



品牌势能向上，逐步迈入全球化布局收获期

投资要点

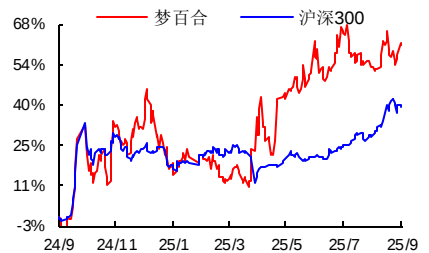
- 推荐逻辑:** 1) 公司具备显著的业绩修复弹性和长期成长逻辑。经历前期国际贸易摩擦与反倾销、客户结构调整及汇率扰动后，成长性逐步显现。2025H1 营收同比+9.4%，净利润同比+117.8%。2) 全球化产能布局构筑核心壁垒。公司在中国、美国、泰国、塞尔维亚、西班牙等地设有生产基地，实现就近交付、柔性生产，有效对冲贸易摩擦和成本压力，其中美国本土产能有望受益于订单增长带来的规模效应释放。3) 品牌+渠道协同发展驱动中长期成长。公司在欧美市场持续深耕线下品牌(如 MOR、Maxcolchon)并通过 Egohome 等线上品牌拓展 DTC 渠道，品牌力与渠道效率不断提升，2025H1 跨境电商营收同比+68.3%。4) 国内市场方面，公司拓展电动床、沙发、定制家居等品类，运营 Mlily 梦百合、里境、榻至等多矩阵品牌，协同助力泛家居生态布局。
- 产品矩阵持续丰富，核心技术领先。**公司深耕 0 压绵赛道，作为 0 压床垫开创者，多年来专注于 0 压绵的研究和生产，不断丰富产品矩阵，拓展至记忆绵枕、沙发、电动床、卧具等多品类。非温感 0 压绵技术领先，2011 年获得了中国、美国、加拿大、丹麦四国的发明专利，“双拼结构枕芯”、铜凝胶冷却等技术科学助眠。国内智能床业务凭借多重核心优势稳居行业头部，技术迭代领先，2024 年位列国内智能床线上线下销量第一，多次登顶大促榜首，三体智能床成爆款。
- 跨境电商表现靓丽，打造家居生活一体化品牌。**公司早期以欧美品牌的 OEM/ODM 代工业务为起点，逐步拓展出涵盖门店、线上销售、代工、酒店合作的多渠道模式。2024 年公司主营业务境外/国内分别实现营收 67.5/14.8 亿元，同比+6.7%/+3.5%，分别占总收入比例为 79.9%/17.5%。海外市场方面，2024 年大宗/门店/线上业务占比 49%/29.7%/21.3%：大宗业务作为基本盘，有望受益于订单增长带来规模效应释放；门店业务受美国宏观经济影响，有望触底回暖；跨境电商业务得益于 Egohome 品牌在亚马逊平台表现靓丽(床垫品牌 TOP20)，2024 年/2025H1 同比+48.7%/+68.3%。国内业务方面，2024 年国内大宗业务/门店/线上业务占比 36.9%/38.8%/24.3%。公司布局国内市场相对较晚，门店约千家，开店空间充足。公司酒店合作领域创新推出 0 压房模式，以“产品+品牌+运营”打造家居生活一体化品牌，截至 2025H1，已在 1 万多家酒店打造了超过 130 万间 0 压房。
- 反倾销重塑竞争格局，全球化产能布局构筑核心壁垒。**2018-2024 年，美国对床垫行业发起 3 次反倾销、2 次反补贴调查及 1 次日落复审，导致国内以及大部分东南亚中小厂商退出，形成供应空缺。公司以全球化产能布局突围，在中、塞、美、泰、西设六大基地，尤其提前在美国南卡和亚利桑那州建厂规避高额关税。其美东、美西工厂设计产能共计 16-20 亿元，为供应自主品牌和承接回流订单垫基。2025H1，北美营收 21.8 亿元，同比+7.6%，毛利率 40.1%，同比+0.5pp，工厂盈利能力持续提升。

西南证券研究院

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 沈琪
执业证号: S1250525070006
电话: 023-67506873
邮箱: shenq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.71
流通 A 股(亿股)	5.71
52 周内股价区间(元)	5.38-9.26
总市值(亿元)	50.55
总资产(亿元)	97.65
每股净资产(元)	6.56

相关研究

- **盈利预测与投资建议。**整体来看，公司正站在“估值+盈利”双修复的起点，基本面逐步向好叠加全球化布局、品牌化和智能化转型优势，有望迎来业绩和估值的双击，具备中长期配置价值。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.73 元，对应 PE 分别为 20 倍、15 倍、12 倍，给予 2026 年 20 倍估值，对应目标价 11.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**主要原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧的风险；海外子公司经营风险；国际贸易摩擦的风险；汇率大幅波动的风险。



指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8449.39	9467.78	10517.95	11625.45
增长率	5.94%	12.05%	11.09%	10.53%
归属母公司净利润（百万元）	-151.42	252.98	335.95	413.79
增长率	-242.04%	267.07%	32.80%	23.17%
每股收益 EPS（元）	-0.27	0.44	0.59	0.73
净资产收益率 ROE	-4.86%	7.18%	8.72%	9.83%
PE	-33	20	15	12
PB	1.36	1.22	1.13	1.05

数据来源：Wind，西南证券

投资要件

关键假设：

1) 北美、欧洲市场需求稳健复苏，国内渠道扩张驱动增长，高端床垫占比提升，推动床垫产品均价温和上涨，规模效应、成本管控及美国产能本土化带动毛利率提升。假设 2025-2027 年床垫销量增速为 15%/13%/12%，毛利率分别为 39%/40%/40.5%；

2) 枕头品类受益于新品放量、品牌渗透，供应链协同降本。假设 2025-2027 年销量增速为 10%/8%/5%，单价增速为 2%/2%/2%，毛利率分别为 33.5%/34.5%/35%；

3) 全球智能床增长空间广阔，技术溢价及全屋智能生态协同支撑价格提升，规模效应叠加产品附加值提升。假设 2025-2027 年收入增速为 20%/20%/20%，毛利率分别为 37%/37.5%/38%。

区别于市场的观点

1) 市场可能低估了梦百合全球化产能在规模效应上释放速度。当前市场对梦百合的看法仍偏保守，认为其处于床垫主业的缓慢恢复阶段，实际公司在海外工厂产能爬坡、终端品牌运营改善的背景下，产销协同已显著提速，2025H1，美国南卡和美国 AZ 合计实现盈利 3253.18 万元，净利率 4.80%，两个工厂产能利用率持续攀升，盈利能力实现较快改善。

2) 智能床全球化先发优势被忽视。市场普遍将智能床视为消费习惯养成的早期阶段，忽略梦百合已完成从技术到渠道的闭环，随着消费升级趋势延续，智能床有望成为公司第二成长曲线。

3) 财务改善与现金流修复的力度被低估。市场关注收入端增长，可能忽视费用优化与资产质量修复的成果。梦百合 2025H1 已出现毛利率显著提升，且利息费用下降、坏账追讨等动作显著改善财务结构，为利润释放和估值修复提供实质支撑。

股价上涨的催化因素

海外渠道修复节奏加快，线上品牌保持快速增长；海外诉讼与应收账款问题落地，影响盈利能力的扰动因素减少；行业政策或海外贸易环境边际改善。

估值和目标价格

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 94.7 亿元（+12.1%）、105.2 亿元（+11.1%）和 116.3 亿元（+10.5%），归母净利润分别为 2.5 亿元（+267.1%）、3.4 亿元（+32.8%）、4.1 亿元（+23.2%），EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.73 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、15 倍、12 倍。考虑到公司产品结构持续优化，美国产能利润率持续爬坡，给予 2026 年 20 倍估值，对应目标价 11.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

主要原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧的风险；海外子公司经营风险；国际贸易摩擦的风险；汇率大幅波动的风险。

目 录

1 公司概况：深耕记忆绵家居赛道，全球化产能布局	1
2 行业分析：需求底部回暖，“双反”重塑竞争格局	6
2.1 全球床垫市场底部承压，长期增长趋势不变	6
2.2 美国床垫产业经历三个发展阶段，形成寡头竞争格局	8
2.3 美国床垫“双反”全球追击，本土制造业回流确定性较强	9
2.4 中国床垫市场潜力大，智能床破圈有望成为新增长动能	12
3 公司分析：产能全球化布局深厚，渠道+品牌协同发力	15
3.1 产品：深耕 0 压绵赛道，布局智能床第二增长曲线	15
3.2 海外：代工业务稳健，跨境电商持续亮眼	19
3.3 国内：品牌+渠道融合，布局泛家居生态	26
3.4 产能：全球化产能布局构筑核心壁垒	32
3.5 财务：盈利能力修复，财务结构趋于稳健	35
4 盈利预测与估值	38
4.1 盈利预测	38
4.2 绝对估值	39
4.3 相对估值	40
5 风险提示	41

图 目 录

图 1: 公司产品类别.....	1
图 2: 梦百合发展历程.....	2
图 3: 梦百合股权结构及部分控股子公司.....	2
图 4: 2011-2025H1 营业收入及增速.....	3
图 5: 2018Q2-2025Q2 分季度营业收入及增速.....	3
图 6: 2011-2025H1 分产品营收 (亿元)	3
图 7: 2024 年分产品营收占比.....	3
图 8: 2011-2025H1 主营业务分境外/国内营收及增速.....	4
图 9: 2024 年主营业务境外/国内/其他业务营收占比.....	4
图 10: 2020-2025H1 境外主营业务分地区营收及增速.....	4
图 11: 2024 年分地区营收占比.....	4
图 12: 2018-2025H1 分渠道营收 (亿元)	5
图 13: 2019-2025H1 梦百合分渠道营收增速.....	5
图 14: 2024 年分渠道营收占比.....	5
图 15: 2018-2025H1 年分渠道占主营业务比例.....	5
图 16: 2018-2029 年全球家具市场规模及增速.....	6
图 17: 2018-2029 年全球床垫市场规模及增速.....	7
图 18: 2018-2029 年美国床垫市场规模及增速.....	7
图 19: 2024 年全球床垫市场分国家占比.....	7
图 20: 美国成屋销售量与美国本土床垫产量呈相关性.....	7
图 21: 全球主要国家床垫进口渗透率.....	8
图 22: 全球床垫线上渗透率.....	8
图 23: 美国床垫产业发展史.....	8
图 24: 2019-2024 年美国床垫品牌 CR5 市占率.....	9
图 25: 2024 年美国床垫分品牌市场份额占比.....	9
图 26: 第二轮反倾国家税率及 2019 年对美出口床垫数量.....	10
图 27: 第三轮反倾销地区税率及 2022 年对美出口床垫数量.....	10
图 28: 2016-2024 年美国床垫销售数量及增速.....	11
图 29: 2016-2024 年美国床垫数量进口依赖度.....	11
图 30: 美国床垫进口数量及来自反倾销地区的比例.....	12
图 31: 自反倾销国家进口数量占美国自产数量比例.....	12
图 32: 2018-2029 年中国床垫市场零售规模以及增速.....	12
图 33: 70% 的美国家庭平均三年会更换一次床垫.....	12
图 34: 2022 年我国及发达国家床垫渗透率占比.....	13
图 35: 2023 年中美床垫零售市场集中度.....	13
图 36: 受调者购买床垫的考虑因素.....	13
图 37: 2022 年我国床垫总销售额占比情况.....	13
图 38: 全球智能床市场规模及增速预期.....	14
图 39: 美国智能床市场规模及增速预期.....	14

图 40: 智能床市场按实用人群、应用分类	14
图 41: 中美人口老龄化对比	14
图 42: 梦百合 0 压床垫核心材质	15
图 43: 非温感 0 压绵优势及四国专利认证	16
图 44: 0 压深睡枕 Pro 获 2025 年德国红点奖“产品设计奖”	16
图 45: 科学证实 0 压助眠, “压力小, 睡得好”	17
图 46: 梦百合智能床获艾媒咨询 2024 年销量第一认证	17
图 47: 智能床 7 种模式, 通过无线遥控+智能 app 控制	17
图 48: 2015-2024 年研发费用及增速	18
图 49: 2018-2024 年国内部分品牌研发费用率	18
图 50: 2016-2024 年研发人员数量及占比	18
图 51: 2016-2024 年主要产品销售量 (百万件)	19
图 52: 2016-2024 年分产品平均单价 (元/件)	19
图 53: 2016-2024 年分产品毛利率	19
图 54: 2017-2024 年分产品毛利率同比变化 (百分点)	19
图 55: 2011-2025H1 境外营收及增速	20
图 56: 2019-2025H1 外销分渠道营收及增速	20
图 57: 2024 年外销分渠道营收占比	20
图 58: 2019-2025H1 外销分渠道营收占比	20
图 59: 2019-2025H1 境外大宗业务收入及增速	21
图 60: 2016-2024 年前五大客户销售额及占比	21
图 61: 2024 年德国 MC 与欧洲其他渠道收入及占比	21
图 62: 德国 MC 线下门店图	21
图 63: 德国 MC 网站售卖 Mlily 产品	22
图 64: 德国 MC 获 BILD - 2025 年顾客最喜爱奖	22
图 65: 2019-2025H1 境外直营业务收入及增速	22
图 66: 西班牙 Maxcolchon 线下门店	22
图 67: 2019-2025H1 西班牙思梦开店数量 (家)	23
图 68: 2020-2025H1 美国 MOR 开店数量 (家)	23
图 69: 美国 mor 门店主要分布在美国西海岸 (加州) 等地区	23
图 70: 2024 年美国 MOR 与北美其他渠道营收及占比	24
图 71: 2019-2025H1 境外线上业务收入及增速	24
图 72: 2020-2025H1 北美地区收入及增速	24
图 73: Egohome 产品获 ICA 认证、铜凝胶冷却技术	25
图 74: 2016-2025H1 内销营收及增速	26
图 75: 2019-2025H1 内销分渠道营收 (亿元)	26
图 76: 2024 年内销分渠道营收占比	26
图 77: 2019-2025H1 内销分渠道占比	26
图 78: 2019-2025H1 境内门店收入及增速	27
图 79: 2019-2025H1 国内门店数量及店效	27
图 80: 2023-2024 年家居企业国内门店数	27
图 81: 2019-2025H1 经销/直销店营收及增速	28

图 82: 2019-2025H1 经销/直销店比例及店效	28
图 83: 2019-2025H1 分品牌门店数量 (个)	28
图 84: 梦百合品牌融合门店格局展示	29
图 85: 品牌矩阵持续丰富	29
图 86: NISCO 里境品牌城市展厅	29
图 87: 里境中国门店分布	30
图 88: 里境双系列发展格局	30
图 89: 2019-2025H1 境内线上收入及增速	30
图 90: 2020-2024 年各品牌国内线上营收规模 (亿元)	30
图 91: 梦百合天猫/京东/抖音旗舰店数据	31
图 92: 2019-2025H1 酒店业务营收、增速及毛利率	31
图 93: 梦百合酒店业务发展历程	31
图 94: 梦百合合作酒店品牌	32
图 95: 梦百合全球首家全客房智能床酒店	32
图 96: 梦百合全球化工厂布局, 设计产能超百亿元	32
图 97: 2016-2024 年公司主营业务成本结构 (亿元)	34
图 98: 2024 年主营业务成本占比	34
图 99: 2016-2024 年直接材料金额及占比情况	35
图 100: 近 5 年来 TDI/MDI 价格 (元/吨)	35
图 101: 近 5 年来涤纶短纤/粘胶短纤/聚醚价格 (元/吨)	35
图 102: 2011-2025H1 公司归母净利润及增速	36
图 103: 2011-2025H1 公司毛利率及净利率	36
图 104: 2017-2025H1 公司期间费用率	36
图 105: 2018-2025H1 公司及可比公司毛利率	36
图 106: 2020-2025H1 公司及可比公司 ROE	37
图 107: 2020-2024 年公司 ROE 拆分	37
图 108: 2018-2025H1 公司及可比公司资产负债率 (%)	37
图 109: 2018-2024 年公司及可比公司资产周转率 (次)	37
图 110: 2018-2024 年公司及可比公司应收账款周转率 (次)	37

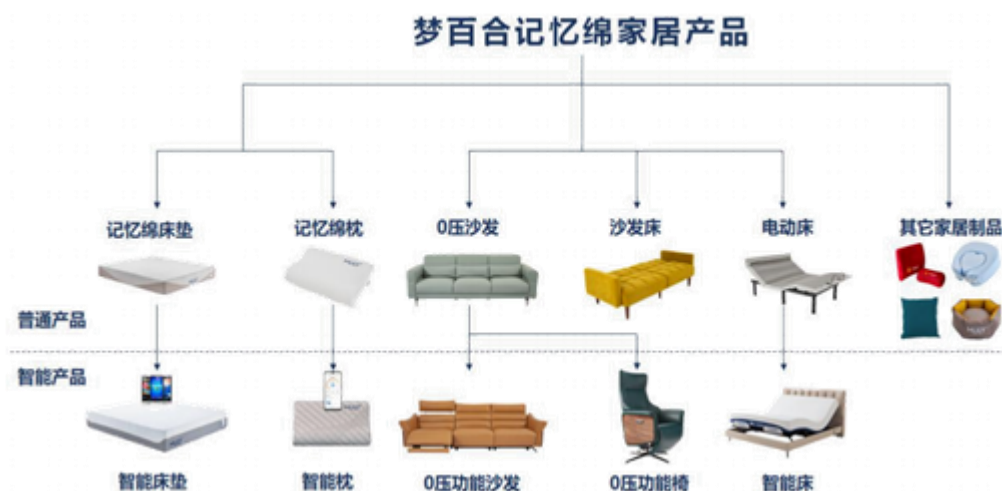
表 目 录

表 1: 梦百合国内外销售渠道	6
表 2: 全球家具市场细分领域行业规模 (亿美元) 及增速	6
表 3: 美国床垫行业反倾销&反补贴调查结果以及对梦百合的影响	10
表 4: 各国或地区对美出口床垫数量占比变化趋势	11
表 5: 梦百合主要产品详情 (国内)	15
表 6: 梦百合、喜临门、慕思、顾家家居床垫特点对比	16
表 7: 历年来专利授权/境内发明专利数量 (个)	18
表 8: 2017-2025H1 西班牙思梦财务情况	23
表 9: 2020-2025H1 年美国 MOR 财务情况	24
表 10: EGOHOME-14 英寸 King Size 记忆绵床垫详情	25
表 11: 铜凝胶冷却技术与记忆绵性能对比	25
表 12: 亚马逊美国主要线上床垫品牌信息对比	25
表 13: 2019-2025H1 品牌直营/经销门店数量 (个)	28
表 14: 部分床垫品牌天猫/京东/抖音数据对比	31
表 15: 自产产品/外购产品数量	33
表 16: 梦百合工厂产能、销售目的地、双反税率	33
表 17: 2019-2025H1 海外工厂营收净利润情况	34
表 18: 分业务收入及毛利率	38
表 19: 绝对估值假设条件	39
表 20: FCFE 估值结果	40
表 21: 可比公司估值	40
附表: 财务预测与估值	42

1 公司概况：深耕记忆绵家居赛道，全球化产能布局

梦百合家居科技股份有限公司创立于 2003 年，是一家专注于记忆绵家居产品研发、设计、生产和销售的企业。主要从事记忆绵床垫、记忆绵枕头、沙发、电动床及其他家居制品的研发、生产和销售，并逐步拓展智能产品系列。公司坚持“产能全球化+品牌国际化”的战略布局，目前已拥有位于境内、塞尔维亚、美国（2）、泰国及西班牙的六大生产基地，并收购了多个海外零售渠道，梦百合产品已销往美国、英国、日本等全球 110 个国家和地区，在全球拥有超过 10000 个销售终端，跨境电商持续放量，自主品牌受到海外消费者的欢迎。品牌方面，公司逐步建立“MLILY 梦百合”、“0 压房”、“NISCO 里境”、“VALUE 樞至”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、江苏省重点培育和发展的跨境电商知名品牌。

图 1：公司产品类别



数据来源：公司公告，西南证券整理

深耕 0 压绵赛道，产能全球化布局奠定自主品牌扩展基础。第一阶段（2003-2011 年）：代工起家，逐渐创立自主品牌。2003 年，倪张根创立南通恒康海绵制品有限公司（梦百合前身），早期为欧美品牌提供记忆绵产品的 OEM/ODM 代工生产服务，积累订单资源和生产经验，2008 年创立自主品牌 MLILY 梦百合，开启代工+自主品牌双轨发展模式。**第二阶段（2012-2019 年）：**开启全球 0 压之路，全球化产能布局。2012 年起自主品牌正式登陆美国市场，随后登陆英、韩、日、德、加拿大、澳大利亚等市场。2015 年梦百合首个海外生产基地塞尔维亚工厂正式投产。2016 年梦百合成功 A 股上市，股票代码：603313.SH，加速全球化产能布局。2017 年收购西班牙思梦；登陆以色列、马来西亚、泰国市场。2019 年泰国工厂、美国南卡工厂竣工投产。**第三阶段（2020-至今）：**加速渠道布局，品牌矩阵持续丰富。2020 年收购美国西海岸知名的家居连锁渠道品牌 MOR（Mor Furniture）。2021 年美国亚利桑那工厂开业；与德国家居品牌 Matratzen Concord（MC）建立合作关系；国内完成“三年千店”门店数量扩张计划，奠定内销增长基础。2022 年起创立 NISCO 里境沙发。2024 年创立 VALUE 樞至定制品牌，并加快发展国内智能床业务，以及跨境电商业务。2025H1 跨境电商业务延续亮眼表现。

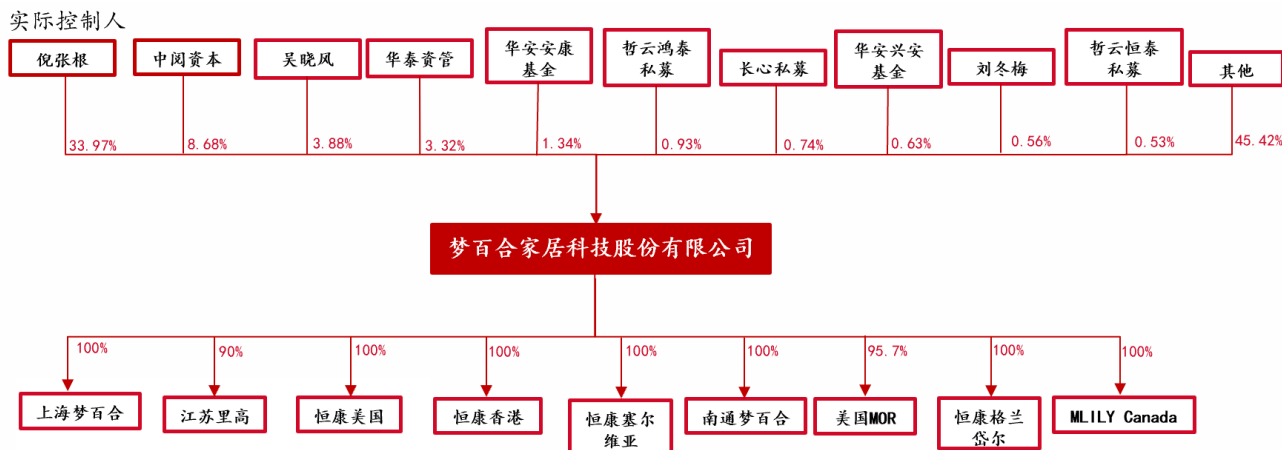
图 2：梦百合发展历程



数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰，管理人员经验丰富。截至 2025 年 8 月 26 日，倪张根先生持有公司 33.97% 的股份，为公司的实际控制人。吴晓风先生持有公司 3.88% 的股份，与倪张根先生为表兄弟关系。公司旗下控股公司遍布全球，主要从事家居产品的生产和销售。其中，江苏里高智能家居有限公司主要负责智能床、智能沙发等智能家居产品的研发、生产和销售，并持有上海里境 69.98% 股权，持有泰国里高 98% 股权。恒康美国主要负责家居、家具用品的生产及销售，持有两个美国生产基地（美国南卡、恒康亚利桑那）100% 股权。恒康香港为公司的投资平台。

