

# 慕思股份 (001323.SZ)

## 疫情下经营显韧性，盈利进入释放通道

公司发布 2022 年半年报：2022H1 实现收入 27.52 亿元（同比-2.0%），归母净利润为 3.07 亿元（同比-6.0%），扣非归母净利润 3.08 亿元（同比-4.2%）；单 Q2 实现收入 15.07 亿元（同比-3.8%），归母净利润为 1.83 亿元（同比-3.7%），扣非归母净利润 1.84 亿元（同比-1.0%）。公司核心区域华东、华南受疫情影响较为严重，在此情况下公司积极调整，经营韧性显现；此外，公司品牌力突出，生产降本增效，品牌红利释放、营销端规模效应显现，盈利进入释放通道。

**夯实品牌地位，产品矩阵拓展。**2022H1 公司床垫/床架/床品/其他收入分别为 12.87/8.10/1.80/4.58 亿元（同比-9.7%/+4.0%/-22.9%/+28.8%），毛利率分别为 57.7%/39.7%/42.4%/24.2%（同比+0.2%/+1.6%/+2.4pct/+8.3pct）。公司除机场、高铁站广告投放外，携手中国睡眠研究会，推出《2022 中国国民健康睡眠白皮书》，通过携手明星、直播、音乐会等方式扩大品牌知名度，通过微博、抖音等平台构建公域流量内容生态，360° 管家服务&慕思会员系统提升客户转介绍及复购率。此外，公司重视新产品开发与设计以及新材料、新技术的应用，创新研发智能健康睡眠系统等健康睡眠产品；明确 V6 家居定制化的发展方向，以一体化定制、一站式配齐销售模式推进整装家居业务发展。

**线下渠道稳健扩张，多渠道触达消费者。**线下方面，2022H1 线下专卖店新增 400 余家至 5300 余家，预计全年新增 800-1000 家门店；此外提升单店经营质量，从展示、培训、营销、扶持等方面全方位赋能经销商，计划通过开大店提升单店贡献值。线上方面，公司丰富线上新消费模式，积极以抖音平台货品测评、短视频直播方式带货，预计未来线上渠道占比持续提升。此外，公司积极布局家装、地产、电器、商超等新渠道，目前已与碧桂园、京东、贝壳、点石集团等达成战略合作。

**盈利能力改善，规模优势显现。**2022Q2 公司毛利率为 46.9%（同比+0.8pct），期间费用率 31.0%（同比-0.4pct），其中销售费用率 23.4%（同比-2.5pct），财务费用率-0.1%（同比+0.2pct），管理费用率 5.2%（同比+1.3pct），研发费用率 2.5%（同比+0.7pct），归母净利率为 12.1%（同比+0.01pct）。公司具备上游议价能力及规模采购优势，伴随原材料价格回落，盈利能力有所改善；此外，公司品牌红利释放，精准投放销售费用、加大费用管控力度，销售费用率有望下降。

**现金流及营运效率表现良好。**2022Q2 公司产生净经营现金流 3.24 亿元（同比+0.8 亿元）；营运能力方面，截至 2022 年 6 月 30 日，公司应收账款周转天数 8 天（较上年同期+4 天），应付账款周转天数为 61 天（较上年同期-7 天），存货周转天数为 34 天（较上年同期+1 天），营运效率保持稳健。

**盈利预测与投资评级：**公司营销发力、具备床垫品牌溢价、渠道精细化管理能力强。2022H1 在核心区域受到疫情影响的情况下积极调整，彰显经营韧性，此外盈利逐步释放，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 7.95/9.62/11.75 亿元，分别同比增长 15.8%/21.0%/22.2%，对应 PE 分别为 19.4X/16.0X/13.1X，调高评级至“买入”。

**风险提示：**地产复苏低于预期、疫情反复超预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,452	6,481	7,219	8,606	9,946
增长率 yoy (%)	15.3	45.6	11.4	19.2	15.6
归母净利润(百万元)	536	686	795	962	1,175
增长率 yoy (%)	61.1	28.0	15.8	21.0	22.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.34	1.72	1.99	2.41	2.94
净资产收益率(%)	28.5	26.7	23.6	22.2	21.4
P/E(倍)	28.8	22.5	19.4	16.0	13.1
P/B(倍)	8.2	6.0	4.6	3.6	2.8

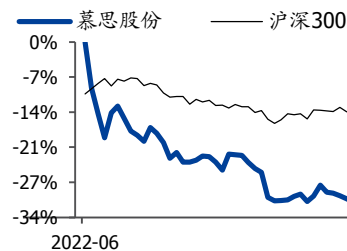
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

### 买入 (调高)

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
8月19日收盘价(元)	38.56
总市值(百万元)	15,424.39
总股本(百万股)	400.01
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	1.47

#### 股价走势



#### 作者

分析师 姜春波

执业证书编号: S0680521070003

邮箱: jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文强

执业证书编号: S0680122040027

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

#### 相关研究

1、《慕思股份(001323.SZ): 床垫掘金, 健康睡眠文化传播者》2022-06-24

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1747	2014	2991	3994	5202
现金	1274	1423	2396	3183	4394
应收票据及应收账款	32	59	42	78	61
其他应收款	61	80	77	110	106
预付账款	100	136	127	187	175
存货	265	299	332	419	449
其他流动资产	15	17	17	17	17
<b>非流动资产</b>	1727	2484	2420	2625	2748
长期投资	0	0	-1	-1	-2
固定资产	941	1531	1471	1614	1741
无形资产	307	300	340	387	383
其他非流动资产	478	652	610	626	626
<b>资产总计</b>	3473	4498	5411	6619	7951
<b>流动负债</b>	1527	1722	1800	2046	2203
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	640	569	784	827	1033
其他流动负债	887	1153	1017	1220	1169
<b>非流动负债</b>	66	210	210	211	211
长期借款	0	0	0	1	1
其他非流动负债	66	210	210	210	210
<b>负债合计</b>	1593	1932	2010	2257	2413
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
股本	360	360	400	400	400
资本公积	1404	1404	1404	1404	1404
留存收益	113	800	1594	2556	3731
归属母公司股东权益	1880	2566	3401	4363	5539
<b>负债和股东权益</b>	3473	4498	5411	6619	7951

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	986	995	1036	1097	1440
净利润	536	686	794	962	1175
折旧摊销	100	156	135	152	171
财务费用	5	-9	-57	-43	-62
投资损失	-5	-4	-2	-3	-4
营运资金变动	317	80	165	29	159
其他经营现金流	34	86	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-290	-763	-69	-354	-291
资本支出	456	768	-63	205	123
长期投资	154	0	1	1	0
其他投资现金流	320	5	-132	-148	-167
<b>筹资活动现金流</b>	248	-82	6	44	62
短期借款	-30	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	1	0
普通股增加	40	0	40	0	0
资本公积增加	1142	0	0	0	0
其他筹资现金流	-904	-82	-34	43	62
<b>现金净增加额</b>	945	150	972	787	1211

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4452	6481	7219	8606	9946
营业成本	2258	3566	3990	4750	5485
营业税金及附加	37	47	56	66	77
营业费用	1105	1596	1740	2048	2327
管理费用	289	315	339	396	448
研发费用	90	155	166	198	229
财务费用	5	-9	-57	-43	-62
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	12	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	4	2	3	4
资产处置收益	-1	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	681	818	987	1194	1446
营业外收入	5	6	4	5	5
营业外支出	24	6	10	11	13
<b>利润总额</b>	663	818	981	1188	1438
所得税	127	131	186	226	263
<b>净利润</b>	536	686	794	962	1175
少数股东损益	0	0	-1	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	536	686	795	962	1175
EBITDA	724	931	1059	1256	1496
EPS (元)	1.34	1.72	1.99	2.41	2.94

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.3	45.6	11.4	19.2	15.6
营业利润(%)	59.4	20.0	20.7	21.0	21.1
归属于母公司净利润(%)	61.1	28.0	15.8	21.0	22.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.3	45.0	44.7	44.8	44.9
净利率(%)	12.0	10.6	11.0	11.2	11.8
ROE(%)	28.5	26.7	23.6	22.2	21.4
ROIC(%)	26.0	22.7	20.9	19.7	19.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.9	43.0	37.2	34.1	30.4
净负债比率(%)	-64.2	-43.7	-65.0	-68.8	-76.1
流动比率	1.1	1.2	1.7	2.0	2.4
速动比率	0.9	0.9	1.4	1.6	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4
应收账款周转率	107.5	142.9	142.9	142.9	142.9
应付账款周转率	3.9	5.9	5.9	5.9	5.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.72	1.99	2.41	2.94
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	2.49	2.59	2.74	3.60
每股净资产(最新摊薄)	4.70	6.42	8.40	10.81	13.75
<b>估值比率</b>					
P/E	28.8	22.5	19.4	16.0	13.1
P/B	8.2	6.0	4.6	3.6	2.8
EV/EBITDA	19.6	15.4	12.5	9.9	7.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

## 内容目录

1 疫情下经营显韧性，盈利进入释放通道 .....	4
1.1 上半年疫情影响下公司彰显经营韧性，盈利进入释放通道 .....	4
1.2 盈利预测与投资建议 .....	5
风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 慕思股份财务数据拆分 .....	4
图表 2: 慕思股份业务数据拆分 (百万元) .....	5
图表 3: 慕思股份收入拆分及预测 (百万元) .....	6
图表 4: 可比公司估值 .....	6

## 1 疫情下经营显韧性，盈利进入释放通道

### 1.1 上半年疫情影响下公司彰显经营韧性，盈利进入释放通道

公司发布 2022 年半年报：2022H1 实现收入 27.52 亿元（同比-2.0%），归母净利润为 3.07 亿元（同比-6.0%），扣非归母净利润 3.08 亿元（同比-4.2%）；单 Q2 实现收入 15.07 亿元（同比-3.8%），归母净利润为 1.83 亿元（同比-3.7%），扣非归母净利润 1.84 亿元（同比-1.0%）。公司核心区域华东、华南受疫情影响较为严重，在此情况下公司积极调整，经营韧性显现；此外，公司品牌力突出，生产端降本增效，品牌红利释放、营销端规模效应显现，盈利进入释放通道。

图表 1: 慕思股份财务数据拆分

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022H1	2022Q2
营业总收入	3187.72	3862.09	4452.42	6481.04	2752.04	1,507.26
YOY		21.16%	15.29%	45.56%	-2.03%	-3.79%
归母净利润	216.37	333.00	536.34	686.44	306.98	182.88
YOY		53.91%	61.06%	27.99%	-5.95%	-3.71%
扣非归母净利润	242.62	425.49	575.96	677.23	307.85	184.17
YOY		75.37%	35.37%	17.58%	-4.20%	-0.95%
毛利率	49.14%	53.49%	49.28%	44.98%	46.05%	46.91%
期间费用率	39.32%	41.45%	33.47%	31.73%	31.52%	30.96%
销售费用率	30.73%	31.32%	24.82%	24.63%	23.30%	23.35%
管理+研发费用率	8.11%	9.71%	8.53%	7.25%	8.18%	7.70%
财务费用率	0.48%	0.42%	0.12%	-0.14%	0.04%	-0.10%
归母净利率	6.79%	8.62%	12.05%	10.59%	11.15%	12.13%
存货周转天数	69.02	56.76	41.52	28.48	34.25	34.25
较上年同期增减		-12.26	-15.24	-13.04	1.16	1.16
应收账款周转天数	4.08	4.03	3.33	2.52	7.89	7.89
较上年同期增减		-0.05	-0.70	-0.82	3.80	3.80
应付账款周转天数	67.13	81.43	91.70	61.03	60.52	60.52
较上年同期增减		14.30	10.27	-30.67	-7.07	-7.07
合同负债	419.54	968.08	288.59	251.96	186.18	186.18
较上年同期增减		21.90	57.96	-36.63	-30.05	-30.05
经营性现金流净额	358.08	943.35	986.37	994.61	12.10	324.15
较上年同期增减		585.27	43.03	8.24	-154.13	80.33
资本开支	511.38	369.17	456.19	768.18	318.29	126.86
较上年同期增减		-142.21	87.02	311.98	-32.45	-78.34
ROE	29.65%	31.84%	28.53%	26.75%	7.05%	5.19%
YOY (±)		2.19%	-3.31%	-1.78%	-7.75%	-3.42%
资产负债率	61.08%	55.17%	45.88%	42.95%	24.80%	24.80%
YOY (±)		-5.92%	-9.29%	-2.92%	-17.31%	-17.31%

资料来源：Wind, 国盛证券研究所

夯实品牌地位，产品矩阵拓展。2022H1 公司床垫/床架/床品/其他收入分别为 12.87/8.10/1.80/4.58 亿元（同比-9.7%/+4.0%/-22.9%/+28.8%），毛利率分别为 57.7%/39.7%/42.4%/24.2%（同比+0.2%/+1.6%/+2.4pct/+8.3pct）。公司除机场、高铁站广告投放外，携手中国睡眠研究会，推出《2022 中国国民健康睡眠白皮书》，通过携手明星、直播、音乐会等方式扩大品牌知名度，通过微博、抖音等平台构建公域流量内容生态，360° 金管家服务&慕思会员系统提升客户转介绍及复购率。此外，公司重视新产品开发与设计以及新材料、新技术的应用，创新研发智能健康睡眠系统等健康睡眠产品；明确 V6 家居定制化的发展方向，以一体化定制、一站式配齐销售模式推进整装家居业务发展。

图表 2: 慕思股份业务数据拆分 (百万元)

	2018	2019	2020	2021H1	2021H2	2021	2022H1
<b>床垫</b>	<b>1836.8</b>	<b>2251.5</b>	<b>2396.3</b>	<b>1424.9</b>	<b>1794.1</b>	<b>3219.0</b>	<b>1287.0</b>
YOY		22.6%	6.4%			34.3%	-9.7%
占比	57.6%	58.3%	53.8%	50.7%	48.9%	49.7%	46.8%
毛利率	58.4%	61.2%	59.3%	57.5%	57.0%	57.2%	57.7%
<b>床架</b>	<b>727.9</b>	<b>887.7</b>	<b>1172.4</b>	<b>779.5</b>	<b>1013.7</b>	<b>1793.2</b>	<b>810.4</b>
YOY		22.0%	32.1%			52.9%	4.0%
占比	22.8%	23.0%	26.3%	27.8%	27.6%	27.7%	29.4%
毛利率	38.3%	44.1%	42.3%	38.1%	39.1%	38.7%	39.7%
<b>床品</b>	<b>296.2</b>	<b>364.1</b>	<b>431.5</b>	<b>232.8</b>	<b>271.9</b>	<b>504.7</b>	<b>179.5</b>
YOY		22.9%	18.5%			17.0%	-22.9%
占比	9.3%	9.4%	9.7%	8.3%	7.4%	7.8%	6.5%
毛利率	39.7%	44.6%	38.1%	40.0%	39.5%	39.7%	42.4%
<b>其他主营业务</b>	<b>302.1</b>	<b>312.1</b>	<b>419.4</b>	<b>355.6</b>	<b>543.7</b>	<b>899.3</b>	<b>458.1</b>
YOY		3.3%	34.4%			114.4%	28.8%
占比	9.5%	8.1%	9.4%	12.7%	14.8%	13.9%	16.6%
毛利率	25.2%	29.6%	19.7%	15.8%	10.9%	12.8%	24.2%
<b>其他业务</b>	<b>24.7</b>	<b>46.7</b>	<b>32.8</b>	<b>16.2</b>	<b>48.7</b>	<b>64.9</b>	<b>17.0</b>
YOY		89.1%	-29.7%			97.6%	5.0%
占比	0.8%	1.2%	0.7%	0.6%	1.3%	1.0%	0.6%
毛利率	90.4%	90.0%	91.9%	96.5%	98.6%	98.1%	94.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**线下渠道稳健扩张, 多渠道触达消费者。**线下方面, 2022H1 线下专卖店新增 400 余家至 5300 余家, 预计全年新增 800-1000 家门店; 此外提升单店经营质量, 从展示、培训、营销、扶持等方面全方位赋能经销商, 计划通过开大店提升单店贡献值。线上方面, 公司丰富线上新消费模式, 积极以抖音平台货品测评、短视频直播方式带货, 预计未来线上渠道占比持续提升。此外, 公司积极布局家装、地产、电器、商超等新渠道, 目前已与碧桂园、京东、贝壳、点石集团等达成战略合作。

**盈利能力改善, 规模优势显现。**2022Q2 公司毛利率为 46.9% (同比+0.8pct), 期间费用率 31.0% (同比-0.4pct), 其中销售费用率 23.4% (同比-2.5pct), 财务费用率-0.1% (同比+0.2pct), 管理费用率 5.2% (同比+1.3pct), 研发费用率 2.5% (同比+0.7pct), 归母净利率为 12.1% (同比+0.01pct)。公司具备上游议价能力及规模采购优势, 伴随原材料价格回落, 盈利能力有所改善; 此外, 公司品牌红利释放, 精准投放销售费用, 加大费用管控力度, 销售费用率有望下降。

**现金流及营运效率表现良好。**2022Q2 公司产生净经营现金流 3.24 亿元 (同比+0.8 亿元); 营运能力方面, 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司应收账款周转天数 8 天 (较上年同期+4 天), 应付账款周转天数为 61 天 (较上年同期-7 天), 存货周转天数为 34 天 (较上年同期+1 天), 营运效率保持稳健。

## 1.2 盈利预测与投资建议

公司营销持续发力、具备床垫品牌溢价, 且渠道精细化管理能力强, 2022H1 在核心区域受到疫情影响的情况下公司积极调整, 彰显经营韧性, 此外公司生产端降本增效, 品牌红利释放、营销端规模效应显现, 盈利进入释放通道。预计 2022-2024 年收入分别同比+11.4%/+19.2%/+15.6%至 72.19/86.06/99.46 亿元, 归母净利润分别同比增长 15.8%/21.0%/22.2%至 7.95/9.62/11.75 亿元, 对应 PE 分别为 19.4X/16.0X/13.1X。我们选取家居行业内产品、品牌、渠道稳步扩张的顾家家居、喜临门、欧派家居作为可比公司 (2022 年平均 PE 为 18.9X), 调高评级至“买入”。

图表 3: 慕思股份收入拆分及预测 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4452.42	6481.04	7218.74	8606.24	9945.91
YoY	15.3%	45.6%	11.4%	19.2%	15.6%
毛利率	49.3%	45.0%	44.7%	44.8%	44.9%
分渠道收入拆分					
<b>直营</b>	<b>344.23</b>	<b>440.37</b>	<b>450.00</b>	<b>495.00</b>	<b>519.00</b>
YoY	-28.82%	27.93%	2.19%	10.00%	4.85%
毛利率(%)	75.89%	73.85%	73.00%	74.00%	75.00%
门店数量(家)	97	145	150	150	150
单店收入(万元)	354.88	303.70	300.00	330.00	346.00
坪效(万元/平米)	1.77	1.52	1.50	1.65	1.73
<b>经销</b>	<b>3050.70</b>	<b>4396.80</b>	<b>4845.00</b>	<b>5766.00</b>	<b>6566.00</b>
YoY	12.9%	44.1%	10.2%	19.0%	13.9%
毛利率(%)	45.9%	41.6%	42.0%	42.5%	43.0%
门店数量(家)	3500	4900	5700	6200	6700
单店收入(万元)	87.16	89.73	85.00	93.00	98.00
坪效(万元/平米)	0.87	0.90	0.85	0.93	0.98
<b>直供</b>	<b>386.18</b>	<b>660.00</b>	<b>825.00</b>	<b>1031.25</b>	<b>1289.06</b>
YoY	135.2%	70.9%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率(%)	32.6%	27.0%	28.0%	27.0%	26.0%
<b>电商</b>	<b>605.79</b>	<b>878.17</b>	<b>1053.8</b>	<b>1264.6</b>	<b>1517.5</b>
YoY	39.1%	45.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	61.6%	58.9%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>其他</b>	<b>32.69</b>	<b>40.85</b>	<b>44.94</b>	<b>49.43</b>	<b>54.37</b>
YoY	12.5%	25.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	7.9%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

图表 4: 可比公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价(元)	PE			EPS		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603816.SH	顾家家居	359.33	43.72	17.7	14.6	12.1	2.48	3.00	3.62
603008.SH	喜临门	114.09	29.45	15.9	12.3	9.5	1.85	2.40	3.09
603833.SH	欧派家居	707.29	116.11	23.1	19.6	16.6	5.02	5.93	6.98
	平均			<b>18.9</b>	<b>15.5</b>	<b>12.8</b>			
001323.SZ	慕思股份	154.24	38.56	19.4	16.0	13.1	1.99	2.41	2.94

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

## 风险提示

**地产复苏低于预期:** 公司作为地产后周期的家居企业, 地产销售下行将影响下游需求;

**疫情反复超预期:** 疫情持续扰动或将对公司生产、门店经营、消费者需求产生不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com