



慕思股份领跑床垫赛道，家居龙头大有可为

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

姓名 王宇俊（联系人）

证书编号：S0790120080064

邮箱：wangyujun@kysec.cn

2021年6月30日

国内床垫领军品牌慕思股份递交招股说明书，公司收入稳步增长，盈利能力持续提升

慕思股份是国内床垫领军品牌，于2021年6月递交招股说明书。慕思股份旗下拥有7大主力品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，核心产品为床垫和床架，寝具在国内市占率排名第一。2018-2020年公司收入由31.9亿元增长至44.5亿元，CAGR为18.21%，归母净利润由2.16亿元增长至5.36亿元，CAGR为57.53%，2020年疫情冲击下，公司收入同比增长15.3%，归母净利润同比增长61.1%。2020年，公司归母净利率和扣非后净利率分别为12.05%和12.94%，相较2018年分别提升5.26pct和5.33pct，盈利能力持续提升。

我国床垫行业属于长坡厚雪的成长型赛道，集中度有较大提升空间，长期看龙头品牌大有可为

我国床垫行业属于长坡厚雪的成长型赛道，行业渗透率仍有较大提升空间。2010-2019年我国床垫出厂口径规模由38.7亿美元增长至83.4亿美元（按美元/人民币=6.9换算，约为575亿元），CAGR达8.9%。我国床垫渗透率约为60%，而美国已达到85%。在城镇化率提升、居民消费升级等驱动下，我国床垫行业在未来较长时间内都有望延续量价齐升的长期趋势。而从竞争格局看，我国床垫市场集中度仍明显低于美国等发达国家。未来伴随床垫产品功能属性提升、渠道变革和龙头优势逐步积累，我国床垫市场有望加速集中。

营销力、渠道力和产品力构成核心优势，慕思股份在床垫细分赛道中优势稳固

我们认为依靠营销力、渠道力和产品力构成的核心优势，慕思股份在床垫细分赛道中优势稳固。（1）营销力：大力度+精准化营销投入使慕思中高端寝具品牌形象深入人心。（2）渠道力：零售渠道规模领先行业，通过精细化管理汇聚业内最优质经销商资源，电商、直供等渠道模式多元化拓展。（3）产品力：整合设计、生产、研发和供应资源+优质售后服务，打造完整产品体系。

投资建议：重点推荐顾家家居、敏华控股和欧派家居，受益标的慕思股份（拟上市）、喜临门

我们重点推荐顾家家居和敏华控股，两个软体家居龙头在沙发优势品类的基础上正加速向床垫赛道拓展，有望充分享受行业增长红利。同时，受益标的包括床垫细分赛道龙头慕思股份（拟上市）和喜临门。此外，我们继续重点推荐欧派家居，因为我们认为慕思股份和欧派家居的直供合作模式充分展现了欧派的龙头议价能力，并进一步验证了欧派家居在大家居发展上的领先地位。

风险提示：原材料价格大幅提升、房地产市场大幅下滑、行业渗透率提升不及预期

目录

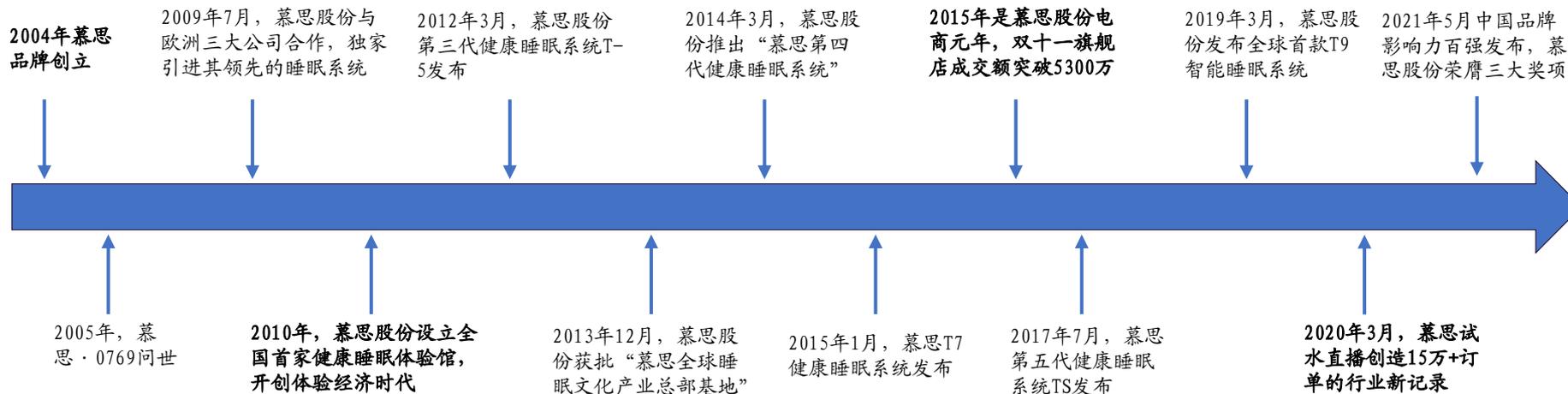
CONTENTS

- 1 慕思股份概况：国内床垫领军品牌
- 2 财务分析：收入稳步增长，盈利能力持续提升
- 3 行业：我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为
- 4 慕思股份核心优势：营销力、渠道力和产品力优势突出
- 5 投资建议及风险提示

发展历程：成立于2004年，逐步成长为国内床垫领军品牌

- 慕思股份创立于2004年，品牌定位于引进欧洲的睡眠理念和寝具设计理念服务中国消费者，全球首创健康睡眠系统。
- 2004-2007年，公司接连推出慕思·凯奇、慕思·0769、慕思·3D等爆款系列品牌，慕思旗下产品开始系统化分化发展。
- 2008年起，慕思股份加快品牌升级之路，通过央视《欢乐中国行》等节目使品牌形象深入人心。同时，公司与欧洲三大公司开展合作，独家引进全球领先的睡眠系统（包括床垫、排骨架等）的制造材料和技术，并且不断推陈出新。
- 2015年慕思股份电商渠道取得突破。至2021年，公司已成长为国内床垫领军品牌，并向深交所递交招股说明书。

图1：慕思股份成立于2004年，逐步成长为国内床垫领军品牌



资料来源：慕思寝具官网、开源证券研究所

公司拥有7大主力品牌，打造中高端及年轻时尚品牌矩阵

- 慕思股份旗下拥有7大主力品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，分别为“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”。
- 慕思股份核心产品为床垫和床架。近年在优势品类的基础上，公司枕头、被芯、四件套等床品产品快速发展，并逐渐向按摩椅等助眠产品和沙发、桌椅等客卧配套品类延伸。

图2：慕思股份旗下拥有七大主力品牌



资料来源：慕思股份公告

图3：慕思股份产品主要为床垫、床架、床品和其他

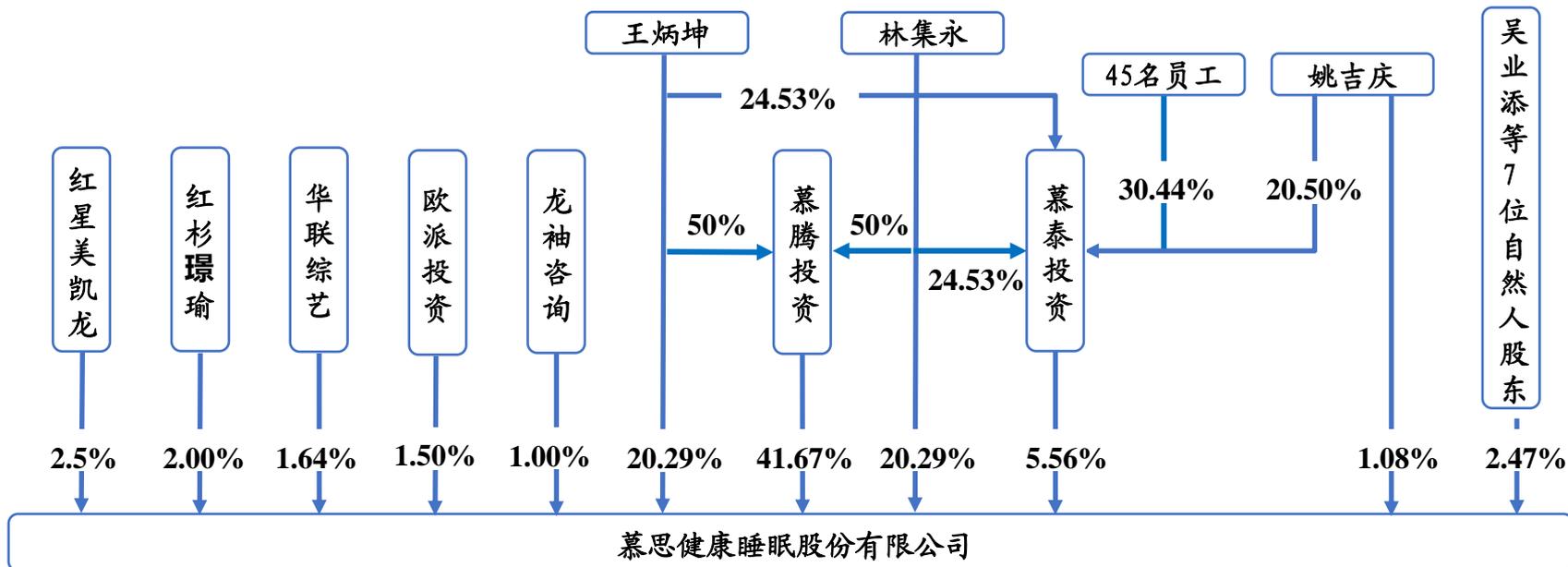


资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

股权结构稳定，核心管理层激励充分，合作伙伴参与持股

- 本次发行前，公司实控人和一致行动人王炳坤、林集永合计直接或间接持股84.98%。
- 本次发行前，公司核心管理层姚吉庆合计直接或间接持股2.22%，其他45名员工合计间接持股1.69%，核心管理层激励充分。
- 本次发行前，公司重要合作伙伴红星美凯龙和欧派投资（欧派家居子公司）分别直接持股2.5%和1.5%。此外，龙袖咨询（实控人为红星美凯龙副总经理车建芳）、张志安（欧派投资监事）分别直接持股1%和0.5%。

图4：本次发行前，公司实控人王炳坤和林集永合计持股84.98%



资料来源：慕思股份招股说明书、开源证券研究所

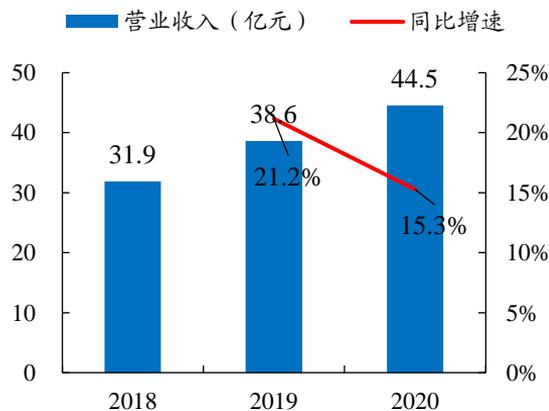
目录

CONTENTS

- 1 慕思股份概况：国内床垫领军品牌
- 2 财务分析：收入稳步增长，盈利能力持续提升
- 3 行业：我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为
- 4 慕思股份核心优势：营销力、渠道力和产品力优势突出
- 5 投资建议及风险提示

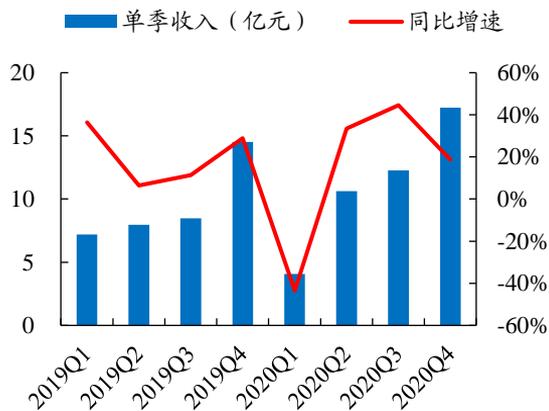
- 营业收入保持稳步增长态势，净利润增长势头强劲：2018-2020年公司营业收入由31.9亿元增长至44.5亿元，CAGR为18.21%，2020年受疫情影响同比增速较2019年有所下滑，但仍保持双位数增长；2018-2020年归母净利润由2.16亿元增长至5.36亿元，CAGR为57.53%，2020年疫情冲击下仍实现同比增长61.1%，并显著高于收入增速。
- 疫情后，公司快速恢复增长。2020年受疫情影响公司一季度收入同比下降43.5%，但随后收入表现出较强的韧性，2020Q2、2020Q3、2020Q4单季度收入分别实现同比增速33.5%、44.5%、18.8%。2020Q4收入增速有所下降，主要系第四季度为销售旺季，各项电商大促活动以及公司IP活动集中于下半年，因此基数较高。

图5：营业收入保持稳步增长



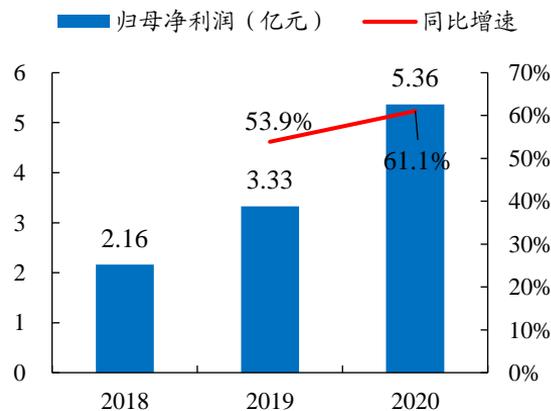
数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图6：疫情后，公司快速恢复增长



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图7：归母净利润增长势头强劲



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

- **2018-2020年各品类收入增长稳健，床垫和床架为核心品类。**2019年公司全品类增速靓丽，床垫、床架、床品收入分别同比增长22.6%、22.0%、22.9%。2020年疫情冲击下床垫、床品收入增速有所放缓，而床架受益于欧派家居采购量扩大，收入逆势增长，同比增速达32.1%。2018-2020年床垫和床架收入合计占比均超过80%，其中床垫收入占比分别达58.1%、59.0%、54.2%。
- **销量增长为床垫和床架收入增长的主要原因。**2020年床垫和床品价格下调幅度较大，分别为-13.1%、-19.1%，主要系平均单价较高的直营渠道销售占比下降、直供客户欧派家居采购量快速增长并且采购价格较优惠以及疫情期间适当让利经销商。2018-2020年床垫和床品销售数量保持较高增长，2020年床垫和床品销量分别同比增长22.5%、63.3%。

图8：2018-2020年各品类收入稳步增长

单位：亿元	2018	2019	2020
床垫收入	18.4	22.5	24.0
YOY		22.6%	6.4%
床架收入	7.3	8.9	11.7
YOY		22.0%	32.1%
床品收入	3.0	3.6	4.3
YOY		22.9%	18.5%
其他收入	3.0	3.1	4.2
YOY		3.3%	34.4%

图9：床垫和床架为主要收入来源

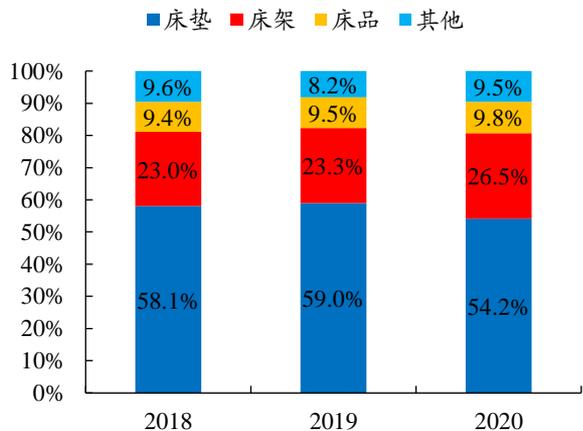


表1：销量增长为床垫和床架收入增长的主要原因

	2018	2019	2020
床垫			
平均单价(元/张)	2464.8	2419.9	2102.6
YoY		-1.8%	-13.1%
销售数量(万张)	74.5	93.0	114.0
YoY		24.9%	22.5%
床架			
平均单价(元/张)	3726.5	3951.8	3196.7
YoY		6.0%	-19.1%
销售数量(万张)	19.5	22.5	36.7
YoY		15.0%	63.3%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

- 经销为主要销售渠道，直供渠道和电商渠道比重持续上升。2018-2020年公司经销收入占主营业务收入比例维持在70%左右，并且2019、2020年经销渠道收入保持稳定增长，同比增速均接近13%。此外，2018-2020年公司电商渠道和直供渠道占主营业务收入比重持续上升，收入增长CAGR分别为35.96%、120.79%。至2020年，公司经销、电商、直供、直营和其他渠道的收入占比分别为69.0%、13.7%、8.7%、7.8%和0.7%。
- 欧派家居逐渐成为公司直供渠道主要客户。自2019年与欧派家居达成战略合作关系以来，公司不断扩大与欧派家居的合作规模，2020年欧派家居直供业务收入同比增长358.3%至2.88亿元，直供渠道中的收入占比上升至74.6%。

表2：经销为主要销售渠道，直供和电商渠道比重持续上升

单位：亿元	2018年度		2019年度			2020年度		
	金额	比例	金额	增速	比例	金额	增速	比例
经销	24.0	75.9%	27.0	12.7%	70.8%	30.5	12.9%	69.0%
直营	3.2	10.2%	4.8	50.5%	12.7%	3.4	-28.8%	7.8%
直供	0.8	2.6%	1.6	103.3%	4.3%	3.9	135.2%	8.7%
电商	3.3	10.5%	4.4	31.5%	11.4%	6.1	39.1%	13.7%
其他	0.3	1.0%	0.3	-4.6%	0.8%	0.3	12.5%	0.7%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

表3：欧派家居逐渐成为公司直供渠道主要客户

单位：亿元	2018年度		2019年度		2020年度		
	收入	占直供比例	收入	占直供比例	收入	增速	占直供比例
欧派家居	-	-	0.63	38.3%	2.88	358.3%	74.6%
锦江系客户	0.56	69.2%	0.72	43.8%	0.68	-6.1%	17.5%
其他	0.25	30.8%	0.29	17.9%	0.30	3.8%	7.9%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

慕思股份收入主要来源于国内，华东和华南为优势区域

- 慕思股份收入主要来源于国内，华东和华南为优势区域。2018-2020年慕思股份国内收入占比均维持在97-98%左右，境外收入占比较低。国内分区域看，华东和华南为主要销售区域，合计销售占比维持在55%以上，其中华东地区销售占比显著高于其他地区。此外，从增速上看，2018-2020年华南地区销售收入保持高速增长，CAGR为39.40%，显著高于其他区域。综合来看，除西北和东北销售收入占比较低以外，其他地区的销售收入占比基本与该地区的经济发展水平和居民消费能力相匹配。

表4: 境内市场为主要业务收入来源，华东和华南为境内市场主要销售区域

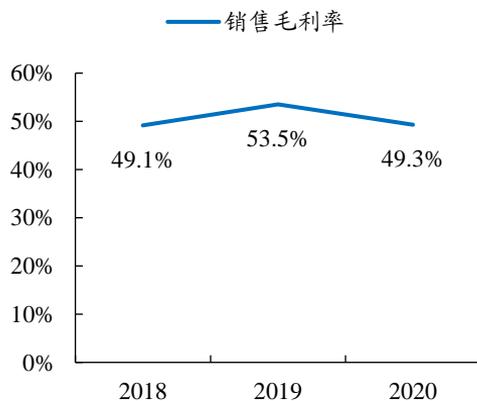
单位: 亿元	2018年度		2019年度			2020年度			
	收入	比例	收入	增速	比例	收入	增速	比例	
境内	华东地区	12.5	39.5%	14.4	15.3%	37.7%	16.1	11.8%	36.4%
	华南地区	5.1	16.2%	7.6	47.5%	19.8%	10.0	31.8%	22.5%
	西南地区	3.2	10.1%	3.9	22.9%	10.3%	4.6	17.0%	10.4%
	华北地区	3.3	10.4%	3.8	15.5%	9.9%	4.3	13.2%	9.7%
	华中地区	3.3	10.5%	3.7	11.0%	9.6%	4.2	13.3%	9.4%
	西北地区	1.8	5.5%	2.0	11.5%	5.1%	2.1	8.3%	4.8%
	东北地区	1.6	5.0%	1.9	20.9%	5.0%	2.1	11.3%	4.8%
	小计	30.7	97.2%	37.2	21.1%	97.5%	43.3	16.5%	98.1%
境外	0.9	2.9%	1.0	5.5%	2.5%	0.9	-10.7%	1.9%	

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

公司毛利率维持在较高水平，除直供欧派家居外盈利能力稳定

- 除直供欧派家居外，公司各销售渠道盈利能力稳定。2018-2020年公司销售毛利率稳定在50%左右，2019年毛利率提升主要系原材料价格下降以及内部降本增效。2020年公司毛利率略有下降至49.3%。但如果拆分渠道看，公司经销、直营、除欧派家居外直供等主要销售渠道毛利率均基本保持稳定。2020年，公司直供欧派家居的收入快速提升并给予了较大幅度的价格优惠，而使得直供欧派家居的毛利率下降并对整体毛利率造成了一定影响。而电商渠道毛利率有所下降则主要系会计准则调整，将运输费用改计入成本，若剔除该部分影响，2020年电商渠道毛利率为69.6%，同比略有提高。
- 分产品看，核心品类盈利能力维持较高水平。床垫作为公司主推产品，2018-2020年毛利率维持在高位水平，主要系其定位中高端客户群体并且以自主生产为主，客单价较高且生产成本较低。床架毛利率水平略低于床垫，主要系其部分材料采用外购或外协生产。床品和其他品类作为公司核心品类的配套品，外协或外购比例较高且销售规模较小，因此毛利率相对较低。

图10: 销售毛利率稳定维持在50%左右



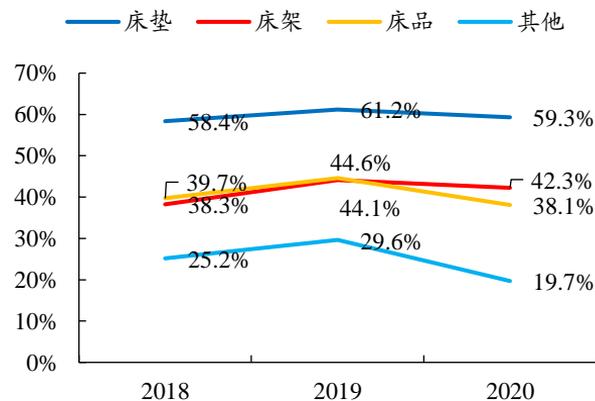
数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

表5: 直营和电商渠道贡献较高毛利率水平

毛利率	2018	2019	2020
经销	42.7%	46.4%	45.9%
直营	74.9%	78.3%	75.9%
直供	59.5%	51.8%	32.6%
-欧派家居		37.7%	23.4%
-其他直供	59.5%	60.6%	60.0%
电商	69.0%	69.0%	61.6%
其他	10.1%	16.2%	7.9%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

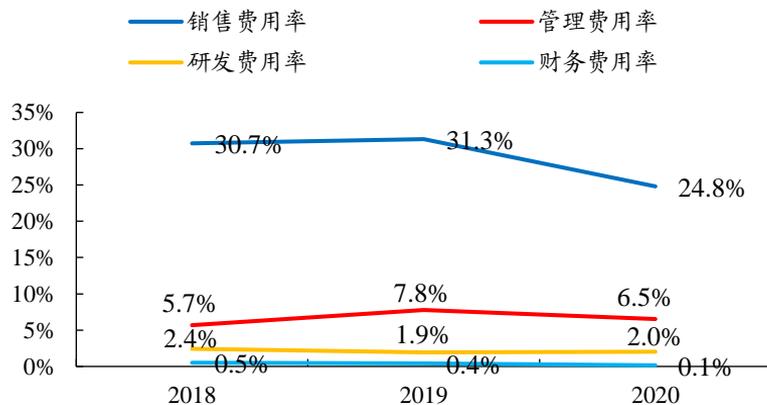
图11: 主营产品床垫毛利率维持高位水平



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

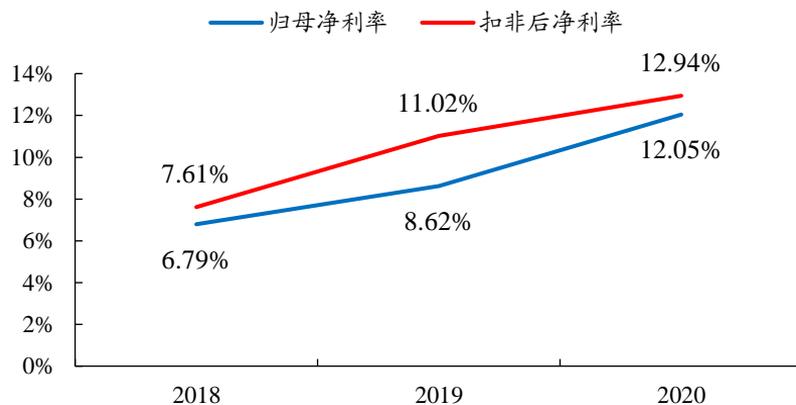
- 伴随销售收入规模提升，公司费用端规模效应逐渐显现。销售费用为公司期间费用的主要来源，2020年销售费用率下降至24.8%（剔除新收入准则影响销售费用率为26.41%），主要系广告费（疫情影响下较少了交通枢纽等广告投放）、租赁费用（直营渠道占比下降）的下降和收入提升下费用投放规模效应逐渐显现。而2019-2020年，公司管理费用率有所提升主要系股份支付费用影响，若剔除该部分影响则公司2018-2020年管理费用率基本维持稳定。公司研发费用率则基本保持稳定。
- 2018-2020年公司净利率水平持续提高。**2020年，公司归母净利率和扣非后净利率分别为12.05%和12.94%，相较2018年分别提升5.26pct和5.33pct，公司盈利能力显著提高。其中，2019年公司净利率提升主要系原材料价格下降和降本增效带来的毛利率提升，而2020年公司净利率提升则主要系销售费用率的显著收缩。

图12：2020年，公司销售费用率明显降低



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图13：净利率水平持续提高



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

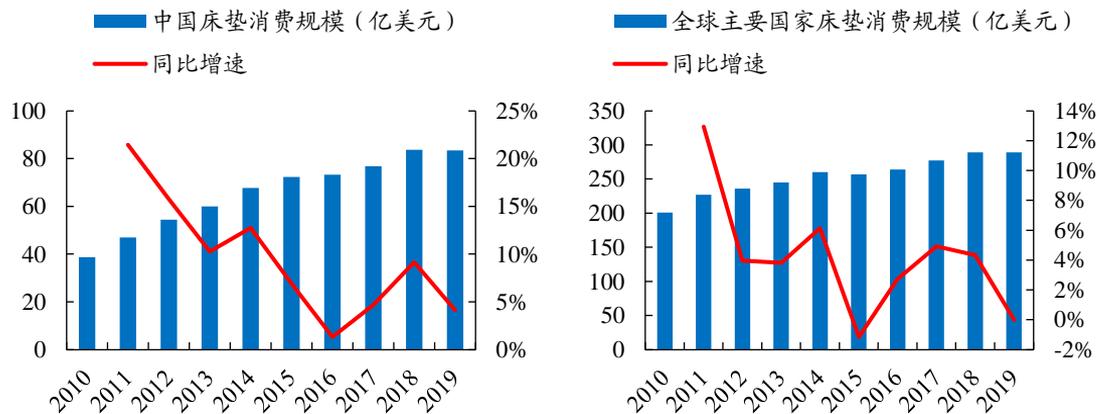
目录

CONTENTS

- 1 慕思股份概况：国内床垫领军品牌
- 2 财务分析：收入稳步增长，盈利能力持续提升
- 3 行业：我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为
- 4 慕思股份核心优势：营销力、渠道力和产品力优势突出
- 5 投资建议及风险提示

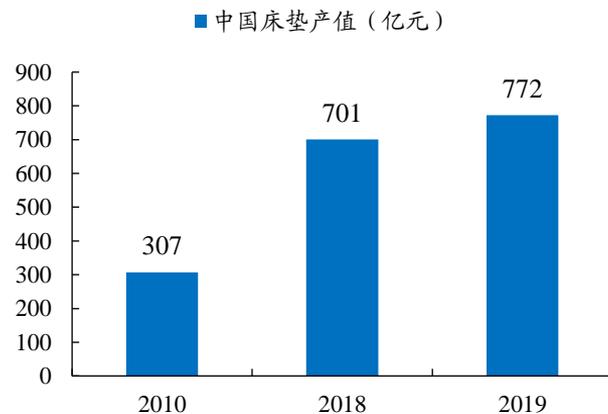
- 我国床垫市场规模稳步增长，增速高于全球主要国家平均增速。根据CSIL，2010-2019年我国床垫出厂口径消费规模由38.7亿美元增长至83.4亿美元（按1美元=6.9元人民币换算，约为575亿元），复合增速达8.9%。而全球主要国家出厂口径床垫消费规模由201亿美元增长至289亿美元，复合增速为4.1%。我国床垫市场规模增速高于全球主要国家平均增速。我国床垫市场规模占全球主要国家床垫消费规模的比重也由2010年的19.2%提升至2019年的28.9%。
- 我国床垫生产制造产业链也伴随终端消费市场的扩容而快速兴起。根据CSIL，2019年我国已成为全球软体家具行业最大的生产国，软体家具产值占比达到46%。其中，根据前瞻产业研究院的数据，我国床垫产值也在快速增长。2019年，我国床垫产值达到772亿元，同比增长10.1%，2010-2019年增长复合增速达10.8%。

图14：我国床垫市场规模稳步增长，增速高于全球主要国家平均增速



数据来源：CSIL、开源证券研究所

图15：我国床垫产值稳步提升



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

3.2 我国床垫市场规模有望延续量价齐升的趋势

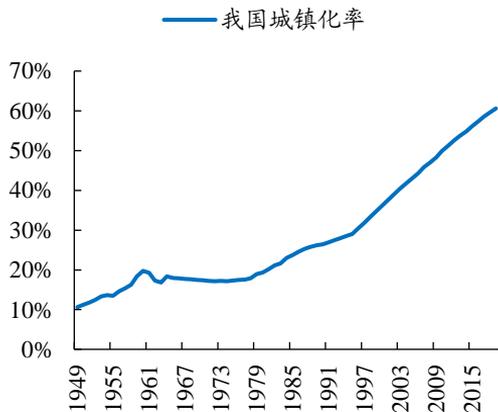
量的增长：我国床垫渗透率仍有提升空间，城镇化率提升、消费升级有望推动渗透率提升

- 根据CSIL，我国床垫渗透率约为60%而发达国家床垫渗透率约为85%，我国床垫渗透率仍有较大提升空间。
- 我们认为城镇化率持续提升和消费升级有望推动床垫渗透率继续提升：

(1) 城镇化率：改革开放后，我国城镇化率进入高速提升期。全国城镇化率由2010年的50.0%提升至2019年的60.6%，年均提升1.18pct。城镇化率提升意味着更多消费者适应城市生活方式，改变睡眠时不使用床垫产品的生活方式，转而使用床垫产品。

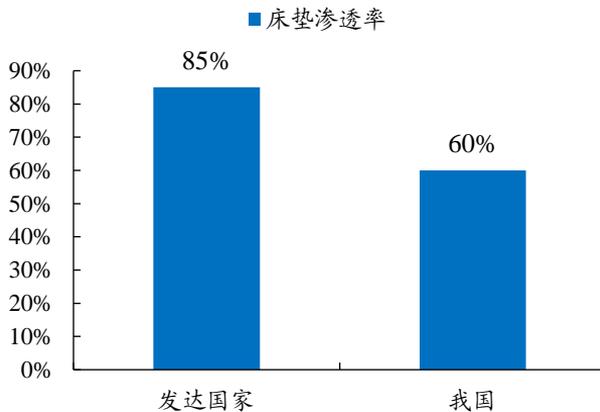
(2) 消费升级：消费升级一方面是我国消费水平持续提升下，更多消费者拥有了品牌床垫的消费能力，另一方面则是主力消费群体的迭代。根据新思界网，约75%的90后人群存在睡眠质量问题，他们对睡眠消费具有更高的需求。当90后为代表的年轻消费群体的消费能力不断提升，他们对床垫消费的需求有望不断扩大。

图16：我国城镇化率持续提升



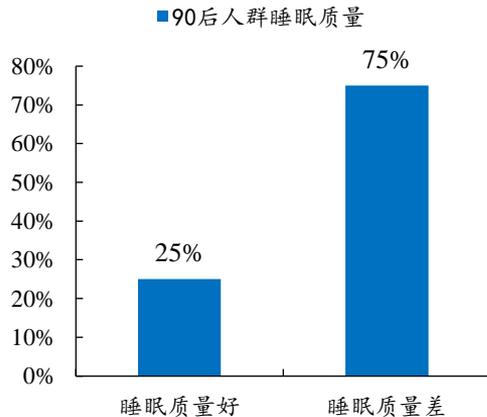
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：我国床垫渗透率仍有提升空间



数据来源：CSIL、开源证券研究所

图18：年轻消费群体对睡眠消费有更高需求



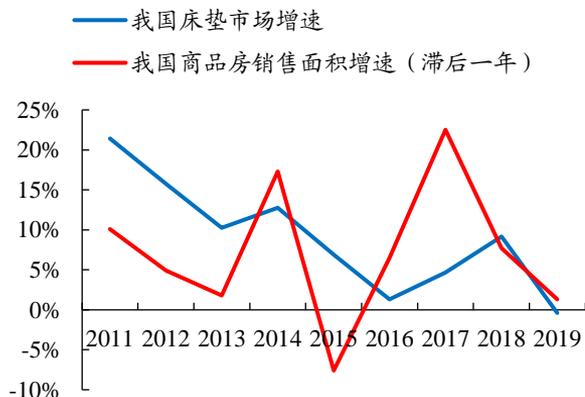
数据来源：新思界网、开源证券研究所

3.2 我国床垫市场规模有望延续量价齐升的趋势

量的增长：我国床垫市场的改善换新需求仍有较大释放空间

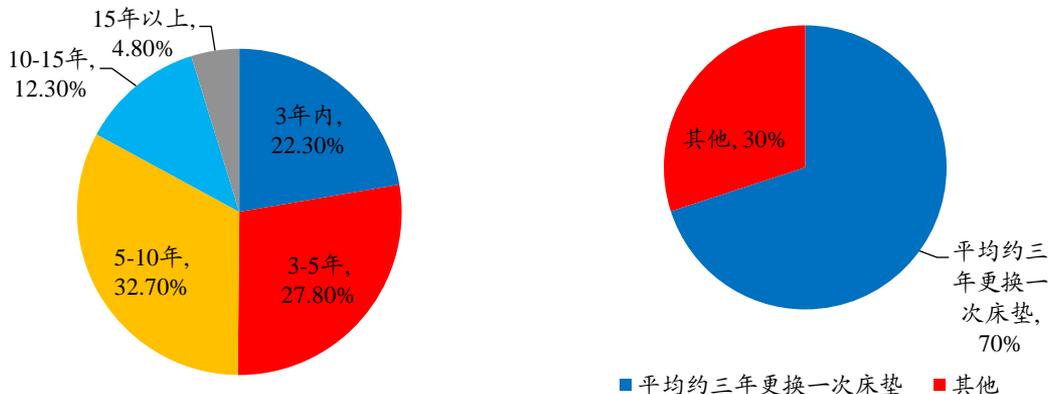
- 将我国商品房销售面积增速滞后一年处理后与我国床垫市场规模增速进行拟合，可以发现我国床垫消费仍有一定地产周期性。
- 床垫消费仍具有一定地产周期性的背后则是我国床垫消费主要以房屋装修时的购新需求为主，而后期产品更新的改善需求仍较少。根据《2021床垫新消费趋势报告》，约49.8%的我国受访者床垫使用年限已超过5年。而约有70%的美国消费者平均约3年即更换一次床垫。因此，如果对标美国等发达国家，伴随我国消费者消费水平提升以及对床垫功能属性的认知加深，我国后期床垫更新带来的改善型需求仍有较大释放空间，拉动床垫市场规模增长的同时也将平滑床垫消费的地产周期性。

图19：我国床垫消费仍具有一定地产周期性



数据来源：Wind、CSIL、开源证券研究所

图20：我国消费者床垫更换周期仍较长，美国消费者更短



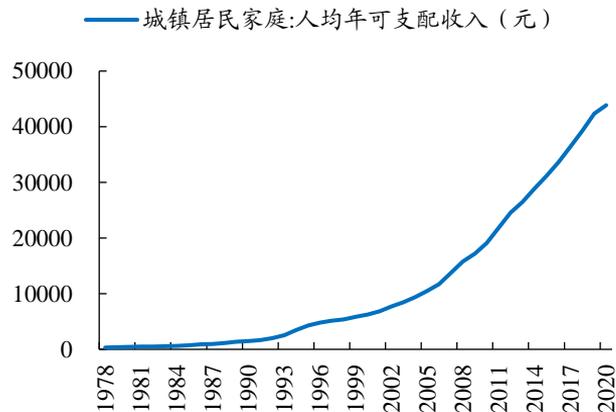
数据来源：《2021床垫新消费趋势报告》、开源证券研究所

3.2 我国床垫市场规模有望延续量价齐升的趋势

价的提升：我国居民人均可支配收入持续提升有望推动床垫消费预算增加

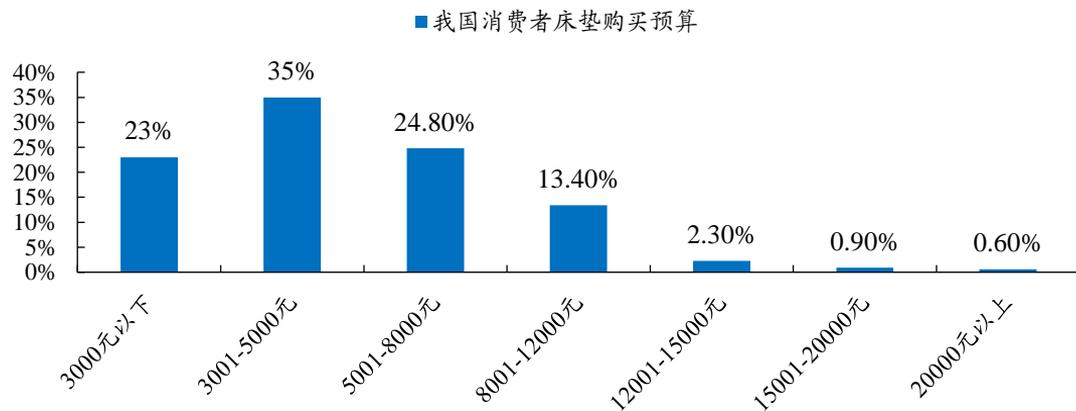
- 根据《2021床垫消费新趋势报告》，我国消费者床垫购买预算主要集中在8000元以下。其中，购置预算在3000元以下、3001-5000元以及5001-8000元的占比分别为23%、35%和24.8%。而从终端零售价，看3000元以下的床垫主要以满足刚需为主，3000-8000元则为慕思等国内中高端品牌的主力价格带区间。
- 我国城镇居民人均可支配收入仍处在持续提升的过程中。2013年至2019年，中国城镇居民人均可支配收入由26467元上升至42359元，年均复合增长率为8.15%。伴随城镇居民人均可支配收入的提升，我国消费者床垫购买力有望进一步提升。

图21：我国城镇居民人均可支配收入持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：我国消费者床垫购买预算主要集中在8000元以下

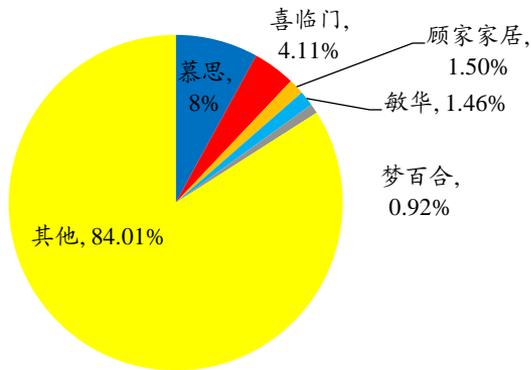


数据来源：《2021床垫消费新趋势报告》、开源证券研究所

与美国相比，我国床垫市场集中度明显较低

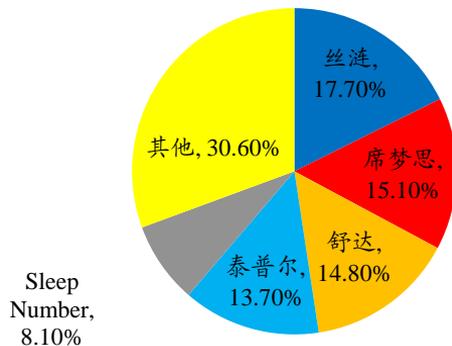
- 根据观研网的数据，2019年我国床垫企业CR5为15.99%。其中，市占率前二的慕思和喜临门市占率也分别仅为8%和4.11%。而根据Furniture Today的数据，2019年美国床垫企业CR5为69.4%，市场集中度显著高于我国。并且从龙头品牌的市占率看，也明显相对更高。龙头品牌丝涟市占率达到17.7%。席梦思、舒达、泰普尔三个品牌的市占率也分别均高于13%。
- 我们认为我国床垫市场集中度较低或主要源于：（1）由于消费发展阶段差异，我国消费者对床垫品牌和功能属性的认知程度较低。（2）国内床垫品牌起步较晚，在渠道和品牌积累上仍需一定时间。但伴随我国消费升级、国潮兴起以及国内床垫品牌的逐步发展，我们认为我国床垫市场仍有望加速集中化的进程，慕思等优秀的国内龙头床垫品牌市占率有望进一步提升。

图23：2019年，我国床垫企业 CR5 为 15.99%



数据来源：观研网、开源证券研究所

图24：2019年，美国床垫企业 CR5 为 69.4%



数据来源：Furniture Today、开源证券研究所

3.4 我国床垫市场仍较为分散，龙头品牌具有广阔成长空间

软体家居：产品功能属性提升、渠道变革、龙头优势积累，有望带动市场集中

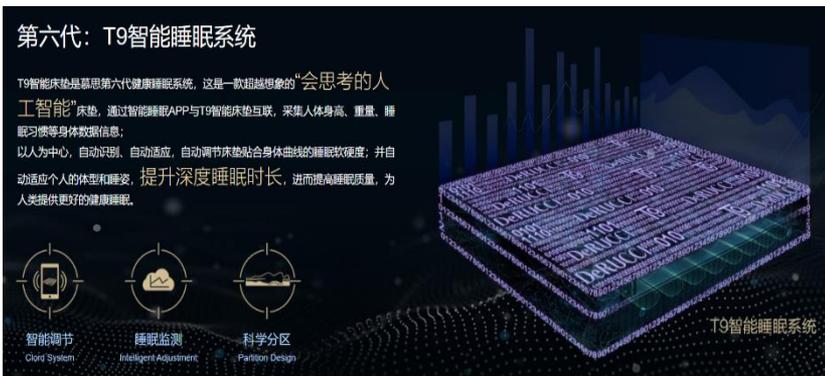
我们认为伴随床垫产品功能属性提升、渠道变革和龙头优势积累，国内床垫市场有望加速集中。

(1) 功能属性提升：近年伴随技术、设计不断迭代和年轻消费群体占比提升，消费者对床垫功能属性的认知不断提升。而对于功能属性相对更强、产品更具标品属性的消费品，龙头品牌更容易塑造品牌效应，竞争格局也相对更优。

(2) 渠道变革：近年床垫行业线上渠道占比逐步提升。由于中小品牌主要以传统线下区域性门店为主要渠道，而在线上渠道的资源投入上与龙头品牌有较大差距，因此我们认为线上渠道占比提升也有望加速龙头品牌市占率的提升。

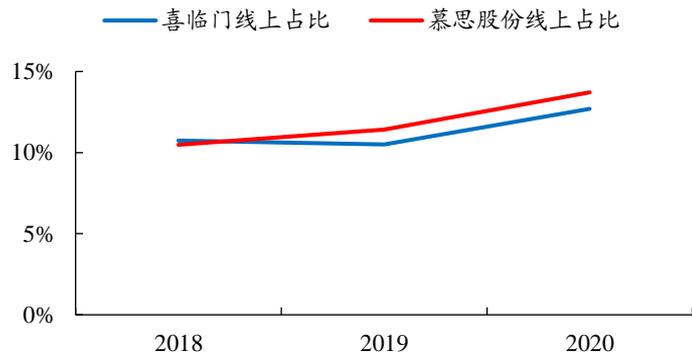
(2) 龙头优势积累：当前我国床垫龙头品牌的销售体量、渠道规模以及配套服务能力都已与中小品牌拉开了较大差距。

图25：床垫功能属性愈发受到消费者重视



资料来源：慕思家居官方网站

图26：床垫行业线上渠道占比提升



数据来源：喜临门公告、慕思股份公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 慕思股份概况：国内床垫领军品牌
- 2 财务分析：收入稳步增长，盈利能力持续提升
- 3 行业：我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为
- 4 慕思股份核心优势：营销力、渠道力和产品力优势突出
- 5 投资建议及风险提示

慕思品牌价值领先国内寝具品牌，贯穿全年的IP活动深入占据消费者心智

- 慕思品牌价值领先国内寝具品牌。根据品牌观察杂志社等评选的中国品牌价值500强榜单，慕思2018-2020年连续三年蝉联国内寝具行业品牌价值榜首。并且，慕思品牌价值持续快速增长。2016-2020年，慕思品牌价值由105.88亿元增长至356.92亿元。
- 慕思打造的贯穿全年的IP活动已经深入占据消费者心智。IP活动一直是国内软体家居行业营销的重要形式。经过多年沉淀，慕思已经打造出“3.21世界睡眠日”、“6.18世界除螨日”、“7.29超级品牌日”、“8.18全球慕思睡眠文化之旅”和“双十一慕思告白日”五大贯穿全年的IP活动。结合不同时间节点的活动,慕思的品牌价值和品牌文化得以深入占据消费者心智。
- 而我们认为慕思能够打造出领先品牌价值和深入人心IP活动的背后则是大力度+精准化的营销投入。

图27：打造贯穿全年的IP活动

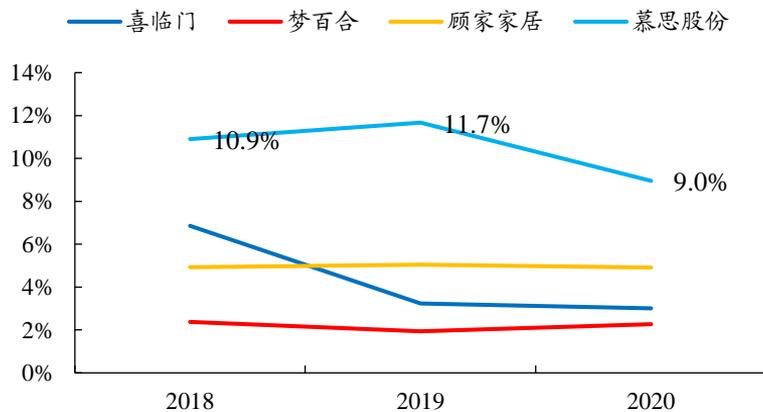


资料来源：慕思股份官网、慕思股份公告、开源证券研究所

慕思广告营销费用投入力度领先国内知名竞品品牌

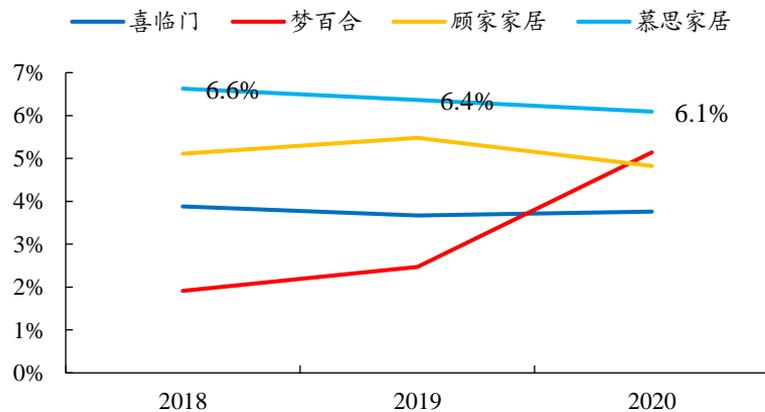
- 从销售费用中的广告费用率看，慕思股份的广告投入力度明显领先行业竞品。2018-2020年，喜临门、梦百合和顾家家居的平均广告费用率分别为5.0%、4.0%和3.8%，而慕思股份的广告费用率则分别为10.9%、11.7%和9.0%。我们认为广告费用率差异，一方面与收入结构有关（慕思股份基本没有代工业务），另一方面也在一定程度上可以看出慕思对于营销的重视程度。
- 慕思销售人员的工资与福利费用率也领先行业平均水平。2018-2020年，慕思销售员工资与福利费用率均高于6%，领先行业平均水平。从绝对值上看，2020年公司在疫情期间进一步加大薪酬激励幅度，慕思销售人员平均年薪为13.69万元，同比增长15.3%。我们认为领先行业的薪酬水平能够有效提高相关市场渠道销售人员的工作积极性。

图28：慕思广告费用率明显领先



数据来源：图中慕思股份等四家公司公告、开源证券研究所

图29：慕思销售员工资与福利费用率领先行业



数据来源：图中慕思股份等四家公司公告、开源证券研究所

精准化营销投入一：及时调整营销渠道间的投入重心

- 冠名赞助、公共交通场景广告是慕思传统的核心营销方式。2018-2020年，慕思均有超过45%的广告费用投向冠名赞助和公共交通场景广告。通过冠名娱乐节目、赞助中国女排以及投放机场、高铁站等交通枢纽大屏广告，慕思品牌形象迅速传播。
- 伴随渠道流量分化，慕思及时调整营销渠道间的投入重心。近年来，伴随线上渠道的重要性日益提升，线上流量也已成为了家居品牌的必争之地。而疫情则更加速了这一趋势。我们从慕思的广告费用投入情况也可以看出，2019年以来，公司就加大了电商和互联网广告的投入力度。2020年，在显著收缩线下广告投入的同时，公司依然在加大线上渠道的广告投入。而对于线下渠道，公司继续维持传统核心营销方式投入的同时，也在积极尝试开拓楼宇框架及户外广告等多元化营销手段。

表6：公司逐步加大线上平台广告的投入力度

单位：万元	2018年		2019年		2020	
	金额	金额	变动率	金额	变动率	
冠名赞助	8,827	10,996	24.6%	10,713	-2.6%	
公共交通场景广告	8,226	9,820	19.4%	7,273	-25.9%	
电商平台	4,795	6,294	31.3%	8,145	29.4%	
互联网广告	3,747	6,002	60.2%	6,365	6.1%	
电视台广告	4,039	3,817	-5.5%	1,070	-72.0%	
楼宇框架及户外广告	3,549	6,180	74.1%	4,291	-30.6%	
其他	1,281	1,419	10.8%	1,749	23.2%	
合计	34,465	44,528	29.2%	39,606	-11.1%	

数据来源：慕思股份公司公告、开源证券研究所

图30：公司在微信朋友圈等线上平台投放广告



资料来源：凤凰网家居

精准化营销投入二：围绕目标圈层，精准打造品牌文化

- 除营销渠道的与时俱进外，慕思在营销方式的选择上也紧紧围绕中高端消费群体这一目标圈层，精准打造品牌文化。
- 慕思在品牌宣传时多以一个法国老人作为宣传形象，与其他家居品牌多以娱乐明星作为品牌形象代言人的有较大不同。但正是这样一个外表精神矍铄、姿态从容具有工匠气质的老人形象向消费者传递了慕思“健康睡眠专家”的专家型品牌定位形象。
- 慕思在营销方式的选择上也会倾向于匹配中高端消费人群的消费方式。例如，高铁站、飞机场等商务人士出行必经的交通枢纽是慕思广告投放的核心区域之一。而在品牌赞助等方面，慕思也会选择赞助音乐会等符合慕思中高端品牌形象的活动。
- 慕思每年会向客户寄送带有慕思LOGO的圣诞礼物以树立品牌形象，2018-2020年投入的相关终端管理费均在4000万元左右。

图31：“慕思老人”形象深入人心



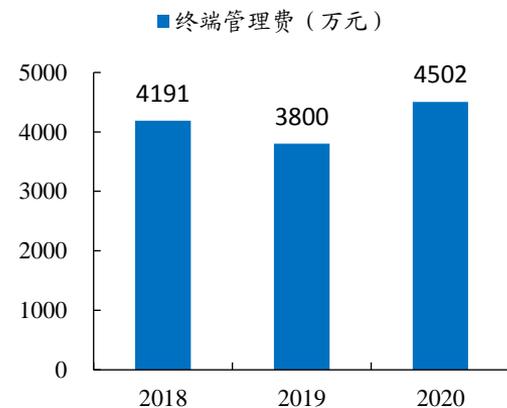
资料来源：慕思寝具官网

图32：慕思积极赞助音乐会



资料来源：慕思寝具官网

图33：慕思每年投入上千万的终端管理费



数据来源：慕思股份公司公告、开源证券研究所

慕思零售渠道规模在床垫行业中处于前列，直营渠道逐渐收缩但经销渠道仍处于加速扩张阶段

- 慕思零售渠道规模在床垫行业中处于前列。截至2020年/2021财年末，喜临门专卖店、顾家家居自有品牌经销、敏华控股和慕思股份专卖店分别为2340家、4737家、3999家、3500家。考虑到顾家家居和敏华控股的店面主要以沙发单品店和多品类融合店等形态为主，而慕思仍主要以床垫单品店为主，因此我们预计慕思零售渠道从床垫单品类看处于行业领先水平。
- 慕思直营渠道逐渐收缩，但经销渠道仍处于快速扩张阶段。2018-2020年，由于部分直营门店调整或转经销，公司境内直营店数量有所减少。而经销渠道仍处于快速扩张阶段，2018-2020年公司期末经销商数量由1018个增长至1401个。

图34：慕思专卖店数量处于行业前列



图35：慕思专卖店数量处于行业前列

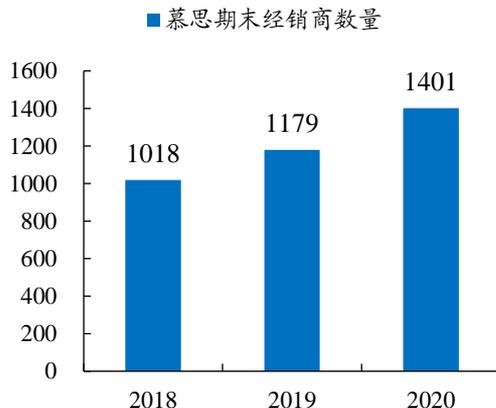


图36：公司直营渠道逐渐收缩



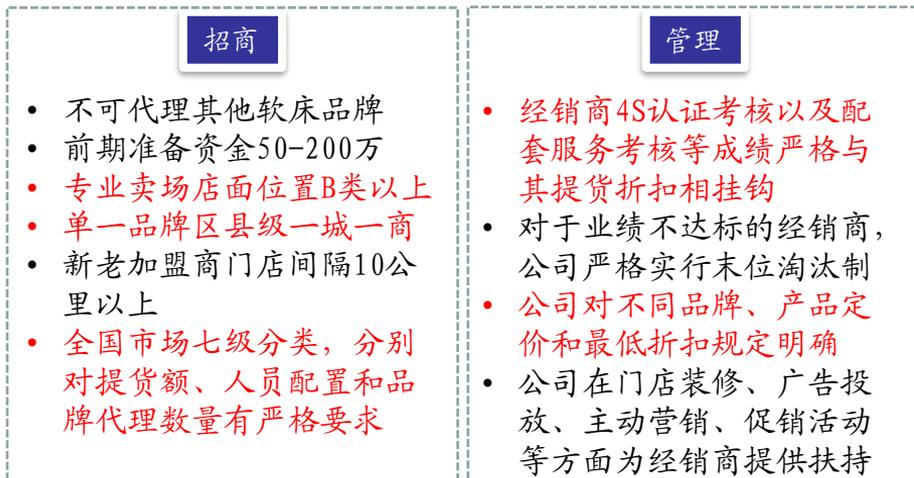
数据来源：图中慕思股份等4家公司公告、开源证券研究所（喜临门为喜临门专卖店、顾家仅考虑自有品牌经销、敏华剔除乐德飞翼及意斯特）

数据来源：慕思股份公司公告、开源证券研究所 数据来源：慕思股份公司公告、开源证券研究所

除规模优势外，我们认为慕思渠道最大的亮点在于通过精细化管理和不断迭代，汇聚了行业最优质的经销商资源

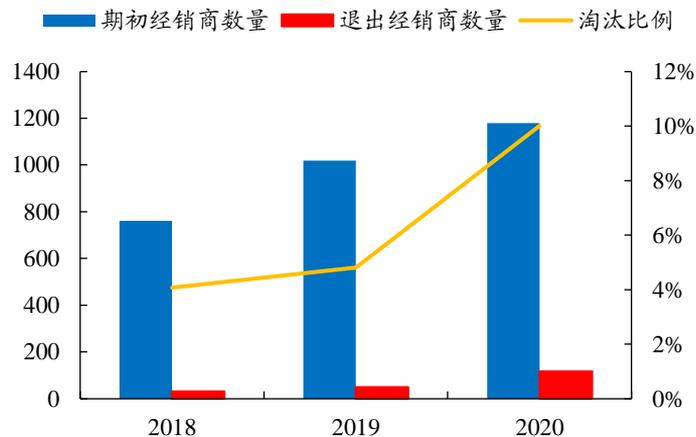
- 慕思在经销商招商、管理等环节都有详细的考核管理制度。（1）招商：慕思要求经销商前期准备资金50-200万元，店面位置在专业卖场B类以上，且为独家代理。公司会将全国市场进行七级分类，分别对提货额、人员配置和品牌代理数量进行严格要求。但同时，公司也会通过单一品牌区县级一城一商，新老加盟商门店间隔10公里以上等政策保护经销商权益。所以在招商阶段，公司就已经对行业中优质经销商资源优中选优。（2）管理：经销商4S、配套服务等考核结果都会与经销商提货折扣严格挂钩，对于业绩不达标的经销商严格末尾淘汰。2020年，公司进一步加大了经销商淘汰力度，淘汰比例提升至10.0%。此外，公司会对经销商终端售价和最低折扣进行明确规定。当然除了考核和规定外，公司在装修、广告、促销等各方面都会提供有力支持。
- 总结看，依靠行业领先的盈利能力，慕思不断吸引经销商加盟，而又通过精细化管理和迭代后，筛选出最优质的经销商资源。

图37：慕思有完善的经销商考核管理制度



资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图38：2020年慕思进一步加大经销商淘汰力度（单位：个）



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

渠道多元化拓展：开拓多品牌老店，门店形式愈发灵活多样

- **店面形式多元化：**慕思专卖店形式仍主要以单品牌/系列店为主。根据公司官网，歌蒂娅、凯奇、0769、3D等主力单品牌/系列店的店面面积要求普遍在160m²。V6家居门店的面积要求上限可以达到360m²。经过多年积累，慕思的子品牌/系列已经日渐成熟，因此公司开始逐渐探索多品牌综合店，多品牌综合店的面积要求基本在每个系列150-200m²的左右。
- **店面区位多元化：**慕思专卖门店主要位于红星美凯龙、居然之家、月星家居、欧亚达家居等KA渠道，并要求占据B类以上的优势区域。此外，公司逐渐向社区店、商超、百货店等全国大型连锁商场及地方的 Shoppingmall、机场、汽车 4S 店、装饰整装公司等渠道拓展，推动门店从核心商圈到流通门店的多层次覆盖，并通过开设睡眠体验馆，在行业内率先引入“样板间”模式，设立体验式消费场景，开创家居领域体验式消费，提高了客户的消费体验。

图39：慕思主力单品牌店面面积要求普遍在160m²

品牌/系列	面积要求
慕思·歌蒂娅	160m ²
慕思·凯奇	160m ²
慕思·0769	160m ²
慕思·3D	160m ²
慕思·V6	150-360m ²
PAULY	130m ²
慕思·儿童	120m ²
Derucci Home	160m ²
慕思·国际	160m ²

资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图40：慕思逐步拓展多品牌综合店



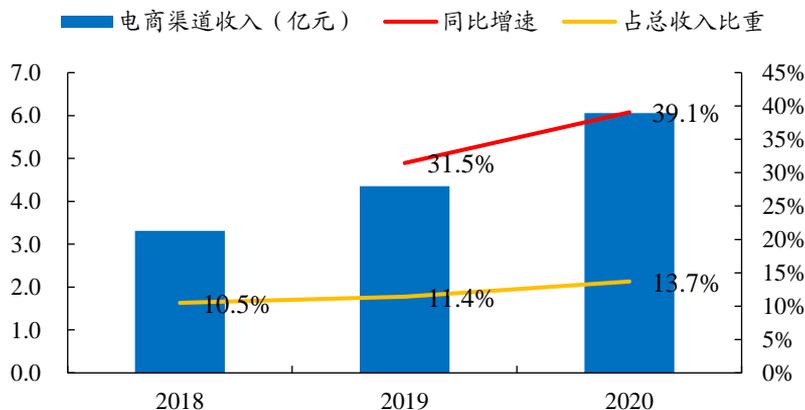
品牌/系列	面积要求
两品牌综合店	300-400m ²
三品牌综合店	450-550m ²
四品牌综合店	700m ²
五品牌综合店	800-1000m ²

资料来源：慕思股份公告、开源证券研究所

渠道多元化拓展：开拓电商渠道，通过与欧派家居深度合作推动直供渠道

- **电商渠道：**慕思于2015年开始拓展电商渠道，主要定位中端及年轻时尚客户群体。公司电商渠道的销售以天猫、京东等官方旗舰店模式为主，2020年官方旗舰店模式实现的收入占电商渠道比例超过95%。2018-2020年，公司电商渠道取得快速发展，收入复合增长率达到35.2%。其中2020年，公司电商渠道收入同比增长39.1%至6.1亿元，收入占比提升至13.7%。
- **直供渠道：**直供渠道下，公司主要向大型客户、星级酒店或大型公建项目等提供床垫、床架及其他配套产品，基于长期战略合作考虑，且由于该类客户一般采购量较大，公司正常情况下会给予其一定的价格优惠。2019年起，慕思与欧派家居开展深入合作，联合打造睡眠品牌慕思·苏斯。2020年，直供收入同比增长135.2%至3.9亿元，其中供货给欧派家居的比例达到74.6%。

图41：慕思线上渠道占比逐渐提升



数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

图42：慕思股份与欧派家居联合打造睡眠品牌慕思·苏斯



资料来源：慕思股份官网

慕思已拥有完整的产品线，能够满足国内中高端消费群体的多样化需求

• 通过梳理，我们认为可以将慕思的产品线分为四类：

- (1) 核心品牌/系列：包含慕思旗下的歌蒂娅、凯奇、3D、0769四大系列和V6家居，是慕思当前的核心产品，定位各有侧重。
 - (2) 新品牌/系列：包含慕思旗下的蓝奢、意简、新北欧和凯锐四大系列，主要为2021年新推产品线，设计风格符合时代潮流。
 - (3) 进口代理品牌/系列：包含PAULY、TRECA等品牌，满足高端消费者需求，如PAULY手工打造一套寝具最高能接近百万元。
 - (4) 其他品牌/系列：主要系儿童床垫、盒子床垫、沙发、整装、家纺等非核心品类各自对应的品牌。
- 我们认为慕思完整产品线的支撑主要系其整合的设计、生产、研发和供应资源以及优质的售后服务。

图43：慕思打造了完整的产品线



资料来源：慕思股份公告、慕思股份官网、开源证券研究所

设计资源：整合优秀海外设计师资源，提升产品力

- 慕思通过整合优秀海外设计师资源，组建设计师团队。国内家具企业存在较多借鉴海外家具设计的情况，但囿于成本、管理等原因，很少有品牌将海外设计师资源进行整合。而慕思于2007年就开启了全球人才整合战略，引入法国籍知名设计师Maurice作为首席设计师，后又接连引入Sezgin AKSU、James等具有丰富经验的海外设计师，组建了领先行业的慕思设计师团队。
- 优秀的设计师团队有效提升了慕思的产品力。慕思设计团队以欧洲设计理念，将人体工程学、时尚艺术感和睡眠环境学等要素融入寝具设计，打造符合人体工程学的智能化健康睡眠产品。2021年，慕思V6床架获国家级专利奖项——中国外观设计优秀奖。

表7：慕思整合优秀海外设计师资源

设计师	履历
Maurice Barilone	法国，曾在欧洲最大的家具品牌罗奇堡任职主设计师
Sezgin AKSU	与Silvia SUARDI在米兰开设工作室AKSU/SUARDI
James Boganik Nielsen	丹麦，曾任教于巴黎达芬奇大学艺术学院，创作了多芬椅、帕克椅、塔罗斯椅等经典家具
Matt Arquette	英国，兰博基尼主笔设计师
Jeremie Barilone	法国，新锐设计师，V6首席设计师
Corrado Dotti	意大利，曾任阿玛尼家居（Armani Casa）的高级设计师

图44：慕思V6床架荣获中国外观设计优秀奖



资料来源：慕思股份官网、开源证券研究所

资料来源：V6家居官网

生产：工业4.0工厂引领行业，募投项目有望打通产能瓶颈

- 公司位于东莞的工业4.0工厂制造能力引领行业。根据央视网《超级工厂》节目信息，慕思东莞工厂总建筑面积38万平方米，占地面积320亩，已建成慕思中心大楼、研发中心、套床数字化工厂、床垫数字化工厂，未来将继续建立自动户成品立库、沙发数字化工厂、家纺数字化工厂。在工业4.0的推动下，公司产能具有自动化、定制化等能力，已打通从客户下订单到产品交付的全自动化流程，是国内设备最先进的软体家具制造企业之一。公司床垫类产品从接收订单到生产出库大约仅需要 9-15 天。
- 募投项目有望打通产能瓶颈。2018-2020年，公司床垫和床架的产能利用率都接近饱和。公司将投入15亿元IPO募投资金用于华东产能建设。项目达产后，公司将新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套，拓宽产能覆盖区域的同时有效缓解产能瓶颈。

表8：2018-2020年公司产能利用率处在较高水平

单位：万套/万张	2018	2019	2020
床垫			
产能	75.53	92.75	107.95
产量	71.36	89.51	107.29
产能利用率	94.47%	96.51%	99.39%
床架			
产能	20.59	22.87	36.33
产量	19.57	21.91	36.03
产能利用率	95.06%	95.80%	99.17%

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

表9：IPO募集资金重点投向华东产能项目

单位：万元	项目总投资	拟投入募集资金
华东健康寝具生产线 建设项目	150334	150334
数字化营销项目	24780	24780
健康睡眠技术研究中 心建设项目	14879.85	14879.85
合计	189993.9	189993.9

数据来源：慕思股份公告、开源证券研究所

研发和供应资源：整合全球优质供应商资源，合作研发创新技术

慕思与众多全球优质的软体家具零部件供应商达成深度合作。优质的原材料和技术，是打造优质产品的必要条件。依靠稳定的采购规模和优质的品牌形象，慕思先后与德国 Agro（弹簧供应商）、德国 Muller（纺织品供应商）、美国 Bedgear（床品供应商）、意大利 Technogel（凝胶供应商）等多家国际知名寝具生产商达成长期战略合作。

与优质供应商联合开发，从简单的供应关系延伸至材料资源的整合。慕思众多开创性的床垫材料和技术都源于和优质供应商的联合研发。包括慕思核心品牌慕思·3D的3D材料就源于慕思和德国企业 Muller 的联合开发。通过资源整合，双方共同开发出了世界第一张无弹簧、可透气水洗的3D床垫。又例如，慕思的太空树脂球床垫也是源于慕思和丰田集团爱信精机公司的深入合作。

图45：公司整合优质供应商资源



资料来源：慕思股份官网

图46：慕思与丰田集团合作开发太空树脂球床垫



资料来源：慕思官方公众号

优质的金管家服务打造慕思产品力的最后一环

慕思“金管家”是慕思按先进服务标准和服务流程打造的服务品牌。金管家服务包括4S店一站式购物体验、“七彩阳光”配送安装服务、“金管家”客户关怀、“感动式”增值护理服务、“全程无忧”售后服务五大环节，能够为慕思销售者在售前、售中、售后各环节都提供全面、高品质、高标准、高效率的服务。

金管家服务打造慕思产品最后一环。（1）慕思品牌定位于中高端，全面、优质服务能够深度契合中高端消费者的需求，并拉开与中小品牌的差距。国内仅有慕思、喜临门等头部品牌具有全方位服务能力。（2）定期除螨、护理等定期售后服务一方面是吸引消费者购买的要素，另一方面也可以与消费者持续保持联系，使床垫等低频消费品也具有较高品牌粘性并带动二次消费。

图47：慕思提供金管家服务

4S店一站式购物体验

根据顾客身体特点和睡眠习惯推荐合适的产品或量身定制产品，提供高品质、高标准服务

“七彩阳光”配送安装服务

慕思严格按订货合同约定的时间完成送货安装任务，如因慕思原因延误将进行一定赔偿

“金管家”客户关怀

接到报修或投诉后，慕思4小时内响应，3个工作日内上门服务，上门后一个工作日内提供解决方案

“感动式”增值护理服务

定期回访，提供深度护理、皮床护理、除螨、拆洗拆装等免费增值服务

“全程无忧”售后服务

送货日起30天内可退换，60天试用，整套产品报修1年，主要部件3年以上，终身维护

资料来源：好家国家居公众号、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 慕思股份概况：国内床垫领军品牌
- 2 财务分析：收入稳步增长，盈利能力持续提升
- 3 行业：我国床垫行业有望量价齐升，龙头品牌大有可为
- 4 慕思股份核心优势：营销力、渠道力和产品力优势突出
- 5 投资建议及风险提示

我国床垫行业属于长坡厚雪的成长型赛道，重点推荐顾家家居、敏华控股，受益标的慕思股份（拟上市）、喜临门

我国床垫行业属于长坡厚雪的成长型赛道，渗透率仍有较大提升空间。在城镇化率提升、居民消费升级等驱动下，我国床垫行业在未来较长时间内都有望延续量价齐升的趋势。从竞争格局看，我们床垫市场集中度明显低于美国等发达国家。未来伴随床垫产品功能属性提升、渠道变革和龙头优势逐步积累，我国床垫市场有望加速集中。因此，在行业趋势向好且集中度有望提升的背景下，我们坚定看好行业龙头公司的发展。我们重点推荐顾家家居和敏华控股，两个软体家居龙头在沙发优势品类的基础上正加速向床垫赛道拓展，有望充分享受行业增长红利。同时，受益标的包括床垫细分赛道龙头慕思股份（拟上市）和喜临门。

从慕思股份和欧派家居的直供合作形式中，欧派家居作为大家居龙头的综合能力进一步得到验证，重点推荐欧派家居

2020年，配套品业务已经成为欧派家居业绩增长的重要增量之一。伴随整装发展，配套品也已成为定制家居公司综合实力的重要组成部分。而定制家居公司配套品已外采为主，所以龙头品牌通常能够以规模优势获得采购上的价格优势。而慕思股份和欧派家居的直供合作形式中充分验证了这一逻辑。首先，欧派家居占慕思股份直供业务的比例超过70%。其次，慕思股份直供给欧派家居的毛利率显著低于其经销商渠道的毛利率。我们认为除了床垫以外，欧派家居的外采规模优势同样可以外推到其他配套品以及主辅材品类中，并且会形成良性的正循环效应。因此，我们继续重点推荐欧派家居，看好公司大家居战略进一步发展。

表10: 我们重点推荐顾家家居、敏华控股、欧派家居，受益标的慕思股份（拟上市）、喜临门

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS		PE		
			2020/6/29	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603816.SH	顾家家居	买入	78.86	1.34	2.55	3.12	58.9	30.9	25.3
01999.HK	敏华控股	买入	18.600	0.49	0.63	0.83	38.0	29.5	22.4
603833.SH	欧派家居	买入	147.22	3.42	4.29	5.28	43.0	34.3	27.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测均来源于开源证券研究所；对于敏华控股，收盘价和EPS均为港币，2020对应2021财年，依次类推）

- (1) 原材料价格大幅上升，影响行业整体利润率。
- (2) 房地产市场大幅下滑，使行业需求出现大幅波动。
- (3) 行业渗透率提升不及预期。

分析师声明

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

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

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

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券