

梦百合 (603313.SH)

2022 年 08 月 19 日

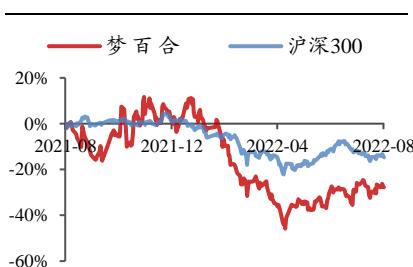
## 记忆绵床垫领先者，内外兼修驱动业绩成长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/8/19
当前股价(元)	12.19
一年最高最低(元)	19.59/9.05
总市值(亿元)	59.16
流通市值(亿元)	59.16
总股本(亿股)	4.85
流通股本(亿股)	4.85
近 3 个月换手率(%)	80.38

## 股价走势图



数据来源：聚源

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

## ● 公司为记忆绵产品龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级

公司卡位记忆绵床垫业务，同时利用较好的品类协同效应发力电动床及沙发业务。公司境外渠道网络布局广泛，产能优势突出，短期在人民币贬值、美联储加息加强原材料成本下行预期及境外产能逐步爬坡释放等多重利好因素下，预计业绩改善可期。我们预测 2022-2024 年归母净利润分别为 3.26/3.95/5.37 亿元，对应 EPS 为 0.67/0.81/1.11 元，当前股价对应 PE 分别为 18.1/15.0/11.0 倍，公司作为记忆绵产品龙头企业，规模及制造优势突出，看好其未来在外围环境改善下的业绩弹性增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

## ● 行业：多因素助推记忆绵床垫市场持续扩容

根据 CSIL 统计的数据，我国床垫行业渗透率为 60%，与发达国家床垫市场 85% 的渗透率相比仍有一定差距，但受益于中国庞大人口基数、城镇化进程加速、消费水平提升、年轻消费群体崛起、睡眠经济兴起等因素，预计中国床垫行业市场规模、渗透率将逐步提升，我们预计到 2025 年国内床垫行业市场规模将超过 2000 亿元人民币，受益于记忆绵床垫良好的透气性、稳定性及符合人体工学等优良特点，外加消费群体对记忆绵床垫认可度的提升，我们预计 2025 年记忆绵床垫渗透率或有望达到 15%，对应市场规模将超过 300 亿元人民币。

## ● 展望 2022：预计外围承压因素逐步释放，盈利修复可期

2022Q1 受境外需求疲软及国内疫情影响，收入增速回落，2022Q1 收入同比 +13.46% 至 21.43 亿元。利润端，随着公司核心原材料聚醚价格的回落，盈利水平逐步修复。站在当前时点看：(1) 公司境外业务预期短期延续承压态势，主要系美国通胀抑制消费叠加下游客户去库存导致美国家居消费需求持续疲软；(2) 国内业务方面下半年是软体家居消费旺季，节假日带来促销活动较多，外加前期客户去库存后压力得到缓解，预期国内业务下半年会得到改善；(3) 利润方面，核心原材料当前偏下行态势，看好公司后续盈利的持续修复。

## ● 风险提示：汇率大幅波动、原材料价格大幅上涨、公司门店拓展不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,530	8,139	9,924	12,009	14,360
YOY(%)	70.4	24.6	21.9	21.0	19.6
净利润(百万元)	379	-276	326	395	537
YOY(%)	1.3	-172.8	218.5	21.0	35.8
毛利率(%)	33.9	28.5	29.5	30.2	31.0
净利率(%)	6.4	-3.3	3.4	3.4	3.9
ROE(%)	11.3	-9.0	10.2	11.3	13.4
EPS(摊薄/元)	0.78	-0.57	0.67	0.81	1.11
P/E(倍)	15.6	-21.5	18.1	15.0	11.0
P/B(倍)	1.7	2.0	1.8	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 记忆绵床垫领域深耕细作，行业领导者 .....	5
1.1、 循序渐进，全球化战略布局清晰 .....	5
1.2、 股权结构集中，便于决策管理 .....	5
1.3、 多因素叠加致短期盈利承压 .....	6
2、 床垫行业持续稳健增长，记忆绵床垫或成消费新风口 .....	10
2.1、 中国床垫行业市场规模将持续扩大，渗透率、集中度有望提升 .....	10
2.2、 床垫市场消费新趋势助力行业发展 .....	12
2.2.1、 中国床垫行业渗透率、人均床垫开支均有望提升 .....	12
2.2.2、 高品质、高性价比家居产品为新适代青年消费首选 .....	13
2.2.3、 睡眠经济兴起推动中国床垫行业发展 .....	14
2.3、 记忆绵床垫优势明显，或成为中国床垫行业新风口 .....	14
2.3.1、 记忆绵床垫透气性、稳定性良好，符合人体工学 .....	15
2.3.2、 记忆绵床垫渗透率仍有提升空间-中美消费市场对比 .....	15
3、 起步 ODM 发力 OBM，第二增长曲线渐成 .....	17
3.1、 ODM 以境外市场为主，产能全面布局抵御外销风险 .....	17
3.2、 OBM 以国内业务为主，产品/渠道/营销全面推进 .....	20
3.2.1、 产品：零压棉床垫优势明显，电动床业务增长可持续性强 .....	20
3.2.2、 渠道：线上、线下同时发力打造多渠道销售网络 .....	23
3.2.3、 营销：产研结合、营销推广三管齐下带动销售增长 .....	26
3.2.4、 内延+外购，加快自主品牌全球化 .....	27
4、 盈利预测与投资建议 .....	30
4.1、 关键假设 .....	30
4.2、 盈利预测与估值 .....	30
5、 风险提示 .....	31
附：财务预测摘要 .....	32

## 图表目录

图 1： 上市以来公司估值受原材料/关税/反倾销等多重因素影响 .....	5
图 2： 董事长持股比例较高为 49.27% .....	6
图 3： 主品牌为 MLILY 梦百合 .....	7
图 4： 记忆绵品类为主要产品 .....	7
图 5： 记忆绵产品合计贡献收入 50%以上 .....	7
图 6： 沙发毛利贡献比重上升明显 .....	7
图 7： 公司营收以境外为主（占比 80%以上） .....	9
图 8： 成本上涨致毛利率承压 .....	9
图 9： 需求疲软致 2022Q1 营收增速回落 .....	9
图 10： 原材料成本下行致盈利改善 .....	9
图 11： 期间费率稳中有降 .....	10
图 12： 2022Q1 毛利率环比修复 .....	10
图 13： 2022 年国内记忆绵制品出口量同比回落 .....	10
图 14： 核心原材料聚醚价格回落 .....	10

图 15: 2010-2020 年全球主要国家床垫行业市场规模稳定上升 .....	11
图 16: 2020 年全球主要床垫消费市场为中、美两国 .....	11
图 17: 2010-2020 年中美床垫行业市场规模持续上升 .....	11
图 18: 2020 年中国床垫企业集中度偏低, CR4 为 19.30% .....	12
图 19: 2019 年美国床垫企业集中度较高, CR4 为 61.30% .....	12
图 20: 预计 2022E-2024E 睡眠经济的兴起将推动床垫行业市场规模持续上升 .....	12
图 21: 2010-2019 年中国城镇化率持续提升 .....	13
图 22: 2013-2020 城镇居民人均可支配收入持续提升 .....	13
图 23: 2012-2022E 年中国城镇中产群体占比提升 40pct .....	13
图 24: 预计 2022-2026 中国人均床垫开支年均增速 10% .....	13
图 25: 2012-2022E 年中国城镇中产群体占比提升 40pct .....	14
图 26: 品质好是新迭代青年选择家居产品的首要标准 .....	14
图 27: 2016-2020 年中国睡眠经济市场规模持续上升 .....	14
图 28: 家具硬件为睡眠经济最主要运营板块 .....	14
图 29: 记忆绵床垫具有透气性、稳定性好, 符合人体工学等优势 .....	15
图 30: 2019 年记忆绵床垫渗透率仍处于较低水平 (10%) .....	16
图 31: 与美国相比, 中国消费者更换床垫周期较长 .....	16
图 32: 2016 年美国消费者最喜爱的床垫材质为记忆绵 .....	16
图 33: 64% 的 40 岁以上美国消费者认为记忆绵床垫能提升睡眠质量 .....	16
图 34: 当前公司整体上以 ODM 业务为主 .....	17
图 35: ODM 业务以外销为主 .....	17
图 36: 公司外销以北美洲市场为主 .....	17
图 37: 公司外销毛利率因地区而异 .....	17
图 38: 产品出口至美国被加征关税的情况 .....	18
图 39: 公司全球产销线路的调整情况 .....	19
图 40: 2013-2021 年梦百合研发费用持续提升 .....	21
图 41: 2016-2021 年梦百合研发团队迅速扩张 .....	21
图 42: 梦百合非温感零压棉技术获得多国专利认证 .....	21
图 43: 梦百合零压棉床垫优势显著 .....	21
图 44: 2014-2020 年中国智能电动床市场规模稳步提升 .....	22
图 45: 中国消费者对智能电动床认知度低 .....	22
图 46: 2017-2019 年美国智能电动床渗透率逐步提升 .....	22
图 47: 2014-2017 年美国智能电动床平均价格逐步下降 .....	22
图 48: 2018-2021 年梦百合智能电动床营收快速提升 .....	23
图 49: 梦百合 0 压智能电动床可自动升降 .....	23
图 50: 梦百合天猫店铺热销床垫集中在 1000-3000 元 .....	24
图 51: 梦百合京东店铺热销床垫集中在 1000 元以内 .....	24
图 52: 2017-2021 年梦百合积极拓展线下门店 .....	24
图 53: 与可比公司相比, 梦百合门店数量仍有提升空间 .....	24
图 54: 梦百合打造 B2B2C、B2B 等酒店端销售模式 .....	25
图 55: 梦百合零压房及床品展示 .....	25
图 56: 梦百合零压房合作模式 .....	25
图 57: 梦百合电商平台提供到店购买模式, 精准引流至线下 .....	26
图 58: 2021 年梦百合广告宣传费用率显著提升 5.31pct .....	26
图 59: 梦百合发布《安睡无压力-国民睡眠健康趋势洞察》报告 .....	26

图 60: 梦百合小红书、抖音平台营销活动	27
图 61: 梦百合积极打造品牌营销日历以扩大品牌知名度	27
图 62: 梦百合联手长城 IP 打造 2022 年 321 全民试睡节	27
图 63: 梦百合使用曼联 IP 形象进行营销推广	27
图 64: 梦百合收购境外公司以布局渠道和品牌	28
图 65: MOR 线上店铺售卖 MILLY 品牌床垫	29
图 66: MOR 线下门店展示	29
图 67: 2017-2020 年西班牙思梦营业收入迅速提升	29
图 68: 2017-2020 年西班牙思梦净利润快速提升	29
图 69: 2021 年 MOR 营业收入达到 21.14 亿元	30
图 70: 2021 年 MOR 净利润达到 0.42 亿元	30
表 1: 股权激励计划已全部完成	6
表 2: 公司境内外销售渠道全布局	7
表 3: 预计记忆绵床垫市场规模持续增长	16
表 4: 公司境外布局五大基地, 产能逐步释放	18
表 5: 公司未来加码布局全球产能	19
表 6: 梦百合床垫价格带最宽, 消费者辐射面较广	20
表 7: 梦百合发力主流电商平台, 积极覆盖各层消费群体	23
表 8: 2018-2021 年梦百合经销渠道持续高效扩张	24
表 9: 梦百合通过境外设立子公司切入自主品牌运营	28
表 10: 可比公司估值概览	31

