

买入（首次）

健康睡眠行业领先者，产品品牌渠道稳扩张

慕思股份（001323）深度报告

2023年1月31日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：谭欣欣

SAC 执业证书编号：

S0340121030039

电话：0769-22119462

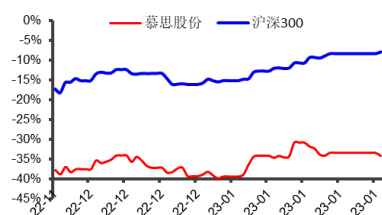
邮箱：

tanxinxin@dgzq.com.cn

主要数据 2023年1月30日

收盘价(元)	35.98
总市值(亿元)	143.92
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.40
ROE(TTM)	17.13%
12月最高价(元)	56.06
12月最低价(元)	30.37

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **国内软体家具生产规模呈增长趋势。**CSIL数据显示，2010-2021年，我国软体家具市场产值规模从189亿美元增长至360亿美元，期间CAGR为6.03%。其中床垫占比较高，2020年在国内软体家具中的占比为45.43%。随着我国社会经济发展，国民对生活品质的要求提升，消费习惯和消费需求改变，床垫行业的新增需求和更新需求空间广；另一方面，国内疫情防控持续优化，扩内需政策加码，地产预期回暖，居民消费信心有望逐步恢复，带动床垫行业消费复苏。我们认为，多因素驱动下，未来我国床垫渗透率将进一步提升，软体家具消费市场有望进一步扩容。
- **慕思在国内床垫市场占比居首位。**2019年，慕思在中国床垫市场的份额遥遥领先，占比约8.00%。从行业集中度来看，2019年中国床垫行业CR5仅15.99%，远低于美国。我们认为，随着国内头部床垫企业的技术、资金、品牌、渠道等方面持续发展，头部企业市场份额将进一步提升，预计市场格局在行业洗牌后将逐渐趋于稳定。
- **慕思的营收和归母净利润在近年实现双增，2022年业绩短期承压。**2018-2021年，公司营业总收入从31.88亿元增长至64.81亿元，期间CAGR为26.68%；公司归母净利润从2.16亿元增加至6.86亿元，期间CAGR高达46.94%。2022年前三季度，受制于新冠疫情反复的冲击以及国内外宏观环境压力，公司门店经营和物流运输受阻；当期实现营收41.53亿元，同比微降，实现归母净利润4.25亿元，同比微增。我们认为，随着疫情影响淡化，经济复苏，消费需求回暖，公司未来将扭转当前经营弱势。
- **慕思产品矩阵扩张，品牌红利释放。**经历十余年储备发展，公司产品从床垫发展至综合健康睡眠产品，覆盖床垫、床架、床品和沙发等，在扩张品类的同时持续丰富产品系列，满足消费者多元化定制需求，建立产品独特的差异化优势，增强客户粘性。慕思公司目前已形成7大主力品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵。在多元化渠道网络下，公司通过多样化营销策略，品牌形象深入人心，推动公司业绩增长。
- **投资建议：**预计公司2022-2023年每股收益分别为1.83元和2.18元，对应估值分别为20倍和16倍。公司是国内健康睡眠行业领军企业，覆盖床垫、床、床品、沙发等产品。随着软体家具行业发展，公司不断研发创新，产品矩阵持续扩张，品牌红利逐步释放，渠道网络多元化，叠加产能瓶颈缓解，公司未来发展可期。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济因素波动导致市场需求变动风险；房地产市场调控抑制市场需求风险；市场竞争加剧风险；电商新零售模式经济冲击风险；欧派家居业务规模和占比持续提高的风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司是健康睡眠行业领军者	4
1.1 主营软体家具，床垫行业地位领先	4
1.2 受疫情影响，业绩短期承压	6
1.3 引入职业经理人，助力公司扩张	8
2. 多因素驱动软体家具行业发展与优化	9
2.1 软体家具市场规模整体呈增长趋势	9
2.2 多因素驱动，软体家具消费有望复苏	11
2.3 床垫渗透率进一步提升，助力软体家具市场扩容	14
2.4 床垫行业集中度提升空间大，马太效应可期	16
3. 品牌与渠道共振，研发与生产并行	16
3.1 产业链地位强势，盈利能力高于同行	16
3.2 产品矩阵扩张，品牌红利释放	18
3.3 渠道网络多元化，与强者共谋发展	19
3.4 创新研发提升高度，产能扩张突破瓶颈	21
4. 投资策略	23
5. 风险提示	24

插图目录

图 1：慕思专卖店遍布全球	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：公司产品矩阵丰富	5
图 4：公司营业总收入及变化情况	6
图 5：公司归母净利润及变化情况	6
图 6：公司业务收入分布（分地区）	7
图 7：公司国内业务收入分布	7
图 8：公司各业务情况（分产品，亿元）	7
图 9：床垫是公司核心产品	7
图 10：公司销售毛利率和销售净利率	8
图 11：公司期间费用率情况	8
图 12：公司各业务毛利率情况	8
图 13：慕思发行前股权结构	9
图 14：2021 年全球软体家具产值占比	10
图 15：中国软体家具市场产值规模波动增长	10
图 16：中国软体家具产量整体保持增势	10
图 17：全球软体家具消费规模	10
图 18：中国软体家具消费规模	10
图 19：我国社会消费品零售总额（亿元）	12
图 20：我国家具类零售总额（亿元）	12
图 21：我国商品房销售面积（万平方米）	12
图 22：我国房屋竣工面积（万平方米）	12
图 23：2020 年全球床垫市场消费占比	14

图 24：2020 年我国床垫市场消费占比	14
图 25：全球主要国家床垫市场消费规模	14
图 26：中国床垫市场消费规模持续增长	15
图 27：中国床垫消费在全球床垫消费市场占比波动上升	15
图 28：中国床垫渗透率与发达国家相比有一定差距	15
图 29：2020 年美国床垫制造商出货量市场份额	16
图 30：2019 年中国床垫市场格局	16
图 31：同行业公司应收账款周转率对比（次/年）	17
图 32：同行业公司存货周转率对比（次/年）	17
图 33：同行业公司毛利率对比	17
图 34：慕思品牌矩阵	18
图 35：同行业公司广告费用率对比	19
图 36：同行业公司销售费用率对比	19
图 37：公司渠道收入分布（亿元）	20
图 38：公司以经销模式为主	20
图 39：公司电商收入快速增长（亿元）	20
图 40：公司电商业务收入分布情况	20
图 41：公司直供销售规模高增（亿元）	20
图 42：欧派家居为公司直供大客户	20
图 43：公司研发支出增长较快	21

表格目录

表 1：近日疫情防控优化政策梳理	11
表 2：近日房地产政策梳理	13
表 3：公司主营产品产销情况	22
表 4：公司盈利预测简表（2023/1/30）	23

1. 公司是健康睡眠行业领军者

1.1 主营软体家具，床垫行业地位领先

慕思定位中高端全球健康睡眠品牌，产品销往全球。慕思健康睡眠股份有限公司（简称“慕思”），致力于为客户提供中高端健康睡眠产品及服务，是一家集研发、设计、生产、销售、服务于一体的健康睡眠系统整体解决方案服务商。目前，公司拥有华南、华东两大数字化智能制造基地，已建成以“经销为主，电商、直供、直营等多种渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系。同时，公司国际化进程持续深化，在亚洲、美洲、欧洲、澳洲等地区开设旗舰店，目前慕思的线下睡眠体验馆已覆盖全球超过 20 个国家和地区。

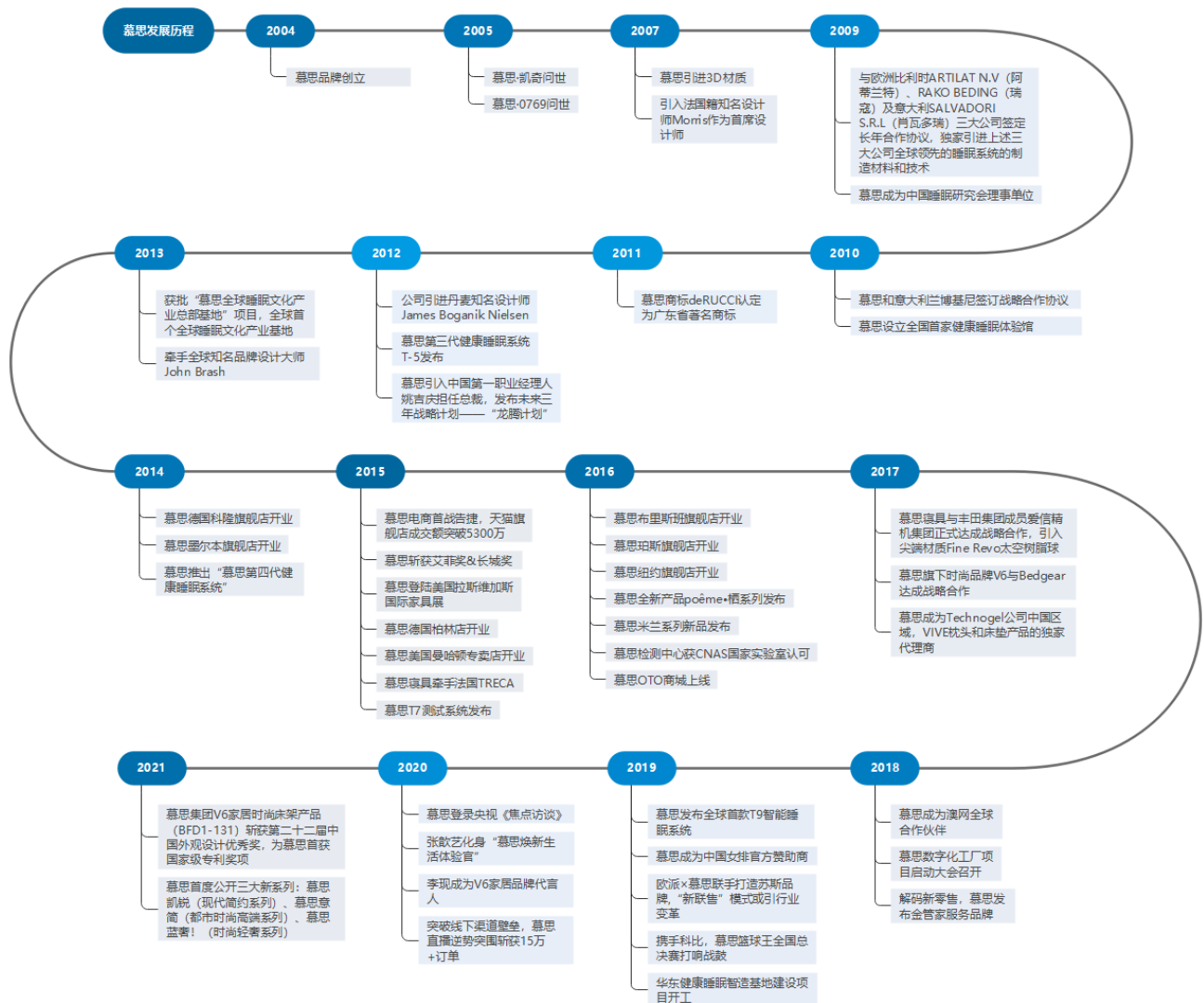
图 1：慕思专卖店遍布全球



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

慕思持续发展壮大，成为国内健康睡眠行业领先者。慕思品牌成立于 2004 年，公司引进欧洲的睡眠理念和寝具设计理念，在全球首创健康睡眠系统。公司致力于为消费者量身定制健康睡眠系统，经历近 20 年发展，慕思床垫在国内床垫消费市场的销额市占率位居行业之首。公司重视健康睡眠理念的推广，通过辨识度清晰的“老人形象”加持，慕思品牌深入人心。慕思在全球多地开设旗舰店，牵手多个国际知名设计师和流量明星，与海内外的睡眠产业领先公司形成战略合作，品牌矩阵持续完善，规模持续壮大，品牌影响力不断提升。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

慕思主营软体家具，产品矩阵丰富。公司产品包括床垫、床架、床品、沙发、按摩椅、智能椅、按摩器、柜类等，其中床垫和床架的占比较高，床垫为核心产品。从风格来看，公司产品风格多样，包括经典、智能科技、简美、简约、现代、法式、意式、北欧、地中海等；从材质来看，公司核心产品床垫的材料可选择性强，包括有 3D 棉、记忆棉、凝胶、太空树脂球、乳胶、椰棕、海绵等。公司应用多种新材料、新技术，持续丰富不同产品系列，可满足各类消费人群的需求，形成了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵。根据公司官网当前数据，公司床垫产品约 200 款，床架产品 180 余款，沙发产品超过 70 款，床品类产品近 60 款。

图 3：公司产品矩阵丰富

按品类	全部	床垫	床架	进口床垫	皮床
	枕头	床品	电动床	柜类	排骨架
	桌椅	沙发	被芯	套件	床尾凳
	按摩椅	高端功能枕头	按摩器	凝胶生活	香氛精油
	智能椅				
按品牌	全部	慕思国际	慕思沙发	慕思	慕思美居
	V6家居	思丽德赛			
按产品系列	全部	慕思通配	慕思-新渠道	V6子品牌	慕思美居1
	慕思-3D	慕思 CALIASOFART	慕思蓝奢	慕思沙发-皮艺系列	慕思-助眠
	慕思沙发-布艺系列	慕思-0769	慕思沙发-现代系列	慕思凯锐	慕思沙发-功能系列
	慕思-家纺	SleepDesigns	慕思-歌蒂娅	慕思意简	慕思HOME
	慕思-凯奇	慕思-PAULY	慕思新北欧	慕思-苏斯	慕思凯锐
	慕思-儿童	慕思智慧睡眠	慕思-今晚	slumberzone	

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.2 受疫情影响，业绩短期承压

慕思的营收和归母净利润在近年实现双增，2022 年业绩短期承压。2018-2021 年，公司营业总收入从 31.88 亿元增长至 64.81 亿元，期间 CAGR 为 26.68%；公司归母净利润从 2.16 亿元增加至 6.86 亿元，期间 CAGR 高达 46.94%。近年来，公司规模逐年壮大，主要得益于公司的产品种类和技术优势、品牌效应、营销策略和渠道网络，公司产品销售规模持续提升。2022 年前三季度，受制于新冠疫情反复的冲击以及国内外宏观环境压力，公司门店经营和物流运输受阻；当期实现营收 41.53 亿元，同比微降，实现归母净利润 4.25 亿元，同比微增。我们认为，随着疫情影响淡化，经济复苏，消费需求回暖，公司未来将扭转当前经营弱势。

图 4：公司营业总收入及变化情况

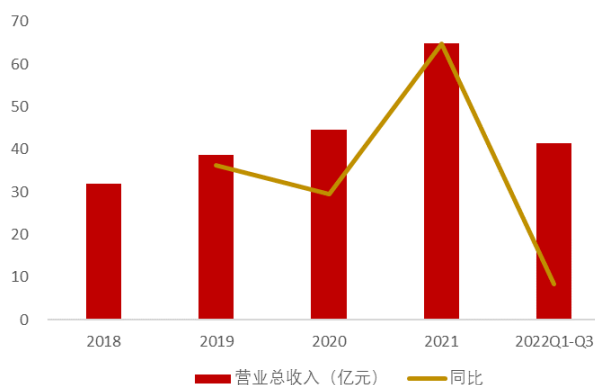
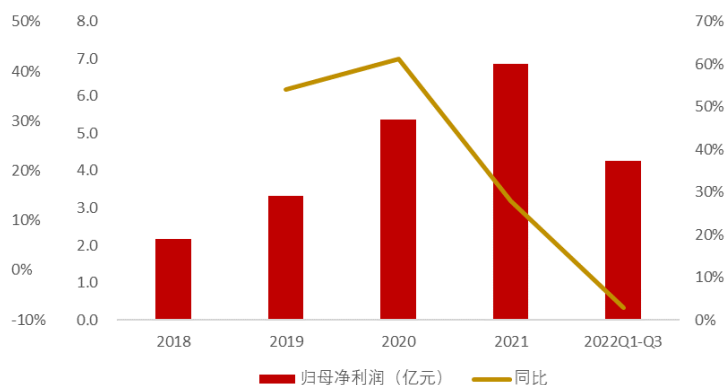


图 5：公司归母净利润及变化情况



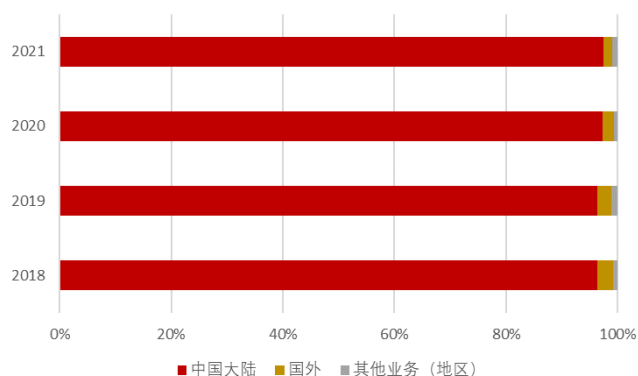
资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

分地区来看，中国大陆是目前主要销售贡献地区。近年来，公司业务收入有九成以上来源于中国大陆，2021 年该比重达到 97.42%。国内市场上，华东和华南为慕思的重点销售区域，2021 年的合计收入在中国大陆收入中占比高达 62.11%。其中，华南地区增速亮眼，2018-2021 年收入年均复合增速达到 44.00%，远超国内其他地区。国外方面，目前收入占比较小，未来随着慕思品牌国际化进程加深，海外专卖店逐渐成熟，公司海外

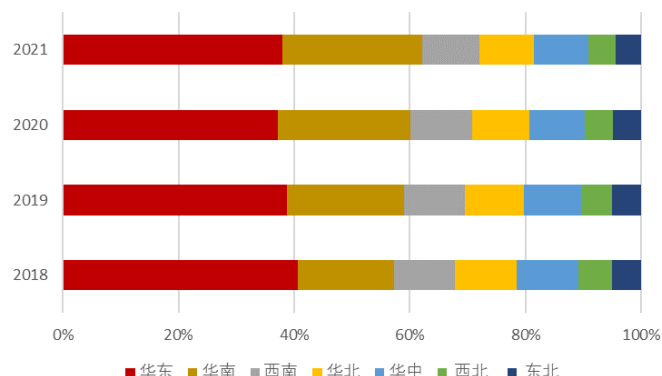
业务规模有望加速扩张。

图 6：公司业务收入分布（分地区）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

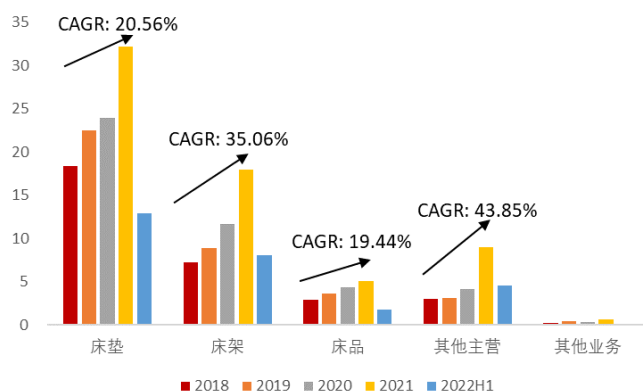
图 7：公司国内业务收入分布



资料来源：Wind，东莞证券研究所

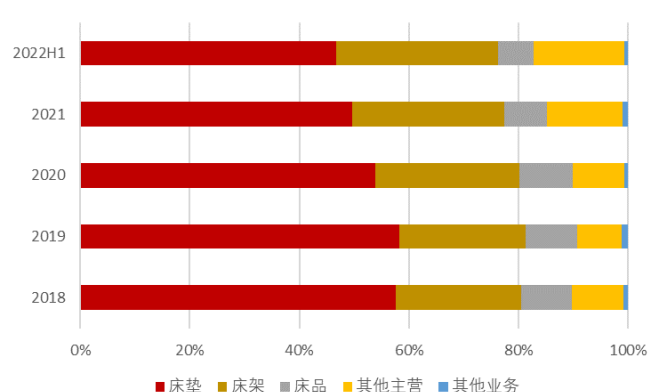
分产品来看，床垫收入占比近半，床架和其他主营增速亮眼。床垫是公司主推的核心产品，虽然近年来由于产品种类丰富使得比重有所下滑，但 2021 年床垫收入占营收比重仍高达 46.76%。床架是公司第二大产品，2021 年产品规模接近 18 亿元，营收占比为 27.67%。从增速来看，2018-2021 年，床垫、床架、床品、其他主营业务的收入年复合增速分别为 20.56%、35.06%、19.44% 和 43.85%，各业务增速均保持较快增长。其中，床架收入增速表现突出，主得益于公司床垫产品的销售增长带动作用，同时床架销售增长也会反向促进床垫销售增长。2021 年公司其他主营业务翻倍增长，主要系沙发和门店装饰材料收入增加较多所致。

图 8：公司各业务情况（分产品，亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 9：床垫是公司核心产品

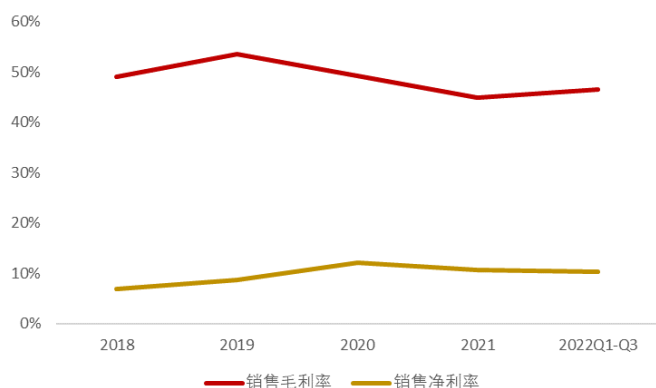


资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司盈利能力整体呈上升趋势。公司销售毛利率保持较高水平，近年来基本维持在 45% 以上。2020-2021 年公司的综合毛利率下滑，主要系营收结构变化所致，毛利率较低的床架业务和其他主营业务收入占比提升较快，一定程度上拉低了公司整体毛利率水平。2021 年，公司销售净利率为 10.59%，较 2018 年提升 3.82 个百分点，整体呈上升趋势。在毛利率下降的年份，公司销售净利率波动相对较小，这主要得益于公司的期间费用率

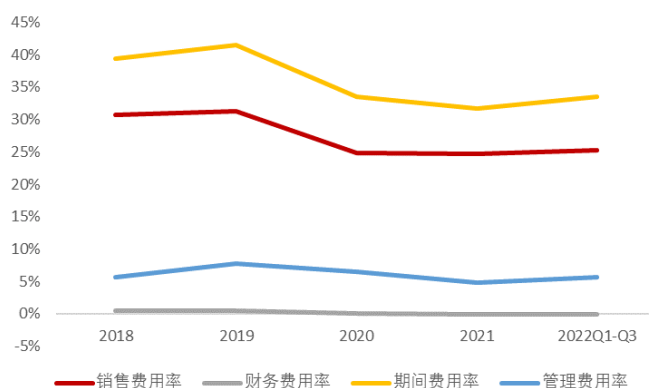
优化。公司在保持较高的广告费投入进行品牌推广和营销的同时，销售规模快速增长，规模效应下，公司期间费用率从 2018 年的 39.32% 下降至 2021 年的 31.73%。

图 10：公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：iFind，东莞证券研究所

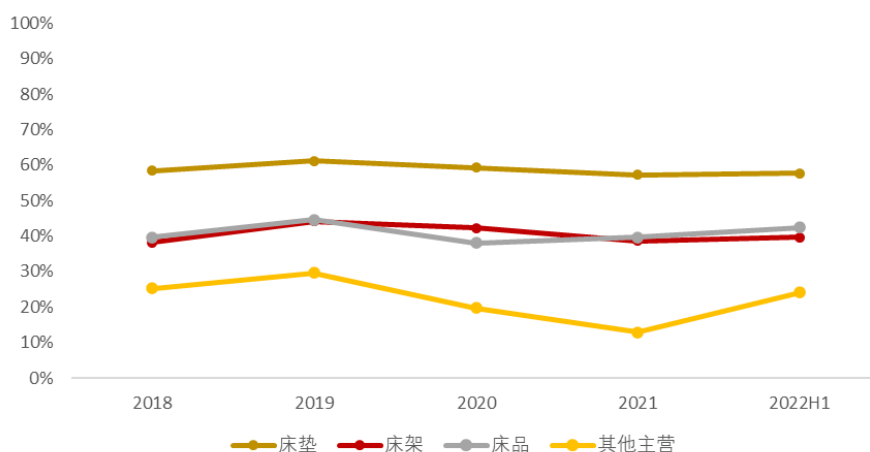
图 11：公司期间费用率情况



资料来源：iFind，东莞证券研究所

公司主要产品的毛利率较为稳定，床垫毛利率处于较高水平。2018-2021 年，公司床垫毛利率在 57%-61% 之间波动，远高于其他产品的盈利水平。床品和床架的毛利率水平较为相近，在 38%-45% 区间内波动。其他主营业务涵盖产品较多，沙发、按摩椅、柜类、桌椅等产品的毛利率水平各不相同，因此其他主营业务毛利率的波动范围相对较大。

图 12：公司各业务毛利率情况



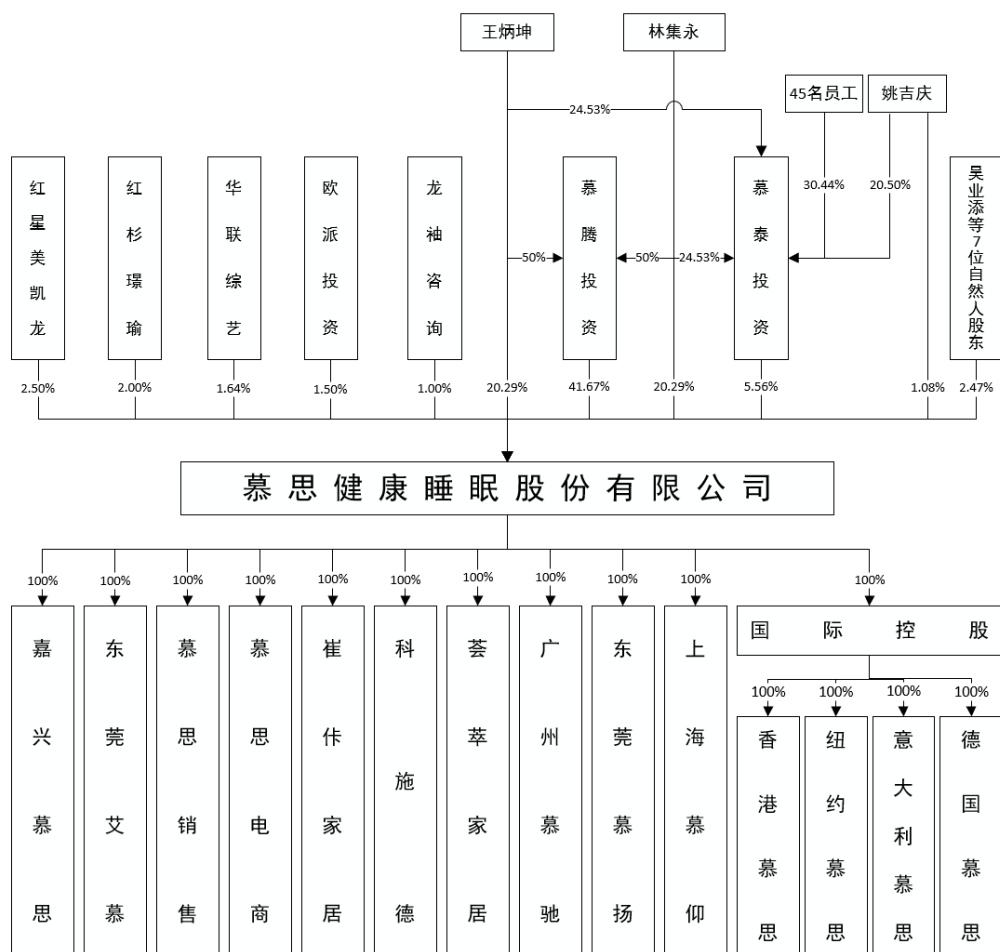
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.3 引入职业经理人，助力公司扩张

公司股权集中度较高，引入职业经理人助力发展。截至发行前，公司实际控制人为王炳坤和林集勇，分别直接持有公司 20.29% 和 20.29% 的股份，且共同通过慕腾投资和慕泰投资间接持有公司股份，发行前合计持有公司 87.81% 的股份。姚吉庆为国内著名职业经理人，于 2012 年加入慕思，带领公司实施腾龙计划、筑梦全球计划等，助力公司业务发展，后于 2019 年通过股权转让方式获得公司股份。慕泰投资为公司员工持股平台，

激励对象包括董事长在内的 48 名公司核心人员，通过良好的激励机制以激发员工积极性和创造性，促进员工和公司共同发展。

图 13：慕思发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

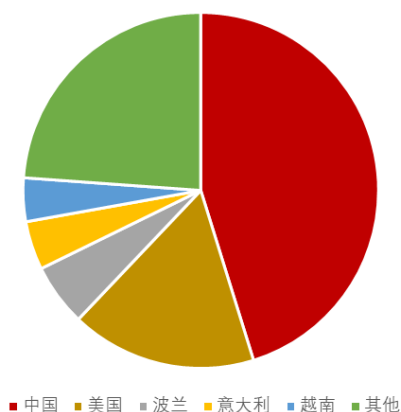
2. 多因素驱动软体家具行业发展与优化

2.1 软体家具市场规模整体呈增长趋势

软体家具是家具行业的重要分支。软体家具主要指由木材或者金属材料做框架，用弹簧、蛇簧、拉簧、松紧带等弹性材料做承托，用乳胶海绵、棕丝棉花等软质材料做填充，用装饰面料及饰物做包覆制成的各类家具。与传统木质家具不同，软体家具在舒适度、体验感、个性化、视觉冲击等方面更胜一筹。

中国是全球最大的软体家具生产国。我国现代软体家具产业在 20 世纪 80 年代正式起步，陆续引进先进的进口设备和制造技术，产业链配置逐渐完善，在劳动力成本优势加持下，中国逐渐承接了欧美等发达国家和地区转移出来的软体家具产能。据北京研精毕智信息咨询有限公司，2021 年，我国在全球软体家具市场中的产值占比高达 45.2%。

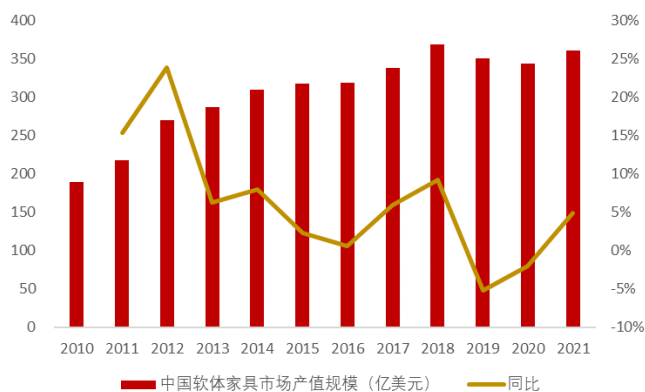
图 14：2021 年全球软体家具产值占比



资料来源：北京研精毕智信息咨询有限公司，东莞证券研究所

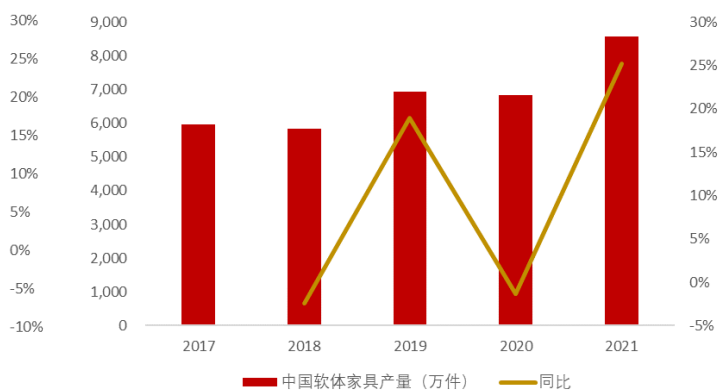
国内软体家具生产规模呈增长趋势。意大利米兰轻工业信息中心（CSIL）数据显示，2010-2021 年，我国软体家具市场产值规模从 189 亿美元增长至 360 亿美元，期间 CAGR 为 6.03%。从产量来看，近年来中国软体家具产量波动增长。根据中国家具业协会，2021 年新冠疫情防控逐渐常态化，国内软体家具产量有所复苏，当年产量 8,566.4 万件，同比增长超 25%。

图 15：中国软体家具市场产值规模波动增长



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

图 16：中国软体家具产量整体保持增势

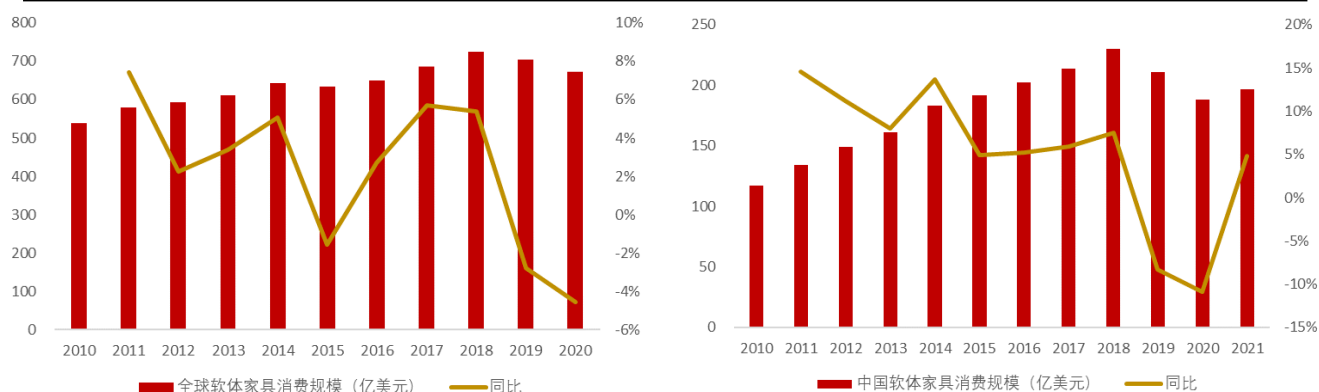


资料来源：中国家具业协会、智研咨询，东莞证券研究所

国内软体家具消费增速高于全球水平。随着软体家具行业发展，产品技术和质量不断优化，经济发展带来的社会消费需求变化，软体家具需求持续扩大。根据 CSIL，2010-2021 年，全球软体家具消费规模稳步扩张，从 539 亿美元上升至 690 亿美元，期间 CAGR 为 2.27%。同期，我国软体家具消费规模从 117 亿美元增长至 197 亿美元，期间 CAGR 为 4.85%，已成为全球最大的软体家具消费国。国内软体家具消费增速优于全球，主要得益于我国经济的持续与快速增长、居民生活水平提升，以及年轻消费群体的崛起。

图 17：全球软体家具消费规模

图 18：中国软体家具消费规模



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

资料来源：CSIL，东莞证券研究所

2.2 多因素驱动，软体家具消费有望复苏

防疫政策优化助力软体家具行业复苏。国家防疫政策逐步放开，从进一步优化新冠肺炎疫情防控工作二十条措施，到疫情防控新十条，再到《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》。目前，国内对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。同时，国内第一波疫情感染高峰已过，出入境逐步复常，推动国内经济复苏，消费信心将有所恢复，软体家具市场景气度有望回升。

表 1：近期疫情防控优化政策梳理

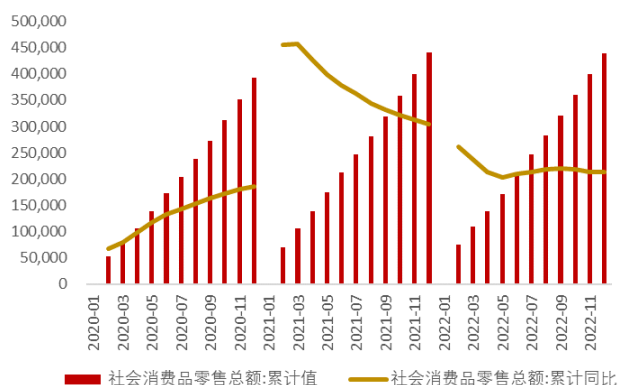
时间	政策	详情
2023. 01. 07	《新型冠状病毒感染防控方案（第十版）》	新版防控方案倡导疫苗接种和个人防护，调整了传染源管理方式和检测策略，优化了重点环节防控，并明确在疫情流行期间采取紧急防控措施。方案要求，要坚持常态化防控和疫情流行期间应急处置相结合，压实“四方责任”，提高监测预警灵敏性，强化重点人群保护，实现“保健康、防重症”的工作目标，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。
2022. 12. 26	《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》	方案明确，2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。依据传染病防治法，对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；不再划定高低风险区；对新冠病毒感染者实施分级分类收治并适时调整医疗保障政策；检测策略调整为“愿检尽检”；调整疫情信息发布频次和内容。依据国境卫生检疫法，不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。
2022. 12. 07	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	一是科学精准划分风险区域。二是进一步优化核酸检测。三是优化调整隔离方式。四是落实高风险区“快封快解”。五是保障群众基本购药需求。六是加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。七是加强重点人群健康情况摸底及分类管理。八是保障社会正常运转和基本医疗服务。九是强化涉疫安全保障。十是进一步优化学校疫情防控工作。
2022. 11. 15	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》	国务院联防联控机制综合组发布了进一步优化新冠肺炎疫情防控工作的二十条措施，不仅对此前疫情防控政策进行了优化调整，同时对加强医疗卫生服务能力建设做出重要部署，提出“加强医疗资源建设”“有序推进新冠病毒疫苗接种”“加快新冠肺炎治疗相关药物储备”“强化重点机构、重点人群保护”等诸多举措。

资料来源：国务院联防联控机制、公开资料整理，东莞证券研究所

近月，家具零售当月值同比降幅逐渐收窄。2022 年，国家多次提及“扩内需”、“促消费”，在疫情反复扰动的背景下，国内经济恢复基础尚不牢固，2022 年消费复苏力度差强人意。国家统计局最新数据显示，2022 年，我国社会消费品零售总额累计值 439,733 亿元，同比微降 0.20%。就家具类产品来看，根据国家统计局，2022 年我国家具类零售额累计值 1,635 亿元，同比下滑 7.50%，其中当年 9-11 月的当月值同比呈现降幅收窄趋势，12 月同比降幅有所扩大预计系受国内防疫政策松动后第一波疫情高峰影响。

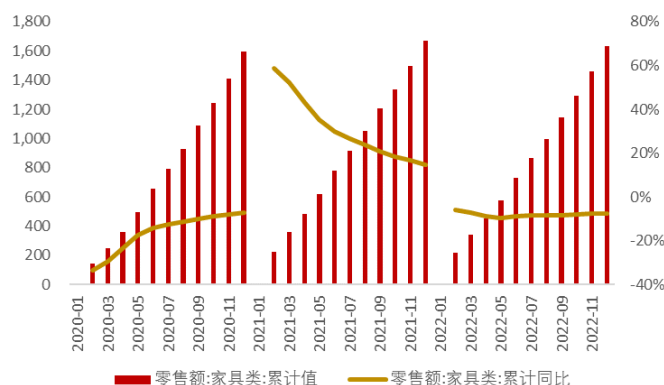
恢复和扩大消费在 2023 年将被摆在优先位置，有望带动软体家具消费复苏。2022 年 12 月，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，明确要全面促进消费，加快消费提质升级，并提及要推动农村居民汽车、家电、家具、家装消费升级，释放内需潜能。同月，中央经济工作会议召开，强调要着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。我们认为，随着国内扩内需政策和促消费措施的效果逐步显现，内需潜能将被逐渐释放，软体家具作为家具行业中的重要品类，行业销售有望逐步回暖。

图 19：我国社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 20：我国家具类零售总额（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

2022 年，我国房地产销售平淡。根据国家统计局最新数据，2022 年，我国商品房销售面积累计值 135,837 万平方米，同比下降 24.3%，其中住宅销售面积同比下降 26.8%，我国房屋竣工面积 86,222 万平方米，同比下降 15.0%。我国商品房销售面积同比下滑，主要是受到国内疫情反复的冲击，同时购房限制、房企开发和融资受限也有一定影响。

图 21：我国商品房销售面积（万平方米）

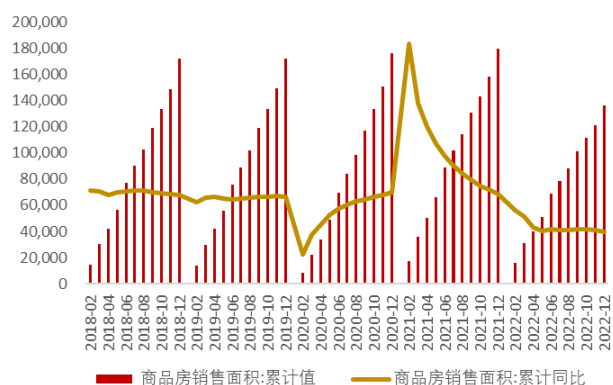
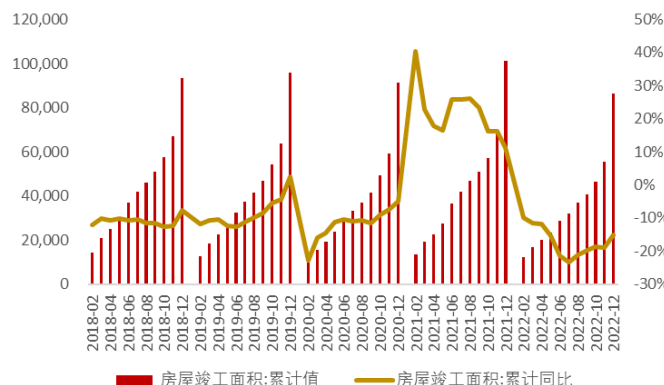


图 22：我国房屋竣工面积（万平方米）



地产利好政策持续加码，回暖预期增强，有望拉动软体家具新增需求。需求端：2022年至今，全国多地纷纷出台降低首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款限额、放松限售限购、购房补贴等措施。地产政策松绑，有望促进刚需性住房需求加速释放，加快促进我国地产市场回暖。供给端：近期房企融资利好政策陆续颁布，银行信贷、债券融资、股权融资三支箭发出，推动房地产行业融资平稳有序，房企资金压力得到缓解。我们认为，房地产政策在供给端和需求端持续加码，国内逐步放开后疫情影响将逐渐减小，国内经济逐步复苏，地产销售有望回暖，将拉动软体家具行业新增需求。

表 2：近日房地产政策梳理

时间	主体	相关政策
2023 年 1 月	央行、银保监会	央行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，会议明确，推动房地产业向新发展模式平稳过渡，改善优质房企资产负债表；保持对实体经济的信贷支持力度，推动经济运行整体好转；各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力。
2023 年 1 月	央行、银保监会	人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2023 年 1 月	央行	1 月 4 日，2023 年中国人民银行工作会议以视频形式召开，会议部署了 2023 年人民银行的重点工作，其中指出，要落实金融 16 条措施，支持房地产市场平稳健康发展。
2022 年 11 月	证监会	11 月 28 日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问称，房地产市场平稳健康发展事关金融市场稳定和经济社会发展全局。证监会坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，并自即日起施行。
2022 年 11 月	央行、银保监会	11 月 23 日，中国人民银行在官网公布了人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。当日，中国银行、农业银行、交通银行与多家房企签署战略合作协议，深化全方位业务合作，助力房地产市场平稳发展。
2022 年 11 月	央行、银保监会	11 月 21 日，人民银行、银保监会联合召开的全国性商业银行信贷工作座谈会，会议强调，要全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。
2022 年 9 月	央行、银保监会	9 月 29 日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。
2022 年 8 月	中债增	监管部门指示，中债增对房企发行的中期票据开展“全额无条件不可撤销连带责任担保”，涉及龙湖集团、碧桂园、旭辉、远洋集团、新城控股和金地集团六家示范性民企。
2022 年 5 月	中债增	碧桂园、龙湖、美的置业、旭辉、新城控股 5 家优质民营房企被纳入“示范房企”名单，并由中债增及金融机构为房企发债提供信用风险缓释工具。
2022 年 5 月	央行	5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布：1 年期 LPR 为 3.7%，与此前持平；5 年期以上 LPR 为 4.45%，较前月下调 15 个基点。
2022 年 5 月	央行、银保监会	人民银行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》。提出，对于贷款购买普通自住住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。

2022 年 3 月	国务院	国务院金融委专题会议指出，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。
2022 年 3 月	两会	坚持房住不炒，持续稳地价、稳房价、稳预期，构建房地产发展的长效机制，加快推进房地产发展“租购并举”，进一步满足商品房市场正常需求

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

2.3 床垫渗透率进一步提升，助力软体家具市场扩容

软体家具中，床垫的市场份额较高，占比超四成。据 CSIL 数据，2020 年全球主要国家床垫消费规模约 290 亿美元，在全球软体家具中的占比为 43.15%；而 2020 年中国床垫消费规模 85.40 亿美元，在国内软体家具中的占比为 45.43%。

图 23：2020 年全球床垫市场消费占比

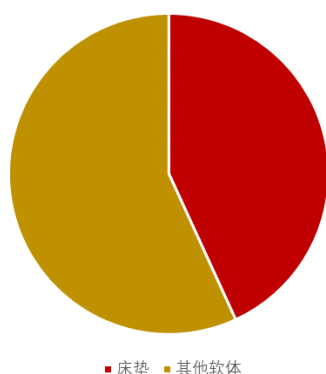
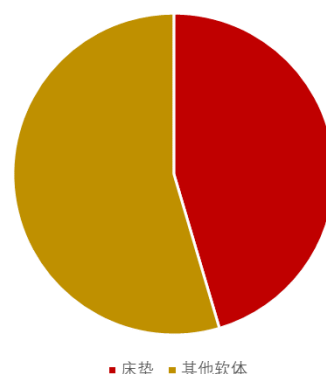


图 24：2020 年我国床垫市场消费占比

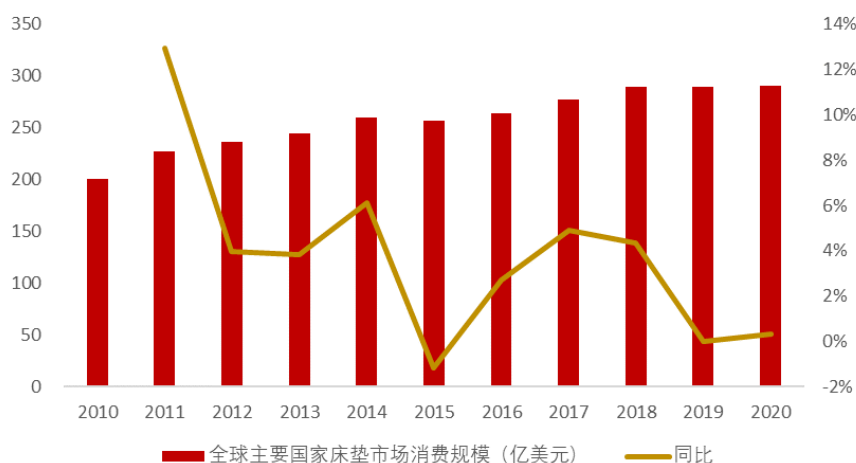


资料来源：CSIL，东莞证券研究所

资料来源：CSIL，东莞证券研究所

全球主要国家的床垫行业市场规模保持增长，增速优于软体家具行业整体水平。床垫有助于提高睡眠质量，随着全球睡眠经济发展，床垫需求增长，发展前景乐观。CSIL 数据显示，2010-2020 年，全球主要国家的床垫市场消费规模从 201 亿美元增长至 290 亿美元，年均复合增速为 3.73%，较同期全球软体家具市场规模的复合增速高 1.50 个百分点。

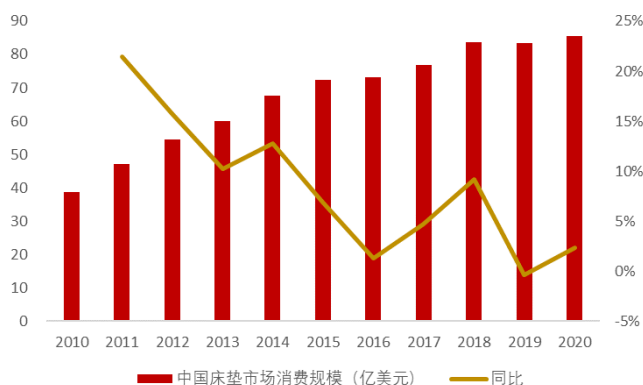
图 25：全球主要国家床垫市场消费规模



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

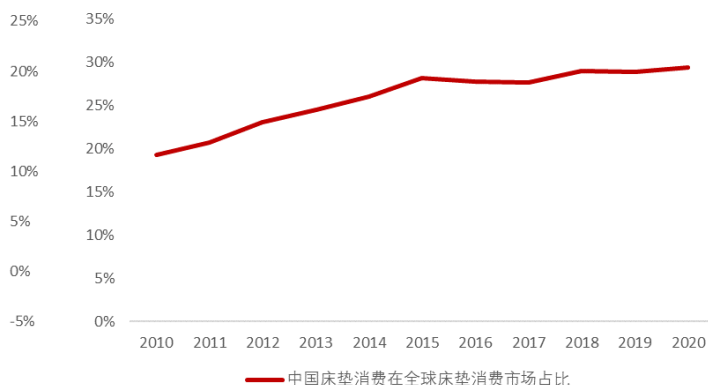
我国床垫市场消费规模增速高于其他主要床垫消费国。根据 CSIL，中国是全球床垫行业第二大消费国，2020 年我国床垫市场规模达到 85.40 亿美元，全球比重达到 29.45%，仅次于美国。2010-2020 年，我国床垫市场规模的年均复合增速为 8.23%，遥遥领先于全球主要国家床垫市场规模增速。

图 26：中国床垫市场消费规模持续增长



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

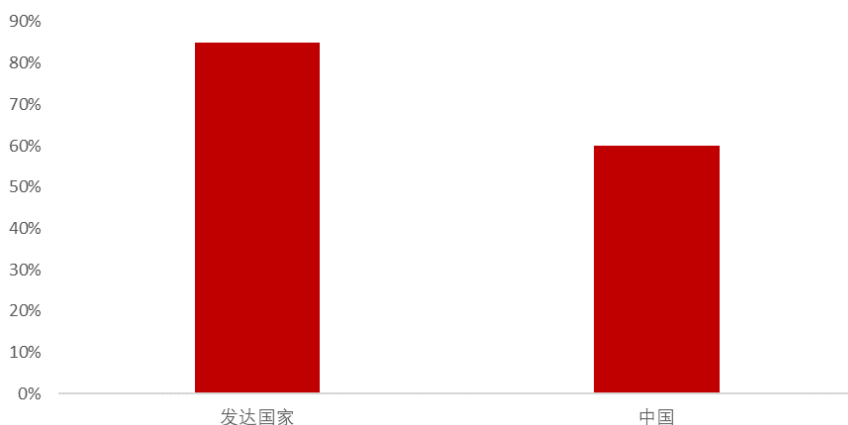
图 27：中国床垫消费在全球床垫消费市场占比波动上升



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

我国床垫渗透率仍有提升空间。我国床垫行业起步晚于发达国家和地区，虽然近年来行业规模增速高于全球水平，但渗透率与发达国家相比仍有一定差距。CSIL 数据显示，中国床垫渗透率为 60%，与发达国家 85% 的床垫渗透率相比，仍有提升空间。随着我国社会经济发展，城镇化率提升，居民可支配收入增加，国民对生活品质的要求提升，消费习惯和消费需求改变，床垫行业的新增需求和更新需求空间广。另一方面，国内疫情防控持续优化，扩内需政策持续加码，地产在政策刺激下预期回暖，居民消费信心有望逐步恢复，带动床垫行业消费复苏。我们认为，多因素驱动下，未来我国床垫渗透率将进一步提升，软体家具消费市场有望进一步扩容。

图 28：中国床垫渗透率与发达国家相比有一定差距



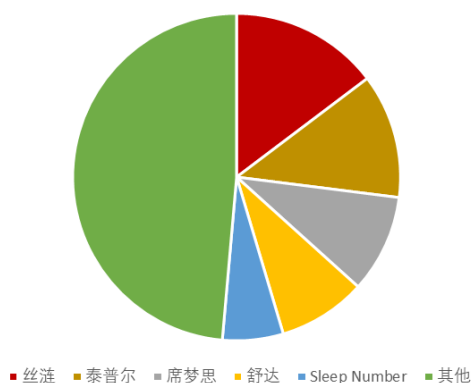
资料来源：CSIL，东莞证券研究所

2.4 床垫行业集中度提升空间大，马太效应可期

我国床垫行业集中度有较大提升空间。援引慕思股份招股说明书中的观研网数据，2019 年中国床垫行业 CR5 仅 15.99%，2020 年美国床垫行业 CR5 高达 51.40%。我国床垫行业起步较晚，由于技术门槛等因素，行业集中度较低。参考发达国家床垫行业发展路径，中国床垫行业集中度仍有较大提升空间。随着国内头部床垫企业的技术、资金、品牌、渠道等方面持续发展，头部企业市场份额将进一步提升，综合水平较差的尾部企业将被淘汰，预计市场格局在行业洗牌后将逐渐趋于稳定。

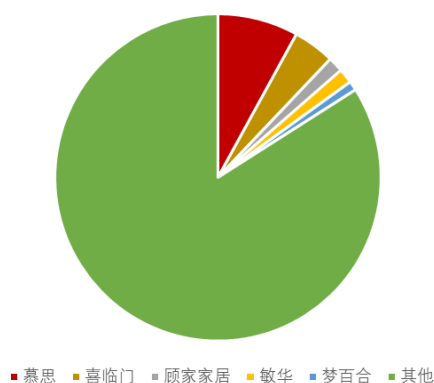
慕思在国内床垫市场占比居首位。从品牌来看，2020 年美国床垫销售 TOP 5 包括丝涟、泰普尔、席梦思、舒达和 Sleep Number，其中丝涟和泰普尔的份额较高，占比分别为 14.7%和 12.3%。床垫市场上，国内主流品牌和美国主流品牌有较大差异。2019 年，中国床垫销售 TOP 5 包括慕思、喜临门、顾家家居、敏华、梦百合；其中慕思的份额遥遥领先，占比约 8.00%，较排名第二的喜临门高出 3.89 个百分点。

图 29：2020 年美国床垫制造商出货量市场份额



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 30：2019 年中国床垫市场格局



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

3. 品牌与渠道共振，研发与生产并行

3.1 产业链地位强势，盈利能力高于同行

慕思股份主营床垫、床架、床品等健康睡眠产品，根据业务相似度，选取喜临门、梦百合、顾家家居、趣睡科技、远超智慧作为同行业可比公司。

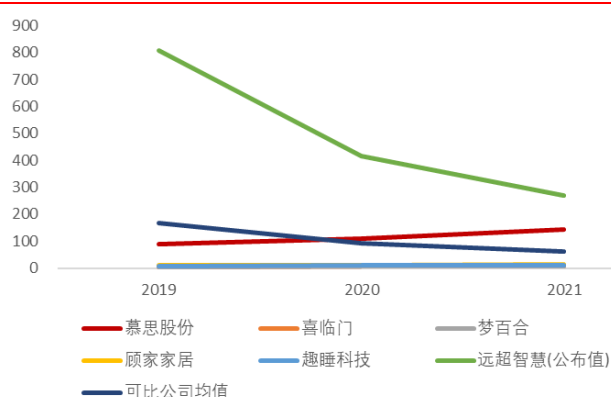
慕思股份在我国健康睡眠产业链中拥有较强话语权，应收账款周转率和存货周转率均处于较高水平。

（1）慕思的应收账款周转率较高。2021 年，慕思的应收账款周转率达到 142.90 次/年，远高于上述大多数可比公司的水平。这主要是因为同行业可比公司喜临门、梦百合、顾家家居和趣睡科技的业务模式和客户结构与慕思有较大的差异，OEM/ODM 直供销售占比较高。而慕思主要采用自主品牌经营模式，经销商需全款下单，直营客户和电商客户主要采用现款结算，存在信用期的直供客户和部分经销商客户占比较小，因此公司应收账

款周转率处于较高水平。远超智慧的应收账款周转率高于慕思，主要原因是其境内经销商销售模式的营收占比超九成。

（2）慕思的存货周转率较高。根据 Wind，2021 年，慕思股份、喜临门、梦百合、顾家家居、趣睡科技和远超智慧的存货周转率分别为 12.64 次/年、5.56 次/年、3.52 次/年、6.05 次/年、17.47 次/年和 10.37 次/年。喜临门、梦百合、顾家家居的 OEM/ODM 等代工业务占比较高，考虑到运输时间、供货及时性等因素，有提前备货的需求。而慕思主要是自主品牌产品销售，存货周转速度快。趣睡科技存货周转率显著高于其他可比公司，主要系由于其采用外协生产模式，存货以发出商品为主。综上，慕思的存货周转率处于较高水平，显示公司具备较强的变现能力、存货管理能力，销售经营状态较健康。

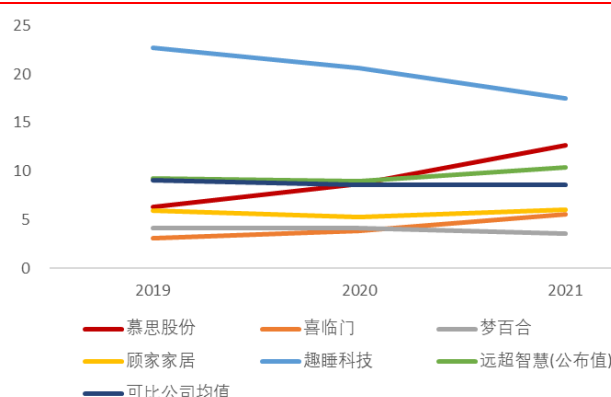
图 31：同行业公司应收账款周转率对比（次/年）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

备注：可比公司均值未计入慕思股份

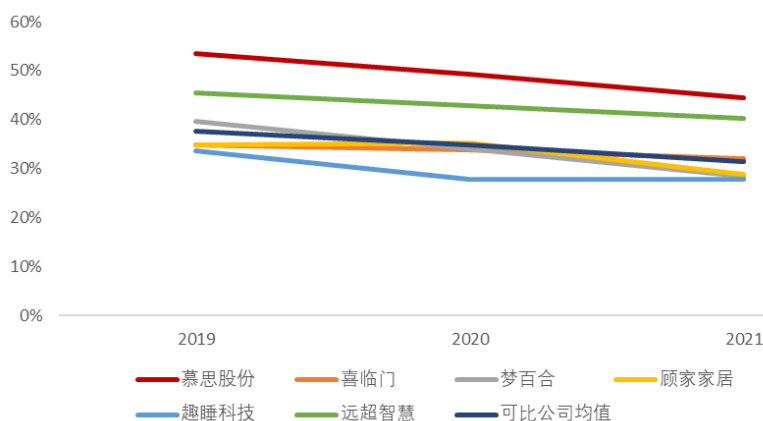
图 32：同行业公司存货周转率对比（次/年）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

慕思的盈利能力高于同行业可比公司。根据 Wind，2021 年，慕思股份、喜临门、梦百合、顾家家居、趣睡科技和远超智慧的综合毛利率分别为 44.45%、32.00%、28.47%、28.87%、27.86%和 40.27%。慕思股份的盈利能力在可比公司中稳居第一，主要得益于公司的业务模式、产品结构及渠道优势。业务方面，慕思以自营品牌为主，无代工业务，品牌溢价能力较强；同时，公司以经销为主，毛利率相对较低的直供渠道占比较小，且公司的毛利率较高的床垫产品占比近半，因此公司整体毛利率高于同行业可比公司。

图 33：同行业公司毛利率对比



资料来源：Wind，东莞证券研究所

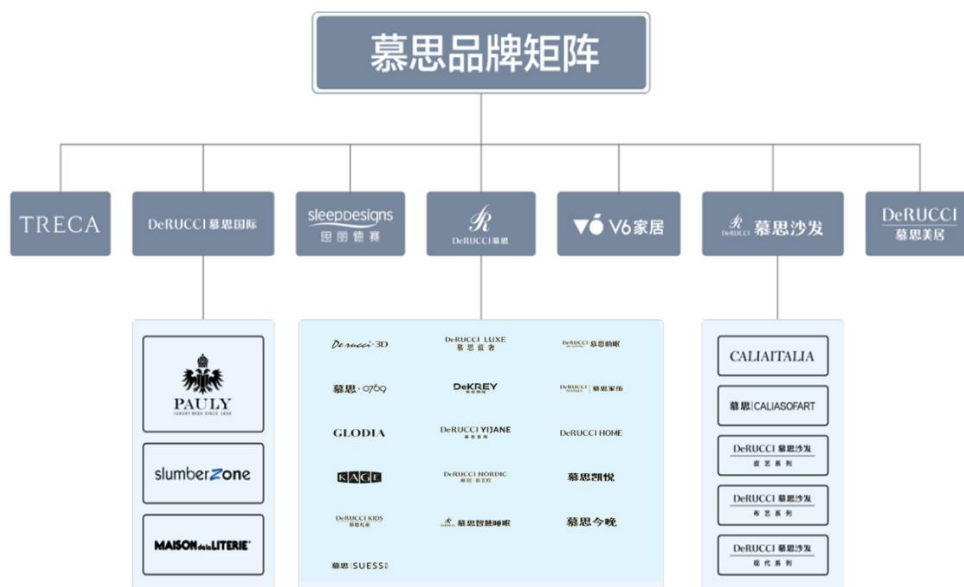
备注：可比公司均值未计入慕思股份

3.2 产品矩阵扩张，品牌红利释放

慕思聚焦中高端市场，品牌矩阵持续扩张。随着社会经济发展，居民生活水平不断提升，消费者对床垫舒适性要求增加，重视对床垫品牌和质量的选择，高端产品受欢迎度持续上升。慕思深耕健康睡眠领域，在产品技术、质量、服务上具备明显优势，行业地位领先。经历十余年储备发展，慕思公司目前已形成 7 大主力品牌，包括“慕思”、“V6 家居”、“崔佺（TRECA）”、“慕思国际”、“思丽德赛（Sleep Designs）”、“慕思沙发”和“慕思美居”，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵。

慕思产品矩阵持续丰富，协同效应显现。公司行业地位领先，产品从床垫发展至综合健康睡眠产品，覆盖床垫、床架、床品和沙发等，在扩张品类的同时持续丰富产品系列，满足消费者多元化定制需求，建立产品独特的差异化优势，增强客户粘性。2022 年，慕思将 V6 家居发展方向转向大家居，提升在整装渠道中的协同引流效应，带动慕思品类销售，有望成为公司新的业绩增长模式。除了床垫和床架，慕思的沙发产品也有较好表现。沙发是公司近年新开拓的业务，使用中高端定位的意大利卡利亚品牌，通过套餐组合打通与慕思经典品牌的联动带单，预计短期内有望延续高速增长。

图 34：慕思品牌矩阵



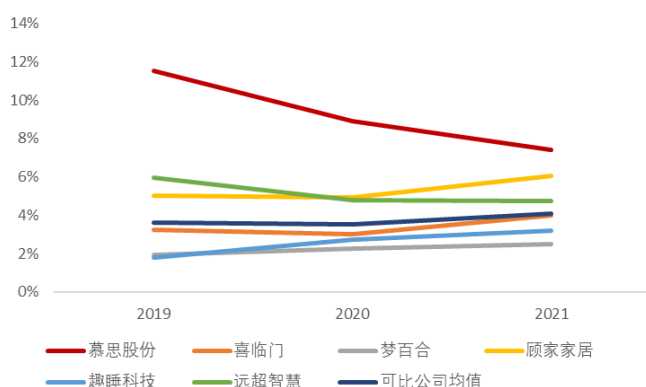
资料来源：公司招股说明书、公司官网，东莞证券研究所

慕思通过立体式营销推广，品牌红利逐步释放。在宣传方面，公司通过广告投放、明星代言、明星演唱会、赞助体育赛事、体育营销和名人营销等方式增强品牌影响力，提升品牌形象。在内容方面，公司每年联合全国大型 KA 卖场以及新媒体等多种渠道，开展大型 IP 主题和联合营销活动。在产品售后服务上，公司打造 360° 金管家服务，提供售前、售中、售后全过程服务，提供不限于套床深度护理除尘除螨、皮床保养、拆洗拆装

等形式多样的专业增值服务。此外，公司深化数字化营销，进行多渠道多触点的链接，实现公域流量有效的转换私域流量，提升流量的成交。通过多样化营销策略，公司品牌形象深入人心，推动公司业绩增长。

公司保持高广告费用率，实现精准广告营销。从销售费用来看，慕思的销售费用率与行业平均水平接近，与可比公司不存在明显差异。广告宣传是软体家具企业实现产品销售的提升品牌竞争力的重要手段，慕思的广告费用率高于同行业平均水平。2019-2021 年，慕思的广告费用率分别为 11.53%、8.90%和 7.40%，虽然规模效应下广告费用率有所下降，但仍于遥遥领先其他可比公司。得益于较高的广告投入和精准的营销方案，慕思的品牌效应持续提升，知名度和影响力扩大，荣获“2019-2022 连续三届中国十大优选软体家居（床/床垫）品牌”、“中国品牌影响力 100 强”、“睡眠产业特殊贡献奖”等多项殊荣，成为国内床垫知名品牌。

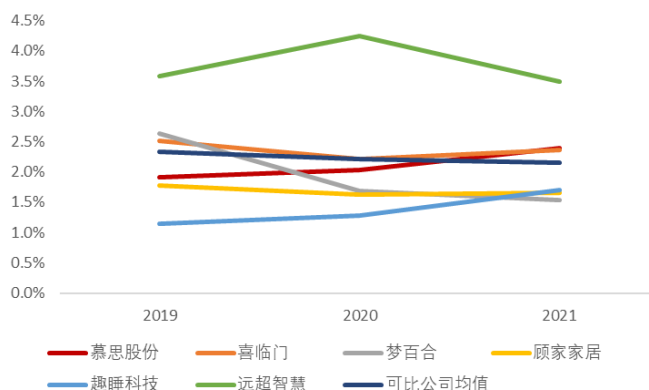
图 35：同行业公司广告费用率对比



资料来源：Wind，东莞证券研究所

备注：可比公司均值未计入慕思股份

图 36：同行业公司销售费用率对比

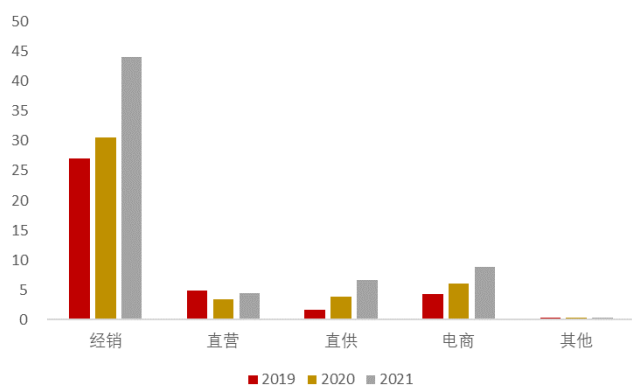


资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 渠道网络多元化，与强者共谋发展

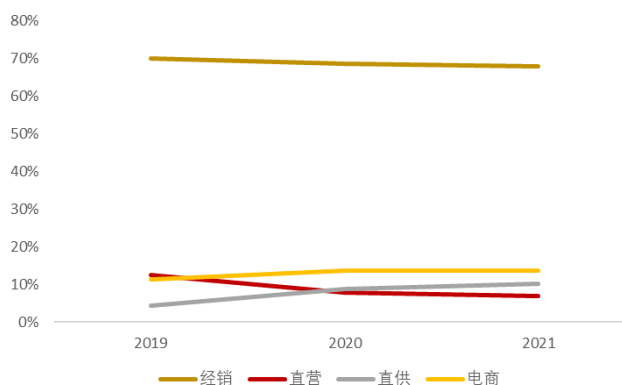
慕思以经销为主，销售网络多元化。公司渠道覆盖全国，经销模式占主导，直营、直供、电商等多种渠道并存。**经销渠道：**公司经销商数量快速增长，2022 年上半年接近 2,000 家，覆盖境内 500 多个城市以及中国香港、澳大利亚、美国、德国等国家或地区。2021 年，公司经销收入 43.97 亿元，占比达到 67.84%，2019-2021 年经销收入年均复合增速 27.54%，保持快速增长。**专卖店方面：**公司专卖店数量规模增长较快，目前已超过 5,300 家，推动门店从核心商圈到流通门店的多层次覆盖，已打通红星美凯龙、居然之家、月星家居、欧亚达家居等 KA 渠道，并向社区店、商超、百货店等全国大型连锁商场及地方 Shopping Mall、机场、汽车 4S 店、装饰整装公司等渠道拓展。**线上市场：**通过天猫、京东、抖音、拼多多等知名电商平台开展线上销售。近年，公司的电商业务收入快速提升，从 2019 年的 4.36 亿元提升至 2021 年的 8.78 亿元，期间 CAGR 达到 41.99%。2022 年，宏观环境影响消费信心，公司在维持天猫、京东等传统电商平台经营的同时，积极把握抖音平台流量红利，开展货品及人群测试，建立号群，布局店号，持续优化短视频直播模式，积极推动电商业务发展。

图 37：公司渠道收入分布（亿元）



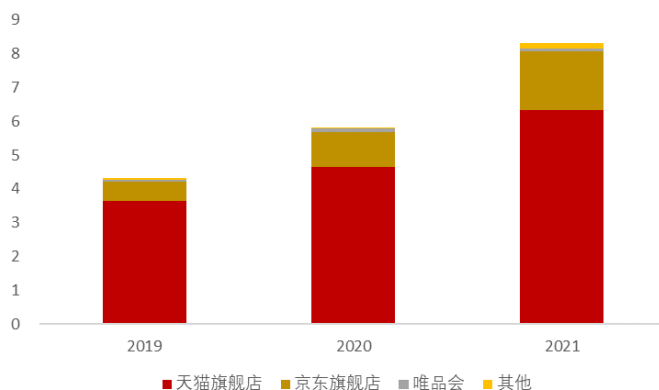
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 38：公司以经销模式为主



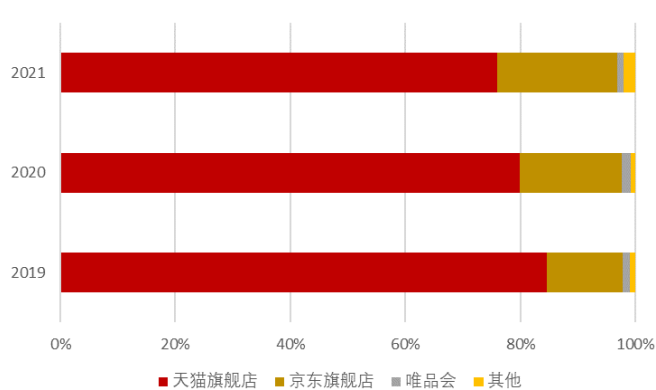
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 39：公司电商收入快速增长（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 40：公司电商业务收入分布情况

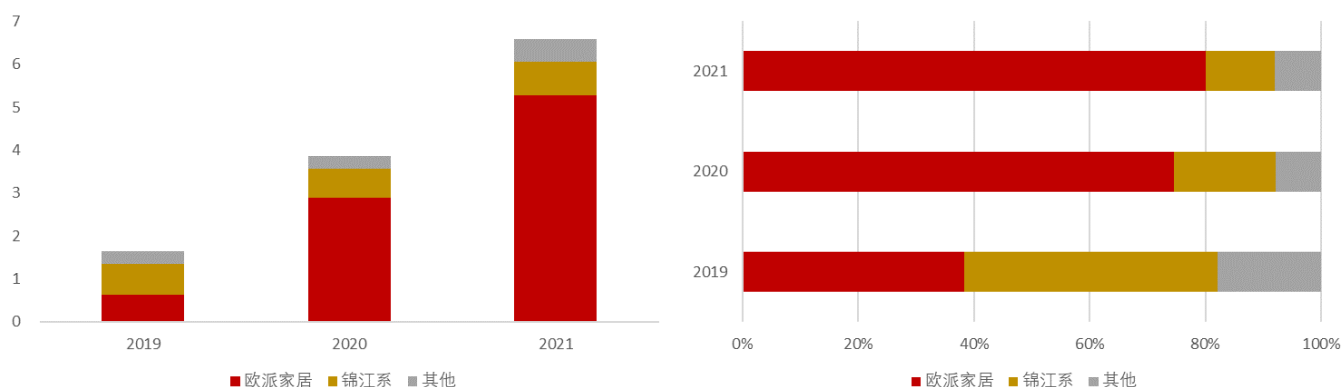


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

直供渠道方面，慕思与欧派家居、锦江系酒店等企业强强联合。公司积极拓宽产品市场的导流入口，不断尝试与产业链相关定制家具、家纺、建材和酒店管理等知名品牌进行强强合作，效果显著。2019-2021 年，公司直供收入规模从 1.64 亿元提升至 6.60 亿元，期间 CAGR 超过 100%，营收占比提升了 5.93 个百分点至 10.18%。其中，公司与欧派家居达成战略合作，规模高速扩张，2021 年提升至 5.28 亿元，在主营业务直供收入中的比重高达 80.05%，是公司目前最大的直供客户。

图 41：公司直供销售规模高增（亿元）

图 42：欧派家居为公司直供大客户



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

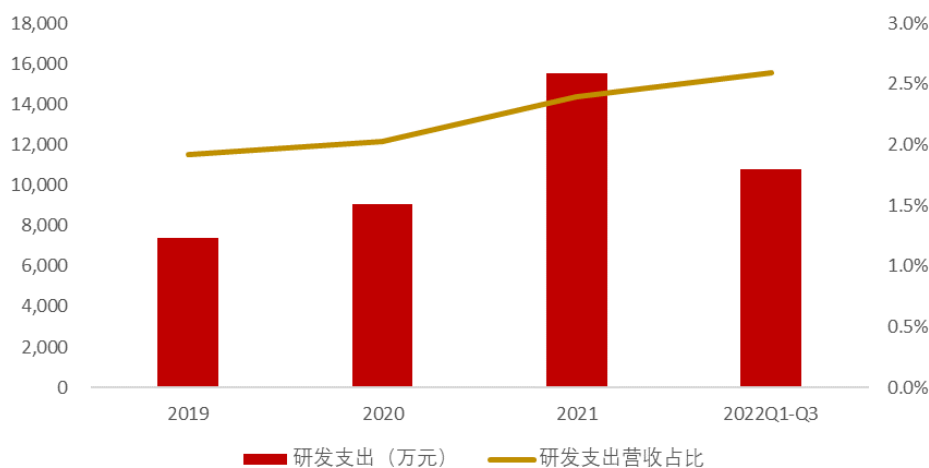
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：此处欧派家居与锦江系客户的销售金额仅指计入公司主营业务收入的部分，未包含计入其他业务收入的部分。

3.4 创新研发提升高度，产能扩张突破瓶颈

公司注重研发，产品持续推陈出新。从研发投入来看，2019-2021 年，公司研发支出快速增长，从 7,409.94 万元增长至 15,508.14 万元，复合增速高达 44.67%；2019-2021 年，公司研发支出营收占比从 1.92% 上升至 2.39%，2022 年前三季度再提升至 2.59%。从产品角度来看，公司在扩张产品维度的同时，也不断扩大新材料应用，先后引入 3D 棉、防螨布、太空树脂球、石墨烯乳胶、凝胶和高密度玻璃珠等多种创新材料进行应用转化，推出多款引流市场的新产品。在新技术应用方面，公司在产品设计中融入人体工程学、睡眠环境学和智能化技术，其智能健康睡眠系统已升级至第八代。

图 43：公司研发支出增长较快



资料来源：iFind，东莞证券研究所

公司快速发展，产能扩张突破瓶颈。随着软体家具行业的快速发展，以及慕思在品牌、营销、渠道、研发、质量等方面积累的竞争优势，近年来公司业务规模持续扩大，床垫和床架产品的产能利用率趋向饱和。2021 年，公司床垫和床品的产能利用率分别达到 99.30% 和 98.95%，产销率分别为 97.97% 和 99.29%。公司现已在华南东莞建有数字化、智能化工厂，具备规模化生产的优势；同时，公司在华东嘉兴也按照德国工业 4.0 的标

准打造了具备柔性化、个性化的现代大规模定制化软体家具生产基地，可实现产品智能自动生产、物流智能自动传输和仓库智能自动仓储。随着华南和华东生产基地逐步投入使用，公司产能得到扩张，生产效率得以提升，公司产能瓶颈有所缓解，有望进一步提升市场占有率。

表 3：公司主营产品产销情况

床垫						
	产能	产量	外采量	销量	产能利用率	产销率
2019	92.75	89.51	4.12	93.04	96.51%	99.36%
2020	107.95	107.29	8.27	113.97	99.39%	98.63%
2021	155.00	153.92	6.98	157.64	99.30%	97.97%
床架						
	产能	产量	外采量	销量	产能利用率	产销率
2019	22.87	21.91	0.49	22.46	95.80%	100.26%
2020	36.33	36.03	0.88	36.68	99.17%	99.39%
2021	60.00	59.37	1.29	60.20	98.95%	99.29%

资料来源：慕思股份招股说明书，东莞证券研究所

4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“买入”评级。预计公司 2022-2023 年每股收益分别为 1.83 元和 2.18 元，对应估值分别为 20 倍和 16 倍。公司是国内健康睡眠行业领军企业，覆盖床垫、床、床品、沙发等产品。随着软体家具行业发展，公司不断研发创新，产品矩阵持续扩张，品牌红利逐步释放，渠道网络多元化，叠加产能瓶颈缓解，公司未来发展可期。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 4：公司盈利预测简表（2023/1/30）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,481	6,769	7,985	9,316
营业总成本	5,670	5,888	6,931	8,066
营业成本	3,566	3,692	4,343	5,044
营业税金及附加	47	49	58	67
销售费用	1,596	1,692	1,988	2,315
管理费用	315	338	391	452
财务费用	-9	-46	-49	-59
研发费用	155	162	200	247
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
营业利润	818	893	1,066	1,262
加：营业外收入	6	5	5	5
减：营业外支出	6	12	12	12
利润总额	818	887	1,060	1,256
减：所得税	131	156	186	221
净利润	686	731	874	1,035
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	686	731	874	1,035
摊薄每股收益(元)	1.72	1.83	2.18	2.59
PE（倍）	21	20	16	14

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

（1）宏观经济因素波动导致市场需求变动风险

近年来，随着我国宏观经济的不断发展，全国居民人均可支配收入不断提高、城镇化进程的持续推进，以及年轻消费群体崛起，推动了居民消费观念的转变和升级，带动软体家具行业的快速发展。若未来我国宏观经济出现增速放缓或波动，可能导致全国居民人均可支配收入的下滑，将直接影响消费者的消费能力，进而对公司的中、高端健康睡眠产品销售造成不利影响。

（2）房地产市场调控抑制市场需求风险

软体家具行业的市场需求与房地产行业的景气程度存在一定的关联性。近年来，为抑制部分城市房价过快上涨的势头、促进房地产市场平稳健康发展，国家陆续出台了一系列包括土地、信贷等在内的房地产市场宏观调控政策，强调“房住不炒”，有效调节了房地产市场的过热增长。若未来国家房地产调控政策基调不变，可能抑制刚需购房和改善型购房需求，导致新房装修和二手房翻新带来的家居装饰消费需求下降，将可能会对公司的产品销售和业绩造成不利影响。

（3）市场竞争加剧风险

随着健康睡眠理念不断深入人心，国内消费者对中、高端软床产品的接受程度越来越高，吸引国内外众多竞争对手加大对软床市场的投入和布局，市场竞争程度有所加剧。若公司在未来的市场竞争过程中，不能有效保持品牌美誉度、不能持续保持产品质量优势、不能持续获取主流 KA 商场门店区位优势，将削弱公司的市场占有率，或将可能对公司经营业绩造成不利影响。

（4）电商新零售模式经济冲击风险

近年来，随着我国互联网普及率迅速提升，电商零售规模和占比迅速增长，除“天猫”“京东”等传统电商模式之外，出现了诸如 OT0、直播带货、网红推广等电商新零售模式。若公司未来不能及时调整线下渠道的销售策略，不能持续改善线上线下购物体验、物流配送和售后金管家服务水平，不能及时掌握和适应消费者基于电商新零售模式而发生的购物习惯变化，则可能导致公司线下和线上渠道销售业绩受到冲击，进而对公司业绩造成不利影响。

（5）欧派家居业务规模和占比持续提高的风险

欧派家居是国内定制橱柜和衣柜的龙头企业，具备卧室产品前端引流的功能。为提升欧派与慕思品牌优势互补，满足消费者对卧室产品一站式购买体验，公司与欧派家居于 2019 年 9 月联合共创“慕思·苏斯”品牌仅供欧派全渠道销售。随着欧派家居对公司销售收入规模和占比的进一步提高，可能存在其凭借渠道规模优势和持股地位压低公司产品销售价格或延长货款结算和支付周期等情形，将可能对公司毛利率和运营资金造成不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn