海外产能调整及布局占据先发优势。海外五大工厂累计产能可达 50 亿元，其中美东、美西、西班牙工厂不涉及反倾销处罚，当前正处于产能爬坡阶段。

整合海外渠道资源，助力公司海外市场 OBM 转型。公司先后收购西班牙思梦、美国 MOR 两家本土优质家具零售商，同时积极布局跨境电商，提升自主品牌在欧美市场的影响力。海外市场自有品牌转型也将大幅提升品牌国内市场影响力。

电动床蓝海市场具成长潜力，积极开拓客户打造新增长极。公司持续加码电动床投入（泰国基地产能释放+新客户开拓），利用渠道协同优势及价格策略迅速扩张，我们预计 20 年公司电动床销量将突破 45 万张，21 年有望实现 70 万张。

盈利预测及估值

考虑 MOR 的并表，我们预计公司 2020-2022 年实现收入 66.11、93.03 和 113.22 亿元，同比增长 72.54%、40.71%和 21.70%；归母净利润 5.01、8.01 和 10.09 亿元，同比增长 34.13%、59.89%和 25.84%。对应 PE 为 34.48X/21.56X/17.14X。考虑到公司海外产能布局、零售渠道整合和国内零售业务高速发展，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动、市场竞争加剧、对外贸易环境持续恶化、疫情反复波动。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥46.07

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.55
2Q/2020 0.22
1Q/2020 0.26
4Q/2019 0.35



公司简介

公司是记忆棉床垫、枕头赛道龙头，以 ODM 业务为主，近年来自主品牌逐渐发力，并延伸电动床等新品类。

相关报告

报告撰写人: 马莉、史凡可
联系人: 傅嘉成、姜文镗

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3831.59	6611.09	9302.57	11321.65
(+/-)	25.65%	72.54%	40.71%	21.70%
净利润	373.68	501.22	801.42	1008.52
(+/-)	100.82%	34.13%	59.89%	25.84%
每股收益(元)	1.12	1.34	2.14	2.69
P/E	46.25	34.48	21.56	17.14

正文目录

1. 梦百合发力内销市场，实力经销商加盟加速渠道扩张	5
1.1. 启动高速开店模式，价格体系稳定营造良好经销环境	5
1.2. 零压房打造品牌标签，联手 OTA 酒店渠道效率提升	6
2. 二轮反倾销落地海外格局重塑，产能扩张市占率有望提升	7
2.1. 反倾销淘汰大量对美产能，梦百合海外产能扩张承接溢出订单	7
2.2. 整合优质零售渠道商，助力海外 OBM 转型	10
2.3. 智能电动床：蓝海市场具成长潜力，积极开拓客户打造新增长极	12
3. 采购全球化+成本加成定价平抑原材料价格波动风险	13
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 核心假设	15
4.2. 估值分析与投资评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 梦百合门店数量	5
图 2: 2014 年及 2019 年床垫行业公司门店数量对比情况	5
图 3: 梦百合旗舰店宣传内容展示	5
图 4: 淘宝旗舰店预约到店体验	5
图 5: 梦百合零压房展示	6
图 6: 梦百合酒店零压生活馆	6
图 7: 携程酒店筛选增加零压助眠房选项	7
图 8: 梦百合与携程签约仪式现场	7
图 10: 美国记忆棉床垫进口金额及占比情况	8
图 11: 美国记忆棉床垫进口分地区占比情况	8
图 12: 英超曼联官方全球床垫及枕头合作伙伴	11
图 13: Mor Furniture 线下门店地区布局	12
图 14: Mor Furniture 线上店铺首页	12
图 15: 预计全球智能电动床增长情况	12
图 16: 美国智能电动床市场规模和增速	12
图 17: 梦百合智能电动床产品示意图	13
图 18: 公司成本结构图（2018 年）	14
图 19: 聚醚和 TDI 价格走势	14
图 20: TDI 2016-2017 年设备关停、检修情况	14
图 21: 聚合 MDI 和外盘 MDI 价格走势	14
图 22: 年国内 TDI 产能一览	15
图 23: 国内 TDI 下游需求结构	15

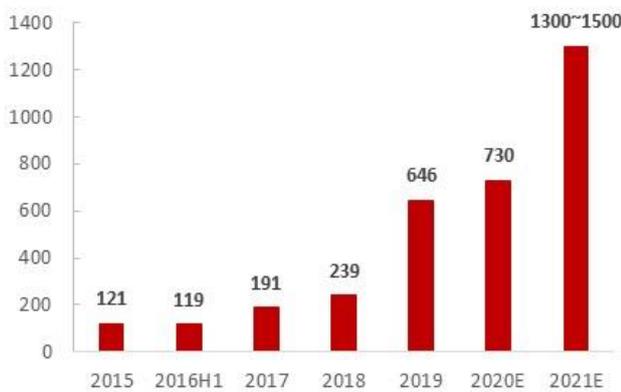
图 24: 未来国内 MDI 产能投放一览	15
图 25: 2017 年国内 MDI 下游需求结构	15
表 1: 梦百合线上渠道销售一览	6
表 2: 美国第一轮及第二轮反倾销税率情况	8
表 3: 反倾销各国对美国记忆棉床垫出口金额(万美金)情况	9
表 4: 反倾销各国对美国记忆棉床垫出口数量情况	9
表 5: 反倾销外其余出口国记忆棉出口金额占比情况	10
表 6: 公司线下门店拆分一览	10
表 7: 海外自主品牌模式下重要合作经销商	11
表 8: 海外零售渠道布局	11
表 9: 同行企业销售情况	13
表 10: 梦百合智能电动床销售情况	13
表 11: 原材料价格波动对毛利率的影响	15
表 12: 公司细分业务盈利预测	17
表 13: 公司国内业务详细预测	17
表 14: 同行估值对比(2021 年 2 月 4 日数据)	17
表附录: 三大报表预测值	20