## 1、记忆绵床垫领域深耕细作，行业领导者

### 1.1、循序渐进，全球化战略布局清晰

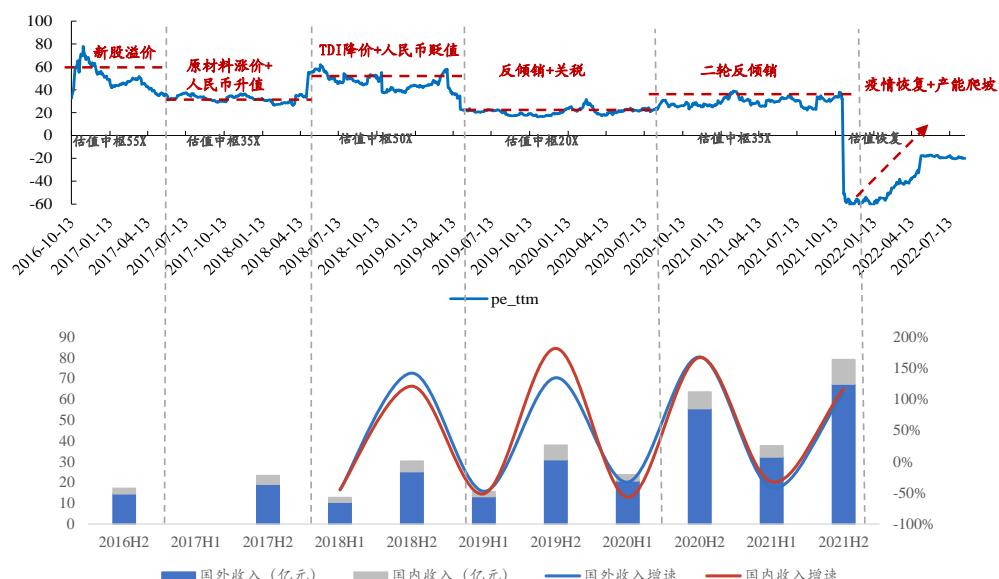
梦百合是国内记忆绵床垫细分赛道的领路者，品牌延伸至全球 73 个国家，横跨东西方五大生产基地，布局全球制造体系。公司发展历程主要分为三个阶段：

(1) 2003-2012 发展初期：2003 年，梦百合家居前身南通恒康海绵制品有限公司成立，开始研究、生产、销售 0 压缩；2008 年 5 月，Mlily 梦百合品牌正式推出，2010 年 5 月更名为江苏恒康家居科技有限公司；

(2) 2013-2016 开启全球化战略布局：2012 年正式登陆美国市场，2014 年进军英国、韩国、日本、德国市场；2015 年 6 月，首个梦百合境外生产基地塞尔维亚工厂正式投产，同年登陆加拿大、澳大利亚市场；同年与索菲亚建立战略合作关系；2016 年 10 月，母公司梦百合家居成功登陆 A 股市场，并投资“绵眠科技”，正式跨入智能家居领域；

(3) 2017-至今 加强全球扩产，obm 加速：2018 年收购西班牙本土品牌 Maxcolch 6 n, 加强梦百合全球布局；2019 年 10 月，收购美国连锁零售商 Mor Furniture, 境外 OBM 业务加速发展；同年，美国工厂开业，全球化进程再迈一步；2021 年和德国家居品牌 MC 达成合作，美国亚利桑那州工厂开业。

图1：上市以来公司估值受原材料/关税/反倾销等多重因素影响

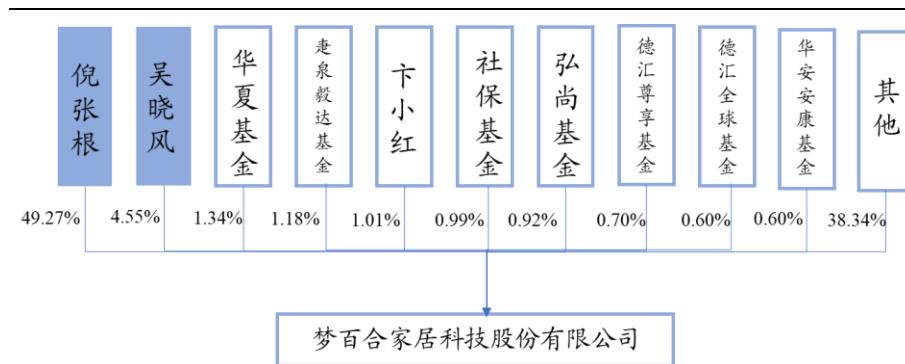


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.2、股权结构集中，便于决策管理

公司股权集中，实控人兼董事长倪张根持股 49.27%，对公司拥有绝对控制权，毕业于同济大学机械设计及制造专业，复旦大学硕士，注重研发设计。其余股东持股均低于 5%，公司第二大股东吴晓风持股 4.55%，与倪张根系表兄弟关系，卞小红持股 1.01%，与吴晓风系夫妻关系。

图2：董事长持股比例较高为 49.27%



资料来源：Wind、开源证券研究所 注：股东持股比例系截至 2022Q1 的数据

公司 2019 年底发布的股权激励计划已于 2021 年底全部完成。解锁条件为 2019-2021 年营收不低于 36/45/55 亿元，同时净利润不低于 3.6/5/8 亿元。2021 年未达到行权条件，故不按比例解除限售股。

表1：股权激励计划已全部完成

激励计划	激励对象	解锁时间	公司层面业绩考核	激励股数
股权激励计划	首次授予：6 名公司高管、首次授予限制股票的限售 57 名中层管理人员和核心技术人员共计 63 人；预留股份授予：中层管理人员、核心技术（业务）人员（共计 27 人）。	首次授予：6 名公司高管、首次授予限制股票的限售 57 名中层管理人员和核心技术人员共计 63 人；预留股份授予：中层管理人员、核心技术（业务）人员（共计 27 人）。	首次授予：6 名公司高管、首次授予限制股票的限售 57 名中层管理人员和核心技术人员共计 63 人；预留股份授予：中层管理人员、核心技术（业务）人员（共计 27 人）。	首次授予：6 名公司高管、首次授予限制股票的限售 57 名中层管理人员和核心技术人员共计 63 人；预留股份授予：中层管理人员、核心技术（业务）人员（共计 27 人）。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、多因素叠加致短期盈利承压

公司致力于睡眠家居产品的研发、生产，是 0 压床垫的开创者：(1) 在品牌方面，公司在国内创设两个品牌，主品牌为 MLILY 梦百合，新创设电商子品牌眯狸，主要面向学生及租房人群；(2) 在产品方面，公司立足于记忆绵产品，包括记忆绵床垫、记忆绵枕头(上市以来记忆绵床垫+记忆绵枕头合计收入贡献稳定在 50%以上)，后于 2018 年向沙发、电动床等品类拓展，沙发/电动床自推出以来在以床垫为核心产品的带动下，销售增长迅速，2018-2021 沙发/电动床营收复合增长分别达到 76.4%/48.7%，未来公司仍将以床垫业务为核心，通过较强的连带作用推动电动床/沙发等的持续增长。

图3: 主品牌为 MLILY 梦百合



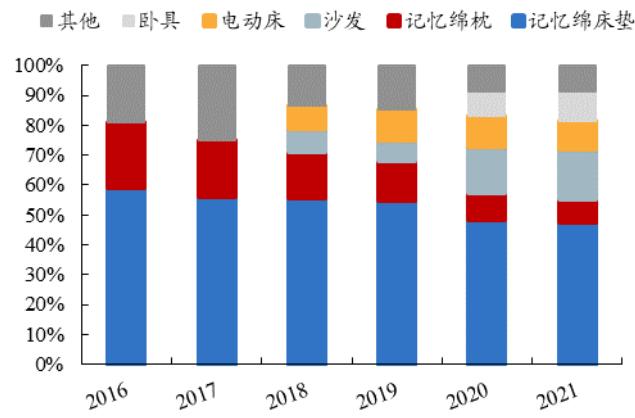
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图4: 记忆绵品类为主要产品



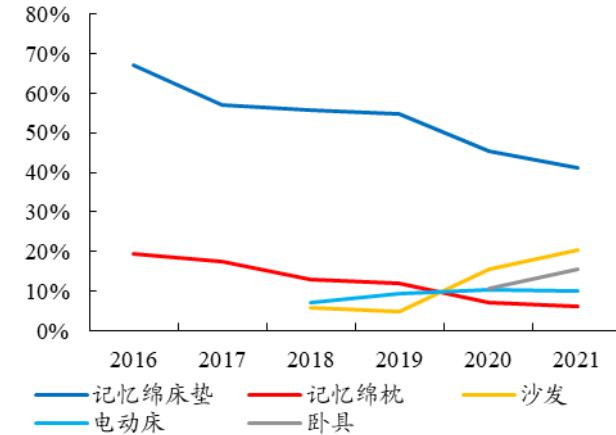
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图5: 记忆绵产品合计贡献收入 50%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6: 沙发毛利贡献比重上升明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

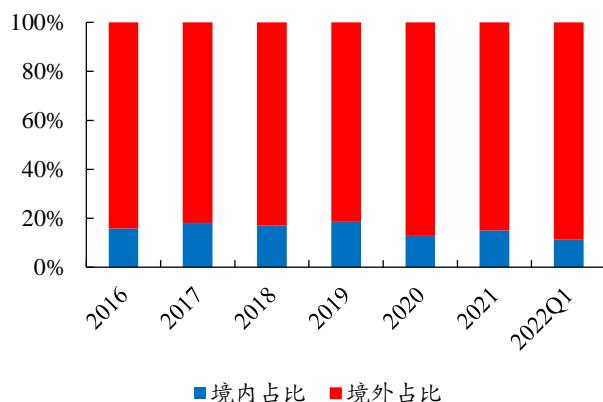
(3) 渠道方面：公司主要为境外记忆绵家居品牌商、贸易商提供代工产品，实行“以销定产”。针对国内外市场采取不同的销售模式，国外市场主要采用“代工+直营+电商”模式，而国内市场主要采用特许加盟模式，此外为提升品牌形象，2017年开拓酒店市场，打造体验式消费场景。整体上，公司营收主要来自境外，境外营收贡献稳定在 80%以上。此外，直营模式、OBM 模式等自主品牌有关模式的毛利率普遍高于 ODM 业务模式。

表2: 公司境内外销售渠道全布局

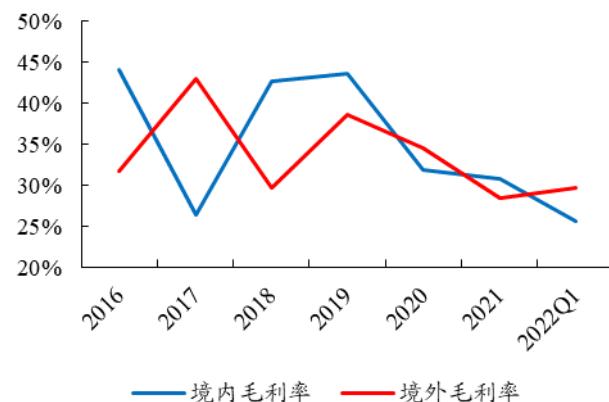
区域	销售渠道	简介	举例	模式	毛利率	备注
境外	家居展会	通过参加境内外家居行业展会与潜在客户沟通并获取订单	科隆家具展、法兰克福家纺展、东京礼品	ODM 模式	28%-34%	合作对象家居贸易商、境外品牌商；其中家居贸易商占比在 54%-66%

区 域	销售渠道	简介	举例	模式	毛利率	备注
境外子公司 销售平台	通过境外子公司拓展境外经销商, 利用经销商销售网络进行销售	美国梦百合通过经销商 SLEEP 在佐治亚州进行销售	OBM 模式, 打开自主品牌市场	34%-52%		
独立门店	直接投资开设或许可他人开设自主品牌专营店, 独立门店一般采用统一的设计方案, 有利于发行人品牌宣传和推广。该渠道下发行人主要采用直营或特许加盟销售模式	上海西藏南路 MLILY 梦百合旗舰店等	直营或特许加盟商	54%-68%		直营模式毛利率
百货商场及 购物中心	通过在百货商场及购物中心开设销售终端进行销售, 选址一般位于一、二线城市的核心商区, 具有客流量较大、宣传效应强等特点。该渠道下发行人主要采用直营或特许加盟销售模式	南京新街口中央商场等	直营或特许加盟商	39%-53%		特许加盟商毛利率
境内 家居卖场	通过进驻专业化的家居卖场进行销售, 家具销售市场的消费者一般具有消费能力较强、消费目的性明确等特点。家居卖场一般具有较高的进入门槛, 对进驻品牌的知名度、品牌形象有一定要求	红星美凯龙、好一家等				
互联网平台	通过各网络销售平台进行自主品牌的推广与销售, 该渠道具有管理成本低、客户群广泛等特点	美乐乐、天猫商城、聚划算、土巴兔、齐家网、京东商城等	网络销售模式	45%-77%		
连锁酒店	通过在连锁酒店铺设产品, 令住店客人对产品进行现实体验。该渠道具有管理成本低、目标客户消费能力强等特点, 发行人也可借助各知名酒店品牌快速提升自主品牌知名度	华住、宜必思、亚朵等连锁酒店				
行业展会、客 户介绍	与境外 ODM 模式相同, 发行人通过行业展会、客户介绍等方式获取新增客户需求信息	北极绒、睡眠博士	ODM 模式	27.8%-30%		

资料来源：公司招股书、开源证券研究所 注：毛利率为招股书披露的 2013-2016H1 范围数据

**图7：公司营收以境外为主（占比80%以上）**


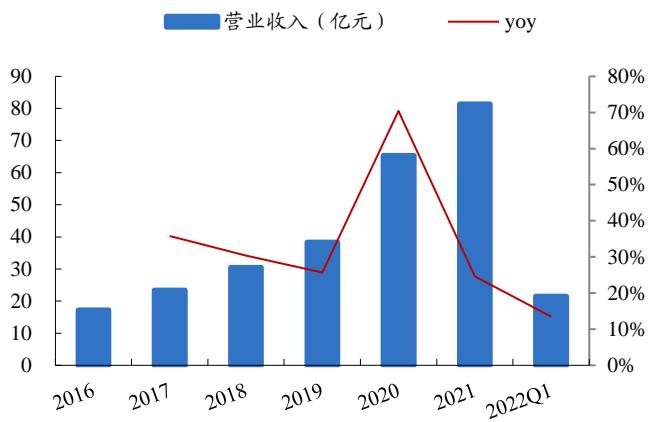
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图8：成本上涨致毛利率承压**


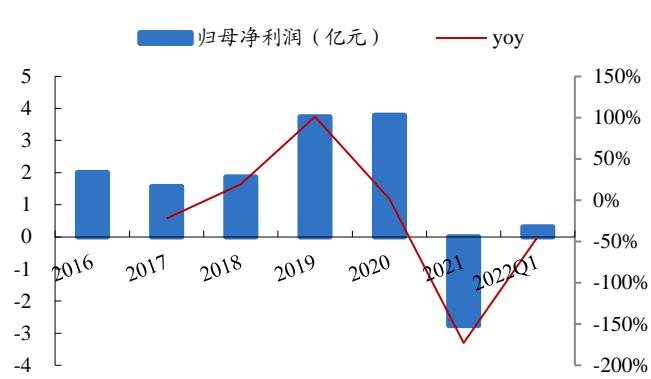
数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年公司实现收入81.39亿元，同比+24.6%。营收增长主要系产能稳步提升拉动销量增长，随着北美工厂的产能扩张，境外基地生产逐步走上正轨。从盈利端看，2021年公司剔除运输费用后整体毛利率35.84%，同比-10.85pct，主要系原材料价格、人工成本及境外运输成本均大幅上涨所致。期间费率逐年上升，主要是销售渠道费、职工薪酬、广告费均大幅增长所致。2021年归母净利率为-3.39%，同比-151.95%，主要系毛利率下降、销售费用率上升及计提信用减值损失增加所致。

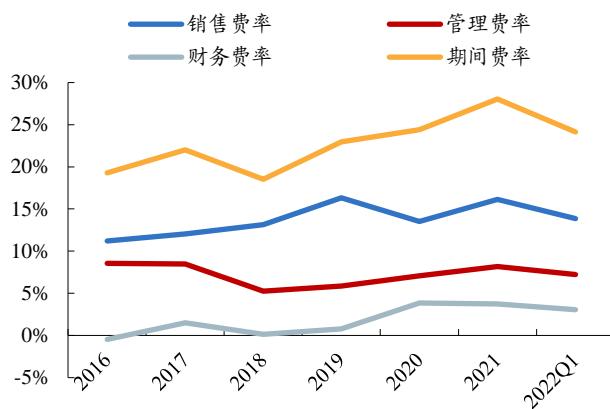
2022Q1受境外需求疲软及国内疫情影响，收入增速回落，2022Q1收入同比+13.46%至21.43亿元。利润端，随着公司核心原材料聚醚价格的回落，盈利水平逐步修复。站在当前时点看：(1)公司境外业务预期短期延续承压态势，主要系美国通胀抑制消费叠加下游客户去库存导致美国家居消费需求持续疲软；(2)国内业务方面下半年是软体家居消费旺季，节假日带来促销活动较多，外加前期客户去库存后压力得到缓解，预期国内业务下半年会得到改善；(3)利润方面，核心原材料当前偏下行态势，看好公司后续盈利的持续修复。

**图9：需求疲软致2022Q1营收增速回落**


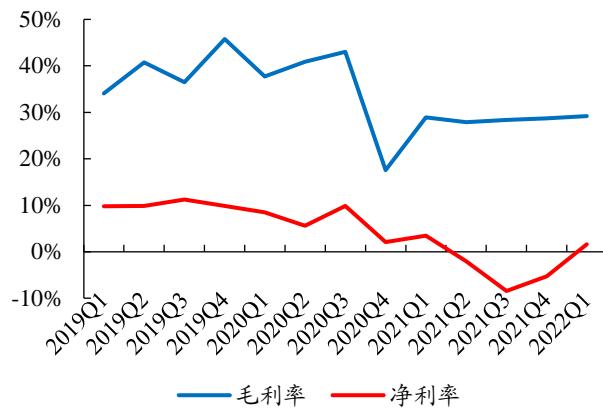
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：原材料成本下行致盈利改善**


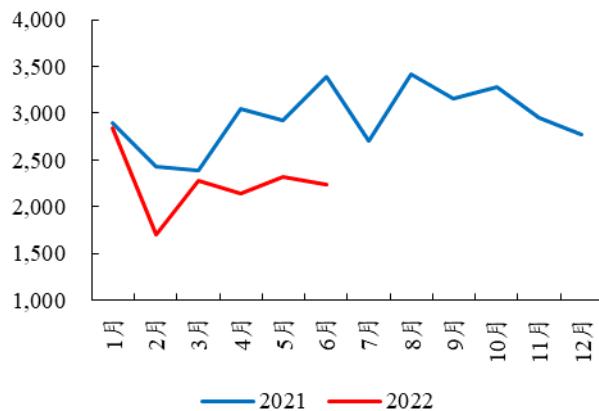
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图11：期间费率稳中有降**


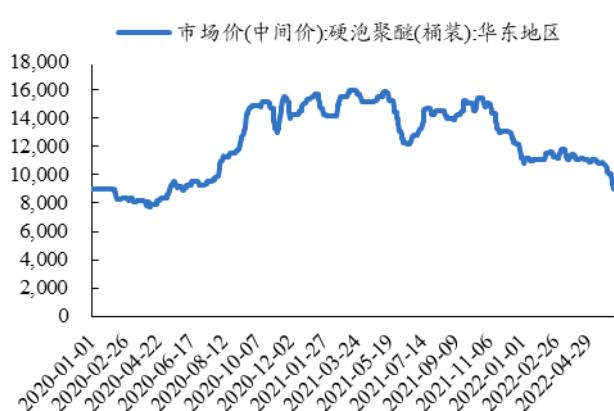
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图12：2022Q1 毛利率环比修复**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图13：2022年国内记忆绵制品出口量同比回落**


数据来源：海关总署、开源证券研究所

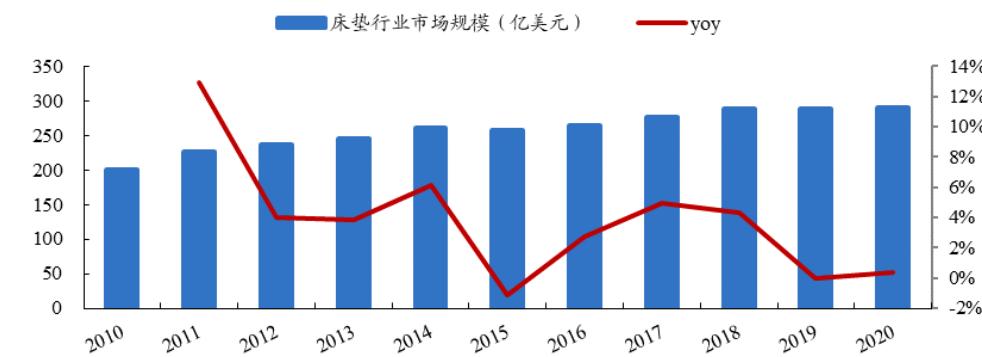
**图14：核心原材料聚醚价格回落**


数据来源：Wind、开源证券研究所

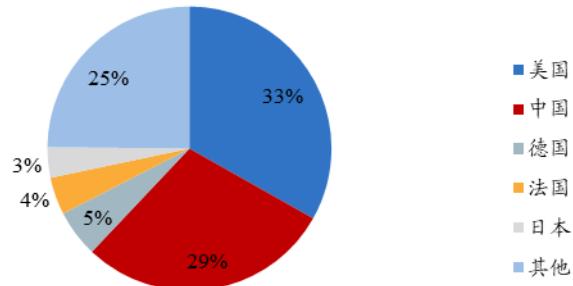
## 2、床垫行业持续稳健增长，记忆绵床垫或成消费新风口

### 2.1、中国床垫行业市场规模将持续扩大，渗透率、集中度有望提升

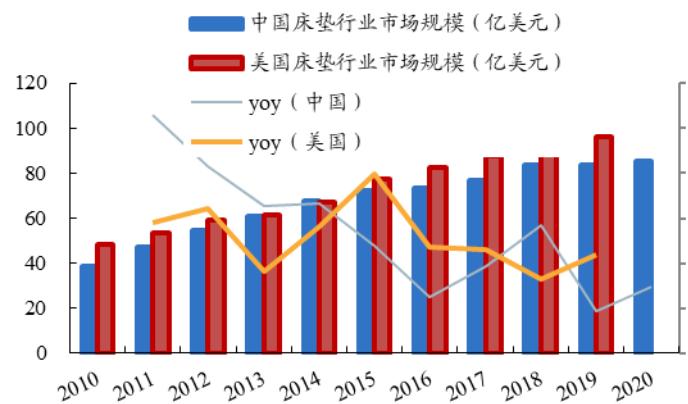
全球床垫行业繁荣发展，市场规模稳步提升。据 CSIL 数据显示，2010-2020 年全球主要国家床垫行业市场规模由 201 亿美元稳定增长至 290 亿美元，CAGR 为 3.73%。分地区看，美国和中国是全球床垫行业最主要的消费市场。根据 Statista 统计，2019 年全球前五大床垫行业市场分别为美国 (33%)、中国 (29%)、德国 (5%)、法国 (4%)、日本 (3%)，约占全球主要国家床垫市场规模的 75%。2010-2020 年中国床垫行业市场规模稳定增长，于 2020 年达到 85.4 亿美元。2010-2019 年行业 CAGR 为 8.91%，高于其他国家床垫消费市场的增速，高出美国 (CAGR=7.84%) 1.07pct。

**图15：2010-2020年全球主要国家床垫行业市场规模稳定上升**


数据来源：CSIL、开源证券研究所

**图16：2020年全球主要床垫消费市场为中、美两国**


数据来源：Statista、开源证券研究所

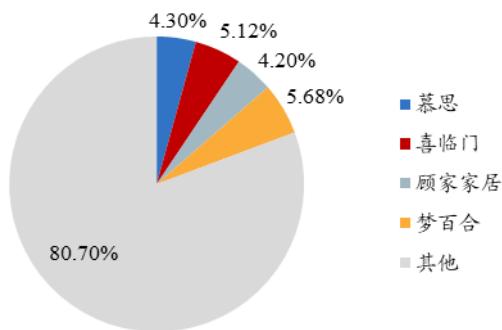
**图17：2010-2020年中美床垫行业市场规模持续上升**


数据来源：Statista、开源证券研究所

**中国床垫行业渗透率低、行业格局分散。**根据CSIL数据显示，我国床垫行业渗透率为60%，与发达国家相比仍有一定差距（发达国家床垫渗透率达到85%）。集中度方面，2020年中国床垫行业CR4为19.30%，2019年美国床垫行业CR4为61.30%。与发达国家相比，中国床垫行业集中度有待提升。

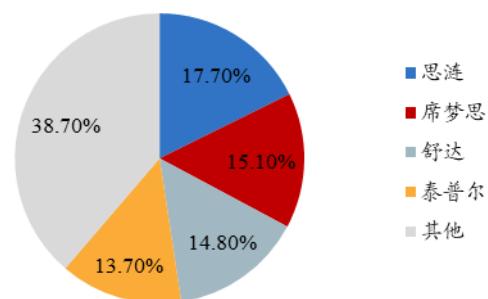
床垫具有影响睡眠健康、提升睡眠质量的特点，是睡眠经济中的重要部分。生活节奏快、压力大、作息延迟等原因导致的失眠情况普遍：根据世界卫生组织数据显示，全球约有10%—49%的人患有不同程度的失眠。根据中国睡眠研究会数据显示，2021年中国超过3亿人存在睡眠障碍，成年人失眠发生率高达38.2%。日益严重的睡眠问题加深了人们对于健康睡眠的重视，睡眠相关行业的兴起推动了睡眠经济的蓬勃发展。得益于睡眠经济的兴起，我们预计全球床垫行业市场规模将持续扩大。

