

# 麒盛科技 (603610.SH)

## 电动床行业优先卡位，乘东风显实力

### 核心观点：

- **国际智能电动床市场的主要参与者。**麒盛科技为世界领先的智能电动床制造商，产品主要以 ODM 形式销往北美等海外地区，公司主要客户为舒达席梦思 (SSB) 和泰普尔丝涟 (TSI)。
- **美国电动床市场迅速增长，国内行业仍为蓝海。**根据 ISPA 的统计，美国地区智能电动床的销售量从 2016 年的 186.07 万张增至 2018 年的 324.28 万张，复合增长率 32.01%，行业整体处于渗透率提升的红利期。国内行业仍为蓝海，我国老龄化程度的加深是智能电动床市场重要的增长推动力，同时年轻一代对智能家居接受程度普遍较高。
- **多维度缔造麒盛未来成长驱动力。**(1) 募投产能投产打破收入瓶颈，多区域拓展弱化对客户依赖。(2) 原材料价格高位回落、新品研发降成本，助力公司盈利水平向好。(3) 销售费用率优于行业，汇率处于贬值区间助力财务费用率趋势向好。(4) 净利率高于行业水平，ROE 表现亮眼。2019 年公司总资产周转率为 1.0，显著高于行业中其他企业，表示公司整体运营效率较高。
- **投资建议与盈利预测。**公司深耕行业多年已抢占先发优势，随着未来 2020 年下半年新增产能逐步放量，打破产能瓶颈，多区域客户的持续拓展，有望实现收入快速增长。随着海外疫情的逐步解禁，公司订单回暖有望好于预期。盈利水平方面，原材料价格与汇率水平目前仍趋势向好，同时海外产能转移逐步落地，有望弱化国际贸易环境变化所产生的不利因素。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.83、3.52、4.59 元/股，参考同行业软体家具类标的估值，给予 2020 年合理估值 17 倍 PE，对应合理价值 48.1 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情导致海外市场增长不及预期，大客户订单过于集中，新增产能释放不及预期，原材料价格上涨。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,391	2,529	2,810	3,555	4,651
增长率 (%)	72.2	5.8	11.1	26.5	30.8
EBITDA (百万元)	398	494	553	687	917
归母净利润 (百万元)	293	395	425	529	690
增长率 (%)	160.1	34.9	7.7	24.3	30.5
EPS (元/股)	2.60	2.63	2.83	3.52	4.59
市盈率 (P/E)	-	17.48	15.32	12.33	9.45
市净率 (P/B)	-	2.43	2.01	1.75	1.50
EV/EBITDA	-	10.68	8.16	6.11	4.18

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

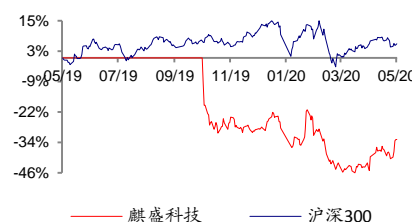
### 买入

当前价格	43.36 元
合理价值	48.1 元
报告日期	2020-05-31

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	207.46/51.86
总市值/流通市值 (百万元)	8995.4/2248.9
一年内最高/最低 (元)	64.31/34.77
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.49/102.57
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-5.43/-11.37

### 相对市场表现



### 分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

### 分析师：

陆逸



SAC 执证号：S0260519070005



021-60750604



gfluyi@gf.com.cn

请注意，陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

## 目录索引

一、投资要点 .....	5
二、国际智能电动床市场的主要参与者 .....	7
三、美国电动床市场迅速增长，国内行业仍为蓝海 .....	9
（一）美国电动床市场加快扩张，进口依赖程度大 .....	9
（二）供需两端同时推动国内智能家居行业成长 .....	10
（三）公司受大客户认可放量占领市场，贸易战加税实现税率分摊 .....	13
四、多维度缔造麒盛未来成长驱动力 .....	15
（一）募投产能投产打破收入瓶颈，多区域拓展弱化对大客户依赖 .....	15
（二）原材料价格高位回落、新品研发降成本，助力公司盈利能力向好 .....	17
（三）销售费用率优于行业，汇率处于贬值区间助力财务费用率趋势向好 .....	19
（四）净利率高于行业水平，ROE 表现亮眼 .....	21
五、投资建议与盈利预测 .....	22
六、风险提示 .....	24

## 图表索引

图 1: 公司主要产品为智能电动床和记忆棉床垫 .....	7
图 2: 营业收入及同比增速 .....	8
图 3: 归母净利润及同比增速 .....	8
图 4: 公司发展历程 .....	8
图 5: 发行后股权结构图 .....	9
图 6: 历年美国市场智能电动床销售情况 .....	10
图 7: 2018 年美国进口寝具规模 (百万美元) .....	10
图 8: 2018 年美国市场智能电动床进口依赖情况 .....	10
图 9: 人工智能未来最被消费者期待的应用领域分布: 智能家居排行第一 .....	11
图 10: 收入越高家庭, 使用智能家居的可能性越大 .....	11
图 11: 我国老龄人口占比趋势 .....	12
图 12: 各地区占总收入比重 .....	13
图 13: 北美洲收入及同比增速 .....	13
图 14: 中国大陆收入及同比增速 .....	13
图 15: 其他地区收入及同比增速 .....	13
图 16: 公司与客户实际分担关税比例 .....	15
图 17: 公司智能电动床产能、产量和销量情况 .....	15
图 18: 除美国外其他主要市场收入 (万元) .....	16
图 19: 公司在全球的业务情况 .....	16
图 20: 境内各渠道智能电动床收入 (万元) .....	17
图 21: 境内各渠道门店数量 (家) .....	17
图 22: 公司各产品占总收入比重 .....	17
图 23: 公司主要产品收入及同比增速 .....	17
图 24: 主营业务成本结构 .....	18
图 25: 各类原材料采购金额占比 .....	18
图 26: 钢材综合价格指数 .....	18
图 27: 中国木材指数: 总指数 .....	18
图 28: 实际市场价格: 铜 (美元/吨) .....	18
图 29: 实际市场价格: 铝 (美元/吨) .....	18
图 30: 同行业可比公司智能电动床毛利率 .....	19
图 31: 同行业可比公司床垫毛利率 .....	19
图 32: 公司历年期间费用率 .....	19
图 33: 同行业可比公司销售费用率 .....	20
图 34: 同行业可比公司管理费用率 .....	20
图 35: 2019 年同行业可比公司高管人均薪酬 (万元) .....	20
图 36: 美元兑人民币: 中间价 .....	21
图 37: 同行业可比公司财务费用率 .....	21
图 38: 麒盛科技历年 ROE .....	21
图 39: 同行业可比公司 ROE 对比 .....	22

图 40: 同行业可比公司净利率对比 .....	22
图 41: 同行业可比公司权益乘数对比 .....	22
图 42: 同行业可比公司总资产周转率对比 .....	22
图 43: 过去 1 年电动床谷歌搜索指数 .....	23
表 1: 2012 年以来与智能家居相关的政策及具体涉及内容 .....	12
表 2: 公司前三大客户销售情况 .....	14
表 3: 公司主要业务拆分预测 .....	23
表 4: 可比公司估值表 .....	24

## 一、投资要点

麒盛科技为世界领先的智能电动床制造商，产品主要以ODM形式销往北美等海外地区，公司主要客户为舒达席梦思（SSB）和泰普尔丝涟（TSI）。

### （一）美国电动床市场迅速增长，国内行业仍为蓝海

**美国电动床市场销量保持高速增长，进口依赖程度大。**根据麒盛科技招股说明书中资料显示，目前美国电动床消费的主要群体年龄在30-40岁之间。根据ISPA的统计，美国地区智能电动床的销售量从2016年的186.07万张增至2018年的324.28万张，复合增长率32.01%，行业整体处于渗透率提升的红利期。此外，依据美国海关的数据，2018年美国进口电动床规模为4.67亿美元，进口依赖度达41.16%。而麒盛产品占美国电动床进口总额的61%，占美国市场销售总额约25%。由于美国劳动力成本高居不下，预计将来美国电动床市场的进口依赖程度仍然较高，公司进口龙头地位稳固。

**国内行业仍为蓝海，我国老龄化程度的加深是智能电动床市场重要的增长推动力，此外年轻一代对智能家居接受程度普遍较高，同时为行业增长打开新空间。**根据国家统计局数据，2019年我国65岁及以上人口占总人口比上升至12.6%，智能电动床拥有智能驱动、实时身体机能检测等功能，可为老人提供智能化的家居服务，在人口老龄化加剧的背景下有望迎来较大发展机遇。此外年轻一代对智能家居接受程度普遍较高，同时为行业增长打开新空间。根据广发家电组前期《物联时代智能家居崛起正当时》报告中所引用的埃森哲调研数据，对于近年来风口上的AI技术，55%的消费者希望AI技术能应用到家居场景中，同时，在《物联时代智能家居崛起正当时》报告中所描述，伴随着我国中产阶级崛起、年轻一代成为消费主力军和精装修浪潮的兴起，智能家居在供需两端都将得到推动。

**受大客户认可放量占领市场，贸易战加税实现税率分摊。**麒盛科技2019年89.08%的收入主要来自北美洲，2016-2019年公司北美洲地区外销收入由10.26亿元增至22.00亿元，复合增长率28.94%，主要依托于泰普尔丝涟(TSI)和舒达席梦思(SSB)对公司订单大幅增加。公司的主要产品智能电动床和床垫被征收额外关税，由于公司在生产能力以及提供全球服务方面具备较强的竞争力，使得关税能成功实现部分转嫁。

### （二）多维度缔造麒盛未来成长驱动力

#### 1. 募投产能投产打破收入瓶颈，多区域拓展弱化对客户依赖

**IPO募投项目投产助力公司打破产能瓶颈，为长期收入增长提供保障。**公司的生产模式为“以销定产”，2018年产能瓶颈明显。募投项目“年产400万张智能床总部项目”一期200万张产能预计将于2020年起逐步投产，为未来收入增长提供保障。与此同时，公司为应对国际贸易环境变化，也已将部分生产环节向越南转移。多区域拓展弱化对客户依赖。外销业务方面，除美国外，公司主要在加拿大、俄罗斯和韩国市场此前也有部分投入。内销方面，公司计划借助募投项目资金加大对直营渠道建设，推动品牌打造。



