

公司深度

梦百合 (603313)

轻工制造 | 家用轻工

外销格局改善，内销加速扩张

2021年07月01日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 32.60-40.75 元

交易数据

当前价格 (元)	30.05
52 周价格区间 (元)	22.47-48.95
总市值 (百万)	10480.73
流通市值 (百万)	9714.93
总股本 (万股)	37511.57
流通股 (万股)	34770.69

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
梦百合	-13.47	-26.2	10.92
家用轻工	1.19	-0.03	22.42

彭敏

分析师

执业证书编号: S0530520050001  
pengmin2@cfzq.com

0731-84779517

相关报告

- 《梦百合: 梦百合 (603313.SH) 2019 年业绩预告点评: 业绩高增长, 看好公司发展》 2020-01-22
- 《梦百合: 二季度业绩有所好转, 原材料和汇率影响减小》 2018-07-30

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	3831.59	6530.13	8552.52	10886.50	13912.95
净利润 (百万元)	373.68	378.59	612.86	865.01	1156.04
每股收益 (元)	1.00	1.01	1.63	2.31	3.08
每股净资产 (元)	6.22	9.48	10.82	12.60	14.82
P/E	30.17	29.77	18.39	13.03	9.75
P/B	4.83	3.17	2.78	2.38	2.03

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- 公司依赖外销，海外市场是基础盘。在贸易战关税及反倾销税的影响下，出口海外床垫的中小产能逐渐出清，公司深耕海外市场多年，已形成全球性的产能布局，美国、西班牙等地产能建设已成熟，对海外业务的发展起到了坚实的支撑作用。叠加美国等地区房地产市场火热，床垫需求高增，公司海外业务有望保持高增长。
- 记忆棉床垫在国内具有一定竞争力，仍具成长可能性。现阶段，我国床垫市场呈现出品牌纷繁迭出，集中度分散的格局。由于长期受睡硬床等习惯的影响，现阶段乳胶及弹簧床垫为主流的产品。记忆棉床垫总体偏软，但仍然具有稳定性好、包裹性强，能促进深度睡眠等优势。未来随着消费升级，以及消费者对记忆棉床垫产品认知的提升，我们认为国内床垫空间大，记忆棉床垫仍有成长的可能性，随着记忆棉床垫渗透率提升，行业空间也将随之打开。
- 内销主要看点为开店速度及坪效管理。中长期来看，国内市场将是促进公司发展的主要动力来源。国内家居市场空间大，家居企业发展迅速，而公司在国内市场起步较晚，发展较慢。现阶段线下门店仍为家居企业主要获客方式，公司门店数较其他家居企业数量偏少，且单店收入不高；未来公司将持续加码内销市场，加快开店速度，预计 2021 年门店数将达到 1000 家以上，随着门店数的不断扩张以及坪效管理加强，内销将迎来快速发展。
- 投资建议：随着国外风险因素逐步出清，产能逐渐爬坡，公司海外业务有望持续高增长；内销方面，随着床垫的认知逐渐提高，集中度将向头部企业靠拢，加上公司记忆棉床垫具有一定的竞争力，公司加快开店节奏，内销有望快速发展。预计公司 2021-2023 年营业收入为 85.52 亿元、108.86 亿元、139.12 亿元，归母净利润为 6.13 亿元、8.65 亿元、11.56 亿元，EPS 为 1.63 元、2.31 元、3.08 元，对应 PE 为 18.39 倍、13.03 倍、9.75 倍，考虑公司外销业务格局逐渐改善，内销业务逐步发力，成长性较强，参考同行业估值水平，给予公司 2021 年 20-25 倍 PE，对应合理区间 32.60-40.75 元，给予“推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格上涨，市场竞争加剧，运费价格上涨，外汇波动风险。

## 内容目录

1 投资逻辑.....	4
2 记忆棉床垫持续成长，国内市场大有可为.....	4
2.1 记忆棉床垫主打0压，定位中高端.....	4
2.2 国内记忆棉关注度不高，乳胶床垫仍为主流产品.....	6
2.3 国内床垫市场空间大，记忆棉床垫大有可为.....	8
3 外销格局重塑，原材料价格企稳.....	9
3.1 收入高速增长，利润波动较大.....	9
3.2 产能全球化布局，抗风险能力更强.....	11
3.3 直接原材料对公司成本影响较大.....	12
3.4 反倾销税落地，重塑外销格局.....	13
4 国内市场空间大，内销持续向好.....	15
4.1 国内市场格局分散，公司市占率有望提升.....	15
4.2 积极拓展酒店渠道，首创零压房模式.....	16
4.3 线上线下协同发展，积极开店以拓市场.....	17
5 盈利预测.....	20
6 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1：记忆棉床垫与传统床垫对比贴合度更高.....	5
图 2：记忆棉床垫与传统床垫对比深度睡眠时间更长.....	5
图 3：不同床垫价格比较.....	6
图 4：微博平台床垫类型关键词搜索次数.....	7
图 5：微博平台床垫品牌关键词搜索次数.....	7
图 6：百度平台床垫关键词搜索次数.....	7
图 7：百度平台枕头关键词搜索次数.....	7
图 8：美国床垫市场规模.....	8
图 9：美国记忆棉床垫与弹簧床垫销售规模.....	9
图 10：国内床垫市场规模.....	9
图 11：公司历年营业收入及同比增速.....	10
图 12：公司历年净利润及同比增速.....	10
图 13：公司历年净利率及毛利率.....	10
图 14：公司历年费用率.....	10
图 15：公司主要产品分类.....	10
图 16：公司以外销为主.....	11
图 17：反倾销后公司床垫产销线的调整.....	12
图 18：公司成本拆分（亿元）.....	12
图 19：2020 年公司成本拆分（亿元）.....	13
图 20：聚醚价格走势.....	13
图 21：TDI 和 MDI 价格走势.....	13
图 22：中国床垫市场集中度情况.....	15
图 23：美国床垫市场集中度情况.....	15
图 24：梦百合内销模式.....	16

图 25: “梦百合零压房”模式 .....	17
图 26: 携程 APP 预定酒店设置零压房选项 .....	17
图 27: 梦百合淘宝旗舰店 .....	17
图 28: 喜临门淘宝旗舰店 .....	17
图 29: 梦百合淘宝旗舰店床垫评价数 .....	18
图 30: 喜临门淘宝旗舰店床垫评价数 .....	18
图 31: 公司线下门店数情况 (个) .....	18
图 32: 国内各家居品牌门店数 (个) .....	19
表 1: 床垫分类及特点说明 .....	4
表 2: 不同床垫性能对比 .....	5
表 3: 不同品牌、不同床垫价格区间统计 .....	6
表 4: 乳胶床垫在我国的发展进程 .....	7
表 5: 公司全球化产能布局 .....	11
表 6: 第二轮床垫反倾销初裁及终裁 .....	14
表 7: 国内床垫市场规模及记忆棉床垫市场规模预测 .....	16
表 8: 公司内销收入测算 .....	19
表 9: 公司业绩预测 .....	20

## 1 投资逻辑

公司依赖外销，海外市场是基础盘。在贸易战关税及反倾销税的影响下，出口海外床垫的中小产能逐渐出清，公司深耕海外市场多年，已形成全球性的产能布局，美国、西班牙等地产能建设已成熟，对海外业务的发展起到了坚实的支撑作用。叠加美国等地区房地产市场火热，床垫需求高增，公司海外业务有望保持高增长。

记忆棉床垫在国内具有一定竞争力，仍然有成长的可能性。现阶段，我国床垫市场呈现出品牌纷繁多出，集中度分散的格局。由于长期受睡硬床等习惯的影响，现阶段乳胶及弹簧床垫为主流的产品。记忆棉床垫总体偏软，但仍然具有稳定性好、包裹性强，能促进深度睡眠等优势。未来随着消费升级，以及消费者对记忆棉床垫产品认知的提升，我们认为国内床垫空间大，记忆棉床垫仍有成长的可能性，随着记忆棉床垫渗透率提升，行业空间也将随之打开。

内销主要看点为开店速度及坪效管理。中长期来看，国内市场将是促进公司发展的主要动力来源。国内家居市场空间大，家居企业发展迅速，而公司在国内市场起步较晚，发展较慢。现阶段线下门店仍为家居企业主要获客方式，公司门店数较其他家居企业数量偏少，且单店收入不高；未来公司将持续加码内销市场，加快开店速度，预计2021年门店数将达到1000家以上，随着门店数的不断扩张以及坪效管理加强，内销将迎来快速发展。