图18: 2020年中国床垫企业集中度偏低, CR4为19.30%



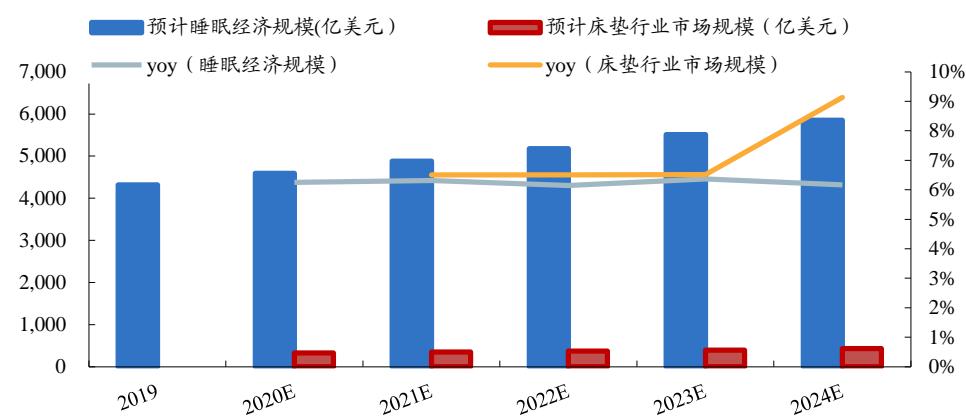
数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所 注: 市占率由各公司2020年床垫销售收入/2020年中国床垫行业市场规模所得

图19: 2019年美国床垫企业集中度较高, CR4为61.30%



数据来源: 《2019年全美床垫制造商排行榜》、开源证券研究所

图20: 预计2022E-2024E睡眠经济的兴起将推动床垫行业市场规模持续上升



数据来源: Statista、开源证券研究所

## 2.2、床垫市场消费新趋势助力行业发展

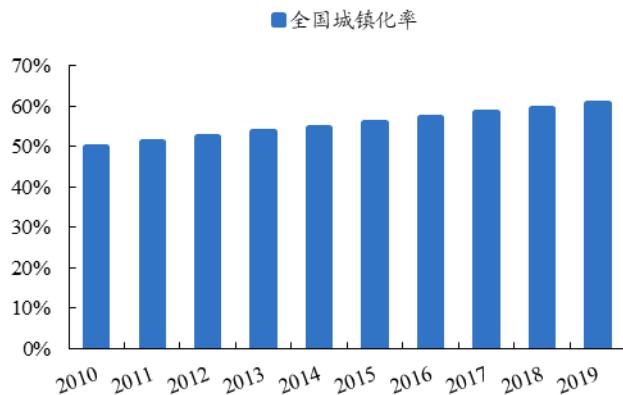
中国床垫行业发展起始于20世纪80年代,相比发达国家起步较晚,行业集中度偏低。但受益于中国庞大人口基数、城镇化进程加速、经济快速发展、消费水平提升、年轻消费群体崛起、睡眠经济兴起等因素,预计中国床垫行业市场规模、渗透率、集中度均逐步提升。

### 2.2.1、中国床垫行业渗透率、人均床垫开支均有望提升

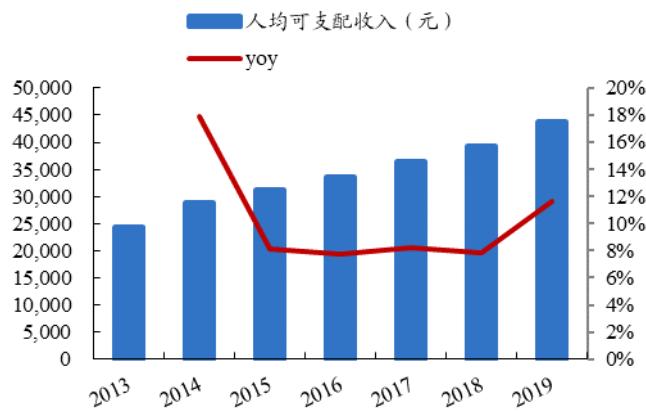
一方面,城镇化进程推进导致更多居民适应城市生活方式。从农村到城市的生活方式转变将培养居民睡眠时使用床垫、缩短床垫使用周期的生活习惯。这一变化将为床垫产品带来更多消费者,提升中国床垫行业渗透率。

另一方面,城镇居民可支配收入的提升带动了人均床垫开支增加。据国家统计局统计,2021年中国拥有约4亿人以上的中等收入群体,是全球规模最大、最具成长性的中等收入群体。这部分人群具备稳定的购买力,其庞大消费能促进超大规模市场优势更好发挥。2021年中国中等收入群体占比约为27.9%,与发达国家相比仍

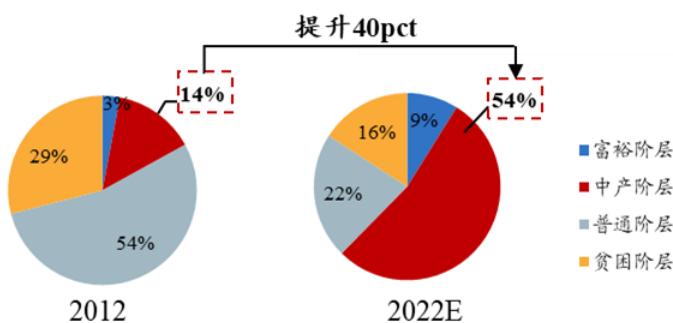
有一定差距。扩大中等收入群体的规模和占比是中国维持经济增长的重要策略，也是实现共同富裕的必经之路。预计人均床垫开支将随着中等收入群体占比的上升持续增加。

**图21：2010-2019年中国城镇化率持续提升**


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**图22：2013-2020城镇居民人均可支配收入持续提升**


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**图23：2012-2022E年中国城镇中产群体占比提升40pct**


数据来源：McKinsey& Company、开源证券研究所

**图24：预计2022-2026中国平均床垫开支年均增速10%**

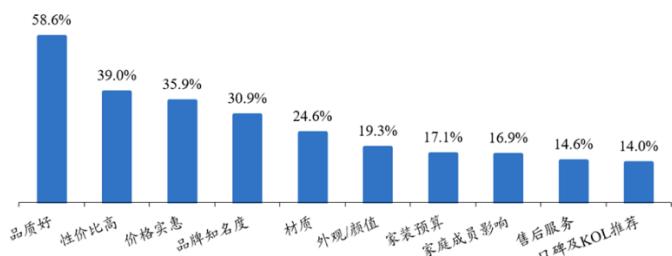

数据来源：Statista、开源证券研究所

### 2.2.2、高品质、高性价比家居产品为新适代青年消费首选

新适代青年用户（1985-1995年出生）逐渐成为家居产品消费主力军。他们绝大部分处于刚结婚或已婚已育的阶段，且已经和另一半共同或是在父母资助下或是独立购置了房产。一方面，他们消费能力强，重视生活品质，青睐能带来丰富、细腻体验感的高品质产品。另一方面，他们拥有较高文化水平，在消费时热衷于精打细算、钻研价格、产品功效等特征。根据CBNData 调研结果，约 58.6%的受访者表示品质好是他们挑选家居产品时首要考虑的因素，其次为性价比高、价格实惠。

**图25：2012-2022E年中国城镇中产群体占比提升40pct**


资料来源：CBNData、开源证券研究所

**图26：品质好是新世代青年选择家居产品的首要标准**


数据来源：CBNData、开源证券研究所

### 2.2.3、睡眠经济兴起推动中国床垫行业发展

中国睡眠经济虽起步晚，但行业发展迅速。2016-2020年中国睡眠经济市场规模由2616亿美元增长至3778亿美元，年平均复合增长率为9.63%。根据头豹研究院调研显示，约50%以上的中国居民存在睡眠问题，且随着年轻一代生活、工作压力不断加大，此类群体占比将提升。另外，在消费者对于健康重视程度提升、睡眠问题关注度增强等作用下，中国睡眠经济行业仍有一定发展空间。经头豹研究院预测，中国睡眠经济市场规模有望在2024年突破5520亿元。

睡眠经济由三大运营板块组成：家居硬件、保健产品、助眠APP等，其中家居硬件为核心部分，2020年消费规模占比为70%。家居硬件旨在通过面料材质或黑科技为消费者改善睡眠舒适度从而促进其快速入睡、提升睡眠质量。床垫作为睡眠经济重要组成部分及家居硬件板块主打产品，在睡眠经济崛起背景下深受消费者关注，有望获得发展契机。

**图27：2016-2020年中国睡眠经济市场规模持续上升**


数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

**图28：家具硬件为睡眠经济最主要运营板块**


数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

### 2.3、记忆绵床垫优势明显，或成为中国床垫行业新风口

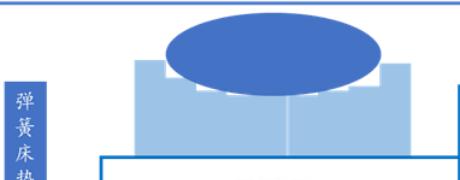
床垫分为五类（弹簧、乳胶、海绵、记忆绵、棕榈），以弹簧、海绵、乳胶为主材质的产品占据主流地位。记忆绵床垫在透气性、稳定性方面具有优势，且能更好贴合人体曲线，符合人体工学。目前中国记忆绵床垫渗透率仍处于较低水平，仍有提升空间。

### 2.3.1、记忆绵床垫透气性、稳定性良好，符合人体工学

中国床垫产品主要以弹簧为主(弹簧及弹簧混合床垫)，弹簧床垫具有均匀称重、承托性好等优点，但睡感偏硬。乳胶床垫由天然乳胶或人工乳胶制成，透气性好、睡感柔软，但支撑性、耐用性较差。海绵床垫由海绵制成，价格适中，但承托性较差，易塌陷。

记忆绵床垫由慢回弹海绵制成，具有解压性、慢回弹、感温性、透气与抗菌防螨的特性，这种床垫可以吸收并分解人体的压力，根据人体温度变幻不同的软硬度，准确塑造体型轮廓，带来无压力贴合感，同时给予身体有效的支撑。医学证明，记忆绵床垫可有效缓解肌肉疼痛，减缓腰椎及颈椎问题，减少打鼾、翻身频率，提升睡眠质量、延长深度睡眠时间。

图29：记忆绵床垫具有透气性、稳定性好，符合人体工学等优势

床垫类型	床垫支撑力对比	各材质床垫优缺点
弹簧床垫		<p><b>优点</b> 均匀称重；承托性好  <b>缺点</b> 睡感偏硬；弹簧易变形</p>
乳胶床垫		<p><b>优点</b> 透气性好；睡感柔软  <b>缺点</b> 支撑性差；耐用性差；价格高</p>
记忆绵床垫		<p><b>优点</b> 透气性、稳定性好；符合人体工学  <b>缺点</b> 用户认知度低；价格高</p>

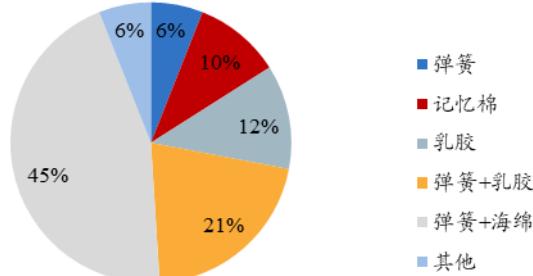
数据来源：Statista、开源证券研究所

### 2.3.2、记忆绵床垫渗透率仍有提升空间-中美消费市场对比

记忆绵床垫在1991年由美国床垫生产商泰普尔研发推出。中国市场推出记忆绵床垫时间较晚，加上床垫更换周期长、记忆绵床垫市场认可度低等因素，2019年记忆绵床垫在中国市场渗透率偏低(10%)。根据《2021床垫新消费趋势报告》显示，中国约有50%以上的消费者更换床垫频率在五年以上，而据前瞻产业研究院数据显示，美国更换床垫频率五年以上的消费者只占20%。

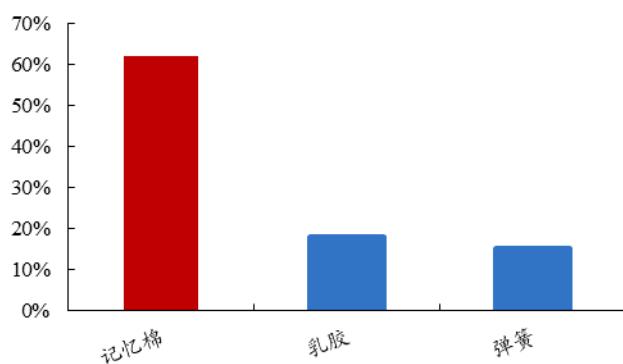
美国记忆绵床垫渗透率达50%，较高的渗透率水平与美国消费者对记忆绵床垫的高认可度相关。根据BSC调研显示，2016年约有62%的受访者表示记忆绵是他们最喜爱的床垫材质。根据AARP数据显示，2016年64%的40岁以上受访者相信记忆绵床垫会帮助他们提升睡眠质量。随着中国消费者对记忆绵床垫认可度增强、床垫更换周期缩短，中国记忆绵床垫渗透率仍有提升空间。

图30: 2019年记忆绵床垫渗透率仍处于较低水平(10%)



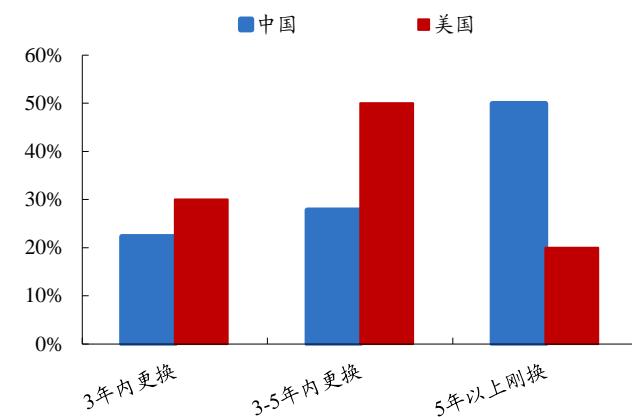
数据来源:《2021 床垫新消费趋势报告》、开源证券研究所

图32: 2016年美国消费者最喜爱的床垫材质为记忆绵



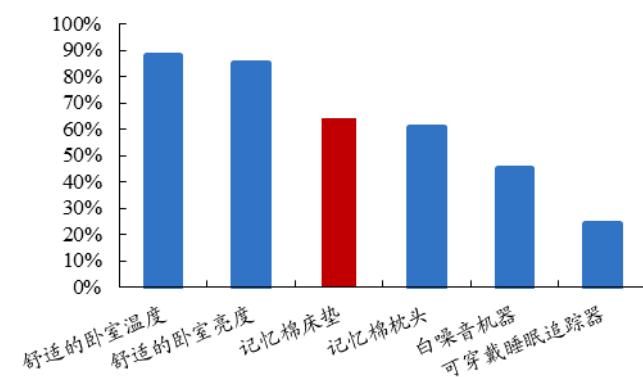
数据来源: BSC、开源证券研究所

图31: 与美国相比, 中国消费者更换床垫周期较长



数据来源:《2021 床垫新消费趋势报告》、前瞻产业研究院、开源证券研究所

图33: 64%的 40 岁以上美国消费者认为记忆绵床垫能提升睡眠质量



数据来源: AARP、开源证券研究所

根据 Statista 的统计, 2010-2019 年中国床垫市场规模复合增长 8.91%, 在人均开支不断提升、床垫更换周期逐步缩短及睡眠经济兴起等推动下, 我们预估 2022-2025 年中国床垫行业市场规模可保持 8% 的增速增长, 预计到 2025 年国内床垫行业市场规模将超过 2000 亿元。受益于记忆绵床垫良好的透气性、稳定性及符合人体工学等优良特点, 外加消费群体对记忆绵床垫认可度的提升, 我们预计 2025 年记忆绵床垫渗透率将达到 15%, 记忆绵床垫市场规模预计将超过 300 亿元。

表3: 预计记忆绵床垫市场规模持续增长

标题	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国床垫市场规模 (亿 元)							
市场规模 (亿元)	1311	1415	1539	1662	1795	1938	2093
记忆绵床垫渗透率 (%)	10%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
记忆绵床垫	131	141	169	199	233	271	314

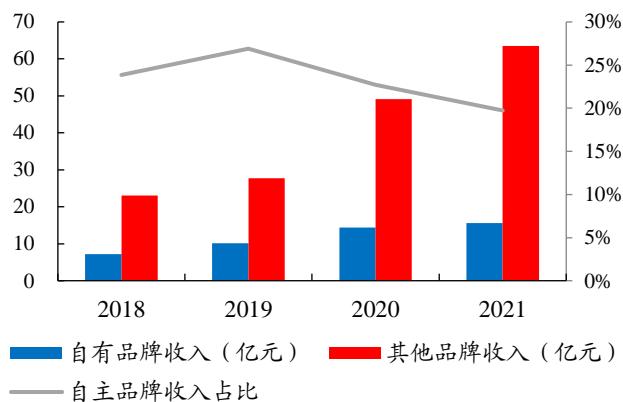
标题	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
市场规模 (亿元)							

数据来源: Statista、开源证券研究所

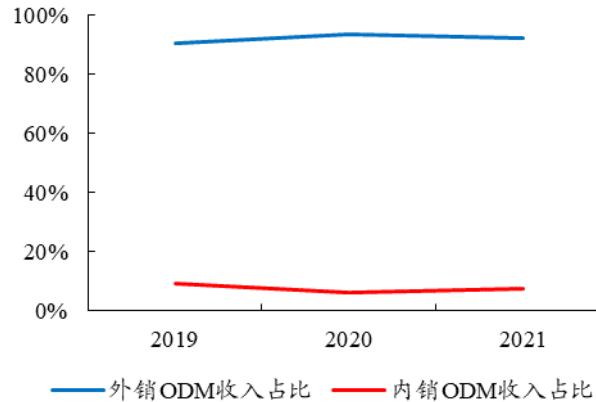
### 3、起步 ODM 力发 OBM，第二增长曲线渐成

#### 3.1、ODM 以境外市场为主，产能全面布局抵御外销风险

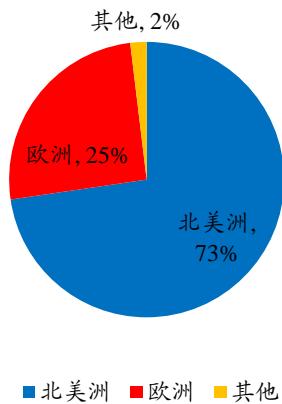
梦百合销售收入的主要来源为 ODM 业务，其中，2021 年创收占比超 80%。自 2018 年以来，公司品牌收入连续四年攀升，其他品牌收入增幅明显。公司 ODM 业务主要面向境外市场，近三年外销收入占比维持在 80%以上。梦百合境外销售围绕北美、欧洲市场展开，毛利率因地而异。公司旗下的记忆棉家具制品颇受欧美地区消费者的喜爱，境外市场上，北美洲销售占比约 73%，毛利率约 28.4%，欧洲销售占比约 25%，毛利率约 27.5%，其余市场销售占比约 2%，毛利率约 47.6%。

**图34: 当前公司整体上以 ODM 业务为主**


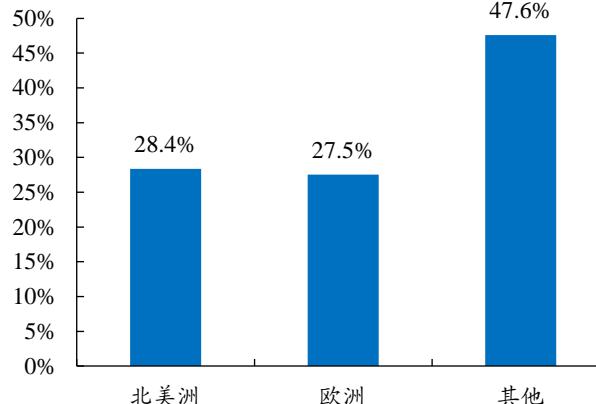
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图35: ODM 业务以外销为主**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图36: 公司外销以北美洲市场为主**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图37: 公司外销毛利率因地区而异**


数据来源: Wind、开源证券研究所

贸易摩擦升温，产能全球化布局加速。作为公司最大的消费市场之一，北美对公司的重要性不言而喻。但随着单边贸易主义的兴起，美国先后对中国、塞尔维亚等国家的家具行业颁布了反倾销调查、加征关税等一系列的贸易保护政策降低了从原有渠道供货的经济性。为规避贸易摩擦带来的不利影响，公司加大境外产能布局，增加供给弹性，为公司业绩和未来发展注入一支强心剂。

图38：产品出口至美国被加征关税的情况



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**境外基地扩建，产能进一步释放。**公司目前已经拥有 5 个境外生产基地，分别位于西班牙、塞尔维亚、泰国、美国东部南卡罗来纳州、美国西部亚利桑那州。为迎接未来全球床垫市场需求增长的需求，公司计划进行境外基地扩建，保障提高各基地向市场的快速供货能力。

表4：公司境外布局五大基地，产能逐步释放

产能基地	设计产能（亿元）	实际产出目标值（张/日）	当前净利润率	备注	建设方式
美东(南卡罗莱纳州)	8-10	4000	亏损但亏损幅度在收窄，产能	主要生产床垫，满足美国市场需求	收购后改扩
美西(亚利桑那州)	8-10	3500	爬坡后净利润率或达到5%-6%	本土需求	建厂
塞尔维亚	8-10		欧洲疫情形势及工厂管理	覆盖部分美国市场	自建
西班牙	8-10	10%	比好转，利润同比改善在80%左右	市场及周边市场	
泰国	8-10	8%	主要生产电动床、沙发	租用+自建	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

调整产销线路，保障市场的正常供给。公司通过加速产能全球化布局，可以灵活调整基地和市场的产销线路。在贸易摩擦不断升温的当下，考虑到各基地的生产成本，公司计划位于美国、西班牙基地供应美国的市场需求，泰国基地的电动床、沙发产品发往美国，而塞尔维亚的产能主要用来满足欧洲市场，中国生产基地负责国内市场以及境外基地所需配套产品的提供。

图39：公司全球产销线路的调整情况



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**产能持续扩张奠定未来业绩增长。**梦百合坚守“产能全球化”与“品牌国际化”的战略指引，近几年加速全球化布局，境外规划走在行业前列。目前建设有境内、美国、泰国、西班牙、塞尔维亚等多个产能基地，为公司扩大了外销规模，增强了竞争优势。未来梦百合仍将以欧美市场为业务核心，完善境外海内的产能布局，形成多点覆盖的市场供应网络，为全球客户提供优质服务。梦百合公司公告表明，未来将加码全球市场的投资建设，进一步提升生产效率、扩大市场份额，巩固记忆绵产品在境外的地位。同时，全球化产能的布局将有助于公司对冲贸易风险，提高公司在市场竞争中战略调整的弹性。

表5：公司未来加码布局全球产能

产能基地	产品	项目投资额（亿元）	建设期
美国亚利桑那州	记忆棉床垫	4.50	24个月
江苏省如皋市	布套、弹簧网等床垫家居配套产品	5.44	18个月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、OBM 以国内业务为主，产品/渠道/营销全面推进

#### 3.2.1、产品：零压棉床垫优势明显，电动床业务增长可持续性强

梦百合床垫价格带最宽，可以为不同价格敏感度的消费者提供选择。中国床垫市场按可分为四大梯队。第一梯队为境外知名品牌（席梦思、舒达），产品单价高；第二梯队为主打乳胶和记忆绵的高端、中高端品牌（梦百合、慕思股份）；第三梯队为价格亲民、品牌认知度高的本土大众品牌（喜临门、顾家家居、敏华控股）；第四梯队为中小型地方床垫品牌。梦百合产品价格带较宽，消费群体覆盖面较广。

表6：梦百合床垫价格带最宽，消费者辐射面较广

品牌	品牌定位	产品简介	主要产品价格带
慕思	定位高端	慕思床垫定位高端，床垫产品材质以乳胶为主。 高端系列有增强机体活力的红外线棉、高度贴合人体的记忆绵、保护颈椎腰椎的棕榈床垫等	
梦百合	定位中高端	梦百合是记忆绵床垫龙头品牌，零压床垫开创者。 着力打造分散人体压力、提供舒适睡感的记忆绵产品。高端产品价格在15000元主要作业，主销产品集中在8000元以下	
喜临门	定位中高端	喜临门床垫以“保护脊椎”为核心诉求，融入“抗菌、防螨、除甲醛”等技术。高端产品在8000-12000元之间，主销产品集中在3000元左右区间。	
顾家	定位中端	顾家床垫主要采取mini簧和乳胶的组合并搭配整网弹簧来减轻腰部、背部及脊椎压力。床垫产品分为有1号垫及DK两个系列，绝大多数产品均价在5000元以下。	

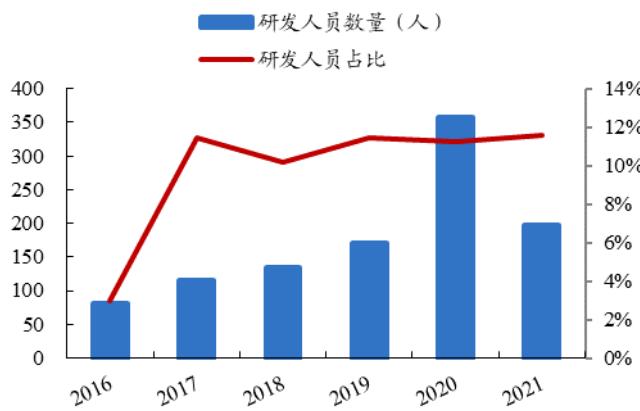
资料来源：各品牌官网、各公司公告、开源证券研究所

此外梦百合注重产品研发，研发投入持续提升。梦百合于2003年开始研发零压棉，2012年其核心技术非温感零压棉已获得多国专利认证并正式登陆美国市场。公司专注于零压棉的研究与测试，持续提高研发投入，促进产品提升，积极开发零压棉产品“抗菌”、“透气”、“减震”、“环保”等功能。2013-2020年梦百合研发费用持续上升，CAGR为19.84%；2016-2021年研发团队迅速扩张，研发人员人数由81人增长至198人，研发人员占比维持在11%左右，高于同业水平。截至2021年末，公司共拥有授权专利136项，其中境内发明专利16项。

零压棉床垫优势显著：（1）压力更小，保护脊椎、颈椎等接触部位：零压棉床垫与人体的平均贴合度可达88.73%（77.66%-97.8%），可全面吸收并分解人体压力。高贴合度使得人体接触部位处于自然放松状态，从而减少自身体重对脊椎、颈椎、肌肉、微血管和神经系统等产生的压强。（2）入睡更快，睡得更好：零压棉床垫可有效减少入睡时间，保持全年舒适睡感。经大连维特奥国际医院验证，使用梦百合零压床垫入睡所需时间平均减少49%（50岁以上人群减少65.77%），深度睡眠时间平均提升13%（50岁以上提升23.3%）。

**图40：2013-2021年梦百合研发费用持续提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图41：2016-2021年梦百合研发团队迅速扩张**


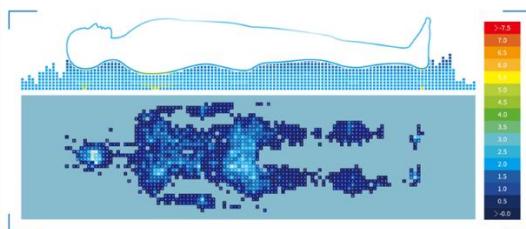
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图42：梦百合非温感零压棉技术获得多国专利认证**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

**图43：梦百合零压棉床垫优势显著**

均匀承托，压力更小：与人体平均贴合度高达88.73%

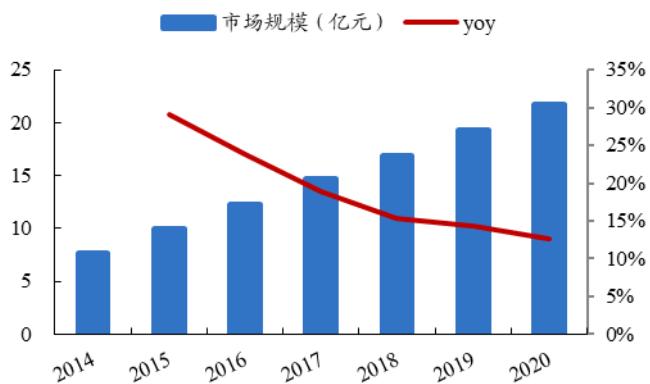


入睡更快，睡得更好：入睡所需时间减少49%，深度睡眠时间提升13%

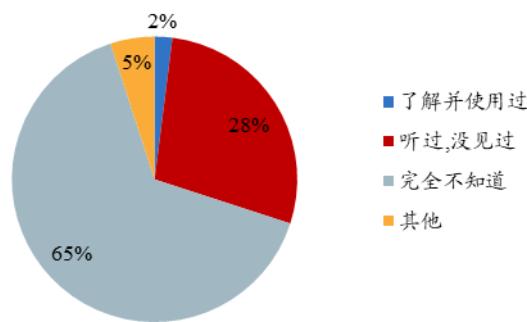


资料来源：公司官网、开源证券研究所

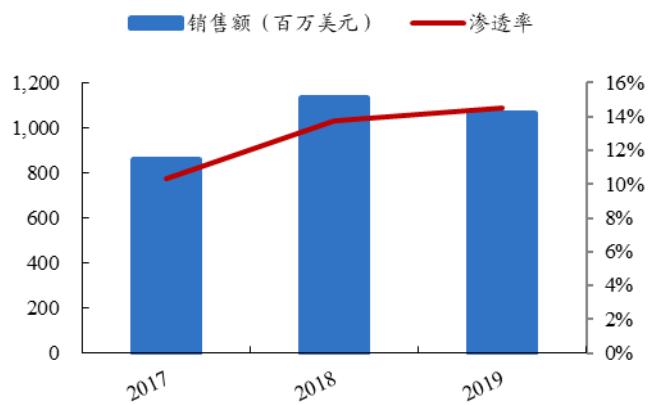
**电动床产品：**立足于高速增长的智能电动床市场，公司电动床业务高速发展。受益于梦百合公司渠道优势及床垫与智能电动床间的协同效应，公司智能电动床业务发展具有可持续性。中国智能电动床市场处于起步阶段，消费者需求有待释放。2014-2020年中国智能电动床市场规模由7.72亿元高速增长至21.77亿元，CAGR为18.86%。目前全球智能床垫消费主要集中在北美，2019年美国智能电动床销售额超10亿美元，渗透率约为14%。与美国相比，我国智能电动床市场处于起步阶段，中国市场对于智能电动床认可度低，我们认为未来伴随家居产品智能化及消费习惯转型升级，预计消费者对于智能电动床认可度提升；另一方面，智能电动床相关企业正加速整合产业链上下游资源，未来产品的规模化生产和服务将大幅度降低制造、运营成本，加速零售商降低产品价格、智能电动床走入普通家庭的进程。

**图44: 2014-2020年中国智能电动床市场规模稳步提升**


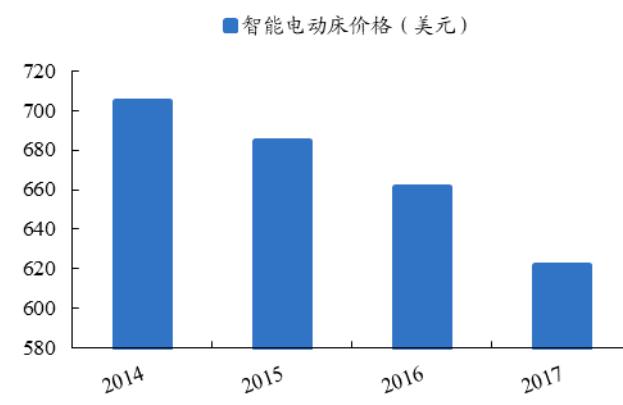
数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

**图45: 中国消费者对智能电动床认知度低**


数据来源：立鼎产业研究中心、开源证券研究所

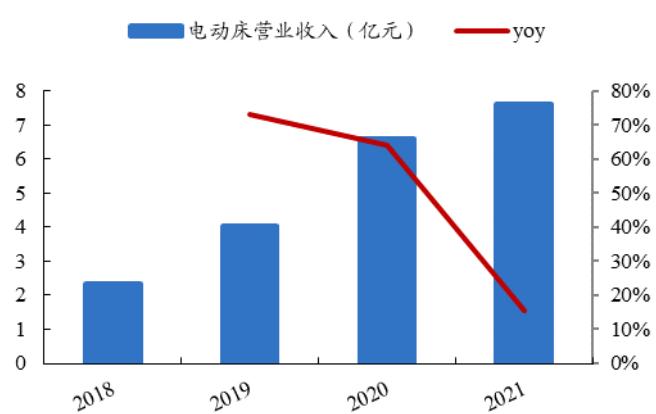
**图46: 2017-2019年美国智能电动床渗透率逐步提升**


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

**图47: 2014-2017年美国智能电动床平均价格逐步下降**


数据来源：IPSA、开源证券研究所

**智能电动床业务迅猛发展，未来发展可期。**梦百合于2017年开始投产电动床，2018-2021年电动床营业收入由2.32亿元迅速增长至7.61亿元，CAGR为48.58%。预计未来梦百合电动床业务发展具有可持续性：(1)智能电动床行业发展可期：中国智能电动床行业市场规模及增长率均有望上升。(2)梦百合品牌渠道优势明显：智能电动床主要通过床垫企业销售。在境外，公司已进驻主流电商平台、布局零售网点，并将持续开发床垫合作企业。在境内，公司多渠道交叉销售网络建设初具规模。(3)产品间协同效应促进销售增长：智能电动床分为床垫和床架两部分，业内公司主要通过ODM模式，将自主生产的产品贴牌给床垫企业进行销售。梦百合电动床搭配零压棉销售，产品间协同效应带动销售增长。

**图48：2018-2021年梦百合智能电动床营收快速提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图49：梦百合0压智能电动床可自动升降**


资料来源：公司官网

### 3.2.2、渠道：线上、线下同时发力打造多渠道销售网络

**线上渠道：**梦百合积极把握主流电商平台，注重新兴电商平台营销以吸引年轻客群，并在线上推出到店购买模式精准引流至线下。**线下渠道：**梦百合进入门店高速拓张期，门店数量仍有较大增长空间。另外，梦百合精准定位较强消费能力的商旅客户，与酒店合作打造“梦百合零压房”以提高记忆绵床垫在其目标用户中的渗透率。

#### （1）线上：把握主流电商平台，差异化价格覆盖多层级消费者

梦百合发力主流电商平台，积极覆盖各层级消费群体。梦百合在中国线上销售聚集在天猫、京东等主流电商平台，目前在阿里平台开设四个自营店铺：梦百合旗舰店、Milly 家具旗舰店、Milly、Milly 境外旗舰店。其中梦百合旗舰店主营高端“梦百合零压记忆绵床垫”，满足追求高品质、拥有高消费能力用户需求，Milly 旗舰店以高性价比主营入门款床垫，满足年轻人及学生等用户需求。电商平台爆品价位普遍较低，主要覆盖中低、低端消费者需求。天猫平台，梦百合旗舰店床垫销量 TOP 产品价位在 1000-3000 元；京东平台，梦百合京东自营旗舰店床垫销量 TOP 产品价位在 1000 元以内。

**表7：梦百合发力主流电商平台，积极覆盖各层消费群体**

店铺	主营业务及受众人群	主销产品价格带
梦百合旗舰店	主营高端“梦百合零压记忆绵床垫”，线上线下同款发售、统一定价	3000-5000、10000-15000
Milly 家具旗舰店	主营“梦百合酒店款床垫”、“梦百合酒店款枕头”等，产品价位偏低	3000-5000
Milly 旗舰店	主营 Milly 产品，面向儿童、年轻人及学生的入门款，产品价位低	2000-3000
Milly 境外旗舰店	主营国外款产品，在天猫国际平台销售	只有两款床垫产品，价格在1000-2500 元之间