1. 梦百合发力内销市场，实力经销商加盟加速渠道扩张

1.1. 启动高速开店模式，价格体系稳定营造良好经销环境

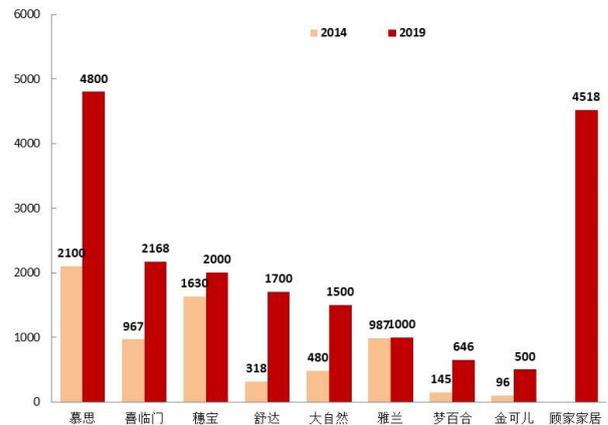
厚积而薄发，梦百合启动高速开店模式。梦百合早在 08 年就进入了国内市场，但由于市场教育等原因，渠道铺设缓慢，门店数量显著低于竞争对手。18 年 7 月公司聘请了王震为执行副总裁，负责内销。同时，梦百合加强对经销商价值观及执行能力的管理，通过省代等职位，在郑州、云贵、西安、重庆等多地区招聘了一批实力强劲的经销商，开启狼性扩张模式。预计将于今年年中突破千店，21 年底梦百合门店数有望实现 1300~1500 家左右。

图 1：梦百合门店数量



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图 2：2014 年及 2019 年床垫行业公司门店数量对比情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

线上渠道赋能线下，经销商和公司利益统一。公司价格体系稳定，为经销商营造健康的经营环境。公司线上平台更多定位于线下经销商门店的展示平台：网络订单会根据消费者所在地转给相应区域的经销商门店，由线下门店提供后续的配送、服务和成交。同时，公司线上推出预约到店礼和成交享好礼等活动，鼓励消费者进行预约到店服务。并且严格执行线上线下同款同价，不会明显分流线下客源。

图 3：梦百合旗舰店宣传内容展示



资料来源：淘宝，浙商证券研究所

图 4：淘宝旗舰店预约到店体验



资料来源：淘宝，浙商证券研究所

表 1: 梦百合线上渠道销售一览

	2013	2014	2015	2016H1	2017	2018	2019
线上销售	1.69	16.31	45.67	16.03	111.62	262.55	184.27
yoy	/	863.20%	180.08%	/	/	135.22%	-29.82%
中国大陆	79.75	96.98	174.08	95.33	419.86	514.74	704.24
yoy	102.31%	21.61%	79.50%	/	/	90.22%	36.81%
占比	2.12%	16.81%	26.23%	16.81%	26.59%	51.01%	26.17%

资料来源: Wind, 招股说明书, 浙商证券研究所

1.2. 零压房打造品牌标签, 联手 OTA 酒店渠道效率提升

“零压房”强化入住体验, 卖点鲜明打造品牌标签。2017 年公司设立恒旅网络开拓酒店渠道, 2019 年恒旅实现收入约 5000 万元。当前公司合作酒店近 3000 家, 房间总数超过 40 万间, 公司计划三年内合作酒店突破两万家, 酒店渠道有望成为公司内销收入增长的重要驱动力之一。

图 5: 梦百合零压房展示



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 6: 梦百合酒店零压生活馆



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

联手 OTA 平台, 酒店渠道效率大幅提升。公司与携程、美团等 OTA 平台建立战略合作关系, 通过大数据更加有效的展开与酒店的“零压房”合作。同时, 互联网平台也将大大提升“零压房”的曝光率, 大幅提升酒店渠道效率。2019 年中国连锁酒店品牌规模 TOP10 排行榜中如家、汉庭、7 天、维也纳等 8 家酒店均与梦百合建立合作关系。温德姆、锦江、首旅、华住等酒店行业龙头公司下属酒店品牌众多, 未来合作空间巨大, 确定性较高。

图 7: 携程酒店筛选增加零压助眠房选项



资料来源: 携程, 浙商证券研究所

图 8: 梦百合与携程签约仪式现场



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2. 二轮反倾销落地海外格局重塑, 产能扩张市占率有望提升

2.1. 反倾销淘汰大量对美产能, 梦百合海外产能扩张承接溢出订单

东南亚地区大量对美出口产能面临淘汰。2020年10月28日,美国国际贸易委员会(ITC)公布对柬埔寨(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%)和越南(190.79-989.90%)等7国的进口床垫反倾销税调查的初步裁定。ITC终裁时间更新为2021年4月26日,执行命令时间更新为2021年5月3日。其中,泰国、柬埔寨和越南的反倾销税率均超过190%,多地区、多企业的对美出口产能直接面临淘汰。

表 2: 美国第一轮及第二轮反倾销税率情况

案件进程	时间	国家	企业	裁定税率	
第一轮反倾销	立案调查	2018年10月10日	中对美出口床垫企业		
			梦百合	38.56%	
	初裁落地	2019年5月29日	中国	际诺思(厦门)	84.64%
				敏华控股	74.65%
				达特中国	74.65%
				梦倍家居	74.65%
				乐美家居	74.65%
				其它单独税率公司	74.65%
				剩余所有	1731.75%
				梦百合	57.03%
				际诺思	192.04%
				敏华控股	162.76%
	终裁落地	2019年10月18日	中国	达特中国	162.76%
				梦倍家居	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年3月31日	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)		
			柬埔寨	Best Mattresses International Company Limited	252.74%
	初裁落地	2020年10月28日	印度尼西亚	其他出口商及制造商	252.74%
				PT Zinus Global Indonesia	2.61%
				其他出口商及制造商	2.61%
				Delandis Furniture (M) Sdn. Bhd	42.92%
				Far East Foam Ind. Sdn. Bhd	42.92%
				Vision Foam Ind. Sdn Bhd	42.92%
				其他出口商及制造商	42.92%
				Healthcare Eurpo DOO Ruma	13.65%
				其他出口商及制造商	13.65%
				Nisco (Thailand) Co., Ltd	763.28%
	终裁落地	2021年3月前后	越南	Saffron Living Co.	763.28%
				其他出口商及制造商	572.56%
				BRN Yatak Baza Ev Tekstil Insaat	20.03%
				Sanayi Ticaret A.S.	20.03%
				其他出口商及制造商	20.03%
	终裁落地	2021年3月前后	土耳其	Wanek Furniture Co.,Ltd./Millennium	190.79%
				Furniture Co., Ltd/Comfort Bedding Company Limited	190.79%
				Vietnam Glory Home Furnishings Co., Ltd	989.90%
				Separate Rate	190.79%
				Vietnam -Wide Entity	989.90%

资料来源: USITC, 浙商证券研究所

需求端稳定向好, 供给端面临产能二次转移。近年来, 美国记忆棉床垫进口总额及其床垫进口占比不断提升。截至 20 年 11 月, 美国当年记忆棉床垫进口金额为 11.4 亿美金, 占比高达 27%, 15-19 年 CAGR 为 24%。分地区来看, 中国及七个第二轮反倾销国家承担了绝大部分美国记忆棉床垫进口市场, 占比高达 87%。在 2018 年首轮反倾销之前, 中国是美国记忆棉床垫的主力供应国, 且供应占比持续提升, 实现了 86% 的顶峰, 而在首轮反倾销之后, 该比例出现断崖式下滑。与此同时, 产能迅速转移至东南亚地区, 截至去年 11 月, 反倾销 7 国进口贡献比例高达 87%。随着二轮反倾销的落地, 产能将进行二次转移。

图 9: 美国记忆棉床垫进口金额及占比情况



图 10: 美国记忆棉床垫进口分地区占比情况



资料来源: USITC, 浙商证券研究所

资料来源: USITC, 浙商证券研究所

供给端收缩, 产能缺口较大。根据 ITC 统计, 2019 年/2020 年 1-11 月柬埔寨、印尼、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其、越南对美国出口床垫合计金额为 5.18/9.96 亿美元 (18 年仅 755 万美元), 对应 535/1084 万张床垫。刨除课税相对较低、影响可控的印尼、塞尔维亚两地区, 今年的产能缺口: 大约占记忆棉床垫进口总额的 57%, 对应 6.48 亿美金/700 万张床垫的供给端收缩。21 年对美出口床垫产能供给端的缩减不可避免。

表 3: 反倾销各国对美国记忆棉床垫出口金额 (万美金) 情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020.1-11
China	27316.12	35779.29	64874.69	76405.37	24590.27	275.28
Serbia	0.00	0.00	0.00	21.40	3077.70	5194.88
Thailand	4.81	9.23	5.95	5.70	3742.37	8371.43
Turkey	31.78	50.42	6.48	9.59	1953.39	7395.42
Vietnam	26.28	73.93	111.62	204.10	22259.49	30763.39
Malaysia	4.44	3.32	3.33	14.21	8277.22	16184.93
Indonesia	9.22	11.34	20.54	485.23	10808.72	29600.94
Cambodia	0.00	3.18	18.69	14.63	1654.61	2125.92
二轮反倾销地区 total	76.53	151.42	166.61	754.87	51773.50	99636.92
刨除塞尔维亚、印尼地区 total						64841.09

资料来源: USITC, 浙商证券研究所

表 4: 反倾销各国对美国记忆棉床垫出口数量情况

	2018	2019	2020.1-11
China	7,485,489	2,597,358	94,139
Serbia	1,932	352,734	581,761
Thailand	420	394,591	842,241
Turkey	581	241,673	936,023
Vietnam	30,872	2,146,489	3,291,564
Malaysia	3,418	889,275	1,709,426
Indonesia	56,046	1,133,446	3,167,053
Cambodia	3,413	196,467	308,385
二轮反倾销地区 total	96,682	5,354,675	10,836,453
刨除塞尔维亚、印尼地区 total	38,704	3,868,495	7,087,639

资料来源: USITC, 浙商证券研究所

其余出口国订单承受能力有限。从第一轮反倾销后的产能转移情况来看, 中国 86% 的产能输出基本全部由东南亚地区各国接收。除去第二轮反倾销各国之外的生产国出口占比并未出现明显波动。且受疫情影响, 其余出口国生产并未完全恢复, 订单承接能力相对受限。

表 5: 反倾销外其余出口国记忆棉出口金额占比情况

	2018	2019	2020.1-11
Mexico	8.7%	9.4%	5.6%
Taiwan	0.1%	1.2%	2.2%
Canada	1.2%	1.1%	0.8%
Poland	1.0%	0.8%	0.5%
Italy	0.6%	0.7%	1.4%
Philippines	0.0%	0.4%	0.5%
United Kingdom	0.3%	0.3%	0.3%
Czech Republic	0.1%	0.2%	0.5%
Germany	0.2%	0.1%	0.1%
Sri Lanka	0.1%	0.1%	0.0%
Slovenia	0.0%	0.1%	0.4%
Hong Kong	0.4%	0.1%	0.0%
合计	12.7%	14.4%	12.3%

资料来源: USITC, 浙商证券研究所

梦百合海外产能持续扩张, 助力公司承接东南亚淘汰产能订单。公司持续推进在美国东岸、西岸以及西班牙工厂的产能扩建节奏(不受反倾销影响)。同时梦百合在塞尔维亚的工厂仅面对 13.6% 的反倾销税, 通过和下游客户的协商, 公司仅承担约 5% 左右的反倾销税, 影响相对有限。我们认为, 反倾销落地后, 公司的产能布局策略及投产效率有望带来更多的客户订单, 公司 ODM 外销业务的高景气增长有望持续。