图 3：梦百合股权结构及部分控股子公司

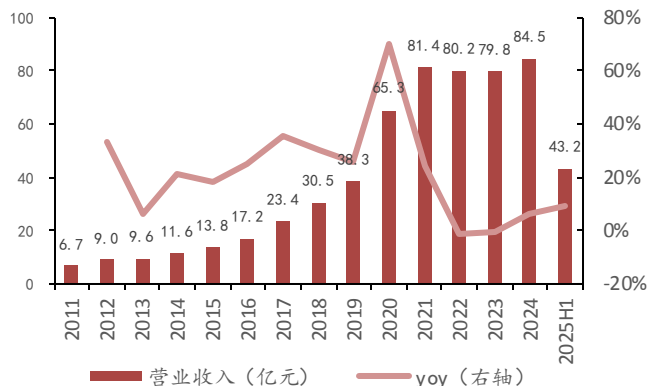


数据来源：Wind，西南证券整理

全年营收超 80 亿，收入呈现一定季度性波动。2024 年公司实现营收 84.5 亿元，同比 +5.9%，主要系境外线上主营业务以及欧洲市场表现强劲。回顾来看，2012-2019 年公司全球 0 压之路扩展顺利，营收逐年增加，CAGR 为 24.3%。2020 年营收同比 +70.4%，得益于家居需求景气，叠加当年 2 月完成对美国连锁家居零售商 MOR 的收购并表。2021 年收入增长较快主要得益于美西海岸生产基地投产带来的产能提升以及全球市场的持续布局。2022-2023 年受通胀及行业去库存等因素扰动营收增长承压。公司三、四季度收入较高，主要系节日大促集中在下半年。

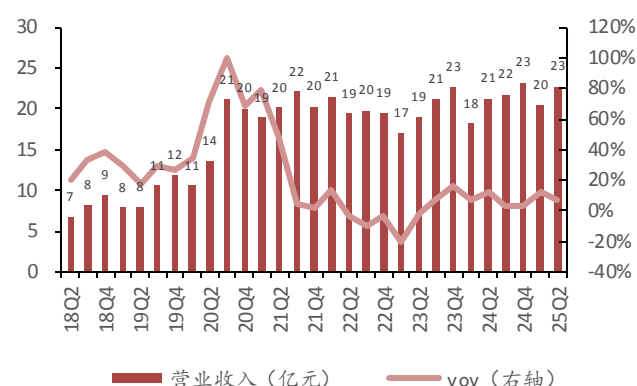
跨境电商拉动海外市场增长。2025H1 公司实现营收 43.2 亿元，同比+9.4%，境外线上主营业务收入同比+68.3%，剔除美国 MOR 及西班牙 MATRESSES 线上业务，25H1 公司内生海外电商主营业务收入同比增长超 70%。

图 4：2011-2025H1 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

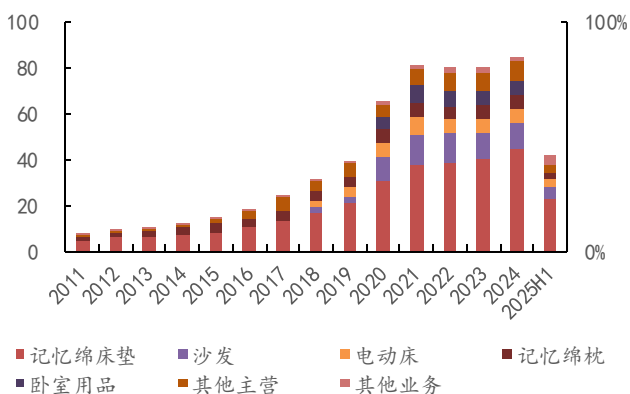
图 5：2018Q2-2025Q2 分季度营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

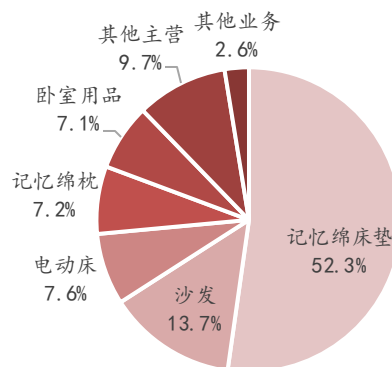
分产品来看，记忆绵床垫营收占比超 50%，产品矩阵持续丰富。2024 年，公司记忆绵床垫/沙发/电动床/记忆绵枕/卧具/其他主营分别实现收入 44.2/11.6/6.4/6.1/6.0/8.2 亿元，分别同比 +11.0%/+1.2%/-1.1%/-0.3%/-4.1%/+7.7%，分别占总收入的 52.3%/13.7%/7.6%/7.2%/7.1%/9.7%。记忆绵床垫业务是梦百合的核心产品之一，2011-2024 年保持逐年增长态势，2012-2024 年 CAGR 为 19.0%。受益于美国 MOR 并表以及泰国工厂产能释放，2020 年沙发产品、卧具产品等品类增速达到历史高点，分别同比+279.9%/+793.3%至 9.8/5.2 亿元。2025H1 公司记忆绵床垫/沙发/电动床/记忆绵枕/卧具/其他主营分别同比 +11.7%/+3.9%/+5.0%/+8.7%/+3.5%/+7.3%，所有品类均实现正增长。

图 6：2011-2025H1 分产品营收 (亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2024 年分产品营收占比

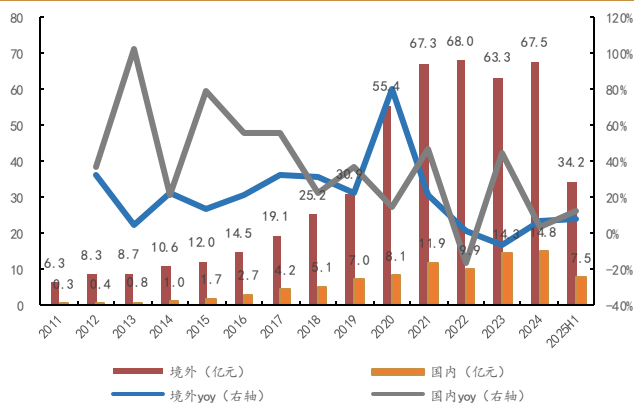


数据来源：Wind，西南证券整理

分地区来看，外销占主导地位，内销增长稳健。2024 年公司主营业务境外/国内营收 67.5/14.8 亿元，分别同比+6.7%/+3.5%，分别占总收入比例为 79.9%/17.5%。2011-2024 年海外/国内收入 CAGR 为 20%/35.4%。2025H1 主营业务境外/国内营收分别为 34.2/7.5 亿元，同比+8.1%/+11.7%。

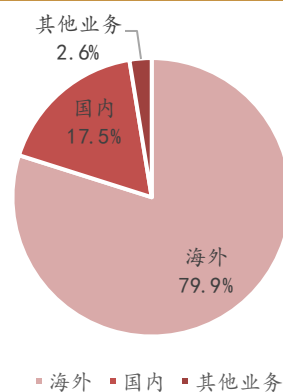
分具体区域来看，2024 年北美洲/欧洲/其他境外营收分别为 43.3/19.6/4.6 亿元，分别同比-1.1%/+20.3%/+44.4%，分别占总收入的 51.3%/23.1%/5.5%。北美市场方面，随着美国床垫行业第三轮反倾销政策的落地，公司的美国本土制造订单逐步回流，带动了美东和美西工厂的经营改善，2024 年北美洲收入降幅收窄。伴随美国本土工厂产能利用率的提升和零售渠道的拓展，北美市场收入有望进一步提升。欧洲以及其他境外包括日本、澳洲等地区取得较快增速，得益于公司积极的市场拓展以及持续的渠道优化。国内方面，地产销售疲软，家居作为后周期行业整体承压，公司国内业务仍保持增长，彰显增长韧性，公司内销品牌建设成果逐步兑现。2025H1 北美洲/欧洲/境外其他地区营收分别为 21.8/9.6/2.8 亿元，分别同比+7.6%/+6.1%/+20.3%。

图 8：2011-2025H1 主营业务分境外/国内营收及增速



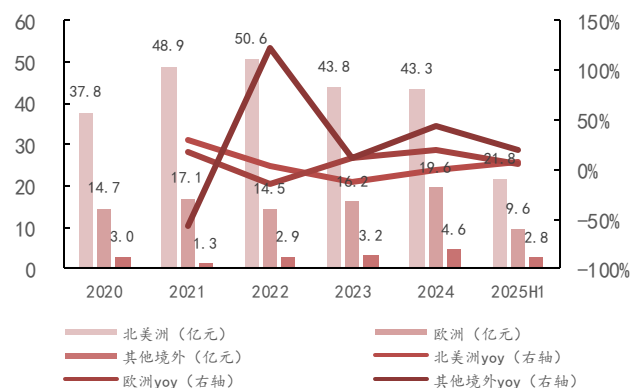
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2024 主营业务境外/国内/其他业务营收占比



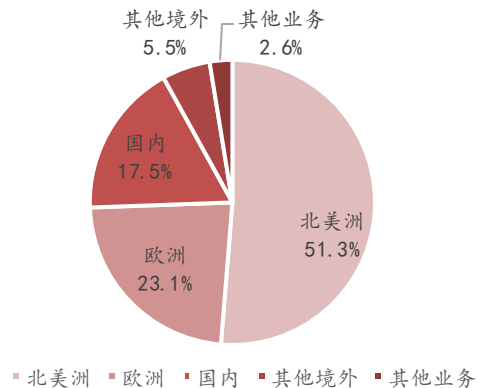
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2020-2025H1 境外主营业务分地区营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

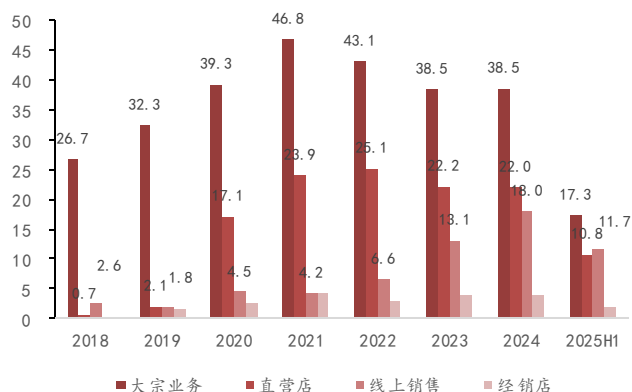
图 11：2024 年分地区营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

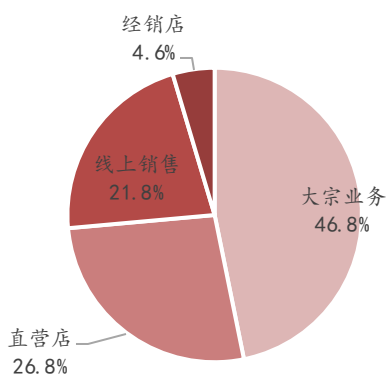
分渠道来看，大宗业务为基本盘，逐步拓展门店及线上渠道。2019 年及以前大宗业务占据 80% 以上的营收份额。伴随渠道收购以及自主品牌发展，目前已逐步形成销售渠道多元化，线上+线下协同发展的格局。2024 年大宗业务/直营店/线上销售/经销店分别实现营收 38.5/22.0/18.0/3.8 亿元，分别同比+0.1%/-0.6%/+37.6%/-1.9%，分别占主营业务收入的 46.8%/26.8%/21.8%/4.6%。2025H1 大宗业务/直营店/线上销售/经销店分别同比-6.6%/+1.9%/+57.4%/+6.7%，线上渠成为拉动整体营收增长的主要动能。

图 12：2018-2025H1 分渠道营收（亿元）



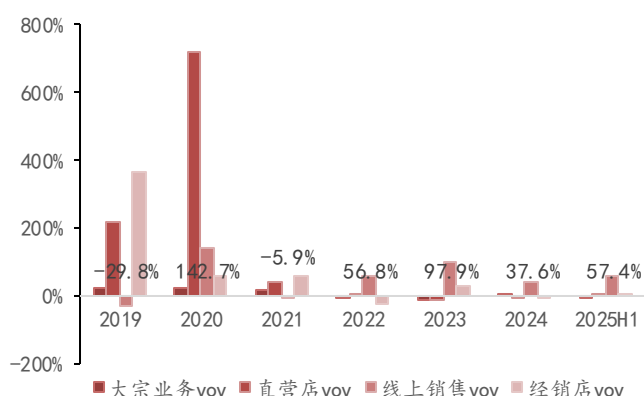
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2024 年分渠道营收占比



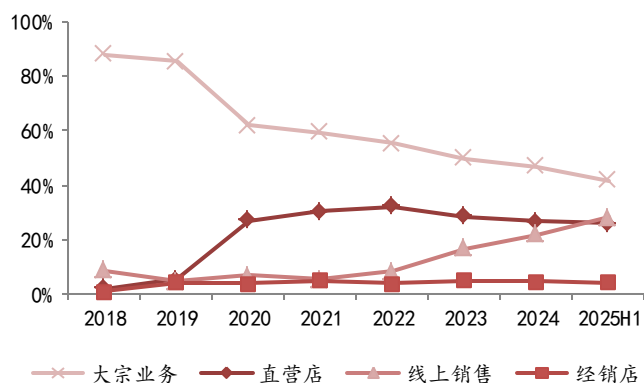
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2019-2025H1 梦百合分渠道营收增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2018-2025H1 年分渠道占主营业务比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

梦百合针对国内外业务不同的销售特点、目标市场特点、业务推广效果以及客户、用户的购买和使用体验等因素，采取了具有针对性的多样化销售模式。外销渠道方面，分为 ODM 和 OBM 销售模式。ODM 销售模式主要通过长期积累与部分家居制品品牌商、家居贸易商建立了长期稳定的合作关系，客户通常根据自身采购需求向公司下达采购信息。OBM 销售通过 4 种运营方式开展：①自主团队运营，②经销，③收购境外零售渠道（如西班牙 MATRESSES、美国 MOR 门店），④跨境电商平台（如亚马逊、Wayfair、Walmart）。内销渠道方面，主要有门店销售、电商新零售、酒店销售模式 3 种模式。同时，公司的国内外业务均采取线上+线下协同发展路径，通过线上获客、线下体验、全渠道交付的模式，打造了高效覆盖全球的营销与服务网络，支撑公司在不同区域市场的较快增长。

表 1：梦百合国内外销售渠道

地区	渠道	具体方式
外销	ODM销售模式	为Walmart、JYSK等家居贸易商、家居制品品牌商建立了长期稳定的合作关系
	OBM销售模式	自主团队运营：通过建立公司的海外销售公司开展OBM运营活动
		经销：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
		收购境外零售渠道：西班牙MATRESSES、美国MOR
内销	门店销售模式	跨境电商：如亚马逊、Wayfair、Walmart
		直营店
	电商新零售模式	经销店
		天猫、京东、抖音等电商平台
	酒店销售模式	与品牌酒店合作：B2B集采销售模式

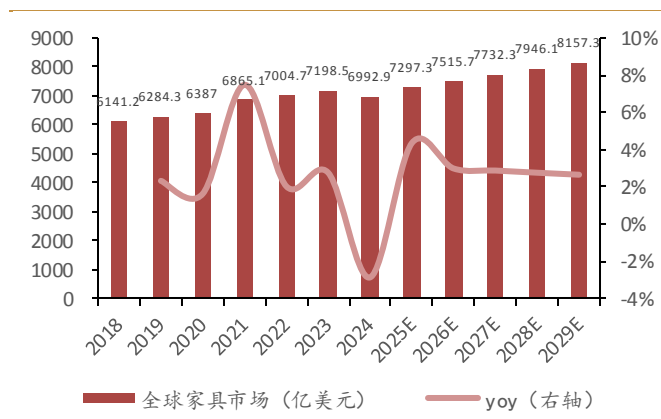
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：需求底部回暖，“双反”重塑竞争格局

2.1 全球床垫市场底部承压，长期增长趋势不变

全球家具市场受宏观因素影响阶段性承压，长期增长趋势不变。根据 Statista 数据，2024 年全球家具市场规模近 7000 亿美元，同比-2.9%，预计 2029 年达到 8157.3 亿美元，2025-2029 年 CAGR 为 3.1%。尽管近年来全球家具市场面临关税贸易政策摩擦等影响，但仍处于稳步增长阶段，拥有一定的商业潜力和发展空间。细分领域来看，2024 年客厅家具/家居装饰/卧室家具/厨房与餐厅家具/灯具与照明/户外家具/家庭办公家具/婴儿及儿童家具市场分别占整体家具家居市份额为 29.3%/17.1%/15.8%/11.2%/10.9%/6.8%/6.5%/2.5%。客厅家具/卧室家具/户外家具预计 2025-2029 年 CAGR 为 3.4%/3.5%/3.2%，超过家具行业整体复合增速。

图 16：2018-2029 年全球家具市规模及增速



数据来源：Statista，西南证券整理

表 2：全球家具市场细分领域行业规模（亿美元）及增速

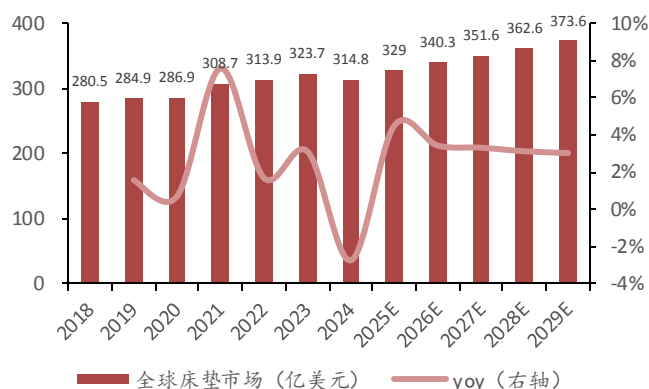
家具细分品类	2024年市场规模	2024年同比	2024年占比	2019-2024CAGR	2025-2029CAGR
客厅家具	2046.5	-2.5%	29.3%	2.2%	3.4%
家居装饰	1194.9	-3.1%	17.1%	2.8%	2.9%
卧室家具	1107.5	-2.7%	15.8%	1.9%	3.5%
厨房与餐厅家具	782.7	-3.4%	11.2%	2.2%	3.1%
灯具与照明	759.7	-2.8%	10.9%	2.2%	2.4%
户外家具	472.7	-2.9%	6.8%	2.0%	3.2%
家庭办公家具	451.6	-2.9%	6.5%	2.0%	2.8%
婴儿及儿童家具	177.3	-3.5%	2.5%	0.4%	2.3%

数据来源：Statista，西南证券整理

美国是全球最大的床垫消费国和床垫进口国。根据 Statista 数据，全球床垫市场规模 2024 年达 314.8 亿美元，同比-2.7%，预计 2029 年将达到 373.6 亿美元，2025-2029 年 CAGR 为 3.5%。美国 2024 年床垫市场收入规模为 104.0 亿美元，同比-3.7%，约占全球市场的 33%，预计 2029 年将达到 142.6 亿美元，2025-2029 年 CAGR 为 6.5%，超过全球整体增速。欧洲地区代表国德国、法国、英国、西班牙、意大利五国合计占全球床垫市场规模的 14.3%。

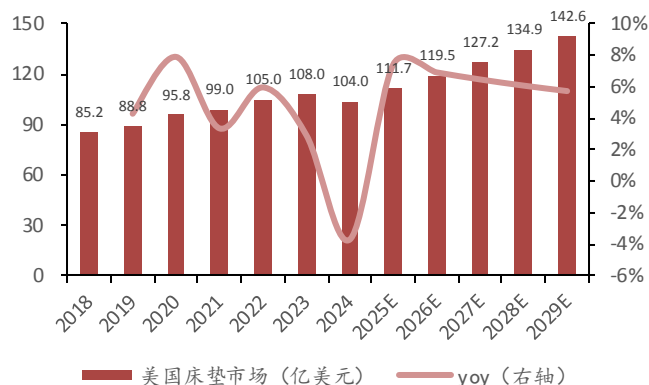
美国成屋销售量与美国本土床垫产量呈相关性。成屋交易往往伴随着居住搬迁与家居更替，床垫作为更换频率较高的家居耐用品，在置换住房过程中具备实际需求基础。自 2022 年以来，美国成屋销售呈现回落趋势，2024 年销售套数维持在相对较低水平，床垫行业受到房地产交易放缓、消费者购置节奏放慢等多重因素影响同比增速下降，后续随着利率环境、居民信心和住房活动逐步企稳，床垫消费端有望获得改善支撑。

图 17：2018-2029 年全球床垫市场规模及增速



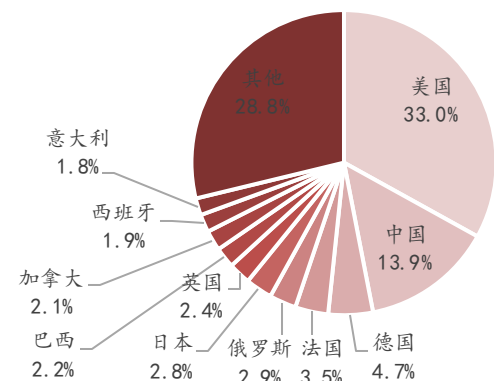
数据来源：Statista，西南证券整理

图 18：2018-2029 年美国床垫市规模及增速



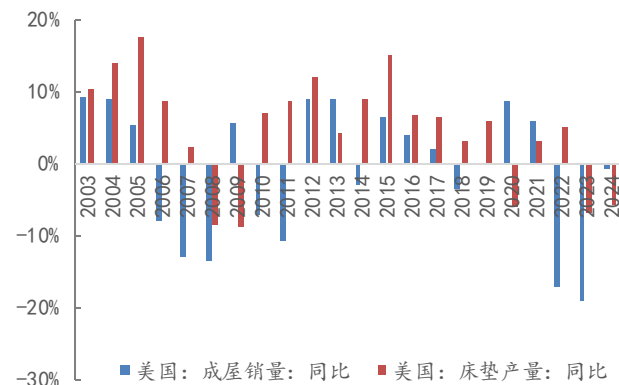
数据来源：Statista，西南证券整理

图 19：2024 年全球床垫市场分国家占比



数据来源：Statista，西南证券整理

图 20：美国成屋销售量与美国本土床垫产量呈相关性

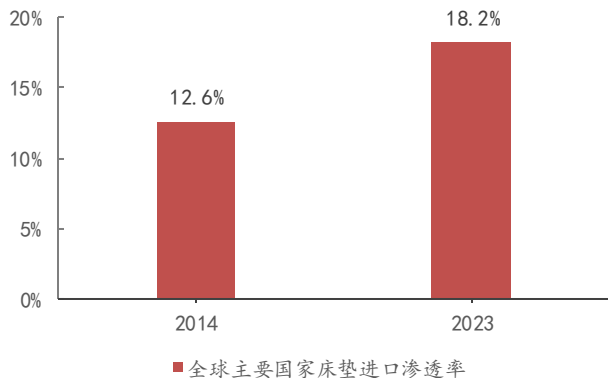


数据来源：Wind、ISPA，西南证券整理

总体来看，全球主要国家床垫进口渗透率（进口量/消费量）呈上升趋势，根据 CSIL 数据，全球主要国家床垫市场进口渗透率从 2014 年的 12.6% 上升至 2023 年的 18.2%。

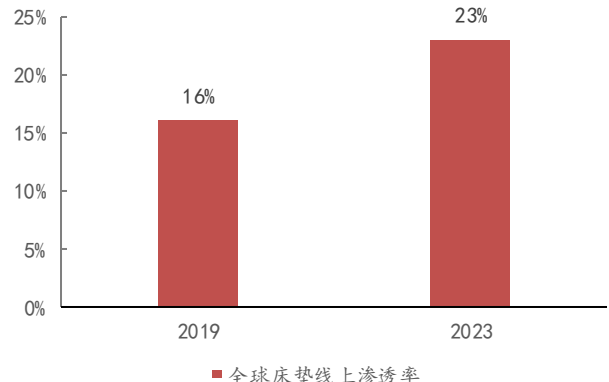
线上渠道发展是近年来床垫市场最重要的变化之一，主要源于“床垫压缩卷包”技术普及，“DTC 模式”推广，电商平台与社交媒体营销兴起，越来越多的消费者选择在线购买床垫，推动了线上销售的增长。据 CSIL 数据，全球床垫线上渗透率（占床垫市场总量的比例）预计从 2019 年的 16% 增长至 2023 年的 23%。

图 21：全球主要国家床垫进口渗透率



数据来源：CSIL、公司公告，西南证券整理

图 22：全球床垫线上渗透率

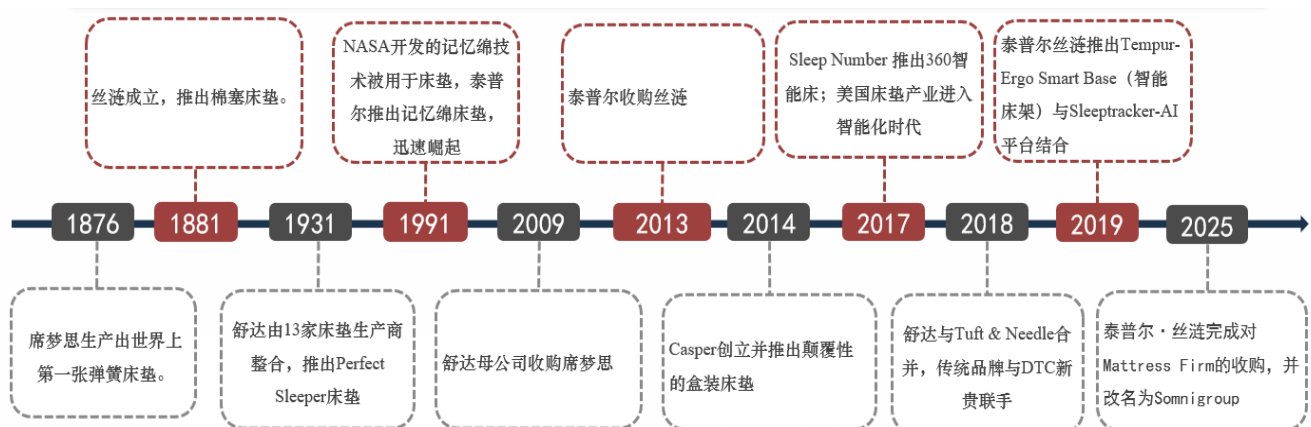


数据来源：CSIL、公司公告，西南证券整理

2.2 美国床垫产业经历三个发展阶段，形成寡头竞争格局

第一阶段（1870-1990）初创与工业化：1876 年，席梦思研发出世界上第一张弹簧床垫，标志着现代床垫时代的开启。在此期间，美国三大床垫生产商席梦思（1870 年）、丝涟（1881 年）、舒达（1931 年）相继成立。工业革命推动机械化生产，床垫开始普及，标准化生产、品牌雏形和渠道初步建立，为行业奠定基础。**第二阶段（1991-2013）品牌化与消费升级：**1991 年，泰普尔推出记忆绵床垫。这一时期，席梦思、丝涟、舒达等传统三大品牌形成寡头格局，乳胶、记忆绵等新材料逐步引入，床垫向功能性、舒适性发展。以实体零售渠道为主，营销手段强化，床垫逐渐从“耐用品”向“消费品”过渡。2009 年，席梦思和舒达两大床垫巨头合二为一；2013 年，泰普尔收购丝涟形成美国第二个大型床垫集团。**第三阶段（2014-至今）电商兴起、产品创新与渠道融合阶段。**互联网与直销模式（DTC）兴起，Casper、Tuft & Needle 等新兴品牌打破传统渠道，掀起“床垫盒装革命”。跨境电商、亚马逊等平台推动全球销售。环保材料、智能床垫、个性化睡眠解决方案等不断涌现，行业向高技术、高附加值方向迈进。2025 年 2 月泰普尔·丝涟完成对 Mattress Firm 的收购，并将公司名称更改为 Somnigroup，实现制造与零售的垂直整合，巩固其在美国床垫市场的主导地位。

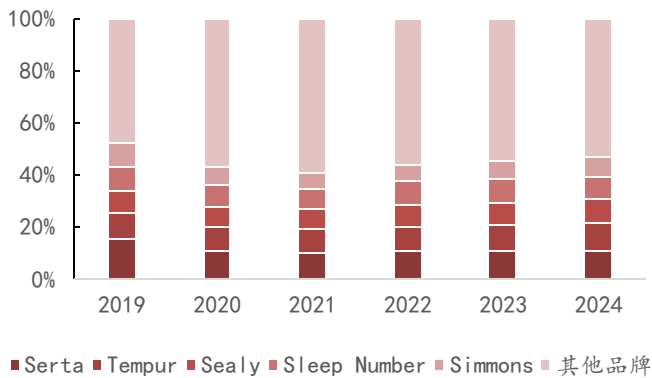
图 23：美国床垫产业发展史



数据来源：各公司官方网站，西南证券整理

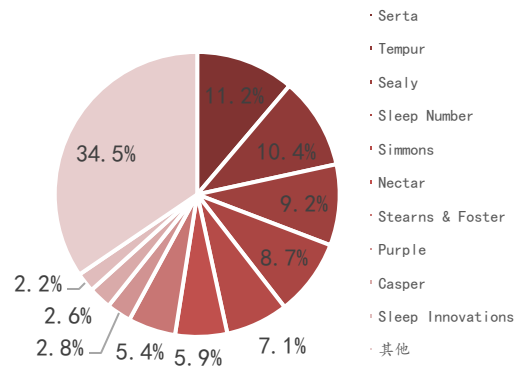
美国床垫行业集中度较高，CR5超过40%。根据欧睿数据，2024年美国床垫品牌CR5为46.6%，同比+1.0pp，其中Serta/Tempur/Sealy/Sleep Number/Simmons市占率分别为11.2%/10.4%/9.2%/8.7%/7.1%。2024年CR10为65.5%。

图 24：2019-2024 年美国床垫品牌 CR5 市占率



数据来源：欧睿，西南证券整理

图 25：2024 年美国床垫分品牌市场份额占比



数据来源：欧睿，西南证券整理

2.3 美国床垫“双反”全球追击，本土制造业回流确定性较强

2018-2024 年，美国商务部对床垫行业共发起 3 次反倾销调查(antidumping duty, AD)、2 次反补贴调查(countervailing duty, CVD)以及 1 次日落复审(Sunset Review)。

第一轮反倾销调查(2018.10-2019.10)：2018 年 10 月，美国商务部宣布对进口自中国的床垫发起反倾销立案调查。2019 年 10 月，美国商务部发布了对进口自中国的床垫反倾销调查终裁结果，公司及子公司里高家具适用的反倾销保证金比例分别为 57.03%和 162.76%。其他征收单独税率的企业反倾销税率为 162.76%-192.04%，其他企业统一征收 1731.75%的反倾销税率。**第一轮反倾销政策执行后，行业开启产能向东南亚国家转移模式。**2018 年，美国自中国进口的床垫金额占比超 80%，2019 年美国床垫市场进口额中来自中国的占比下降至 24.4%。大量中国企业在短时间内纷纷将生产基地转至越南、印度尼西亚等国家。与此同时，2019 年印尼/越南等东南亚国家在美国床垫市场进口额中的占比从 0 迅速分别上升至 15.4%/25.0%，海外订单向提前布局海外产能的公司集中。

第二轮反倾销调查(2020.04-2021.04)：2020 年 4 月，美国商务部启动二轮反倾销调查，对进口自泰国、越南、塞尔维亚等 7 个国家的床垫发起反倾销立案调查，以及对中国床垫发起反补贴立案调查。2021 年 4 月，美国国际贸易委员会作出终裁，判决反倾销和反补贴成立，税率整体范围在 2.2%-763.28%。梦百合子公司泰国里高、恒康塞尔维亚分别适用 763.28%和 112.11%税率。公司及中国其他生产商/出口商的反补贴均为 97.78%税率。**第二轮反倾销政策执行后，印尼、墨西哥出口份额提升。**2021 年前二轮反倾销涉及的国家合计进口额同比下降 55.7pp 至 31.5%，印尼出口份额有提升主要系其享受了所有反倾销地区中最低的税。墨西哥地区承接较多转单，2021 年墨西哥在美国床垫市场进口额中的占比同比增长 15.3pp 至 23.2%。

第三轮反倾销调查 (2023.08-2024.07)：2023 年 8 月美国商务部宣布对西班牙、墨西哥等 12 个国家或地区的床垫发起反倾销税调查。2024 年 7 月美国商务部宣布第三轮美国床垫反倾销和反补贴终裁结果。公司子公司恒康西班牙和 COMOTEX 适用 4.61%税率，泰国从科索沃向美国出口的涉案产品按照 344.70%的税率征收反倾销税，但子公司泰国里高未涉及。第三轮反倾销政策执行后，美国本土制造业回流确定性较强。2024 年美国从涉及反倾销的国家和地区（除波兰外）进口床垫类产品金额均同比减少。美国对墨西哥出口床垫征收 37.59%的反倾销关税，可能影响企业重新评估其全球供应链布局。新一轮的反倾销或将进一步引导家具制造业产能向美国本土市场回流。梦百合作为全球布局的记忆绵床垫公司，目前在美国和东南亚均有充足产能来承接订单，提升产能利用率，改善利润水平。

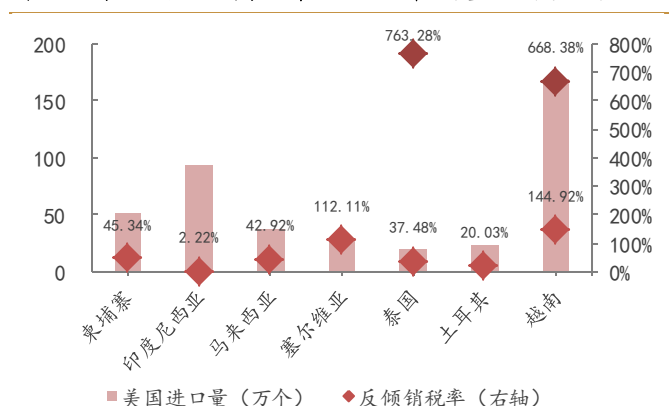
第一轮日落复审 (2024.11-2025.05)：2024 年 11 月，美国国际贸易委员会对进口自中国的床垫发起第一次反倾销日落复审产业损害调查。2025 年 5 月宣布第一次反倾销措施继续有效。

表 3：美国床垫行业反倾销&反补贴调查结果以及对梦百合的影响

时间	涉及国家及地区	加征税率	对梦百合加征税率
第一轮调查 2018.10-2019.10	中国	对中国征收57.03%-1731.75%的反倾销税率	公司及子公司里高家具适用的反倾销保证金比例分别为57.03%和162.76%
第二轮调查 2020.04-2021.04	反倾销7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；反补贴：中国	反倾销：柬埔寨为45.34%、印度尼西亚为2.22%、马来西亚为42.92%、塞尔维亚为112.11%、泰国为37.48%（除泰国里高）、土耳其为20.03%、越南为144.92%-668.38%；反补贴：公司及中国其他生产商/出口商的补贴率均为97.78%	公司子公司泰国里高、恒康塞尔维亚分别适用763.28%和112.11%反补贴税率。同时公司及境内子公司被征收97.78%反补贴税
第三轮调查 2023.08-2024.07	反倾销12国或地区：波斯尼亚和黑塞哥维那、保加利亚、缅甸、印度、意大利、科索沃、墨西哥、菲律宾、波兰、斯洛文尼亚、西班牙、中国台湾；反补贴：印度尼西亚	反倾销：除特定公司外，针对来自波斯尼亚和黑塞哥维那/保加利亚/缅甸/印度/意大利/科索沃/墨西哥/菲律宾/波兰/斯洛文尼亚/西班牙/中国台湾出口商和生产商分别征收反倾销税率 217.38%/106.27%/181.71%/13.35%/257.06%/63.66%/37.59%/538.23%/330.71%/744.81%/4.61%/624.50%。反补贴：印度尼西亚最终并未征收反补贴税	公司子公司恒康西班牙和COMOTEX适用4.61%税率，泰国从科索沃向美国出口的涉案产品按照344.70%的税率征收反倾销税，子公司泰国里高未涉及
第一轮日落复审 2024.11-2025.05	中国	对中国作出第一次反倾销措施继续有效	—

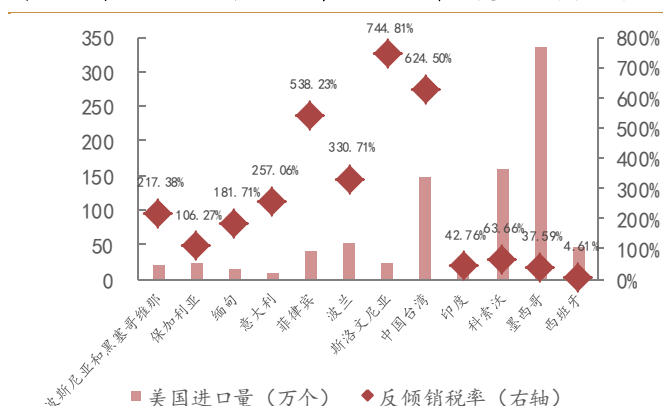
数据来源：美国商务部、美国国际贸易委员，西南证券整理。注：日落复审 (Sunset Review) 是反倾销措施实施满 5 年之前，由主管机关或利害关系方发起的行政复审程序，旨在决定是否继续维持、修改或终止原有反倾销税或价格承诺。

图 26：第二轮反倾销国家税率及 2019 年对美出口床垫数量



数据来源：US ITC 美国国际贸易委员会，西南证券整理。注：纳入统计的编码 9404.21.0013, 9404.29.1013, 9404.29.9087

图 27：第三轮反倾销地区税率及 2022 年对美出口床垫数量



数据来源：USITC 美国国际贸易委员会，西南证券整理

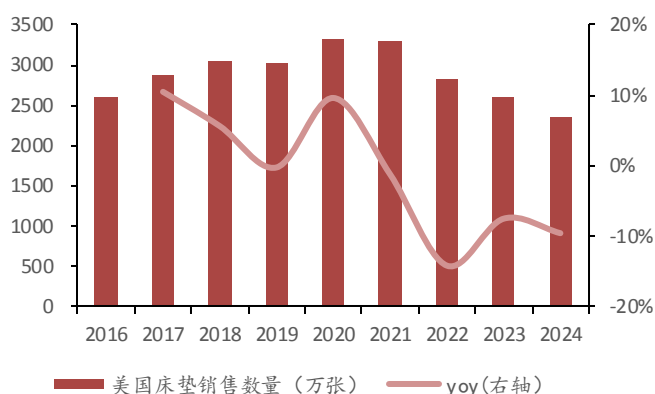
表 4：各国或地区对美出口床垫数量占比变化趋势

国家或地区		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一轮	中国	62.9%	81.8%	83.4%	24.4%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	4.6%
第二轮	印度尼西亚	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	15.5%	23.1%	18.7%	24.4%	37.6%
	越南	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	29.1%	6.1%	5.7%	6.5%	11.3%
	柬埔寨	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	马来西亚	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	13.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
	土耳其	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	11.3%	1.7%	0.1%	0.0%	0.1%
	泰国	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	6.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%
塞尔维亚	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	5.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
前二轮国家合计占比		63.0%	81.9%	83.5%	84.7%	87.1%	31.4%	24.7%	31.2%	53.7%
第三轮	墨西哥	36.2%	16.9%	15.0%	13.2%	7.5%	23.2%	31.4%	43.3%	25.8%
	科索沃	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.5%	12.6%	7.8%	1.5%
	波兰	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	0.3%	2.6%
	印度	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	1.3%	1.3%	1.2%
	中国台湾	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	2.8%	13.4%	11.9%	4.3%	0.6%
	西班牙	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.9%	6.3%	3.2%	1.1%
	缅甸	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	1.8%	0.2%
	斯尼亚和黑塞哥维	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.1%	0.8%
	意大利	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.1%	0.0%
	菲律宾	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.3%	0.5%	0.1%
斯洛文尼亚	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	
保加利亚	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.3%	2.6%	0.2%	0.0%	
三轮国家或地区合计占比		99.2%	98.9%	98.6%	99.0%	99.3%	95.3%	96.1%	95.0%	87.6%

数据来源：USITC 美国国际贸易委员会，西南证券整理

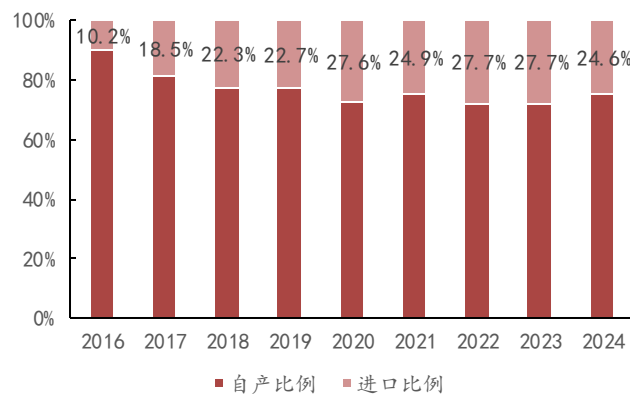
美国床垫进口依赖度 20%+，第三轮反倾销可能推高本土产能。根据 ISPA 以及美国国际贸易委员会数据，2024 年美国床垫销售量（自产+进口）约为 2362.2 万张，同比-9.5%，其中自产数量约为 1780 万张，同比-5.7%，进口数量为 582.2 万张，同比-19.6%，增速下滑主要系美国高通胀与加息周期对成屋销售与耐用品消费产生制约。进口床垫受到的影响更为显著，2024 年美国销售的床垫中约 24.6% 的床垫数量来源于进口，相较 2023 年下滑 3.1pp，主要系 2024 年下半年起对 12 个国家征收反补贴税。第三轮反倾销主要针对墨西哥、科索沃、中国台湾等地区，2024 年墨西哥、科索沃、中国台湾分别占总进口量的 25.8%/1.5%/0.6%，同比-17.5pp/-6.3pp/-3.7pp。

图 28：2016-2024 年美国床垫销售数量及增速



数据来源：USITC 美国国际贸易委员会、ISPA，西南证券整理

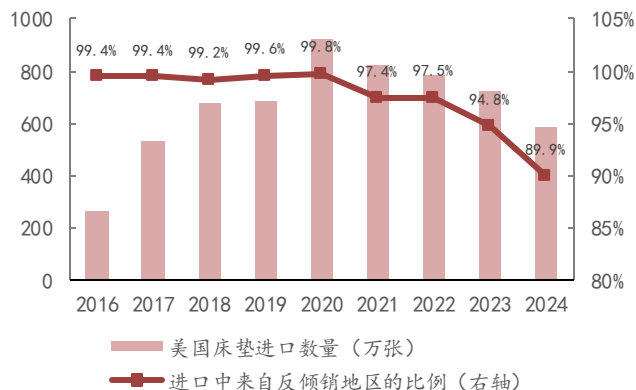
图 29：2016-2024 年美国床垫数量进口依赖度



数据来源：USITC 美国国际贸易委员会、ISPA，西南证券整理

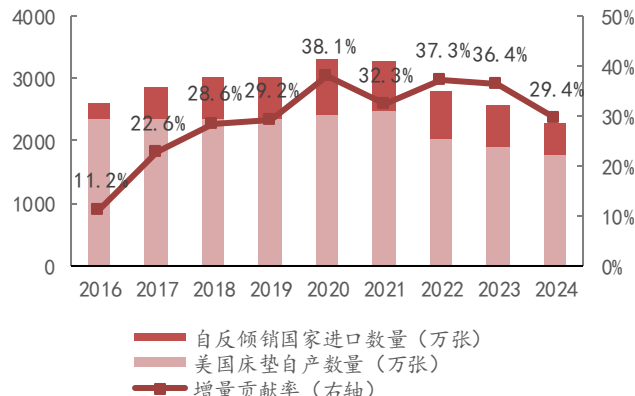
2024 年美国床垫进口数量为 582.2 万张，其中 523.6 万张来自反倾销地区（占比 89.9%）。随着反倾销政策趋严，叠加对东南亚地区加关税（例如自 2025 年 8 月 1 日起对印尼出口商品加征 15% 的关税），预计部分受影响的床垫订单将回流至美国本土制造，利好具备美国本土产能的企业。假设反倾销订单全部转入美国本土，则增加 29.4% 的美国本土生产量。

图 30：美国床垫进口数量及来自反倾销地区的比例



数据来源：USITC 美国国际贸易委员会、ISPA，西南证券整理

图 31：自反倾销国家进口数量占美国自产数量比例

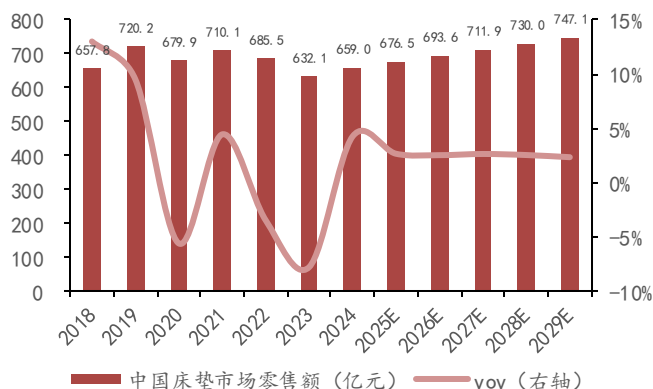


数据来源：USITC 美国国际贸易委员会、ISPA，西南证券整理

2.4 中国床垫市场潜力大，智能床破圈有望成为新增长动能

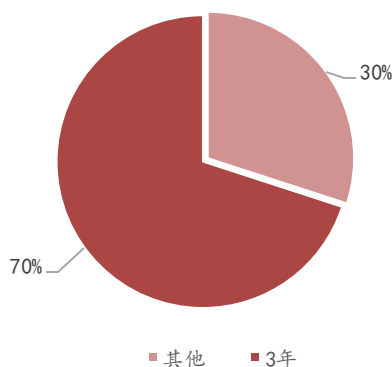
中国床垫市场规模呈现增长特征。根据欧睿数据，中国床垫市场零售额 2024 年达 659 亿元，同比+4.3%，预计 2029 年将达到 747.1 亿元，2025-2029 年 CAGR 为 2.5%。对比美国，我国消费者的床垫更换频率仍有较大提升空间。根据观研天下数据整理，截至 2022 年，中国受访者中 49.8% 正在使用超过 5 年的床垫，其中 70、60 后正在使用 10 年以上床垫的比例为 28.6% 和 21%，而 70% 的美国家庭平均三年会更换一次床垫，其中约 20% 的使用者认为床垫的使用周期最好不超过三年。床垫更换频率低源于消费观念保守、认知不足和收入制约，但随着消费升级与健康意识提升，市场将向高频次、个性化的消费趋势演进。

图 32：2018-2029 年中国床垫市场零售规模以及增速



数据来源：欧睿，西南证券整理

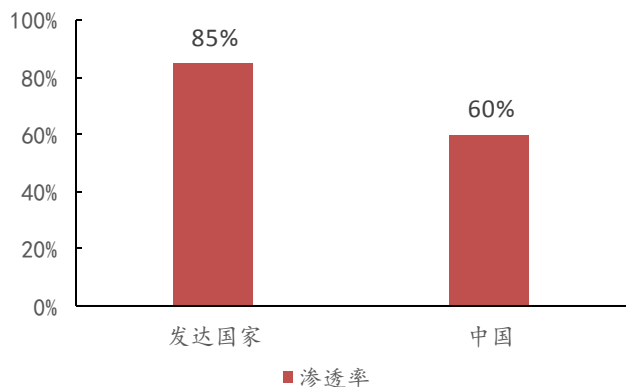
图 33：70% 的美国家庭平均三年会更换一次床垫



数据来源：观研天下数据中心，西南证券整理

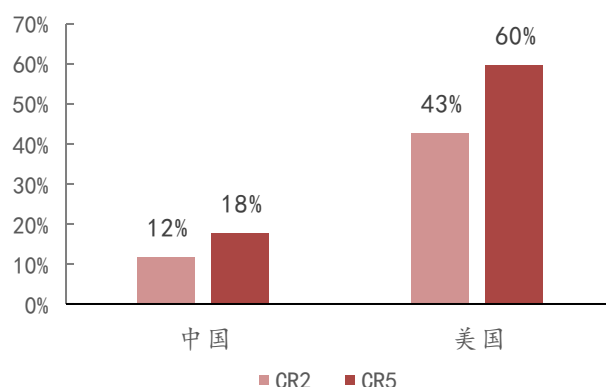
中国床垫行业渗透率低，行业格局分散。根据 CSIL 数据显示，2022 年我国床垫行业渗透率为 60%，与发达国家相比仍有一定差距（发达国家床垫渗透率达到 85%），系消费观念传统、城乡发展不均和更换频率偏低影响。集中度方面，2023 年我国床垫零售市场 CR2、CR5 分别为 12%、18%，美国 CR2、CR5 分别为 43%、60%。本轮地产后周期家居需求回落，行业呈现产能出清态势，未来行业集中度有望提升，龙头企业将凭借降本增效和品牌认知实现持续扩张。

图 34：2022 年我国及发达国家床垫渗透率占比



数据来源：CSIL、观研天下数据中心，西南证券整理

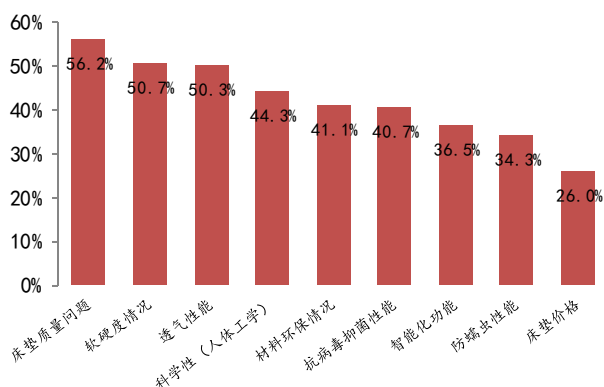
图 35：2023 年中美床垫零售市场集中度



数据来源：CSIL、观研天下数据中心，西南证券整理

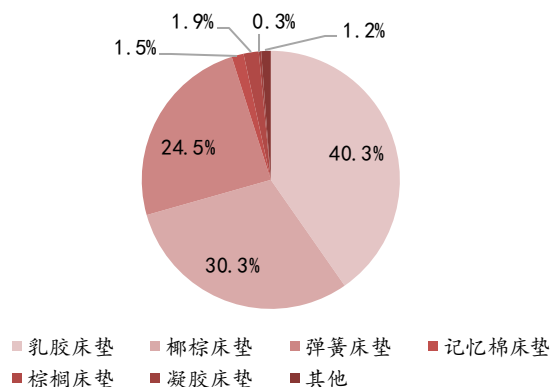
从刚需扩张到品质驱动，中国床垫市场迈入理性成长。相比于床垫的价格，消费者已经渐渐开始着重关注床垫的质量和功能，注重体验感的提升，核心需求聚焦基础功能（质量/软硬/透气>50%）及智能化（36.5%）。从细分品类看，目前国内床垫销售以乳胶床垫、椰棕床垫和弹簧床垫为主，总销售额占比超 95%；记忆绵床垫、棕榈床垫、凝胶床垫分别占比 1.5%、1.9%、0.3%。相比之下，记忆绵、凝胶等新材料床垫成本较高、技术门槛大、价格敏感性强，新材料床垫仍在发展初期阶段。未来产品结构可能调整，弹簧床垫市场虽成熟，但增长空间有限，有被乳胶或混合材质替代的趋势。未来随着中产阶级扩大、睡眠健康重视提升，高舒适度、高科技含量的床垫（如记忆绵、凝胶）有望实现快速增长。

图 36：受调者购买床垫的考虑因素



数据来源：《2023 中国健康睡眠白皮书》，西南证券整理

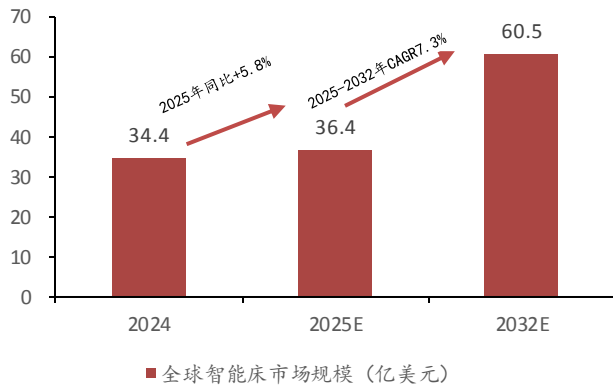
图 37：2022 年我国床垫总销售额占比情况



数据来源：观研天下数据中心，西南证券整理

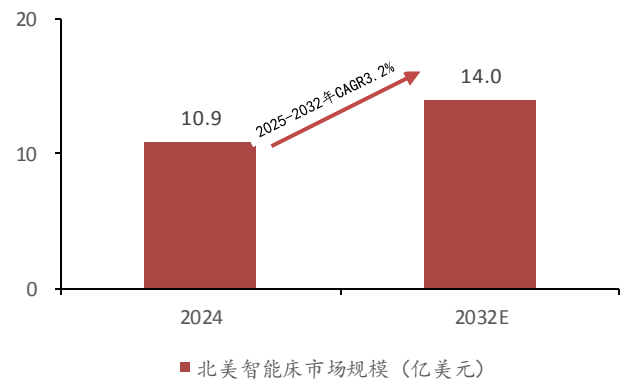
智能床破圈，全球智能床市场迈入加速增长通道，美国占主要消费市场。根据 Fortune business insight 数据，2024 年，全球智能床市场规模为 34.4 亿美元。预计到 2032 年增长至 60.5 亿美元，2025-2032 年 CAGR 为 7.3%。其中，北美市场成为智能床的主要消费市场，其消费者对于智能电动床的接受程度高。2024 年北美的市场份额为 31.7%，预计到 2032 年将达到 14 亿美元，2025-2032 年 CAGR 为 3.2%，这得益于智能家居的高普及率、奢侈品消费以及医疗保健和住宅领域的技术融合。大型床垫厂商泰普尔丝连（TSI）、舒达席梦思（SSB）将其床垫搭配智能电动床床架销售给消费者，该销售渠道目前为北美市场最主要的智能电动床销售渠道。

图 38：全球智能床市场规模及增速预期



数据来源：Fortune business insight，西南证券整理

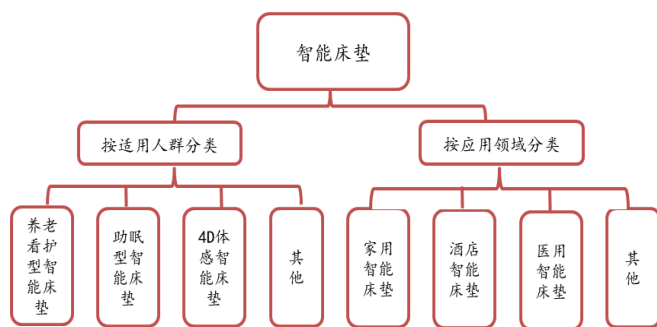
图 39：美国智能床市场规模及增速预期



数据来源：Fortune business insight，西南证券整理

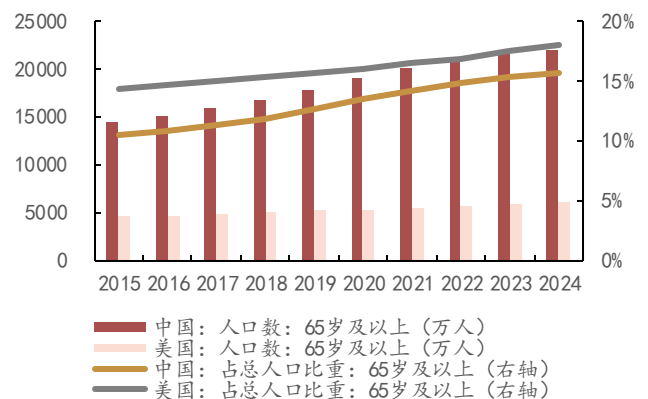
据华经产业研究院数据，2023年中国的智能床市场规模达到30亿元人民币，仍处于行业初级阶段，从市场渗透率角度来看，中国智能床的渗透率仅为0.2%。中国智能床市场成长性突出，主要在于：1) 消费者对睡眠质量和生活品质的要求提高，推动了中高端智能床需求的增长，特别是具有调节功能和睡眠监测功能的智能床。2) 国家“以旧换新”政策和地方政府补贴预计将拉动家庭和机构的采购需求，从而提升国内智能床的渗透率。3) 随着全球及中国老龄化的加剧，智能床在医疗护理领域的应用显著增长，中国65岁及以上人口高于美国且增速较快，预计未来在医疗护理领域需求将进一步扩大。与美国等已经成熟的市场相比，中国的智能床行业还有很大的增长潜力和发展空间。

图 40：智能床市场按实用人群、应用分类



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 41：中美人口老龄化对比



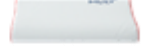
数据来源：Wind，西南证券整理

3 公司分析：产能全球化布局深厚，渠道+品牌协同发力

3.1 产品：深耕 0 压绵赛道，布局智能床第二增长曲线

深耕 0 压绵赛道，产品矩阵不断丰富。梦百合自 2003 年创立以来，深耕 0 压绵赛道，从 0 压床垫品类不断拓展 0 压枕头、0 压软床、0 压智能床等寝具品类，并不断拓展以沙发品类为代表的更为丰富的客厅、餐厅等应用场景的产品品类，品类矩阵持续丰富。0 压床垫作为公司核心品类，价格区间为 700-30000 元+，覆盖性价比、中高端定位；SKU 丰富，涵盖全年龄人群、全厚度（10cm 以下-30cm 以上）、全软硬程度（偏硬护脊/软硬适中/偏软舒适/软硬两用）；代表系列朗怡、传奇 7 号、三体联名智能床等成为销售爆款。

表 5：梦百合主要产品详情（国内）

产品类别	薄垫	厚垫	智能床	记忆绵枕	电动沙发	其他
示意图						
价格区间	¥ 700-3000	¥ 3000-30000+	¥ 5000-30000+	¥ 130-500+	¥ 4000-12000+	
产品特点	提花空气层、石墨烯抗菌内套、轻松折叠、可拆卸、抗菌	非温感凝胶 0 压绵、高密度支撑绵、动态贴合（82%）、延长深睡眠时间	AI 传感器+大数据分析，7 大智控模式（观影/阅读/深睡等）	网材质 0 压绵，慢回弹，颈部支撑，可水洗外套	意式轻奢、真皮	
系列	舒适/学生垫/儿童床垫/舒梦/快充	朗怡 0 压/传奇 7 号/好梦百合/Weliflex 薇尔/月梦/YLCD 酒店	三体智能床（小米版/天猫精灵版）/M2 智能床（经典/升级/鸿蒙）/M6/M3pro/M8/L7	传奇 7 号/酒店 0 压房/儿童枕芯/成人枕芯	0 压沙发/三体智能沙发	
适用场景	宿舍/儿童房/榻榻米/租房/旧床垫上	卧室、中高端酒店	卧室、高端酒店、智能家居场景	宿舍、卧室、护颈、中高端酒店	客厅、中高端、轻奢	客厅、餐厅等：沙发床架、枕套、功能椅餐桌、茶几等
按人群：儿童床垫/青少年床垫/成人床垫/中老年床垫/宠物床垫 按软硬分类：偏硬护脊/软硬适中/偏软舒适/软硬两用 按厚度：10cm 以下/10cm-15cm/16cm-20cm/21cm-25cm/26cm-30cm/30cm 以上						

数据来源：公司官网、公司天猫官方旗舰店，西南证券整理

主打非温感 0 压绵技术，形成差异化竞争。梦百合床垫产品通过非温感 0 压记忆绵、石墨烯亲肤空气层等材质的区分，形成差异化竞争。

图 42：梦百合 0 压床垫核心材质



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 6：梦百合、喜临门、慕思、顾家家居床垫特点对比

床垫品牌	梦百合	喜临门	慕思	顾家家居
代表系列	朗怡2.0、传奇7号、三体联名智能床M3 Pro	白骑士、塔利亚、蝶梦系列	睡眠精灵、Smart智慧弹簧系统	M0001、小蛮腰PRO1号
产品图				
核心材质	专利非温感0压绵+石墨棉抗菌外套+独立袋装弹簧	天然乳胶+独立袋装弹簧+天丝 (TENCEL) 面料	德国AGRO独立袋装弹簧+3D-plus透气层+太空树脂球	高纯度乳胶+独立袋装弹簧+云感绵/凝胶记忆绵
价格区间	¥ 700-30000+	¥ 500-8000	¥ 500-20000+	¥ 2000-10000
主打功能	零压贴合、四季不塌、抑菌透气，主打“深睡零压”概念	软硬两用、分区护脊、透气防螨，价格亲民卷包易入户	高端七区/九区支撑、静音抗干扰、流通透气性业内领先，定位高端护脊	云柔包裹、双面睡感、外观轻奢，可搭配顾家家居其他家具

数据来源：各公司天猫官方旗舰店，西南证券整理

非温感 0 压绵技术领先，技术不断创新发展。公司于 2011 年研发出非温感 0 压绵，获得了中国、美国、加拿大、丹麦四国的发明专利，该材质克服了传统记忆绵遇热变软、遇冷变硬的缺陷，不会受到周围环境温度变化的影响，能高度贴合、均匀承托身体，有效吸收并分散人体压力，对脊椎起到良好保护作用，为用户提供舒适的睡眠体验。记忆绵枕方面，公司于 2024 年 10 月推出 0 压深睡枕 Pro，其采用了“双拼结构枕芯”，由超柔慢回弹记忆绵的上层区域与具有支撑力的慢回弹记忆绵下层区域构成，并通过“S”形结构进行组合，能够满足头窝包裹、头部承托、颈部支撑等不同部位的睡眠需求，帮助用户快速进入深睡眠状态；该产品凭借此创新设计及卓越功能，荣获了 2025 年德国红点奖“产品设计奖”。

图 43：非温感 0 压绵优势及四国专利认证



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

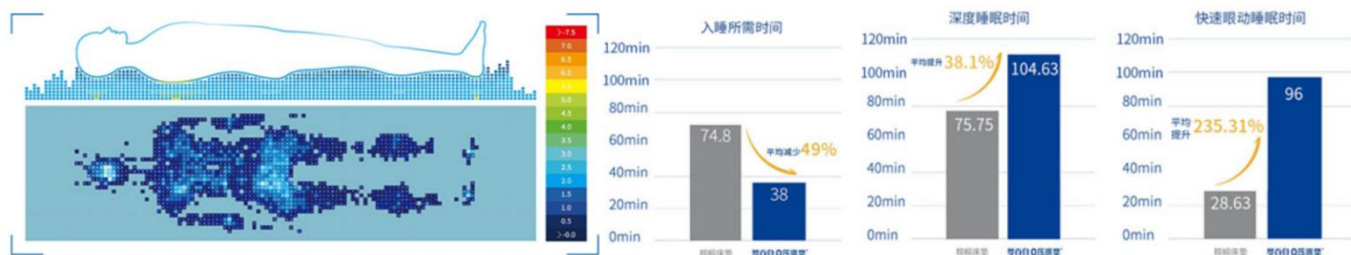
图 44：0 压深睡枕 Pro 获 2025 年德国红点奖“产品设计奖”



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

科学证实 0 压助眠，“压力小，睡得好”。根据安徽农业大学人体工程学院研究中心发布的《梦百合 0 压床垫助眠效果实验报告》数据显示，人体与梦百合 0 压床垫的贴合度平均可达 82.45%，压力集中点均匀分散，不压迫毛细血管和末梢神经，血液循环流畅，不易产生疲劳及酸痛。相较于传统棕榈床垫，使用梦百合 0 压床垫入睡时间减少了 49%、深度睡眠时间增加了 38.1%，睡眠效率增加了 10.1 个百分点至 95.91%。

图 45：科学证实 0 压助眠，“压力小，睡得好”



数据来源：安徽农业大学人体工程学院研究中心《梦百合 0 压床垫助眠效果实验报告》、大连维特奥国际医院《MLILY 梦百合 0 压床垫对睡眠状况影响的深入研究统计分析报告》、公司官网，西南证券整理

以消费洞察为核心，推动智能睡眠产品持续创新。梦百合自 2014 年推出首款 0 压智能床垫 iMattress 以来，始终坚持以用户需求为导向，通过智能传感、远程操控和数据分析，为用户打造可视化、可管理的睡眠健康解决方案。公司以洞察消费者为核心，不断推动智能产品落地不同使用场景：从助眠功能（音乐、白噪音、电机升降）到场景适配（7+N 百变模式），从物联网联动（米家、天猫精灵等）到青少年睡眠健康监测，满足多元化人群的个性化需求。2023 年公司携手科幻 IP《三体》推出联名智能床，并迅速成为天猫智能床垫品类销量 TOP1，入选“天猫最具引领性 50 款新品”，2024 年 MLILY 梦百合荣获艾媒咨询“全国智能床销量第一”、“中国智能床第一品牌”、“全国智能床销量领先”三项市场地位确认。2025H1，MLILY 梦百合获得权威机构颁发的“家具健康适老产品认证”，涵盖旗下多款产品，为银发群体打造更智慧、更健康、更安全的睡眠体验。其中，梦百合 0 压智能床 M12 凭借出色的智能表现，荣获 2025 年 AWE 艾普兰奖创新奖。

图 46：梦百合智能床获艾媒咨询 2024 年销量第一认证



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

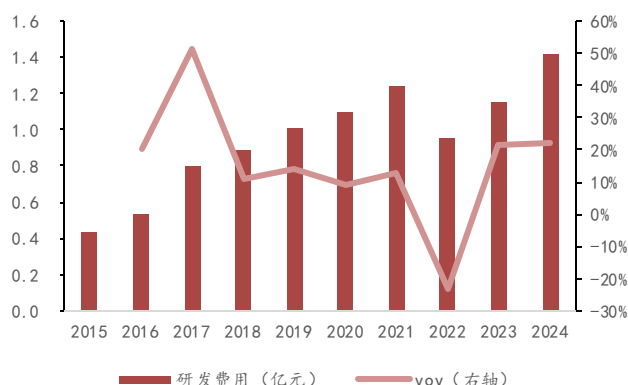
图 47：智能床 7 种模式，通过无线遥控+智能 app 控制



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

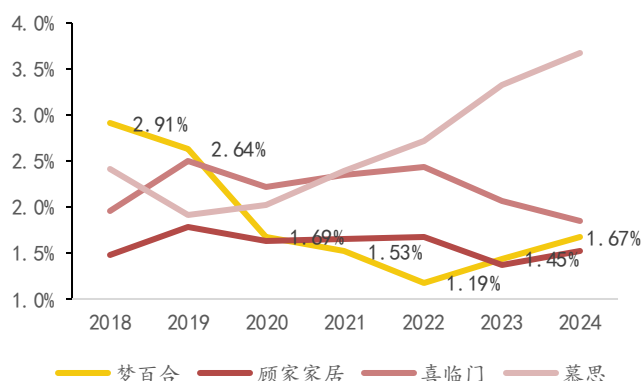
注重研发创新，研发专利数量持续提升。2024 年，公司的研发费用为 1.42 亿元，同比 +22.3%；研发费用率为 1.7%，同比 +0.2pp，处于行业中游水平。截至 2024 年年末，梦百合研发人员为 380 人，占总人数比例为 12.7%，同比净增 21 人，累计授权专利 297 个，同比净增 88 个，境内发明专利 26 个，同比净增 6 个。研发人员及授权/发明专利数量的增加主要系公司持续积累技术、聚焦研发、产品创新、合作深化以及竞争驱动。

图 48：2015-2024 年研发费用及增速



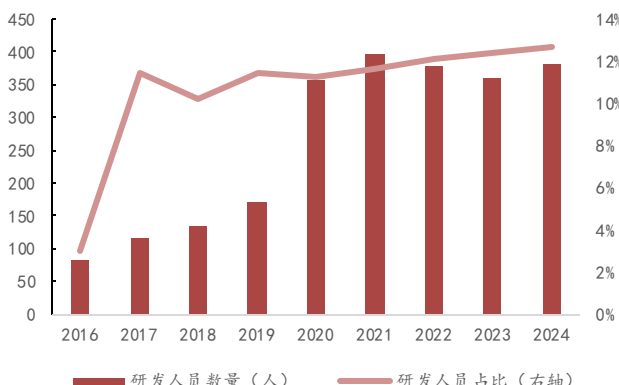
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 49：2018-2024 年国内部分品牌研发费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 50：2016-2024 年研发人员数量及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：历年来专利授权/境内发明专利数量（个）

年份	授权专利	境内发明专利
2016	61	-
2017	70	11
2018	79	13
2019	92	13
2020	104	13
2021	136	14
2022	178	18
2023	209	20
2024	297	26

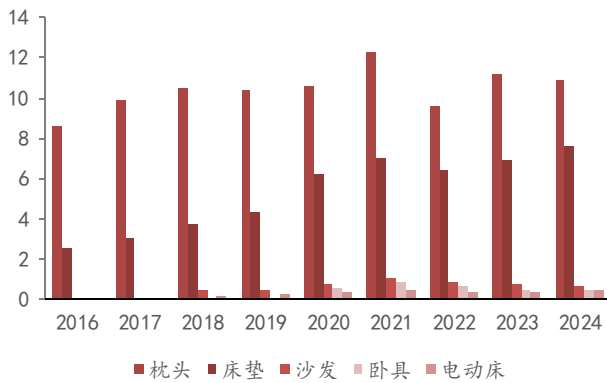
数据来源：公司公告，西南证券整理

主要品类床垫销量稳增，“功能+升级”是增长主线。2024 年枕头/床垫/沙发/卧具/电动床销售量分别为 1085.8/763.0/72.6/52.9/44.1 万件，分别同比 -2.6%/+10.3%/-5.2%/+16.1%/+3.2%。“功能+升级”是增长主线：床垫、电动床、卧具主要受益于“0 压深睡”的产品核心竞争力以及大店融合的套系化销售（床垫+床架+床头柜）。“可选+低值”暂时承压：枕头、沙发更偏可选消费，受渠道库存、门店收缩及市场竞争等影响。展望来看，海外产能与电商渠道可能成为对冲当前国内需求偏弱的核心抓手。

分产品单价看，2024 年，枕头/床垫/沙发/卧具/电动床平均单价分别为 55.8/578.6/1591.1/1125.6/1455.3（元/件），分别同比 +2.4%/+0.6%/+6.7%/-17.4%/-4.2%。高端化升级推动枕头、沙发提价；床垫高端与走量款对冲，价格基本持平；卧具因平价套餐单价显著下降；电动床则因促销及成本下行让利终端而小幅下调。展望来看，AI、医疗级功

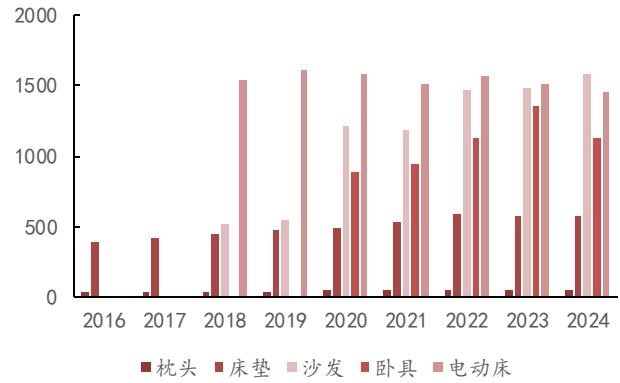
能与场景溢价将推动床垫、沙发、电动床进入“价先于量”的升级周期；枕头、卧具作为流量入口或配套产品，公司或主动让价换取渗透率和连带销售。

图 51：2016-2024 年主要产品销售量（百万件）



数据来源：公司公告，西南证券整理

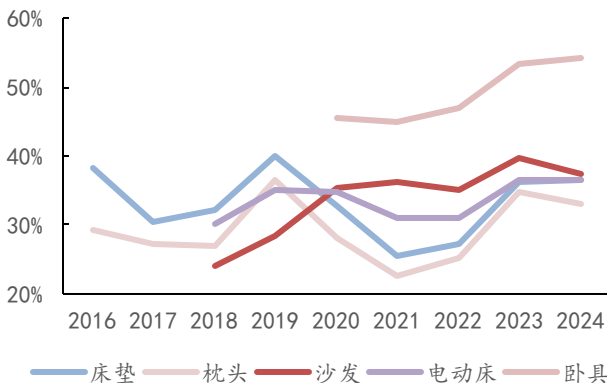
图 52：2016-2024 年分产品平均单价（元/件）



数据来源：公司公告，西南证券整理

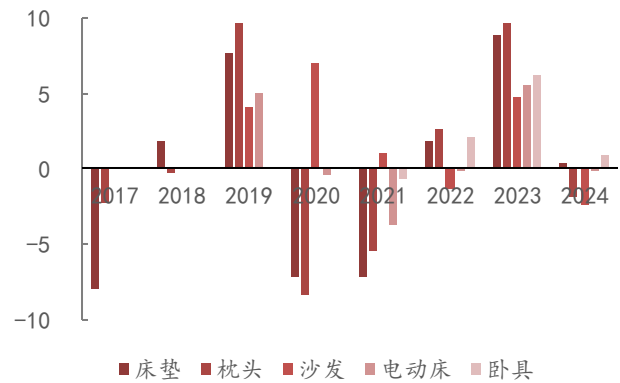
分产品毛利率看，2024 年，床垫/枕头/沙发/电动床/卧具的毛利率分别为 36.7%/33%/37.4%/36.5%/54.3%，分别同比+0.34pp/-1.88pp/-2.35pp/-0.09pp/+0.93pp。原材料（聚醚、MDI、TDI）价格回落带来成本端减压，床垫、卧具在成本红利+结构优化下毛利率同比提升；沙发、电动床、枕头在国内自主品牌建设和渠道折扣下压缩了毛利率。

图 53：2016-2024 年分产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：2017-2024 年分产品毛利率同比变化（百分点）

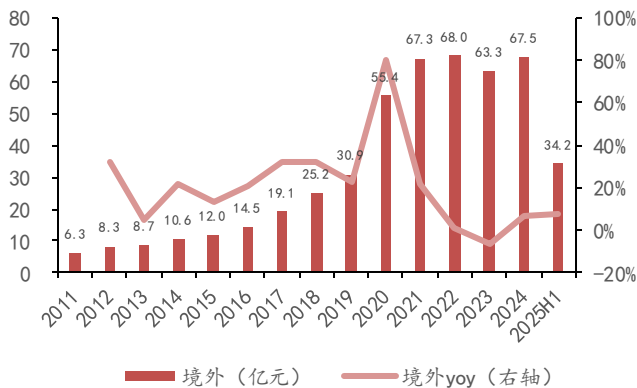


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 海外：代工业务稳健，跨境电商持续亮眼

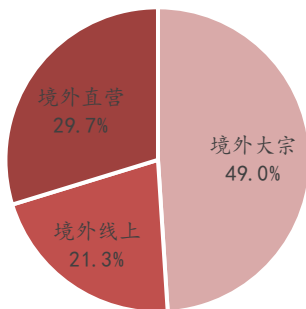
外销以代工业务起家，多渠道助力自主品牌发展。2024 年公司境外实现主营业务收入 67.5 亿元，同比+6.7%，其中大宗业务/境外直营店/线上分别实现 33.1/20.1/14.4 亿元，分别同比+0.8%/-3.6%/+48.7%，分别占境外主营业务收入的 49.0%/29.7%/21.3%。境外大宗业务作为公司境外业务基本盘，仍然占据最大的营收份额（40%+）。近年来公司以渠道并购、跨境电商等方式助力自主品牌发展。2020-2024 年大宗业务/直营店/线上 CAGR 分别为 3.3%/63.3%/67.8%。跨境电商业务延续靓丽表现，2025H1 同比+68.3%。

图 55：2011-2025H1 境外营收及增速



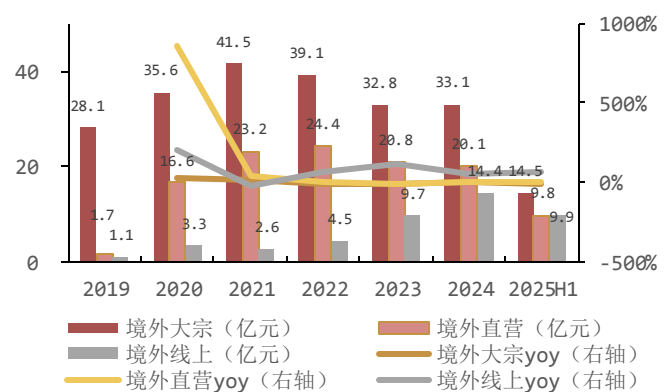
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：2024 年外销分渠道营收占比



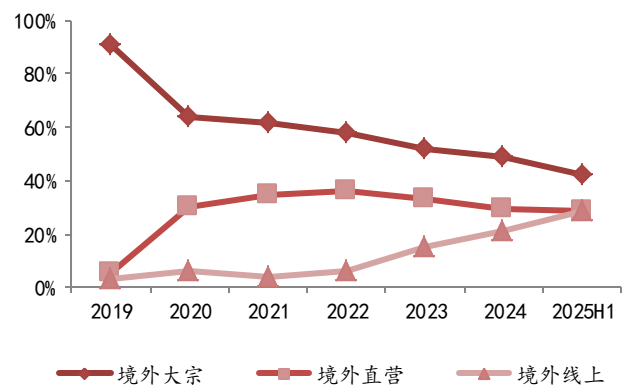
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 56：2019-2025H1 外销分渠道营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

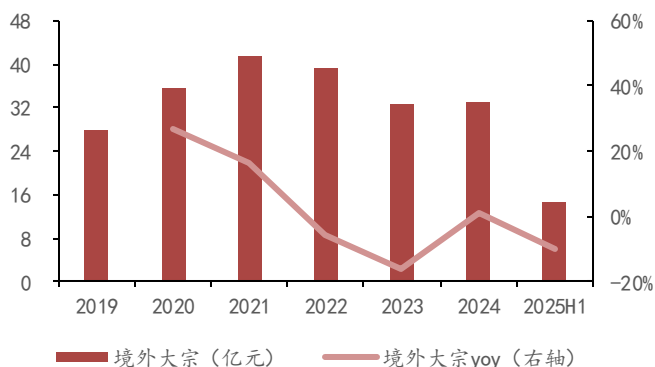
图 58：2019-2025H1 外销分渠道营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

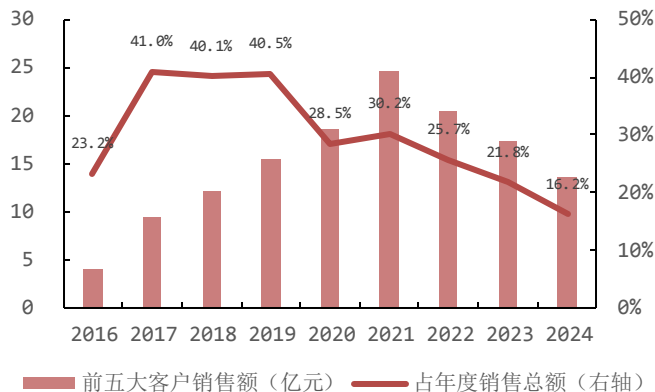
外销大宗业务整体表现稳健，24 年欧洲等地区贡献主要增量。梦百合作为 0 压床垫开创者，多年来专注于 0 压的研究和测试，凭借良好的研发设计能力、稳定的产品质量以及规模化的生产优势，积累了稳定的客户及渠道资源，为 JYSK（居适家）、Walmart（沃尔玛百货有限公司）等知名企业提供 ODM 产品。2024 年/2025H1 公司境外大宗业务实现营收 33.1/14.5 亿元，同比+0.8%/-9.7%，整体表现稳健。截至 2024 年末公司产品已销往美国、英国、日本等全球 110 个国家和地区。从前五名客户销售数据来看，2024 年前五名客户实现营收 13.6 亿元，同比-21.6%，占年度总销售额 16.2%，较 2023 年同比-5.7pp，主要受第一大客户 CVB 自身经营不善，停止向该客户发货影响。2022-2024 年前五名客户销售额及占年度总销售比例呈下降趋势，但整体大宗业务相对稳定。

图 59：2019-2025H1 境外大宗业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

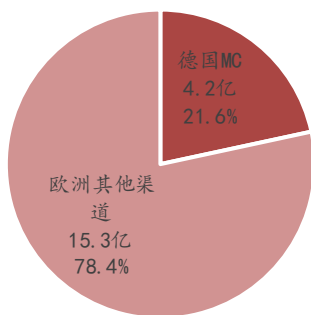
图 60：2016-2024 年前五大客户销售额及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

合作德国 MC 打开德国市场。德国 Matratzen Concord（简称德国 MC）是德国家喻户晓的家具连锁品牌之一，也是德国最大的床垫经销商之一，在德国、奥地利和瑞士等地有约 600 家门店。2021 年 7 月，梦百合实际控制人倪张根通过上海厚珊企业咨询有限公司（由珠海广发信德厚合股权投资合伙企业控股）完成 100% 股权收购，现为梦百合关联方。梦百合与德国 MC 从 2021 年开始开展合作，2022-2024 年梦百合通过德国 MC 分别实现营收 2.5/2.5/4.2 亿元，2024 年德国 MC 作为梦百合前五大客户之一，营业收入同比+66.2%，占欧洲地区收入的 21.6%。德国 MC 经营模式以线下直营为主，主打高性价比睡眠产品。截至 2023 年末，德国 MC 总资产为 8633.0 万欧元，净资产为 2065.7 万欧元，2023 年度实现营业收入 20046.2 万欧元，净利润 160.8 万欧元。按照 1 欧元=8.4 人民币测算，2023 年梦百合产品约占德国 MC 总收入的 15.1%（加上渠道端加价，实际占比可能更多）。

图 61：2024 年德国 MC 与欧洲其他渠道收入及占比



数据来源：德国 MC 官网，西南证券整理

图 62：德国 MC 线下门店图



数据来源：德国 MC 官网，西南证券整理

图 63：德国 MC 网站售卖 Mlily 产品



数据来源：德国 MC 官网，西南证券整理

图 64：德国 MC 获 BILD - 2025 年顾客最喜爱奖

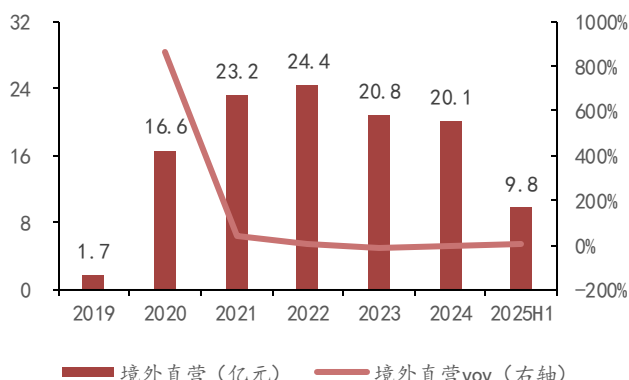


数据来源：德国 MC 官网，西南证券整理

直营门店方面，梦百合通过收购境外零售渠道西班牙 MATRESSES、美国 MOR 直接将 OBM 产品销售给终端消费者。相对于国内品牌独立门店的形式，海外主要为床垫品牌集合店的模式，梦百合通过收购渠道，节约异地渠道铺设成本（包括跨文化成本），实现自主品牌的迅速导入。梦百合分别于 2017 年、2020 年收购并表西班牙 MATRESSES 和美国 MOR。其中，2020 年收购 MOR 并表后，外销直营同比+858.8%。

收购西班牙思梦，渠道出海第一步。西班牙思梦 (MATRESSES DREAMS) 成立于 2016 年，拥有 COMOTEX 和 MAXCOLCHON 两家全资子公司：COMOTEX 成立于 2005 年，主要提供制造和供应链服务，负责家具、床垫和床架的生产；MAXCOLCHON 成立于 2003 年，拥有线上平台和线下门店运营体系，负责家具家居商品的销售。2017 年 10 月底，梦百合通过恒康香港收购西班牙思梦，持股比例为 70%，借助其欧洲销售渠道为公司打开自主品牌市场，随后陆续收购剩余部分股权，截至 2023 年年末，梦百合持有西班牙思梦 90% 股权。门店方面，截至 2025 年 H1 西班牙思梦拥有 108 家门店，西班牙从梦百合收购初期（约 60 余家门店）扩张到目前超过 100 家门店，稳步拓店，盈利能力稳健，体现了梦百合跨国渠道整合的可行性。

图 65：2019-2025H1 境外直营业务收入及增速



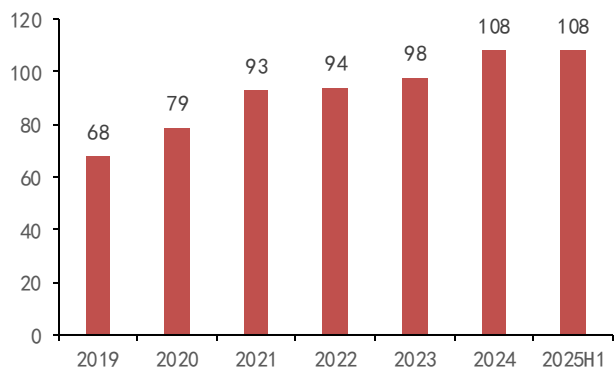
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 66：西班牙 Maxcolchon 线下门店



数据来源：Maxcolchon 官网，西南证券整理

图 67：2019-2025H1 西班牙思梦开店数量（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

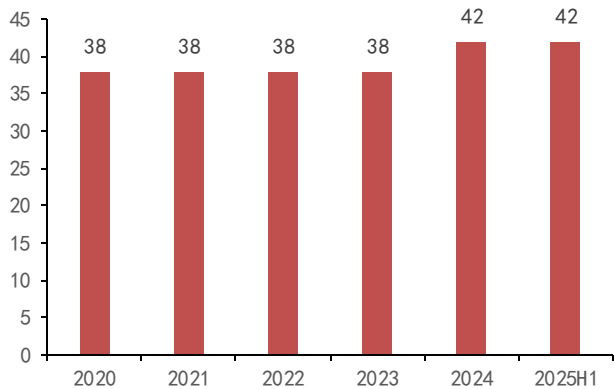
表 8：2017-2025H1 西班牙思梦财务情况

西班牙MATRESSES	2017	2018	2019	2020	2022	2025H1
梦百合持股比例	70%	70%	70%	70%	80%	90%
注册资本（万欧元）	89.7	89.7	89.7	89.7	522.6	522.6
总资产（亿元）	0.7	1.1	1.3	2.1	3.6	4.1
净资产（亿元）	0.5	0.8	1	1.5	1.6	1.4
营业收入（亿元）	0.3	2	2.5	3.6	4.9	2.9
净利润（万元）	-29.2	1436.9	2099.5	4696.4	2966.3	2430.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

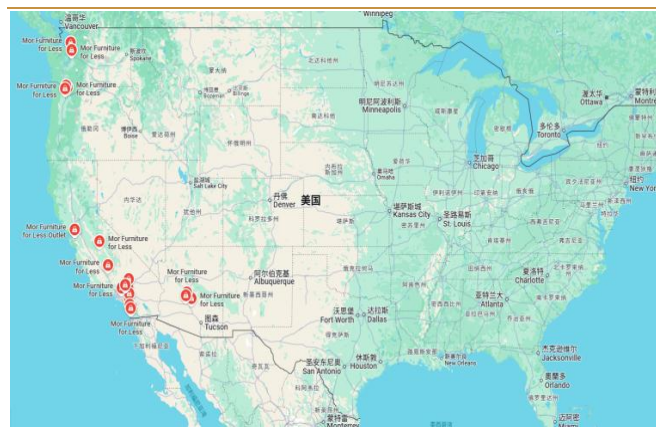
收购美国 MOR，加速渠道出海转型。美国 MOR 成立于 1973 年，是一家位于美国西海岸的家具综合零售商，自身不进行制造生产，所有产品均从供应商处采购，销售渠道包括门店销售、折扣店及网络销售，其中，门店销售收入占比超过 95%（2019 年）。根据《Furniture Today》发布的统计数据，MOR 在 2021 年美国百强家具店中排名第 37 位。MOR 在美国西海岸、中西部西南区域（尤其是加州）的家具零售市场中拥有较高知名度。MOR 以“高性价比家具”为定位，致力于成为一家能够以超过互联网的价格、提供优质商品的垂直整合零售商。截至 2025H1，MOR 拥有 42 家门店，在美国加州、华盛顿州、俄勒冈州、爱达荷州、内华达州、亚利桑那州、新墨西哥州等 7 个州经营业务，与 Ashley、Magnussen 等优质家具制造商建立了良好的关系。

图 68：2020-2025H1 美国 MOR 开店数量（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 69：美国 mor 门店主要分布在美国西海岸（加州）等地区



数据来源：google 地图 mor 分布，西南证券整理

MOR 历史悠久，回顾 MOR 发展历程，二十世纪 70 年代 Richard Haux Sr.(MOR 前身) 为加利福尼亚州圣地亚哥的一家小型水床店，随后迅速成长为当地领先的水床零售商。1983 年公司在华盛顿州斯波坎开设分店，1984 年进入俄勒冈州波特兰。20 世纪 90 年代，公司以“Superstores of America”之名运营，旗下有“Bedroom Superstore”店铺，在华盛顿、俄勒冈和加利福尼亚的部分西海岸城市销售卧室家具和床垫，逐步发展壮大。2000 年改名为 MOR Furniture For Less，并将其展厅转变为包括卧室、客厅、餐厅和儿童房家具的综合展厅，此后不断扩张。2019 年梦百合全资子公司恒康香港以 4645.6 万美元（3.29 亿元人民币）现金对价收购 MOR 的 85% 股份，2020 年 2 月完成交割。随后梦百合陆续收购剩余

部分股权，截至 2024 年年末，梦百合持有美国 MOR95.7%股权。收购 MOR 是梦百合全球化战略的关键一步，标志着从“制造+出口”到“制造+品牌+零售”的加速转型，2024 年美国 MOR 占梦百合北美地区营收的 40.4%。

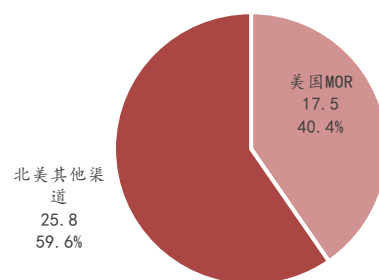
MOR 受地产周期影响盈利能力暂时承压。2024 年美国 MOR 实现收入 17.5 亿元，归母净利润为-1073.9 万元，主要系近年来高通胀导致消费者信心和购买力下降，美国家具零售行业整体下行。根据 ISPA、CSIL 等行业协会数据，美国床垫、沙发等品类 2024 年零售额均同比下降。MOR 积极采取措施应对行业下行压力，如已在 2025 年初启动“New Year Sales Event”，同时于 5 月上线“Memorial Day Savings”。伴随美国家居周期复苏，加快线上+线下融合，MOR 业绩有望迎来企稳回升。

表 9：2020-2025H1 年美国 MOR 财务情况

美国MOR	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
持股比例	85.0%	85.0%	88.3%	91.8%	95.7%	99.6%
注册资本	5465.41	5465.41	5835.70	5835.70	5639.66	5639.66
总资产(亿元)	5.70	13.98	15.73	14.36	14.39	14.39
净资产(亿元)	1.54	1.92	1.91	2.02	1.98	1.98
营业收入(亿元)	14.99	21.14	22.30	18.78	17.50	8.47
营业利润(亿元)	0.57	0.71	0.15	-0.03	-0.04	—
净利润(亿元)	0.26	0.42	0.06	0.04	-0.11	-0.08

数据来源：公司公告，西南证券整理

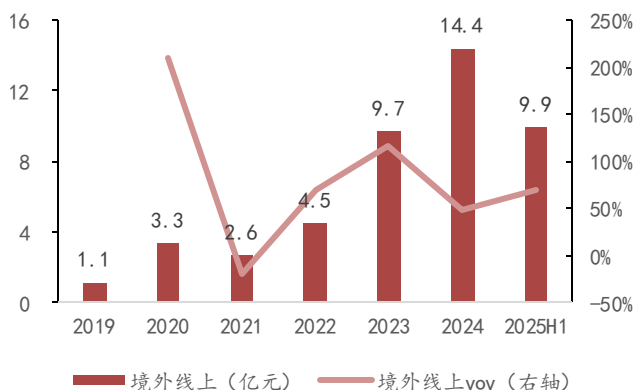
图 70：2024 年美国 MOR 与北美其他渠道营收及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

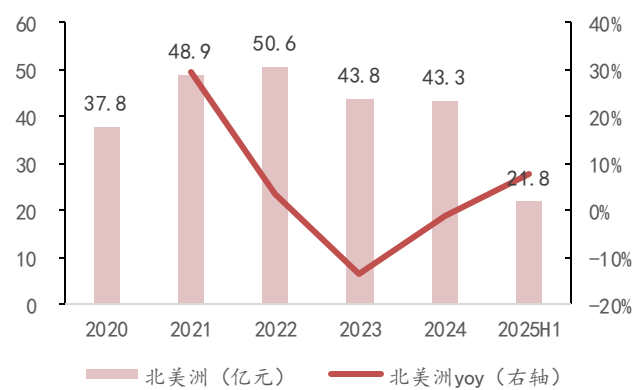
跨境电商增速亮眼，带动北美整体收入上行。跨境电商销售模式基于工厂成本优势和产品供应链优势，公司通过亚马逊（北美站、欧洲站、日本站）、速卖通、1688 国际站等销售平台，产品出海直面消费者，美国市场表现靓丽。2024 年/2025 H1 公司境外线上主营业务收入分别为 14.4/9.9 亿元，分别同比+48.7%/+68.3%。

图 71：2019-2025H1 境外线上业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 72：2020-2025H1 北美地区收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2024 年 Egohome 已跃居亚马逊平台床垫畅销产品 TOP20。Egohome 为公司主力跨境品牌，在亚马逊等线上平台采取“爆款驱动+精细运营”策略。Egohome 聚焦记忆绵赛道，打造如 Copper Gel（铜离子凝胶）等高评分核心 SKU，通过亚马逊 FBA 实现快速交付，结合站内外广告投放和优化 listing 内容，提升品牌曝光与转化效率。Egohome 所有产品均获

得 CertiPUR-US 聚氨酯泡沫材料安全认证, 部分 Egohome 床垫及枕头产品还获得“国际脊椎按摩协会”(International Chiropractors Association, 简称 ICA) 的独家认可与推荐, 获差异化背书。并且部分床垫产品采用铜凝胶冷却技术区别于绝大多数记忆绵床垫产品, 因铜凝胶冷却技术较普通凝胶记忆绵/记忆绵具备更优的导热性、抗菌防螨、支撑性和弹性。

图 73: Egohome 产品获 ICA 认证、铜凝胶冷却技术



数据来源: 亚马逊, 西南证券整理

表 10: EGOHOME-14 英寸 King Size 记忆绵床垫详情

项目	详情	项目	详情
品牌	EGOHOME	产品名	14英寸King Size记忆绵床垫 (缓解背痛)
尺寸(长×宽×高)	76×80×14英寸	硬度	中等偏硬 (Therapeutic Medium Firm)
主要功能	铜凝胶冷却技术 (Cooling Copper Gel)	包装方式	Bed-in-a-Box 压缩盒装
材质认证	CertiPUR-US (环保无毒泡沫, 美国制造)	价格	\$599

数据来源: 亚马逊, 西南证券整理

表 11: 铜凝胶冷却技术与记忆绵性能对比

项目	铜凝胶冷却技术	普通凝胶记忆绵/记忆绵
导热性能	更强: 铜具有优异导热性, 散热快	一般: 依靠凝胶分散热量, 效果有限
抗菌防螨	天然抑菌: 铜可破坏细菌细胞壁	无抑菌效果或需额外添加处理
支撑与弹性	通常与高密度泡棉结合, 更好支撑性	柔软贴合但易塌陷或过热
适合人群	易出汗、体温偏高或对卫生敏感人群	一般用户, 对温度不敏感者

数据来源: 亚马逊, 西南证券整理

Egohome 产品在线上定位于中端市场, 价格区间在 90-600 美金。Egohome 在亚马逊美国站商城中床垫品类 Sku 有 60 个左右, 根据 2025 年 7 月中旬的 Top50 床垫品类 Best seller 榜单中, Egohome (含 Mily) 品牌就有 5 个单品, 大单品打造能力突出。从产地来看, 线上畅销的 ZINUS、Novilla 等品牌主要生产地为印尼, 未来可能受到美国关税政策扰动。展望来看, 梦百合的美国本土产能布局与技术研发支持, 有望进一步实现对自主品牌的柔性供应和成本控制, 从而形成床垫及更多元产品的差异化竞争优势。

表 12: 亚马逊美国主要线上床垫品牌信息对比

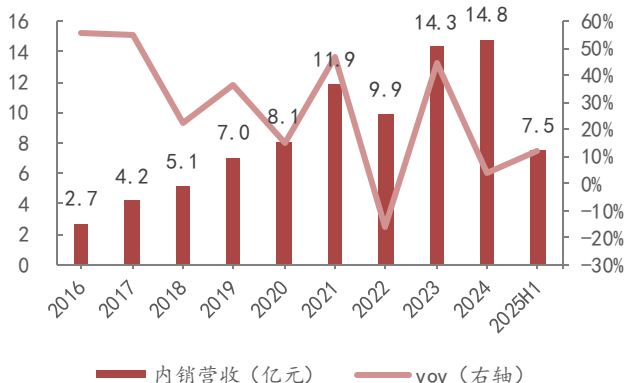
所属公司	前50产品数 (个)	SKU (个)	主要产品价格区间	畅销系列	品牌特色
ZINUS	8	114	\$90 - \$300	Green Tea, Cooling Gel	以高性价比、入门级产品著称, 主打网红爆款绿茶记忆绵、冷却凝胶技术, 包装便捷, 压缩卷包床垫先驱
EGOHOME	5	60	\$90 - \$600	Copper Gel, Black	依托梦百合的无感记忆绵技术, 强调铜离子抗菌、针对腰背痛偏医疗型支撑、兼顾科技感与价格优势
Novilla	3	125	\$100 - \$300	Novilla Bliss, Vitality Hybrid	主打冷却凝胶与透气性能, 采用多层泡棉结构, 偏软舒适风格, 强调睡眠温度调节与基础支撑
Signature Design by Ashley	2	52	\$300 - \$700	Chime Hybrid, Chime Express	结合品牌在家居领域的实力, 床垫多为混合弹簧+泡棉结构, 提供稳定支撑和较高耐用性, 偏重传统睡感, 常搭配Ashley床架销售
Nectar	1	39	\$500 - \$1200	Classic, Premier	主打深度记忆绵+超长试睡期 (365晚), 定位中高端在线直销品牌, 强调高密度支撑层、持久耐用和无风险试用。
Casper	1	24	\$500 - \$1500	Original Hybrid, Element	DTC品牌典型代表, 强调人体工学设计与三层分区支撑系统, 床垫整体风格简约现代、兼顾支撑与舒适, 有较强品牌溢价力。
Amazon Basics	1	27	\$90 - \$350	Cooling Gel-Infused	亚马逊自营品牌, 主打基础功能与极致性价比, 款式简单, 主要面向低价市场与临时需求人群。
DreamCloud	1	88	\$700 - \$1400	Premier Hybrid, Luxury Hybrid	强调奢华混合结构 (记忆绵+袋装弹簧) 与深度支撑体验, 外观和体验更高档, 定位在高性价比“豪华床垫”。
Tuft & Needle	1	58	\$700 - \$1400	Original Adaptive, Mint	简约设计路线, 主打专利Adaptive Foam技术, 睡感偏中硬, 强调冷却、响应性和极简工艺, 吸引年轻中产群体。

数据来源: 截至 2025 年 7 月 16 日, 美国亚马逊平台 bestseller mattress 榜, 西南证券整理

3.3 国内：品牌+渠道融合，布局泛家居生态

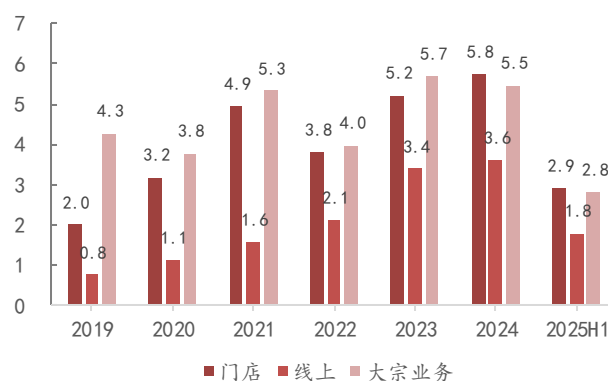
内销稳健增长，门店及线上渠道贡献增量。2024 年公司内销营收 14.8 亿元，同比+3.5%，其中门店/线上/大宗业务分别实现 5.8/3.6/5.5 亿元，分别同比+10.2%/+6.0%/-4.0%，分别占内销业务收入比例 38.8%/24.3%/36.9%。2020-2024 年内销门店/线上/大宗业务 CAGR 分别为 23.4%/36.4%/5.1%，门店及线上业务近年来增速较快。线上业务从 2019 年的 10.8%提升 13.5pp 至 2024 年的 24.3%。2025H1 门店/线上/大宗业务分别实现 2.9/1.8/2.8 亿元，分别同比+8.3%/+16.0%/+12.9%。

图 74：2016-2025H1 内销营收及增速



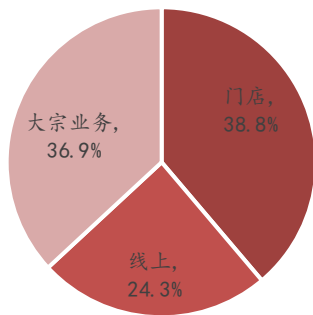
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 75：2019-2025H1 内销分渠道营收（亿元）



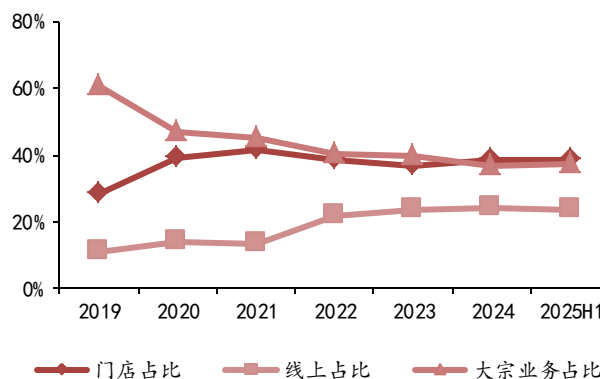
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 76：2024 年内销分渠道营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 77：2019-2025H1 内销分渠道占比

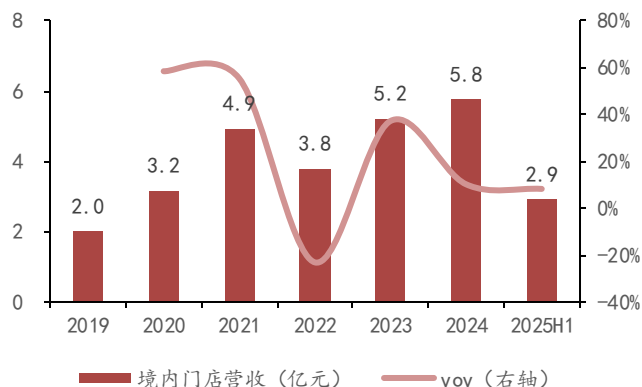


数据来源：公司公告，西南证券整理

升级门店店态，优化终端渠道。门店方面公司积极联合全国大型连锁家居卖场、全国百货体系、全国 shopping mall 体系，通过直营店和经销店开展销售，为用户提供更好的体验式消费环境。2024 年/2025H1 门店业务实现 5.8/2.9 亿元，分别同比+10.2%/+8.3%，2020-2024 年 CAGR 为 23.4%。截至 2024 年末/2025H1 末总门店数量分别为 1096/1076 家。测算 2024 年店效为 52.5 万元/家，较 2023 年 45.8 万元/家同比+14.6%。门店总数量净减少但营收同比增加，主要系报告期内公司积极推进店态升级和品类融合，将部分相近位置不同系列的门店整合升级为融合大店以及不断优化门店布局，实现小店往大店的迁徙和优化。门店店态由原来 200 平米左右的专卖店优化升级为包括 0 压体验中心（800 m²及以上）、至尊馆（450-800 m²）、至尚馆（300-450 m²）、经典馆（300-450 m²）、智能馆（200-300

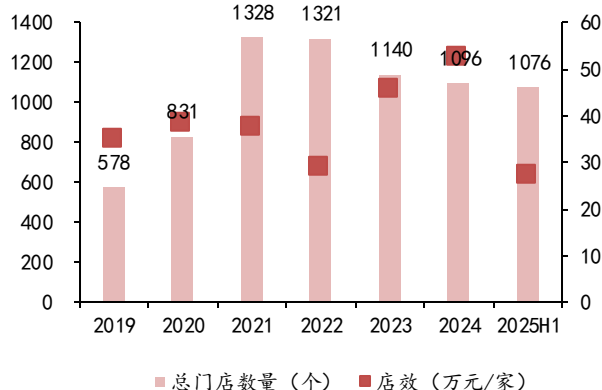
m²)、生活馆(200-300 m²)在内的不同面积、多品类、覆盖不同客群的多元化店态格局,实现“门店数量减少但单店产出大幅增长”的核心目标。

图 78: 2019-2025H1 境内门店收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

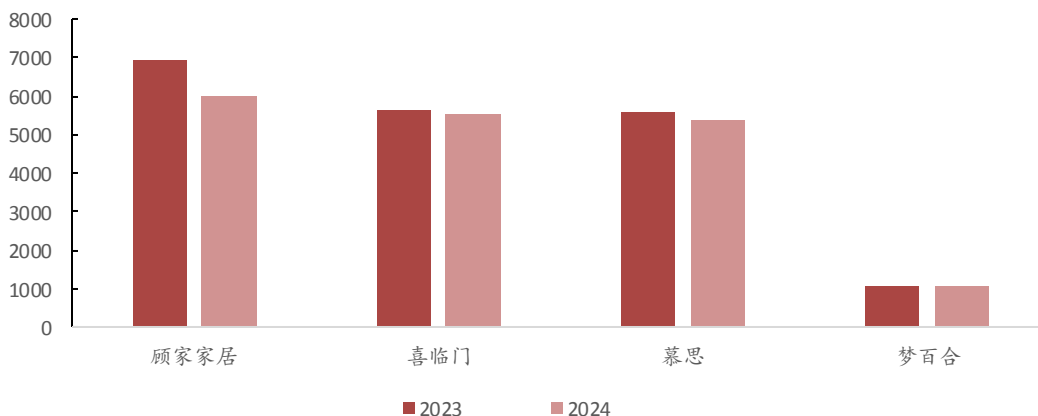
图 79: 2019-2025H1 国内门店数量及店效



数据来源: 公司公告, 西南证券整理 注: 国内门店为梦百合+上海里境+东莞德驰

梦百合门店数量相对较少, 开店空间充足。截至 2024 年末, 梦百合共有门店 1000 余家, 2024 年末顾家家居有近 6000 家, 喜临门 5500 余家, 慕思股份为 5400 余家, 相较来说, 梦百合开店体量较少。从行业趋势来看, 软体家居市场仍在不断增长, 消费者对高品质睡眠产品的需求也在提升, 为梦百合的门店扩张提供了市场基础。同时, 梦百合通过推进店态升级和品类融合, 优化门店布局, 提升单店运营效率, 线上线下协同发展, 为未来门店扩张奠定了基础。

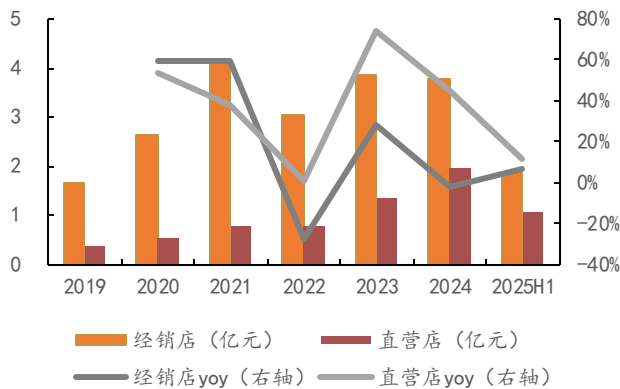
图 80: 2023-2024 年家居企业国内门店数



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理 注: 国内门店为梦百合+上海里境+东莞德驰

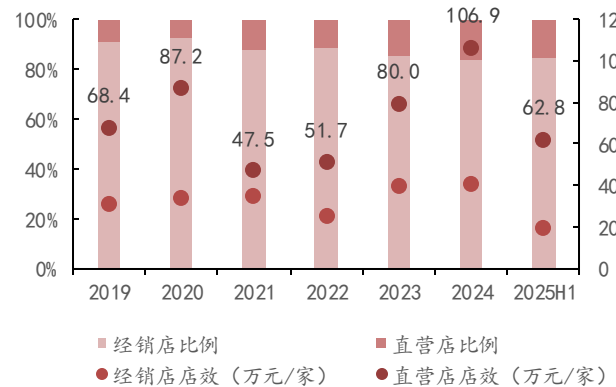
门店主要以经销店为主, 直营店店效同比提升。2024 年公司国内经销店/直营店分别实现营收 3.8/2.0 亿元, 分别同比-1.9%/+44.8%; 2025H1 经销店/直营店分别实现营收 1.9/1.1 亿元, 分别同比+6.7%/+11.1%。门店数量方面, 2024 年经销店/直营店数量分别为 913/183 家, 较 2023 年末净变化-58/+14 家, 直营店占比提升。店效方面, 2024 年经销店店效为 41.6 万元/家, 同比+4.4%; 直营店店效为 106.9 万元/家, 同比+33.7%, 直营店店态升级和品类融合效果更加显著。

图 81：2019-2025H1 经销/直销店营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

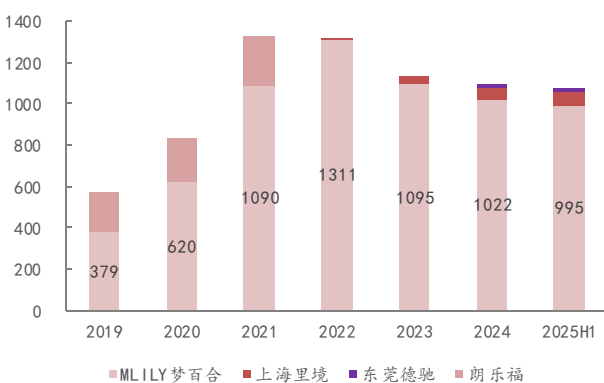
图 82：2019-2025H1 经销/直销店比例及店效



数据来源：公司公告，西南证券整理

多品牌融合打造一站式全屋家居消费场景，品牌矩阵持续丰富。公司针对差异化的市场定位和需求，打造多元产品系列，通过 MLILY 梦百合、NISCO 里境和 VALUE 极至品牌及品类的融合，打造一站式全屋家居消费场景，提升客户消费体验。MLILY 梦百合是主要的床垫、枕头品牌；NISCO 里境是梦百合家居旗下的高端整体家居和沙发品牌；VALUE 极至是梦百合家居旗下的定制家居品牌（不单独开店）；东莞德驰系公司控股公司德驰全案家居用品（东莞）有限公司所开门店，拥有 Decci 德驰 Felice&Guerini 菲利奇等自主品牌，2024 年并表，主要销售沙发、床、桌椅、柜子等家具，并提供高端定制服务。2024 年末，梦百合/里境/东莞德驰分别有 1022/56/18 家门店，较 2023 年同比净变化-73/+11/+18 家。截至 2025H1 末，MLILY 梦百合/NISCO 里境/东莞德驰分别有 995/63/18 家，较 2024 年年末净变化-27/+7/+0 家。从收入端来看，2024 年梦百合品牌门店实现收入 5.4 亿元，同比+3.5%，占有国内线下门店收入的 94%；其他品牌门店实现 3438.5 万元，同比+275.9%。

图 83：2019-2025H1 分品牌门店数量（个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 13：2019-2025H1 品牌直营/经销门店数量（个）

门店数	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
梦百合							
经销店	327	556	928	1,166	928	848	838
直营店	52	64	162	145	167	174	157
合计	379	620	1090	1311	1095	1022	995
上海里境							
经销店	—	—	—	5	43	50	55
直营店	—	—	—	5	2	6	8
合计	—	—	—	10	45	56	63
东莞德驰							
经销店	—	—	—	—	—	15	15
直营店	—	—	—	—	—	3	3
合计	—	—	—	—	—	18	18
朗乐福							
经销店	198	211	238	—	—	—	—
直营店	1	—	—	—	—	—	—
合计	199	211	238	—	—	—	—
总计	578	831	1328	1321	1140	1096	1076

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 84：梦百合品牌融合门店格局展示



数据来源：公司公告，西南证券整理

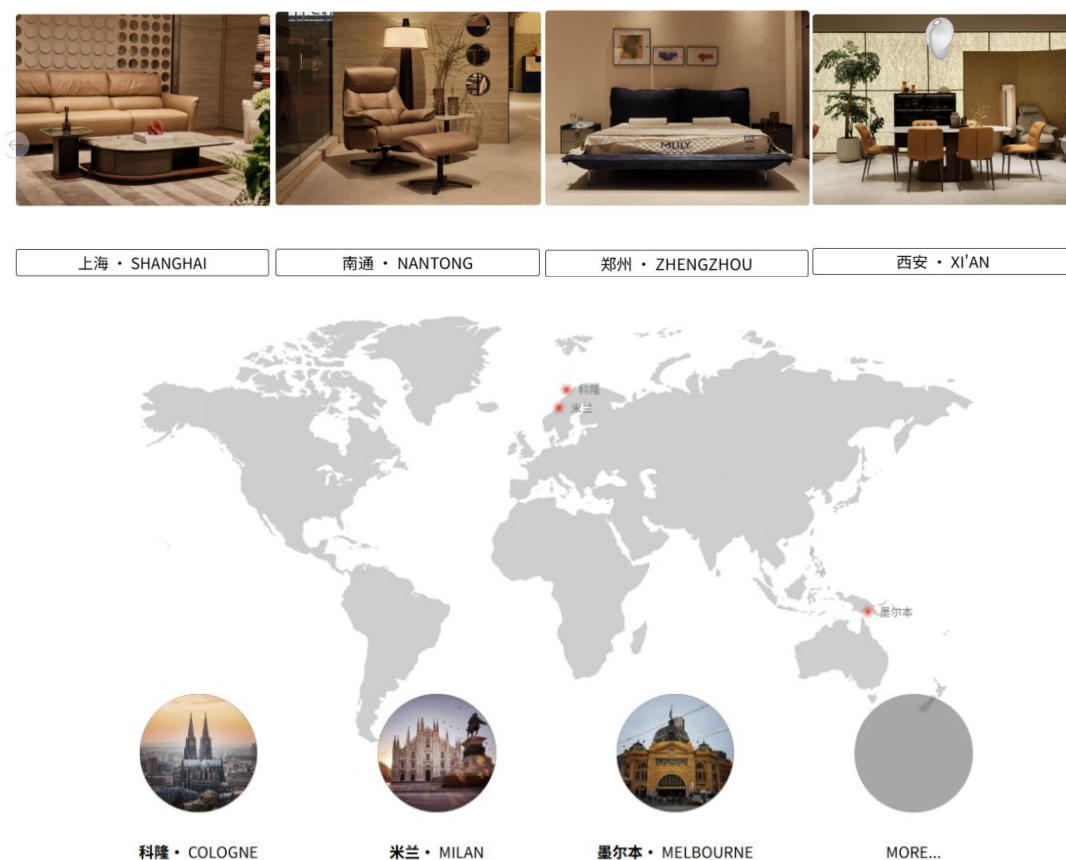
图 85：品牌矩阵持续丰富



数据来源：公司公告，西南证券整理

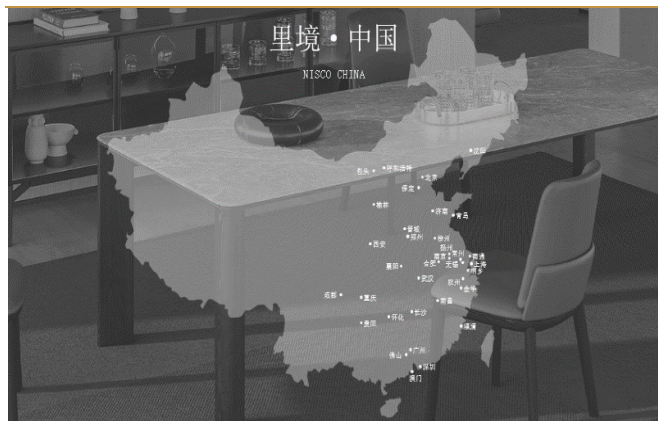
NISCO 里境创立于 2022 年，依托梦百合的 0 压绵专利技术，将其从床垫领域跨界应用于沙发等领域。里境城市展厅遍布上海、南通、郑州、西安，境外科隆、米兰、墨尔本等地区。截至 2025H1，NISCO 里境有 60 家门店，其中经销店 53 家，直营店 7 家，分别较 24 年年末净增 4/3/1 家，处于门店扩张阶段。2025 年 5 月 28 日，NISCO 里境全新 VALUE 系列全国首家旗舰店正式落地合肥，正式形成“HOME 系列攻高端、VALUE 系列拓大众”的双线格局。

图 86：NISCO 里境品牌城市展厅



数据来源：公司公告，NISCO 里境官网，西南证券整理

图 87：里境中国门店分布



数据来源：NISCO 里境官网，西南证券整理

图 88：里境双系列发展格局

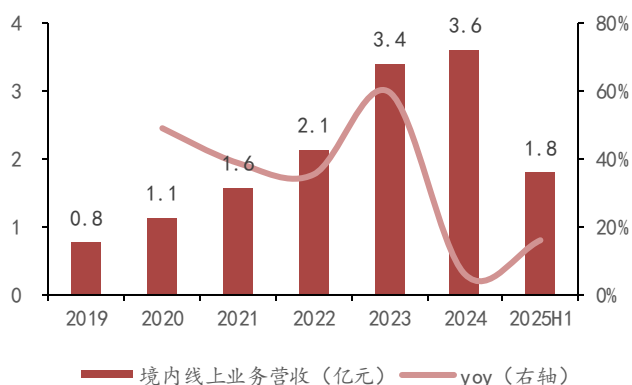


数据来源：公司公告，西南证券整理

VALUE 榻至融合进店，零压定制新风尚。VALUE 榻至是梦百合家居旗下的定制家居品牌。2024 年 3 月 17 日，正式推出 VALUE 榻至品牌，宣布开启整家时代，进军全屋大家居。VALUE 榻至不独立开店，而是融入现有销售渠道，该品牌分为两大主题，其中大众消费主题将融合到“MLILY 梦百合”门店中，提供更为亲民的价格；轻高定主题则将融合到“NISCO 里境”门店中，旨在探索高定赛道，打造高端的大家居生态链。在服务上，VALUE 榻至快速响应，主打 5 分钟出装修方案，21 天即可入住新家，轻松实现零压美学定制。

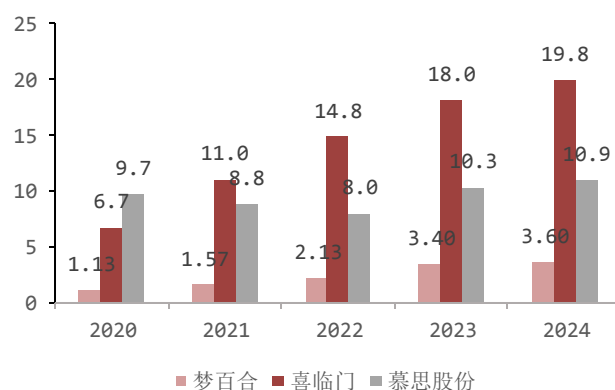
内销线上规模提升空间充足。线上渠道方面，梦百合深化天猫、京东、抖音布局，精准定位客群画像，打造线上专属爆品，积累品牌人群资产，持续深耕线上线下一体化运营。2024 年，公司境内线上收入为 3.6 亿元，同比+6%，相较于喜临门（19.8 亿）、慕思股份（10.9 亿）提升空间充足。2020-2024 年内销线上 CAGR 为 36.4%，2024 年增长幅度放缓主要受国内上游房地产行业深度调整，消费需求疲软影响。2025H1 境内线上业务实现营收 1.8 亿元，同比+16.0%。

图 89：2019-2025H1 境内线上收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 90：2020-2024 年各品牌国内线上营收规模（亿元）



数据来源：各公司公告，西南证券整理

梦百合国内线上业务虽起步晚于喜临门、慕思等头部品牌，已在短时间内跑出“高评价、高转化”的样板：截至 2025 年 7 月 18 日，天猫/京东/抖音旗舰店粉丝数量为 107.1/91.5/21.9 万，质量、物流和服务等表现优秀，三大平台综合评价均为 5 星。伴随公司加大国内市场开拓力度，品牌声量放大，规模弹性显著。

表 14：部分床垫品牌天猫/京东/抖音数据对比

公司名称	梦百合	喜临门	慕思股份	顾家家居
天猫	主旗舰店粉丝数	107.1万	394.3万	228.7万
	开店时长	12年	16年	12年
京东	主账号关注数	91.5万	313万	469.8万
	开店时间	2016/1/22	2018/3/16	2014/10/9
抖音	主账号关注数	21.9万	61.2万	19.4万
	销量	8.3万	38.7万	5.6万
	作品	2366个	2912个	5436个

数据来源：天猫，京东，抖音（截至2025/7/18），西南证券整理

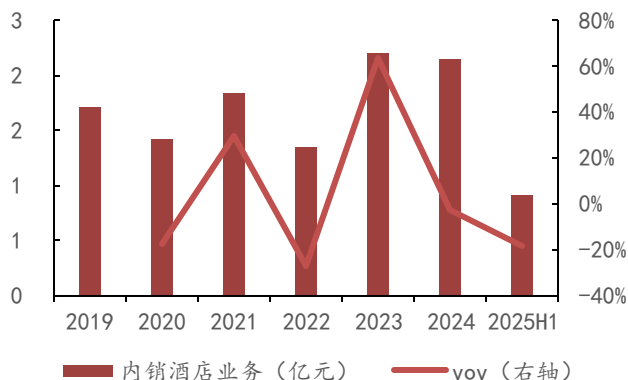
图 91：梦百合天猫/京东/抖音旗舰店数据



数据来源：天猫，京东，抖音（截至2025/7/18），西南证券整理

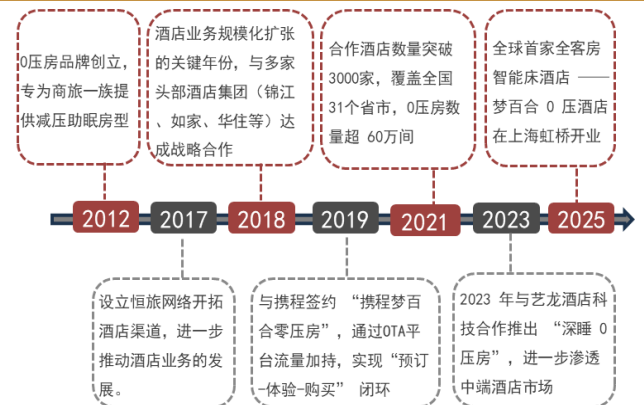
酒店 0 压合作模式，联手 OTA 酒店渠道效率提升。公司通过与酒店合作推出零压房、打造体验式消费场景、给予入住客人良好睡眠体验，以增加其后续购买记忆绵床垫的可能性，提升记忆绵床垫在商旅人士间的渗透率。2012 年 0 压房品牌创立，专为商旅人群提供减压助眠的房型；2017 年起公司设立恒旅网络开拓酒店渠道，并与锦江国际集团、首旅如家集团等多家头部酒店达成战略合作。2019 年与携程签约“携程梦百合零压房”，通过 OTA 平台流量加持，实现“预订-体验-购买”闭环。零压房从 B2B2C 升级为 B2B 集采+分成模式，2023 年酒店渠道收入 2.2 亿元，同比+63.2%，为当年内销增速最高的渠道。2024 年/2025H1，公司酒店业务营收为 2.2/0.9 亿元，同比-2.5%/-18.0%，主要系商旅与休闲出行恢复不及预期、部分酒店订单缩减等因素影响。

图 92：2019-2025H1 酒店业务营收、增速及毛利率



数据来源：梦百合 0 压房微加盟公众号，公司年报，公司官网，西南证券整理

图 93：梦百合酒店业务发展历程



数据来源：梦百合 0 压房微加盟公众号，公司年报，公司官网，西南证券整理

全球首家自营酒店品牌开业，打造商旅睡眠生态。公司率先联合酒店打造 0 压空间，提供“产品+品牌+运营”三位一体的联合方案，推动酒店业从“房费竞争”向“体验增值”转型。截至 2025H1，已在 10000 多家酒店打造了超过 130 万间 0 压房。2025 年 3 月 24 日，公司与倪张根先生共同出资的自营酒店品牌——MLILY 梦百合 0 压酒店全球首店在上海虹桥枢纽开业，119 间客房全部配备 0 压床垫、智能床及助眠科技，结合环境调控打造出沉浸式

“0 压生活体验空间”，同时通过“体验即可购”新零售模式实现即时转化。MLILY 梦百合 0 压酒店计划未来 5-10 年开出 2000 家。

图 94：梦百合合作酒店品牌



数据来源：梦百合 0 压房公众号，公司官网，西南证券整理

图 95：梦百合全球首家全客房智能床酒店



数据来源：梦百合 0 压房公众号，公司官网，西南证券整理

3.4 产能：全球化产能布局构筑核心壁垒

产能全球化布局稳步推进，设计产能超过百亿。梦百合作为全球领先的零压床垫制造商，近年来持续推进全球化产能布局，打造“国内+海外”双引擎制造体系。在中国，梦百合以江苏南通如皋为总部制造基地，配套完善、产能充沛，支撑公司在国内外市场的基础供给。为进一步提升海外市场本地交付能力，规避海外贸易壁垒，公司从 2015 年起布局海外工厂，塞尔维亚工厂、泰国罗勇工厂、美东南卡罗来纳州工厂、西班牙瓦伦西亚工厂、美西亚利桑那州工厂先后投产，逐步实现从核心部件制造到成品装配的本地化生产。截至 2024 年年底，国内外工厂合计设计产能超 100 亿元。从产量来看，2024 年，公司的自产产品为 1970.7 万件，同比+1.7%。

图 96：梦百合全球化工厂布局，设计产能超百亿元



数据来源：公司公告、上证路演，西南证券整理

表 15：自产产品/外购产品数量

年份	自产产品 (万件)	自产产品yoy	外购成品 (万件)	外购成品yoy	销售数量 (万件)
2018	1490.0	—	4.3	—	1481.8
2019	1622.6	8.9%	6.9	60.8%	1548.4
2020	1842.8	13.6%	94.7	1266.2%	1865.6
2021	1969.6	6.9%	171.4	81.0%	2167.0
2022	1643.5	-16.6%	69.2	-59.6%	1793.4
2023	1938.2	17.9%	56.2	-18.8%	1971.6
2024	1970.7	1.7%	51.3	-8.8%	2018.4

数据来源：公司公告，西南证券整理

美国开启三轮“双反”调查，美国本土产能布局成稀缺资源。面对贸易摩擦，梦百合早在第一轮“双反”调查时，前瞻选择在美国本土建厂，从源头上降低贸易摩擦带来的不确定性。目前，公司美国生产基地产能仍不足以覆盖公司在美国市场的订单需求，2024 年北美市场实现营收 43.3 亿元，除去美国 mor 的 17.5 亿元，有约 25.8 亿元来自产品销售。美东+美西工厂 2024 年实现营收约 10.9 亿，仍有约 10 亿+进口敞口，这部分主要来自国内工厂、泰国工厂的非厚垫品类，包括薄垫、枕头、电动床、沙发等。

表 16：梦百合工厂产能、销售目的地、双反税率

工厂	投产时间	产值	销售目的地	厚垫出口至美国的双反税率	双反税率征收时间
中国江苏如皋	2003年	50-60亿	国内、美国、欧洲、日本澳大利亚等其他地区	梦百合 (57.03%)、里高家具 (162.76%) 反倾销税率，同时 97.78% 的反补贴税率	2019年、2021年
塞尔维亚鲁马	2015年	8-10亿	欧洲	112.11% 反倾销税率	2021年
泰国罗勇	2019年	8-10亿	美国	763.28% 反倾销税率	2021年
美东南卡罗来纳州	2019年	8-10亿	美国	——	——
西班牙瓦伦西亚	2020年	8-10亿	美国、欧洲	4.61% 反倾销税率	2024年
美西亚利桑那州 (一期)	2021年	8-10亿	美国	——	——

数据来源：公司公告，西南证券整理

受大客户计提信用减值影响，24 年泰国/西班牙工厂盈利能力承压，两个美国工厂均已实现盈利。2024 年美东南卡/美西 AZ/泰国里高/恒康西班牙/恒康塞尔维亚的营收分别为 6.6/4.3/6.1/1.5/3.5 亿元，净利润分别为 1840.8/781.0/-51.8/-7899.6/-850.0 万元，净利率分别为 2.8%/1.8%/-8.4%/-53.0%/-2.4%，其中泰国工厂和西班牙工厂亏损主要系美国大客户 CVB，相关款项回收存在较大不确定性，而对其应收账款计提大额信用减值 30168.8 万元。美国两大工厂均已实现盈利：美西 AZ 于 2024 年扭亏为盈，2025H1 净利率达到 8.3%；美东南卡工厂已于 2023 年扭亏为盈。美东/美西工厂作为北美本土化生产基地，有效规避美国对厚垫品类的高额关税，伴随后续生产管理逐步成熟优化。2025H1，美国南卡和美国 AZ 合计实现盈利 3253.18 万元，净利率 4.80%，两个工厂产能利用率持续攀升。

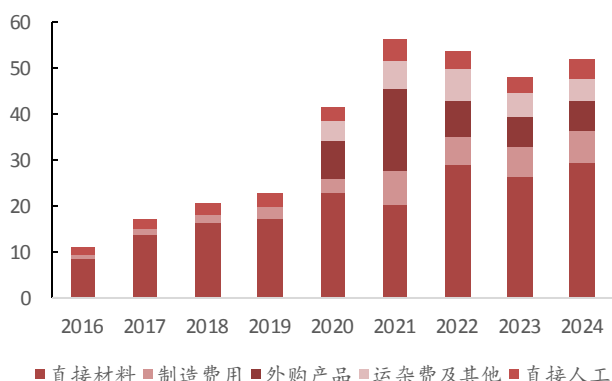
表 17：2019-2025H1 海外工厂营收净利润情况

海外工厂		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
美国南卡	营收 (亿元)	-	-	5.9	5	5.2	6.6	3.8
	净利润 (百万元)	-	-	-43.6	-39.8	7.3	18.4	7.4
	净利率	-	-	-7.40%	-8.00%	1.40%	2.80%	2.0%
美国AZ	营收 (亿元)	-	-	1.9	3.9	4.4	4.3	3.0
	净利润 (百万元)	-	-	-112.4	-30.8	-1	7.8	25.1
	净利率	-	-	-58.40%	-8.00%	-0.20%	1.80%	8.3%
泰国里高	营收 (亿元)	5.5	10.7	12.5	9.9	8.1	6.1	3.2
	净利润 (百万元)	0.4	1.2	1.0	1.4	1.1	-0.5	17.5
	净利率	6.60%	11.00%	7.60%	14.00%	13.40%	-8.40%	5.4%
恒康西班牙	营收 (亿元)	-	-	3.8	3.8	2.8	1.5	-
	净利润 (百万元)	-	-	20.4	33.3	13	-77	-
	净利率	-	-	5.40%	8.70%	4.60%	-53.00%	-
恒康塞尔维亚	营收 (亿元)	4.5	6.1	3.8	-	3.5	3.5	1.6
	净利润 (百万元)	31	92.1	-69.8	-	-13.3	-8.5	28.1
	净利率	6.90%	15.10%	-18.50%	-	-3.80%	-2.40%	17.2%

数据来源：公司公告，西南证券整理

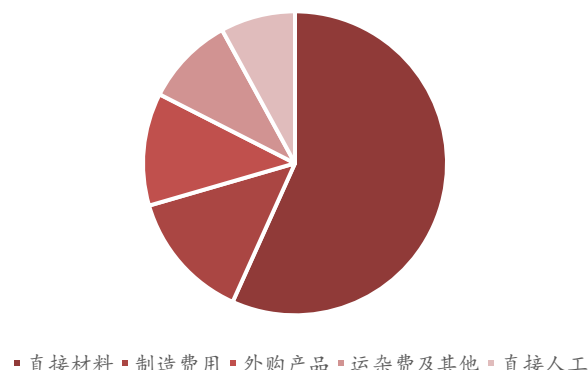
直接材料占比最大，成本波动受其影响。2024 年公司主营业务成本为 51.9 亿元，其中直接材料/制造费用/外购产品/运杂费及其他/直接人工成本分别为 29.5/7.2/6.2/5/4.1 亿元，占比分别为 56.7%/13.8%/12%/9.5%/8%。公司营业成本的构成中直接材料占比最大，石油价格的波动及原料市场供需情况对相关原材料价格走势产生一定影响。公司产品的原材料主要包括化工原料（聚醚、TDI、MDI 等）、面料、包装材料等，原材料供应采用全球统筹协调的方式开展，综合考虑原材料对生产过程的重要性程度、货值、交货周期、供求双方态势等因素，灵活采用集中采购和属地采购相结合的方式，实现成本效率最优的全球化供应布局。供应商合作关系稳定，2024 年，前五名供应商采购规模为 9.1 亿元，占年度采购总额比为 18.8%，同比-1.9pp。外购产品成本主要为 MOR 对外采购家具的成本。

图 97：2016-2024 年公司主营业务成本结构（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

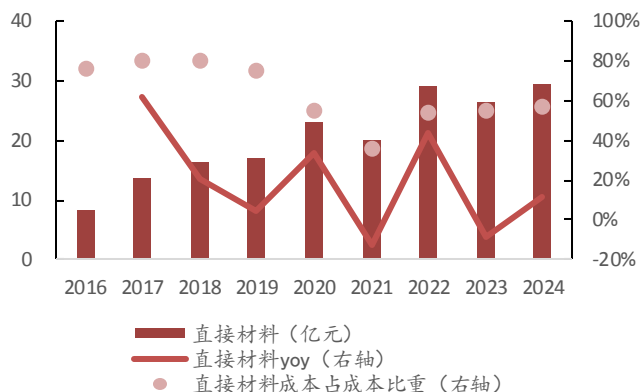
图 98：2024 年主营业务成本占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

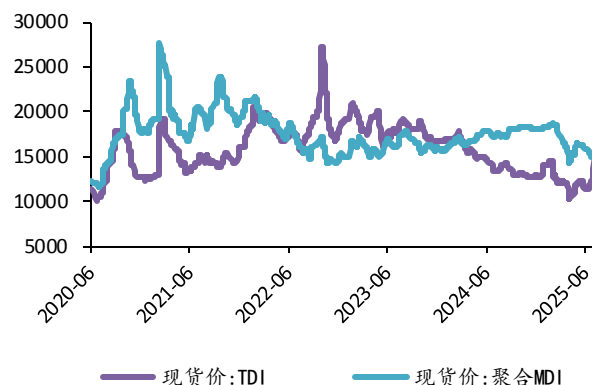
由于原材料成本占公司生产成本比重相对较高，2024 年，直接材料成本同比+11.1%，占主营业务成本 56.7%，同比增加+1.5pp。自 2023 年以来，涤纶短纤、聚酯处于下跌通道；粘胶短纤相对稳健。MDI 价格在今年 H2 有明显回落后在 15000 元/吨价格震荡；TDI 价格自今年 6 月起触底回升并于 7 月下旬加速突破 15000 元/吨关口。当前原材料价格压力整体较小，对公司盈利稳定性形成支撑。

图 99：2016-2024 年直接材料金额及占比情况



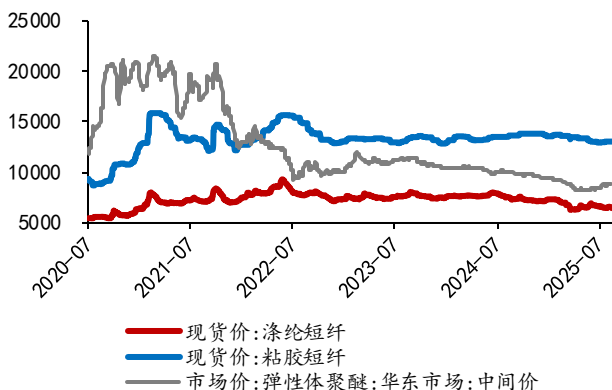
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 100：近 5 年来 TDI/MDI 价格（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 101：近 5 年来涤纶短纤/粘胶短纤/聚酯价格（元/吨）



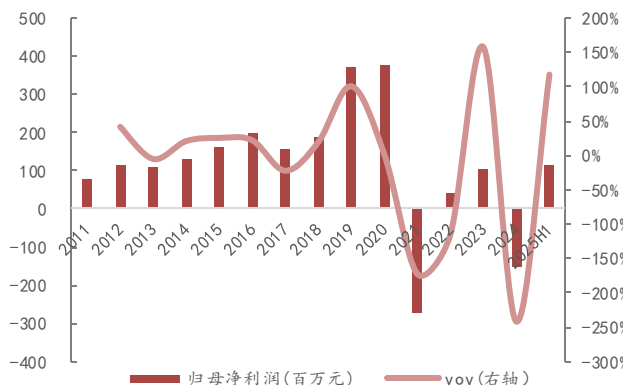
数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 财务：盈利能力修复，财务结构趋于稳健

2024 年盈利能力承压，25H1 同比改善。2025H1 归母净利润 1.1 亿元，同比+117.8%，净利率为 2.7%，企稳回升主要系美国工厂利润率爬升。2024 年公司归母净利润为-1.5 亿元，同比-242%，主要系①大客户 CVB 经营不善，相关款项回收存在较大不确定性，对其应收账款计提大额信用减值 30168.8 万元；②控股子公司美国 MOR 经营不及预期，计提商誉减值准备 3756.79 万元。回顾来看，2011-2016 年公司净利率在 11%以上。2017 年主要受原材料成本上涨，汇率波动导致汇兑损失，净利率同比-4.9pp 至 6.7%。2021 年净利润为-2.8 亿出现上市以来首次亏损，主要是原材料、海运费成本上涨；美国第二轮反倾销仲裁恒康塞尔维亚适用 112.11%的税率；美东、美西工厂产能爬坡不及预期；以及与美国子公司少数股

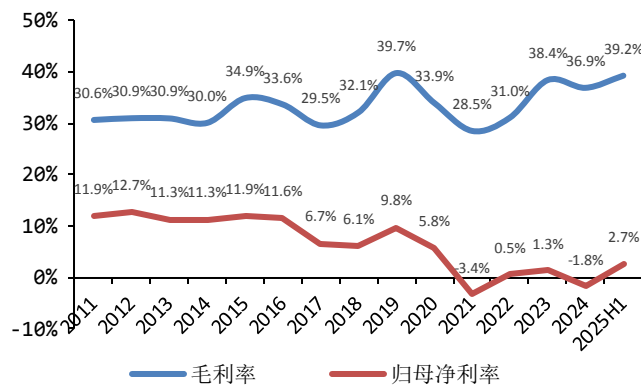
东的诉讼案件，公司对涉案金额中的股权退出款及惩罚性赔偿金计提预计负债，影响净利润约 1.6 亿元。

图 102：2011-2025H1 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 103：2011-2025H1 公司毛利率及净利率

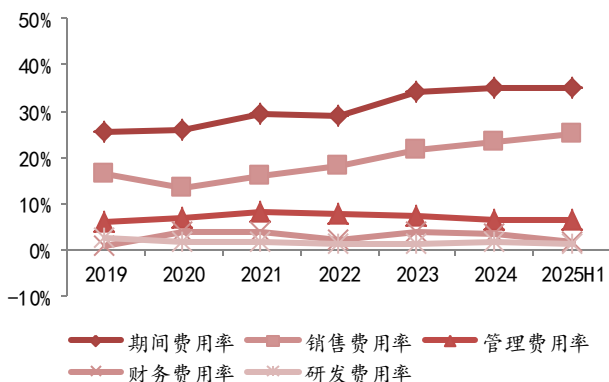


数据来源：Wind，西南证券整理

费用率方面，销售费用率持续抬升。2024 年公司总费用率为 35.0%，同比+0.7pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 23.5%/6.5%/3.3%/1.7%，分别同比+1.7pp/-0.6pp/-0.5pp/+0.2pp。公司销售费用率上升，系公司在 OEM 向 OBM 的策略转型过程中，加大市场推广、渠道建设、品牌培育等方面的投入。2025H1 公司总费用率为 34.9%，同比+0.8pp。

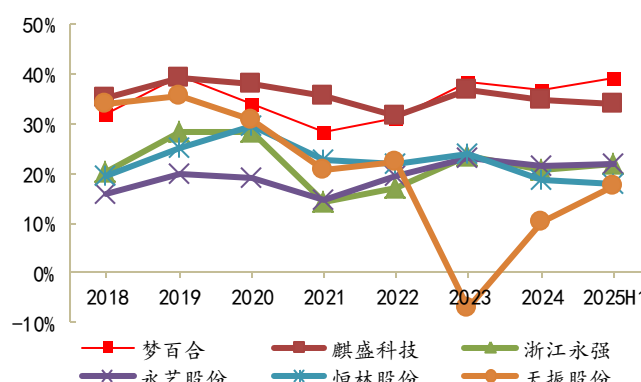
公司 ROE 主要受净利率变化影响较大，24 年公司 ROE 较低主要是净利率低，2025H1ROE 转正后处于行业中游水平。权益乘数近年来成下降趋势，财务结构趋于稳健；2024 年资产周转率同比改善，处于行业中游水平。公司应收账款周转率在 2016 年至 2024 年间总体保持稳定。尽管在 2019 年和 2023 年出现了小幅下降，但整体趋势依然较为平稳，这表明梦百合在应收款管理方面较为有效，能够较好地控制财务风险并保持资金流动性。

图 104：2017-2025H1 公司期间费用率



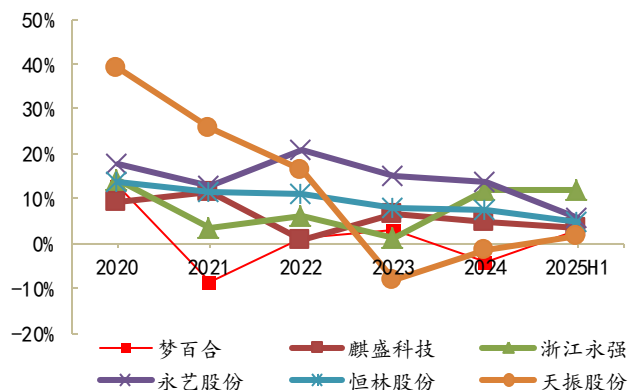
数据来源：Wind，西南证券整理

图 105：2018-2025H1 公司及可比公司毛利率



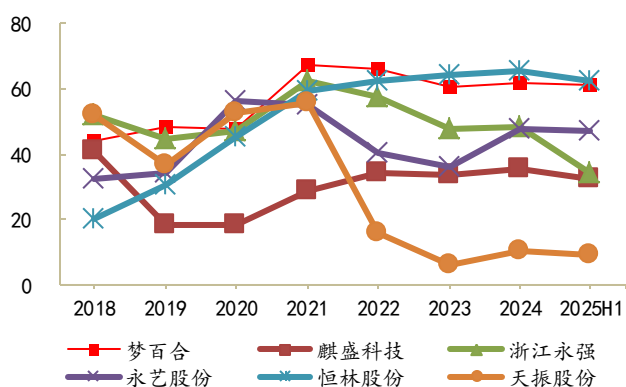
数据来源：Wind，西南证券整理

图 106：2020-2025H1 公司及可比公司 ROE



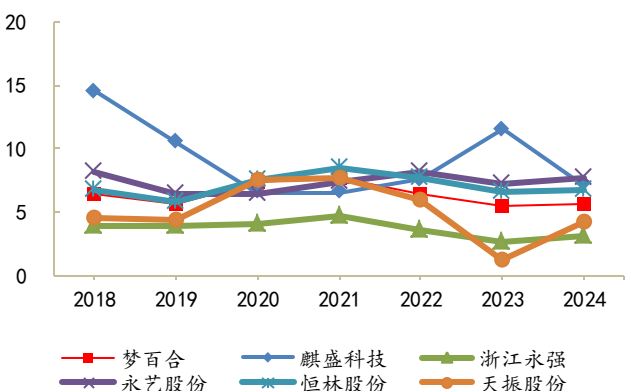
数据来源：Wind，西南证券整理

图 108：2018-2025H1 公司及可比公司资产负债率 (%)



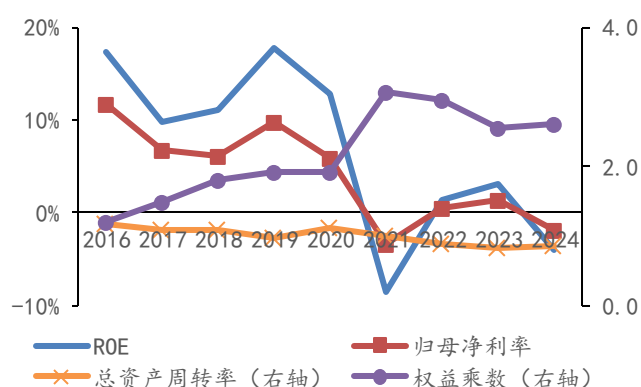
数据来源：Wind，西南证券整理

图 110：2018-2024 年公司及可比公司应收账款周转率 (次)



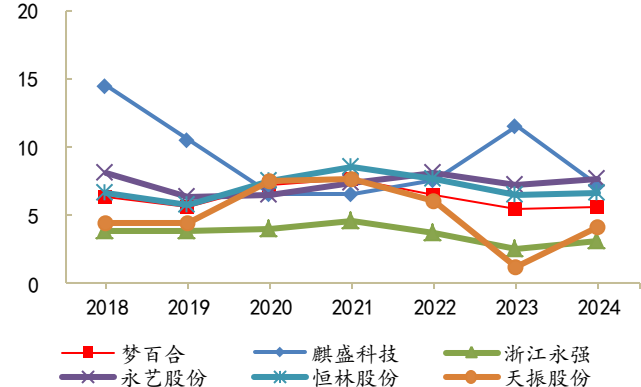
数据来源：Wind，西南证券整理

图 107：2020-2024 年公司 ROE 拆分



数据来源：Wind，西南证券整理

图 109：2018-2024 年公司及可比公司资产周转率 (次)



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 北美、欧洲市场需求稳健复苏，国内渠道扩张驱动增长，高端床垫占比提升，推动床垫产品均价温和上涨，规模效应、成本管控及美国产能本土化带动毛利率提升。假设 2025-2027 年床垫销量增速为 15%/13%/12%，毛利率分别为 39%/40%/40.5%；

2) 枕头品类受益于新品放量、品牌渗透，供应链协同降本。假设 2025-2027 年销量增速为 10%/8%/5%，单价增速为 2%/2%/2%，毛利率分别为 33.5%/34.5%/35%；

3) 全球智能床增长空间广阔，技术溢价及全屋智能生态协同支撑价格提升，规模效应叠加产品附加值提升。假设 2025-2027 年收入增速为 20%/20%/20%，毛利率分别为 37%/37.5%/38%。

表 18：分业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	8449.4	9467.8	10518.0	11625.5
yoy	5.9%	12.1%	11.1%	10.5%
营业成本	5335.6	5846.0	6415.8	7038.6
毛利率	36.85%	38.25%	39.00%	39.45%
记忆绵床垫				
收入	4415.0	5102.7	5794.8	6522.7
yoy	11.0%	15.6%	13.6%	12.6%
销量（万件）	763.0	877.5	991.6	1110.5
yoy	10.3%	15.0%	13.0%	12.0%
单价（元/件）	578.6	581.5	584.4	587.3
yoy	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
成本	2796.7	3112.6	3476.9	3881.0
毛利率	36.7%	39.0%	40.0%	40.5%
记忆绵枕头				
收入	605.7	679.6	748.7	801.8
yoy	-0.25%	12.20%	10.16%	7.10%
销量（万件）	1085.8	1194.3	1289.9	1354.4
yoy	-2.6%	10.0%	8.0%	5.0%
单价（元/件）	55.8	56.9	58.0	59.2
yoy	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	405.9	451.9	490.4	521.2
毛利率	33.0%	33.5%	34.5%	35.0%
沙发产品				
收入	1155.0	1212.8	1273.4	1337.1

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
yoy	1.2%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	722.9	751.9	783.1	815.6
毛利率	37.4%	38.0%	38.5%	39.0%
卧具				
收入	595.9	625.7	657.0	689.8
yoy	-4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	272.6	285.9	299.6	313.9
毛利率	54.2%	54.3%	54.4%	54.5%
电动床				
收入	641.9	770.3	924.4	1109.2
yoy	-1.1%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	407.9	485.3	577.7	687.7
毛利率	36.5%	37.0%	37.5%	38.0%
其他产品				
收入	818.5	859.4	902.3	947.5
yoy	7.7%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	584.9	613.6	643.4	674.6
毛利率	28.5%	28.6%	28.7%	28.8%
其他业务				
收入	217.4	217.4	217.4	217.4
yoy	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	144.7	144.7	144.7	144.7
毛利率	33.4%	33.5%	33.5%	33.5%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率参考五年期国债利率, 假设为 1.57%; 市场组合报酬率参考沪深 300 指数三年平均收益率, 假设为 5%;
- 2) 参考债务总额及股票市值, 假设债务资本比重为 34.66%;
- 3) 有效税率假设为 25% 不变。

表 19: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	8.00%
永续期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	1.57%

估值假设	数值
市场组合报酬率 R_m	5.00%
无杠杆 β	1.20
有杠杆 β	1.68
债务资本比重 W_d	34.66%
债务资本成本 K_d	4.50%
有效税率 T_x	25.00%
股权资本成本 K_e	7.33%

数据来源：西南证券

表 20：FCFE 估值结果

FCFE 估值	现金流折现值
FCFE (亿元)	813.27
PV(FCFE)	757.71
股票价值 (亿元)	11488.89
每股价值 (元)	20.14

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 20.14 元。考虑绝对估值对过渡期增长率、永续增长率、WACC 等假设敏感度过高，故不采用绝对估值。

4.3 相对估值

考虑到公司主要深耕床垫等家居品类，包含代工和自主品牌两种经营模式，我们选取慕思股份、麒盛科技、匠心家居为可比公司。慕思股份在国内床垫领域具有较高的市场份额和品牌知名度；麒盛科技主要为境外客户代工电动床品类，与梦百合业务有一定相似性。考虑到梦百合客户风险基本出清，线上渠道较快增长，自主品牌培育空间较大，我们也选取同样 ODM+ 自主品牌双轮驱动的匠心家居作为可比公司。

表 21：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
001323.SZ	慕思股份	29.32	1.80	1.94	2.11	16.29	15.14	13.90
603610.SH	麒盛科技	18.10	0.58	0.69	0.84	31.46	26.30	21.66
301061.SZ	匠心家居	100.59	4.07	4.99	6.05	24.70	20.14	16.63
平均值						24.15	20.53	17.40
603313.SH	梦百合	8.66	0.44	0.59	0.73	20	15	12

数据来源：可比公司来自 Wind 一致预期，数据截至 2025/9/7，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2025/2026 年估值为 20 倍/15 倍，可比公司平均估值为 24 倍/21 倍。我们认为公司美国产能净利率持续提升，品牌化和智能化转型优势有望支撑估值空间进一步打开，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.73 元，对应 PE 分别为 20 倍、15 倍、12 倍，给予 2026 年 20 倍估值，对应目标价 11.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格波动风险：公司生产成本中原材料采购成本占比较高，如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，公司将面临利润下降的风险。

市场竞争加剧风险：由于目前床垫品类品牌众多，如果未来品牌间为了争夺市场份额，加大价格竞争力度，费用投放效果不佳，对盈利能力造成影响。

海外子公司经营风险：梦百合坚持全球化布局战略，在美国、泰国、塞尔维亚、西班牙等地设立生产基地和销售平台开展境外经营。如果公司境外投资所在国家和地区的市场环境、法律法规或者产业政策发生重大不利变化，或出现国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力等情形，将对公司的境外经营造成不利影响。

国际贸易摩擦风险。为了限制国外企业对美国国内产业的冲击，美国贸易保护主义政策不断扩大，陆续对中国、塞尔维亚、泰国、越南等多个国家的家具制造企业出台反倾销、反补贴、加征关税等贸易政策。可能会对家居其他品类产品采取同样的“双反”贸易政策。

汇率波动风险。公司以外销为主，主要以美元作为结算币种，汇率的波动将影响公司以美元标价外销产品的收入及汇兑损益，进而影响公司经营业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8449.39	9467.78	10517.95	11625.45	净利润	-178.96	298.30	394.19	486.91
营业成本	5335.60	5845.96	6415.76	7038.63	折旧与摊销	736.50	303.19	306.63	308.71
营业税金及附加	42.47	51.62	56.68	80.22	财务费用	275.78	208.85	243.08	254.93
销售费用	1984.21	2414.28	2661.04	2952.86	资产减值损失	-49.15	20.00	10.00	10.00
管理费用	552.07	662.74	725.74	802.16	经营营运资本变动	190.33	-458.93	-289.70	-253.26
财务费用	275.78	208.85	243.08	254.93	其他	-10.60	-111.58	85.81	32.15
资产减值损失	-49.15	20.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	963.90	259.84	750.01	839.45
投资收益	-14.28	10.20	15.20	20.20	资本支出	179.68	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	6.35	-3.56	-0.62	-0.44	其他	-574.78	6.64	14.58	19.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-395.10	-3.36	4.58	9.76
营业利润	-293.03	270.96	420.23	506.41	短期借款	213.00	980.73	-242.39	-321.65
其他非经营损益	128.78	60.49	72.51	77.88	长期借款	-22.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	-164.25	331.45	492.74	584.30	股权融资	-36.27	0.00	0.00	0.00
所得税	14.71	33.14	98.55	97.38	支付股利	-28.53	13.51	-30.09	-53.28
净利润	-178.96	298.30	394.19	486.91	其他	-903.94	-552.79	-293.08	-274.93
少数股东损益	-27.54	45.33	58.24	73.12	筹资活动现金流净额	-778.35	441.44	-565.57	-649.86
归属母公司股东净利润	-151.42	252.98	335.95	413.79	现金流量净额	-185.01	697.92	189.03	199.35
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1006.28	1704.20	1893.23	2092.58	成长能力				
应收和预付款项	1635.79	1808.87	2016.72	2257.41	销售收入增长率	5.94%	12.05%	11.09%	10.53%
存货	1643.95	1889.69	2073.19	2260.18	营业利润增长率	-273.97%	192.47%	55.09%	20.51%
其他流动资产	136.85	149.30	154.13	160.25	净利润增长率	-247.25%	266.69%	32.15%	23.52%
长期股权投资	56.46	56.46	56.46	56.46	EBITDA 增长率	-16.36%	8.86%	23.88%	10.32%
投资性房地产	28.69	28.69	28.69	28.69	获利能力				
固定资产和在建工程	2415.22	2193.82	1968.98	1742.07	毛利率	36.85%	38.25%	39.00%	39.45%
无形资产和开发支出	434.02	404.44	374.87	345.29	三费率	33.28%	34.71%	34.51%	34.49%
其他非流动资产	2265.51	2223.29	2181.07	2138.85	净利率	-2.12%	3.15%	3.75%	4.19%
资产总计	9622.77	10458.76	10747.35	11081.79	ROE	-4.86%	7.18%	8.72%	9.83%
短期借款	1833.74	2814.47	2572.07	2250.42	ROA	-1.86%	2.85%	3.67%	4.39%
应付和预收款项	1816.57	1859.14	2071.42	2296.65	ROIC	-0.40%	8.97%	10.26%	11.90%
长期借款	96.88	96.88	96.88	96.88	EBITDA/销售收入	8.51%	8.27%	9.22%	9.20%
其他负债	2189.55	1532.26	1486.86	1484.08	营运能力				
负债合计	5936.75	6302.75	6227.23	6128.04	总资产周转率	0.86	0.94	0.99	1.07
股本	570.59	570.59	570.59	570.59	固定资产周转率	3.58	4.35	5.26	6.47
资本公积	2411.65	2411.65	2411.65	2411.65	应收账款周转率	4.49	4.71	4.86	4.77
留存收益	804.10	1070.58	1376.44	1736.95	存货周转率	3.14	3.27	3.21	3.22
归属母公司股东权益	3628.15	4052.82	4358.68	4719.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.55%	—	—	—
少数股东权益	57.87	103.20	161.44	234.57	资本结构				
股东权益合计	3686.02	4156.01	4520.12	4953.75	资产负债率	61.69%	60.26%	57.94%	55.30%
负债和股东权益合计	9622.77	10458.76	10747.35	11081.79	带息债务/总负债	32.52%	46.19%	42.86%	38.30%
					流动比率	1.01	1.15	1.28	1.44
					速动比率	0.64	0.76	0.85	0.96
					股利支付率	-18.84%	-5.34%	8.96%	12.88%
					每股指标				
					每股收益	-0.27	0.44	0.59	0.73
					每股净资产	6.36	7.10	7.64	8.27
					每股经营现金	1.69	0.46	1.31	1.47
					每股股利	0.05	-0.02	0.05	0.09
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	719.25	783.00	969.95	1070.05					
PE	-32.63	19.53	14.71	11.94					
PB	1.36	1.22	1.13	1.05					
PS	0.58	0.52	0.47	0.43					
EV/EBITDA	5.93	5.27	3.81	2.97					
股息率	0.58%	—	0.61%	1.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn