



Research and
Development Center

攻坚求进再出发

—梦 百 合(603313)深度报告

2022 年 06 月 20 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

相关研究

1. 内销快速推进，Q1 核心业务盈利回升

证券研究报告

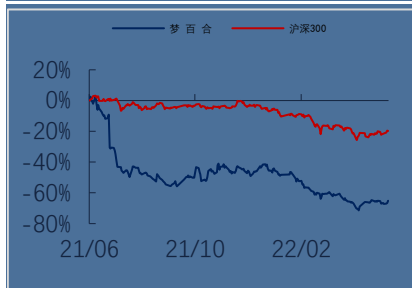
公司研究

公司深度报告

梦百合(603313)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	11.75
52周内股价波动区间(元)	33.55-9.05
最近一月涨跌幅(%)	9.71
总股本(亿股)	4.87
流通A股比例(%)	99.74
总市值(亿元)	57.17

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

攻坚求进再出发

2022年06月20日

本期内容提要：

◆**记忆绵床垫行业龙头，利润端逐步修复可期。**梦百合家居成立于2003年，主要从事记忆绵床垫、枕头及其他家居制品的研发、生产和销售，是主要的记忆绵制品生产销售厂商之一。公司2021年因内外部多重因素扰动盈利阶段性承压，22Q1公司实现毛利率29.2%，环比+0.5pct，实现净利率1.7%，环比扭亏为盈。进入2022年下半年，我们认为随着海外疫情扰动、新产能爬坡、原材料运费、汇率等盈利压制因素有所缓解，公司利润端有望逐步迎来改善。

◆**贸易制裁阶段性落地，美国本土产能布局有望受益。**2019-2021年美国床垫行业两轮反倾销最终裁决落地，自中国、塞尔维亚、泰国等8国出口床垫被征收高额反倾销税。美国商务部数据显示，2019年制裁内8国床垫出口至美国总量超600万张/年，预计制裁后产能将向欧、美等贸易制裁外地区转移，有美本土产能布局的公司有望受益。公司目前已在美布局美东、美西两大生产基地，西班牙基地亦可供给美国市场。公司近期定增预案拟募资12.85亿元投建美西（二期）产能及国内配套品产能等项目，美西产能扩建、爬坡将有望帮助公司对冲贸易摩擦风险并扩大外销ODM份额，国内劳动密集型配套品产能搭建亦可提升整体成本优势及供应链效率。

◆**立足国内，放眼国际，致力于打造记忆绵国际品牌。**公司内外销积极从ODM向OBM转型。外销方面，公司外销收入占比超过八成，2011-2021年收入CAGR达27%。22Q1对美、欧外销收入分别同比+22.6%、+1.1%，出口相对稳健。公司一方面通过全球六大基地产能建设提升ODM制造能力，另一方面通过收购美国Mor等海外零售渠道植入自主品牌，打造Milly梦百合国际品牌。内销方面，2011-2021年公司内销收入CAGR达45%，22Q1内销收入同比-1.67%，主要由于国内疫情多点散发冲击零售及需求。对标美国成熟床垫市场，中国床垫行业仍处成长期，2013-2021年床垫行业GAGR达到9.39%，Statista预测国内床垫2021-2024年收入CAGR预计将达到10.27%；据我们测算，2021年我国床垫市场集中度CR4约20%，明显低于美国CR4约39%的水平；此外，国内床垫消费升级空间广阔，性能更佳的记忆绵床垫2020年渗透率仅10%，显著低于美国40%的水平。公司内销多渠道布局，线下门店已达千家，2022年目标开店600家，同时拓展酒店合作渠道和电商渠道，建立多元化的销售网络，分享国内床垫行业集中度提升与消费升级红利。

◆**产能全球化、品牌国际化，攻坚求进再出发。**公司上市以来持续布局海外产能和渠道，全球化布局领先，随着海外基地运营管理逐步走上正轨，通过持续提效降本，未来海外工厂效率仍有提升空间。内销市场空间广阔，稳步门店扩张的同时积极拓展多渠道，延伸沙发、电动床等品类，打造新增长驱动。进入2022年下半年，我们认为随着压制利润的多重因素边际改善，未来盈利有望逐步迎来修复。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.34/4.18/5.07亿元，分别同比增长221%/25%/21%。目前股价对应2022年PE为17x，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险、国际贸易摩擦风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,530	8,139	9,698	11,396	13,392
增长率 YoY %	70.4%	24.6%	19.2%	17.5%	17.5%
归属母公司净利润 (百万元)	379	-276	334	418	507
增长率 YoY%	1.3%	-172.8%	221.2%	25.0%	21.3%
毛利率%	33.9%	28.5%	30.5%	30.3%	30.1%
净资产收益率ROE%	10.6%	-9.5%	10.6%	12.1%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	1.01	-0.57	0.69	0.86	1.04
市盈率 P/E(倍)	11.62	—	17.12	13.69	11.29
市净率 P/B(倍)	1.24	1.97	1.81	1.66	1.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 17 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、公司简介	7
1.1 公司介绍：全球布局记忆绵龙头	7
1.2 公司架构：实控人持股比例高	9
1.3 财务概况：阶段承压，边际改善空间显著	10
二、床垫行业：外销贸易制裁落地，内销市场持续扩容	12
2.1 美国：成熟市场，反倾销下本土制造商受益	12
2.2 中国：大行业小公司，消费升级与集中度提升黄金期	14
2.2.1 床垫行业持续稳定增长	14
2.2.2 改善需求增加，渗透率、集中度仍有提升空间	15
三、公司分析：产能全球化布局，自主品牌成效初现	16
3.1 六大生产基地应对美国贸易制裁冲击	16
3.2 外销 ODM 基本盘稳固，内销掘金大市场	19
3.2.1 外销：北美持续产能建设，欧洲短期承压	19
3.2.2 内销：多渠道布局，打造自主品牌	21
3.3 成本端多因素边际改善，盈利有望修复	23
四、盈利预测与估值	26
五、风险因素	27

表 目 录

表 1：截止 2022 年一季度公司股权结构	9
表 2：公司各工厂情况	16
表 3：美国反倾销对公司影响	17
表 4：公司定增募投项目	18
表 5：公司海外布局项目	20
表 6：盈利预测简表	26
表 7：可比公司相对估值表	26

图 目 录

图 1：公司发展历程	8
图 2：截止 2021 年底全球产能布局情况	8
图 3：产品品类拆分	9
图 4：2014-2021 年营业收入构成	9
图 5：公司外销占比超过八成	9
图 6：2014-2021 年营业收入保持增长趋势	10
图 7：2014-2021 年归母净利润弹性较大	10
图 8：毛利率、净利率下降	11
图 9：公司期间费用率总体稳定	11
图 10：公司现金流情况	11
图 11：公司期净营业天数同比改善	11
图 12：美国床垫市场规模保持稳定增长	12
图 13：美国床垫品牌竞争格局	12
图 14：美国床垫销售渠道中线上占比提升	13
图 15：美国记忆绵床垫渗透率约 40%	13
图 16：2020 年美国床垫进口渗透率 16.3%	13
图 17：2019 年美国床垫自制裁目标国进口量超 600 万张	13
图 18：美国床垫销售与成屋销售增长趋势吻合	14
图 19：美国房屋销售 2022 年月度同比走弱	14
图 20：2013-2024E 中国床垫市场情况	14
图 21：2013-2024E 全球床垫市场情况	14
图 22：我国床垫消费者更换周期较长	15
图 23：中美人均床垫消费水平	15
图 24：我国床垫渗透率提升空间较大	15
图 25：2020 年中国记忆绵床垫渗透率仅 10%	15
图 26：我国床垫市场竞争格局	16
图 27：公司 17-21 各产品产能情况	17
图 28：公司主要产品产能利用率较高且维持稳定	17
图 29：2019 年美国从 8 国进口床垫量超 600 万张	18

图 30: 2011-2021 年公司外销收入 CAGR 达 27%.....	19
图 31: 公司 22Q1 毛利率有所修复	19
图 32: 公司北美、欧洲、其他占外销收入比重	19
图 33: 公司北美收入内生增长与欧洲收入同比增长	19
图 34: 恒康塞尔维亚收入、净利润与净利率.....	20
图 35: 美国 Mor 与西班牙 Matresses 收入与净利率.....	20
图 36: 2011-2021 年公司内销收入 CAGR 达到 45%.....	21
图 37: 公司内销毛利率自 2020 年下滑	21
图 38: 公司 2019-22Q1 内销分渠道占比	21
图 39: 公司品牌内销各主要渠道毛利率情况	21
图 40: 公司内销品牌经销与直营门店个数	22
图 41: 公司梦百合直营及经销门店单店销售额	22
图 42: 梦百合零压房合作模式	23
图 43: 公司各大营销节活动	23
图 44: 公司品牌建设示意图	23
图 45: 公司 2020-2021 年毛利率与净利率下滑较大	24
图 46: 公司主营业务成本结构	24
图 47: 公司主营业务成本构成-2021 年.....	24
图 48: 记忆绵床垫的直接材料成本结构-2020 年	25
图 49: 聚醚、MDI、TDI 原材料价格情况.....	25
图 50: 公司运费占营业收入比重持续上升	25
图 51: 2022 年初海运价格开始下降	25
图 52: 公司汇兑损益/营业收入随美元对人民币汇率波动	25
图 53: 2022 年美元进入升值区间	25

投资聚焦

投资逻辑：

攻坚求进再出发，利润端逐步修复可期。2021 年公司归母净利-2.76 亿元，同比-172.8%，22Q1 实现归母净利 0.31 亿元，环比扭亏为盈。公司 2021 年因内外部多重因素扰动盈利阶段性承压，22Q1 公司实现毛利率，29.2%，环比+0.5pct，实现净利率 1.7%，环比扭亏为盈。进入 2022 年下半年，我们认为随着海外疫情扰动、新产能爬坡、原材料运费、汇率等盈利压制因素有所缓解，公司利润端有望逐步迎来改善。

贸易制裁阶段性落地，美国本土产能受益。2019-2021 年美国床垫行业两轮反倾销最终裁决落地，自中国、塞尔维亚、泰国等 8 国出口床垫被征收高额反倾销税。美国商务部数据显示，2019 年制裁内 8 国床垫出口至美国总量超 600 万张/年，预计制裁后产能将向欧、美等贸易制裁外地区转移。公司目前已布局美东、美西两大本土地，西班牙亦可供给美国，各基地设计年产能达 8-10 亿元。公司最新定增预案拟募资 12.85 亿元投建美西（二期）产能和国内配套品产能等项目，美西产能扩建、爬坡有效帮助公司对冲贸易摩擦风险并扩大外销 ODM 份额，国内劳动密集型配套品产能搭建亦可提升整体成本优势及供应链效率。

立足国内，放眼国际，致力于打造记忆绵国际品牌。公司内外销积极从 ODM 向 OBM 转型。

1) 外销：公司外销收入占比超过八成，2011-2021 年收入 CAGR 达 27%。22Q1 对美、欧外销收入分别同比+22.6%、+1.1%，出口相对稳健。ODM 方面，公司通过全球六大基地不断提升制造能力与稳定供给能力，以灵活产能布局应对美贸易制裁冲击；自主品牌方面，通过收购美国 Mor 等海外零售渠道植入自主品牌，积累零售经验，打造 Mlily 梦百合国际品牌。

2) 内销：对标美国成熟床垫市场，中国床垫行业在集中度与消费升级驱动下仍处于成长期。2013-2021 年收入 GAGR 达到 9.39%，Statista 预测国内床垫 2021-2024 年床垫行业 CAGR 预计将达到 10.27%；据我们测算，2021 年我国床垫市场集中度 CR4 约 20%，明显低于美国 CR4 约 39%的水平；此外，国内床垫消费升级空间广阔，性能更佳的记忆绵床垫 2020 年渗透率仅 10%，显著低于美国 40%的水平。2011-2021 年公司内销收入 CAGR 达 45%，22Q1 内销收入同比-1.67%，主要由于国内疫情多点散发冲击零售及需求。公司内销多渠道布局，线下门店已达千家，2022 年目标开店 600 家，并拓展酒店合作渠道和电商渠道，建立多元化的销售网络，分享国内床垫行业集中度提升与消费升级红利。

盈利预测与投资评级：

产能全球化、品牌国际化，攻坚求进再出发。公司上市以来持续布局海外产能和渠道，全球化布局领先，随着海外基地运营管理逐步走上正轨，通过持续提效降本，未来海外工厂效率仍有提升空间。内销市场空间广阔，稳步门店扩张的同时积极拓展多渠道，延伸沙发、电动床等品类，打造新增长驱动。进入 2022 年下半年，我们认为随着压制利润的多重因素边际改善，未来盈利有望逐步迎来修复。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.34/4.18/5.07 亿元，分别同比增长 221%/25%/21%。目前股价对应 2022 年 PE 为 17x，首次覆盖给予“增持”评级。

一、公司简介

梦百合是 0 压记忆绵床垫行业的开创者，创立 20 年来致力于记忆绵家居产品研发、设计、生产和销售。2021 年公司产能全球布局版图继续扩大，六大海外生产基地逐渐步入良性发展轨道；国内围绕自主品牌建设，内销营收持续增长，线下门店数量突破千家。

1.1 公司介绍：全球布局记忆绵龙头

梦百合是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。公司历史可以追溯到创始人倪张根 2003 年创建的恒康家居。公司近 20 年来一直致力于用 0 压床垫，提升人类的深度睡眠，目前已实现多方面、立体的渠道覆盖。通过多年的研发积累，公司逐步形成自身的核心技术，形成多项授权保护的专利技术，并实现多项技术的科技成果转化。公司自主品牌在欧美等地受到广泛好评。公司主要经历了三个发展阶段：

2003-2010 发展起步期：2003 年恒康家居于江苏如皋市丁堰镇正式成立，研究、生产、销售功能性记忆绵，并研发出非温感记忆绵，让记忆绵分子不受温度的影响缓慢回弹。2008 年，倪张根创建了 Miily 梦百合品牌，随后在荷兰、西班牙开设线下门店。

2010-至今：品牌国际化促进双循环：公司为快速打开境外自主品牌市场，构建境外供应链体系，节省境外渠道拓展成本，自主品牌外销部分采取自主团队运营 + 代理 + 自有渠道 3 种运营方式。2012 年 Miily 梦百合正式登陆美国市场，2013 年 Miily 梦百合成为连续三年美国销量增长最快的床垫品牌之一。2014 年开始，梦百合正式开始了全球化品牌战略，在英国、日本、澳大利亚等多个国家进行深度布局。2015 年 Miily 梦百合在美国拥有超过 2500 家销售终端。

2013-至今：产能全球化加速全球布局：2019 年“产能全球化”上升为公司发展战略。公司正在从“出口产品”转型为全球产能布局，进行全球化路径和模式的升级，完成从“国际化”到“全球化”的转型，形成全球生产、全球供应、全球营销的发展格局。产能全球化能将贸易风波和贸易保护主义的影响降低，并灵活调整海外产业链布局、分散经营风险、助推全球化业务的发展。截止 2021 年海外 5 大基地的设计产能均达 8-10 亿，国内基地设计产能达 60 亿。

2021 年公司提出“拓市场、重运营、降成本”的发展目标，围绕“2022 年 600 家新店渠道布局”目标，全力拓展国内销售网点，加速渠道拓展步伐，不断提升渠道运营效率；充分利用海外销售平台，进行全球化布局。优化运营管理系统并升级国内客户关系管理平台，加深企业运营工具集成度，并与客户数据平台进一步打通，逐步形成全链路客户运营体系。以提效率、降成本为工作之重，通过优化产线、精益改善等方式进一步降低生产成本，减少生产工时，提高生产效率。

图 1：公司发展历程


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

全球化产能布局已初具规模。作为国内记忆绵床垫细分赛道的佼佼者，公司紧紧围绕欧美核心市场，坚定全球化产能布局，在行业低谷期加紧抢占市场份额。通过自建及并购等方式，目前公司已拥有中国、塞尔维亚、美国、泰国、西班牙等多个生产基地。

图 2：截止 2021 年底全球产能布局情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司产品主要由记忆绵床垫、记忆绵枕头、沙发、电动床、其他家居制品五大板块构成。2021 年公司五大板块占比分别为 46%、8%、16%、9%、21%。在 2014-2021 年公司记忆绵床垫以 27.1% 的 CAGR 稳健增长。在 2017-2021 年沙发、电动床、其他家居制品等新品来分别以 33.0%、52.8%、49.6% 的 CAGR 快速扩大规模，成为公司增长不可或缺的驱动力。

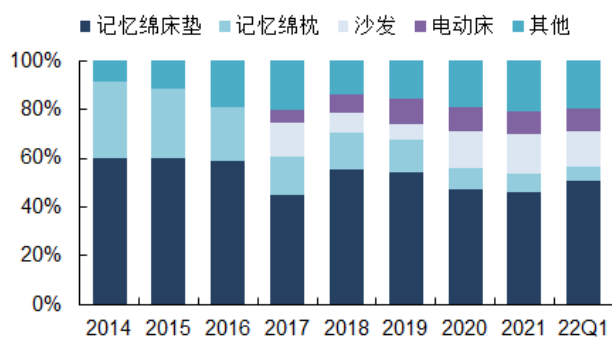
公司业务以外销为主，内外销营收持续增长。其中 2021 年外销收入占比超 85%，多年来内外销结构维持相对稳定。2014-2021 年公司外销收入 CAGR 达到 30.2%。

图 3：产品品类拆分



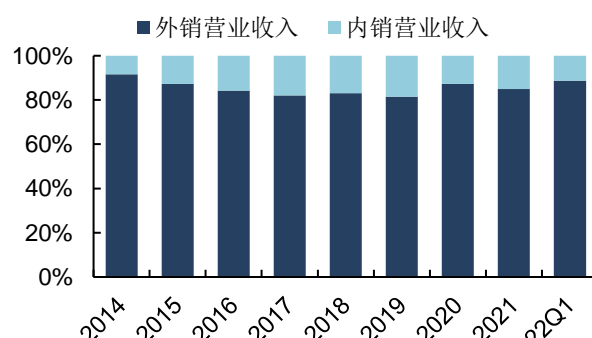
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：2014-2021 年营业收入构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司外销占比超过八成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 公司架构：实控人持股比例高

创始人倪张根为公司第一大股东和实际控制人。截止 2022 年一季度，创始人、董事长、总裁倪张根先生持有公司 49.27% 的股权，为公司第一大股东和实际控制人，吴晓风持有公司 4.55% 的股权，为第二大股东。

公司高管团队人员调整助力运营效率提升。倪张根自 2012 年起担任公司董事长、总裁；吴晓红、张红建自 2012 年起担任公司董事、副总裁；现任副总裁崔慧明曾任海尔集团中国区副总经理；现任董事王震曾任上海罗莱家用纺织品有限公司董事长助理、法派集团有限公司 CEO；纪建龙担任公司董事；朱长岭、许柏鸣、符启林、蔡在法担任公司独立董事。

表 1：截止 2022 年一季度公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股数量变动 (股)	占总股本比例(%)
倪张根	239,721,715		49.27
吴晓风	22,157,552		4.55
华夏行业景气混合型证券投资基金	6,502,833		1.34

江苏楚泉毅达融京股权并购投资基金(有限合伙)	5,760,708		1.18
卞小红	4,901,000		1.01
全国社保基金 111 组合	4,820,951		0.99
弘尚资产弘利 2 号私募证券投资基金	4,500,000		0.92
德汇尊享私募证券投资基金	3,429,100		0.70
德汇全球优选私募证券投资基金	2,937,307		0.60
华安安康灵活配置混合型证券投资基金	2,920,420	206,900	0.60
合 计	297,651,586		61.16

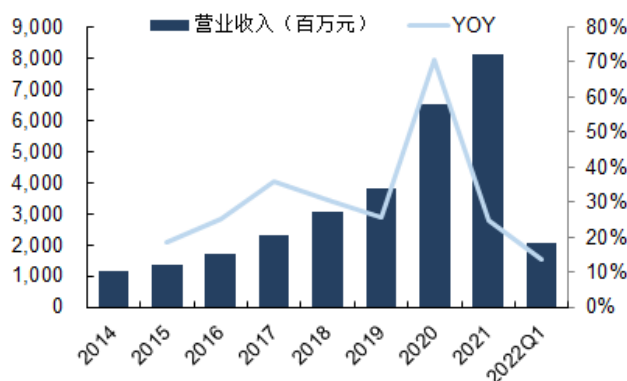
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 财务概况：阶段承压，边际改善空间显著

公司营业收入增长稳健，盈利阶段性承压。2021 年公司实现营业收入 81.39 亿元，同比增长 24.6%，变动主要为公司“产能全球化、品牌国际化”战略及公司持续以降成本、重运营为导向，积极扩产带动销量增长所致。2014-2021 年公司收入 CAGR 达 32.1%。2022Q1 公司实现收入 20.74 亿元，同比增长 13.5%，

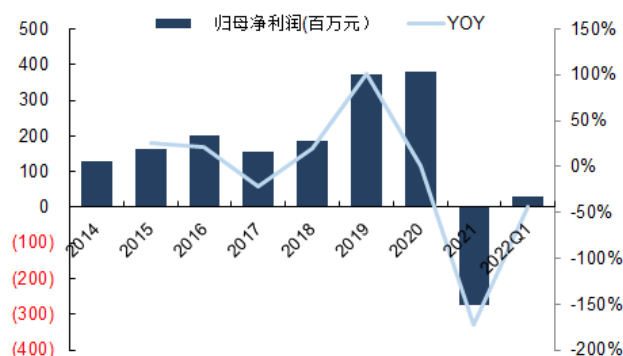
2021 年公司实现归母净利-2.76 亿元，同比减少-172.8%，22Q1，归母净利 0.31 亿元，同比减少-44.2%，环比扭亏为盈。2021 年亏损主要由于美西工厂投产初期仍在爬坡以及塞尔维亚工厂疫情封锁供应链受阻，同时公司计提 1.1 亿元预计负债。

图 6：2014-2021 年营业收入保持增长趋势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

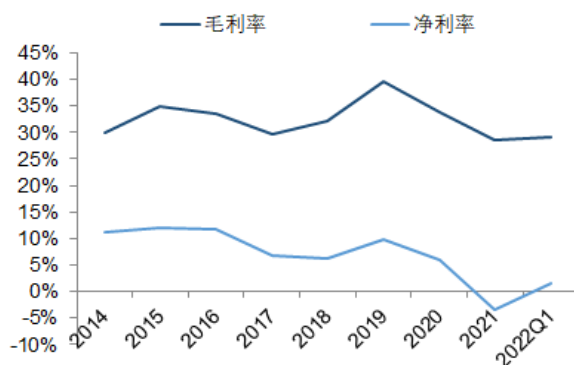
图 7：2014-2021 年归母净利润弹性较大



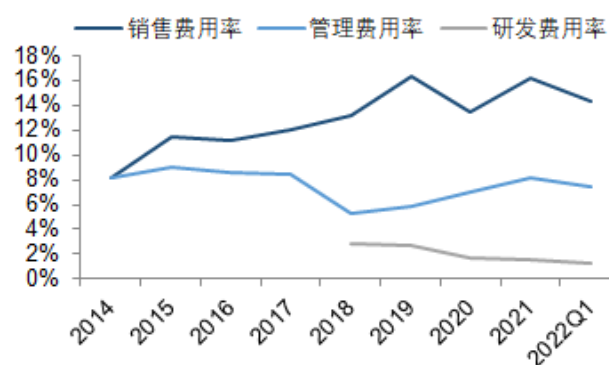
资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率、净利率阶段性承压。公司毛利率、净利率在过去几年中持续下滑，主要由于美西工厂投产初期仍在爬坡以及塞尔维亚工厂疫情封锁受阻效率下滑。2021 年公司毛利率为 28.5%，同比-5.4pct，22Q1 实现毛利率 29.2%，同比-1.11pct，环比+0.5pct。

近几年期间费用率相对稳定。2021 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 16.1%、8.2%、1.5%，分别同比变化+2.6pct、+1.1pct、-0.2pct。销售费用总体呈现逐年增加趋势，主要由于公司持续开拓内销自主品牌，营销费用增长。管理费用总体较平稳。预期后续随着公司持续贯彻“提效率、降成本”战略，优化运营管理系统，同时深化对生产端 SAP 系统应用、销售端运营与客户数据打通，生产、销售及管理系统规模经济效应更加显著。

图 8：毛利率、净利率下降


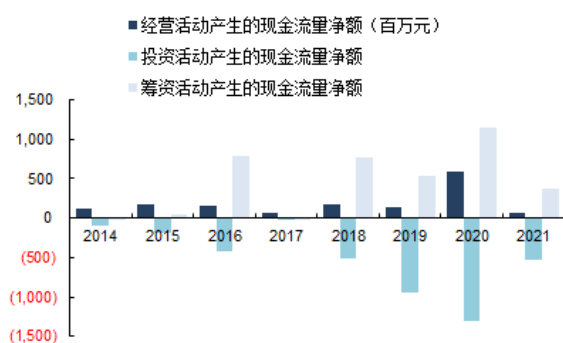
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 9：公司期间费用率总体稳定


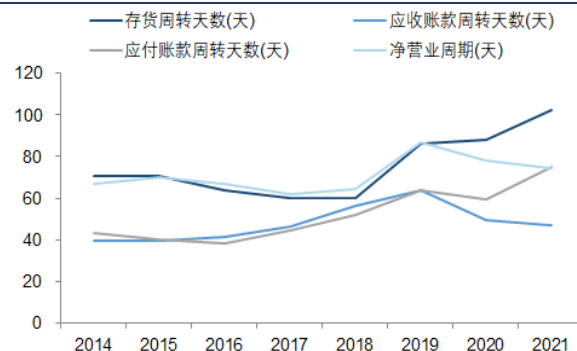
资料来源：wind，信达证券研发中心

现金流优化空间大。2021 年公司经营活动现金流实现同比-88.3%，主要由于员工人数增多和原材料上涨所致；投资活动现金净流出显著收窄，主要由于主要产能建设陆续完毕投产，对外投资减少所致，后续产能建设主要为美西工厂二期，未来资本开支可控；筹资活动现金流出同比-68.1%，主要由于偿还债务和分发股利、利息等所致。

净营业天数改善，新产能陆续投放规模效应逐步释放。2021 年存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数分别为 102 天、47 天、75 天，分别同比变化+14 天、-2 天、+16 天；公司净营业天数为 74 天，同比-4 天。存货周转天数增加主要由于 2021 年原材料价格上涨，存货增加所致；应付账款周转天数增加主要由于 2021 年原材料采购量增加，占用货款主动权增强，生产端规模效应逐步增强。

图 10：公司现金流情况


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 11：公司期净营业天数同比改善


资料来源：wind，信达证券研发中心

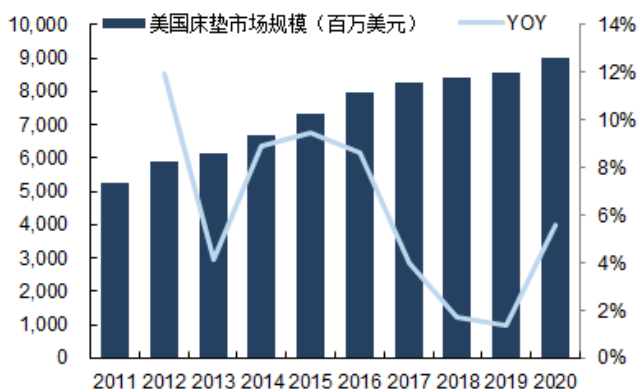
二、床垫行业：外销贸易制裁落地，内销市场持续扩容

美国床垫市场经多年发展增长趋于稳定，行业集中度较高。在 2018-2021 年两轮床垫反倾销制裁落地后，美国本土生产商有望承接被制裁区域出口的超 600 万张床垫的增量。对标美国成熟床垫市场，中国床垫行业仍处成长期，市场集中度明显偏低；随着中国消费者收入水平的提升和消费观念的转变，消费者对床垫舒适程度、智能化等品质要求重视程度增加，以记忆绵为代表的床垫产品升级趋势明确。我们认为未来国内床垫行业集中度有望加速提升，具备规模和产品技术优势的企业将逐渐胜出。

2.1 美国：成熟市场，反倾销下本土制造商受益

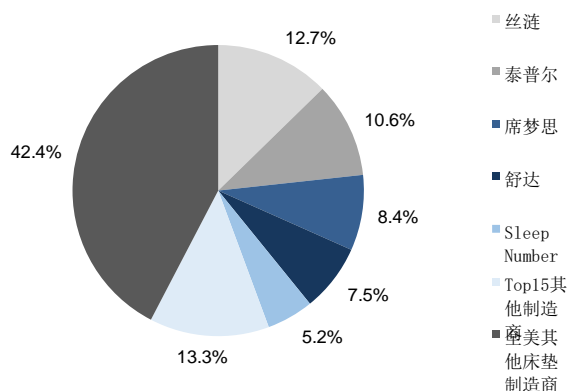
近年美国床垫市场容量基本稳定，龙头企业已进入平稳发展期。美国仍是全球最大的床垫消费国，同时也是全球最大的床垫进口国，庞大的市场空间为记忆绵床垫市场的发展提供了基础。根据世界睡眠产品协会的报告，美国床垫市场出货量在 2011 年至 2020 年的 9 年间复合增长率为 6.1%；2020 年美国床垫行业规模达到 90.19 亿美元，同比增 6%。据 Furniture Today 数据统计，2020 年美国床垫市场 CR4 销售份额为 39%，前 15 的床垫企业销售额占比 58%。

图 12：美国床垫市场规模保持稳定增长



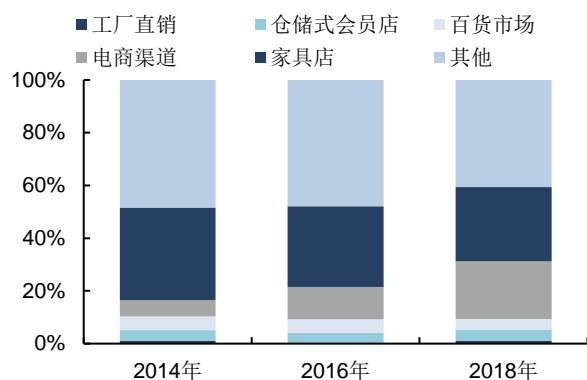
资料来源：公司公告，CSIL，信达证券研发中心

图 13：2020 年美国床垫品牌竞争格局

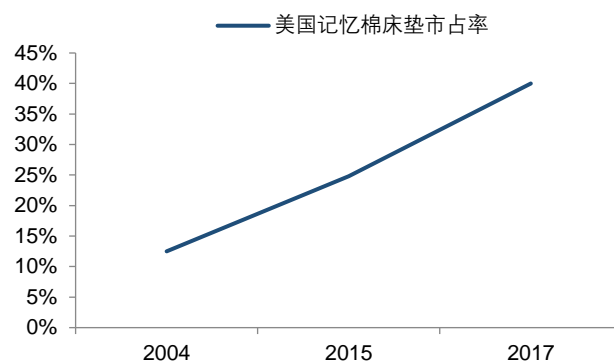


资料来源：FurnitureToday，信达证券研发中心

美国电商渠道扩容，拉动记忆绵床垫渗透率提升成为消费主流。床垫主流材质为弹簧、乳胶和记忆绵。记忆绵床垫在透气性、稳定性方面具有显著优势，符合人体工学设计，带来无压力贴合感，使得记忆绵家居制品具有明显的舒适、健康等功能性特征。2017 年以来美国床垫电商渠道快速发展驱动了记忆绵床垫渗透提升，从 2014 到 2018 年美国床垫电商渠道销售占比从 6% 提升至 21%。记忆绵床垫、记忆绵枕等在生产中容易包装成体积不大的箱装和筒状，相比起难以压缩的体积庞大的传统制品，运输仓储都非常方便，在沃尔玛、亚马逊等电商平台，销量居前的都是记忆绵床垫产品。2004 年到 2017 年来美国记忆绵床垫渗透率从 12.5% 提升至 40%。

图 14：美国床垫销售渠道中线上占比提升


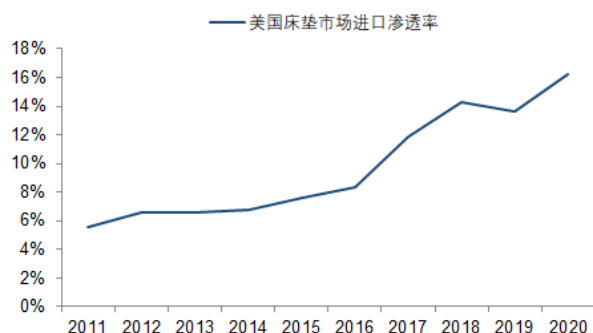
资料来源：华经产业研究院、信达证券研发中心

图 15：2017 年美国记忆棉床垫渗透率约 40%


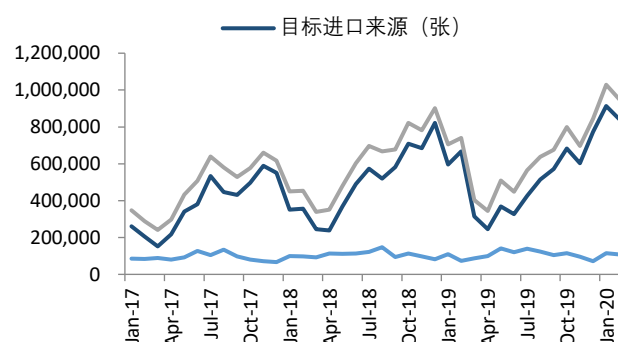
资料来源：立鼎产业研究院、信达证券研发中心

床垫反倾销制裁落地，美国本土生产商有望承接超 600 万张床垫的增量。随着 2019 年 10 月与 2021 年 3 月两轮反倾销最终裁决的落地，自中国、柬埔寨、印尼、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其、越南 8 国出口床垫被征收高额反倾销税，该等国的床垫出口至美国已不具备经济性。

按美国床垫市场规模 90 亿美元，均价 150-250 美元/张测算，美国床垫需求量约为 4000-6000 万张/年，按 2020 年 16.3% 的进口渗透率测算进口床垫约 700-1000 万张。美国商务部数据显示，2019 年制裁内 8 国床垫出口至美国总量超 600 万张，制裁后从该 8 国的出口床垫产能逐步向欧、美本土等贸易制裁外地区转移。

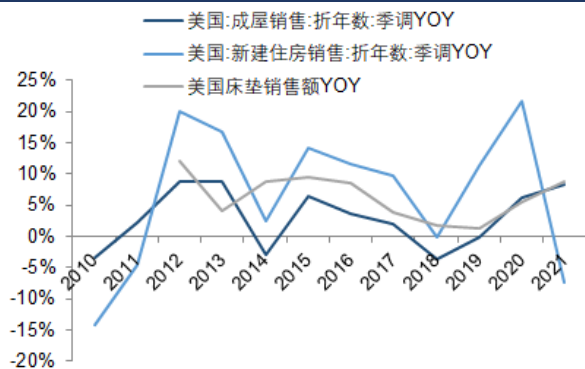
图 16：2020 年美国床垫进口渗透率 16.3%


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

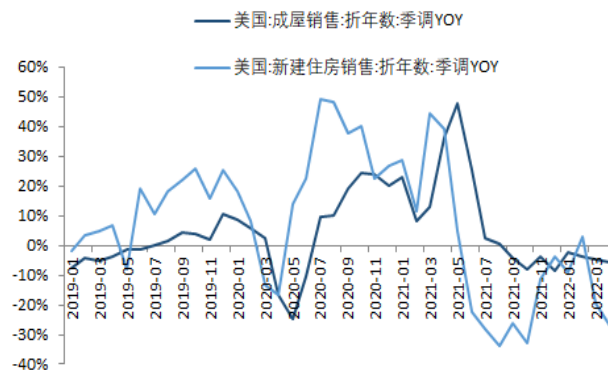
图 17：2019 年美国床垫自制裁目标国进口量超 600 万张


资料来源：美国商务部、信达证券研发中心

从美国地产数据看，床垫销售与成屋（二手房）销售趋势具有较强的相关性。从 2010-2021 年美国地产数据看，床垫销售同比增长趋势与成屋销售趋势更加吻合，在以存量房为主的美国市场，成屋销售是床垫市场增长的主要动因。进入 2022 年，美房屋销售在去年高基数下同比下降，预计 2022 年对应床垫销售增速也将有所回落。

图 18：美国床垫销售与成屋销售增长趋势吻合


资料来源：wind、公司公告，信达证券研发中心

图 19：美国房屋销售 2022 年月度同比走弱


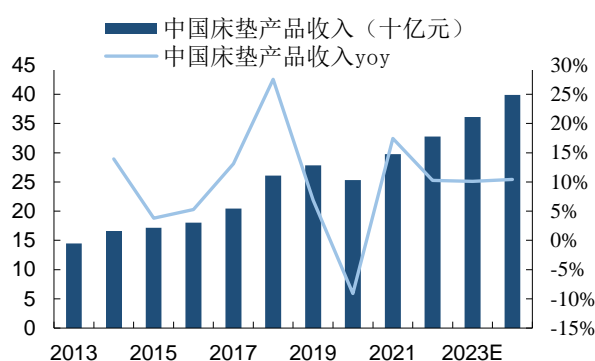
资料来源：wind、信达证券研发中心

2.2 中国：大行业小公司，消费升级与集中度提升黄金期

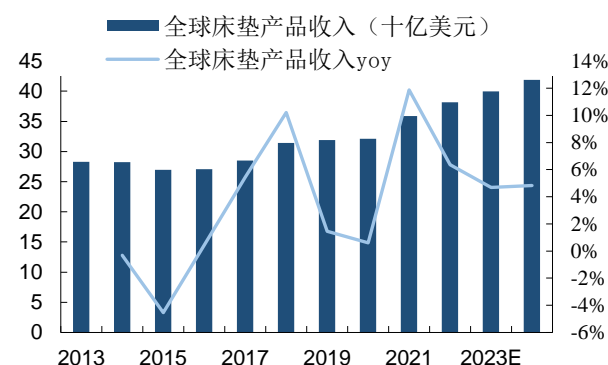
2.2.1 床垫行业持续稳定增长

我国床垫行业市场持续稳定扩容，未来增长空间大。根据 Statista 数据，2021 年我国国内床垫产品收入 297.4 亿元，同比增长 17.46%，2013-2021 年收入 GAGR 达到 9.39%，Statista 预测 2024 年国内床垫产品收入将达到 398.8 亿元，2021-2024 年收入 CAGR 预计将达到 10.27%。2013-2021 年我国国内床垫市场规模持续稳定增长，根据预测，未来三年床垫产品收入 CAGR 将高于 2013-2021 年 CAGR，为增长力后劲足的优质赛道。

我国是全球第二大床垫市场，床垫产品市场规模增速高于全球平均水平。根据 Statista 数据，2021 年全球床垫产品收入 359 亿美元，同比增长 11.87%，2013-2021 年收入 GAGR 为 3.01%；2013-2021 我国床垫市场规模 CAGR 高于全球市场平均水平。

图 20：2013-2024E 中国床垫市场情况


资料来源：Statista，信达证券研发中心（数据包括弹簧、泡沫和乳胶床垫，不包括水床垫、气动床垫和床架。）

图 21：2013-2024E 全球床垫市场情况


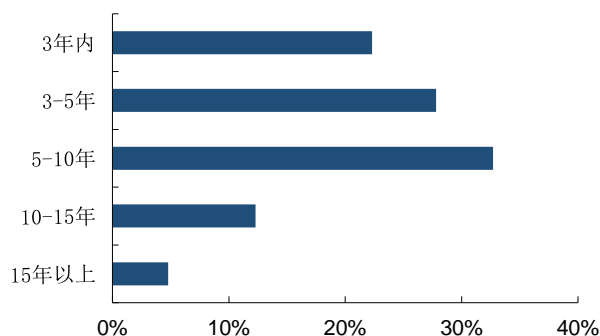
资料来源：Statista，信达证券研发中心（数据包括弹簧、泡沫和乳胶床垫，不包括水床垫、气动床垫和床架。）

2.2.2 改善需求增加，渗透率、集中度仍有提升空间

床垫更换频次对比发达国家略低，改善需求有望增加。根据红星美凯龙携手优居研究院及腾讯家居贝壳联合发布的调研报告《2021 床垫新消费趋势报告》，49.8%受访者正在使用超过 5 年的床垫，其中 70、60 后正在使用 10 年以上的床垫的比例为 28.6%和 21%，对比美国消费者，70%的美国家庭表示平均约三年会更换一次床垫，约 20%的使用者认为床垫的使用周期最好不超过三年。随着消费水平提高以及消费观念转变，床垫更换频次有望提高，改善需求占比的提升有望削弱床垫消费的地产周期性。

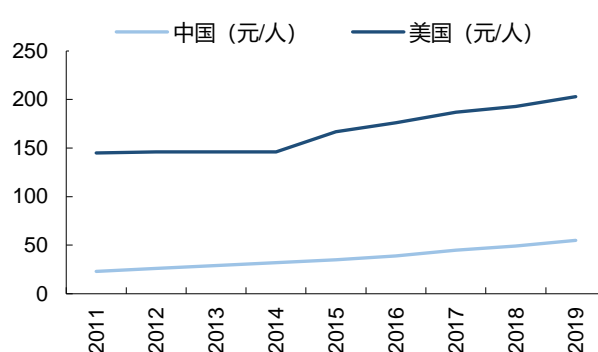
与发达国家相比，床垫渗透率仍有较大提升空间。由于我国国内床垫消费者更换频次与发达国家具有较大差异，我国床垫渗透率与发达国家差距较大，人均床垫消费水平仍然较低，根据华经产业研究院整理 CSIL 数据，2019 年发达国家床垫渗透率达到 85%，而中国床垫渗透率为 60%，中国人均床垫保有量仅约 0.5 张、美国则有约 1.3-1.5 张。随着我国城镇化率以及人均可支配收入的提升，更多消费者将具有品牌床垫的消费能力，软体家居市场有望迎来消费升级，伴随渗透率提升，床垫需求未来潜力巨大。

图 22：我国床垫消费者更换周期较长



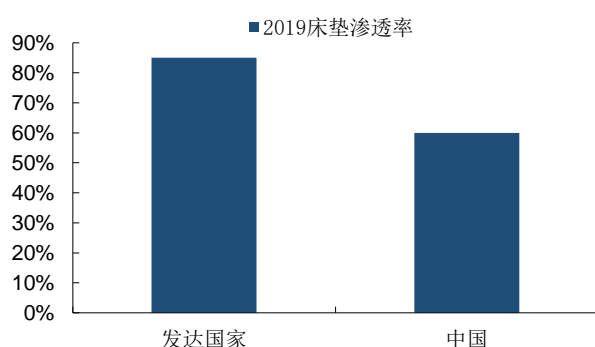
资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，信达证券研发中心

图 23：中美人均床垫消费水平



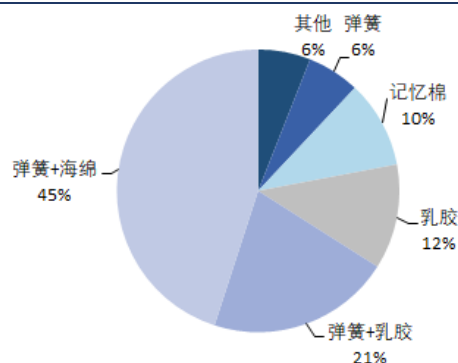
资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 24：我国床垫渗透率提升空间较大