## 2. 原材料价格高位回落、新品研发降成本，助力公司盈利能力向好

电器部件为公司产品核心原材料，原材料价格高位回落、新品研发助力盈利水平向好。2019年，公司智能电动床业务占总收入的比重为89.15%，钢材、木板、纺织面料等直接材料占电动床成本比重约85%。公司智能电动床毛利率2019年同比增加5.05pct至40.19%，一方面是由于主要原材料价格自2018年高位回落，另一方面公司凭借较强的研发实力，使电动床产品结构进一步优化，助力公司在关税承压的同时，毛利率仍实现大幅改善。

## 3. 销售费用率优于行业，汇率处于贬值区间助力财务费用率趋势向好

受益于营收快速增长，公司期间费用率迅速下滑，2016-2019年，公司期间费用率从31.52%下降至20.05%。销售费用增长较快，但仍低于行业平均水平。公司销售费用的主要增长原因是加大了对境外销售人员激励，与同行业可比公司比较，公司外销ODM模式下销售费用支出较少。管理费用率虽高于同行业公司，但职工薪酬总额位于家具行业中头部企业水平，助力维护公司核心高管层稳定。汇率处于贬值区间助力财务费用率趋势向好。

## 4. 净利率高于行业水平，ROE表现亮眼

高净利、高周转助力公司ROE高于行业平均水平。公司上市前2018年ROE水平为38.01%，2019年ROE水平为29.65%，考虑到上市之后公司ROE水平将有所回落，但整体来看仍高于行业水平。对比行业中其他上市公司来看，公司净利率水平与总资产周转率明显高于行业。公司高毛利的电动床产品，叠加OEM/ODM模式下的低费用率，助力净利率维持高位。2019年公司总资产周转率为1.0，显著高于行业中其他企业，表示公司整体运营效率较高。

### （三）投资建议与盈利预测

整体来看，全球电动床行业目前仍处于发展红利期，公司深耕行业多年，具有较强研发实力，在行业中已抢占先发优势。随着未来2020年下半年新增产能逐步放量，公司有望打破产能瓶颈，依托于电动床渗透率的提升，多区域客户的持续拓展，在享受行业快速增长红利期的同时，弱化对头部客户的依赖，实现稳健增长。随着海外疫情的逐步解禁，公司订单回暖有望好于预期，根据Google搜索数据，2020年4-5月美国电动床平均搜索指数分别为56、81.8，分别同比增长7.2%、37.4%，需求呈现逐步回暖趋势。盈利水平方面，原材料价格与汇率水平目前仍趋势向好，同时海外产能转移逐步落地，有望弱化国际贸易环境变化所产生的不利因素，助力盈利水平持续向好。

预计公司2020-2022年EPS为2.83、3.52、4.59元/股，参考同行业软体家具类标的估值，给予2020年合理估值17倍PE，对应合理价值48.1元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

### （四）风险提示

疫情导致海外市场增长不及预期，大客户订单过于集中，新增产能释放不及预期，原材料价格上涨，拉低产品毛利率。

## 二、国际智能电动床市场的主要参与者

外销ODM电动床龙头，美国头部两大床垫企业为公司主要客户。公司主要从事智能电动床及配套产品的研发、设计、生产和销售，主要产品包括智能电动床、记忆棉床垫和枕头。公司业务以外销为主，美国为公司主要产品出口区域，依托美国子公司奥格莫森进行北美市场拓展，而内销则通过国内子公司索菲莉推动国内业务。公司核心电动床业务以ODM模式为主，自有品牌模式为辅。ODM模式下在美主要客户为舒达席梦思（SSB）和泰普尔丝涟（TSI），自有品牌和床垫业务通过好市多（COSTCO）进行网络销售。

图1：公司主要产品为智能电动床和记忆棉床垫

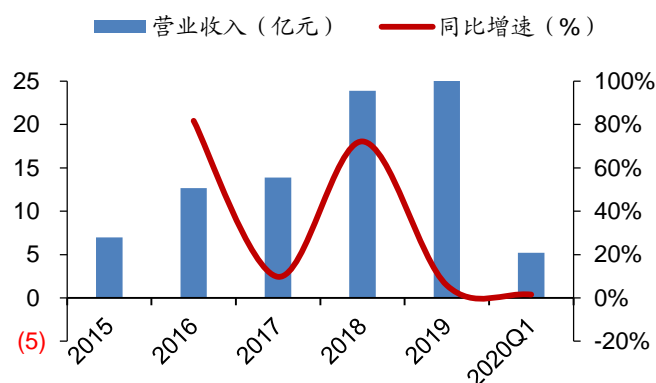


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

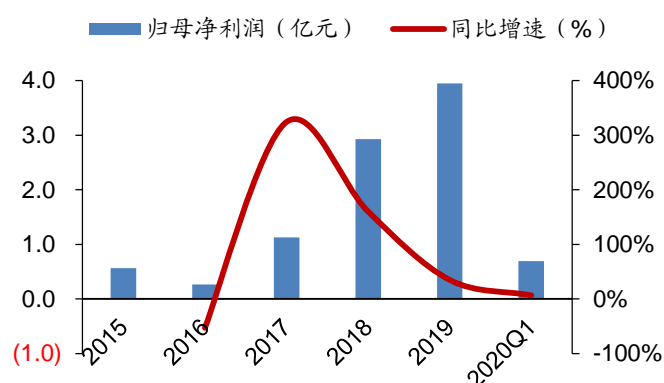
近年来公司营业收入和归母净利润保持快速增长。2015-2019年，公司营业收入规模由6.96亿元增长至25.29亿元，复合增长率38.05%，营收增速波动较大主要受制于产能瓶颈、2019年则同时叠加海外贸易因素影响。归母净利润由0.56亿元增长至3.95亿元，复合增长率62.71%。2019年公司实现营业收入25.29亿元（yoy+5.78%），归母净利润3.95亿元（yoy+34.91%），增速受制于产能以及国际贸易环境因素而略有放缓。

图2：营业收入及同比增速

图3：归母净利润及同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

董事长从业经验丰富，公司研产销链条一体化。公司董事长唐国海具有丰富的机械驱动行业经验，入主公司前曾任礼恩派国际机械部中国区总裁、嘉兴礼海电气科技副董事长、瑞海机械董事长。公司前身舒福德有限公司成立于2005年10月，最初仅从事电动床的制造工序，在2014年公司在收购奥格莫森美国之后，继承了其与舒达席梦思（SSB）和泰普尔丝涟（TSI）等美国床垫厂商的业务关系，完成了从研发到销售的全产业链整合，使得公司在北美地区的业务量实现大幅扩张。2016年，为了开拓国内市场，公司收购了索菲莉尔，并整合了其在国内的营销渠道，国内市场销售开始加速起步。

图4：公司发展历程

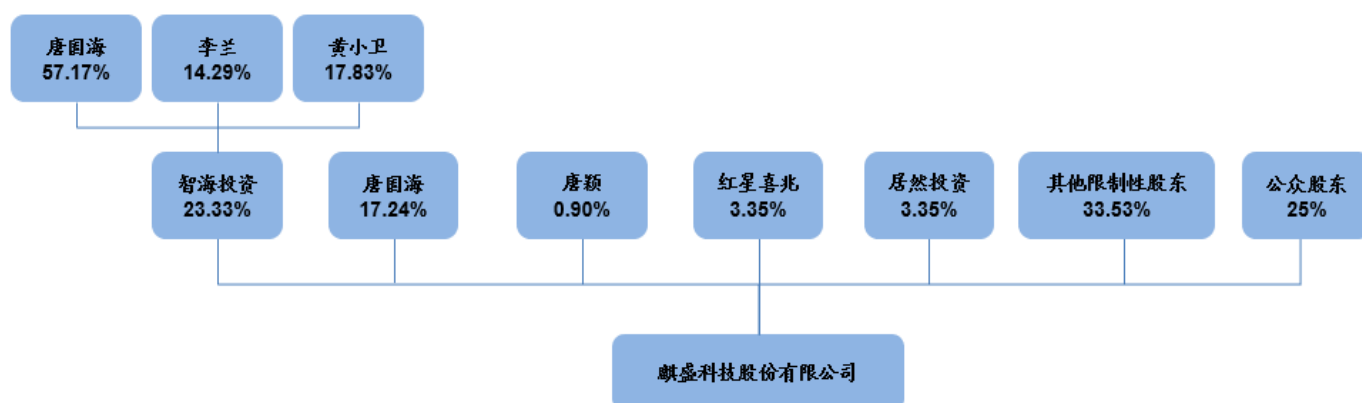


数据来源：麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心



公司由唐氏家族控股，红星美凯龙、居然之家参与投资。公司实际控制人为唐国海、李兰和唐颖。唐国海与李兰系夫妻关系，唐颖系唐国海、李兰之女，三人直接与间接持有公司股份比例合计为34.81%。IPO发行股数为3758万股，占发行后公司总股本的25%。发行后智海投资持股由30.10%下降至23.33%，仍为公司第一大股东。红星美凯龙与居然之家分别持有公司3.35%、3.35%的股份。

图5：发行后股权结构图



数据来源：麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

### 三、美国电动床市场迅速增长，国内行业仍为蓝海

#### （一）美国电动床市场加快扩张，进口依赖程度大

电动床用户初为面向老年群体，现呈现年轻化趋势。现阶段智能电动床的消费市场主要在欧美等发达国家和地区。根据麒盛科技招股说明书中资料显示，智能电动床约在2004年开始出现在美国市场，在2013年后迅速普及。最初面向行动不便的老年人，购买群体绝大多数是50岁以上的人群。但随着商家持续对电动床概念的推广，越来越多年轻一代消费者开始接受电动床概念，目前在美国消费的主要群体年龄在30-40岁之间。

美国市场电动床销量保持高速增长。根据招股书中引用的ISPA的统计，美国地区智能电动床的销售量从2016年的186.07万张增至2018年的324.28万张，复合增长率32.01%。美国地区仅通过床垫企业间接实现销售智能电动床销售额从2011年的2.04亿美元增长到2017年的6.16亿美元，复合增长率20.25%。合并了直接向零售商销售智能电动床的数据后，2018年美国地区直接和间接的销售额约11.34亿美元，较2017年增长约32.16%，同时智能电动床的价格同比下降13.52%。综合来看，随着价格下降，预计受众群体和销量将进一步扩大，行业整体仍处于渗透率提升的红利期。

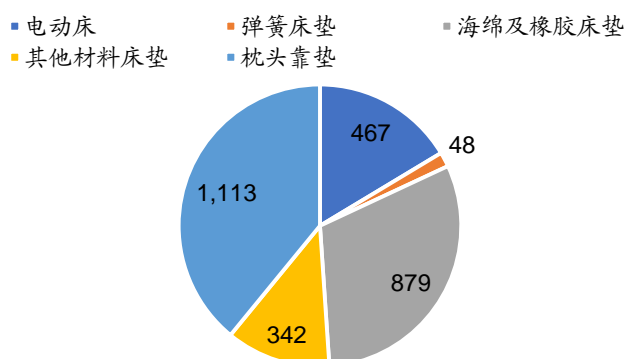
图6：历年美国市场智能电动床销售情况



数据来源：麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

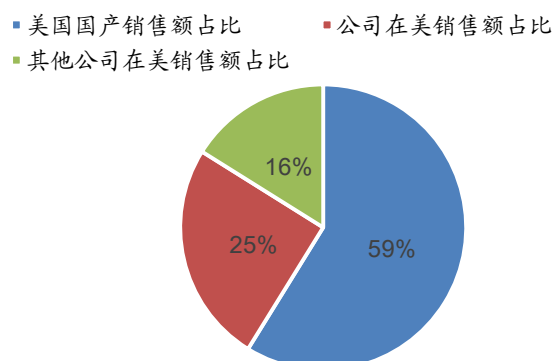
美国市场对智能电动床进口依赖程度高，公司为最大对美出口企业。依据美国海关的数据，2018年美国进口电动床规模为4.67亿美元，进口依赖度达41.16%。根据美国海关以及公司业务数据测算，公司电动床产品在美国销售额占美国电动床进口总额的61%，占美国市场销售总额约25%。由于美国劳动力成本高居不下，预计将来美国电动床市场的进口依赖程度仍然较高，公司进口龙头地位稳固。

图7：2018年美国进口寝具规模（百万美元）



数据来源：美国国际贸易委员会、广发证券发展研究中心

图8：2018年美国市场智能电动床进口依赖情况

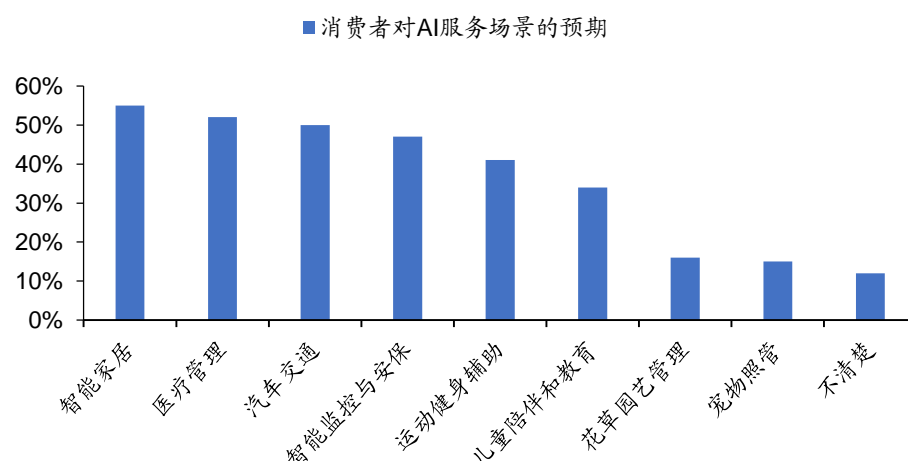


数据来源：广发证券发展研究中心

## （二）供需两端同时推动国内智能家居行业成长

智能家居在消费需求中呼声较高。根据广发家电组前期《物联时代智能家居崛起正当时》报告中所引用的埃森哲调研数据，对于近年来风口上的AI技术，55%的消费者希望AI技术能应用到家居中，可见消费者最期待的落地场景仍然是家庭，体现了智能家居仍然具备可观的潜在需求。根据招股书中引用的在线统计数据门户Statista统计和预测，全球智能家具的市场规模将从2016年的241亿美元，增至2022年的535亿美元，年复合增长率高达14.21%。家庭场景是物联网最具潜力的应用场景之一，智能家居就是以家庭居住场景为载体，融合自动控制技术、计算机技术、以及新兴发展的大数据、人工智能、云计算、通信技术等，将家电控制、环境监控、影音娱乐、信息管理等功能有机结合，通过对家居设备的集中管理，提供更具有安全性、节能性、便捷性、舒适性、以及智能化的家庭生活场景。

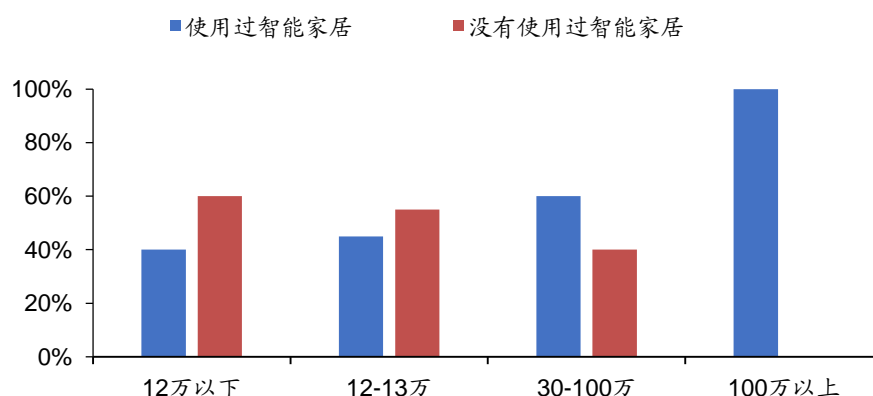
图9：人工智能未来最被消费者期待的应用领域分布：智能家居排行第一



数据来源：埃森哲《2017年中国消费者数字趋势研究》、《物联时代智能家居崛起正当时》、广发证券发展研究中心

**年轻一代对智能家居接受程度普遍较高。**如广发家电组前期《物联时代智能家居崛起正当时》报告中所描述，伴随着我国中产阶级崛起、年轻一代成为消费主力军和精装修浪潮的兴起，使得智能家居在供需两端都将得到推动。从需求端来讲，近年来消费群体的两大核心变化将更有力的支撑智能家居消费落地：中产及富裕阶层的崛起，智能家居是品质化消费的必然选择。根据智能家居网的调查，收入越高的家庭使用智能家居的比例越高。80、90后正在成为消费主力，个性、体验、便捷，性价比是新生代消费者的关键词。在家居层面，他们追求更加现代化舒适的环境，与更加统一、简洁的交互体验。智能家居可以在提升体验的同时，满足其个性化需求。从供给端来讲，智能家居如同智能手机一样，是供给创造了需求，在政策支持和行业龙头的推动下有望形成消费风潮。政府对于智能家居的发展也提供了很多支持。物联网是政府最为重视的产业之一，智能家居就是物联网的重要应用。

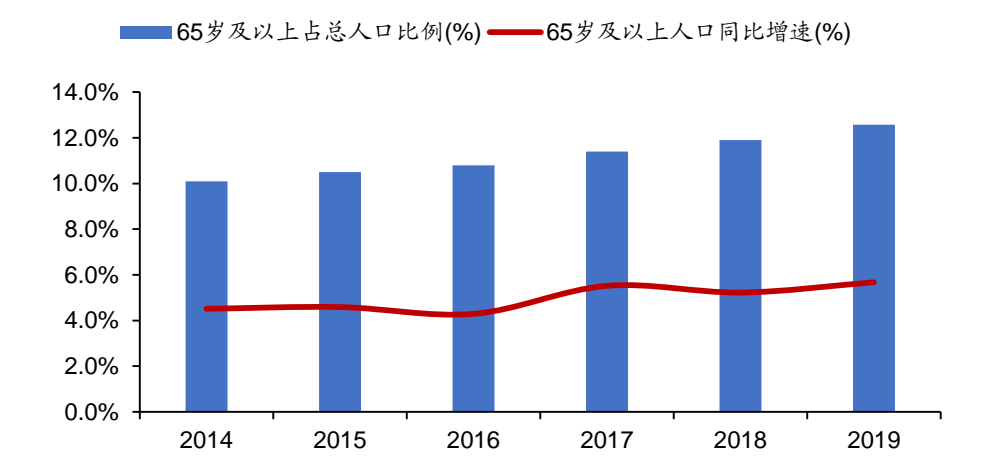
图10：收入越高家庭，使用智能家居的可能性越大



数据来源：智能家居网、《物联时代智能家居崛起正当时》、广发证券发展研究中心

**我国老龄化程度的加深是智能电动床市场重要的增长推动力。**根据国家统计局数据显示，2014-2019年，我国65岁及以上人口占总人口比由10.1%上升至12.6%，老龄人口数复合增长率5.06%。人口老龄化加剧为养老服务业的发展带来较大机遇。

图11: 我国老龄人口占比趋势



数据来源: 国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

**电动床在养老产业中有较大优势。**根据麒盛科技招股说明书中资料显示,我国在2014年就发布了《关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知》,要求加强养老服务体系建设和智能电动床拥有智能驱动、简易交互和实时身体机能检测等功能,可以为老人提供智能化的家居服务,快捷检测并记录老人的健康数据,在养老服务市场上具有明显的优势。对于老龄人口的健康关怀使得智能电动床在我国的市场增长空间较大。

表1: 2012年以来与智能家居相关的政策及具体涉及内容

时间	部门	文件	内容
2012年2月	工信部	《物联网“十二五”发展规划》	智能家居作为物联网9大重点领域应用示范工程之一,包括家庭网络、家庭安防、家庭智能控制、节能环保低碳等。
2016年3月	国务院	《2016年国务院政府工作报告》	提出增强消费拉动经济增长的基础作用,顺应消费升级趋势,壮大智能家居等新兴消费。
2017年8月	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	鼓励企业发展面向定制化应用场景的智能家居“产品+服务”模式,推广智能电视、智能音箱、智能安防等新兴数字家庭产品,积极推广通用的产品技术标准及应用规范。
2017年12月	工信部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划》	支持物联网、机器学习等技术在智能家居产品中的应用,建设一批智能家居示范应用项目并推广。
2018年10月	国务院	《国务院关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	快速提升新型信息产品供给体系质量,积极拓展信息消费新产品、新业态、新模式,升级智能化、高端化、融合化信息产品,重点发展适应消费升级的智慧家庭产品等新型信息产品。

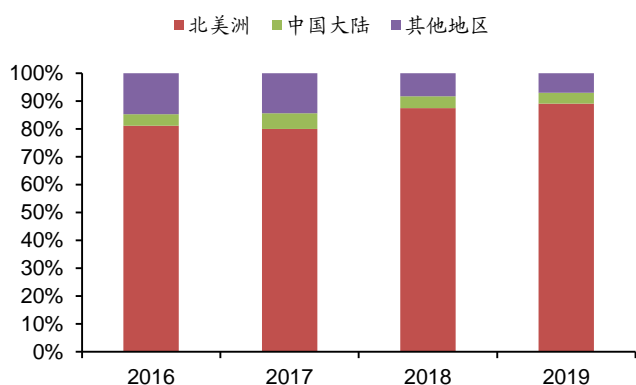
数据来源: 国务院、工信部、广发证券发展研究中心

当前国内市场电动床普及率仍低。电动床已经进入我国市场十多年，但市场对电动床的认知程度并不高。电动床在我国主要的应用场景为医疗用电动床，家用电动床普及程度更低，因此我国电动床的市场发展前景十分广阔，市场渗透率还有较大的提升空间。

### （三）公司受大客户认可放量占领市场，贸易战加税实现税率分摊

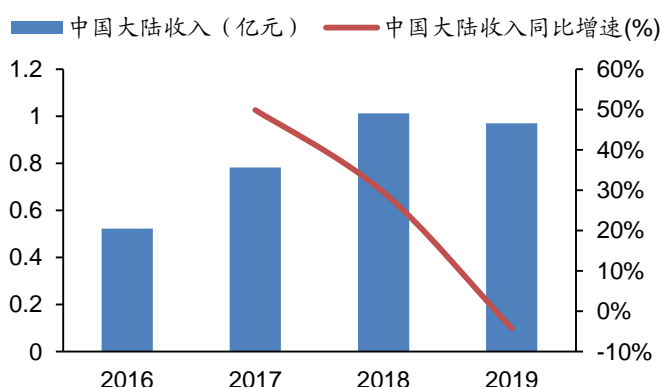
分地区看，公司收入主要来自美国。2016-2019年，公司北美洲地区外销收入由10.26亿元增至22.00亿元，复合增长率28.94%，占总收入的比重由2016年的81.11%上升到2019年的89.08%，境外销售较快主要是由于公司收购奥格莫森美国之后，继承了其与舒达席梦思(SSB)和泰普尔丝涟(TSI)等美国床垫厂商的业务关系。2018年，泰普尔丝涟(TSI)和舒达席梦思(SSB)对公司订单大幅增加，分别为公司带来了4.26亿元和2.1亿元收入。加上两者的其他子公司，2018年公司两家主要客户的销售额合计增加9.7亿元，占当期北美市场总收入的46.4%。

图12：各地区占总收入比重



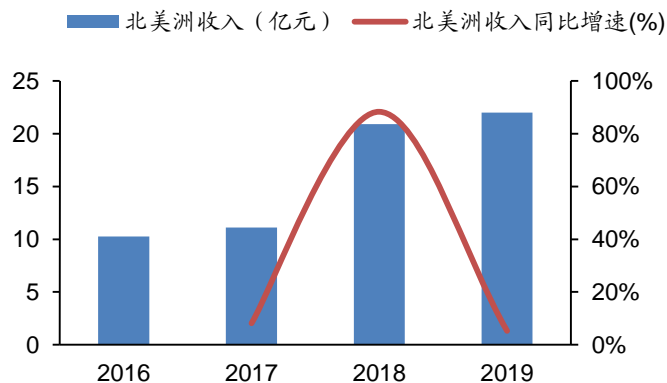
数据来源：麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、广发证券发展研究中心

图14：中国大陆收入及同比增速



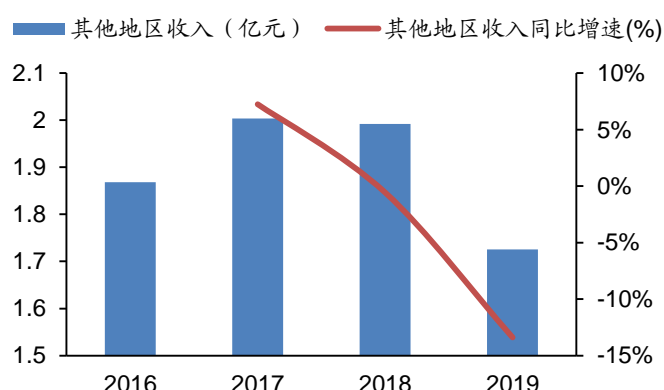
数据来源：麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、广发证券发展研究中心

图13：北美洲收入及同比增速



数据来源：麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、广发证券发展研究中心

图15：其他地区收入及同比增速



数据来源：麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、广发证券发展研究中心

公司受大客户认可程度高，依托大客户快速占领出口市场份额。2017-2019年，公司对前五大客户的销售收入，分别占公司当年销售收入的79.55%、88.07%及83.27%，其中，对第一大客户的销售占比分别为40.02%、38.18%及41.78%。



2016-2018年，第三大客户好市多（COSTCO）的份额减少了9.53个百分点，第二大客户泰普尔丝涟（TSI）的份额增加了19.06个百分点，成为公司第一大客户，舒达席梦思（SSB）则一直为公司前两大客户。整体来看，随着公司收入体量的快速增长，泰普尔与舒达席梦思占公司收入比重变化较小，从侧面可印证两大美国床垫企业对公司产品认可度较高，给予麒盛的订单持续增长。公司依托于其头部客户放量，助力巩固在美国电动床出口行业中龙头地位。

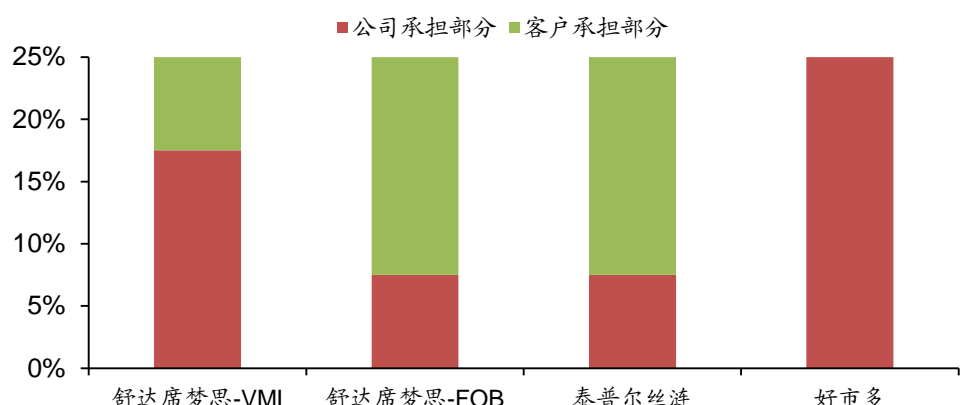
表 2：公司前三大客户销售情况

时间	序号	客户	营业收入（亿元）	占营业收入比重
2016 年	1	舒达席梦思（SSB）	5.02	39.64%
	2	泰普尔丝涟（TSI）	2.42	19.12%
	3	好市多（COSTCO）	2.01	15.86%
	合计		10.03	79.27%
2017 年	1	舒达席梦思（SSB）	5.56	40.02%
	2	泰普尔丝涟（TSI）	2.97	21.38%
	3	好市多（COSTCO）	1.85	13.32%
	合计		11.05	79.55%
2018 年	1	泰普尔丝涟（TSI）	9.13	38.18%
	2	舒达席梦思（SSB）	9.10	38.04%
	3	好市多（COSTCO）	1.51	6.33%
	合计		21.06	88.07%

数据来源：麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

**主要产品加征关税，公司实现部分关税转嫁。**公司的主要产品智能电动床和床垫被加征收额外关税。根据麒盛科技招股说明书中显示，2018年9月24日后被征收第一轮额外关税10%，公司通过与客户协商，最终不承担关税或通过提价抵消关税，实际未承担税额。2019年5月10日后被征收第二轮额外关税25%，公司与客户协商后决定共同承担关税：VMI销售模式下，公司实际承担约17.5%关税，客户实际承担约7.5%关税；FOB销售模式下，公司实际承担约7.5%关税，客户实际承担约17.5%关税；网站平台直接销售模式下，公司实际承担约25%，主要为床垫等产品。2018年，公司实际支付关税金额为615.80万元，占被征税产品收入的13.59%，征收额外关税的产品占总收入的1.93%；2019年一季度，公司实际支付关税1,666.11万元，占被征税产品收入的9.78%，征收关税的产品占总收入的33.80%。由于公司在生产能力以及提供全球服务方面具有较强的竞争力，使得关税成功实现部分转嫁。

图16: 公司与客户实际分担关税比例



数据来源：麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

注：公司为舒达席梦思（SSB）提供库存管理（VMI 模式），由公司清关，支付并承担关税。

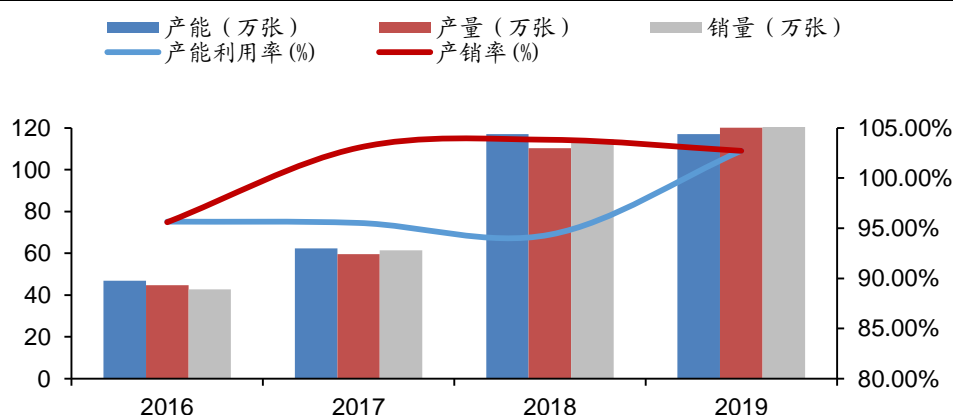
FOB 方式交货系舒达席梦思（SSB）负责清关，支付并承担关税。

## 四、多维度缔造麒盛未来成长驱动力

### （一）募投产能投产打破收入瓶颈，多区域拓展弱化对大客户依赖

**IPO募投项目投产助力公司打破产能瓶颈，为长期收入增长提供保障。**公司的生产模式为“以销定产”，以订单为导向，自主生产为主、部分零部件委托加工。公司的产能从2016年的46.8万张增长到2018年的117万张，复合增长率达58.11%，但在2017年和2018年公司所承接订单仍然供不应求，因此引入部分外协生产，以填补约4.65%的产能缺口，产能瓶颈明显。募投项目“年产400万张智能床总部项目”落地于浙江嘉兴，项目分为2期进行，每期新增200万张，预计一期产能将于2020年起逐步投产，为未来收入增长提供保障。与此同时，公司为应对国际贸易环境变化，也将部分生产环节向海外转移，公司已投资800万美元在越南租赁厂房，进行智能电动床的组装和包装工序，推动外销业务进一步改善。

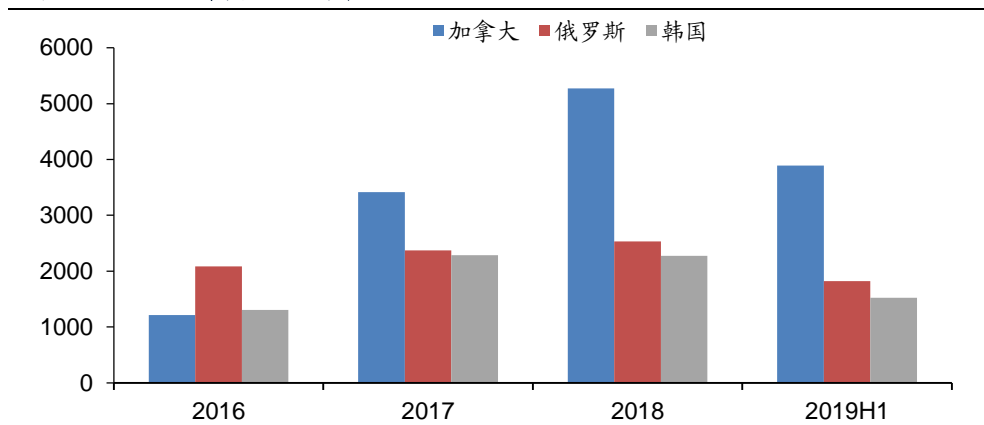
图17: 公司智能电动床产能、产量和销量情况



数据来源：麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

多区域拓展弱化对客户依赖。外销业务方面，除美国外，公司主要在加拿大、俄罗斯和韩国市场此前也有部分投入，2018年营业收入分别为0.53亿元、0.25亿元和0.23亿元，近三年复合增长率分别为108.56%、10.13%、32.02%。

图18: 除美国外其他主要市场收入（万元）



数据来源：麒盛科技招股说明书、Wind、广发证券发展研究中心

图19: 公司在全球的业务情况

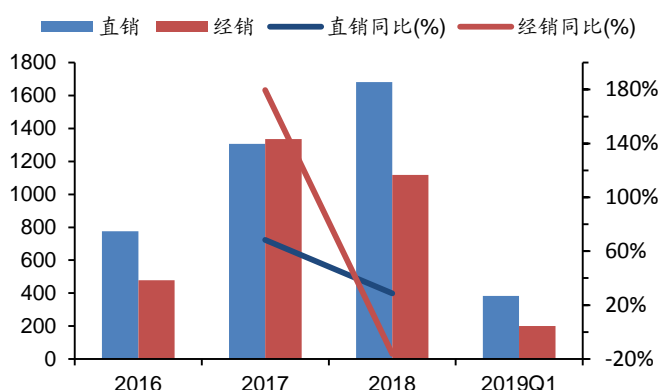


数据来源：麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

借助IPO募投项目，加大直营渠道建设，实现品牌打造。截止2019年，公司拥有97家经销商，覆盖全国24省的大多数核心城市。直营渠道中，公司拥有5家直营门店或专柜，全部位于嘉兴和杭州。公司上市之后为持续内销市场的拓展，计划通过募投项目资金在三年内在一二线城市开设278家各层次的直营店，包括：北京、上海、广州、深圳、重庆、杭州各开设一家旗舰店，成都、天津、武汉、南京、长沙、西安、苏州、无锡、宁波、青岛、大连、厦门各开设一家标准店，以及其他78家专

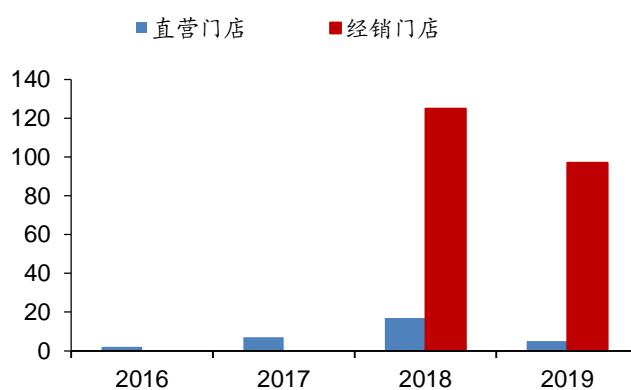
业卖场店、96家综合商业体标准店和78家社区标准店，覆盖全国主要大中城市，推动内销品牌打造。

图20: 境内各渠道智能电动床收入 (万元)



数据来源: 麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

图21: 境内各渠道门店数量 (家)

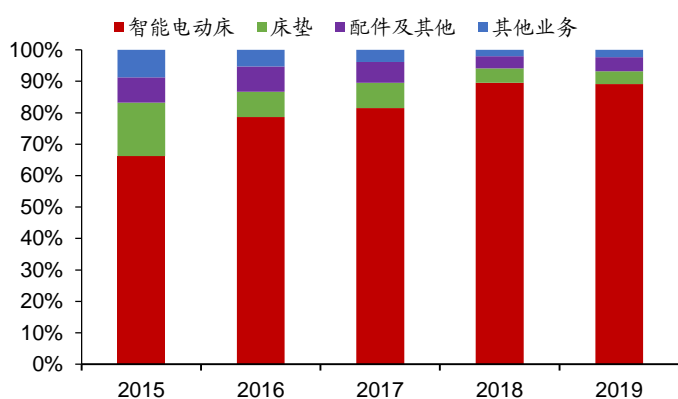


数据来源: 麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、广发证券发展研究中心

## (二) 原材料价格高位回落、新品研发降成本，助力公司盈利能力向好

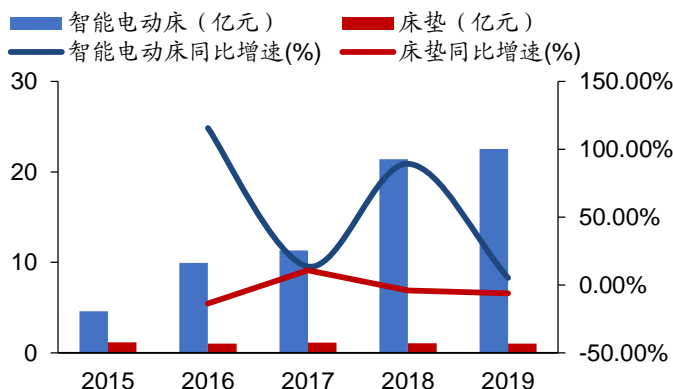
分产品看，智能电动床收入构成公司收入的89.15%。2015-2019年，智能电动床收入由4.61亿元增长至22.55亿元，复合增长率48.68%，占总收入的比重由2015年的66.26%上升到2019年的89.15%。记忆棉及其他类型的床垫，以及枕头、靠背等配件的销售收入从2015年的2.35亿元增加至2019年的2.74亿元，占总收入的比重则由2015年的33.74%下降到2019年的10.85%。

图22: 公司各产品占总收入比重



数据来源: 麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、Wind、广发证券发展研究中心

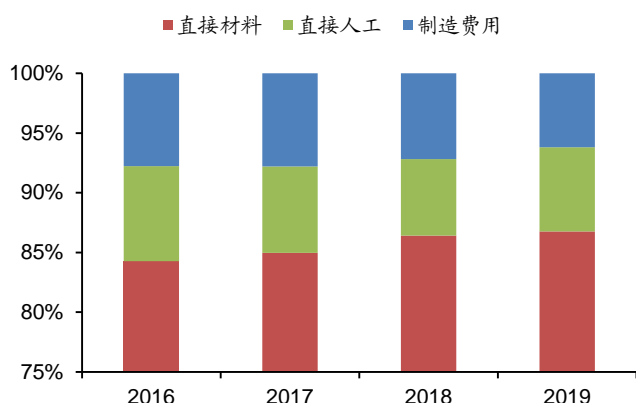
图23: 公司主要产品收入及同比增速



数据来源: 麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、Wind、广发证券发展研究中心

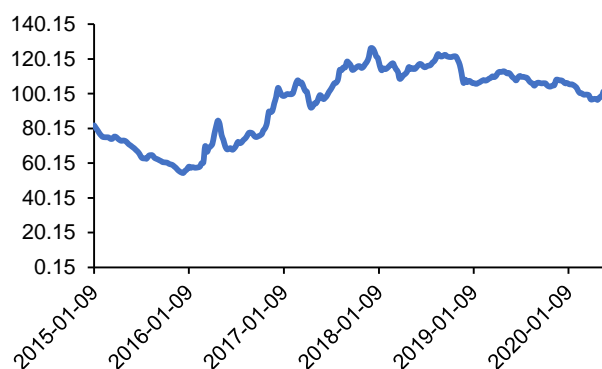
电器部件为公司产品核心原材料，原材料回落高位回落、新品研发助力盈利能力向好。钢材、木板、纺织面料等直接材料占电动床成本比重约85%，钢材和木材用于智能电动床主体框架，纺织面料用于内衬和包裹，线性驱动器用于床体调节。2019年公司整体毛利率同比增加4.41pct至39.73%，主要产品智能电动床毛利率同比增加5.05pct至40.19%，一方面是由于主要原材料价格自2018年高位回落，另一方面公司凭借较强的研发实力，使电动床产品结构进一步优化，助力公司在关税承压的同时，毛利率实现大幅改善。

图24: 主营业务成本结构



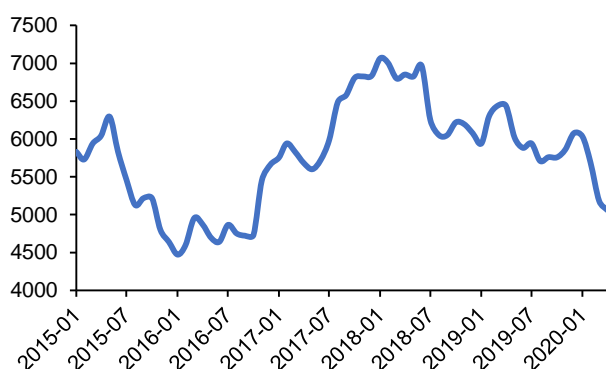
数据来源: 麒盛科技招股说明书、麒盛科技 2019 年年报、广发证券发展研究中心

图26: 钢材综合价格指数



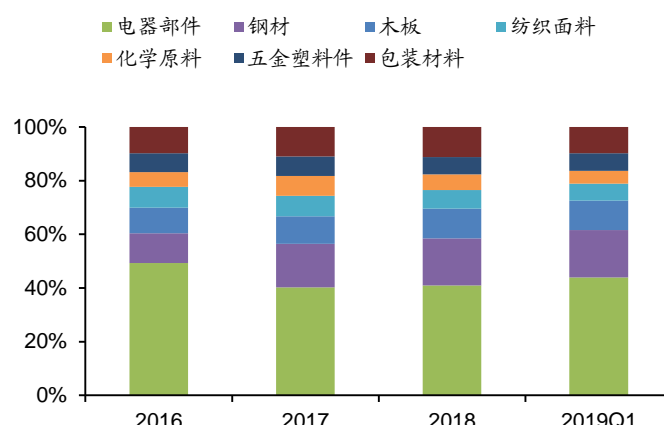
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 实际市场价格: 铜 (美元/吨)



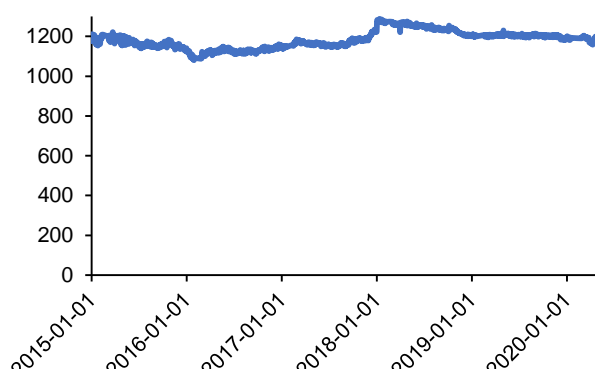
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 各类原材料采购金额占比



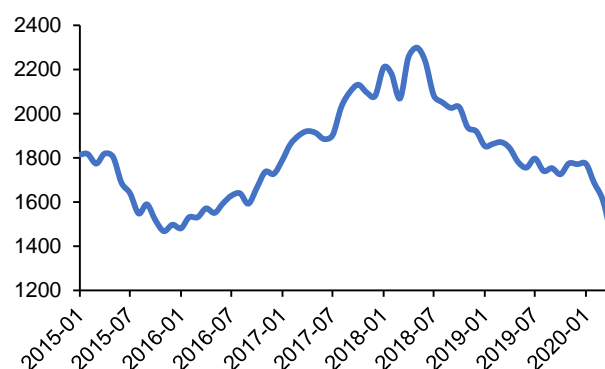
数据来源: 麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

图27: 中国木材指数: 总指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 实际市场价格: 铝 (美元/吨)

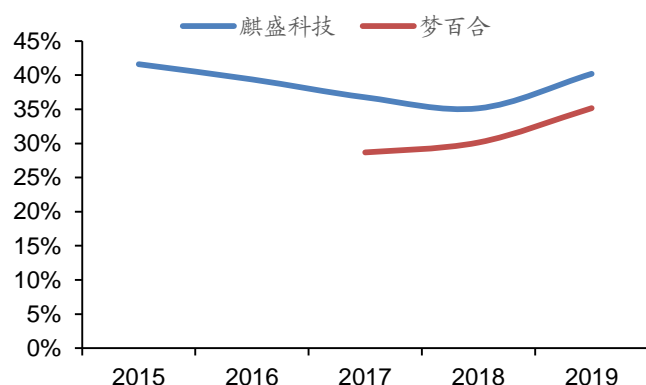


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**公司电动床业务毛利率优于同行。**与同行业公司相比，公司智能电动床的毛利率高于梦百合，主要原因系公司在行业中深耕多年、出口市占率高、与客户合作关系稳固，且产品定位与中高端。公司床垫产品毛利率略高于喜临门、梦百合整体床垫业务，主要原因系喜临门、梦百合床垫部分采用ODM/OEM模式销售，而公司床垫以自有品牌销售，品牌溢价较高。

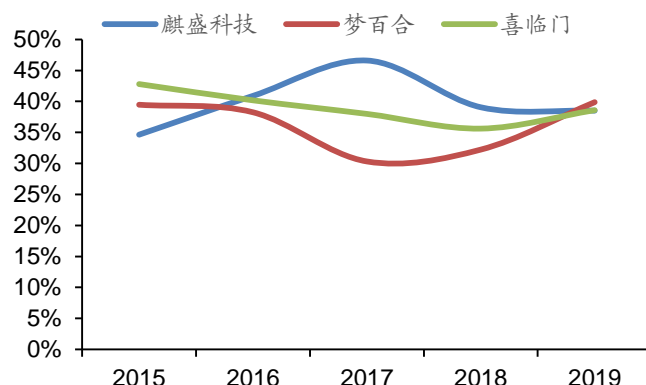


图30: 同行业可比公司智能电动床毛利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 同行业可比公司床垫毛利率

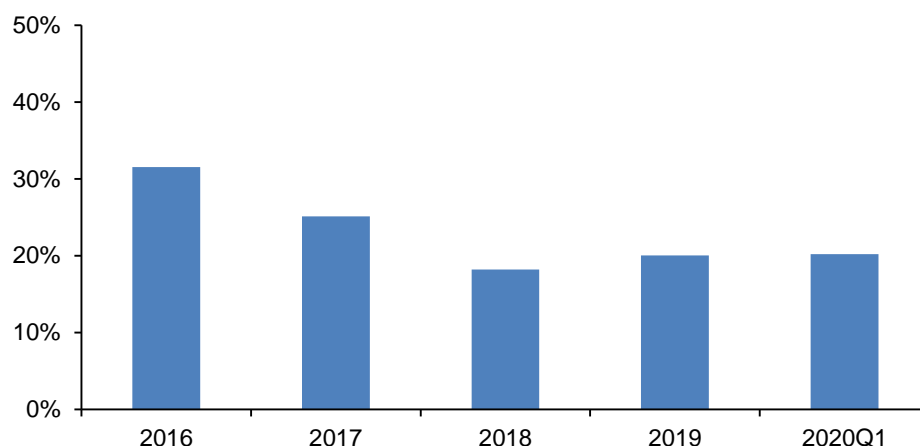


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### (三) 销售费用率优于行业，汇率处于贬值区间助力财务费用率趋势向好

受益于营收快速增长，公司期间费用率大幅下滑。2016-2019年，公司期间费用率从31.52%下降至20.05%，2020年第一季度同比下降5.04pct至20.21%。2019年销售费用率同比下降0.43pct至9.87%，管理费用率（含研发费用率）同比上升1.62pct至11.39%，财务费用率为-1.21%。

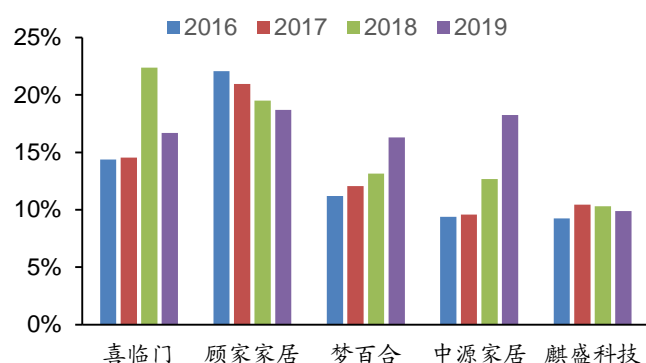
图32: 公司历年期间费用率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

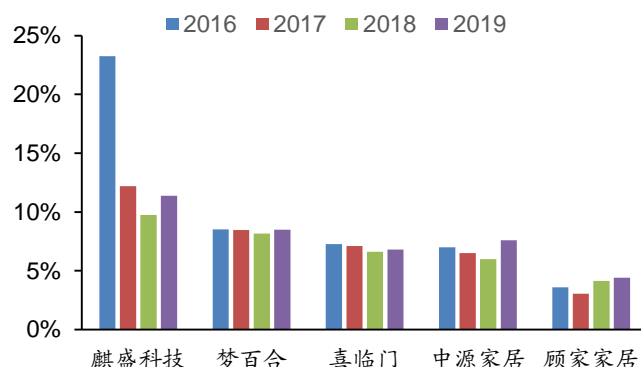
销售费用增长较快，但仍低于行业平均水平。公司销售费用的主要增长原因是加大了对境外销售人员的激励，使得2018年销售费用中职工薪酬同比增长58.15%，2019年销售费用中职工薪酬同比减少3.43%。与同行业可比公司比较，公司外销ODM模式下销售费用支出较少，因此公司销售费用率低于顾家家居、喜临门等以自有品牌进行销售的公司。

图33: 同行业可比公司销售费用率



数据来源: 麒盛科技招股说明书、Wind、广发证券发展研究中心

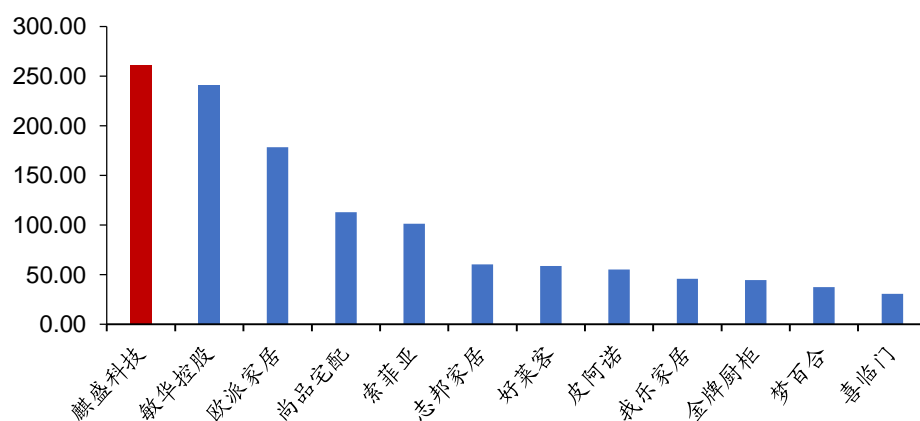
图34: 同行业可比公司管理费用率



数据来源: 麒盛科技招股说明书、Wind、广发证券发展研究中心

管理费用率高于同行业公司的主要原因为高管薪酬较高。扣除2016年因股权激励确认股份支付费用后, 2017年、2018年、2019年管理费用增长幅度分别为14.55%、30.97%和13.05%。2016年至2019年1季度, 境外管理人员的平均月薪从5.98万元增加至8.89万元, 职工薪酬总额由2016年的4015.49万元增长到2019年的9527.77万元, 复合增长率33.38%, 位于家具行业中头部企业水平, 助力维护公司核心高管层稳定。

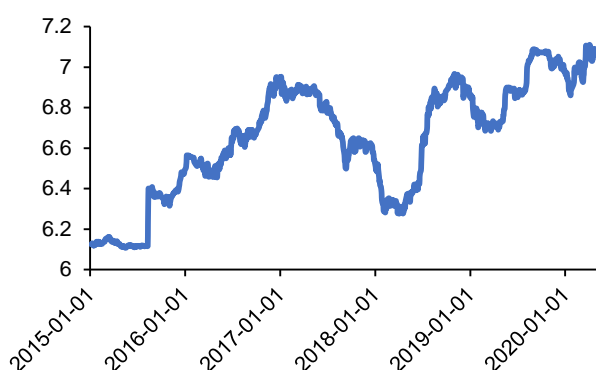
图35: 2019年同行业可比公司高管人均薪酬(万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

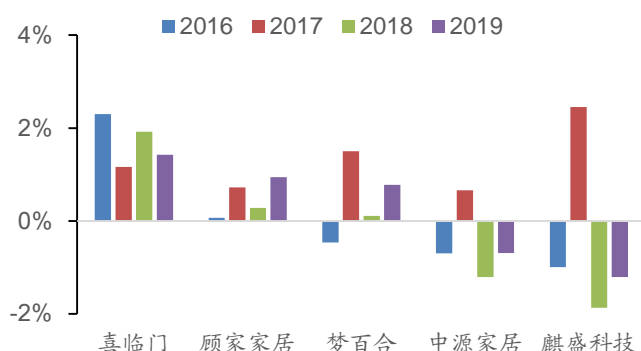
汇率处于贬值区间助力财务费用趋势向好。公司主要业务以出口美国为主, 因此人民币兑美元汇率将对公司财务费用造成一定影响。目前人民币对美元目前处于贬值区间, 近期汇率水平维稳, 利好出口企业。同行业比较来看, 公司财务费用率比同为外销企业梦百合高的原因是其外销占比更高, 2019年梦百合外销营收占比为81.42%, 而同期公司外销收入占比达96.07%。

图36: 美元兑人民币: 中间价



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 同行业可比公司财务费用率

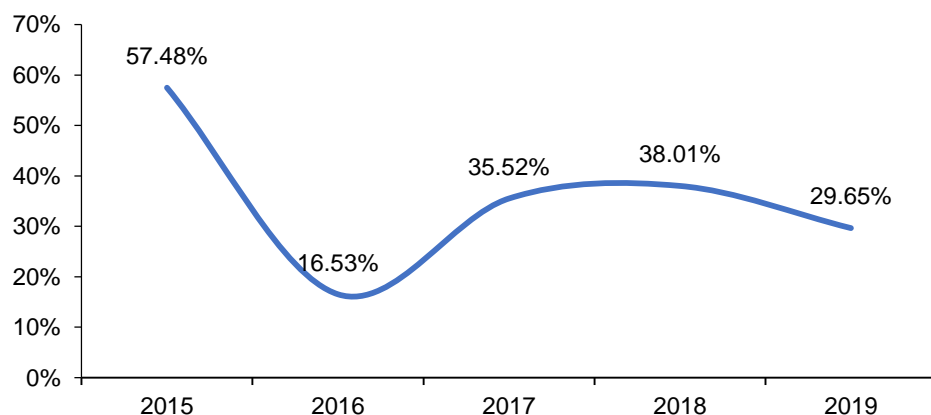


数据来源: 麒盛科技招股说明书、广发证券发展研究中心

#### (四) 净利率高于行业水平, ROE 表现亮眼

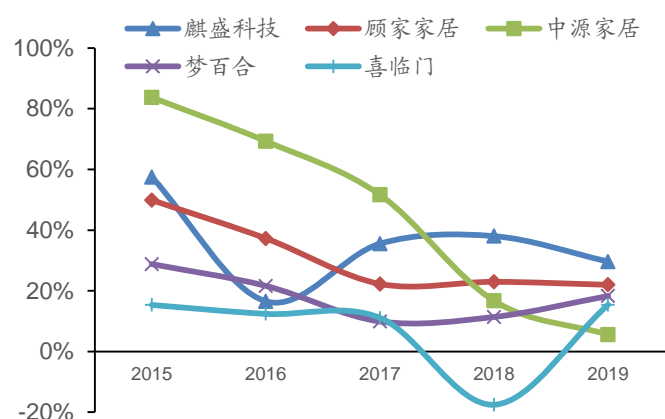
高净利, 高周转助力公司ROE高于行业平均水平。公司上市前2018年ROE水平为38.01%, 2019年ROE水平为29.65%, 考虑到上市之后公司ROE水平将有所回落, 但整体来看仍高于行业水平。对比行业中其他上市公司来看, 公司净利率水平与总资产周转率明显高于行业。公司高毛利的电动床产品, 叠加OEM/ODM模式下的低费用率, 助力净利率维持高位。2019年公司总资产周转率为1.0, 显著高于行业中其他企业, 表示公司整体运营效率较高。

图38: 麒盛科技历年ROE



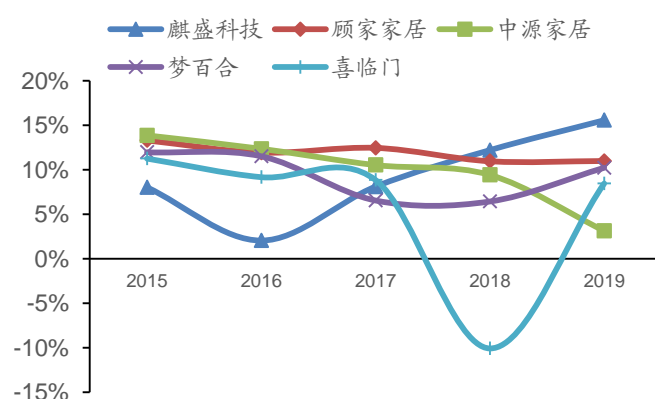
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: 同行业可比公司ROE对比



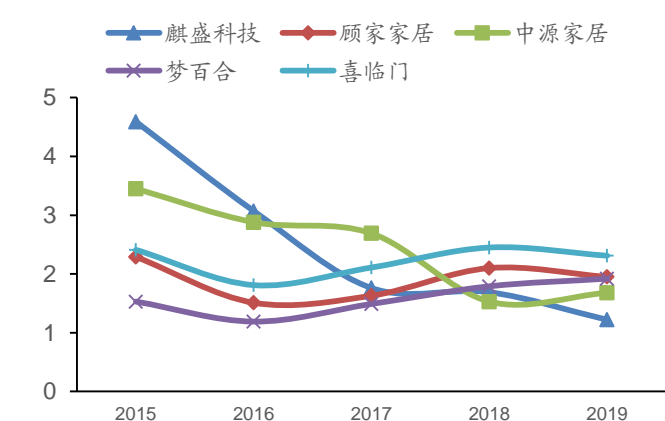
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图40: 同行业可比公司净利率对比



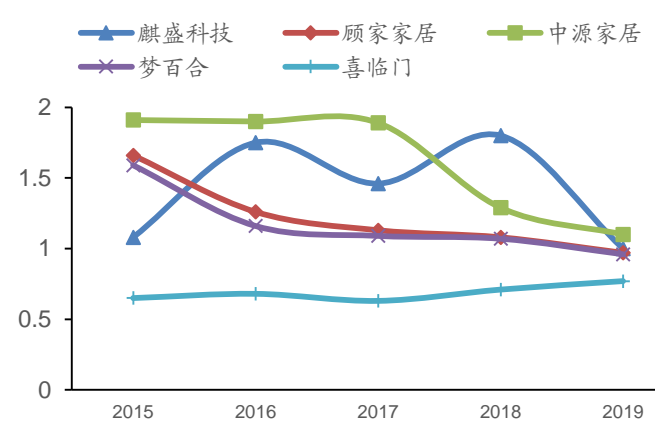
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 同行业可比公司权益乘数对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图42: 同行业可比公司总资产周转率对比

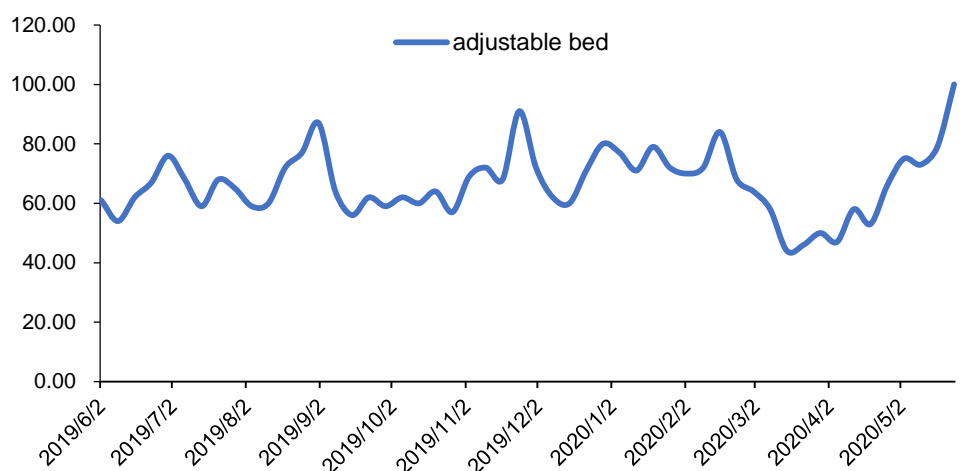


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 五、投资建议与盈利预测

整体来看,全球电动床行业目前仍处于发展红利期,公司深耕行业多年,具有较强研发实力,在行业中已抢占先发优势。随着未来2020年下半年新增产能逐步放量,公司有望打破产能瓶颈,依托于电动床渗透率的提升,多区域客户的持续拓展,在享受行业快速增长红利期的同时,弱化对头部客户的依赖,实现稳健增长。随着海外疫情的逐步解禁,公司订单回暖有望好于预期,根据Google搜索数据,2020年4-5月美国电动床平均搜索指数分别为56、81.8,分别同比增长7.2%、37.4%,需求呈现逐步回暖趋势。盈利水平方面,原材料价格与汇率水平目前仍趋势向好,同时海外产能转移逐步落地,有望弱化国际贸易环境变化所产生的不利因素,助力盈利水平持续向好。

图43: 过去1年电动床谷歌搜索指数



数据来源: Google、广发证券发展研究中心

根据上述分析,我们对公司各项业务假设如下:

**(1) 智能电动床业务:** 智能电动床业务为公司主要收入来源,2019年公司电动床收入提升受限于产能瓶颈,未来随着公司募投项目产能的逐步释放,我们预计2020年、2021年电动床业务将依托于行业红利以及公司多渠道客户拓展,实现稳健增长。

**(2) 床垫业务:** 床垫业务主要由子公司维斯科进行生产制造,助力公司电动床产业链进一步完善,未来几年有望随着电动床业务趋势实现增长。

**(3) 配件以及其他:** 配件以及其他产品种类较多,包括枕头、遥控器、电机部件、床脚等,以电动床产业链配件为主,未来几年预计将随着公司收入规模而提升。

表3: 公司主要业务拆分预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>智能电动床业务</b>	-				
营业收入(百万元)	2141.5	2254.8	2473.6	3146.1	4152.2
YoY	89.3%	5.3%	9.7%	27.2%	32.0%
毛利率	35%	40.2%	39.4%	39.9%	40.6%
毛利润(百万元)	749.53	906.43	974.60	1255.29	1685.79
<b>床垫业务</b>	-				
营业收入(百万元)	108.3	101.7	111.8	128.6	147.9
YoY	-3.9%	-6.1%	10%	15%	15%
毛利率	39%	39%	39%	39%	39%
毛利润(百万元)	42.24	39.66	43.60	50.15	57.68
<b>配件以及其他</b>	-				
营业收入(百万元)	93.7	113.2	147.1	183.9	229.8
YoY	3.3%	20.8%	30%	25%	25%
毛利率	35%	32%	32%	32%	32%
毛利润(百万元)	32.80	36.22	47.07	58.85	73.54

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



预计公司2020-2022年EPS为2.83、3.52、4.59元/股，参考同行业软体家具类标的估值，给予2020年合理估值17倍PE，对应合理价值48.1元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表4：可比公司估值表

股票代码	公司简称	当前股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603816.SH	顾家家居	46.90	2.26	2.61	2.98	20.75	17.97	15.74
603313.SH	梦百合	25.18	1.47	2.09	2.56	17.13	12.05	9.84
平均值						18.68	18.94	15.01
603610.SH	麒盛科技	43.36	2.83	3.52	4.59	15.32	12.32	9.45

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：梦百合 EPS 来自 Wind 一致性预期，收盘价时间为 2020 年 5 月 29 日

## 六、风险提示

### （一）疫情导致海外市场增长不及预期，影响公司外销收入

北美市场是公司主要收入来源，公司前期业务增长主要来源于北美市场的扩张。销售基数扩大，加之疫情影响，若北美市场需求不能继续保持增长，将影响公司在该地区的销售收入。

### （二）新增产能释放不及预期，影响公司交付订单

前期公司产销率已经接近100%，产能限制成为公司收入增加的主要瓶颈。若公司不能顺利增产，将影响公司销量进一步增长。

### （三）原材料价格上涨，拉低产品毛利率

公司主要产品智能电动床的成本，其中85%来自钢、铜、木板等原材料成本。公司前期的产品毛利率波动受原材料价格影响较大。若钢材、铜材、铝材、木材等市场价格出现较大幅度的上涨，将增加公司生产成本，进而拉低公司毛利率。

### （四）大客户订单较为集中

根据公司2019年年报披露，公司客户主要有舒达席梦思（SSB）、泰普尔丝涟（TSI）和好市多（COSTCO）等。2017年度、2018年度及2019年，公司对前五大客户的销售收入，分别占公司当年销售收入的79.55%、88.07%及83.27%，其中，对第一大客户的销售占比分别为40.02%、38.18%及41.78%。公司来自主要客户的销售额占营业收入的比重相对较高，预计公司客户集中度短期内仍将处于较高水平，个别客户需求将有可能导致收入波动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>977</b>	<b>2,715</b>	<b>3,185</b>	<b>3,723</b>	<b>4,364</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>407</b>	<b>353</b>	<b>505</b>	<b>567</b>	<b>753</b>
货币资金	433	1,719	2,104	2,432	2,811	净利润	292	394	425	529	689
应收及预付	219	278	303	383	501	折旧摊销	49	47	60	70	80
存货	228	304	322	404	500	营运资金变动	44	-99	-4	-60	-56
其他流动资产	96	414	456	503	552	其它	22	12	25	28	41
<b>非流动资产</b>	<b>580</b>	<b>763</b>	<b>757</b>	<b>841</b>	<b>1,028</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-159</b>	<b>-516</b>	<b>-84</b>	<b>-182</b>	<b>-298</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-270	-223	-52	-152	-262
固定资产	205	199	239	369	539	投资变动	1	0	-20	-20	-20
在建工程	208	395	345	295	305	其他	110	-293	-12	-10	-16
无形资产	101	94	99	104	109	<b>筹资活动现金流</b>	<b>34</b>	<b>1,448</b>	<b>-37</b>	<b>-57</b>	<b>-77</b>
其他长期资产	66	75	74	73	75	银行借款	281	160	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>1,556</b>	<b>3,478</b>	<b>3,942</b>	<b>4,563</b>	<b>5,392</b>	股权融资	1	1,615	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>472</b>	<b>451</b>	<b>516</b>	<b>647</b>	<b>837</b>	其他	-247	-327	-47	-67	-87
短期借款	82	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>300</b>	<b>1,290</b>	<b>385</b>	<b>328</b>	<b>378</b>
应付及预收	227	296	337	423	548	<b>期初现金余额</b>	<b>129</b>	<b>429</b>	<b>1,719</b>	<b>2,104</b>	<b>2,432</b>
其他流动负债	162	156	178	224	289	<b>期末现金余额</b>	<b>429</b>	<b>1,719</b>	<b>2,104</b>	<b>2,432</b>	<b>2,811</b>
<b>非流动负债</b>	<b>164</b>	<b>179</b>	<b>189</b>	<b>199</b>	<b>209</b>	<b>主要财务比率</b>					
长期借款	82	91	101	111	121	<b>至 12 月 31 日</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
应付债券	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
其他非流动负债	82	88	88	88	88	营业收入增长	72.2%	5.8%	11.1%	26.5%	30.8%
<b>负债合计</b>	<b>635</b>	<b>631</b>	<b>705</b>	<b>847</b>	<b>1,047</b>	营业利润增长	138.3%	28.6%	9.2%	24.8%	31.8%
股本	113	150	150	150	150	归母净利润增长	160.1%	34.9%	7.7%	24.3%	30.5%
资本公积	473	2,034	2,034	2,034	2,034	<b>获利能力</b>					
留存收益	329	656	1,046	1,525	2,155	毛利率	35.0%	39.3%	38.5%	39.0%	39.6%
归属母公司股东权益	917	2,845	3,236	3,714	4,344	净利率	12.2%	15.6%	15.1%	14.9%	14.8%
少数股东权益	3	2	2	2	1	ROE	31.9%	13.9%	13.1%	14.2%	15.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,556</b>	<b>3,478</b>	<b>3,942</b>	<b>4,563</b>	<b>5,392</b>	ROIC	26.4%	13.0%	12.4%	13.5%	15.5%
<b>利润表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						资产负债率	40.8%	18.1%	17.9%	18.6%	19.4%
<b>至 12 月 31 日</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净负债比率	69.0%	22.1%	21.8%	22.8%	24.1%
<b>营业收入</b>	<b>2,391</b>	<b>2,529</b>	<b>2,810</b>	<b>3,555</b>	<b>4,651</b>	流动比率	2.07	6.02	6.18	5.75	5.21
营业成本	1,554	1,535	1,729	2,171	2,810	速动比率	1.57	5.32	5.53	5.10	4.59
营业税金及附加	8	9	11	14	19	<b>营运能力</b>					
销售费用	246	250	267	363	474	总资产周转率	1.54	0.73	0.71	0.78	0.86
管理费用	157	177	197	249	326	应收账款周转率	11.26	9.41	9.61	9.61	9.61
研发费用	77	111	112	142	186	存货周转率	10.47	8.33	8.72	8.79	9.29
财务费用	-45	-31	-20	-20	-20	<b>每股指标 (元)</b>					
资产减值损失	-38	-12	-15	-20	-30	每股收益	2.60	2.63	2.83	3.52	4.59
公允价值变动收益	-3	-8	-8	-5	-6	每股经营现金流	3.61	2.35	3.36	3.77	5.01
投资净收益	-2	-8	-6	-7	-9	每股净资产	8.14	18.93	21.52	24.71	28.90
<b>营业利润</b>	<b>357</b>	<b>460</b>	<b>502</b>	<b>627</b>	<b>827</b>	<b>估值比率</b>					
营业外收支	-1	3	3	3	3	P/E	-	17.48	15.32	12.33	9.45
<b>利润总额</b>	<b>356</b>	<b>463</b>	<b>505</b>	<b>630</b>	<b>830</b>	P/B	-	2.43	2.01	1.75	1.50
所得税	64	69	81	101	141	EV/EBITDA	-	10.68	8.16	6.11	4.18
<b>净利润</b>	<b>292</b>	<b>394</b>	<b>425</b>	<b>529</b>	<b>689</b>						
少数股东损益	-1	-1	-1	1	-1						
<b>归属母公司净利润</b>	<b>293</b>	<b>395</b>	<b>425</b>	<b>529</b>	<b>690</b>						
EBITDA	398	494	553	687	917						
EPS (元)	2.60	2.63	2.83	3.52	4.59						

## 广发造纸轻工行业研究小组

**赵中平**：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。

**陆逸**：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

**张兆函**：联系人，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

**徐成**：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

**买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

**持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

**卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

**买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

**增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

**持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

**卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。