## 2 记忆棉床垫持续成长，国内市场大有可为

### 2.1 记忆棉床垫主打0压，定位中高端

现阶段，我国家居市场主流的床垫种类繁多，有弹簧床垫、乳胶床垫、记忆棉床垫、空气床垫、棕榈床垫以及混合床垫等。

表 1：床垫分类及特点说明

品类	说明	代表品牌	优点	缺点
弹簧床垫	弹簧床垫属现代常用的，性能较优的床垫，其垫芯由弹簧组成	席梦思、舒达	强度高、承托性较好、透气性较强、不易变形、耐用	易造成凹陷和弹性缺乏、与人体贴合度一般
乳胶床垫	从橡胶树上采集来的橡胶树汁，通过起模、发泡、凝胶、硫化、水洗、干燥、成型和包装等工艺来生产出具有多种优良性能适合人体优质健康睡眠的现代化绿色寝室用品	邓禄普、慕思、喜临门、顾家家居	通风透气、弹性好、支撑性能好	易氧化、少部分人过敏、不可直接爆晒、清洗不易
记忆棉床垫	采用记忆棉为材料的床垫，又叫慢回弹海绵、惰性海绵、零压棉、太空棉等	泰普尔、梦百合	慢回弹、可分散压力、支撑性优良	储热不适合在高温环境下使用，低温时会变硬（非温感记忆棉解决了这个问题）
空气床垫	具有很强柔韧性和弹性，经过充气后膨胀体积变大的一种床垫	SleepNumber	可调节软硬、充气床不容易变形	寿命短、支撑差

棕榈床垫	棕垫的主要原料有山棕丝和椰丝，山棕丝是棕榈的棕衣（棕片）纤维（颜色为深褐色）；椰丝是椰子的果皮里的纤维（颜色为浅黄色）	喜临门、顾家家居	自然环保、透气	软棕耐用程度较差，易塌陷变形，承托性较差；硬棕易甲醛超标；如保养不当的话易滋生虫蛀、床垫发霉
------	---	----------	---------	--

资料来源：齐装网，财信证券

结合不同床垫的特点，以及国人购买床垫所关注的透气性、稳定性、弹性、价格等方面进行了对比。综合来看，从透气性的角度，记忆棉床垫的透气性要好于其他床垫品类；从弹性的角度，弹簧床垫的弹性要高于乳胶床垫及记忆棉床垫等其他品类；从稳定性的角度，记忆棉床垫的稳定性要好于其他床垫品类；从价格的角度，同样尺寸及厚度的床垫，通常情况下记忆棉床垫单价要高于其他类型的床垫。

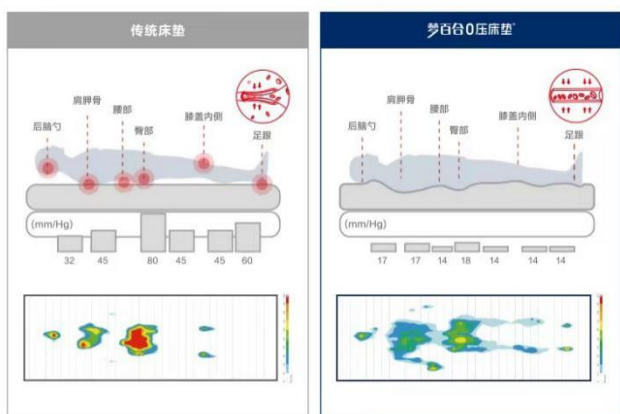
表 2：不同床垫性能对比

性能	不同床垫性能对比	备注
透气性	记忆棉床垫>乳胶床垫>弹簧床垫>棕榈床垫	
弹性	弹簧床垫>乳胶床垫>记忆棉床垫>棕榈床垫	
稳定性	记忆棉床垫>乳胶床垫>弹簧床垫>棕榈床垫	
价格	记忆棉床垫>乳胶床垫>弹簧床垫>棕榈床垫	均以 20cm 的厚垫为例

资料来源：公司公告，财信证券

根据安徽农业大学人体工程研究中心《梦百合 0 压床垫支撑性能与缓压效果实验报告》，及大连维特奥国际医院《Miily 梦百合 0 压床垫对睡眠状况影响的深入研究统计分析报告》，公司记忆棉床垫与人体的贴合度高达 97.8%（77.66%-97.8%）均匀承托，0 压绵能吸收并且分散人体压力，稳定性及支撑性表现优于其他类型床垫，让人睡得更快，深度睡眠时间相较于其他类型床垫评价提高 13%，入睡时间减少 49%。总体来看，记忆棉床垫睡感偏软，客户群体多为偏好睡软床以及追求睡眠质量的人群。

图 1：记忆棉床垫与传统床垫对比贴合度更高



资料来源：安徽农业大学人体工程研究中心《梦百合 0 压床垫支撑性能与缓压效果实验报告》，公司官网，财信证券

图 2：记忆棉床垫与传统床垫对比深度睡眠时间更长

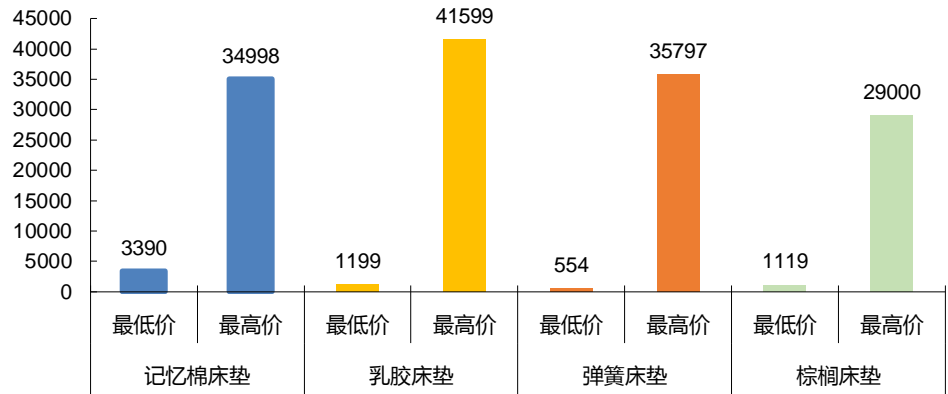


资料来源：大连维特奥国际医院《Miily 梦百合 0 压床垫对睡眠状况影响的深入研究统计分析报告》，公司官网，财信证券

现阶段，我国床垫市场产品丰富，价格差距较大。我们根据 2021 年 6 月 4 日京东和淘宝数据对比，整理了各品牌床垫最低价格与最高价格。乳胶床垫是目前销量最高的床

垫类型。目前许多床垫品牌将乳胶床垫进行了优化升级，制作乳胶弹簧复合床垫，这在保留了乳胶床垫的良好弹性外，也增强了其支撑力。因此乳胶床垫的价格相对弹簧床垫和棕榈床垫更高。弹簧床垫的价格极差非常大，普通的弹簧床垫价格比较亲民，但是经过与乳胶材料，棕榈材料的复合生产后，其价格大大升高。棕榈床垫在所有床垫类型中价格相对最低，得益于其自然环保的优点，床垫生产品牌也在尝试优化棕榈床垫来提高其市场份额。从最低价来看，记忆棉床垫的最低价要高于其他类型床垫，主要定位于中高端产品。

图 3：不同床垫价格比较



资料来源：京东商城、淘宝、财信证券

不同品牌在床垫生产上各有侧重，梦百合作为一家专注记忆棉床垫生产的公司，其床垫类型多样，定价也相对灵活；对比同样是着重于记忆棉生产的泰普尔公司，梦百合的定价相对能够覆盖更广泛的消费者，例如有适合学生宿舍床型的小型薄床垫，也有定位高端消费者的豪华 0 压记忆棉床垫。

表 3：不同品牌、不同床垫价格区间统计

		梦百合	喜临门	顾家家居	慕思	席梦思	丝涟	泰普尔
记忆棉床垫	最低价	3390						5599
	最高价	34998						10646
乳胶床垫	最低价		1969	1199	2599	1256	3899	
	最高价		18499	6855	34269	16109	41599	
弹簧床垫	最低价		879	554	1598	918	3499	3999
	最高价		3799	2499	19272	22780	35797	6639
棕榈床垫	最低价		1119	1390	2649		4199	
	最高价		3789	2999	6499	3899	29000	

以 20cm 及以上厚垫为例

资料来源：京东商城、淘宝、财信证券

## 2.2 国内记忆棉关注度不高，乳胶床垫仍为主流产品

微博平台的近 90 天关键词搜索次数图表可观测出：乳胶的搜索次数始终高于记忆棉，乳胶的搜索次数环比增长 582.11%，而记忆棉的搜索次数环比增长-33.68%。从床垫生产品牌的搜索次数来看，喜临门的搜索次数位居第一，其次席梦思及顾家家居。

图 4：微博平台床垫类型关键词搜索次数



资料来源：微博数据中心、财信证券

图 5：微博平台床垫品牌关键词搜索次数



资料来源：微博数据中心、财信证券

从 2011 年 5 月至 2021 年 6 月，在百度平台上不同床垫类型的搜索次数，从高到底分别是乳胶床垫，记忆棉床垫，椰棕床垫，弹簧床垫。记忆棉的关键词搜索整体日均值为 258 次，乳胶床垫的关键词搜索整体日均值为 966 次，椰棕床垫的关键词搜索日均值为 30 次，而弹簧床垫的关键词搜索整体日均值为 0 次。不过近年来乳胶床垫的搜索热度有放缓的趋势。

从 2011 年 5 月至 2021 年 6 月，百度平台上关键词搜索次数方面，记忆棉枕头低于乳胶枕头的搜索次数。记忆棉枕头的关键词搜索整体日均值为 159 次，乳胶枕头的关键词搜索整体日均值为 712 次。2019 年 3 月至 11 月是乳胶枕头热度最火的时候，平均每月搜索次数达 3000 以上。2020 年 6 月开始，乳胶枕头的热度放缓，记忆棉枕头仍旧热度平稳。

图 6：百度平台床垫关键词搜索次数



资料来源：百度指数，财信证券

图 7：百度平台枕头关键词搜索次数



资料来源：百度指数，财信证券

现阶段，由于我国消费者长期以来的睡眠习惯，睡硬床的概念更加深入人心，而记忆棉床垫睡感偏软，在国内未深入消费者的心智。复盘乳胶床垫在我国的崛起之路，我们认为国内睡眠习惯是有机会被教育和改变的。

表 4：乳胶床垫在我国的发展进程

时间	关键事件
2013 年 12 月	乡镇床垫渗透率很低，床垫平均购买价格为 300-500 元，乳胶床垫此类中高端床垫渗透率非常低。

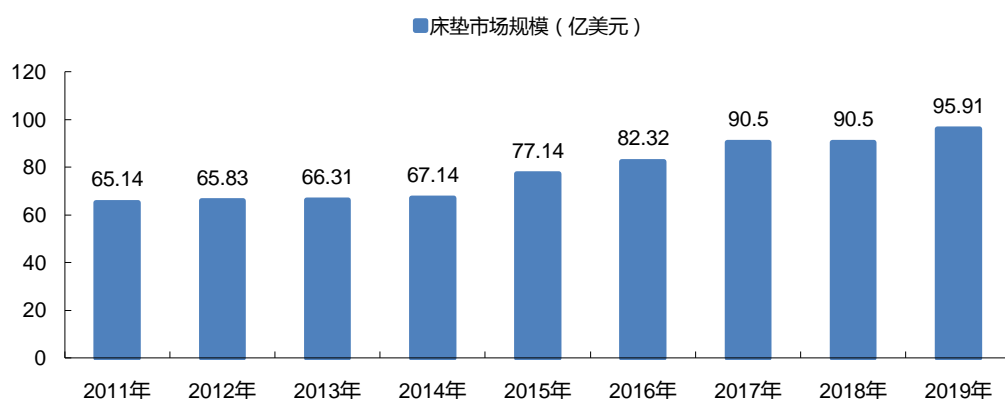
2014年11月	恰逢轻工业转型升级的时期以及电商行业发展势头迅猛,许多床垫品牌正努力提升自己的质量跟形成品牌化,同时开始加快在电商渠道的布局。
2017年3月	伴随着2016年房产开发投资和销售都走势良好的条件下,2017年作为房产交付大年,家居产业增长可观,带动乳胶床垫市场的销量大幅提升。2017年的乳胶床垫占市率达20%。
2018年11月	乳胶床垫行业同业竞争逐渐激烈,多数品牌开始出口海外市场寻求更宽广的市场。
2018年12月	2018年双十一活动下淘宝数据显示乳胶床垫销量同比大增276%,可见消费者对乳胶床垫的接受跟喜爱程度大大提高。
2019年9月	乳胶床垫市场占比已接近40%
2020年12月	根据淘宝的线上销量数据,截止2020年11月,乳胶床垫阿里平台销量占床垫总销量的42.1%,也象征着消费者对乳胶床垫的接受度不断提高。
2020年12月	根据淘宝的线上销量数据,截止2020年11月,乳胶床垫阿里平台销量占床垫总销量的42.1%,也象征着消费者对乳胶床垫的接受度不断提高。

资料来源: 淘宝、财信证券

### 2.3 国内床垫市场空间大, 记忆棉床垫大有可为

床垫作为家居行业中刚需程度较高的消费品, 具有较大的市场空间, 在全球经济逐步复苏的情况下, 床垫的消费规模也在逐步增长。其中美国、中国是床垫消费规模最大的两个市场。目前美国仍是全球最大的床垫消费国, 同时也是全球最大的床垫进口国, 2019年美国床垫市场规模达到95.91亿美元。

图 8: 美国床垫市场规模

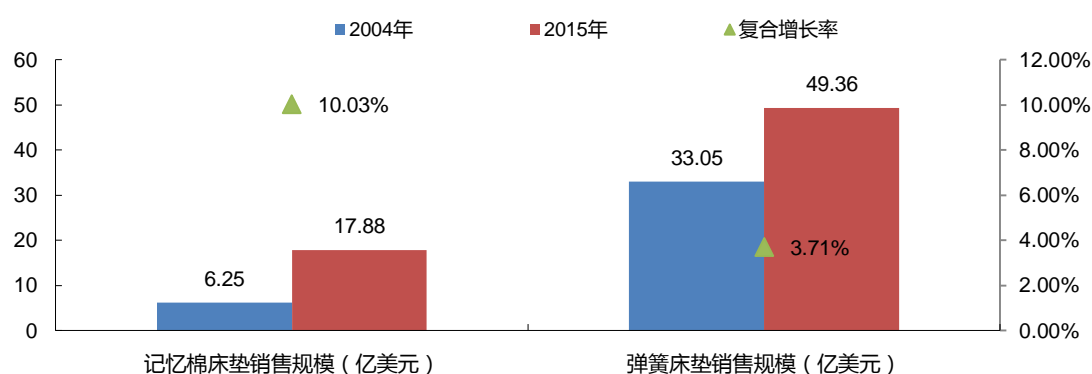


资料来源: 公司公告, 智研咨询, 财信证券

随着居民收入水平的提高、消费者健康意识的增强, 记忆棉床垫在美国床垫市场发展迅速, 并对传统普通弹簧床底形成市场替代效应。根据 CSIL 数据来看, 2004 年至 2015 年, 美国市场记忆棉床垫销售规模年均复合增速达到 10.03%, 而同期弹簧床垫销售规模年均复合增长率仅为 3.71%, 记忆棉床垫销售增速远超弹簧床垫。



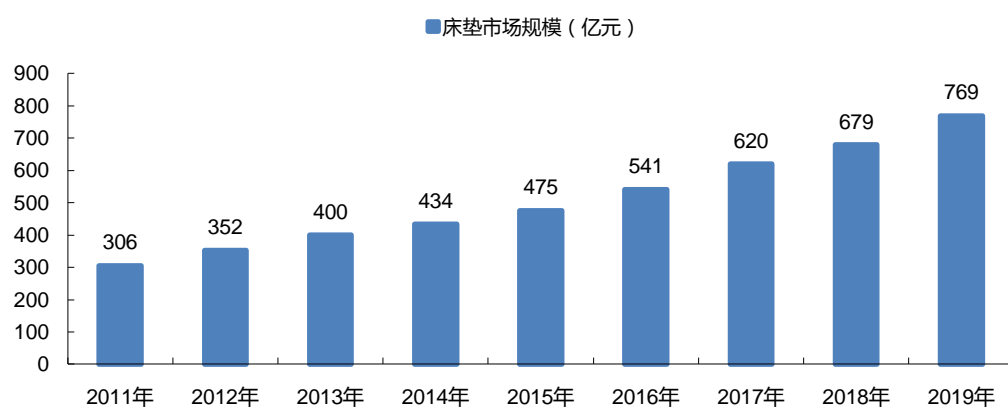
图 9：美国记忆棉床垫与弹簧床垫销售规模



资料来源：CSIL，公司公告，财信证券

随着国内居民收入水平的不断提高，床垫市场也在不断发展，根据智研咨询数据，2011年至2019年中国床垫消费规模由306亿元增长到769亿元，复合增长率达到12.21%。未来随着人均收入不断提高，床垫市场有望保持稳定增长。

图 10：国内床垫市场规模



资料来源：智研咨询，财信证券

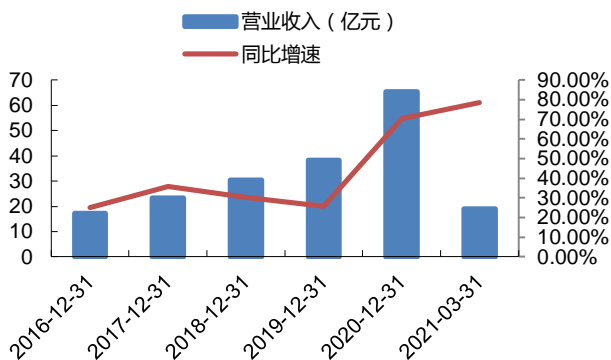
### 3 外销格局重塑，原材料价格企稳

#### 3.1 收入高速增长，利润波动较大

公司 2020 年实现营业收入 65.30 亿元，同比增长 70.43%，2016 年自 2020 年复合增长率为 30.53%，收入端保持高速增长。2020 年由于并表 MOR，收入端增速亮眼，去掉 MOR 并表收入，公司实现营业收入 50.31 亿元，同比增长 31.29%。2021Q1 公司实现营业收入 18.89 亿元，同比增长 78.52%。

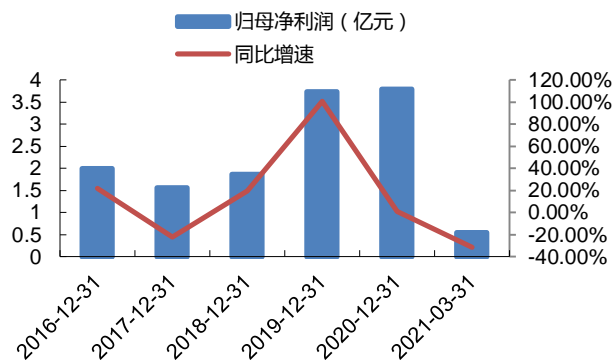
利润端，公司 2020 年实现归母净利润 3.79 亿元，同比增长 1.31%，公司归母净利润受原材料价格、汇率等影响波动较大，2016 年自 2020 年公司净利润复合增速为 13.64%。2021Q1 公司实现归母净利润 0.55 亿元，同比下降 31.12%。

图 11: 公司历年营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 财信证券

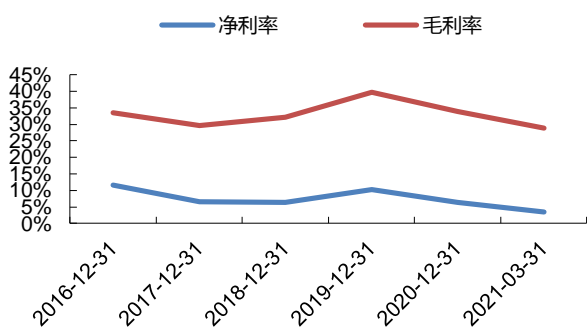
图 12: 公司历年净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 财信证券

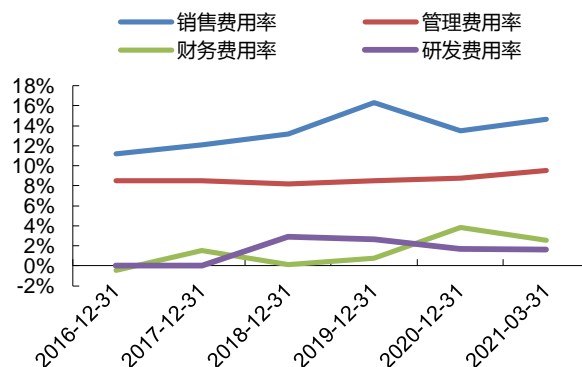
2020 年公司毛利率为 33.92%，同比下降 5.8 个百分点，主要系原材料价格上涨，以及根据最新会计准则运费计入营业成本所致。公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 13.50%、8.74%、3.83%、1.69%，变化幅度分别为 2.8/0.23/3.06/0.95pcts。

图 13: 公司历年净利率及毛利率



资料来源: 公司公告, 财信证券

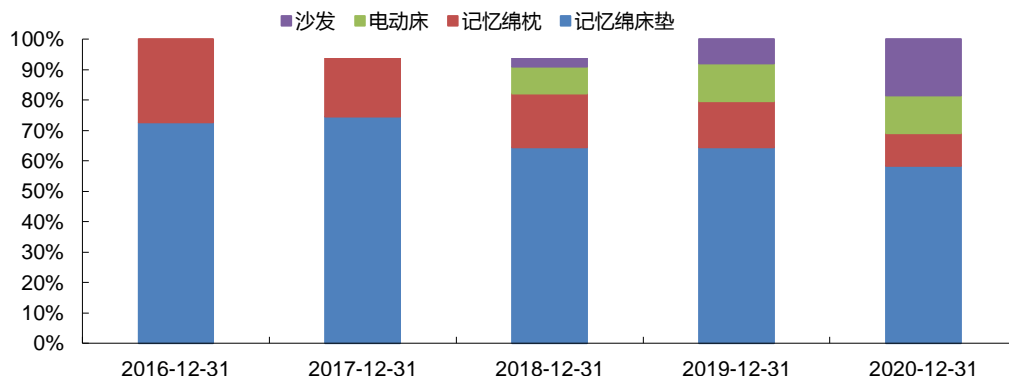
图 14: 公司历年费用率



资料来源: 公司公告, 财信证券

公司主营产品记忆棉床垫、记忆棉枕、电动床、沙发，2020 年占比分别为 47.18%、8.64%、10.09%、14.93%。

图 15: 公司主要产品分类

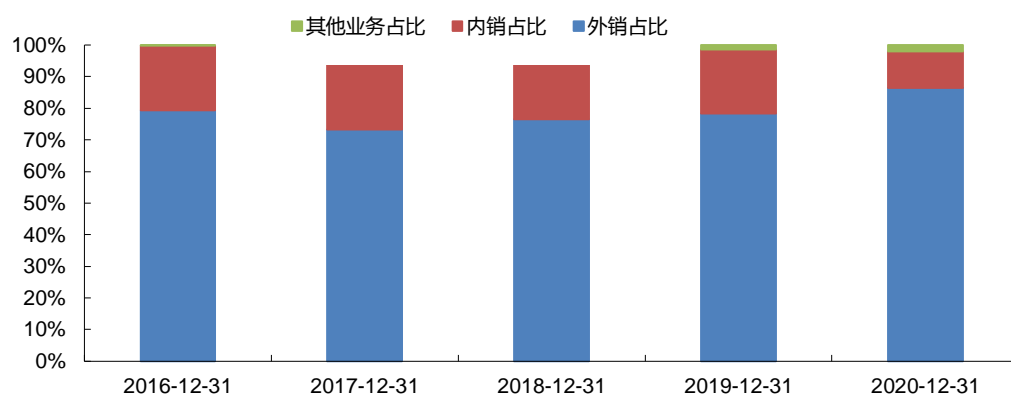


资料来源: 公司公告, 财信证券

### 3.2 产能全球化布局，抗风险能力更强

公司业务主要以外销为主，2020 年外销占比为 86.37%，内销占比为 11.68%。外销方面，公司主要出口北美、欧洲等国家，在美国、英国、德国、法国、加拿大、澳大利亚、意大利、日本、韩国等国家布有销售终端；内销方面，国内销售渠道主要有自营、加盟、百货，酒店等。

图 16：公司以外销为主



资料来源：公司公告，财信证券

近年来，公司通过自建和并购等方式，前瞻性地在全球进行产能布局，目前，已拥有中国、塞尔维亚、西班牙、泰国、美国等多个生产基地，全球化产能布局已初步成型。

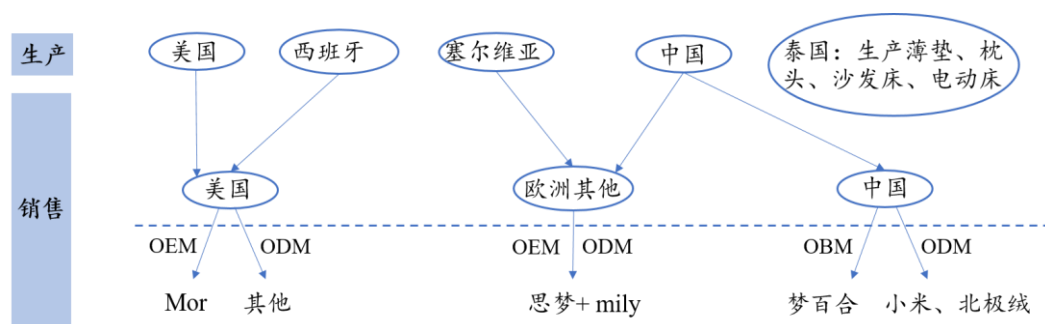
表 5：公司全球化产能布局

产能基地	设计产能（亿元）	投产状况
国内南通基地	60	已投产
塞尔维亚	8-10	产能爬坡
泰国	8-10	已投产
南卡罗莱纳州（美东）	8-10	已投产
亚利桑那州（美西）	8-10	产能爬坡
西班牙	8-10	已投产

资料来源：公司公告，财信证券

通过产能全球布局，公司一方面可以更好服务客户，提高客户满意度，降低运输成本，缩短供货周期；另一方面，全球化的产能布局一定程度上避免由于贸易摩擦带来的业绩不稳定的风险，使得公司在未来的市场竞争中具备可以快速调整自身产能安排的先占优势，提高公司抗风险能力。

图 17：反倾销后公司床垫产销线的调整



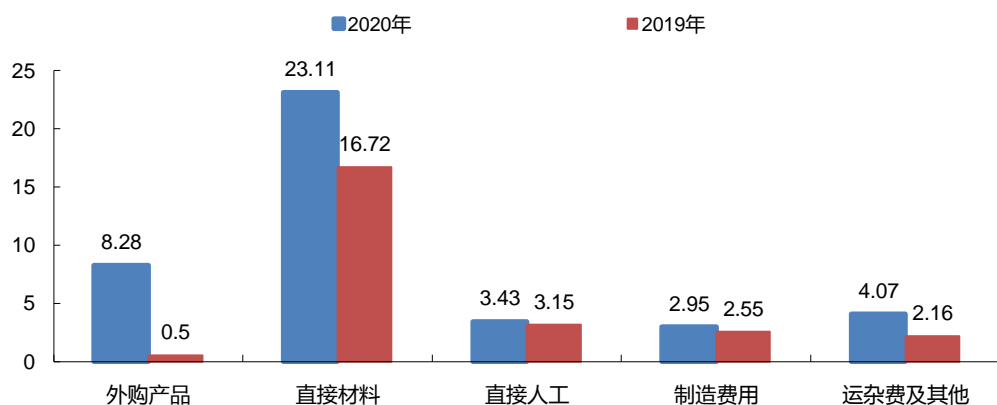
资料来源：公司公告，财信证券

### 3.3 直接原材料对公司成本影响较大

公司营业成本主要由外购产品、直接材料、直接人工制造费用及运杂费用构成。公司 2020 年营业成本为 41.84 亿元,同比增长 66.83%,营业成本中占比最大的为直接材料,2020 年直接材料成本为 23.11 亿元,占比达 55.23%,同比增长 38.22%;其次为外购产品,2020 年达 8.28 亿元,增长迅速;根据最新会计准则,运输费用计入成本计算,公司 2020 年运杂费共计 4.07 亿元,同比增长 88.73%。

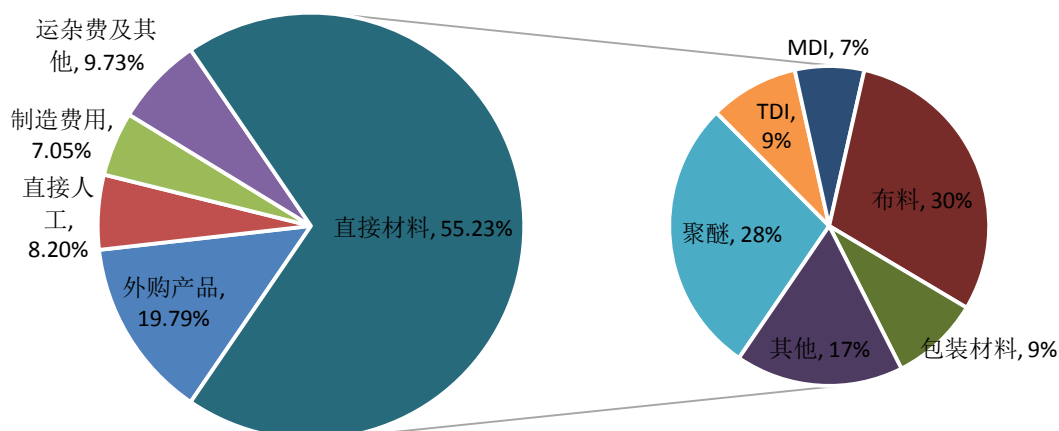
总体来看,公司 2020 年营业成本增长较快,主要受原材料及运费上涨影响较大。公司床垫等产品的主要原材料以聚醚、MDI、TDI、布料等为主,布料、聚醚、TDI、MDI 占比分别为 30%、28%、9%、7%。其中布料价格较为稳定,聚醚、TDI、MDI 上涨明显。根据 wind 数据,2020 年底聚醚价格相较于年初上涨了 62.11%,MDI 价格相较于年初上涨了 39.39%,TDI 价格相较于年初上涨了 6.58%。聚醚、MDI 与 TDI 价格的波动,对公司毛利率的影响较大,2021 年年初至 2021 年 6 月初,聚醚、MDI 及 TDI 价格较为稳定,价格变化幅度分别为-11.54%、+9.47%、-6.81%。随着公司全球化产能布局,公司原材料采购更加灵活化,同时,公司产品定价为成本加成,可以通过提价有效的转移原材料波动带来的影响。

图 18：公司成本拆分（亿元）



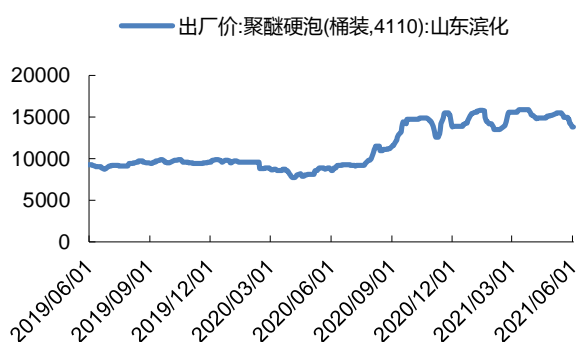
资料来源：公司公告，财信证券

图 19：2020 年公司成本拆分（亿元）



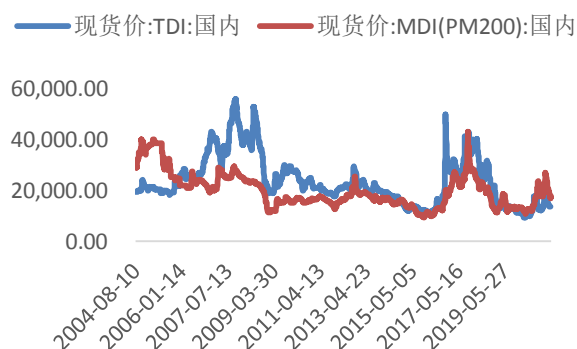
资料来源：公司公告，财信证券

图 20：聚醚价格走势



资料来源：wind，财信证券

图 21：TDI 和 MDI 价格走势



资料来源：wind，财信证券

### 3.4 反倾销税落地，重塑外销格局

近年来，美国商务部对床垫行业发起 2 次反倾销调查，2019 年 10 月，美国商务部发布第一次反倾销调查最终裁定通告，其中征收单独税率的 36 家企业核定反倾销税率为 162.76%，名单之外的其他企业，则统一征收 1731.75%的反倾销税率。2020 年美国发动第二轮反倾销调查，2021 年发布终裁结果，与 2020 年公示倾销率相比，2021 年最终倾销率变化如下：柬埔寨地区最终倾销率降低至 45.34%；印度尼西亚最终倾销率由 2.61% 调整至 2.22%；马来西亚最终倾销率为 42.92%；塞尔维亚地区对梦百合的倾销率从 2020 年的 13.65% 上升至 112.11%，其他保持 763.28% 不变；泰国地区对梦百合保持 763.28% 倾销率不变，对喜临门加征 37.48% 的倾销率，其他出口商或贸易商的倾销率由 572.60% 调整至 37.48%。

贸易战和反倾销双重税率使得行业内小厂无法出口美国，行业内开启产能转移模式，海外订单向提前布局海外产能的公司集中。从2021年最终结果来看，梦百合受影响较大，在高昂的反倾销税率的压力下，公司积极调整全球产能布局，并加快美国本土产能建设，从长远来看，公司对美床垫出口受影响较小，出口行业集中度的提升有助于公司海外业务的拓展。

表 6: 第二轮床垫反倾销初裁及终裁

国家	单独税率的出口商/生产商	2020 年公示倾销率	2021 年最终倾销率
柬埔寨	Best Mattresses	252.74%	45.34%
	International Company Limited/Rose Lion Furniture Internation		
	All other exporters and producers 其他出口商和贸易		
印度尼西亚	PT Zinus Global Indonesia	2.61%	2.22%
	际诺思		
	All other exporters and producers 其他出口商和贸易		
马来西亚	Delandis Furniture(M) Sdn. Bhd. 顾家	42.92%	42.92%
	Far East Foam Industries Sdn. Bhd.		
	Vision Foam Ind. Sdn Bhd		
	All other exporters and producers 其他出口商和贸易		
	Healthcare Europe DOO Ruma 梦百合	13.65%	112.11%
泰国	All other exporters and producers 其他出口商和贸易		
	Nisco(Thailand) Co., Ltd. 梦百合泰国	763.28%	763.28%
	Saffron Living Co. 喜临门泰国		37.48%
	All other exporters and producers 其他出口商和贸易	572.6%	37.48%
土耳其	BRN Yatak Baza Ev	20.03%	20.03%
	Tekstili Insaat Sanayi Ticaret A.S. BRN 海绵与纺织工业公司		
	All other exporters and producers 其他出口商和贸易		20.03%
	Vietnam Glory Home Furnishings Co.,Ltd. 高裕	989.90%	668.38%
越南	Vietnam-Wide Entity		668.38%
	Wanek Furniture Co., Ltd./Millennium Furniture	190.79%	144.92%

Co.,Ltd./Comfort Bedding Company

Limited

Separate Rate

144.92%

中国

Healthcare Co.Ltd

97.78%

Kewei Furniture Co Ltd

Megateat Bedding Co Ltd

Zinus Xiamen

All others

资料来源：美国商务部官网、财信证券

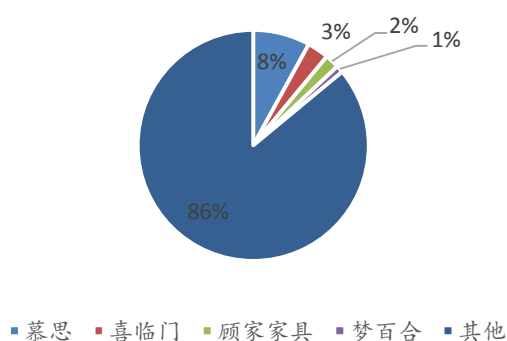
## 4 国内市场空间大，内销持续向好

### 4.1 国内市场格局分散，公司市占率有望提升

国内床垫市场的集中度远低于美国水平，据前瞻产业研究院统计，2017年我国床垫行业集中度CR4为14.5%，而美国床垫行业CR4高达75%，美国床垫行业集中度远高于我国床垫行业集中度。

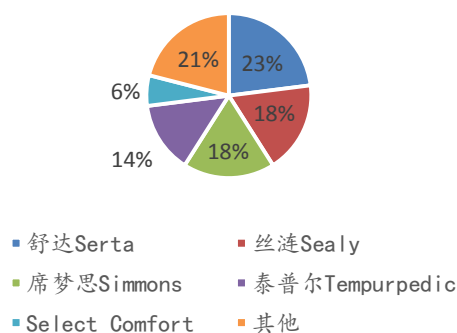
受居民收入水平及传统消费习惯影响，当前国内床垫普及率仅60%左右，对比欧美床垫普及率均达到85%以上，国内床垫普及率提升空间大。从不同床垫品类来看，记忆绵床垫市场占比较低，在国内尚处于产品导入期，伴随城镇化率、居民收入提升以及消费观念的变化，消费者逐步接受健康睡眠理念，记忆绵床垫市场规模有望迎来加速发展的机遇。而公司作为国内记忆绵床垫规模化生产的企业，有望在记忆绵床垫渗透率提高，以及国内品牌认知度不断提高的情况下，占领更多床垫市场份额。

图 22：中国床垫市场集中度情况



资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

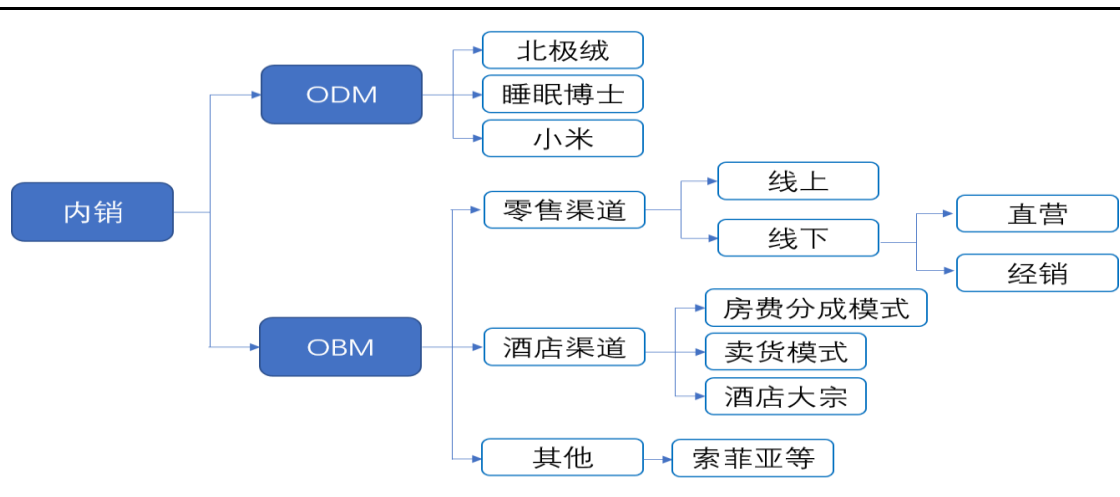
图 23：美国床垫市场集中度情况



资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

公司境内销售主要为 ODM 及直营与经销模式为主。2020 年公司内销实现营业收入 8.09 亿元，同比增长 14.91%，其中直营及经销模式实现营收 4.32 亿元，同比增长 55.86%，ODM 实现营业收入 3.77 亿元，同比下降 11.64%。未来直营及加盟模式是公司内销的主要发展模式。

图 24：梦百合内销模式



资料来源：公司公告，财信证券

根据智研咨询数据，国内床垫市场规模保持稳定发展，以 2020 年国内床垫市场规模为 861.28 亿元为基数，给予往后每年 10% 的发展增速，预计国内床垫市场将在 2022 年突破千亿，达到 1061.10 亿元。根据立鼎产业研究统计，现阶段国内记忆棉床垫渗透率仅为 10%，渗透率较低，假设记忆棉床垫国内渗透率保持 10% 不变，随着床垫市场总体的发展，预计 2022 年国内记忆棉床垫市场规模将突破 100 亿元，达到 106.11 亿元。

随着国内记忆棉床垫市场的不断发展，梦百合市占率的逐步提升，预计当梦百合市占率提升至 2% 时，公司床垫内销收入将达到 21.22 亿元；当市占率达到 5% 时，公司床垫内销收入将达到 74.54 亿元。

表 7：国内床垫市场规模及记忆棉床垫市场规模预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
床垫市场规模（亿元）	679	769	861.28	947.41	1061.10	1188.43	1331.04	1490.76
同比增速（%）	9.52%	13.25%	12%	10%	12%	12%	12%	12%
记忆棉渗透率（%）	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
记忆棉床垫市场规模（亿元）	67.90	76.90	86.13	94.74	106.11	118.84	133.10	149.08
公司国内床垫市场市占率	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
公司国内记忆棉床垫收入（亿元）	4.75	6.15	7.75	9.47	21.22	35.65	53.24	74.54
公司国内记忆棉床垫市占率	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	20.00%	30.00%	40.00%	50.00%

资料来源：智研咨询，财信证券

#### 4.2 积极拓展酒店渠道，首创零压房模式

持续拓展酒店渠道，与美团、携程建立战略合作关系，联手 OTA 平台、酒店共同升级打造“梦百合零压房”模式。公司通过控股公司上海恒旅推行的“梦百合零压房”为切入点，为酒店零压房免费提供记忆绵床垫、枕头等家居制品，由此将记忆绵产品的体验过程前置，培育潜在用户，打造体验式消费场景的销售模式。床垫作为一种低关注度和低复购率的产品，销售门店多集中在线下建材市场，获客难度较大，消费者决策成本



较高。而公司采取的“梦百合零压房”模式，给予消费者沉浸式体验，缩短了产品与消费者之间的距离，增加了渠道的转化率，为公司带来收入的同时，也扩大了品牌的知名度、增加了营销机会。

图 25：“梦百合零压房”模式



资料来源：公司官网，财信证券

图 26：携程 APP 预定酒店设置零压房选项



资料来源：携程APP，财信证券

目前公司已与国内多家酒店建立稳定的合作关系，合作品牌有汉庭、7天、如家、维也纳等。公司免费为酒店提供零压产品，酒店无需资金和运营费用投入，梦百合零压房收益与酒店共享，因此酒店愿意与公司合作采取“梦百合零压房”模式，预计未来与酒店的合作模式有望继续推广。

### 4.3 线上线下协同发展，积极开店以拓市场

公司积极开拓国内线上线下全渠道新零售市场，把握互联网引流的方式，进驻天猫、京东、亚马逊等主流平台。从公司天猫旗舰店来看，截至 2021 年 6 月 3 日，梦百合旗舰店粉丝数为 16.8 万人，喜临门官方旗舰店粉丝数为 292 万人。梦百合旗舰店床垫热销第 1 名的产品用户评价数共计 3013 条，喜临门官方旗舰店床垫热销第 1 名产品用户评价数共计 28083 条。由于公司布局国内市场晚于其他企业，因此线上关注度不及喜临门。未来随着公司加大国内市场开拓力度，品牌知名度有望进一步提升。

图 27：梦百合淘宝旗舰店



资料来源：淘宝，财信证券

图 28：喜临门淘宝旗舰店



资料来源：淘宝，财信证券

图 29：梦百合淘宝旗舰店床垫评价数



资料来源：淘宝，财信证券

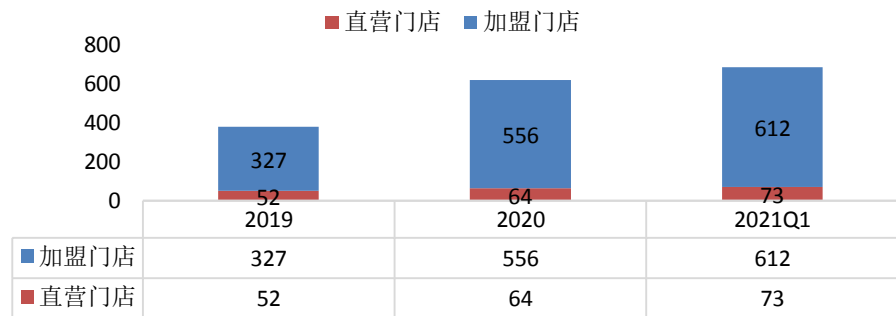
图 30：喜临门淘宝旗舰店床垫评价数



资料来源：淘宝，财信证券

公司线下以直营店和加盟店为主。公司 2019 年、2020 年直营门店数分别为 52 家、64 家，加盟门店数分别为 327 家、556 家。根据公司发展目标，公司将大力拓展国内市场，加快开店进度，2021Q1 公司直营门店、加盟门店数分别为 73 家、612 家。

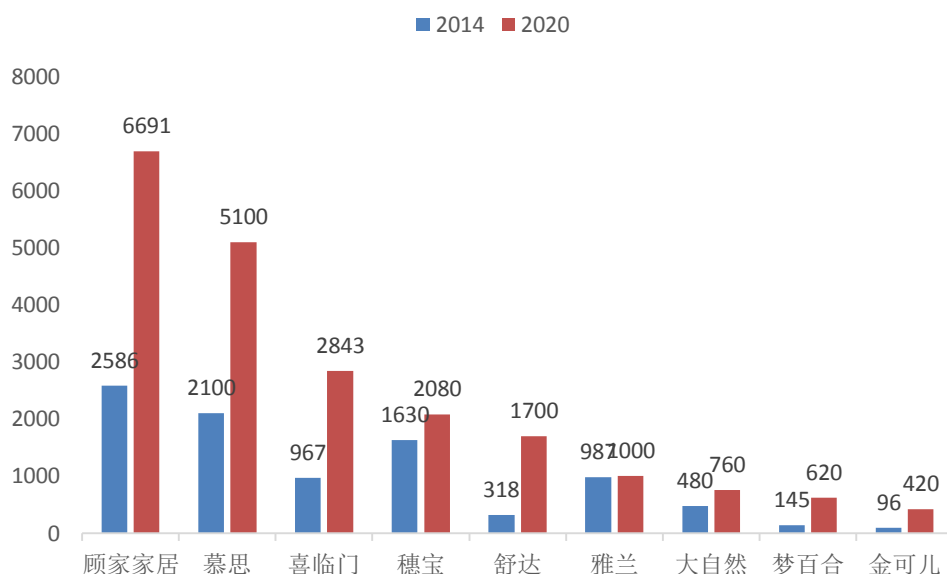
图 31：公司线下门店数情况（个）



资料来源：公司公告，财信证券

近几年公司开店速度有所加快，但与竞争对手相比，门店数仍有较大的差距。2020 年梦百合门店数为 620 家，慕思、喜临门、顾家家居门店数分别为 5100 家、2843 家、6691 家，惠宝、舒达、雅兰、大自然门店数分别为 2080 家、1700 家、1000 家、760 家。预计公司将在 2021 年门店总数突破千家，加快内销拓展速度。

图 32：国内各家居品牌门店数（个）



资料来源：公司公告，财信证券

国内家居行业仍以线下销售渠道为主，公司拓展国内市场的关键在于开店的速度，2020年直营店实现营业收入5580.74万元，同比增长54%，毛利率为58.82%，同比增长1.32%；加盟店实现营业收入1.31亿元，同比增长57.64%，毛利率同比下降15.86%至33.23%。2021Q1公司直营店实现营业收入1605.01万元，同比增长167.99%，毛利率为63.57%，同比下降1.4%；加盟店实现营业收入4278.76万元，同比增长243.92%，毛利率为22.47%，同比下降18.1%。未来随着公司投入加大，门店数有望在2021年突破1000家，叠加单店收入的提升，预计2021-2023年内销收入保持稳定增长，增速分别为44.20%、25.55%、25.42%。

表 8：公司内销收入测算

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
内销收入（亿元）	7.04	8.09	11.67	14.65	18.37	23.13
yoy		14.91%	44.20%	25.55%	25.42%	25.92%
直营店						
收入（万元）	3623.86	5580.74	7040	9000	11040	14000
yoy		54%	26.15%	27.84%	22.67%	26.81%
数量（家）	52	64	80	100	120	140
单店收入（亿元）		87.20	88	90	92	100
加盟店						
收入（万元）	8332.66	13135.62	40000	57500	78000	101500
yoy		57.64%	204.52%	43.75%	35.65%	30.13%
数量（家）	327	556	1000	1150	1300	1450
单店收入（家/万元）		23.63	40	50	60	70
线上收入						
收入（万元）	7620.12	11347.89	17021.84	25532.75	38299.13	57448.69
YOY		48.92%	50%	50%	50%	50%

<b>酒店业务</b>						
收入 (万元)	17203.65	14175.81	14317.57	14460.74	14605.35	14751.40
YOY		-17.60%	1%	1%	1%	1%
<b>新业务</b>						
收入 (万元)	7555.46	5397.62	5451.60	5506.11	5561.17	5616.79
YOY		-28.56%	1%	1%	1%	1%
<b>ODM</b>						
收入 (亿元)	2.61	3.13	3.28	3.45	3.62	3.80
YOY		19.94%	5%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，财信证券

## 5 盈利预测

**海外业务：**预计随着反倾销及关税影响下，中小企业由于产能限制出口海外受阻，行业集中度有望向提前布局海外产能的企业提升，公司西班牙、美国等地均有产能布局，具有先发优势。预计海外业务收入 2021-2023 年同比提升 28.43%、26.73%、27.21% 至 71.21 亿元、90.24 亿元、114.80 亿元。

**内销业务：**公司逐渐发力国内市场，加快开店速度的同时注重提高单店收入。预计 2021-2023 年门店数分别达到 1080 家、1250 家、1420 家，且线上收入、酒店业务均保持快速发展。预计内销收入 2021-2023 年同比提升 44.20%、25.55%、25.42% 至 11.67 亿元、14.65 亿元、18.37 亿元。

表 9：公司业绩预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	30.49	38.32	65.30	85.52	108.86	139.12
YOY	30.39%	25.65%	70.43%	30.97%	27.29%	27.80%
外销收入	25.17	30.87	55.45	71.21	90.24	114.80
YOY	31.67%	22.63%	79.63%	28.43%	26.73%	27.21%
占比	82.55%	80.56%	84.91%	83.27%	82.90%	82.52%
内销收入	5.15	7.04	8.09	11.67	14.65	18.37
YOY	22.60%	36.82%	14.90%	44.20%	25.57%	25.39%
占比	16.88%	18.38%	12.39%	13.64%	13.46%	13.20%
其他收入	0.17	0.41	1.76	2.64	3.97	5.95
YOY	142.73%	131.67%	335.16%	50.00%	50.00%	50.00%
占比	0.57%	1.06%	2.70%	3.09%	3.64%	4.28%

资料来源：公司公告，财信证券

随着国外风险因素逐步出清，产能逐渐爬坡，公司海外业务有望持续高增长；内销方面，随着床垫的认知逐渐提高，集中度将向头部企业靠拢，加上公司记忆棉床垫具有一定的竞争力，公司加快开店节奏，内销有望快速发展。预计公司 2021-2023 年营业收入同比提升 30.97%、27.29%、27.80% 至 85.52 亿元、108.86 亿元、139.12 亿元，归母净利润同比提升 61.88%、41.14%、33.64% 至 6.13 亿元、8.65 亿元、11.56 亿元，EPS 为 1.63 元、2.31 元、3.08 元，对应 PE 为 18.39 倍、13.03 倍、9.75 倍，考虑公司外销业务格局逐渐改善，内销业务逐步发力，成长性较强，参考同行业估值水平，给予公司 2021 年 20-25

---

倍 PE，对应合理区间 32.60-40.75 元，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

原材料价格上涨，市场竞争加剧，运费价格上涨，外汇波动风险。

## 财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3831.59</b>	<b>6530.13</b>	<b>8552.52</b>	<b>10886.50</b>	<b>13912.95</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,309.65	4,315.39	5,815.71	7,402.82	9,460.80	营业收入增长率	25.6%	70.4%	31.0%	27.3%	27.8%
营业税费	21.47	23.76	38.22	49.76	58.79	营业利润增长率	105.2%	3.9%	44.5%	42.2%	31.2%
销售费用	624.53	881.53	1,240.11	1,524.11	1,878.25	净利润增长率	100.8%	1.3%	61.9%	41.1%	33.6%
管理费用	224.72	460.60	555.91	707.62	904.34	EBITDA 增长率	91.8%	41.3%	1.8%	28.9%	30.6%
财务费用	29.66	250.30	145.39	130.64	208.69	EBIT 增长率	99.0%	37.5%	5.1%	32.2%	33.2%
资产减值损失	-	-2.69	-20.00	-20.00	-20.00	NOPLAT 增长率	109.4%	60.8%	12.6%	32.2%	36.8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>15.23</b>	<b>25.60</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	69.2%	41.4%	10.1%	15.0%	4.0%
投资和汇兑收益	-23.16	7.52	7.52	7.52	7.52	净资产增长率	27.5%	53.6%	13.8%	16.1%	17.3%
<b>营业利润</b>	<b>496.00</b>	<b>515.28</b>	<b>744.69</b>	<b>1,059.08</b>	<b>1,389.59</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-2.68	-40.68	-15.81	-19.28	-24.81	毛利率	39.7%	33.9%	32.0%	32.0%	32.0%
<b>利润总额</b>	<b>493.32</b>	<b>474.59</b>	<b>728.88</b>	<b>1,039.80</b>	<b>1,364.78</b>	营业利润率	12.9%	7.9%	8.7%	9.7%	10.0%
减:所得税	101.11	57.94	109.33	165.34	196.12	净利润率	9.8%	5.8%	7.2%	7.9%	8.3%
<b>净利润</b>	<b>373.68</b>	<b>378.59</b>	<b>612.86</b>	<b>865.01</b>	<b>1156.04</b>	EBITDA/营业收入	18.8%	15.6%	12.1%	12.3%	12.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	16.8%	13.5%	10.9%	11.3%	11.8%
货币资金	810.71	1,070.56	684.20	870.92	1,113.04	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	39.44	13.15	17.53	23.37	固定资产周转天数	85	78	71	52	39
应收账款	890.96	1,102.23	1,782.99	1,929.67	2,632.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	79	68	68	74	72
应收票据	-	-	3.86	1.24	1.91	流动资产周转天数	221	178	163	155	151
预付账款	81.29	109.55	165.20	197.89	245.23	应收账款周转天数	68	55	61	61	59
存货	741.78	1,367.75	1,160.80	2,304.11	2,084.66	存货周转天数	52	58	53	57	57
其他流动资产	83.60	160.31	100.60	114.84	125.25	总资产周转天数	376	322	292	248	222
可供出售金融资产	-	-	23.97	7.99	10.65	投资资本周转天数	214	190	179	158	135
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	49.24	71.34	71.34	71.34	71.34	ROE	16.0%	10.6%	15.1%	18.3%	20.8%
投资性房地产	34.66	21.95	21.95	21.95	21.95	ROA	8.5%	5.9%	9.1%	10.6%	13.1%
固定资产	1,091.96	1,725.64	1,630.74	1,535.84	1,440.94	ROIC	24.7%	23.5%	18.7%	22.5%	26.7%
在建工程	389.37	454.55	454.55	454.55	454.55	<b>费用率</b>					
无形资产	178.16	179.97	169.38	158.79	148.20	销售费用率	16.3%	13.5%	14.5%	14.0%	13.5%
其他非流动资产	268.04	772.56	516.35	531.48	554.11	管理费用率	5.9%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%
<b>资产总额</b>	<b>4,619.78</b>	<b>7,075.84</b>	<b>6,799.06</b>	<b>8,218.13</b>	<b>8,927.19</b>	财务费用率	0.8%	3.8%	1.7%	1.2%	1.5%
短期债务	999.37	1,111.55	832.87	1,017.88	689.16	三费/营业收入	22.9%	24.4%	22.7%	21.7%	21.5%
应付账款	552.46	985.98	1,018.94	1,653.20	1,696.56	<b>偿债能力</b>					
应付票据	18.00	-	42.47	7.55	49.94	资产负债率	48.0%	47.8%	38.2%	40.6%	35.9%
其他流动负债	448.68	585.47	475.24	484.99	597.08	负债权益比	92.2%	91.6%	61.7%	68.4%	55.9%
长期借款	4.74	593.20	-	-	-	流动比率	1.29	1.43	1.65	1.72	2.05
其他非流动负债	192.70	106.39	225.85	174.98	169.07	速动比率	0.92	0.93	1.16	0.99	1.37
<b>负债总额</b>	<b>2,215.94</b>	<b>3,382.60</b>	<b>2,595.35</b>	<b>3,338.60</b>	<b>3,201.81</b>	利息保障倍数	21.69	3.53	6.40	9.41	7.85
<b>少数股东权益</b>	<b>69.77</b>	<b>136.55</b>	<b>143.24</b>	<b>152.69</b>	<b>165.31</b>	<b>分红指标</b>					
股本	333.59	374.40	375.12	375.12	375.12	DPS(元)	-	0.35	0.47	0.49	0.87
留存收益	1,975.20	3,224.63	3,685.35	4,351.73	5,184.95	分红比率	0.0%	34.6%	28.7%	21.1%	28.2%
<b>股东权益</b>	<b>2,403.84</b>	<b>3,693.25</b>	<b>4,203.71</b>	<b>4,879.53</b>	<b>5,725.38</b>	股息收益率	0.0%	1.2%	1.7%	1.7%	3.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	392.21	416.65	612.86	865.01	1,156.04	EPS(元)	1.00	1.01	1.63	2.31	3.08
加:折旧和摊销	109.07	200.14	105.49	105.49	105.49	BVPS(元)	6.22	9.48	10.82	12.60	14.82
资产减值准备	39.50	42.20	-	-	-	PE(X)	30.17	29.77	18.39	13.03	9.75
公允价值变动损失	-15.23	-25.60	-	-	-	PB(X)	4.83	3.17	2.78	2.38	2.03
财务费用	31.12	185.53	145.39	130.64	208.69	P/FCF	-31.84	-32.24	-20.78	29.71	19.32
投资收益	23.16	-7.52	-7.52	-7.52	-7.52	P/S	2.94	1.73	1.32	1.04	0.81
少数股东损益	18.53	38.07	6.69	9.44	12.62	EV/EBITDA	13.70	10.78	11.27	8.74	6.33
营运资金的变动	-560.71	-69.88	-271.44	-784.06	-330.52	CAGR(%)	30.6%	41.0%	46.6%	30.6%	41.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>129.79</b>	<b>582.53</b>	<b>591.47</b>	<b>319.00</b>	<b>1,144.80</b>	PEG	0.98	0.73	0.39	0.43	0.24
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-939.25</b>	<b>-1,305.18</b>	<b>23.30</b>	<b>14.15</b>	<b>-2.15</b>	ROIC/WACC	2.60	2.47	1.97	2.36	2.81
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>540.21</b>	<b>1,139.55</b>	<b>-1,001.13</b>	<b>-146.43</b>	<b>-900.53</b>	REP	1.33	1.10	1.33	0.96	0.74

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438