表 6: 公司线下门店拆分一览

公司	海外工厂	投产时间	产能	获取方式	
梦百合	塞尔维亚一期	2018年10月	年化产能达到5000万欧元	自建	
	塞尔维亚二期	2019年10月	产能增加至850万欧元/月	自建	
	塞尔维亚三期	2020年4月	产能增加至1100万欧元/月, 年化产能达到8-10亿人民币	自建	
	西班牙		2017年10月	年产能2000万欧元, 对应1.6亿人民币	收购
			2020年9月	年底达产后产值接近8-10亿人民币	自建
	美国东岸	2019年12月	20年4月满产, 年产能5000万美金(约60万张), 目前正在扩建, 未来达到100万张, 收购后改扩建对应产值约8-10亿人民币。		
	美国西岸	2021年2月	21年底满产, 对应产能约8-10亿	建厂	
泰国	20年初租用厂房投产	20年4月满产, 产能改为做电动床、沙发床等, 设计产能8-10亿。	租用+自建		

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 浙商证券研究所

2.2. 整合优质零售渠道商, 助力海外 OBM 转型

多年代工积累制造经验及海外渠道资源, 自建销售平台+经销商合作并进。(1) 公司多年 ODM 在美国、西班牙、塞尔维亚和法国等地均设有子公司, 并作为自主销售平台推广

MLily 自主品牌销售。(2) 采取经销模式，在目标市场选择授权经销商并签署协议，负责各区域内的品牌推广和产品销售，目前已经覆盖美国、日本、英国、爱尔兰、澳大利亚和新西兰多个国家。(3) 参展&冠名，公司积极参加拉斯维加斯家具展等国际知名展会，拓展零售业务合作机会，并于 2016 年成为英超曼联全球官方合作伙伴，提升自主品牌影响力。

表 7: 海外自主品牌模式下重要合作经销商

国家	授权区域	经销商名称
美国	南部诸州	PURE MATTRESS
	东部三大洲	PRICE 3 SALES
	田纳西、肯德基州	INFINITY MATTRESS
	东南部四大洲	WINWALKER DISTRIBUTORS
	科罗拉多州	AMERICAN MATTRESS WAREHOUSE
日本	日本境内	SHINYOU TRADING CO.,LTD
英国、爱尔兰	英国及爱尔兰境内	YOUR CHINA LTD
澳大利亚 新西兰	澳大利亚及 新西兰境内	GRAND VIEW INTERNATIONAL PYT LTD

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11: 英超曼联官方全球床垫及枕头合作伙伴



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

创新模式：收购/合作优质海外零售商发挥本土优势，打通主流市场渠道。2017 至 2020 年公司先后收购西班牙思梦、美国 MOR 两家本土优质家具零售商，并取得德国家具零售商 MC 的合作整合供应链，借助其销售渠道进一步提升梦百合自主品牌“MLily”在欧美家具零售市场的销售额及品牌影响力：

(1) 收购西班牙思梦整合效应明显：17 年 1 月公司收购西班牙著名床垫零售商思梦，帮助其提升效益的同时积极注入自有品牌“MLily”，2019 年、2020H1 西班牙思梦实现营收 2.45 亿元 (+20%)、1.3 亿 (+15%)。

(2) 收购 MOR 多方位协同：19 年 12 月公司公告拟以 4646.6 万美元收购美国知名连锁家具零售商 MOR (全美排名第 32 位) 85% 股权 (对应 18 年静态 PE 约 29X)，于 20 年 2 月 26 日完成交割开始并表。MOR 业务覆盖西海岸 7 大洲、旗下拥有 38 家零售门店，2018 年 Mor 实现营收 21.12 亿元 (+1%)、利润 993 万元，2020H1 实现营收 4.46 亿元 (-56%)、亏损 1989 万元，主要受到疫情拖累。本次收购给公司带来不菲增量，但更重要的通过本次收购后，公司可在 MOR 渠道中大力推进自主品牌在美国西海岸的销售，同时将部分 ODM 客户的其他产品品牌 (如沙发等) 引进 MOR 的销售渠道形成战略合作。

(3) 合作德国 Matratzen Concord 打开德国市场：MC 是德国最大的床垫经销商之一，在德国、奥地利和瑞士三国拥有 849 多家商店，公司与 MC 从 19 年底开始开展合作，借力其零售渠道加速公司自有品牌在欧洲市场的布局。

未来公司将继续复制“西班牙思梦模式”，挖掘海外优质零售商资源整合机会，将自主品牌推向全球范围内的主流消费市场。

表 8: 海外零售渠道布局

收购标的	收购时间	收购金额	收购比例	营业收入(亿元人民币)			净利润(万元人民币)			销售覆盖区域	备注
				2018	2019H1	2020H1	2018	2019H1	2020H1		
西班牙恩梦 (Mattresses dreams)	2017.1	9325万元	70%	2.04 (+68%)	1.13 (+22%)	1.3 (+15%)	1436.93 (+79%)	1059 (+75%)	1789.66 (+69%)	欧洲及附近地区	床垫及家具生产商、零售商
美国Mor Furniture	2019.12	4646.6万美元	85%	21.12 (+1%)	10.14	4.46 (-56%)	1310 (+376%)	1035.22	-1988.66	美国西海岸 跨越7个州、11个区域	西海岸为总部的家具综合零售商, 不进行生产, 仅从供应商采购并销售。截至18H1, 在美国拥有35家门店以及3家折扣店, 员工超800人。

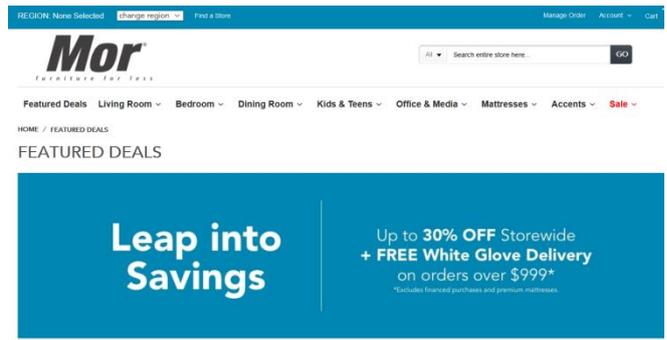
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 12: Mor Furniture 线下门店地区布局



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 13: Mor Furniture 线上店铺首页

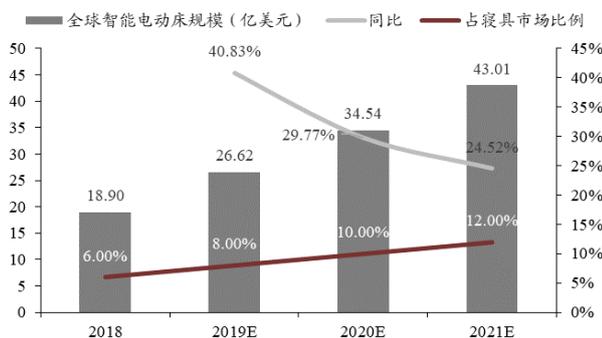


资料来源: Mor 公司官网, 浙商证券研究所

2.3. 智能电动床: 蓝海市场具成长潜力, 积极开拓客户打造新增长极

智能电动床顺应消费升级高速发展, 且与床垫搭配销售更具优势。2019 年全球智能家居行业规模超 350 亿美元, 16-19 年间 CAGR 为 14%, 整体保持较高速的稳健增长。其中, 主要作为对传统床替代的智能电动床, 2018 年全球市场规模为 18.9 亿美元, 并将有望在 21 年达 43 亿美元, CAGR 高达 31.5%, 市场增长潜力较大。美国作为最大的电动床消费市场, 2018 年销量达 324 万张, 同比增长 53%, 渗透率达 13.74% (较 17 年上升 3.14pct)。在技术进步和健康需求的双重推动下, 预计未来渗透率仍有较高提升空间。同时, 在美国等发达国家, 智能电动床的消费场景多在床垫门店中, 因此由床垫延伸至智能床品类较为顺畅。

图 14: 预计全球智能电动床增长情况



资料来源: Statista、公司公告, 浙商证券研究所

图 15: 美国智能电动床市场规模和增速



资料来源: ISPA、公司公告, 浙商证券研究所

表 9: 同行企业销售情况

公司名称	主营业务规模及占比	业务模式	销售渠道
梦百合	智能电动床 4.02亿元 (10.5%) 床垫、枕头 25.81亿元 (67.35%) 沙发 2.57亿元 (6.7%)	生产-销售一体化	床垫零售渠道 直接面对终端消费者 网络销售
麒盛科技	智能电动床 22.56亿元 (89.15%) 床垫 1.02亿元 (4.02%) 配件及其他 1.13亿元 (4.47%)	ODM为主	床垫厂商合作 线下家具零售商 网络销售 其他
礼恩派	床品 22.33亿美元 (47%) 地板&纺织品 8.08亿美元 (17%) 家用和工作家具 6.65亿美元 (14%) 其他 10.46亿元 (22%)	智能电动床 部分ODM	床垫零售渠道 直接面对终端消费者 第三方电商
幻知曲	健康科技睡眠系统 乳胶床垫等	生产-销售一体化	零售渠道 网络销售

资料来源: Wind、公司公告, 官网, 浙商证券研究所

多重优势助力公司智能电动床业务扩张, 有望成为盈利新驱动力。17-19年公司智能电动床收入由1.36亿元增长至4.02亿元(CAGR达71.89%), 19年销量达到25.05万张、单价1606元/张; 20年公司持续加码电动床投入(泰国基地产能释放+新客户开拓), 上半年电动床收入达2.58亿元(同比增长99.15%), 增长靓丽, 我们预计20年有望突破45万张销量, 21年有望突破70万张。在附加值和技术壁垒双高的智能电动床领域, 公司具有较大的发展优势: (1) **技术和研发**: 首先, 床垫和智能床的研发过程中具有共通点, 公司自主设备行业领先。其次, 公司16年完成“绵眠科技”的投资, 加快传感和人工智能等技术的发展; 同时, 18年可转债募投“功能家具研发及产业化”项目预计在20年6月可投入使用, 其将有助于公司智能化单品的延伸; (2) **渠道优势**: 目前智能电动床主要通过床垫企业进行销售。除了不断开拓的床垫合作客户, 公司在境外的自有销售平台和零售布局将有利于其在销售床垫的过程中, 将智能床推向多网点试销; (3) **生产销售的一体化和产品销售的协同性**: 智能电动床分为床架和床垫两部分, 业内龙头多以ODM业务模式为主, 其生产销售的床架主要贴牌下游的床垫企业, 而公司配置自产自销的0压床垫将有利于自有品牌的进一步推广, 同时促进床垫和智能床的双销售; (4) **产能和成本方面**: 目前公司生产电动床产品的基地由国内转移到泰国, 年产能达60万张, 20年下半年可扩产至120万张, 同时境外生产可避免关税影响, 增大毛利空间。由于目前公司智能床销售基数仍较小, 预计19-20年将继续维持高速增长。

表 10: 梦百合智能电动床销售情况

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020H1
销售收入	136.19	231.59	402.38	257.69
YOY		70.05%	73.75%	99.15%
占收入比例	5.82%	7.64%	10.50%	10.85%
毛利率	28.68%	30.13%	35.16%	33.45%
产量(万件)	8.19	15.45	33.17	
销量(万件)	8.12	15.02	25.05	
单价(元/件)	1677.25	1541.88	1606.31	

资料来源: 公司公告, 官网, 浙商证券研究所

图 16: 梦百合智能电动床产品示意图



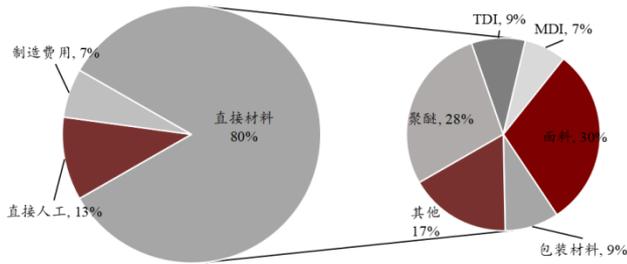
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3. 采购全球化+成本加成定价平抑原材料价格波动风险

原料价格攀升拖累16-17年盈利表现, 19年已陆续修复。公司原材料成本占比达80%, 以聚醚、MDI、TDI为主的化工原料占总成本的40%以上, 其中聚醚和面料价格相对稳定。

16年产能出清叠加国内外资厂商调配 TDI 出口增加,国内 TDI 供给真空,同时 MDI 受万华化学、巴斯夫、科思创、陶氏杜邦、亨斯曼等巨头联合垄断生产或有控量保价需求,导致 MDI、TDI 价格自 16Q4 开始持续大幅上涨,拖累 16-17 年毛利率下滑至 29.54%,18-19 年伴随供需格局修复、原料价格高位下滑,公司毛利率水平逐渐恢复,18 年和 19 年分别修复至 32.08%、39.72%。

图 17: 公司成本结构图(2018 年)



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 18: 聚醚和 TDI 价格走势



资料来源:Wind,浙商证券研究所

图 19: TDI 2016-2017 年设备关停、检修情况

时间	停产情况
2015年10月	国内北方化学葫芦岛5万吨/年装置永久关停
2016Q1	日本三井大牟田TDI装置因为降温故障停产
2016Q2	欧洲巴斯夫新投产30万吨/年延迟 日本鹿岛MCNS11.7万吨/年装置永久关停 法国康睿12.5万吨/年产能关停
2016Q3	欧洲科思创硝酸供应出现生产问题,多尔马根工厂停止供应 德国巴斯夫路德维希港停止供应 法国Vencorex关停12.6万吨/年装置 韩国韩华15万吨/年TDI装置停车检修、韩国巴斯夫、中国沧州大化检修确定
2017H2	日本MCNS工厂出现生产问题导致减产约5000吨 美国科思创20万吨/年装置受飓风“哈维”

资料来源:Wind,浙商证券研究所

图 20: 聚合 MDI 和外盘 MDI 价格走势



资料来源:卓创资讯,浙商证券研究所

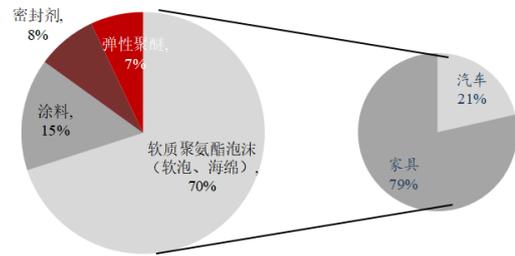
采购全球化+产品成本加成,原材料波动影响相对有限。原材料方面,海外 MDI、TDI 产能即将进入密集检修期,上半年供给端的产能调整将推动原材料价格一定程度的上涨。根据百川盈孚,Sadara40 万吨 MDI 产能检修重启时间待定,欧洲亨斯迈 47 万吨 MDI 产能预计 3 月开始检修,巴斯夫 30 万吨 TDI 产能同样预计在 3 月开始检修。近年来,随着公司全球化产能布局,使得公司原材料采购更加灵活化,海外工厂可以通过采购价格相对稳定的外盘原材料,规避国内原材料价格波动风险。同时,公司产品定价为成本加成,通过提价可以有有效的转移原材料波动带来的影响。

图 21: 年国内 TDI 产能一览

公司名称	产能 (万吨)	所处区域	隶属集团
万华化学	30	山东烟台	万华化学
上海科思创	25	上海漕泾	拜耳
上海巴斯夫	16	上海漕泾	巴斯夫
沧州大化	15	河北沧州	中国化工集团
甘肃银光	10	甘肃白银市	中国兵器工业集团
福化工贸	10	福建福州市	福建石化
烟台巨力	8	山东莱阳	烟台巨力精细化工
新疆河山巨力	15	新疆河山	烟台巨力精细化工
葫芦岛连石化	5	辽宁省葫芦岛	葫芦岛宏跃集团
总和	134		
2019年供给端	134		
2019年需求端	84		

资料来源: Everchem, 浙商证券研究所

图 22: 国内 TDI 下游需求结构



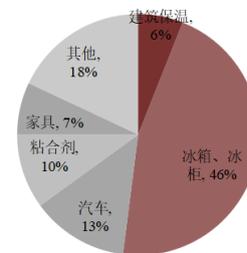
资料来源: Everchem, 浙商证券研究所

图 23: 未来国内 MDI 产能投放一览

公司名称	产能 (万吨)	所处区域	隶属集团
万华宁波	30	宁波	万华化学
万华烟台	50	烟台	万华化学
上海科思创	10	上海漕泾	科思创
福建康奈尔	40	福建	万华化学

资料来源: 前瞻经济学人, 浙商证券研究所

图 24: 2017 年国内 MDI 下游需求结构



资料来源: 立鼎产业研究, 浙商证券研究所

表 11: 原材料价格波动对毛利率的影响

	毛利率敏感性分析					
	原材料价格变动范围					
	-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%
MDI	4%	3%	1%	-1%	-2%	-3%
TDI	10%	6%	3%	-3%	-6%	-9%
聚醚	13%	9%	5%	-4%	-8%	-13%
面料	17%	11%	6%	-5%	-10%	-15%

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

注: 以 2018 年数据为基础进行的毛利率波动预测

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

(1) **内生海外业务:** 我们预计在反倾销及贸易战关税影响下, 中小型出口床垫企业逐步出清导致海外产能缺口较大, 行业集中度有望提升, 公司海外产能的合理布局占据先发优势, 且公司西班牙、美国等地区产能的逐步释放形成区域优势, 20-21 年海外收入尤其是美国区业务将保持高速增长。预计海外业务总体收入 2020-2022 年同比 +35.00%、+47.44%和+22.63%至 41.67 亿、61.44 亿和 75.34 亿元。同时随着规模效应

增强和成本端持续优化，及海外 OBM 业务转型的推进，未来三年毛利率有望维持在较高水平。

(2) 国内业务: 伴随多地区经销商的加盟，线下门店加速布局持续放量，预计 21 年年底门店数可达 **1300~1500 家左右**，我们假设公司门店 20-22 年分别为 730 家、1300 家和 1800 家。同时，单门店收入也有望随着内销业务的推展持续增长。酒店渠道 20 年受疫情影响冲击较大，21 年有望快速恢复。渠道推广效率有望大幅提升，未来两年合作酒店数量有望突破万家，预计 20-22 年收入同比增长 16.24%、53.73%和 40.62%至 8.19 亿、12.58 亿和 17.70 亿元。线上渠道以赋能经销商为主，我们假设 21-22 年维持 5% 的收入增速。其他渠道假设保持现有趋势不变。

(3) MOR 并表: 20H1 受海外疫情拖累，MOR 营收下滑 56%，我们保守判断 20-22 年 MOR 陆续恢复至 18 年水平（20+亿），**预计 20-22 年分别并表收入 16.5 亿、19 亿、22 亿**，随着海外经济生产的恢复，公司业绩也有望实现扭亏。

表 12: 公司细分业务盈利预测

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	1723.03	2338.80	3049.47	3831.59	6611.09	9302.57	11321.65
YoY	25.11%	35.74%	30.39%	25.65%	72.54%	40.71%	21.70%
MOR 并表					1650.00	1900.00	2200.00
YoY						15.15%	15.79%
毛利率					45.00%	45.00%	45.00%
按地区分类							
国外	1448.83	1911.75	2517.27	3086.90	4142.51	6144.13	7352.05
YoY	20.60%	31.95%	31.67%	22.63%	34.20%	48.32%	19.66%
毛利率	31.68%	26.47%	29.77%	38.59%	39.42%	39.76%	40.13%
美国	849.97	1221.28	1500.34	1921.19	2753.41	4367.52	5290.56
YoY	29.00%	43.69%	22.85%	28.05%	43.32%	58.62%	21.13%
毛利率	31.00%	28.72%	29.68%	38.32%	39.00%	39.50%	40.00%
欧洲	430.76	503.76	806.11	847.95	1041.83	1369.48	1605.41
YoY	18.04%	16.95%	60.02%	5.19%	22.86%	31.45%	17.23%
毛利率	27.00%	21.01%	30.64%	40.79%	42.00%	42.00%	42.00%
其他	578.96	186.74	210.81	317.76	347.28	407.14	456.08
YoY	58.65%	-67.75%	12.89%	50.73%	9.29%	17.24%	12.02%
毛利率	31.00%	26.99%	27.05%	34.38%	35.00%	35.00%	35.00%
国内	270.60	419.86	514.74	704.24	818.58	1258.44	1769.60
YoY	55.45%	55.16%	22.60%	36.81%	16.24%	53.73%	40.62%
毛利率	44.08%	42.94%	42.77%	43.70%	45.00%	45.50%	46.00%
综合毛利率	33.60%	29.54%	32.08%	39.72%	40.19%	40.43%	40.37%
期间费用率	19.27%	22.05%	21.44%	25.58%	30.08%	29.25%	29.01%
归母净利润	200.40	155.85	186.07	373.68	501.22	801.42	1008.52
YOY	22.00%	-22.23%	19.39%	100.82%	34.13%	59.89%	25.84%
归母净利率	11.63%	6.66%	6.10%	9.75%	7.58%	8.62%	8.91%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 13: 公司国内业务详细预测

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内收入	270.60	419.86	514.74	704.24	818.58	1,258.44	1,769.60
YOY	115573.4%	55.2%	22.6%	36.8%	16.2%	53.7%	40.6%
占比	15.7%	18.0%	16.9%	18.4%	12.4%	13.5%	15.6%
毛利率	44.08%	42.94%	42.77%	43.70%	45.00%	45.50%	46.00%
直营店 收入		21.93	65.83	208.89	201.98	239.27	282.00
YOY			200.2%	217.3%	-3.3%	18.5%	17.9%
占比		0.9%	2.2%	5.5%	3.1%	2.6%	2.5%
门店数		83	104	121	130	140	150
新增门店			21	17	9	10	10
单店收入 (万元)		26.42	63.30	172.64	155.37	170.91	188.00
YOY			139.6%	172.7%	-10.0%	10.0%	10.0%
经销店 收入		23.27	35.59	164.49	240.90	520.00	810.00
YOY			53.0%	362.2%	46.5%	115.9%	55.8%

占比	1.0%	1.2%	4.3%	3.6%	5.6%	7.2%
门店数	108	135	525	730	1,300	1,800
新增门店		27	390	205	570	500
单店收入 (万元)	21.54	26.36	31.33	33.00	40.00	45.00
YOY		22.4%	18.8%	5.3%	21.2%	12.5%
线上销售 收入	111.62	262.55	184.27	239.55	251.53	264.10
YOY		135.2%	-29.8%	30.0%	5.0%	5.0%
占比	4.8%	8.6%	4.8%	3.6%	2.7%	2.3%
酒店零压房 收入		9.13	50.00	50.00	150.00	300.00
YOY			447.6%	0.0%	200.0%	100.0%
占比		0.3%	1.3%	0.8%	1.6%	2.6%
ODM 收入	80.98	192.88	41.01	26.59	36.14	63.49
YOY		138.2%	-78.7%	-35.2%	35.9%	31.8%
占比	4.7%	8.2%	1.3%	0.7%	0.5%	0.6%
索菲亚渠道 收入	58.83	70.16	100.63	70.00	50.00	50.00
YOY		19.3%	43.4%	-30.4%	-28.6%	0.0%
占比	3.0%	3.3%	1.8%	0.8%	0.5%	0.4%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2. 估值分析与投资评级

整体来看, 考虑 MOR 的并表, 我们预计公司 2020-2022 年实现收入 66.11、93.03 和 113.22 亿元, 同比增长 72.54%、40.71%和 21.70%; 归母净利润 5.01、8.01 和 10.09 亿元, 同比增长 34.13%、59.89%和 25.84%。对应 PE 为 34.48X/21.56X/17.14X。不考虑 MOR 的并表, 内生部分收入 20-22 年有望实现 49.61、74.03、91.22 亿, 同比增长 29.5%、49.2%、23.2%。

成长性突出、优质低估, 目标价 59.92 元, 维持“买入”评级。我们认为: (1) 公司的短中期看点仍然在于: **【外销】**两轮反倾销+贸易战加征关税导致供给端产能缩减, 公司海外产能布局区位优势突出, 订单份额和议价能力提升的确定性极强; **【内销】**实力经销商加盟, 国内市场渠道扩张加速。(2) **中长期来看零售品牌发力和电动床品类延伸是增长亮点**, 记忆棉床垫受益于消费升级、在国内渗透率提升空间巨大, 公司通过海外零售渠道整合和国内门店迅速扩张建设自主品牌, 同时延伸电动床新品类形成联动销售, 成长性突出。(3) **21 年估值在同行中处于较低水平**, 从 21 年 PE 来看, 公司 21.56X 在同行中处于中游水平, 但考虑到公司的成长性明显优于同行, 同时在内销市场发力品牌力溢价提升, 我们给予公司 21 年 28 倍 PE, 对应目标价为 59.92 元, 维持“买入”评级。

表 14: 同行估值对比 (2021 年 2 月 4 日数据)

证券代码	证券简称	2020E 归母净利润 (亿元)	2021E 归母净利润 (亿元)	PE(2020E)	PE(2021E)
603313.SH	梦百合	5.01	8.01	34.48	21.56
603008.SH	喜临门	3.45	4.68	24.23	17.86
1999.HK	敏华控股	18.17	24.01	43.74	33.10
603816.SH	顾家家居	13.28	16.40	41.57	33.66
603610.SH	麒盛科技	3.96	4.93	13.58	10.91

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

5. 风险提示

(1) 海外产能扩张不达预期: 公司在塞尔维亚、美国、泰国的生产基地建设是保障未来 2-3 年内外销业务增长的重要因素, 若因为当地政策或资金短缺导致产能投放低于预期, 则可能拖累公司外销业务表现。

(2) 新一期反倾销情况不乐观: 塞尔维亚、泰国被纳入反倾销加税范围, 因而公司需要在海外其他地区新建产能满足美国需求。

(3) 国内销售不达预期: 国内销售业务是公司中长期发展的重要动力, 如果线下销售和酒店业务的开拓不达预期, 则会导致公司 21 年以后的收入增长动力不足。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2608	3477	4558	5607	营业收入	3832	6611	9303	11322
现金	811	814	866	801	营业成本	2310	3954	5541	6751
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	21	47	66	81
应收账款	791	1232	1796	2211	营业费用	625	1331	1847	2225
其它应收款	100	132	193	252	管理费用	326	618	843	1027
预付账款	81	108	158	205	研发费用	119	231	279	340
存货	742	1158	1505	2086	财务费用	30	39	32	32
其他	84	33	42	53	资产减值损失	39	12	13	13
非流动资产	2011	2240	2604	2968	公允价值变动损益	15	(4)	(6)	2
金额资产类	0	46	39	29	投资净收益	(23)	0	0	0
长期投资	49	42	47	46	其他经营收益	23	0	0	0
固定资产	1092	1327	1608	1893	营业利润	496	606	955	1195
无形资产	178	208	233	265	营业外收支	(3)	(1)	(1)	(1)
在建工程	389	414	449	500	利润总额	493	604	953	1194
其他	303	202	227	235	所得税	101	85	133	167
资产总计	4620	5718	7162	8575	净利润	392	520	820	1027
流动负债	2019	2565	3130	3557	少数股东损益	19	19	19	19
短期借款	999	1505	1635	1626	归属母公司净利润	374	501	801	1009
应付款项	504	726	1037	1325	EBITDA	641	738	1112	1380
预收账款	60	63	103	137	EPS (最新摊薄)	1.12	1.34	2.14	2.69
其他	456	271	355	469	主要财务比率				
非流动负债	197	202	261	220		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	5	5	5	5	成长能力				
其他	193	197	256	215	营业收入	25.65%	72.54%	40.71%	21.70%
负债合计	2216	2767	3391	3777	营业利润	105.17%	22.10%	57.65%	25.16%
少数股东权益	70	88	107	125	归属母公司净利润	100.82%	34.13%	59.89%	25.84%
归属母公司股东权益	2334	2863	3664	4673	获利能力				
负债和股东权益	4620	5718	7162	8575	毛利率	39.72%	40.19%	40.43%	40.37%
					净利率	10.24%	7.86%	8.81%	9.07%
					ROE	17.43%	18.72%	23.84%	23.54%
					ROIC	11.57%	12.22%	15.59%	16.27%
					偿债能力				
					资产负债率	47.97%	47.87%	46.93%	43.70%
					净负债比率	58.88%	58.50%	52.10%	47.73%
					流动比率	1.29	1.37	1.47	1.59
					速动比率	0.92	0.91	0.98	1.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.96	1.28	1.44	1.44
					应收帐款周转率	5.64	6.54	6.15	5.66
					应付帐款周转率	5.67	6.66	6.48	5.89
					每股指标(元)				
					每股收益	1.12	1.34	2.14	2.69
					每股经营现金	0.35	0.26	0.95	1.31
					每股净资产	7.00	7.71	9.85	12.54
					估值比率				
					P/E	46.25	34.48	21.56	17.14
					P/B	6.58	5.98	4.68	3.68
					EV/EBITDA	11.89	24.63	16.45	13.34

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>