资料来源：淘宝、开源证券研究所

**图50: 梦百合天猫店铺热销床垫集中在 1000-3000 元**


资料来源：淘宝网、开源证券研究所 注：销量最高的产品为热销产品

**图51: 梦百合京东店铺热销床垫集中在 1000 元以内**

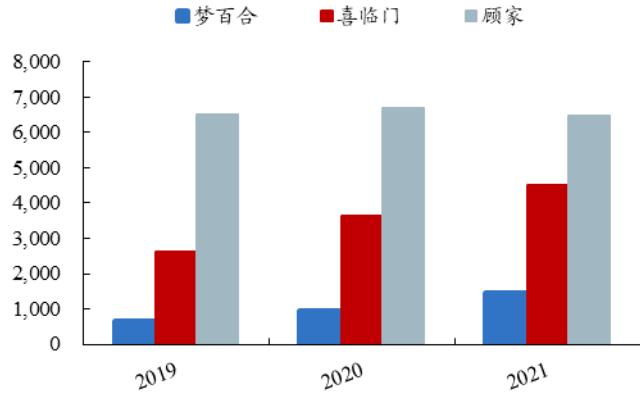

资料来源：京东网、开源证券研究所 注：评论条数最多的产品为热销产品

## (2) 线下：积极拓展线下“直营+经销”门店，推出“零压房”布局酒店渠道

**梦百合持续发展销售渠道，积极布局各业态。**公司布局百货、shopping mall、专业家居卖场、家居建材、街边店等业态，于 2021 年顺利完成 3 年千店计划，并启动千城万点计划。门店数来看，2017-2021 年梦百合门店数量处于高速拓展阶段，“直营+加盟”门店数由 191 家增长至 1464 家。截至 2021 年末，喜临门门店数为 4495 家，顾家门店数为 6456 家，与竞争对手相比，梦百合门店数量仍有提升空间。销售收入来看，2019-2021 年直营与经销收入高速增长，直营收入 CAGR 为 238.42%，经销收入 CAGR 为 59.29%。

**图52: 2017-2021 年梦百合积极拓展线下门店**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图53: 与可比公司相比，梦百合门店数量仍有提升空间**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**表8: 2018-2021 年梦百合经销渠道持续高效扩张**

	2018	2019	2020	2021
直营收入（万元）	6583.01	20888.9	171121.62	239233.35
YOY	-	217.32%	719.20%	39.80%
直营门店数	104	121	143	255
直营门店单店收入（万元）	63.30	172.64	1196.65	938.17
经销收入（万元）	3359.1	16449.16	26234.6	41736.52
YOY	-	389.69%	59.49%	59.09%
经销门店数	135	525	805	1204

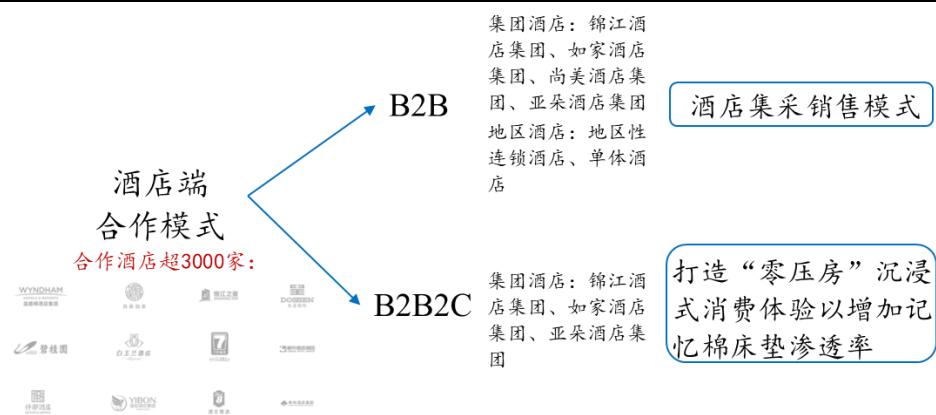
	2018	2019	2020	2021
经销门店单店收入（万元）	24.88	31.33	32.59	34.66

数据来源：公司公告、开源证券研究所

推出“零压房”体验式消费场景，打造B2B2C、B2B销售模式。梦百合零压房铺设全套MLILY梦百合零压床品，为酒店商旅客人量身打造。2B方面，梦百合旗下金睡莲子公司与集团酒店、地区酒店开展集采销售模式。2B2C方面，2017年梦百合设立业务模式为2B2C的控股孙公司恒旅网络。此模式下，公司通过与酒店合作推出零压房、打造体验式消费场景、给予入住客人良好睡眠体验，以增加其后续购买记忆绵床垫的可能性，提升记忆绵床垫在商旅人士间的渗透率。

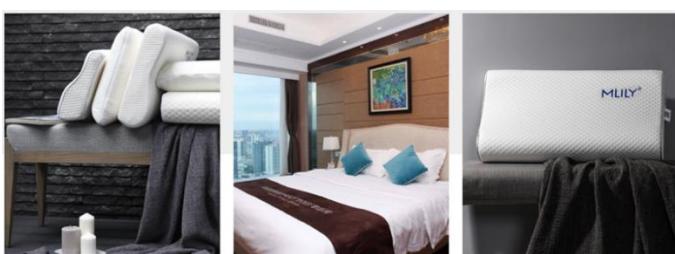
梦百合零压房合作模式助力酒店业务快速拓张。2017年梦百合拥有零压房数量20万间，截至2021年末公司已经拥有超100万间零压房。零压房业务快速拓张与其优秀合作模式有关。梦百合免费为酒店投入20-30个零压产品包，打造20-30间“梦百合零压房”，并在线下分派专业运营人员对零压房进行包装与推广。一方面，梦百合精准定位具有较强消费能力的商旅客户，收取零压房加价后的收益分成和客人线上/线下购买零压产品的销售分成；另一方面，酒店无资金及运营费用投入，持续享受客人购买产品的销售收益。

图54: 梦百合打造 B2B2C、B2B 等酒店端销售模式



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图55: 梦百合零压房及床品展示



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图56: 梦百合零压房合作模式



资料来源：公司官网、开源证券研究所

打造线上线下融合的消费体验、提升消费者购物体验及门店经营效率。(1) 到店购买模式精准引流至线下：梦百合在天猫、京东等电商平台提供到店购买选项，即首先拍下定金后、后续到店体验、最后支付尾款的销售模式。(2) 整合线上线下

数据，提升消费者购物体验及门店经营效率：梦百合通过全域消费者运营，将线上平台和线下门店的消费数据整合到一起，强化数字化营销能力并提升消费者购物体验。

图57：梦百合电商平台提供到店购买模式，精准引流至线下

淘宝提供到店购买选项



预约到店购买流程



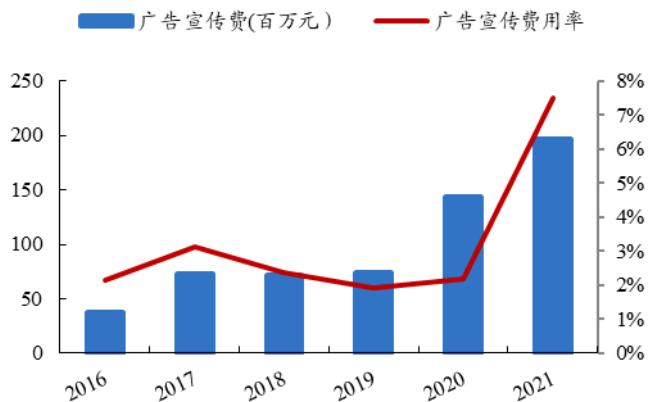
资料来源：淘宝网、开源证券研究所

### 3.2.3、营销：产研结合、营销推广三管齐下带动销售增长

持续加大营销力度，2021年梦百合广告宣传费用率显著提升。2016-2021年梦百合广告宣传费用投入由0.37亿元提升至1.96亿元，CAGR为39.5%。2016-2020年梦百合广告宣传费用率维持在2.50%左右，2021年广告宣传费用率由2.20%显著增长至7.51%(+5.31pct)。梦百合品牌营销围绕产研结合、渠道拓展、营销推广三方面展开。

**产研结合：洞察国民睡眠情况，以研究结果助力产品升级。**梦百合于2021年联合第一财经CBNDate推出《安睡无压力-国民睡眠健康趋势洞察》，以数据为支撑洞悉国民睡眠情况及健康问题，研究压力与睡眠的关系；与安徽农业大学人体工学研究中心达成深度合作，推出《梦百合0压床垫多导睡眠监测、缓压效果及温湿度环境特征分析实验报告》，从人体工程学的角度对梦百合零压床垫的整体硬度及各层硬度、滞后损失率、贴合度进行了测试，证明公司零压床垫产品可帮助用户入睡更快、睡得更久。梦百合将研究结果和产品研发相结合，升级产品，帮助改善用户睡眠。

图58：2021年梦百合广告宣传费用率显著提升5.31pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图59：梦百合发布《安睡无压力-国民睡眠健康趋势洞察》报告



资料来源：公司公告

**渠道拓展:** 持续推动销售渠道建设以推动销售收入增长。梦百合积极布局百货、shopping mall、专业家居卖场、家具建材、街店等销售渠道，店铺数量于2021年达到1464家，并计划于2022年突破2000家。公司以“2022年600家新店渠道布局”为目标，全力拓展国内销售网点，加速渠道拓展步伐；为兼顾品牌体验、产品推广和销售，公司立足于用户体验、持续拓展酒店渠道。公司与携程达成深度战略合作、联手各OTA平台、酒店共同升级打造“梦百合0压房”模式，进一步提高公司产品对商旅人士的消费渗透率；此外，公司通过与家装、整装家居品牌建立合作关系，拓展销售渠道。

**营销推广:** 重视社交、直播平台营销，打造品牌营销日历，善用曼联IP以扩大产品影响力。梦百合把握内容和创意，利用小红书、抖音、B站等社交、直播平台和消费者进行强效的社交互动和沟通，强势输出品牌文化理念；积极打造品牌营销日历，举办3·21全民试睡节、5·1“0压”劳动节、6·18老倪推荐日、10·1全民足球射门赛等品牌IP活动，扩大品牌认知度、抢占消费者心智；持续利用曼联主场比赛场边广告、社交媒体等进行品牌推广。使用曼联IP形象，开展曼联大篷车全国巡游活动，增进曼联球迷好感度。

**图60: 梦百合小红书、抖音平台营销活动**



资料来源：小红书、抖音

**图61: 梦百合积极打造品牌营销日历以扩大品牌知名度**



资料来源：公司官网

**图62: 梦百合联手长城IP打造2022年321全民试睡节**



资料来源：公司官网

**图63: 梦百合使用曼联IP形象进行营销推广**



资料来源：公司官网

### 3.2.4. 内延+外购，加快自主品牌全球化

**自主团队运营+经销+收购境外销售渠道打开境外自主品牌市场。**自主团队运营：公司通过建立公司的境外销售公司开展自主品牌运营活动。梦百合设立恒康香港、美国梦百合、西班牙梦百合、恒康塞尔维亚、恒康法国等5家境外子公司并将此作为境外销售平台进行MILLY品牌的推广及销售。经销：公司通过境外子公司平台寻

找具有一定销售能力的境外合作伙伴，进行区域授权，开展区域内的品牌推广、产品销售及服务。梦百合经销模式已经发展至美国、日本、英国、爱尔兰、澳大利亚、新西兰等多个国家。

**表9：梦百合通过境外设立子公司切入自主品牌运营**

公司名	设立时间	设立方式
恒康法国	2009年	恒康法国定位为法国地区的销售平台。恒康香港持有其60%股份，François GUILLEMOU持有其40%股份。
恒康香港	2011年	恒康香港不从事具体经营业务，定位于投资平台，持股恒康法国、美国梦百合、香港梦百合等子公司。恒康家居持有其100%股权。
恒康塞尔维亚	2012年	恒康塞尔维亚规划定位为欧洲及附近地区的研发、生产和销售全业务平台。恒康家居持有其90%股份，FRISMODT HOLDINGS APS持有其10%股份。
美国梦百合	2011年	美国梦百合是公司在北美地区的自主品牌销售平台，主要业务为MLILY品牌记忆绵家居产品在北美地区的零售及批发业务。恒康香港持有其55%股份，Benjamin L. Folkins持有其45%股份。
西班牙梦百合	2011年	西班牙梦百合是公司在西班牙地区的自主品牌销售平台，目前已处于停业状态。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**收购境外销售渠道：**公司通过收购美国MOR、西班牙思梦等境外销售渠道，直接将自主品牌商品销售给终端消费者。通过收购境外销售渠道，公司可优化自主品牌营销网络的覆盖面积和物流分拨能力、提高自主品牌产品的市场份额。

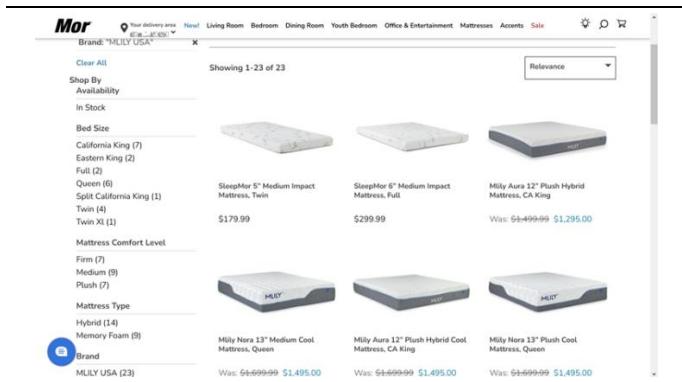
**(1) 2017年收购西班牙思梦 (MATRESSES)：**西班牙思梦主营家居用品、床上用品的生产、销售。梦百合以9,325万元投资额收购西班牙思梦，并借助其销售渠道提高自主品牌MILLY在欧洲市场的销售额和影响力。

