

信用等级公告

联合[2018]402 号

梦百合家居科技股份有限公司：

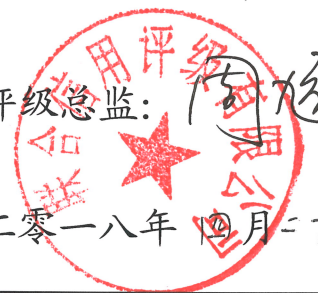
联合信用评级有限公司通过对梦百合家居科技股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

梦百合家居科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

梦百合家居科技股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 
二零一八年四月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

梦百合家居科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA-

公司主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

发行规模：不超过 5.10 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 4 月 20 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	9.91	19.88	23.09
所有者权益（亿元）	6.47	16.65	15.45
长期债务（亿元）	0.55	0.57	0.03
全部债务（亿元）	1.85	1.23	4.17
营业收入（亿元）	13.77	17.23	23.39
净利润（亿元）	1.65	1.99	1.53
EBITDA（亿元）	2.28	2.80	2.44
经营性净现金流（亿元）	1.67	1.50	0.59
营业利润率（%）	34.28	32.85	28.95
净资产收益率（%）	28.62	17.18	9.56
资产负债率（%）	34.76	16.24	33.08
全部债务资本化比率（%）	22.24	6.87	21.27
流动比率（倍）	1.84	5.70	1.92
EBITDA 全部债务比（倍）	1.23	2.27	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	46.18	52.42	20.57
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.38	0.47	0.48

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对梦百合家居科技股份有限公司（以下简称“公司”或“梦百合”）的评级，反映了公司作为国内大型记忆绵家居制品生产及出口企业之一，在客户质量、研发设计、生产规模等方面所具有的竞争优势；近年来，随着国内外市场需求的快速增长，公司经营规模和营业收入迅速增长，盈利能力较强；2016年公司成功完成IPO，资本实力和整体抗风险能力得到大幅提升。同时，联合评级也关注到，记忆绵行业上游化工原料价格波动较大，公司产品以境外销售为主受汇率风险影响较大，品牌影响力一般等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着我国人均收入水平的提升和居民消费观念的改变，记忆绵家居行业将有较大的发展空间。公司完成IPO后，不断扩大产能，并且开始进行自有品牌“梦百合”的推广，业务规模不断扩大，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次可转换公司债券募投项目前景较好；从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款来看，本次可转换债券转股的可能性较大；考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近几年记忆绵家居行业增长迅速，公司营业收入及利润规模迅速增长；未来国内需求或将快速扩张，公司产品面临较好的外部环境。

2. 公司是国内大型记忆绵家居制品生产及出口企业之一，在客户质量、产品研发设计、生产规模等方面具有一定的竞争力。

3. 2016年，公司成功完成IPO，其资本实力和整体抗风险能力得到大幅提升。

关注

1. 化工原材料价格波动较大，对公司成本控制能力带来挑战。

2. 公司产品以国外出口为主，受进口国经济和汇率波动影响较大。

3. 公司品牌影响力一般，对主要客户依赖度较高，上下游议价能力较弱。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


高伟 孙林林

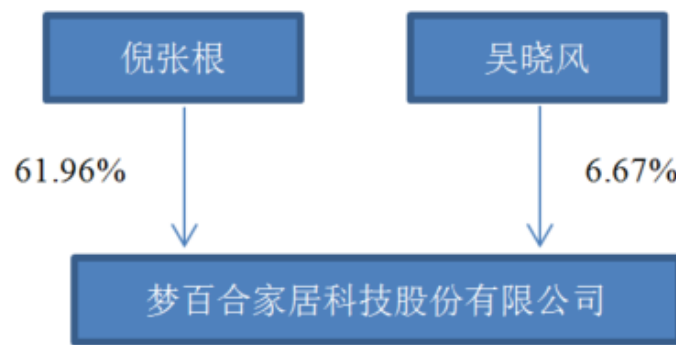
联合信用评级有限公司

一、主体概况

梦百合家居科技股份有限公司（以下简称“公司”或“梦百合”）最初为自然人倪张根、于友明和吴德友在 2003 年共同出资组建的南通恒康海绵制品有限公司（以下简称“恒康海绵”），三人持股比例分别为 30.00%、30.00%和 40.00%。此后经过数次股权转让和增资，截至 2011 年 12 月 28 日，恒康海绵注册资本为 3,278.69 万元，其中倪张根股权占比 78.69%；2012 年 10 月，恒康海绵整体变更为股份有限公司，名称变更为江苏恒康家居科技股份有限公司（以下简称“恒康家居”），注册资本为 15,000.00 万元，其中倪张根持股 78.69%；2012 年 12 月，恒康家居注册资本增至 18,000.00 万元，其中倪张根持股 78.69%。2016 年 10 月，恒康家居在上海证券交易所上市，证券简称“恒康家居”、股票代码“603313.SH”，总股本 24,000 万股；2017 年 1 月，公司名称变更为现名称，证券简称变更为“梦百合”、股票代码保持不变。

截至 2017 年 12 月底，公司总股本 24,000 万股，其中倪张根持股 61.96%，是公司第一大股东和实际控制人，具体如下图所示。

图 1 截至 2017 年 12 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要产品包括记忆绵床垫、记忆绵枕等。公司经营范围：研究、开发家居材料；功能性家居用品设计；家居用品（家用纺织品、软体家具、母婴用品、海绵制品）、低回弹阻燃海绵生产、加工、销售；化学原料销售（危险品除外）；批发（不带仓储）经营甲苯-2,4-二异氰酸酯、二苯甲烷二异氰酸酯、辛酸亚锡；经营本企业自产产品及技术和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品及技术除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年底，公司下设研发中心、生产部、业务部、财务部、仓储物流部等 18 个职能部门（见附件 1）；设有 15 家控股子公司，共有在职员工 3,634 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 23.09 亿元，负债合计 7.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 15.45 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 15.31 亿元。2017 年，公司实现营业收入 23.39 亿元，净利润（含少数股东损益）1.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元；2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.59 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.17 亿元。

注册地址：如皋市丁堰镇皋南路 999 号；法定代表人：倪张根。

二、本次可转换公司债券概况

1. 本次债券概况

公司本次发行证券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券。该可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在上海证券交易所上市。本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 51,000 万元（含），具体发行数额由公司股东大会授权董事会在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券每张面值为人民币 100 元，按面值发行，期限为自发行之日起 6 年。本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。本次可转换公司债券的具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐人（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券的发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司上海分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）。

本次发行的可转换公司债券为无担保债券。

本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

（1）转股价格的确定及其调整

初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司 A 股股票交易均价=前二十个交易日公司 A 股股票交易总额/该二十个交易日公司 A 股股票交易总量。

前一个交易日公司 A 股股票交易均价=前一个交易日公司 A 股股票交易总额/该日公司 A 股股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整。具体的转股价格调整公式如下：

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A \times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P0+A \times k)/(1+n+k)$

派送现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A \times k)/(1+n+k)$ 。

其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为派送股票股利或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调

整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

（2）转股价格向下修正

修正权限与修正幅度

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）赎回条款

到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t/365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（4）回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次

发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况,则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不应再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现变化,且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的,可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下,可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售,在回售申报期内不实施回售的,自动丧失该回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 51,000 万元,扣除发行费用后,募集资金用于以下项目:

表 1 本次可转换公司债券募集资金用途(单位:万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	智能仓储中心建设项目	26,250.56	25,000.00
2	功能家具研发及产业化项目	19,403.67	16,000.00
3	综合楼项目	11,037.89	10,000.00
合计		56,692.12	51,000.00

资料来源:公司提供

智能仓储中心建设项目

本项目智能仓储建设规划总建筑面积为 79,812.20 平方米,具体建设内容包括理货区、成品立体库区及电商库区。

本项目采用先进的物流设备,主要包括 AR/RS 货架系统,堆垛机系统,输送机系统等,实现高度自动化。此外,为实现仓储作业的全面自动的线上操作,本项目还将引进终端扫描仪等设备并实现所有设备与 WMS、WCS 系统的集成,提高仓储管理精细化水平和公司整体的信息化管理水平。

本项目固定资产投资为 26,210.56 万元,其中设备总投资 9,000.00 万元,土建投资 15,962.44 万元,预备费投资 1,248.12 万元。本项目拟利用募集资金 25,000.00 万元。

功能家具研发及产业化项目

本项目的实施地点位于江苏省如皋市丁堰镇高新工业园区,包含零压功能床和零压功能椅的研发以及产业化。公司第一代零压功能床针对阅读、办公、娱乐、睡眠等多种场景预设不同模式,给人们舒适、健康的休闲体验,同时可与智能床垫相结合,将智能科技与零压睡眠为一体,本项目将在公司第一代零压功能床的基础上,重点针对场景睡眠、睡眠数据检测、婴儿睡眠、睡眠保健、远程操作等功能进行进一步研发,满足客户对睡眠产品功能化、智能化的进一步要求;公司

第一代零压功能椅依靠机械设计来实现大范围大角度升降功能，保护消费者腰椎健康，同时包含按摩功能以及蓝牙通讯模块。本项目将在公司第一代零压功能椅的基础上，通过对引发脊柱疾病的各项数据进行分析，增加零压功能椅的应用场景模式，实现产品功能与用户需求一一对接。

本项目投资总额不低于 19,403.67 万元，其中设备投资 6,299.50 万元，土建投资 10,598.16 万元，预备费 844.88 万元，软件投资 65.00 万元，铺底流动资金 1,596.13 万元。本项目拟利用募集资金投入 16,000.00 万元。

综合楼项目

项目建设地位于江苏省如皋市丁堰镇皋南路 999 号。该综合楼未来将用于日常办公及多功能、智能化、专业化展厅使用。

本项目固定资产投资为 11,037.89 万元，其中设备总投资 1,813.00 万元，土建投资 8,699.28 万元，预备费投资 525.61 万元。本项目拟利用募集资金 10,000.00 万元。

本次公开发行可转换公司债券实际募集资金（扣除发行费用后的净额）若不能满足上述全部项目资金需要，资金缺口由公司自筹解决。如本次募集资金到位时间与项目实施进度不一致，公司可根据实际情况以其他资金先行投入，募集资金到位后予以置换。在最终确定的本次募投项目（以有关主管部门备案文件为准）范围内，公司董事会可根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。

三、行业分析

公司主要从事记忆绵床垫、枕头及其他家居制品的研发、生产和销售，主要产品包括记忆绵床垫、记忆绵枕等。根据国家统计局《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），公司记忆绵床垫等记忆绵家居制品归属于家具制造业（C21）中记忆绵等其他家具制造（C2190）行业。

1. 行业概况

记忆绵家居制品是以记忆绵材料为基础进行加工的家居产品，主要包括记忆绵床垫、记忆绵枕等。记忆绵家居制品能够根据人体体型特征塑造体型轮廓，并带来无压力贴合感，使得记忆绵家居制品具有明显的舒适、健康等功能性特征。

国内记忆绵家居制品行业起步相对较晚，一方面在整体制造水平和产品精细化程度与国外知名厂商尚有一定差距，另一方面在品牌和设计方面仍落后于国外一线品牌；但随着行业制造链条逐步向国内转移，少数优势企业在产品综合性能、材料创新和技术工艺上已接近国际水平，对品牌建设及产品设计的重视程度逐年增加。此外，国内记忆绵家居制品行业的产品标准正逐步完备，在回弹率、拉伸强度、断裂伸长率、压缩永久变形等主要指标上均形成了明确的标准。行业标准的完善将推动国内记忆绵家居行业的技术水平不断提高。

记忆绵家居制品企业主要有 OEM¹、ODM²、OBM³三种经营模式，其中多数企业以 OEM 模式为主；部分具备一定产品研发、设计能力的生产企业逐步实现从 OEM 厂商到 ODM 厂商的转型，而部分优势企业逐步开始向 OBM 模式过渡。国内记忆绵家居制品生产企业主要为境外客户提供 OEM、ODM 产品，相较于一般的 OEM 厂商，能够为境外记忆绵家居制品品牌商、贸易商提供

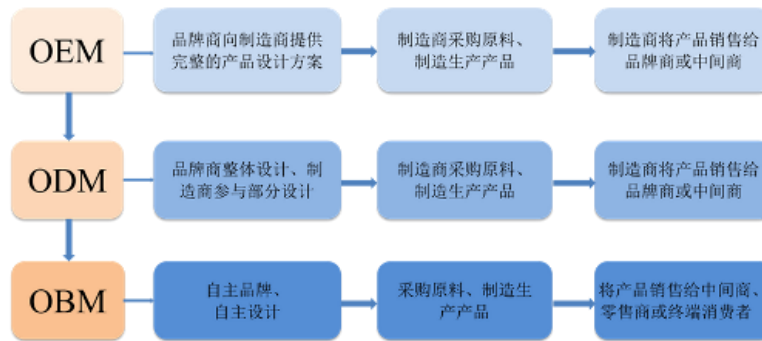
¹ OEM 指 Original Equipment Manufacture 的缩写，原厂设备生产。生产商完全根据客户的设计和質量要求进行产品生产，产品以客户的品牌进行销售。

² ODM 指 Original Design Manufacture 的缩写，自主设计制造。产品由生产商自主设计、开发，根据客户订单进行产品生产，产品以客户的品牌进行销售。

³ OBM 指 Original Brand Manufacture 的缩写，自主品牌制造。产品由生产商自主设计、开发，根据客户订单进行产品生产，产品以自主品牌进行销售。

ODM 产品的生产企业，在产品设计、质量控制、及时响应速度等方面更具优势，产品附加值相对较高，从而享受相对较高的利润水平；同时，随着部分行业优势企业逐步加大 OBM 业务的拓展，自主品牌销售规模扩大，将会提升行业的利润水平。

图 2 OEM、ODM、OBM 三种业务模式



资料来源：联合评级根据公开资料整理

家具是民众生活的必需品，在现代社会中，家具是现代生活方式的载体，也是一个常青的产业。随着全球经济的发展，全球家具行业整体保持稳定发展态势；长期来看，随着世界经济逐步复苏以及新兴市场的快速崛起，未来世界家具行业发展前景广阔。

总体看，记忆绵家居制品凭借良好的特性，近年来发展迅速；记忆绵家居制品企业主要有 OEM、ODM、OBM 等模式；家具是民众生活的必需品，未来发展前景较好。

2. 行业原材料情况

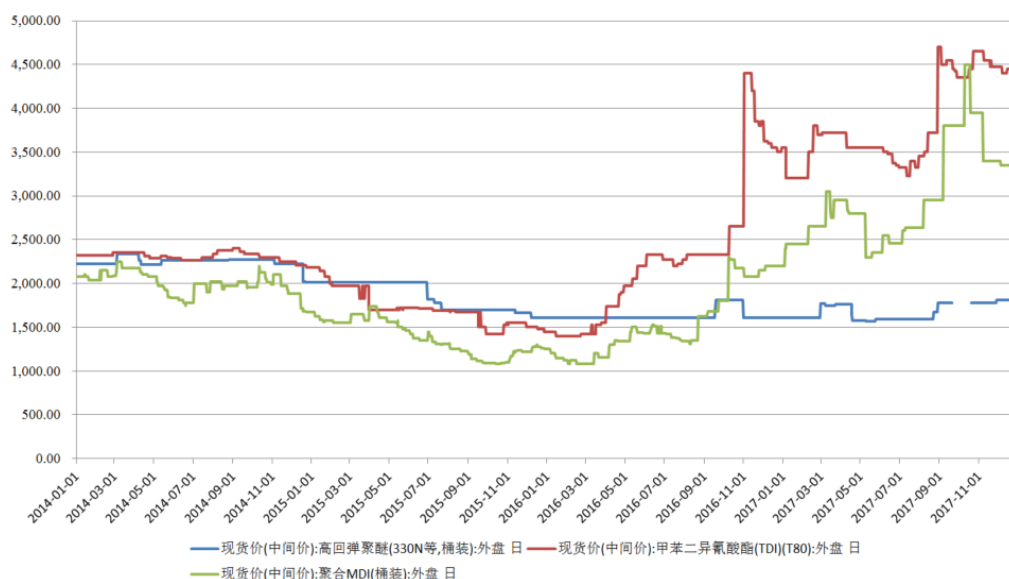
记忆绵家居制品的上游行业主要为聚醚、TDI⁴、MDI⁵等化工原料行业及面料行业，原材料价格的波动直接影响记忆绵家居制品的生产成本。目前记忆绵家居制品上游行业在国内发展较为成熟，原材料供应较为充足，从国内基本都可以得到较为充足的供应。面料方面，记忆绵家居制品行业使用的面料种类较多，整体价格变化相对较小；不过，受化工原料供求波动影响，近期主要化工原料价格波动加大，抬高了记忆绵家居制品行业原材料成本。

2014 年至 2016 年上半年，聚醚、TDI、MDI 等记忆绵家居制品行业上游化工原料价格基本呈逐年下降趋势；2016 年下半年以来，除了聚醚价格相对稳定以外，TDI 和 MDI 价格呈波动上升趋势，且上升幅度较大，具体如下图所示。TDI 和 MDI 价格的大幅上升，极大地推高了记忆绵家居制品行业的生产成本。

⁴ 中文名称：甲苯-2,4-二异氰酸酯，英文名称：Toluene-2,4-diisocyanate; 2,4-tolylene diisocyanate，主要用途：用于有机合成、生产泡沫塑料、涂料和用作化学试剂。

⁵ 中文名称：4,4'-二苯基甲烷二异氰酸酯、亚甲基双(4-苯基异氰酸酯)、二苯甲烷-4,4'-二异氰酸酯；英文名称：4,4'-diphenylmethane diisocyanate；本品的初级品广泛用于聚氨酯涂料，精制品可制成缓冲器、非塑料聚氨酯、聚氨酯弹性纤维、无塑性弹性纤维、薄膜等。MDI 和 TDI 互为替代品，都是生产聚氨酯的原料；MDI 的价格略低一些，且毒性比 TDI 低，但是在生产泡沫时密度比 TDI 体系大，MDI 形成的聚氨酯产品的模塑性相对较好。

图 3 2014~2017 年底公司主要化工原材料价格变化情况（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

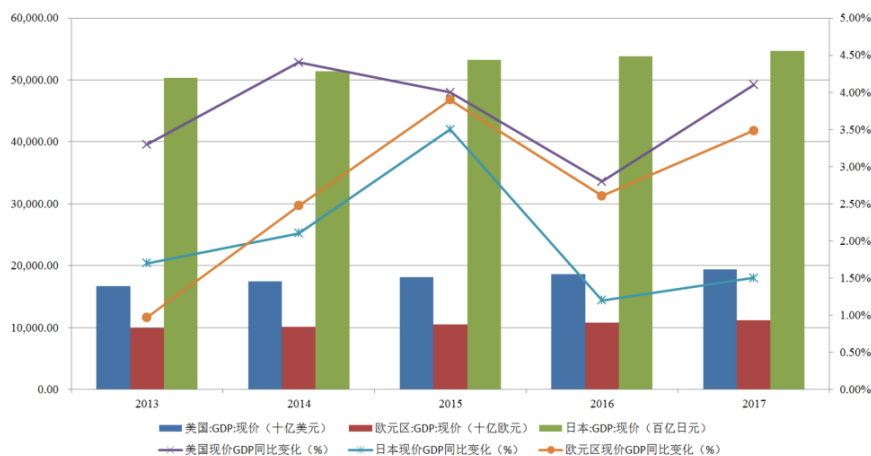
总体看，记忆绵家居制品行业原材料包括化工原料和面料，原材料行业发展较为成熟，供应较为充足；面料价格相对平稳，近期化工原材料价格上升幅度较大，推高了记忆绵家居制品行业的成本。

3. 行业需求

记忆绵家居制品作为新兴消费品，是对弹簧床垫、纤维填充枕头等传统家居用品的替代产品，市场需求受宏观经济环境、当地居民收入水平的影响程度较高。根据所在市场经济发展水平的不同，家具需求的主要影响因素也有所不同，影响发达国家家具需求的主要是宏观经济环境；影响发展中国家家具需求的主要因素除宏观经济环境外，还包括收入水平、城市化程度等。

记忆绵家居制品消费通常分布在欧洲、美国等主要经济发达国家，消费区域性特征较为明显。2013~2015 年，美国 GDP 增速始终在 3.00%以上，日本和欧元区 GDP 增速呈逐年上升趋势，2015 年二者 GDP 增速均超过 3.00%；2016 年，欧美日 GDP 增速均有所下降，2017 年欧美日 GDP 均有所上升。欧美日经济增速变动对记忆绵家居制品的需求形成一定的影响。

图 4 2013~2017 年欧美日 GDP 增长变化情况



资料来源：wind

以中国等地区为代表的发展中国家市场潜力巨大，记忆绵家居制品提供广阔的发展空间。国内需求方面，改革开放以来，国内经济保持持续快速发展，居民收入水平不断提高，带动家具行业的快速发展。根据国家统计局数据，2017 年，中国全年国内生产总值 827,122 亿元，比上年增长 6.9%；全年全国居民人均可支配收入 25,974 元，比上年增长 9.0%，扣除价格因素，实际增长 7.3%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 33,834 元，比上年增长 7.2%，扣除价格因素，实际增长 5.5%；农村居民人均可支配收入 13,432 元，比上年增长 8.6%，扣除价格因素，实际增长 7.3%。2017 年，全国居民人均消费支出 18,322 元，比上年增长 7.1%，扣除价格因素，实际增长 5.4%；按常住地分，城镇居民人均消费支出 24,445 元，增长 5.9%，扣除价格因素，实际增长 4.1%；农村居民人均消费支出 10,955 元，增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。恩格尔系数为 29.3%，比上年下降 0.8 个百分点，其中城镇为 28.6%，农村为 31.2%。

同时，随着经济的快速发展，国内城镇化率不断提升，从而加速了家具行业的发展。2008 至 2016 年，我国城镇人口占总人口的比例每年上升约 1~1.5 个百分点，至 2016 年我国城镇人口占总人口的比例为 57.35%，低于发达国家近 80% 的平均水平，尚有较大发展空间。根据十九大报告，未来我国将以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，加快农业转移人口市民化，我国城镇化率将进一步提升。未来一段时间内，国内经济和居民收入水平仍将保持快速增长，同时，城镇化率将持续提高，上述因素将有力促进国内家具消费需求的增加。

消费观念方面，记忆绵家居制品作为新兴消费品，受居民收入水平及传统消费习惯等方面影响，在国内尚处于产品导入期，市场认知及接受程度不高，但随着居民可支配收入的提高和健康意识的增强，消费者逐步接受健康睡眠理念，记忆绵家居制品将迎来加速发展的机遇。此外，记忆绵家居制品行业具有一定季节性。记忆绵家居制品消费地集中在欧美发达国家，受西方圣诞节促销及中国春节长假境外客户需提前备货双重因素影响，使得第四季度记忆绵家居制品出口业务量相对较大。

总体看，欧美等发达地区及国家的记忆绵家居产品推广时间长，市场认知和接受程度较高；随着发展中国家居民可支配收入的提高和健康意识的增强，记忆绵家居制品的市场需求将不断增加。

4. 行业竞争

全球竞争格局

欧美主要发达国家对记忆绵家居制品的接受程度较高，已成为记忆绵家居制品的主要消费地。凭借较早的市场培育优势，欧美记忆绵家居制品生产企业在销售渠道、研发设计、品牌影响力等方面逐步形成竞争优势，在全球市场尤其是主要发达国家的市场中占据着主导地位，市场份额较大，形成较为明显的领先优势；近年来，受人工成本等因素影响，记忆绵家居制品行业中制造链条逐步向发展中国家转移，欧美家居制造企业的业务重心由产品制造转向品牌建设和终端渠道控制上，从而转变成品牌商和贸易商。

发展中国家或地区记忆绵家居制品生产企业在品牌建设及渠道拓展等方面积累有限，更多地通过 OEM、ODM 的经营模式参与全球市场竞争。凭借基础设施、人力成本、行业配套等优势，国内企业在记忆绵家居制品的 OEM、ODM 领域占有重要地位，部分优质企业在此过程中积攒了较多的产品设计经验和生产技术经验，开始向 OBM 模式转型，通过自主品牌产品性价比优势获取市场份额。

国内竞争格局

与欧美发达地区记忆绵家居制品生产企业相比，国内生产企业在人力资源、配套材料等方面有较为明显的成本竞争优势。而随着国内记忆绵家居制品行业的稳定发展，国内记忆绵家居制品行业的优势企业不断提升其产品设计能力和生产技术水平，使得国内主要生产企业国际竞争力进一步加强。

目前中国已成为全球最重要的床垫生产基地和最具潜力的消费市场。近年来，国内记忆绵家居行业发展速度较快，企业数量增多，两极分化严重。受技术实力、生产规模限制，小型生产企业较难进入知名品牌商的供应体系，从而无法参与国际市场竞争。该等企业的产品主要用于内销，技术含量较低且同质化程度严重，竞争相对激烈。梦百合家居科技股份有限公司、盛诺集团有限公司和际诺思（厦门）轻工制品有限公司等少数规模化生产企业凭借技术实力和规模优势在国内外市场展开竞争，市场份额相对稳定。

总体看，欧美发达国家是记忆绵家居制品的主要消费地，具有销售、研发、品牌优势，发展中国家凭借成本优势通过 OEM、ODM 模式参与国际竞争；中国已成为全球记忆绵床垫重要的生产基地和消费市场。

5. 行业政策

在供给侧结构性改革的大环境下，国家鼓励消费结构升级。

2015 年 11 月，国务院办公厅印发《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》明确，今后一个时期，重点发展居民和家庭、健康、养老、旅游、体育、文化、法律、批发零售、住宿餐饮、教育培训等贴近服务人民群众生活、需求潜力大、带动作用强的生活性服务领域，推动生活消费方式由生存型、传统型、物质型向发展型、现代型、服务型转变。

同月，国务院印发《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》，提出通过发挥新消费的引领作用，培育形成新供给的力量；应新一轮科技革命和产业变革趋势，加快构建现代产业技术体系，高度重视颠覆性技术创新与应用，以技术创新推动产品创新，更好满足智能化、个性化、时尚化消费需求，引领、创造和拓展新需求；支持可穿戴设备、智能家居、数字媒体等市场前景广阔的新兴消费品发展。

近年来，家具制造行业的重要政策如下表所示。

表 2 主要行业政策情况

时间	部门	行业政策	主要内容
2014 年	中国家具协会	《关于促进家具行业环境保护工作的指导意见》	家具行业环境保护工作应坚持保护优先、预防为主、协会参与、企业施治的原则。企业应将环境保护工作纳入企业发展规划，确保环境保护与企业发展同步进行，处理好经济发展与环境保护之间的关系。
2014 年	中国家具协会	《中国家具行业知识产权保护办法》	支持和鼓励对产品的材料、工艺、设计、功能等方面的发明、创造；维护自身知识产权合法权益或行业整体利益；独立或与政府、协会等国内外组织或企业合作开展知识产权保护相关活动，提升知识产权保护意识。
2015 年	国务院	《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》	推动外贸商品结构调整。加强对重点行业出口的分类指导。继续巩固和提升纺织、服装、箱包、鞋帽、玩具、家具、塑料制品等劳动密集型产品在全球的主导地位。
2016 年	中国家具协会	《中国家具行业“十三五”发展规划》	提出坚持转型升级，促进两化融合；坚持绿色环保战略，促进生态文明建设；加强品牌建设，培育大型企业；优化流通市场模式，促进多方合作共赢；注重电子商务，促进贸易发展；提升行业设计水平，加强知识产权保护。

2016 年	工信部	《轻工业发展规划（2016~2020）》	推动家具工业向绿色、环保、健康、时尚方向发展。促进互联网、物联网、智能家居、电子商务等与家具生产销售相结合，支持智能车间（工厂）建设，培育个性化定制新模式。
2017 年	商务部	《对外贸易发展“十三五”规划》	加快外贸转型升级基地建设。培育一批综合型、专业型基地，加强公共服务和宣传引导，突出扶优扶强，增强基地创新发展能力，使之切实发挥示范带动作用。加快推进贸易平台建设。进一步培育若干个国际知名度高、影响力大的会展平台，深入推进内外贸结合商品市场、电子商务平台建设，培育一批带动功能强、服务优质的进口促进平台，发挥其带动促进作用。加快推进国际营销网络建设。鼓励企业在境外建设一批品牌推广效果好的展示中心、集散配送功能强的分拨中心、区域辐射半径大的批发市场、市场渗透能力强的零售网点、服务能力强的售后服务网点和备件基地、区域辐射能力强的临港经贸合作区等商贸物流性经贸合作区。

资料来源：公司提供

总体看，政府鼓励消费结构升级，记忆绵家具制品行业外部发展环境良好。

6. 行业关注

（1）宏观经济风险

记忆绵床垫、记忆绵枕等记忆绵家居制品属于消费品，受宏观经济景气度、居民可支配收入、消费者市场认可度等因素影响。美国经济出现大幅波动或者欧洲地区持续低迷，可能导致记忆绵家居制品市场需求降低，进而导致国内行业出口规模下降的可能。

（2）汇率波动风险

记忆绵家居制品以外销为主，与海外客户签订合同时，主要以美元作为结算币种。一方面，人民币处于升值趋势时，产品在海外市场竞争力可能下降；另一方面，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响企业业绩。

（3）原材料价格波动风险

企业生产记忆绵所需的主要原材料包括聚醚、TDI 等化工原料和面料，原材料价格的波动会带来成本控制的风险。由于行业内企业报价调整相对于原材料价格波动具有一定的滞后性，因此在原材料价格大幅上升时，行业内企业市场竞争力及利润水平将受到不利影响。

（4）对国外市场依赖度较高

目前记忆绵家居制品消费地以欧美等地区为主，国内记忆绵家居制品行业对境外市场依存度较高，容易受进口国的经济形势、贸易政策等因素影响。同时，在以外销为主的业务模式下，人民币汇率的变动、出口退税政策的调整都会对行业整体经营利润产生影响。

（5）自主品牌影响力相对较弱

境内从事记忆绵家居制品生产的企业主要以 OEM、ODM 业务为主，随着部分优势企业逐步加大 OBM 业务的拓展，自主品牌销售规模不断扩大、品牌知名度逐步提高，但整体上自主品牌市场影响力仍相对较弱，降低了行业的整体盈利能力。

7. 行业发展

记忆绵家居制品作为新兴消费品，舒适、健康、绿色的功能性特点使其对弹簧床垫、纤维填充枕头等传统家居用品具有明显的替代优势，随着生活节奏的加快、家居用品健康消费理念的转变以及居民收入水平的提高，记忆绵家居制品市场认可度不断提升。世界宏观经济环境的稳定，我国居民人均收入水平的提高，将有利于稳定和扩大记忆绵家居的市场需求，为记忆绵家居业的稳定发展创造良好的外部环境。

国内企业在记忆绵家居制品行业主要以 OEM、ODM 模式经营为主，部分优质企业在此过程中积攒了较多的产品设计经验和生产技术经验，开始向 OBM 模式转型。随着国内记忆绵家居制品市场需求的增加，更多企业或将聚焦国内市场，国内企业竞争程度将上升。

总体看，记忆绵家居制品行业未来国内市场需求增加，外部发展环境良好，行业竞争或将更加激烈。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内大型记忆绵家居制品生产及出口企业之一，随着公司塞尔维亚欧洲生产基地的建成投产、公司首次公开发行股票募集资金投资项目的逐步达产以及产能的逐步释放，公司生产能力或将进一步提升。

经过多年的经营积累和不断的产能扩张，公司目前拥有连续性记忆绵发泡生产线、床垫复合压缩生产线、智能吊挂缝制生产线和数控切割生产线等多种现代化大型生产设备，生产能力雄厚。规模化的生产能力可以提升公司的竞争优势，主要体现在：公司的规模化生产能力可以满足客户在供货期上提出的严格要求，使得公司具备承接境外客户大订单的能力；另一方面，规模化生产有利于公司减少固定成本的分摊，从而提升产品的成本优势。

同时，公司建立了严格的质量控制体系，通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证，从产品设计开发、生产、检验、销售实施全过程标准化管理和控制，确保产品质量。

公司拥有较为稳定的客户群体，并间接为 JYSK、MACY'S、LOWE'S 等知名企业提供 ODM 产品。相较于一般客户，公司客户市场竞争力强，产品需求量稳定，为公司业务的发展奠定了基础；同时，公司客户对产品设计和质量等方面要求严格，产品附加值较高，保证了公司较高的盈利水平。

公司具有较高的产品研发、设计优势。公司是经江苏省科技厅、江苏省财政厅、江苏省国税局和江苏省地税局联合认定的高新技术企业，公司的技术中心被江苏省科技厅、江苏省财政厅认定为江苏省太空记忆绵工程技术研究中心。通过多年的研发积累，公司逐步形成自身的核心技术，形成多项授权保护的专利技术，并实现多项技术的科技成果转化；截至 2017 年 12 月 31 日，公司拥有专利 70 项，其中境内发明专利 11 项。公司“可生物降解的慢回弹记忆绵”、“可降解式聚氨酯与乳胶复合床垫”、“三层婴儿保健枕”等多项产品被江苏省科技厅评定为高新技术产品；公司研发项目“可生物降解记忆绵”被国家科学技术部认定为国家火炬计划产业化示范项目。

公司具有较强的品牌优势。公司逐步建立以“MLILY”、“Mlily 梦百合”为主的自有品牌体系，其中“MLILY”品牌被评为江苏省重点培育和发展的国际知名品牌、商标被评为江苏省著名商标。

总体看，公司专注于记忆绵家居产品的研发、生产、销售，在产能规模、下游客户、研发设计能力以及品牌知名度等方面具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司有董事、监事及高级管理人员共 14 人。其中，董事 9 人（含独立董事 4 人）、监事 3 人、高管 5 人（3 人同时为董事）。公司董事、监事及高级管理人员从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长兼总经理倪张根先生，本科学历，工程师。曾任铁道部建设工程局深圳建筑处设

备管理工程师、香港晓兴（深圳）有限公司总经理助理、深圳恒泰丰科技有限公司业务部经理、深圳立先科技有限公司董事及业务总监、江苏梦百合仓储服务有限公司总经理、南通恒康数控机械股份有限公司执行董事兼总经理、恒康海绵董事长、总经理。倪张根先生作为创始人一直担任公司董事长、总经理，现同时担任公司仓储执行董事、南通恒康数控机械股份有限公司董事长、江苏里高家具有限公司总经理、美国梦百合 CEO 等职。

截至 2017 年底，公司共有员工 3,634 人。从专业构成看，生产人员占比 74.77%、销售人员占比 11.45%、技术人员占比 5.64%、财务人员占比 0.94%、行政人员占比 7.21%；从教育程度来看，本科及以上学历占比 9.03%、大专学历占比 12.69%、大专以下学历占比 78.29%。

总体看，公司高级管理人员具有多年相关行业管理经验；公司员工中生产人员占比较大，符合行业特点；公司员工学历和年龄结构能够满足企业生产经营的需求。

3. 税收优惠

根据江苏省高新技术企业认定管理工作协调小组文件《关于公示江苏省 2016 年第一批拟认定高新技术企业名单的通知》，公司于 2016 年通过高新技术企业复审认定（有效期三年），2016 年至 2018 年期间减按 15% 的税率征收企业所得税。

总体看，公司能够获得一定的税收优惠，外部发展环境良好。

五、公司治理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》和其他有关规定，制订了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的管理层，并按照中国证监会《关于在上市公司中建立独立董事的指导意见》的精神建立了独立董事制度，形成了公司法人治理机构的基本框架。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会，受股东大会的委托，负责经营和管理公司的法人财产，是公司经营管理的决策机构，对股东大会负责，维护公司和全体股东的利益。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 4 名；董事会设董事长 1 名，由董事会以全体董事的过半数（不含本数）选举产生。公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年；董事任期届满，可连选连任。公司董事可以由总经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任总经理或者其他高级管理人员职务的董事总计不得超过公司董事总数的 1/2。

公司设监事会，监事会是公司的监督机构，监事会对股东大会负责并报告工作，维护公司、股东及员工的合法权益。监事会由 3 名监事组成。监事会设主席 1 名。监事会主席由全体监事过半数选举产生和变更。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘；可根据需要设副总经理若干名，副总经理由总经理提名，董事会聘任或者解聘，副总经理协助总经理工作。总经理每届任期 3 年，可以连任。公司总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作等职权。

总体看，公司履行相关的监管规定，法人治理结构健全。

2. 管理体制

公司下设研发中心、生产部、业务部、财务部、仓储物流部等 18 个职能部门，制订了较为完善的内部控制制度，同时公司制定相关管理制度对公司本部及下属子公司进行管理。

财务管理方面，公司制定了《财务管理》《财务监管办法》《会计电算化管理》等一系列财务管理制度，对公司资金使用、成本管理、资产管理以及会计电算化等制定了较为明确的规定，使公司财务管理制度化、规范化，以加强财务管理，规范财务工作，促进公司经营业务的发展，提高公司经济效益。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，对于公司及控股子公司，对外担保遵循合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。公司对外担保要求对方提供反担保，并且反担保的提供方要具备实际承担能力。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》，明确了公司对外投资管理的组织机构、决策程序、对外长期投资的转让与收回以及财务管理及审计等，以规范公司对外投资行为，提高资金运作效率，保障公司对外投资的保值、增值。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，明确公司关联交易应当遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，关联交易的价格或收费原则上应不偏离市场独立第三方的标准，规定了关联交易的决策权限和程序，以规范公司与关联方的交易行为。

采购方面，公司制定了采购业务管理制度，要求公司物资采购统一归采购部执行，对采购申请与审核、供应商选择、采购方式、采购价格、采购合同、采购过程、采购验收等方面做了较为详尽的规定。

销售管理方面，公司制定了销售业务管理制度，对公司的销售计划、客户开发与信用管理、销售价格管理、销售合同管理、销售发货管理、客户服务管理以及销售收款等方面做了较为详尽的规定。

生产方面，公司对进料、发泡、切割、缝制、绗缝、模塑、包装、出货等生产的各个环节制定了详细的作业管理办法，以保证生产过程的安全、有效进行。

资金管理方面，公司制定了资金活动管理制度，对公司筹资活动、投资活动、资金营运活动等做了较为详尽的规定，以保证公司资金活动的有序进行。

总体看，公司部门设置合理，内部管理制度较健全，有助于保障公司规范运营。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事记忆绵床垫、枕头及其他家居制品的研发、生产和销售。近年来，得益于记忆绵家居制品行业的快速发展，公司收入及利润规模持续增长。2015~2017 年，公司分别实现营业收入 13.77 亿元、17.23 亿元和 23.39 亿元，年均复合增长 30.32%，分别实现净利润 1.65 亿元、1.99 亿元和 1.53 亿元，年均复合下降 3.57%，其中 2017 年净利润有所下滑主要系化工原料价格大幅上涨、人民币对美元汇率上升及为构建营销网络费用支出较大所致。2015~2017 年，公司分别实现主营业务收入 13.76 亿元、17.19 亿元和 23.32 亿元，占公司营业收入的比重分别为 99.87%、99.79% 和 99.70%，公司主营业务突出。

从公司主营业务收入构成来看，记忆绵床垫和记忆绵枕是公司主要收入来源，其他产品收入占比逐渐提高。2015~2017 年，受益于记忆绵家居制品的市场认可度提升，公司记忆绵家居制品收入持续提高，其中记忆绵床垫板块分别实现收入 8.27 亿元、10.14 亿元和 13.04 亿元，在主营业务

务收入中占比分别为 60.10%、58.99%和 55.92%；公司记忆绵枕头板块分别实现收入 3.95 亿元、3.82 亿元和 4.44 亿元，在主营业务收入中占比分别为 28.71%、22.22%和 19.04%。公司其他产品收入主要为沙发、靠垫、电动床等其他家居制品，2015~2017 年，其他产品分别实现 1.54 亿元、3.23 亿元和 5.84 亿元，其他产品在主营业务收入中占比分别为 11.19%、18.79%和 25.04%。

表 3 2015~2017 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
记忆绵床垫	8.27	60.10	39.47	10.14	58.99	38.25	13.04	55.92	30.32
记忆绵枕	3.95	28.71	30.87	3.82	22.22	29.40	4.44	19.04	27.19
其他产品	1.54	11.19	20.34	3.23	18.79	24.14	5.84	25.04	29.15
合计	13.76	100.00	34.86	17.19	100.00	33.63	23.32	100.00	29.42

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015~2017 年，公司综合毛利率逐年下降，分别为 34.86%、33.63%和 29.42%，主要系受到原材料价格上涨和人民币对美元汇率上升所致。分业务板块来看，2015~2017 年，公司记忆绵床垫和记忆绵枕毛利率持续下降，记忆绵床垫毛利率分别为 39.47%、38.25%和 30.32%，记忆绵枕毛利率 30.87%、29.40%和 27.19%。其他产品毛利率持续上升，分别为 20.34%、24.14%和 29.42%，主要系其他产品中沙发及沙发配件、电动床等新产品占比比较大，主要原材料并非为价格上涨的化工原料，故其毛利率受化工原料上涨影响较小，且电动床等新增产品的附加值较高所致。

总体看，受益于记忆绵家居产品的市场认可度提高，公司收入规模不断增长；受原材料价格上涨和汇率波动影响，公司综合毛利率水平呈持续下降趋势。

2. 原材料采购

在采购模式上，公司主要在国内市场进行采购，综合考虑订单规模和既有库存制定采购计划。以《采购管理作业办法》等采购管理制度为基础，具体采购工作主要由业务部、计划部、采购部和仓储物流部共同负责，其中计划部根据业务部订单情况、既有库存情况制定采购计划，采购部负责具体落实，仓储物流部负责交货、入库事宜并跟踪管理。

公司产品的原材料主要包括化工原料（聚醚、TDI、MDI）和面料。化工原料作为大宗商品，价格透明，公司采购价格随行就市，受到 2017 年化工原料价格大幅上涨，公司毛利率水平大幅下降，成本控制压力较大。整体看，公司原材料价格受上游行业供求影响较大。

从供应商集中度来看，2015~2017 年，公司前五名供应商采购金额占采购总额的比重分别为 32.96%、28.44%和 30.84%，公司采购集中度一般。

表 4 2015~2017 年公司前五名供应商情况（单位：万元、%）

年度	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2015 年	杭州萧山美信装饰布厂	6,354.53	9.41
	万华化学（北京）有限公司	4,959.44	7.34
	南京华冉化工科技有限公司	4,547.03	6.73
	江苏钟山化工有限公司	3,382.50	5.01
	上海长颖化工有限公司	3,017.85	4.47
	合计	22,261.35	32.96

2016 年	杭州萧山美信装饰布厂	6,900.82	7.30
	万华化学（北京）有限公司	6,083.61	6.44
	南京华冉化工科技有限公司	6,013.82	6.36
	山东隆华新材料股份有限公司	4,138.52	4.38
	科思创聚合物（中国）有限公司	3,736.84	3.95
	合计	26,873.61	28.44
2017 年	科思创聚合物（中国）有限公司	12,518.36	8.69%
	烟台巨力精细化工股份有限公司	12,074.49	8.38%
	杭州萧山美信装饰布厂	7,675.68	5.33%
	江苏利宏科技发展有限公司	6,953.06	4.83%
	中海壳牌石油化工有限公司	5,222.28	3.62%
	合计	44,443.85	30.84%

资料来源：公司提供

从结算方式上来看，公司在化工原料采购时多为现款现货或预先支付货款，由于公司所采购产品主要为大宗化工品，故采购价格主要为随行就市，公司原材料采购议价能力较弱。

总体看，公司采购的原材料以聚醚、TDI、MDI 等化工原料为主；公司化工原材料价格采购价格随行就市，近年来化工原料价格上涨导致公司成本控制压力加大；公司采购集中度一般。

3. 产品生产

公司作为国内记忆绵家居制品主要生产企业之一，生产的主要产品包括记忆绵床垫和记忆绵枕。公司主要为境外记忆绵家居品牌商、贸易商提供 ODM 产品，实行“以销定产”的生产模式。具体生产流程为：公司在获取客户需求信息后，由研发中心根据订单需求进行产品设计供客户选择，并编制产品生产工艺单；在客户订单下达后，计划部根据业务部订单情况编制生产计划、原材料采购计划，生产部根据生产计划、产品生产工艺单安排车间生产，仓储物流部控制半成品流转及成品库存。品管部根据产品的执行标准和技术部下达的控制计划、工艺及操作规程对生产过程进行全过程的测试和检验，并负责产品的包装出货检验。

在质量控制方面，为满足欧美客户的市场和客户需求，公司对出口产品采用进口国的质量认证要求，具体为：美国要求床垫所使用的聚氨酯泡沫通过 CERTIPUR-US 认证、海绵类产品通过美标 117 防火认证、家具坐垫类产品要通过 CA-TB117 阻测试要求；欧洲国家要求床垫类产品通过 OEKO-100 认证；英国要求记忆绵类产品取得 REACH 证书以及座垫椅子着火性测试通过 BS5852: 2006 标准。

环保合规方面，公司生产经营中产生的污染物主要有废气、固体废弃物以及生活污水。公司在厂区建设专门的污染处理设备以减少生产中污染物的排放量，污水排放、灰尘等各项排放指标均达到国家和地方环保标准，未曾发生环境污染事故。

总体看，公司产品以欧美的质量标准进行生产，产品质量较高。

4. 产品销售

公司针对内销、外销业务不同的销售特点，采取了不同的销售模式。

针对外销，公司主要采取 ODM 销售模式，公司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，该等客户通常根据自身采购需求向公司下达采购信息。此外，公司通过参加行业展会、客户介绍等方式获取新客户需求信息。公司通常根据客户需求进行样品的自主开发、设计以供客户选择，待客户确认并下达订单后组织生产，产品生产完成后直接发运

至客户指定的国外交货点，并通过境外品牌商、贸易商的销售渠道将产品销售给消费者。

针对内销，公司采取直营模式、特许加盟模式、网络销售模式和代销模式相结合的销售策略。其中，直营模式下，公司及子公司投资开设销售网点，派出人员进行直接管理，单店资金投入量大，管理及运营成本高。直营店及专柜通常选址在一线城市的核心商区开设，主要是品牌形象宣传作用及门店示范作用；加盟模式下，公司将品牌、商标等以特许加盟合同或协议的形式授予特许加盟商使用，并设计统一的终端品牌形象，向特许加盟商提供店面装修补贴、人员培训、经营管理等方面的帮助，并提供产品建议零售价。特许加盟商按特许加盟合同规定一般采取买断式销售，自行承担经营风险；网络销售模式下，公司在天猫商城、京东商城等电商平台开设品牌直营店进行线上销售；代销模式下，公司主要与华住、亚朵等酒店集团建立了合作代销关系，利用其销售网络销售自主品牌。

销售的结算方式上，根据销售模式的不同，结算方式也有所区别。外销模式下，货款的结算方式采用不可撤销信用证和 30~60 天商业信用结算方式，公司一般给予客户 30~60 天的销售信用期。在内销模式下，货款的结算根据内销销售模式的不同而有所差异。直营模式与网络销售模式下，公司直接销售给终端用户，采用现款现货的结算方式；特许加盟模式下，公司对加盟商采取买断式销售，通常采用先款后货的结算方式；代销模式下，每月初代销方将上月代销结算对账单发公司对账，双方确认无误后公司确认收入。

从销售区域来看，公司以境外销售为主，如下表所示。2015~2017 年，公司境外销售金额逐年增长，主要系海外市场需求扩张所致；占主营业务收入比例逐年下降，主要系境内销售收入增速高于境外销售收入所致。2015~2017 年，境内销售金额持续快速增长，主要系公司加大对境内市场的扩张，开拓多种渠道拓展境内市场所致。

表 5 2015~2017 年主要销售区域情况（单位：亿元、%）

项目	2015年		2016年		2017年	
	销售收入	占主营收入比例	销售收入	占主营收入比例	销售收入	占主营收入比例
境外	12.01	87.34	14.49	84.24	19.12	81.99
境内	1.74	12.66	2.71	15.76	4.20	18.01
合计	13.75	100.00	17.20	100.00	23.32	100.00

资料来源：公司提供

从公司主要产品的销量来看，如下表所示，2015~2017 年，公司记忆绵床垫销量持续上升，主要系海外市场需求增加所致；记忆绵枕销量波动上升，其中 2016 年记忆绵枕销量较上年下降 6.76%，主要系碎海绵枕的销量下降所致，2017 年记忆绵枕销售量较上年增长 14.57%，主要系海外销量增长所致。从销售价格来看，2015~2017 年，记忆绵床垫平均价格持续增长，主要系销售产品中价格较高的厚床垫比重提高所致；记忆绵枕价格持续增长，主要系产品结构调整影响所致。由于公司以销定产，主要产品产销率均处于较高水平。

表 6 2015~2017 年主要产品销售情况（单位：万件、元/件、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	销售量	平均价格	产销率	销售量	平均价格	产销率	销售量	平均价格	产销率
记忆绵床垫	207.63	398.12	99.20	253.97	399.37	99.94	305.59	426.70	103.52
记忆绵枕	922.89	42.82	99.84	860.53	44.40	98.24	985.80	44.99	96.02
其中：模塑枕	450.63	45.19	--	471.10	47.44	--	--	--	--

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2015~2017 年，海外前五大客户销售占比分别为 33.95%、34.89%和 39.86%，持续增长；国内前五大客户销售占比分别为 30.74%、42.64%和 40.24%，波动上升，其中，索菲亚家居作为公司国内最主要的销售渠道，贡献了国内收入的 27.38%。整体看，公司对主要客户销售依赖较高，考虑到公司与主要客户合作时间较长，客户稳定性较高。

表 7 2015~2017 年公司外销和内销前五大销售客户情况（单位：万元、%）

渠道	年度	客户名称	销售额	占年营业收入比例
外销情况	2015 年	EVERREST APS	16,635.41	12.08
		HEALTHCARE SLEEP PRODUCTS LTD	8,093.64	5.88
		COMFORT INDUSTRY LIMITED	7,950.95	5.77
		RELUX PRODUCTS LTD	7,175.57	5.21
		WAL-MART STORES INC.USA	6,895.74	5.01
		合计	46,751.31	33.95
	2016 年	EVERREST APS	20,337.73	11.83
		WAL-MART STORES INC.	19,072.63	11.09
		RELUX PRODUCTS LTD	8,625.13	5.02
		CVB INC	7,757.01	4.51
		COMFORT INDUSTRY LIMITED	4,187.78	2.44
		合计	59,980.28	34.89
	2017 年	CVB INC	31,197.85	13.34%
		EVERREST APS	23,071.09	9.86%
		WAL-MART STORES INC.USA	21,069.13	9.01%
		RELUX PRODUCTS LTD	11,115.47	4.75%
		COMFORT INDUSTRY LIMITED	6,762.32	2.89%
		合计	93,215.85	39.86%
内销情况	2015 年	浙江丝里伯睡眠科技股份有限公司	1,573.13	9.04
		东京西川（上海）商贸有限公司	1,446.33	8.31
		索菲亚家居股份有限公司	1,291.87	7.42
		宁波爱伊美国国际贸易有限公司	772.40	4.44
		成都乐美饰家贸易有限公司	267.64	1.54
		合计	5,351.37	30.74
	2016 年	索菲亚家居股份有限公司	6,922.15	25.58
		东京西川（上海）商贸有限公司	1,473.77	5.45
		浙江丝里伯睡眠科技股份有限公司	1,309.00	4.84
		宁波宝涟床垫有限公司	1,215.97	4.49
		顾家家居股份有限公司	618.63	2.29
		合计	11,539.52	42.64
	2017 年	索菲亚家居股份有限公司	11,503.79	27.38%
		东京西川（上海）商贸有限公司	2,476.74	5.95%
		宁波梅山保税港区顾家寝具有限公司	1,360.77	3.33%
		宁波宝涟床垫有限公司	1,057.75	2.62%
		深圳源创国际贸易有限公司	484.03	0.96%
		合计	16,883.07	40.24%

资料来源：公司提供

注：外销情况的收入占比对比的是境外销售收入；内销情况的收入占比对比的是境内销售收入

目前，公司正积极发展自有品牌，开拓建设品牌渠道，深入推行营销新模式。2017年3月，公司与国内家居行业两大品牌居然之家和索菲亚，共同打造国内首个“零压战略联盟”，强化1+1>2的叠加效应。自2017年5月20日起，公司Mlily梦百合正式登陆央视平台，旨在借助国家平台的影响力，进一步增加产品曝光率，加速品牌形象建设。

总体看，公司针对海外和国内市场的不同情况，采取不同的销售模式；受益于市场需求的快速增长，公司产品的销量和销售额逐年上升，公司产品主要以海外市场为主；由于公司以销定产，产销率较高。

5. 经营效率

2015~2017年，公司应收账款周转次数分别为8.58次、8.26次和7.35次，逐年下降，主要系公司处于市场扩张阶段，应收账款规模增长较快所致；公司存货周转次数分别为5.11次、5.65次和5.99次，逐年递增，主要系公司产品销售情况良好，存货周转效率提高所致；公司总资产周转次数分别为1.59次、1.16次和1.09次，逐年下降，主要系公司兴建厂房、发行股票导致资产规模增加所致。

与同行业上市企业比较来看，公司主要经营效率指标处于行业中上水平。

表8 2017年我国主要床垫生产企业经营效率情况（单位：次）

证券简称	证券代码	总资产周转次数	应收账款周转次数	存货周转次数
盛诺集团	1418.HK	1.56	5.70	5.81
喜临门	603008.SH	0.63	3.72	3.19
梦百合	603313.SH	1.09	7.76	5.99

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，上表数据引自Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定的差异。

总体看，公司整体经营效率较高。

6. 在建及拟建项目

截至2017年12月底，公司在建的项目主要为记忆绵床垫、枕头技改及扩产项目、研发中心扩建项目和营销网络建设项目，总投资规模合计56,666.92万元，资金全部来自IPO募集资金，如下表所示。

表9 截至2017年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		资金落实情况及债务资金偿债来源
		贷款	自筹	
忆绵床垫、枕头技改及扩产项目	46,481.65	--	46,481.65	首次公开募集资金
研发中心扩建项目	4,865.27	--	4,865.27	首次公开募集资金
营销网络建设项目	5,320.00	--	5,320.00	首次公开募集资金
合计	56,666.92	--	56,666.92	--

资料来源：公司提供

公司拟建项目主要是本次可转换公司债券募投项目，计划总投资合计56,692.12万元，主要来自本次债券发行募集资金，具体如下表所示。

表 10 截至 2017 年底公司未来拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		2018 年计划 投资额	2019 年计划 投资额	2020 年计划 投资额
		贷款	自筹			
综合楼项目	11,037.89	--	11,037.89	4,567.12	6,470.76	0.00
智能仓储中心建设项目	26,250.56	--	26,250.56	8,380.28	13,125.28	4,745.00
功能家具研发及产业化项目	19,403.67	--	19,403.67	5,564.03	9,701.84	4,137.81
合计	56,692.12	--	56,692.12	18,511.43	29,297.88	8,882.81

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目主要用于扩大产能，未来项目完成后公司生产能力将得到进一步提高；公司在建项目主要系 IPO 募投项目，未来资金支出压力不大。

7. 经营关注

（1）原材料价格波动风险

公司所使用原材料价格发生大幅波动，将导致公司产品的成本发生较大波动，对公司的利润水平产生不利影响。

（2）汇率波动风险

公司产品以外销为主，与海外客户的结算也以美元作为结算币种，人民币对美元的汇率走势将影响公司业绩。

（3）自主品牌的发展存在不确定性

公司自主品牌梦百合目前仍处于市场拓展阶段，公司投入了较大的人力物力进行自主品牌的建设开发，未来仍将以自主品牌的开拓为主，自主品牌的未来发展存在较大的不确定性。

8. 未来发展

在研发上，以市场需求为导向，完善公司产品线，积极推进首发募投项目“研发中心扩建项目”建设，在现有研究方向的基础上增加睡眠数据采集与分析、智能化 和健康化产品的设计等研发内容，打造高技术含量适应市场需求的产品。

品牌建设上，围绕 3 年千店计划以及全球化的品牌战略，全力拓展国内网点，建立稳定的销售网络，渠道系统建设，同时强化线上线下一体化，全渠道打通，与国内外全国性家居卖场、区域性家居卖场保持良好的合作关系，充分利用海外销售平台，进行全球化布局，提高自有品牌覆盖率，多渠道推广自有品牌，

加速企业工业化、信息化融合建设步伐。依托 SAP 核心引擎，构建稳健可扩展的产销协同内部管控平台，财务业务深度一体化，优化梦百合全球供应链。持续深入标准化体系建设，加快生产制造执行系统和 C2M 定制线系统的研发和应用推广，以适应 ODM 精细化管理和家居大规模定制需求的市场渠道。

总体看，公司未来发展计划符合公司实际，具有一定的可行性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度合并财务报表均由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司财务报表按照企业会计准则要求，以持续经营为基础编制。

合并范围方面，2015 年公司合并范围新增 3 家子公司，其中两家直接投资设立，一家通过非同一控制下企业合并；2016 年公司合并范围较上年未发生变化；2017 年公司合并范围新增四家。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 15 家。2015~2017 年，公司主营业务未发生变化，合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 23.09 亿元，负债合计 7.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 15.45 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 15.31 亿元。2017 年，公司实现营业收入 23.39 亿元，净利润（含少数股东损益）1.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元；2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.59 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.17 亿元。

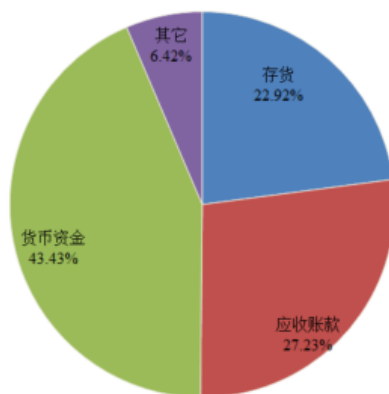
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 52.61%。截至 2017 年底，公司资产总额 23.09 亿元，较年初增长 16.11%，主要系非流动资产增长所致，其中流动资产占比 61.54%、非流动资产占比 38.46%，公司的资产构成以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 68.28%。截至 2017 年底，公司流动资产 14.21 亿元，较年初增长 0.62%。截至 2017 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 43.43%）、应收账款（占比 27.23%）和存货（占比 22.92%）构成，如下图所示。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 153.14%。截至 2016 年底，公司货币资金 6.02 亿元，较年初增加 5.06 亿元，主要系公司完成 IPO，货币资金增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金 6.17 亿元，较年初增长 2.46%。公司货币资金主要由银行存款（占比 97.57%）构成，其中受限的货币资金为 0.14 亿元、占比 2.27%，为银行承兑保证金和银行借款保证金，受限规模小。

2015~2017 年，公司应收账款账面价值持续增长，年均复合增长 47.14%。截至 2017 年底，应收账款账面价值 3.87 亿元，较年初增长 79.61%，主要系业务量增长所致。截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 4.08 亿元，均为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例 5.26%，计提比例尚可。从账龄看，公司应收账款全部按账龄分析法计提

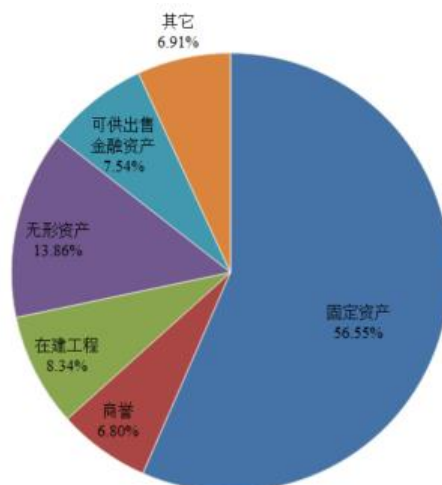
坏账准备，其中一年以内的占 99.75%、一年以上的占 0.25%，账龄较短。公司应收账款前五大客户账面余额合计为 1.97 亿元，占比 48.21%，计提坏账准备 0.10 亿元，集中度较高。

2015~2017 年，公司存货持续增长，年均复合增长 34.32%。截至 2017 年底，公司存货 3.26 亿元，较年初增长 45.02%，主要系业务扩大增加库存所致。公司存货主要由原材料（占比 36.90%）、在产品（占比 10.21%）、库存商品（占比 43.56%）、自制半成品（占比 8.97%）所构成。截至 2017 年底，公司计提存货跌价准备 39.62 万元，考虑到公司原材料价格上涨、产品销售良好，公司存货跌价损失风险较低。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 34.66%。截至 2017 年底，公司非流动资产 8.88 亿元，较年初增长 54.09%，主要系可供出售金融资产、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 7.54%）、固定资产（占比 56.55%）、在建工程（占比 8.34%）、无形资产（占比 13.86%）和商誉（占比 6.80%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 1,056.72%。截至 2017 年底，可供出售金融资产 0.67 亿元，较年初增长 0.59 亿元，主要系新增对北京春雨天下软件有限公司 0.59 亿元投资所致。

2015~2017 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 24.87%。截至 2017 年底，公司固定资产 5.02 亿元，较年初增长 8.77%，主要系新购设备投产所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 6.42 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 62.93%）、机器设备（占比 29.91%）所构成；累计计提折旧 1.40 亿元，固定资产成新率 78.19%，成新率尚可。

2015~2017 年，在建工程波动增长，年均复合增长 46.50%。截至 2016 年底，在建工程较年初下降 80.23%，主要系新建厂房完工转固定资产所致；截至 2017 年底，公司在建工程 0.74 亿元，较年初增加 0.67 亿元，主要系新建厂房所致。

2015~2017 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 27.52%；截至 2016 年底，公司无形资产 0.75 亿元，较年初下降 1.51%；截至 2017 年底，公司无形资产 1.23 亿元，较年初增长 65.10%，主要系购买土地使用权所致。截至 2017 年底，公司无形资产账面余额为 1.32 亿元，主要由土地

使用权（占比 96.97%）构成，累计计提摊销 0.09 亿元。

截至 2017 年底，公司商誉 0.60 亿元，全部为 2017 年新增，主要系收购 Matresses Dreams S.L. 所致。

截至 2017 年底，公司受限资产 0.93 亿元，其中 0.14 亿元货币资金，0.79 亿元的固定资产，占总资产比重为 4.03%，占比很低。

总体看，近年来，公司资产规模大幅增长，资产结构以流动资产为主，货币资金规模较大，流动性较好；公司受限资产比重小，整体资产质量较高。

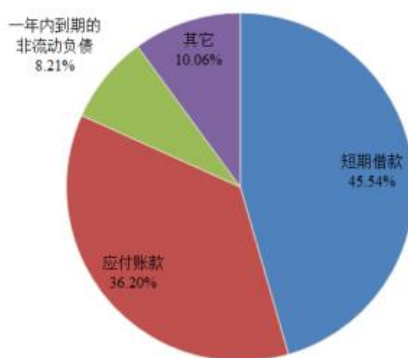
3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 48.89%。截至 2016 年底，公司负债 3.23 亿元，较年初下降 6.27%。截至 2017 年底，公司负债 7.64 亿元，较年初增长 136.52%，主要系流动负债增长所致，其中，流动负债占比 97.06%，非流动负债占比 2.94%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 65.11%。截至 2016 年底，公司流动负债 2.48 亿元，较年初下降 8.96%，主要系短期借款减少所致。截至 2017 年底，公司流动负债 7.41 亿元，较年初增长 199.44%，主要系短期借款和应付账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 45.54%）、应付账款（占比 36.20%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.21%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司短期借款波动上升，年均复合增长 108.54%。截至 2016 年底，公司短期借款 0.40 亿元，较年初下降 48.75%，主要系公司上市后偿还部分银行借款所致。截至 2017 年底，公司短期借款 3.38 亿元，较年初增加 2.98 亿元，主要系公司新增短期借款补充流动资金所致，均为信用借款。

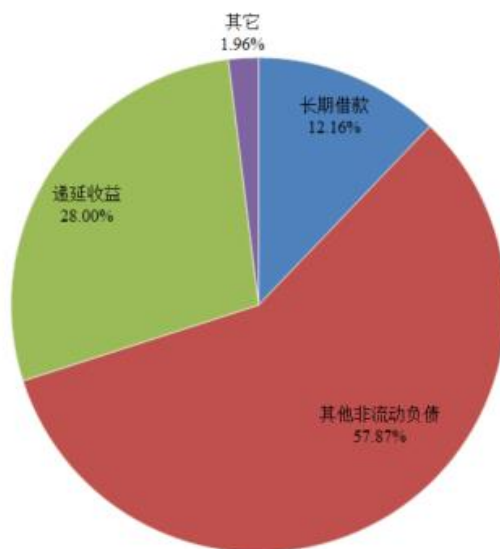
2015~2017 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 61.81%。截至 2017 年底，应付账款 2.68 亿元，较年初增长 91.37%，主要系随生产扩大，付款期内采购额增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.61 亿元，全部为 2017 年新增，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 44.40%。截至 2016 年底，公司非流动负债 0.75 亿元，较年初增长 3.79%；截至 2017 年底，公司非流动负债 0.22 亿元，较年初下降 70.21%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 12.16%）、递延收益（占比 28.00%）和其他非流动负债（占比 57.87%）所构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 77.73%。截至 2016 年底，长期借款 0.57 亿元，较年初增长 3.54%；截至 2017 年底，长期借款 273.08 万元，较年初下降 95.21%，主要系长期借款转入一年内到期的流动负债所致。

截至 2017 年底，公司递延收益 628.62 万元，较年初下降 5.17%，主要系部分递延收益转入营业外收入所致。

2015~2017 年，公司其他非流动负债波动下降，年均复合下降 14.01%；截至 2016 年底，公司其他非流动负债 0.12 亿元，较年初下降 33.18%，主要系 2015 年政府奖励公司上市资金 1,000 万元所致。截至 2017 年底，其他非流动负债 0.13 亿元，较年初增长 10.67%，主要系获得塞尔维亚项目奖励所致。

2015~2017 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 50.19%。截至 2016 年底，公司全部债务 1.23 亿元，较年初下降 33.58%，主要系公司完成 IPO 后偿还短期借款所致；截至 2017 年底，公司全部债务 4.17 亿元，较年初增长 239.64%，主要系增加短期借款补充流动资金所致。其中短期债务占比 99.35%，长期债务占比 0.65%，债务结构有待优化。债务指标方面，2015~2017 年，公司资产负债率波动下降，分别为 34.76%、16.24%和 33.08%；全部债务资本化比率波动下降，分别为 22.24%、6.87%和 21.27%；截至 2017 年底，公司长期债务资本化比率为 0.18%，较上年底下降 3.13 个百分点，公司整体债务负担较轻。

总体看，近年来，公司负债规模波动增加，以流动负债为主；公司债务规模较小，整体债务负担较轻，但债务结构有待优化。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 54.55%。截至 2016 年底，公司所有者权益 16.65 亿元，较年初增长 157.48%，主要系公司上市后股本和资本公积增加所致；截至 2017 年底，公司所有者权益 15.45 亿元，较年初下降 7.23%。公司归属于母公司所有者权益 15.31 亿元（占公司所有者权益 99.12%），其中股本占比 15.67%、资本公积占比 58.14%、盈余公积占比 5.45%、未分配利润占比 20.88%。公司所有者权益以股本与资本公积为主，权益稳定性尚可。

总体看，公司所有者权益波动增长，以股本与资本公积为主，权益稳定性较高。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入持续增长，分别为 13.77 亿元、17.23 亿元和 23.39 亿元，年均复合增长 30.32%。2017 年，公司营业收入较上年增长 35.74%，一方面系欧美市场的扩大，新产品的推出，外销收入扩大，另一方面系公司自主品牌销售增长所致；尽管营业收入有所增长，但受到化工原料价格大幅上涨以及汇兑损失增加，公司净利润有所下滑，2017 年净利润为 1.53 亿元，较上年下降 22.75%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用持续增长，分别为 2.71 亿元、3.32 亿元和 5.16 亿元，年均复合增长 38.02%；2017 年，公司期间费用较上年增长 55.30%，主要系管理费用和销售费用增长所致。管理费用方面，2015~2017 年，公司管理费用持续增长，分别为 1.25 亿元、1.47 亿元和 1.98 亿元，年均复合增长 25.97%；2017 年，管理费用较上年增长 34.84%，主要系研发投入和工资增长所致。销售费用方面，2015~2017 年，公司销售费用持续增长，分别为 1.57 亿元、1.93 亿元和 2.82 亿元，年均复合增长 34.14%；2017 年，公司销售费用较上年增长 46.31%，主要系运杂费增加、网络及门店的销售渠道费用增加以及广告宣传费用增加所致。财务费用方面，2015~2016 年，受汇率波动影响，公司财务费用分别为-0.11 亿元和-0.08 亿元；2017 年，受短期借款利息增加及汇兑损失增加，财务费用为 0.35 亿元。2015~2017 年，公司费用收入比波动上升，分别为 19.66%、19.27%和 22.05%，期间费用对利润侵蚀明显，公司费用控制能力一般。

从非经常性损益方面来看，2015~2017 年，公司资产减值损失持续增长，377.36 万元、437.70 万元和 929.42 万元，年均复合增长 56.94%，主要系应收账款规模逐年扩大，计提坏账损失准备增加所致；2017 年公司资产减值损失占营业利润比重为 5.05%，占比较小，对营业利润的影响较小。2015~2017 年，公允价值变动收益波动增长，分别为-369.54 万元、457.22 万元和 133.14 万元；2017 年公司公允价值变动收益占营业利润的比重为 0.72%，对营业利润的贡献较小。2015~2017 年，公司投资收益波动增加，分别为-84.45 万元、-834.95 万元和 583.93 万元，2016 年投资收益较上年减少 750.51 万元，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产所产生的损失所致，2017 年投资收益主要来自于银行理财的投资收益；2017 年投资收益占营业利润为 3.18%，对营业利润贡献较小。2015~2017 年，公司营业外收入波动下降，分别为 438.43 万元、1,570.96 万元和 104.65 万元，年均复合下降 51.14%。2017 年营业外收入较上年下降 93.34%，主要系会计政策变更所致。财政部于 2017 年度修订了《企业会计准则第 16 号——政府补助》，修订后的准则自 2017 年 6 月 12 日起施行，对于 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助，要求采用未来适用法处理，公司自修订后的准则施行后采用新的标准，并按要求调整了 2017 年 1 月 1 日至实行日新增的与日常活动相关的政府补助，由营业外收入调整至其他收益所致。营业外收入占利润总额的 0.57%，对利润总额的贡献很小。

从各项盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率持续下降，分别为 34.28%、32.85%和

28.95%，主要系成本上升所致。2015~2017 年，公司总资本收益率持续下降，分别为 23.57%、15.57% 和 8.81%；总资产报酬率持续下降，分别为 23.28%、16.42% 和 9.08%；净资产收益率持续下降，28.62%、17.18% 和 9.56%；2017 年，公司总资本报酬率、总资产报酬率和净资产收益率较上年分别下降 6.75 个百分点、7.33 个百分点和 7.62 个百分点，主要系成本上涨导致利润下降所致。

与同行业上市企业比较来看，公司主要盈利能力指标处于行业中上水平。

表 11 2017 年我国主要床垫生产企业盈利能力情况（单位：%）

证券简称	证券代码	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
盛诺集团	1418.HK	1.99	1.46	3.58
喜临门	603008.SH	12.88	4.35	8.13
梦百合	603313.SH	8.45	7.25	9.75

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，上表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定的差异。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，净利润受成本上升影响，有所波动，主营业务能力突出，非经常性损益对公司利润影响较小，公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，受营业收入持续增长的影响，公司经营活动现金流入逐年递增，分别 14.84 亿元、19.09 亿元和 24.70 亿元，年均复合增长 29.01%；公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成，近三年分别为 13.56 亿元、17.89 亿元和 22.85 亿元，年均复合增长 29.81%，占经营活动现金流入比重分别为 91.36%、93.72% 和 92.50%。经营活动现金流出方面，2015~2017 年，随着公司业务规模的不断扩大，公司经营活动现金流出逐年递增，分别为 13.17 亿元、17.59 亿元和 24.11 亿元，年均复合增长 35.31%。综上，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.67 亿元、1.50 亿元和 0.59 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 98.45%、103.81% 和 97.69%，收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，投资活动现金流入持续大幅增长，分别为 0.03 亿元、3.64 亿元和 6.81 亿元，年均复合增长 1,441.56%，主要系收回理财产品投资所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出波动增长，分别为 1.93 亿元、7.80 亿元和 7.13 亿元，年均复合增长 92.30%。2016 年公司投资活动现金流出规模较上年增长 304.40%，主要系 2016 年公司完成 IPO 后，使用闲置资金进行投资理财所致。综上情况，2015~2017 年，公司投资活动净现金流分别为 -1.90 亿元、-4.16 亿元和 -0.32 亿元，持续为净流出。

从筹资活动情况来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动增长，分别为 2.44 亿元、10.37 亿元和 5.73 亿元，年均复合增长 53.11%；2016 年筹资活动现金流入较上年增长 324.26%，主要系 2016 年公司完成 IPO 所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出持续增长，分别为 1.97 亿元、2.59 亿元和 5.80 亿元，年均复合增长 71.59%；2017 年，筹资活动现金流出较上年增长 123.80%，主要用于分配股利、利润或偿付利息支付的现金和偿还债务及支付利息。综上情况，2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.47 亿元、7.78 亿元和 -0.07 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况良好，基本可以满足其投资活动现金需求，外部筹资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.84 倍、5.70 倍和 1.92 倍，速动比率分别为 1.18 倍、4.80 倍和 1.48 倍，公司现金短期债务比分别为 0.74 倍、9.16 倍和 1.49 倍，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 2.28 亿元、2.80 亿元和 2.44 亿元，年均复合增长 3.35%；2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 75.16%）和折旧（占比 17.40%）所构成，以利润总额为主。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 1.23 倍、2.27 倍和 0.58 倍，处于较高水平。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 46.18 倍、52.42 倍和 20.57 倍，EBITDA 对利息的保障能力很强。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年 12 月底，公司共获得国内主要商业银行总授信额度 2.80 亿元，已使用额度 2.03 亿元，未使用授信额度 0.77 亿元，公司间接融资渠道有待拓展；公司为国内上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年 3 月底，公司不存在对外担保事项。

截至 2018 年 3 月底，公司及其合并范围内子公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10320682000158309），截至 2018 年 4 月 8 日，公司已结清和未结清中无关注类或不良/违约类贷款信息，过往履约情况良好。

总体看，公司资产规模逐年增长，货币资金规模较大，资产流动性较好；由于 2016 年完成 IPO，债务负担较轻，整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年底，公司全部债务总额为 4.17 亿元，公司本次拟申请发行可转换公司债券额度为 5.10 亿元，相对于目前的债务规模，本次可转换公司债券发行额对于公司整体债务水平影响较大，公司债务负担将明显加重。

以 2017 年底相关财务数据为基础，本次 5.10 亿元可转换公司债发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 24.92%、37.51%和 45.19%，分别较发行前上升 24.74 个百分点、16.24 个百分点和 16.83 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。鉴于本次可转债存在到期转股的可能，预计转股后各项指标可能低于上述水平。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 2017 年的 EBITDA 为 2.44 亿元，为本次可转债发行额度（5.10 亿元）0.48 倍，EBITDA 对本次可转换公司债的覆盖程度较高。公司 2017 年经营活动产生的现金流入为 24.70 亿元，为本次可转债发行额度（5.10 亿元）4.84 倍，公司经营活动现金流对本次债券覆盖程度高。

从本次债券的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含），或本次发行的可转换公司债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价

格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券), 有利于促进债券持有人转股。公司还制定了回售条款(如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司), 上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后, 考虑到未来转股因素, 预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能, 同时, 公司的募投项目未来发展前景较好, 达产后有望提升公司的盈利能力, 综合来看, 公司偿债能力将进一步增强。

综合以上分析, 考虑到公司作为国内最大的记忆绵家居制品研发、生产、销售企业之一, 在 2016 年完成 IPO 后, 资产及经营规模迅速扩大; 公司货币资金规模较大, 资产流动性较好; 全部债务规模较小以及本次可转换公司债券条款设置等因素, 联合评级认为, 公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

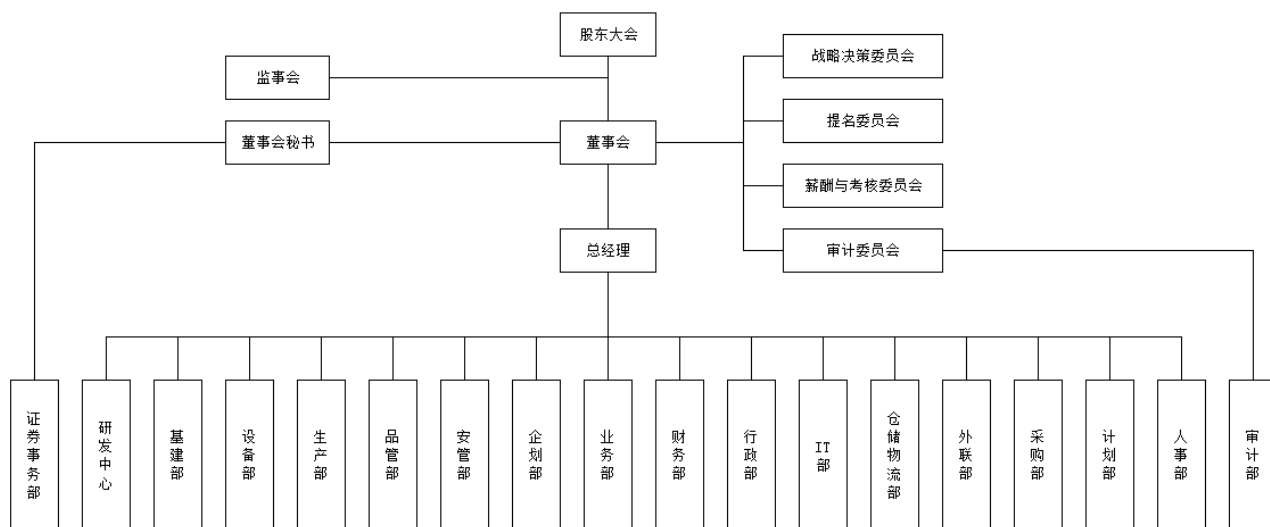
公司作为国内大型记忆绵家居制品生产及出口企业之一, 在客户质量、研发设计、生产规模等方面所具有的竞争优势; 近年来, 随着国内外市场需求的快速增长, 公司经营规模和营业收入迅速增长, 盈利能力较强; 2016 年公司成功完成 IPO, 资本实力和整体抗风险能力得到大幅提升。同时, 联合评级也关注到, 记忆绵行业上游化工原材料价格波动较大, 公司产品以境外销售为主受汇率风险影响较大, 品牌影响力一般等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来, 随着我国人均收入水平的提升和居民消费观念的改变, 记忆绵家居行业将有较大的发展空间。公司完成 IPO 后, 不断扩大产能, 并且开始进行自有品牌“梦百合”的推广, 业务规模不断扩大, 公司经营状况有望保持良好, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次可转换公司债券募投项目前景较好; 从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款来看, 本次可转换债券转股的可能性较大; 考虑到未来转股因素, 预计公司的资本结构有进一步优化的可能, 偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 梦百合家居科技股份有限公司组织结构图



附件 2 梦百合家居科技股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	9.91	19.88	23.09
所有者权益（亿元）	6.47	16.65	15.45
短期债务（亿元）	1.30	0.66	4.15
长期债务（亿元）	0.55	0.57	0.03
全部债务（亿元）	1.85	1.23	4.17
营业收入（亿元）	13.77	17.23	23.39
净利润（亿元）	1.65	1.99	1.53
EBITDA（亿元）	2.28	2.80	2.44
经营性净现金流（亿元）	1.67	1.50	0.59
应收账款周转次数（次）	8.58	8.26	7.35
存货周转次数（次）	5.11	5.65	5.99
总资产周转次数（次）	1.59	1.16	1.09
现金收入比率（%）	98.45	103.81	97.69
总资本收益率（%）	23.57	15.57	8.81
总资产报酬率（%）	23.28	16.42	9.08
净资产收益率（%）	28.62	17.18	9.56
营业利润率（%）	34.28	32.85	28.95
费用收入比（%）	19.66	19.27	22.05
资产负债率（%）	34.76	16.24	33.08
全部债务资本化比率（%）	22.24	6.87	21.27
长期债务资本化比率（%）	7.84	3.31	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	46.18	52.42	20.57
EBITDA 全部债务比（倍）	1.23	2.27	0.58
流动比率（倍）	1.84	5.70	1.92
速动比率（倍）	1.18	4.80	1.48
现金短期债务比（倍）	0.74	9.16	1.49
经营现金流动负债比率（%）	61.48	60.46	7.93
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.38	0.47	0.48

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 梦百合家居科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年梦百合家居科技股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

梦百合家居科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。梦百合家居科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注梦百合家居科技股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现梦百合家居科技股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如梦百合家居科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至梦百合家居科技股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送梦百合家居科技股份有限公司、监管部门等。

