

**梦百合(603313)**

报告日期: 2023年04月26日

# 国内渠道快速布局, 经营现金流大幅转好

## ——梦百合点评报告

### 投资要点

#### □ 梦百合发布 2022 年报

**22A** 营收 80.17 亿 (-1.5%)、归母净利 0.41 亿 (21 年-2.76 亿)、扣非净利 0.36 亿 (21 年-2.58 亿)。全年扭亏为盈主要受益于: (1)降本增效、合理配置全球化产能, (2)美元升值产生汇兑收益, (3)处置深圳市朗乐福睡眠科技有限公司产生的投资收益。

**22Q4 单季**营收 19.49 亿 (-3.92%)、归母净利-0.57 亿 (21Q4 为-0.95 亿, 22Q3 为 0.15 亿)。

#### □ 渠道拆分: 内销渠道持续扩张, 海外自主品牌稳增

1、22 年国内 9.9 亿(-16.42%), 北美洲 50.6 亿(+3.45%), 欧洲 14.5 亿(-15.10%), 其他地区 2.9 亿(+122.42%)。

2、国内自主品牌: 22 年国内直营店/经销店/线上分别实现收入 0.78 亿 (+0.70%)/3.03 亿(-27.50%)/2.13 亿(+35.32%)。22 年底 Mlily 门店数量达 1311 家 (+221 家), 其中 Mlily 经销店 1166 家(+238 家), 直营店 145 家(-17 家)。

3、境外自主品牌: 22 年境外直营店/线上分别实现收入 24.37 亿(+5.25%)/4.47 亿 (+69.67%)

4、ODM 业务: 22 年收入 43.09 亿(-7.96%)。

#### □ 品类拆分: 床垫主业稳健增长, ASP 均有提升

1、22 年公司床垫 38.31 亿(+2.21%), 枕头 5.28 亿(-16.53%), 沙发 12.68 亿(-2.67%), 电动床 6.27 亿(-17.57%), 卧具 7.55 亿(-5.25%)。

2、床垫销量 644 万张 (-8%)、ASP (均价) 595 元 (+11%), 枕头销量 957 万个 (-22%), 均价 55.2 元 (+6.9%), 沙发销量 85.89 万套 (-21%), 均价 1476 元 (+23.5%), 电动床销量 40.05 万张 (-20%), 均价 1566 元 (+2.9%)。

3、22 年重点推出 NISCO LIVING 沙发新品类, 以沙发为核心延伸客厅, 集成延伸全屋整体家居品类, 看好 23-24 年内销沙发贡献增量。

#### □ 现金流大幅好转、毛利率 22Q4 提升显著

(1) **毛利率**: 22 年综合毛利率同比提升 2.57pct 至 31.04%, 22Q4 单季度毛利率 35.39% (+6.68pct), 主要系 TDI、MDI 等原材料, 以及海运费价格 22 年整体以下降为主。

(2) **期间费用率** 22 年下滑 0.67pct 至 28.89%, 费控成效较好。22 年销售费用率同增 1.79pct 至 17.93%, 销售渠道费用投入逐渐转向 C 端, 销售上涨带来销售渠道费用、职工薪酬、广告宣传费上涨;管理+研发费用率下滑 0.9pct 至 8.78%;财务费用率同减 1.57pct 至 2.17%, 主要系汇兑收益增加。22Q4 单季度期间费用率合计增加 1.97pct 至 36.96%。

(3) **经营现金流净额** 22 年 5.65 亿 (21 年为 0.68 亿), 大幅向好, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年实现收入 91.23 亿、106.53 亿和 121.38 亿元, 同比增长 13.79%、16.78%和 13.93%; 归母净利润 2.93 亿 (+609%)、4.03 亿 (+38%) 和 5.85 亿 (+44.59%) 元, 利润率有望逐步修复, 对应 23-25 年 PE 分别为 16.16X/11.74X/8.1X。考虑到出口存边际改善预期, 维持“买入”评级。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

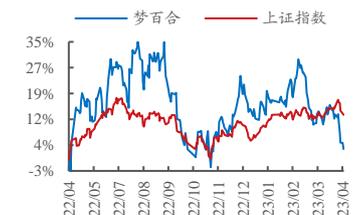
分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001  
fujiacheng@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |          |
|----------|----------|
| 收盘价      | ¥ 9.76   |
| 总市值(百万元) | 4,736.52 |
| 总股本(百万股) | 485.30   |

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《【浙商轻工】梦百合: Q1 北美业务稳健增长、毛利率向好, 静候盈利拐点》2022.05.05
- 2 《【浙商轻工】梦百合: 业绩预告符合预期, 看好 22 年困境反转》2022.01.30
- 3 《【浙商轻工】梦百合: 盈利低点已现, 提价+产能爬坡看好拐点向上》2021.11.02

□ **风险提示:** 下游市场复苏不及预期, 原材料价格大幅波动, 行业竞争加剧

## 财务摘要

| (百万元)     | 2022A   | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入      | 8,017   | 9,123   | 10,653 | 12,138 |
| (+/-) (%) | -1.50%  | 13.79%  | 16.78% | 13.93% |
| 归母净利润     | 41      | 293     | 403    | 585    |
| (+/-) (%) | 115.01% | 608.63% | 37.66% | 44.93% |
| 每股收益(元)   | 0.09    | 0.60    | 0.83   | 1.20   |
| P/E       | 114.52  | 16.16   | 11.74  | 8.10   |

资料来源: 浙商证券研究所

表1: 梦百合季度数据一览(单位: 百万元)

| 单位: 百万元   | 2020Q4   | 2021Q1   | 2021Q2   | 2021Q3   | 2021Q4    | 2022Q1   | 2022Q2   | 2022Q3   | 2022Q4   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入     | 2,003.78 | 1,889.00 | 2,010.99 | 2,210.47 | 2,028.79  | 2,143.31 | 1,939.74 | 1,984.89 | 1,949.31 |
| YOY       | 67.99%   | 78.52%   | 48.10%   | 4.75%    | 1.25%     | 13.46%   | -3.54%   | -10.21%  | -3.92%   |
| 归母净利润     | 33.03    | 55.27    | (46.45)  | (188.93) | (95.42)   | 30.82    | 52.84    | 15.09    | (57.39)  |
| YOY       | -70.82%  | 31.16%   | -162.35% | -199.03% | -388.91%  |          |          |          |          |
| 扣非归母净利润   | 11.62    | 18.77    | (56.93)  | (26.63)  | (193.60)  | 27.80    | 31.02    | 30.43    | (52.92)  |
| YOY       | -87.37%  | 77.78%   | -171.83% | -115.25% | -1765.88% |          |          |          |          |
| 毛利率       | 17.57%   | 28.91%   | 27.90%   | 28.40%   | 28.70%    | 29.24%   | 28.73%   | 30.98%   | 35.39%   |
| 期间费用率     | 16.76%   | 26.75%   | 28.79%   | 27.68%   | 34.99%    | 25.39%   | 25.34%   | 28.19%   | 36.96%   |
| 其中: 销售费用  | 38.58    | 276.95   | 305.06   | 335.09   | 396.42    | 296.98   | 336.55   | 370.70   | 433.45   |
| 销售费用率     | 1.93%    | 14.66%   | 15.17%   | 15.16%   | 19.54%    | 13.86%   | 17.35%   | 18.68%   | 22.24%   |
| 其中: 管理费用  | 167.26   | 150.12   | 160.14   | 184.74   | 169.01    | 154.86   | 141.73   | 152.50   | 159.74   |
| 研发费用      | 31.07    | 30.46    | 29.80    | 33.70    | 30.29     | 27.02    | 22.96    | 24.80    | 20.53    |
| 管理+研发费用率  | 9.90%    | 9.56%    | 9.45%    | 9.88%    | 9.82%     | 8.49%    | 8.49%    | 8.93%    | 9.25%    |
| 其中: 财务费用  | 98.86    | 47.80    | 83.90    | 58.37    | 114.07    | 65.36    | -9.64    | 11.53    | 106.74   |
| 财务费用率     | 4.93%    | 2.53%    | 4.17%    | 2.64%    | 5.62%     | 3.05%    | -0.50%   | 0.58%    | 5.48%    |
| 归母净利率     | 1.65%    | 2.93%    | -2.31%   | -8.55%   | -4.70%    | 1.44%    | 2.72%    | 0.76%    | -2.94%   |
| 存货        | 1,367.75 | 1,579.36 | 1,799.04 | 1,853.43 | 1,939.13  | 1,986.24 | 1,960.11 | 1,912.97 | 1,729.61 |
| 较上年同期增减   | 625.97   | 545.26   | 740.34   | 706.83   | 571.38    | 406.88   | 161.07   | 59.54    | -209.52  |
| 应收票据      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 3.00     | 0.00      | 1.01     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 较上年同期增减   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 3.00     | 0.00      | 1.01     | 0.00     | -3.00    | 0.00     |
| 应收账款      | 997.20   | 1,166.64 | 1,220.55 | 1,320.10 | 1,125.25  | 1,313.86 | 1,344.05 | 1,405.93 | 1,341.59 |
| 较上年同期增减   | 206.11   | 421.83   | 500.26   | 275.59   | 128.04    | 147.22   | 123.50   | 85.83    | 216.34   |
| 应付账款及应付票据 | 933.92   | 1,090.28 | 1,148.82 | 1,165.27 | 1,515.40  | 1,339.97 | 1,236.74 | 1,300.11 | 1,281.98 |
| 较上年同期增减   | 430.34   | 441.08   | 470.47   | 221.19   | 581.47    | 249.69   | 87.93    | 134.84   | -233.42  |
| 预收账款      | 211.05   | 236.28   | 222.82   | 208.82   | 180.24    | 155.66   | 123.70   | 108.03   | 104.68   |
| 较上年同期增减   | 151.01   | 139.32   | 73.49    | -14.06   | -30.81    | -80.62   | -99.12   | -100.80  | -75.56   |
| 经营性现金流净额  | -3.67    | -115.70  | -69.19   | -153.03  | 405.83    | -107.09  | 127.27   | 220.24   | 324.97   |
| 较上年同期增减   | 13.15    | -197.84  | -337.01  | -389.25  | 409.50    | 8.61     | 196.45   | 373.27   | -80.86   |
| 筹资性现金流净额  | 595.05   | 87.89    | 95.87    | 140.63   | 39.19     | 97.74    | -136.28  | -142.12  | -330.36  |
| 较上年同期增减   | 255.11   | -311.36  | 28.36    | 62.88    | -555.86   | 9.85     | -232.15  | -282.75  | -369.54  |
| 资本开支      | 352.47   | 147.37   | 229.16   | 28.16    | 134.75    | 159.67   | 160.23   | 163.42   | 147.76   |
| 较上年同期增减   | 112.63   | -14.78   | 9.78     | -153.27  | -217.72   | 12.30    | -68.93   | 135.26   | 13.00    |
| ROE       | 1.04%    | 1.54%    | -1.33%   | -5.77%   | -3.14%    | 1.06%    | 1.78%    | 0.50%    | -1.92%   |
| YOY (±)   | -4.06%   | -1.79%   | -4.25%   | -12.80%  | -4.18%    | -0.49%   | 3.11%    | 6.27%    | 1.22%    |
| 资产负债率     | 47.80%   | 55.39%   | 58.64%   | 61.82%   | 67.45%    | 67.18%   | 66.64%   | 67.22%   | 66.27%   |
| YOY (±)   | -0.16%   | 2.45%    | 5.58%    | 7.13%    | 19.65%    | 11.79%   | 7.99%    | 5.40%    | -1.18%   |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 梦百合收入拆分一览(单位: 百万元)

|            | 2019    | 2020     | 2021     | 2022H1  | 2022H2  | 2022    |
|------------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>分产品</b> |         |          |          |         |         |         |
| 床垫         |         |          |          |         |         |         |
| 收入         | 2086.43 | 3081.12  | 3748.48  | 1941.61 | 1889.54 | 3831.15 |
| YOY        | 23%     | 47.67%   | 21.66%   | 9.34%   | -4.22%  | 2.21%   |
| 占比         | 54.5%   | 47.2%    | 46.1%    | 49.1%   | 49.3%   | 49.2%   |
| 毛利率        | 39.88%  | 32.65%   | 25.51%   | 26.62%  | 28.13%  | 27.37%  |
| 枕头         |         |          |          |         |         |         |
| 收入         | 494.39  | 564.37   | 632.83   | 234.90  | 293.32  | 528.22  |
| YOY        | 6.0%    | 14.15%   | 12.13%   | -27.30% | -5.30%  | -16.53% |
| 占比         | 12.9%   | 8.6%     | 7.8%     | 5.9%    | 7.7%    | 6.8%    |
| 毛利率        | 36.50%  | 28.10%   | 22.61%   | 22.68%  | 27.26%  | 25.22%  |
| 沙发         |         |          |          |         |         |         |
| 收入         | 256.66  | 975.01   | 1,302.28 | 595.41  | 672.10  | 1267.51 |
| YOY        | 8.1%    | 279.88%  | 33.56%   | -3.95%  | -1.51%  | -2.67%  |
| 占比         | 6.7%    | 14.9%    | 16.0%    | 15.1%   | 17.5%   | 16.3%   |
| 毛利率        | 28.32%  | 35.29%   | 36.30%   | 34.34%  | 35.60%  | 35.01%  |
| 电动床        |         |          |          |         |         |         |
| 收入         | 402.39  | 658.99   | 760.87   | 347.12  | 280.10  | 627.22  |
| YOY        | 73.8%   | 63.77%   | 15.46%   | 2.22%   | -33.51% | -17.57% |
| 占比         | 10.5%   | 10.1%    | 9.3%     | 8.8%    | 7.3%    | 8.1%    |
| 毛利率        | 35.16%  | 34.70%   | 31.04%   | 29.22%  | 33.00%  | 30.91%  |
| 其他(含厨具)    |         |          |          |         |         |         |
| 收入         | 551.26  | 1,074.56 | 1,467.44 | 834.12  | 697.48  | 1531.60 |
| YOY        | 35.8%   | 94.93%   | 36.56%   | 17.67%  | -8.06%  | 4.37%   |
| 占比         | 14.4%   | 16.5%    | 18.0%    | 21.1%   | 18.2%   | 19.7%   |
| 毛利率        | 49.42%  | 35.39%   | -        | 34.93%  | 43.26%  | 38.73%  |
| <b>分区域</b> |         |          |          |         |         |         |
| 外销         |         |          |          |         |         |         |
| 收入         | 3086.90 | 5544.93  | 6726.79  | 3478.58 | 3316.57 | 6795.15 |
| YOY        | 22.63%  | 79.63%   | 21.31%   | 8.01%   | -5.41%  | 1.02%   |
| 占比         | 80.56%  | 84.91%   | 82.65%   | 87.99%  | 86.54%  | 87.28%  |
| 毛利率        | 38.59%  | 34.50%   | 28.52%   | 29.86%  | 31.48%  | 30.65%  |
| 其中: MOR收入  |         | 1499.27  | 2114.38  | -       | -       | 2230.08 |
| 剔除MOR收入    |         | 4045.66  | 4612.41  | -       | -       | 4565.07 |
| 内生YOY      |         | 31.06%   | 14.01%   | -       | -       | -1.03%  |
| 内销         |         |          |          |         |         |         |
| 收入         | 744.69  | 809.18   | 1,185.11 | 474.60  | 515.93  | 990.53  |
| YOY        | 39.93%  | 8.66%    | 46.46%   | -13.17% | -19.20% | -16.42% |
| 占比         | 19.44%  | 12.39%   | 14.56%   | 12.01%  | 13.46%  | 12.72%  |
| 毛利率        | 43.70%  | 31.96%   | 30.75%   | 27.11%  | 38.95%  | 33.28%  |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 3,902 | 3,682  | 3,726  | 3,575  |
| 现金             | 555   | 247    | 398    | 172    |
| 交易性金融资产        | 22    | 22     | 22     | 22     |
| 应收账款           | 1,342 | 1,220  | 1,148  | 1,078  |
| 其它应收款          | 92    | 109    | 149    | 138    |
| 预付账款           | 103   | 136    | 149    | 169    |
| 存货             | 1,730 | 1,888  | 1,801  | 1,937  |
| 其他             | 59    | 59     | 59     | 59     |
| <b>非流动资产</b>   | 5,174 | 6,364  | 7,671  | 8,667  |
| 金额资产类          | 88    | 88     | 88     | 88     |
| 长期投资           | 109   | 147    | 173    | 207    |
| 固定资产           | 2,456 | 2,969  | 3,461  | 3,825  |
| 无形资产           | 171   | 177    | 185    | 189    |
| 在建工程           | 230   | 430    | 630    | 830    |
| 其他             | 2,120 | 2,553  | 3,135  | 3,528  |
| <b>资产总计</b>    | 9,076 | 10,046 | 11,398 | 12,242 |
| <b>流动负债</b>    | 3,924 | 4,596  | 5,541  | 5,797  |
| 短期借款           | 1,662 | 2,162  | 2,462  | 2,662  |
| 应付款项           | 1,282 | 1,367  | 1,944  | 1,909  |
| 预收账款           | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 981   | 1,068  | 1,135  | 1,226  |
| <b>非流动负债</b>   | 2,090 | 2,090  | 2,090  | 2,090  |
| 长期借款           | 559   | 559    | 559    | 559    |
| 其他             | 1,531 | 1,531  | 1,531  | 1,531  |
| <b>负债合计</b>    | 6,014 | 6,687  | 7,631  | 7,888  |
| 少数股东权益         | 83    | 88     | 92     | 95     |
| 归属母公司股东权益      | 2,978 | 3,271  | 3,674  | 4,259  |
| <b>负债和股东权益</b> | 9,076 | 10,046 | 11,398 | 12,242 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022A | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|-------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 565   | 1,020   | 1,757   | 1,190   |
| 净利润            | 52    | 298     | 407     | 588     |
| 折旧摊销           | 542   | 514     | 455     | 469     |
| 财务费用           | 62    | 153     | 185     | 205     |
| 投资损失           | (50)  | (29)    | (41)    | (54)    |
| 营运资金变动         | (101) | 85      | 751     | (19)    |
| 其它             | 61    | (0)     | 0       | 0       |
| <b>投资活动现金流</b> | (549) | (1,675) | (1,721) | (1,411) |
| 资本支出           | (615) | (1,658) | (1,723) | (1,418) |
| 长期投资           | (38)  | (47)    | (39)    | (47)    |
| 其他             | 105   | 29      | 41      | 54      |
| <b>筹资活动现金流</b> | (511) | 347     | 115     | (5)     |
| 短期借款           | 51    | 500     | 300     | 200     |
| 长期借款           | (226) | 0       | 0       | 0       |
| 其他             | (336) | (153)   | (185)   | (205)   |
| <b>现金净增加额</b>  | (324) | (308)   | 151     | (226)   |

### 利润表

| (百万元)           | 2022A | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 8,017 | 9,123 | 10,653 | 12,138 |
| 营业成本            | 5,529 | 6,309 | 7,378  | 8,410  |
| 营业税金及附加         | 46    | 40    | 49     | 60     |
| 营业费用            | 1,438 | 1,505 | 1,651  | 1,760  |
| 管理费用            | 609   | 693   | 829    | 930    |
| 研发费用            | 95    | 134   | 149    | 164    |
| 财务费用            | 174   | 147   | 182    | 201    |
| 资产减值损失          | (6)   | 0     | 0      | 0      |
| 公允价值变动损益        | (29)  | 0     | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 50    | 29    | 41     | 54     |
| 其他经营收益          | 6     | 27    | 24     | 24     |
| <b>营业利润</b>     | 97    | 351   | 479    | 691    |
| 营业外收支           | (15)  | 0     | 0      | 0      |
| <b>利润总额</b>     | 81    | 351   | 479    | 691    |
| 所得税             | 29    | 53    | 72     | 104    |
| <b>净利润</b>      | 52    | 298   | 407    | 588    |
| 少数股东损益          | 11    | 5     | 4      | 3      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 41    | 293   | 403    | 585    |
| EBITDA          | 795   | 983   | 1,076  | 1,308  |
| EPS (最新摊薄)      | 0.09  | 0.60  | 0.83   | 1.20   |

### 主要财务比率

|                | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入           | -1.50%  | 13.79%  | 16.78%  | 13.93%  |
| 营业利润           | 146.59% | 262.21% | 36.69%  | 44.24%  |
| 归属母公司净利润       | 115.01% | 608.63% | 37.66%  | 44.93%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率            | 31.04%  | 30.85%  | 30.75%  | 30.71%  |
| 净利率            | 0.52%   | 3.21%   | 3.79%   | 4.82%   |
| ROE            | 1.39%   | 8.96%   | 10.98%  | 13.73%  |
| ROIC           | 2.27%   | 5.03%   | 6.12%   | 7.58%   |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 66.27%  | 66.56%  | 66.95%  | 64.43%  |
| 净负债比率          | 196.47% | 199.05% | 202.58% | 181.14% |
| 流动比率           | 0.99    | 0.80    | 0.67    | 0.62    |
| 速动比率           | 0.51    | 0.35    | 0.31    | 0.24    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.88    | 0.95    | 0.99    | 1.03    |
| 应收账款周转率        | 6.50    | 7.12    | 9.00    | 10.91   |
| 应付账款周转率        | 4.00    | 4.82    | 4.50    | 4.41    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.09    | 0.60    | 0.83    | 1.20    |
| 每股经营现金         | 1.17    | 2.10    | 3.62    | 2.45    |
| 每股净资产          | 6.14    | 6.74    | 7.57    | 8.78    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 114.52  | 16.16   | 11.74   | 8.10    |
| P/B            | 1.59    | 1.45    | 1.29    | 1.11    |
| EV/EBITDA      | 10.88   | 9.21    | 8.55    | 7.36    |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>