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 25：2020 年中国记忆绵床垫渗透率仅 10%

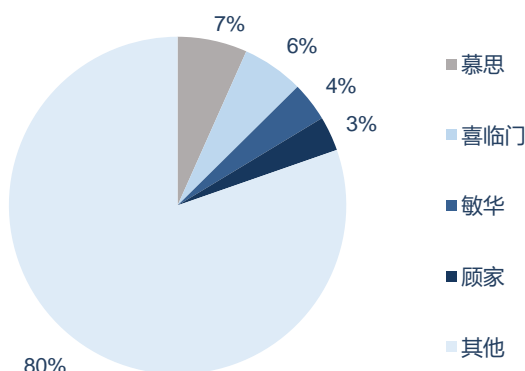


资料来源：头豹研究院，信达证券研发中心

床垫市场集中度对比发达国家较分散，未来格局改善头部公司份额有望提升。据我们对床具（床垫+软床）行业空间以及上市公司相关产品的内销收入计算，2021 年我国床具市场 CR4 占比为 20%，其中慕思、喜临门、敏华、顾家家居的市占率分别为 6.7%、5.9%、3.8%、3.3%。据 FurnitureToday 数据统计，美国床垫市场 CR4 销售份额为 39%，前 15 的床垫企业销售额占比 58%，相比美国床垫市场，我国床垫市场集中度未来提升空间较大。由于床

垫标品属性较强，龙头公司有望凭借品牌力、供应链优势以及规模效应快速提升份额。

图 26：我国床垫市场竞争格局-2021



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

三、公司分析：产能全球化布局，自主品牌成效初现

在“产能全球化，品牌国际化”的战略指导下，公司海外基地布局明显领先行业，目前已形成国内外六大生产基地，美西产能扩建爬坡有效帮助公司对冲贸易摩擦风险并扩大外销份额。同时，公司内外销积极从 ODM 向 OBM 转型，通过海外销售平台、收购海外零售渠道等方式，进一步深化自主品牌的全球化布局；内销市场门店已达千家，2022 年目标开店 600 家，并拓展酒店合作渠道和电商渠道，建立多元化的销售网络。

公司 2021 年因内外部多重因素扰动盈利承压，进入 2022 年下半年，海外疫情扰动、新产能爬坡、原材料运费、汇率等因素均呈现边际改善趋势，为公司盈利带来较大弹性，利润端有望逐步迎来修复。

3.1 六大生产基地应对美国贸易制裁冲击

目前公司已形成中国、塞尔维亚、西班牙、泰国、美东（南卡罗来纳）、美西（亚利桑那）六大生产基地的全球布局。其中西班牙、美国基地床垫主要供给美国，塞尔维亚基地床垫供给欧洲，泰国主要向欧美供应枕头、薄垫等配套品和电动床，国内产能主要供国内、欧洲、美国不在反倾销内产品和部分电动床、沙发。其中美西工厂仍在产能爬坡中。

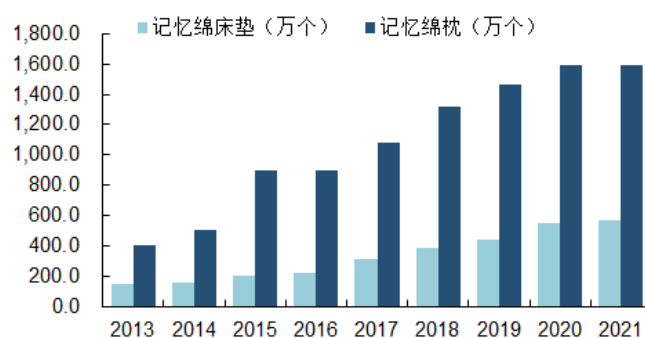
表 2：公司各工厂情况-22Q1

工厂	设计产值（亿元）	产能（张/日）	产品	供应地区
中国	60	-	厚床垫、配套品、电动床、沙发	国内、欧洲、美国不在反倾销内产品
塞尔维亚	8-10	4000	厚床垫	欧洲
泰国	8-10	-	配套品、电动床、沙发	欧洲、美国
美东（南卡罗来纳）	8-10	4000	厚床垫	美国
美西（亚利桑那）	8-10	2000	厚床垫	美国
西班牙	8-10	3000	厚床垫	美国

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

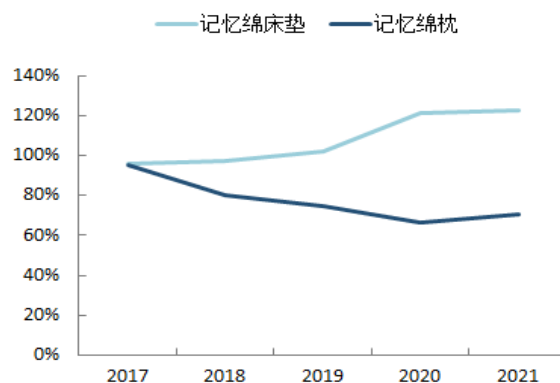
分产品看，公司产能主要为记忆绵床垫、记忆绵枕，产能利用率高。截止 21 年，公司拥有记忆绵床垫年产能 568 万个，记忆绵枕 1598 万个，记忆绵床垫产能利用率逐年提高并维持满产。另外，公司拥有功能床年产 80 万张以及功能椅年产 16 万张的产能，对应电动床 21 年产能利用率为 63%。

图 27：公司 17-21 各产品产能情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：公司主要产品产能利用率较高且维持稳定



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2019-2021 年美国两次对进口厚床垫增收反倾销税，并对薄垫、枕头、沙发、电动床等配套品加征关税，公司通过全球多地产能布局灵活应对。公司在国内、泰国及塞尔维亚的相关子公司均受反倾销税及加征关税影响，高额税费下从该等地区出口美国已不具备经济性。因此目前公司出口美国厚床垫产品的生产或部分生产环节转移至美国、西班牙基地。

表 3：美国反倾销对公司影响

主营产品	产品出口至美国需被加征税费情况
床垫-厚垫	25%加征关税+57.03%的反倾销税+97.78%的反补贴税
	25%加征关税+162.76%的反倾销税
	反倾销税 763.28%
	反倾销税 112.11%
床垫-薄垫	15%累计加征关税
枕头	15%累计加征关税
沙发、电动床等家具类产品	25%累计加征关税

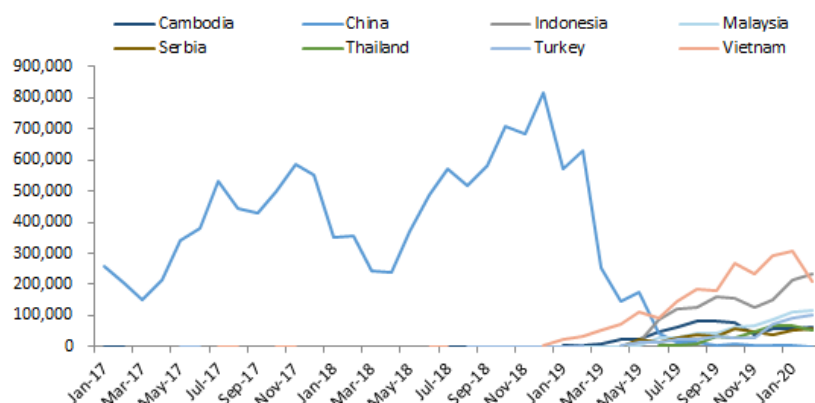
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

美国商务部数据显示，贸易摩擦为美国床垫市场带来供给缺口超 600 万张，为在美布局产能的 ODM 企业带来增量空间。2021 年初美国第二轮反倾销裁定落地，除上一轮对中国制裁外，新增对柬埔寨、印尼、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其、越南 7 国征收高额关税。据美商务部统计，2019 年制裁内 8 国床垫出口至美国总量超 600 万张，按 250 美元/张产值计，制裁金额超 100 亿人民币。制裁后从该 8 国出口床垫已不具备经济性，产能将向欧洲、美国等未制裁地区转移。

但目前公司美国、西班牙产能仍不足以覆盖公司在美国市场的订单需求，且随着公司在美国

市场的进一步开拓，未来美国市场的需求仍将进一步提升，公司现有的产能配置将限制公司营业规模的进一步扩张。

图 29：2019 年美国从 8 国进口床垫量超 600 万张



资料来源：美国商务部，信达证券研发中心

为进一步应对后续可能的第三轮反倾销，公司于 2021 年发布第二次增发预案，拟募资 12.85 亿元投建美西（二期）产能及国内配套品产能等项目。

1) 以 2.6 亿元募资额用于美西（二期）建设，同时拟将上次定增塞尔维亚（三期）基地建设剩余 1.9 亿元资金投至美西扩建，同时，塞尔维亚（三期）生产基地已建设完成的部分产能可以满足除美国外其他市场的需求，不存在产能闲置的情形。

2) 以 4.6 亿元募资额，0.85 亿自有资金用于国内布套、弹簧网等家具产品配套生产基地建设。由于公司目前的配套品无法满足订单增长，部分采取外协加工，存在无法按时供货的风险；同时布套等配套品属于人力密集型生产，在全球各基地本地配套相应产能不具备经济性，因此公司计划在国内建设统一的配套产品生产基地，有效提高家居配套产品的规模化生产水平和生产效率，进一步提升公司产品品质和市场竞争力，为公司全球业务的战略性、开拓提供有效保障。

3) 以 1.85 亿元用于智能化、信息化升级改造项目。通过配置升级版 SAP 服务器及相应软件等国内外先进的软硬件设备，改善运营中软硬件实力，向公司其他板块进行管理模式输出，提升公司统一管控能力；建立与公司未来发展规模相适应的全渠道数字化营销系统；进一步全面深化 RFID（无线射频识别）的应用，降低数据差错率，推动生产制造与信息化、自动化的融合，打造数字化、智能化工厂。

表 4：公司定增募投项目

项目名称	募集资金（万元）	募集资金用途变更（万元）	自有资金（万元）	合计投资额（万元）
第一次增发（2020 年 12 月增发上市）				
美国南卡罗来纳生产基地建设项目	35,000	5,941		29,059
塞尔维亚（三期）生产基地建设项目	25,000	13,426		11,574
补充流动资金	9,325			9,325
合计	69,325	19,367		49,958
第二次增发（2022 年 5 月增发预案修订稿公告）				
国内家居产品配套生产基地项目	45,900		8,537	54,437
美国亚利桑那州生产基地扩建项目	25,663	19,367		45,031
智能化、信息化升级改造项目	18,500			18,500

补充流动资金	38,500		38,500
合计	128,563.49		156,467.49

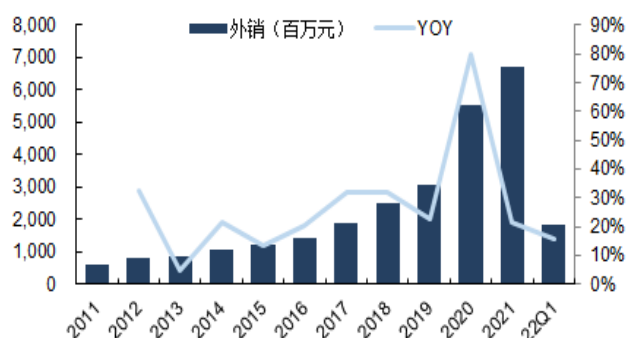
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 外销 ODM 基本盘稳固，内销掘金大市场

3.2.1 外销：北美持续产能建设，欧洲短期承压

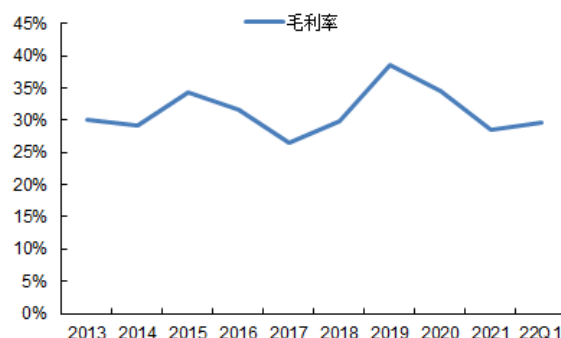
公司外销业务占比超八成，2011-2021 年公司外销规模持续扩大，收入 CAGR 达 27%。公司 20 年外销快速增长主要受益于塞尔维亚、泰国、美国等多地产能投产；21 年外销营业收入为 67.27 亿元，同比增长 21.31%。外销毛利率在 30%左右波动；22Q1 毛利率为 29.71%，同比-1.11pct，环比 FY21+1.19pct，实现环比修复。

图 30：2011-2021 年公司外销收入 CAGR 达 27%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31：公司 22Q1 毛利率有所修复

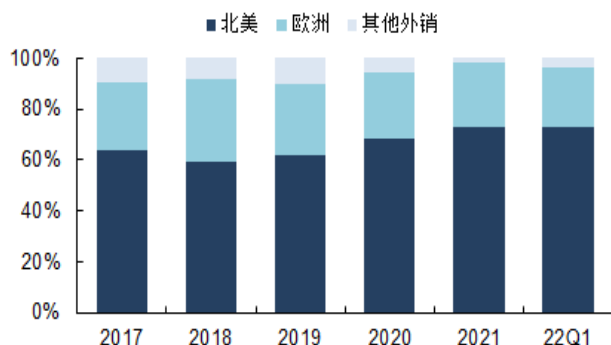


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司外销主要销往北美和欧洲，22Q1 北美、欧洲、其他海外收入分别占比 73%、23%、4%。1) 北美：扣除 2020 年并购美国 Mor 带来的 12.5 亿元收入，北美内生增速在 17-21 年基本保持在 20%-30%左右，22Q1 实现收入 13.43 亿元，同比增长 23%。未来随着美西现有产能爬坡及二期产能建设，有望保持较快增长趋势。

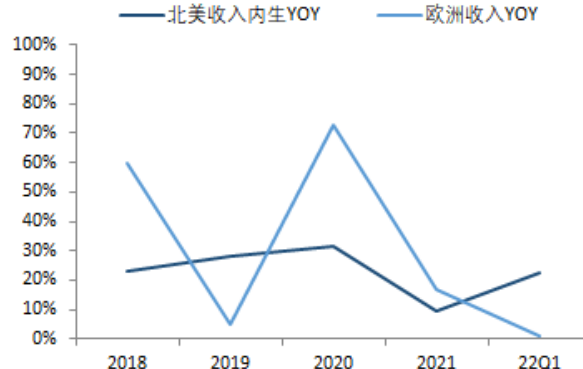
2) 欧洲：欧洲收入 2020 年同比增 73%，主要由于塞尔维亚工厂三期投产后显著放量，恒康塞尔维亚收入同比增长 35%；但 2021 年由于海外疫情封锁叠加第二轮反倾销制裁落地导致塞尔维亚出现阶段性亏损，塞尔维亚收入同比下滑 38%，欧洲地区收入有较大的下滑，21H2-22 年随着海外疫情封控解除及出货调整，塞尔维亚工厂生产有望逐步修复。

图 32：公司北美、欧洲、其他占外销收入比重

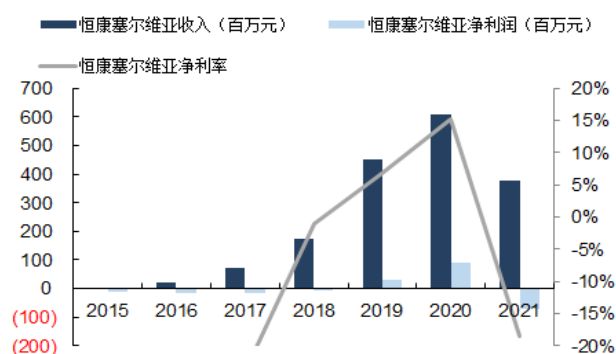


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

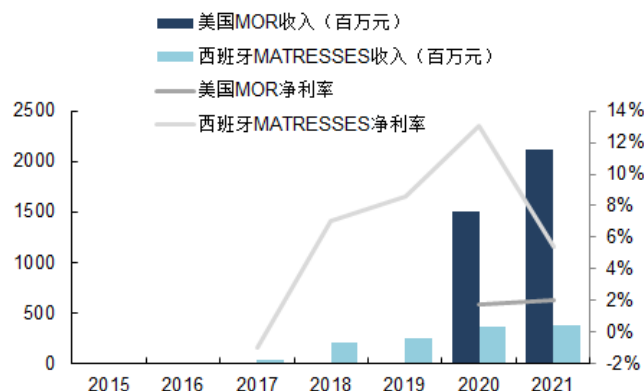
图 33：公司北美收入内生增长与欧洲收入同比增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34：恒康塞尔维亚收入、净利润与净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 35：美国 Mor 与西班牙 Matresses 收入与净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司外销业务的扩展包括内生产能建设与外延零售商并购，并从 ODM 为主向自主品牌扩展，公司外销模式主要分为 ODM、自主品牌及跨境电商。

1) ODM：公司多年国际市场的开拓与发展，在境外已形成了强大的营销网络体系，拥有较为稳定的客户群体，为 Walmart、JYSK 等知名企业提供 ODM 产品。该等优质客户市场竞争力强，产品需求量稳定，为公司业务的发展奠定了基础；同时，该等客户对产品设计和质量等方面要求严格，产品附加值较高，保证了公司较高的盈利水平。

2) 自主品牌 (OBM)：为快速打开境外自主品牌市场，构建境外供应链体系，公司采取自主团队运营+经销+收购境外销售渠道 3 种运营方式。其中，自主团队运营即通过建立公司的海外销售平台开展自主品牌运营活动，如 Mlily USA 销售平台。经销即通过寻找海外合作伙伴，进行区域授权，开展区域内的品牌推广、产品销售及服务。收购境外销售渠道即公司通过收购美国 MOR、西班牙 MATRESSES 等境外销售渠道，直接将自主品牌商品销售给消费者；截止 22Q1，MATRESSES 共拥有 94 家直营门店，美国 Mor 拥有 38 家直营门店。

3) 跨境电商：基于工厂成本优势和产品供应链优势，通过亚马逊（北美站、欧洲站，日本站）、速卖通、1688 国际站等销售平台，产品出海直面消费者的销售模式。

表 5：公司海外布局项目

时间	海外布局项目	投资额 (万元)	投资完成后占被投资公司的权益比例 (%)	主营业务
2013 年	收购恒康塞尔维亚 90% 的股权，定位为欧洲及附近地区的研发、生产和销售全业务平台		90%	制造业
2015 年	塞尔维亚的（一期）生产基地建设工程落地建设			制造业
2017 年	收购西班牙思梦 Matresses，整合其西班牙的生产基地及销售渠道	9,325	70%	制造业、零售业
2018 年	塞尔维亚（二期）生产基地也竣工投入使用			制造业
	欧缦	1,330	15%	零售业
2019 年	塞尔维亚（三期）扩建项目推进，2020 年投产			制造业

	美东（南卡罗来纳）生产基地建设项目开启，2021 年达产			制造业
	泰国里高生产基地，2020 年投产	11,089	江苏里高持股 98%、梦百合股权投资持股 1%	制造业
2020 年	收购美国家居连锁零售商 Mor	35,758	85%	零售业
	新布局西班牙新产能进入试生产阶段，2021 年达产			制造业
	欧缦新增 12.97%股权投资	1,090	27.97%	零售业
2021 年	美西（亚利桑那）生产基地投产，美西（二期）扩产启动			制造业
	收购恒康塞尔维亚少数股东持有的 10%股权		100%	制造业
	西班牙思梦 Matress 新增 10%股权投资		80%	制造业、零售业

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2.2 内销：多渠道布局，打造自主品牌

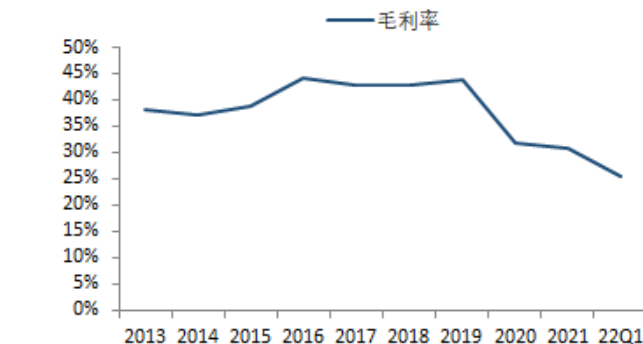
公司内销业务占比约二成，2011-2021 年公司内销收入 CAGR 达 45%。2021 年公司内销收入达 11.85 亿元，同比增长 46.46%。22Q1 由于国内疫情多点散发冲击线下零售及下游需求，内销收入 2.33 亿元，同比下滑 1.67%。毛利率端，22Q1 由于上游成本上涨以及收入端下滑，公司内销毛利率环比-5.17pct、同比-4.03pct 至 25.58%。

图 36：2011-2021 年公司内销收入 CAGR 达到 45%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：公司内销毛利率自 2020 年下滑



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司内销自主品牌渠道主要分为门店直营、门店经销、电商、酒店，另外内销约有 30% 大宗 ODM 等业务。自主品牌方面，公司秉承建立成为全球记忆绵领导品牌的愿景，逐步建立“MLILY”、“Mily 梦百合”、“零压房”等自主品牌体系，其中“MLILY”品牌被评为江苏省重点培育和发展的国际知名品牌、商标被评为江苏省著名商标。

图 38：公司 2019-22Q1 内销分渠道占比

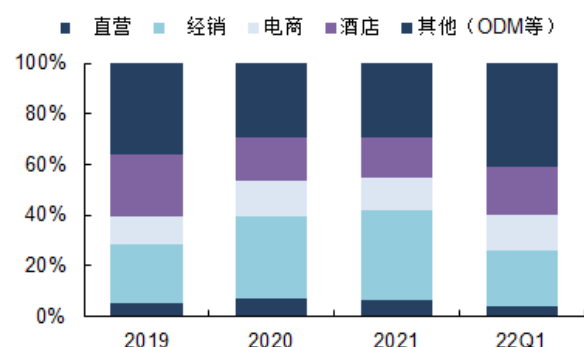
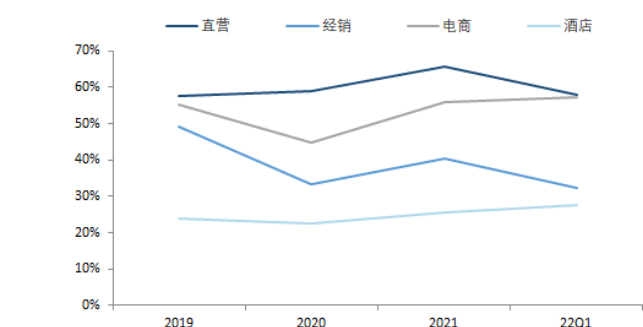


图 39：公司品牌内销各主要渠道毛利率情况



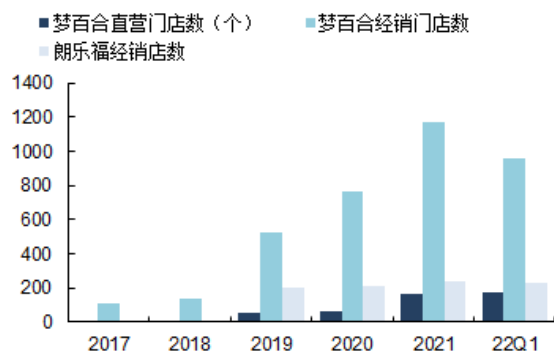
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1) 直营：由公司及销售子公司通过开设直营门店或专柜，将自主品牌商品销售给消费者。直营店及专柜一般选址在一、二线城市的核心商场开设，其品牌形象宣传作用及门店示范作用较强。21年公司直营占内销比重约6.5%，同比增38%至7700万元。22Q1由于疫情影响直营销售有较大同比下滑。门店数量方面，22Q1全国共有梦百合直营门店173个，环比增长11个。

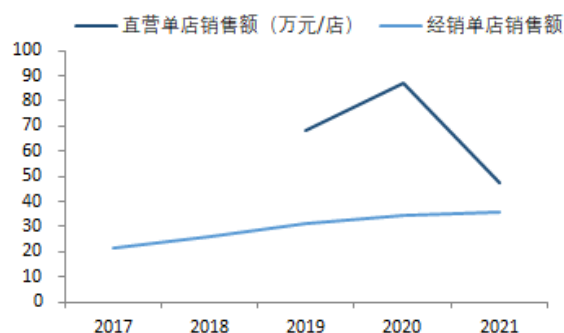
2) 经销：公司授权符合条件的经销商在代理区域内销售公司产品，以省级、地级市、县级市、单店为单位授权区域品牌，同时公司提供渠道、运营、培训、活动、品牌推广等支持服务。21年公司经销（含梦百合自主品牌和非自主品牌）占内销比重约35%，其中梦百合自主品牌内销的经销渠道同比增长88%至2.46亿。22Q1自主品牌经销渠道同比增长18%，截止22Q1全国梦百合经销门店数量达960个，环比减少21个。

图 40：公司内销品牌经销与直营门店个数



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41：公司梦百合直营及经销门店单店销售额



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3) 电商：公司通过在天猫商城、京东商城等电商平台开设天猫 MLily 旗舰店、天猫梦百合旗舰店等品牌直营店进行线上销售，全面打造国内市场线上线下融合的消费体验。公司电商渠道持续深耕线上线下一体化的新零售模式，并成功打造出0压智能床、朗怡0压厚垫等天猫店铺爆品。21年公司电商占内销比重约13%，实现同比增长39%至1.57亿元。22Q1国内电商渠道保持增长韧性，实现25%同比增长。

4) 酒店：多场景、重体验，公司与众多品牌酒店达成合作，以“梦百合零压房”为切入点，打造体验式消费场景的销售模式，同时与酒店集团开展B2B集采销售模式。公司持续拓展酒店渠道，与携程持续深化战略合作，联手OTA平台、酒店共同升级打造“梦百合0压房”模式，截至21年底，0压房房间数量累计突破100万间，强化用户体验，实现公司产品对商旅人士的消费渗透，建立更广泛的兼具品牌体验、产品推广与销售的渠道。21年公司酒店占内销比重约16%，实现同比增长30%至1.84亿元。

图 42：梦百合零压房合作模式



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司在品牌建设与营销推广上积极布局，打造“致力于提升人类的深度睡眠”的企业使命。基于“梦百合 0 压床垫，压力小，睡得好”的产品定位和传播创意，公司升级 IP 形象，更新品牌识别标准，推动新形象在线下零售渠道、电商渠道、0 压房渠道及全球市场应用，树立统一、专业的品牌形象。另外建立梦百合品牌营销日历，围绕各营销节点，积极开展品牌 IP 活动，同步实现了品牌推广、终端销售与产品推广；在高铁站、航空杂志、户外商圈等投放品牌广告，渗透更广泛的人群，提高品牌知名度；从内容和创意出发，利用小红书、抖音、B 站等平台 and 品牌用户进行强效的社交互动和沟通，持续输出品牌文化理念，沉淀品牌资产。

图 43：公司各大营销节活动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 44：公司品牌建设示意图



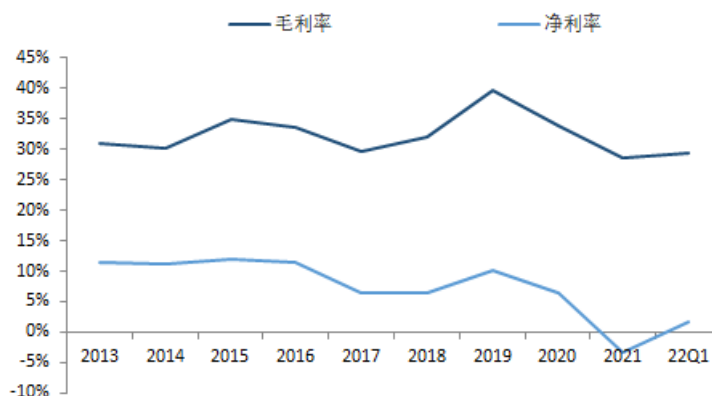
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 成本端多因素边际改善，盈利有望修复

多重因素扰动盈利端承压，22Q1 环比改善。2021 年公司整体毛利率为 28.5%，同比下滑 5.4pct，22Q1 毛利率 29.2%环比修复。公司毛利率 2020 变化主要由于运杂费从销售费用调整至营业成本所致，撇除该项影响公司当年毛利率基本持平；2021 年毛利率下滑主要由于美西工厂投产初期仍在爬坡以及塞尔维亚工厂疫情封锁受阻产能利用下滑。

2021 年公司净利率为-3.3%，同比下滑 9.7pct，22Q1 净利率 1.7%环比修复。2020 年净利率下滑主要由于人民币快速升值下汇兑损失增加；2021 年亏损主要由于毛利率下滑较大，另外公司当年计提预计负债损失 1.1 亿元，计入营业外支出。

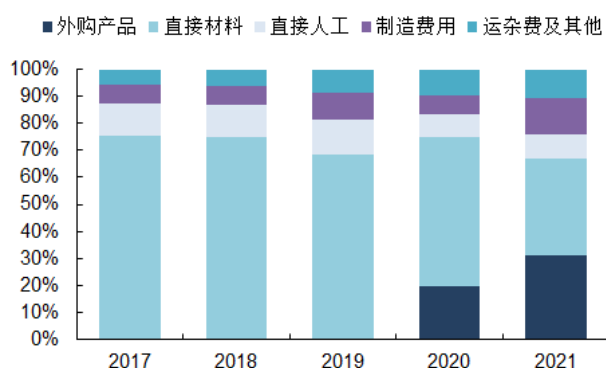
图 45：公司 2020-2021 年毛利率与净利率下滑较大



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

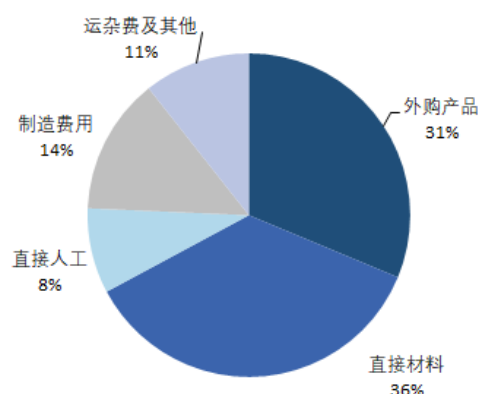
公司营业成本的构成中外购产品及直接材料占比较大。2021 年外购产品、直接材料、直接人工、制造费用、运杂费及其他分别占营业成本比重为 31%、36%、8%、14%、11%。其中外购产品主要为 Mor 对外采购家具的成本。

图 46：公司主营业务成本结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

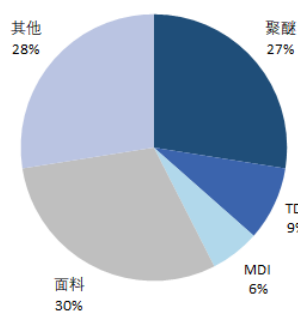
图 47：公司主营业务成本构成-2021 年



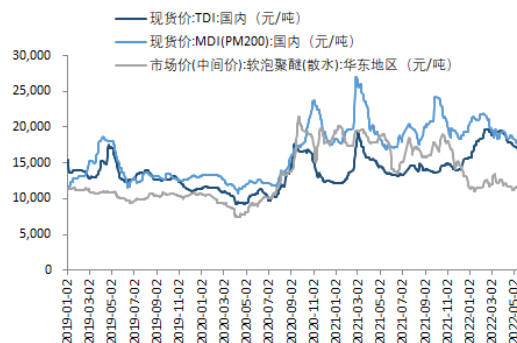
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从直接材料成本看，公司生产所需的主要原材料包括聚醚、MDI、TDI 等化工原料和面料，据头豹研究院计算该等材料占直接材料比重分别为 27%、9%、6%、30%。石油价格的波动以及原料市场供需情况将导致该等原材料价格的波动。由于公司主要上游原材料行业集中度较高，中游床垫品牌对上游原材料的议价能力较弱。

聚醚、MDI、TDI 价格自 2020 年 7 月起快速抬升，并在 2021 年维持高位震荡，自 2022 年 2 月开始有所回落。根据公司财务数据测算，2020、2021 年公司外购产品+直接材料成本占营业收入分别达 48.06%、46.45%，同比变化+3.12pct、-1.61pct，预计 2022 年随着原材料价格回落，毛利率有望持续修复。

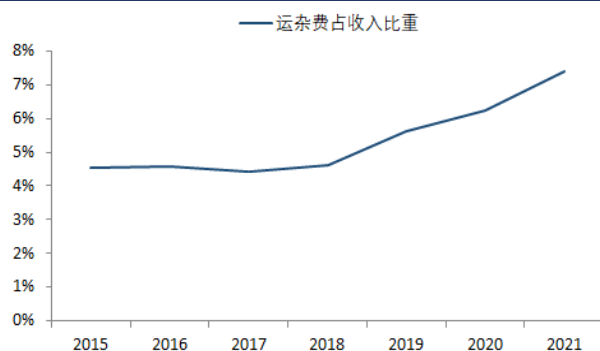
图 48：记忆绵床垫的直接材料成本结构-2020 年


资料来源：头豹研究院，信达证券研发中心

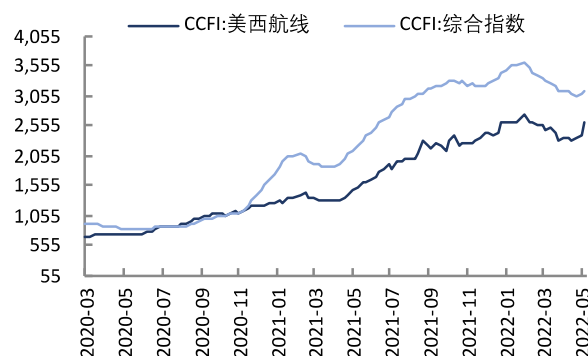
图 49：聚醚、MDI、TDI 原材料价格情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从海运费看，公司 2020-2021 年运杂费占收入比重分别为 6.23%、7.37%。2020 年初至 2021 年底，CCFI 海运费指数持续上涨，自 2022 年初出现向下拐点，而 4-5 月由于中国疫情冲击有所反弹。尽管在 FOB 结算模式下，海运费可向下游客户传导，但运费指数向下反映出全球供应链的相对改善，对公司整体的盈利改善仍具有积极意义。

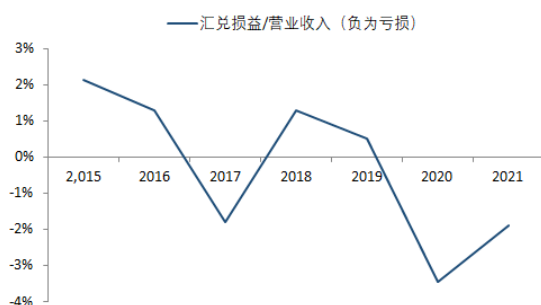
图 50：公司运费占营业收入比重持续上升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

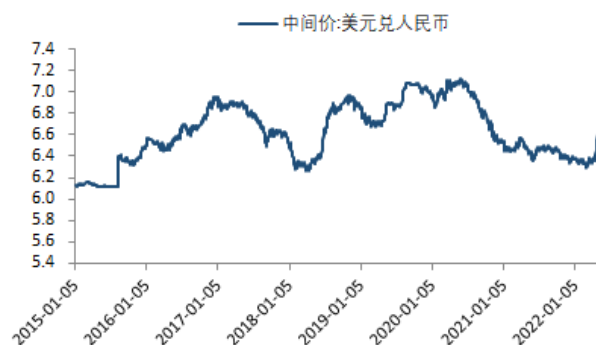
图 51：2022 年初海运费价格开始下降


资料来源：Wind，公司年报，信达证券研发中心

从美元对人民币汇率看，公司汇兑损益对净利率端的影响较大，2020 年随着美元兑人民币汇率快速下行，美元贬值之下公司当年汇兑损失 1.05 亿元，占收入比重达 3.45%；2021 年美元汇率仍在低位盘整，公司当年亦实现汇兑亏损。而进入 2022 年 4 月，美元汇率开始快速上行，在 Q2 美元强势的背景下，我们预计将为公司产生一定汇兑收益，为净利率端带来一定修复。

图 52：公司汇兑损益/营业收入随美元对人民币汇率波动


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 53：2022 年美元进入升值区间


资料来源：Wind，信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

盈利预测核心假设：1) 考虑今年美国需求变化趋势，以及未来公司美西基地产能逐步达产贡献，假设 2022~2024 年美国业务收入分别同比增长 8%、15%、15%，欧洲收入分别同比增长 20%、15%、15%。2) 随着国内开店持续较快发展，假设 2022~2024 年直营门店每年净增 5 家，经销门店分别净增 500、300、300 家，考虑 2022 年初疫情冲击单店提货额下滑，2023-2024 年直营、经销单店分别恢复年均 10%、5% 增长。3) 2020~2022 年内销电商收入分别增长 35%、30%、30%，大宗业务等收入分别同比增 25%、30%、30%。4) 成本控制和规模效应下毛利率预期基本稳定，2022~2024 年毛利率维持在 30% 左右，效率提升带来费用率稳定改善。

表 6：盈利预测简表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,832	6,530	8,139	9,698	11,396	13,392
%增长率	25.6%	70.4%	24.6%	19.2%	17.5%	17.5%
营业成本	2,310	4,315	5,822	6,740	7,943	9,361
%销售收入	60.3%	66.1%	71.5%	69.5%	69.7%	69.9%
毛利	1,522	2,215	2,317	2,958	3,453	4,031
%销售收入	39.7%	33.9%	28.5%	30.5%	30.3%	30.1%
销售费用	625	882	1,314	1,455	1,709	2,009
%销售收入	16.3%	13.5%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	225	461	664	684	804	945
%销售收入	5.9%	7.1%	8.2%	7.1%	7.1%	7.1%
研发费用	101	110	124	148	174	204
%销售收入	2.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用	30	250	304	251	255	266
%销售收入	0.8%	3.8%	3.7%	2.6%	2.2%	2.0%
营业利润	496	515	-208	387	480	580
%增长率	105.2%	3.9%	-140.3%	286.4%	24.0%	20.7%
归属于母公司的净利润	374	379	-276	334	418	507
净利率	9.8%	5.8%	-3.4%	3.4%	3.7%	3.8%
%增长率	100.8%	1.3%	-172.8%	221.2%	25.0%	21.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产能全球化、品牌国际化，攻坚求进再出发。公司上市以来持续布局海外产能和渠道，全球化布局领先，随着海外基地运营管理逐步走上正轨，通过持续提效降本，未来海外工厂效率仍有提升空间。内销市场空间广阔，稳步门店扩张的同时积极拓展多渠道，延伸沙发、电动床等品类，打造新增长驱动。进入 2022 年下半年，我们认为随着压制利润的多重因素边际改善，未来盈利有望逐步迎来修复。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.34/4.18/5.07 亿元，分别同比增长 221%/25%/21%。目前股价对应 2022 年 PE 为 17x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：可比公司相对估值表

公司名称	股价	市值	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB
	2022/6/17	(亿元)	2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)
欧派家居	126.10	768.1	31.3	36.5	24.5	21.0	5.2
索菲亚	22.28	203.3	14.4	15.7	14.2	13.0	3.9

顾家家居	65.01	411.0	20.0	24.8	20.5	16.6	4.9
曲美家居	9.26	53.7	4.5	6.2	11.9	8.7	2.5
喜临门	31.17	120.8	7.0	8.4	17.3	14.4	3.7
平均					17.7	14.7	4.1
梦百合	11.75	57.2	3.3	4.2	17.1	13.7	2.0

资料来源: wind, 信达证券研发中心

五、风险因素

1、原材料价格波动风险。公司生产所需的主要原材料包括聚醚、TDI 等化工原料和面料，石油价格的波动以及原料市场的影响会导致该等原材料价格的波动。由于公司报价调整相对于原材料价格波动具有一定的滞后性，因此在原材料价格大幅上升时，公司产品的市场竞争力及利润水平将受到不利影响。公司将持续关注原材料价格的变化趋势，做好敏感性分析，继续加强采购及成本控制，通过与供应商建立战略合作伙伴关系，消化原料价格的上涨因素；通过技术改进和提升，降低原材料的耗用；适时增减原料库存，降低价格波动对公司经营业绩带来的影响。

2、国际贸易摩擦风险。2018 年以来，国际贸易摩擦不断升级。（1）美国反倾销调查。2019 年底，美国商务部和美国国际贸易委员会对 2018 年下半年启动的进口自中国的床垫反倾销调查发布终裁结果，公司及子公司江苏里高适用的反倾销保证金比例分别为 57.03%和 162.76%。2020 年上半年，美国还对进口自中国、柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南的床垫启动反倾销调查，2021 年 3 月，终裁结果公布，恒康塞尔维亚、泰国里高分别适用 112.11%、763.28%税率。（2）美国加征关税。自 2018 年 9 月开始，公司境内生产基地向美国地区出口的部分床垫以及沙发等其他家具产品陆续被加征关税。目前公司境内生产基地向美国地区出口的记亿绵厚垫、沙发及电动床等家具制品的额外关税税率为 25%。针对国际贸易摩擦，公司已将受上述影响的产品的生产转移至海外生产基地进行。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,850	4,423	4,801	5,634	6,615
货币资金	1,071	994	843	993	1,170
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	997	1,125	1,311	1,546	1,821
预付账款	110	120	139	163	193
存货	1,368	1,939	2,245	2,646	3,118
其他	305	244	265	287	313
非流动资产	3,226	4,776	4,710	4,724	4,721
长期股权投资	71	71	71	71	71
固定资产(合计)	1,726	2,396	2,394	2,413	2,396
无形资产	180	197	217	238	259
其他	1,249	2,112	2,028	2,002	1,995
资产总计	7,076	9,199	9,512	10,359	11,336
流动负债	2,683	4,190	4,266	4,821	5,448
短期借款	1,112	1,610	1,374	1,529	1,685
应付票据	0	23	26	31	36
应付账款	934	1,493	1,728	2,037	2,400
其他	638	1,064	1,138	1,225	1,326
非流动负债	700	2,015	2,015	2,015	2,015
长期借款	593	785	785	785	785
其他	106	1,229	1,229	1,229	1,229
负债合计	3,383	6,205	6,281	6,836	7,462
少数股东权益	137	87	80	71	60
归属母公司股东权益	3,557	2,907	3,151	3,451	3,813
负债和股东权益	7,076	9,199	9,512	10,359	11,336

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,530	8,139	9,698	11,396	13,392
同比(%)	70.4%	24.6%	19.2%	17.5%	17.5%
归属母公司净利润	379	-276	334	418	507
同比(%)	1.3%	-172.8%	221.2%	25.0%	21.3%
毛利率(%)	33.9%	28.5%	30.5%	30.3%	30.1%
ROE%	10.6%	-9.5%	10.6%	12.1%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	1.01	-0.57	0.69	0.86	1.04
P/E	11.62	—	17.12	13.69	11.29
P/B	1.24	1.97	1.81	1.66	1.50
EV/EBITDA	5.65	17.06	9.87	8.79	7.84

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,530	8,139	9,698	11,396	13,392
营业成本	4,315	5,822	6,740	7,943	9,361
营业税金及附加	24	30	36	43	50
销售费用	882	1,314	1,455	1,709	2,009
管理费用	461	664	684	804	945
研发费用	110	124	148	174	204
财务费用	250	304	251	255	266
减值损失合计	-3	-24	-15	-15	-15
投资净收益	8	18	22	26	30
其他	22	-83	-3	2	7
营业利润	515	-208	387	480	580
营业外收支	-41	-66	-15	-15	-15
利润总额	475	-274	372	465	565
所得税	58	-5	45	57	69
净利润	417	-270	327	409	496
少数股东损益	38	6	-7	-9	-11
归属母公司净利润	379	-276	334	418	507
EBITDA	932	515	881	990	1,107
EPS(当年)(元)	1.01	-0.57	0.69	0.86	1.04

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	583	68	524	554	614
净利润	417	-270	327	409	496
折旧摊销	200	440	246	267	284
财务费用	186	213	159	157	167
投资损失	-8	-18	-22	-26	-30
营运资金变动	-182	-360	-248	-312	-364
其它	-30	63	61	61	61
投资活动现金流	-1,305	-524	-174	-271	-266
资本支出	-886	-530	-196	-296	-297
长期投资	-442	-16	0	0	0
其他	23	22	22	26	30
筹资活动现金流	1,140	364	-501	-133	-171
吸收投资	693	0	0	0	0
借款	2,447	3,152	-237	155	156
支付利息或股息	-77	-283	-265	-288	-327
现金流净增加额	256	-284	-152	150	177

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。