**(2) 2020年收购美国MOR (MOR Furniture For Less, Inc)：**MOR为美国西海岸一家具有较高区域知名度及行业影响力的家居连锁零售商，其业务覆盖西海岸7大洲并拥有38家门店。梦百合以4645万美元收购美国知名家居综合零售商MOR，利用其平台实现自主品牌MILLY在MOR家居零售终端的覆盖，完成美国的销售网络布局。

**图64：梦百合收购境外公司以布局渠道和品牌**



资料来源：公司公告、开源证券研究所

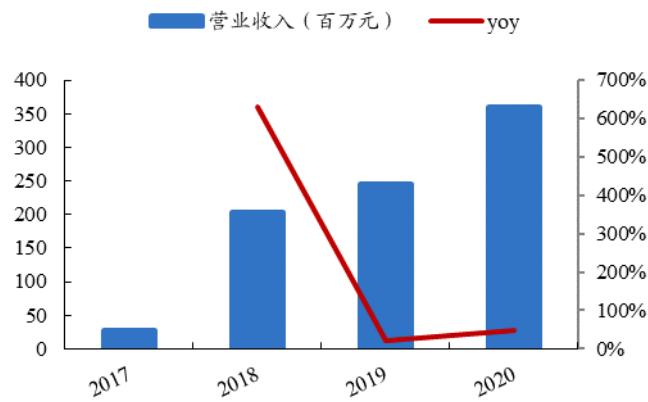
**图65：MOR 线上店铺售卖 MILLY 品牌床垫**


资料来源：MOR 公司官网

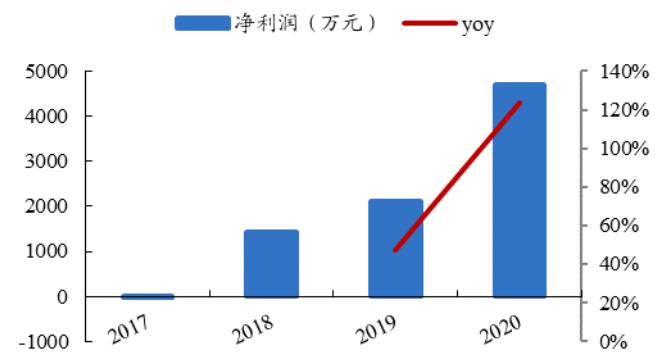
**图66：MOR 线下门店展示**


资料来源：公司公告

**西班牙思梦与 MOR 收入增长助力外销业务发展。**截止 2021 年末，西班牙思梦拥有线下直营门店 93 家，MOR 拥有线下直营门店 38 家。**西班牙思梦：**2017-2020 年西班牙思梦营业收入由 0.28 亿元迅速提升至 3.59 亿元，CAGR 为 134.53%。西班牙思梦于 2018 年开始盈利，2018-2020 年净利润由 0.14 亿元提升至 0.47 亿元，CAGR 为 81.42%。**MOR：**2020-2021 年 MOR 营业收入由 14.99 亿元增长至 21.14 亿元，净利润由 0.26 亿元增长至 0.42 亿元。

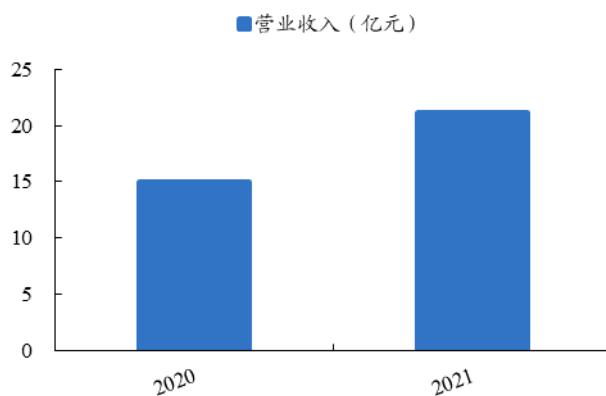
**图67：2017-2020 年西班牙思梦营业收入迅速提升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图68：2017-2020 年西班牙思梦净利润快速提升**


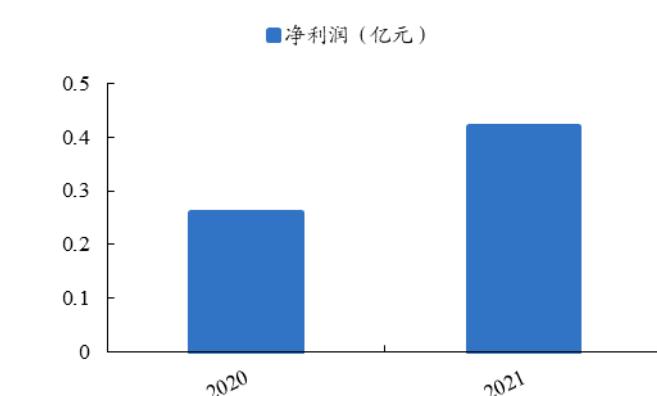
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图69: 2021年MOR营业收入达到21.14亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图70: 2021年MOR净利润达到0.42亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

公司专注记忆绵床垫产品领域，作为行业领先企业有望优先受益行业渗透率提升带来的市场空间扩容。

- (1) 公司床垫销售收入主要来自境外欧美地区，截至目前公司境外市场面临着(1)高通胀压力抑制居民消费需求；(2)疫情解封后，居民消费呈现由宅经济的耐用品消费转为服务型消费的趋势；(3)美国床垫客户整体处于去库存的阶段，给予上游家居企业的新订单同比2021年回落明显。在外围不利环境下，公司积极开拓新客户同时深度挖掘存量老客户的需求，同时美国产能也在顺利爬坡中，因而2022Q1公司床垫产品实现了相对美国床垫巨头企业较好的收入增长。综合上述外因+内因，我们判断公司床垫产品收入增速相对2021年可能回落但仍有望实现韧性增长。我们预计公司床垫产品2022-2024收入增速分别为18%、18%、16%，在海运费、原材料成本逐步改善下，毛利率有望持续修复，预计2022-2024毛利率分别为26%、26.5%、27%；
- (2) 公司以优势产品床垫为导流入口，带动沙发的销售，上市以来公司品类连带效应明显，2016-2021年沙发收入复合增速高达35%+。在品类协同作用下我们判断沙发依旧会延续高增态势，同时考虑沙发收入规模基数的不断增大增速可能会逐步放缓。基于以上我们预计沙发产品2022-2024增速分别为30%、28%、26%；2021年公司沙发品类毛利率为36.3%，考虑当前外围环境在逐步好转（海运费在逐月回落，美联储加息下大宗原材料价格也有望下行）外加公司提出提升境外盈利水平的目标，因而我们判断沙发未来毛利率有望上行，我们预计2022-2024沙发毛利率分别为37%、37.5%、38%。

### 4.2、盈利预测与估值

公司业务以床垫、沙发等软体家居为主，业务布局同顾家家居（2021年沙发及

床垫营收合计占比 68.7%)、喜临门 (2021 年床垫及沙发收入合计占比 64.52%)、慕思股份 (沙发及床垫收入合计占比 55.2%) 相似，因此可以列为可比公司。同可比公司相比公司境外渠道布局、大客户合作具有一定的优势；另一方面，同可比公司相比，公司境外收入在总收入中的比重最大，因而自 2021 年海运费大幅上涨接连 2022 年上半年的境外通胀，公司受外部不利因素影响受损程度比可比公司高，那么未来在海运费逐月回落及美联储加息抑制大宗原材料价格上行同时激发境外居民消费需求条件下，我们认为公司业绩的回补弹性也有望比可比公司大。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.26/3.95/5.37 亿元，对应 EPS 为 0.67/0.81/1.11 元，当前股价对应 PE 分别为 18.1/15.0/11.0 倍，公司作为记忆绵产品龙头企业，规模及制造优势突出，看好其在外围环境改善下的业绩弹性增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表10：可比公司估值概览**

证券代码	股票简称	总市值 (亿)		EPS (元)			PE (倍)		
		收盘价 (元)	股)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603816.SH	顾家家居	359.33	43.72	3.20	3.87	4.66	13.66	11.30	9.38
603008.SH	喜临门	114.09	29.45	1.85	2.39	3.11	15.92	12.32	9.47
001323.SZ	慕思股份	154.24	38.56	1.99	2.44	2.88	19.38	15.80	13.39
平均				2.35	2.90	3.55	16.32	13.14	10.75
603313.SH	梦百合	59.16	12.19	0.67	0.81	1.11	18.19	15.05	10.98

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：收盘价为 2022/8/19 收盘价 顾家家居/喜临门/梦百合盈利预测来自开源证券研究所，慕思股份盈利预测来自 Wind 一致预测

## 5、风险提示

汇率大幅波动、原材料价格大幅上涨、公司门店拓展不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3849	4423	3695	4668	5236	<b>营业收入</b>	6530	8139	9924	12009	14360
现金	1071	994	1213	1467	1755	营业成本	4315	5822	6998	8380	9915
应收票据及应收账款	997	1125	0	0	0	营业税金及附加	24	30	43	52	57
其他应收款	105	107	151	161	213	营业费用	882	1314	1466	1823	2139
预付账款	108	120	158	178	224	管理费用	461	664	653	830	1031
存货	1368	1939	2036	2724	2907	研发费用	110	124	218	242	266
其他流动资产	200	137	137	137	137	财务费用	250	304	227	303	423
<b>非流动资产</b>	4228	4776	5108	5610	6172	资产减值损失	-3	-24	0	0	0
长期投资	71	71	71	70	70	其他收益	35	23	23	26	27
固定资产	1725	2396	2742	3165	3648	公允价值变动收益	26	5	4	12	12
无形资产	180	197	214	225	238	投资净收益	8	18	0	0	0
其他非流动资产	2252	2112	2083	2150	2216	资产处置收益	1	-1	1	1	1
<b>资产总计</b>	8076	9199	8804	10278	11408	<b>营业利润</b>	515	-208	347	418	567
<b>流动负债</b>	2815	4190	3564	4801	5544	营业外收入	2	55	0	0	0
短期借款	1112	1610	2960	4104	4853	营业外支出	43	121	0	0	0
应付票据及应付账款	934	1515	0	0	0	<b>利润总额</b>	475	-274	347	418	567
其他流动负债	770	1064	604	697	692	所得税	58	-5	6	7	9
<b>非流动负债</b>	1568	2015	1905	1821	1716	<b>净利润</b>	417	-270	341	411	558
长期借款	607	785	676	592	487	少数股东损益	38	6	15	16	21
其他非流动负债	961	1229	1229	1229	1229	<b>归属母公司净利润</b>	379	-276	326	395	537
<b>负债合计</b>	4383	6205	5469	6623	7260	EBITDA	750	115	787	876	1123
少数股东权益	137	87	102	118	139	EPS(元)	0.78	-0.57	0.67	0.81	1.11
股本	374	487	487	487	487						
资本公积	1981	1815	1815	1815	1815	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	1243	836	1104	1457	1917	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	3557	2907	3233	3537	4008	营业收入(%)	70.4	24.6	21.9	21.0	19.6
<b>负债和股东权益</b>	8076	9199	8804	10278	11408	营业利润(%)	3.9	-140.3	266.8	20.7	35.5
						归属于母公司净利润(%)	1.3	-172.8	218.5	21.0	35.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	33.9	28.5	29.5	30.2	31.0
						净利率(%)	6.4	-3.3	3.4	3.4	3.9
						ROE(%)	11.3	-9.0	10.2	11.3	13.4
						ROIC(%)	11.0	-3.2	8.3	8.9	10.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	54.3	67.5	62.1	64.4	63.6
						净负债比率(%)	27.3	67.0	77.9	93.7	91.7
						流动比率	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
						速动比率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.3	1.3
						应收账款周转率	7.3	7.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	6.1	4.8	9.4	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.78	-0.57	0.67	0.81	1.11
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.14	0.56	0.65	2.01
						每股净资产(最新摊薄)	7.32	5.99	6.66	7.29	8.26
						<b>估值比率</b>					
						P/E	15.6	-21.5	18.1	15.0	11.0
						P/B	1.7	2.0	1.8	1.7	1.5
						EV/EBITDA	9.4	69.5	10.9	10.8	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn