

# 轻工制造

证券研究报告

2020年04月20日

## 受疫情影响 2月家居线上成交额同比下降幅度加大-天风轻工 × 独道数智家居线上数据报告第二期

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

本文我们根据天猫淘宝家具行业销售相关数据对家具线上消费情况进行分析总结,展示行业线上销售全貌。

### 行业大盘—2月成交额同比下滑 26.4%,较一月降幅加大

线上家居消费具有季节性,每年四季度是消费旺季,由于每年“双十一”购物节活动,季节性特征更为明显,十一月销售额居全年最高。2020年2月受疫情因素影响成交额为56亿元,同比下降26.4%,1-2月累计成交额128亿元,同比下降25.23%。

2020年2月天猫淘宝家具类细分品类中床类、桌类、沙发类、柜类占比位居前四,分别占总成交额的19.8%、18.2%、16.7%、15.7%。床类、沙发类产品成交额长期占比维持在20%左右,是家具线上消费的主力产品。

### 品牌格局—“淘家居”品牌渠道和产品在线上占优

天猫淘宝家具类分品牌来看,成交额较高的品牌多为“淘”家居。2020年2月交易额前三的品牌为林氏木业、#0工厂、源氏木语,交易额分别为1.07亿元、0.53亿元、0.46亿元;1-2月累计交易额前三的品牌为林氏木业、源氏木语、#0工厂,总交易额分别为2.38亿元、1.24亿元、1.13亿元。

客单价月均值排名靠前的品牌多为大型家居公司,2020年2月客单价前三的品牌为CHEERS/芝华仕、QuanU/全友、林氏木业,客单价分别为3548.97元、3086.66元、3069.45元;1-2月平均客单价前三的品牌为CHEERS/芝华仕、源氏木语、QuanU/全友,平均客单价分别为3822.35元、3167.70元、2993.59元。

月均买家数排名靠前的品牌多为“淘”家居企业和工厂直销的小品牌,主要产品为小家具。2020年2月买家数前三的品牌为蔓斯菲尔、亿家达、卓禾(家具),买家数分别为23.06万个、23.02万个、17.39万个;1-2月总买家数前三的品牌为亿家达、蔓斯菲尔、卓禾(家具),总买家数分别为56.71万人、56.37万人、36.28万人。

### 消费者需求—风格、功能、品牌

天猫淘宝近30天家具类用户搜索词排行前十的名词分别为现代、北欧、懒人、宜家、靠背、ins、移动、全友、林氏木业。其中现代是热搜排名第一,用户搜索人数达到803.43万人,其次为北欧,用户搜索人数为443.00万人,ins也位居热搜前十。

### 消费者画像—一二线年轻群体,消费金额结构均衡

20岁-39岁人群为主要消费主力,其中20-29岁青年消费需求最为旺盛,占全体消费总额的47.2%。女性群体消费比重占全体消费的56.4%,高出男性16.3%。江苏省消费用户占比高达12.41%,位居全国第一。分城市来看,上海市消费用户占比位居第一为4.8%,杭州、南京、武汉位居其后,消费用户占比分别为4.0%、3.7%和3.2%。消费者占比top10城市总计占比28.7%。单次消费金额区间为530-1275元、1275元以上的消费者均占23.0%,消费区间在260-530元的消费者占比略低一些为22.0%。消费区间为130-260元以及55元以下的消费者占比分别为13.2%及11.6%。

**投资建议:** 3月单月住宅竣工数据同比回正,持续看好全年竣工回暖周期逻辑。我们预计疫情结束之后轻工反弹最大的是To C端的家居,尤其是定制家居,其次是软体家居。重点推荐:【顾家家居】【志邦家居】【欧派家居】【惠达卫浴】【尚品宅配】等

**风险提示:** 房地产市场政策风险,地产交房低于预期,行业竞争加剧

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:3月住宅竣工同比1.2%转正,看好家居4月线下重启带来订单转化》 2020-04-19
- 2 《轻工制造-行业专题研究:1-3月家居零售、地产数据较前2月显著收窄,继续看好竣工回暖&精装修主线——家居板块数据跟踪报告第2020年第二期》 2020-04-17
- 3 《轻工制造-行业深度研究:烟草系列报告二:烟草薄片是什么?》 2020-04-14

## 内容目录

1. 行业大盘—2月受疫情影响线上成交额同比下滑 .....	3
2. 品牌格局—“淘”家居品牌渠道和产品线上占优.....	4
3. 消费者需求—风格、功能、品牌.....	8
4. 客户画像—一二线年轻群体，消费金额结构均衡.....	9

## 图表目录

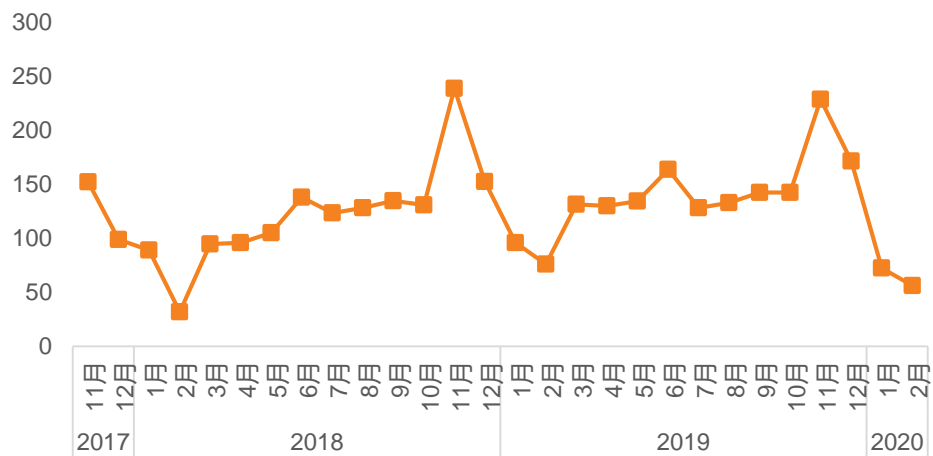
图 1：天猫淘宝住宅家具类月总成交额趋势变化（亿元） .....	3
图 2：天猫淘宝住宅家具类细分占比（2020 年 2 月） .....	3
图 3：天猫淘宝住宅家具类细分月度成交额（亿元） .....	4
图 4：2020 年 2 月天猫淘宝住宅家具类细分成交额及增速（亿元） .....	4
图 5：天猫淘宝家具类品牌交易额月均值（百万元） .....	5
图 6：淘宝天猫家具类品牌 2 月交易额（百万元） .....	5
图 7：天猫淘宝家具类品牌客单价月均值（元） .....	5
图 8：天猫淘宝家具类品牌 2 月客单价（元） .....	5
图 9：天猫淘宝家具类品牌买家数月均值（万个） .....	5
图 10：天猫淘宝家具类品牌 2 月买家数（万个） .....	5
图 11：上市企业天猫淘宝月成交额趋势变化（百万元） .....	7
图 12：上市企业天猫淘宝月客单价趋势变化（元） .....	8
图 13：上市企业天猫淘宝月买家数趋势变化（个） .....	8
图 14：天猫淘宝近 30 天用户搜索词前十（万人） .....	9
图 15：天猫淘宝家具类消费者年龄分布 .....	9
图 16：天猫淘宝家具类消费者性别分布 .....	9
图 17：天猫淘宝家具类消费者分省份分布 .....	10
图 18：天猫淘宝家具类消费者分城市分布 .....	10
图 19：天猫淘宝家具类消费者支付偏好占比 .....	10
表 1：天猫淘宝家具类月均成交额前十品牌情况 .....	5

传统卖场是家居零售渠道的主力战场，但随着行业竞争加剧及消费习惯的转变，互联网渠道、整装渠道等对传统渠道有所分流。线上流量优势凸显，近几年家居企业积极布局线上渠道，打通线上引流模式，实现线上线下相互赋能，线上销售对家居企业业绩贡献程度日益增加。本文主要对家居线上销售情况进行跟踪分析，展示行业线上销售全貌。

## 1. 行业大盘—2 月受疫情影响线上成交额同比下滑

**2 月家居线上成交额同比下降。**家居消费具有季节性，每年四季度是消费旺季，一季度销售额在全年占比较小。线上渠道来看，与传统渠道季节性特征一致，四季度成交额为全年最多。由于每年“双十一”购物节活动，季节性特征更为明显，十一月销售额居全年最高。2019 年线上销售呈增长趋势，天猫淘宝住宅家具类总成交额达到 1676 亿元，同比增长 14.7%，2020 年 2 月受疫情因素影响成交额为 56 亿元，同比下降 26.4%，1-2 月累计成交额 128 亿元，同比下降 25.23%。

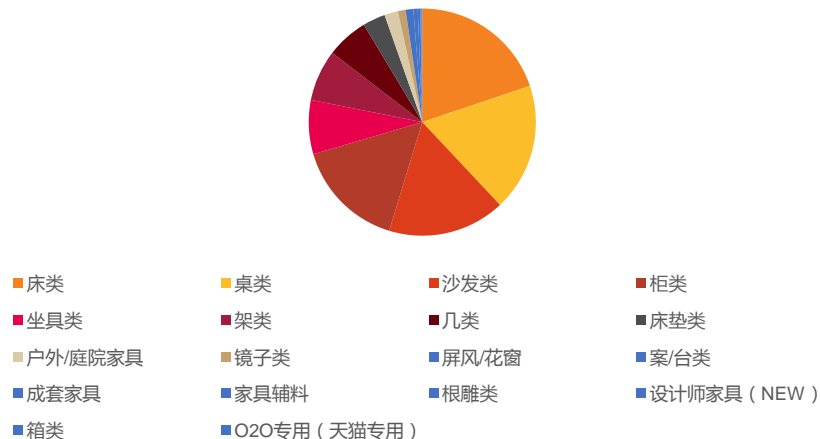
图 1：天猫淘宝住宅家具类月总成交额趋势变化（亿元）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

**床类、沙发等成品家具销量居多。**2020 年 2 月天猫淘宝家具类细分品类中床类、桌类、沙发类、柜类占比位居前四，分别占总成交额的 19.8%、18.2%、16.7%、15.7%。床类、沙发类产品成交额长期占比维持在 20%左右，是家具线上消费的主力产品，线上消费习惯主要与产品特性、标准化程度、后期安装难易程度等有关。例如定制家具产品由于其独特的个体定制化属性，需要门店设计师进行上门量尺及设计等服务，线下渠道必要性凸显，线上引流作用更强。

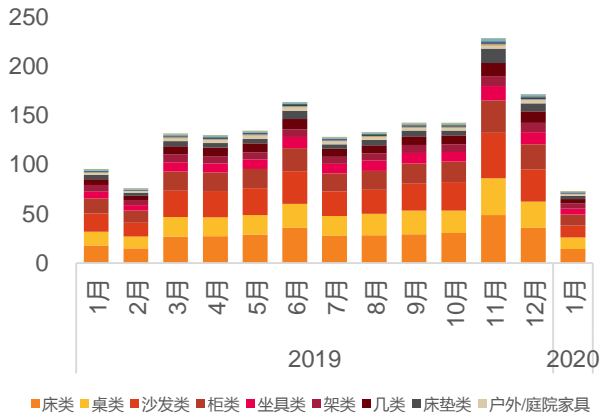
图 2：天猫淘宝住宅家具类细分占比（2020 年 2 月）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

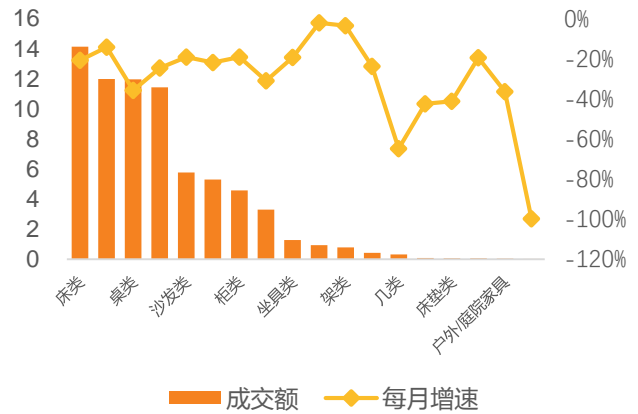
线上成交额分品类来看，各品类成交额增速与总成交额变动趋势一致，2020年2月床类、桌类、沙发类、柜类成交额分别为11.1、9.3、10.1、8.8亿元，分别同比降低26.5%、21.5%、27.2%、29.5%；1-2月床类、桌类、沙发类、柜类累计成交额分别为25.2、21.3、22.1、20.2亿元，分别同比降低23.4%、17.5%、32.1%、26.8%。

图3：天猫淘宝住宅家具类细分月度成交额（亿元）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图4：2020年2月天猫淘宝住宅家具类细分成交额及增速（亿元）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

## 2. 品牌格局——“淘”家居品牌渠道和产品线上占优

**成交额：**天猫淘宝家具类分品牌来看，统计期间交易额月均值排名前十的品牌分别为林氏木业、QuanU/全友、KUKa/顾家家居、#0 工厂、源氏木语、CHEERS/芝华仕、DHP、原始原素、UVAN ART/优梵艺术、蔓斯菲尔。其中林氏木业的交易额月均值居第一，达到2.8亿元，远高于其他品牌。

成交额较高的品牌多为“淘”家居和龙头家居企业旗下品牌，“淘”家居概念企业是指以电商平台为主要销售渠道，以大数据运营为核心的互联网家居企业，其拥有强大的电商运营能力，是线上销售的主力品牌。龙头企业拥有品牌背书，产品力较强，线下渠道布局深厚，市场知名度和客户认可度较高。另外可以观察到线上工厂直销的小品牌销量也居多，家居行业市场较为分散，小品牌众多。线上销售额前列的品牌主要产品为床垫、木床等床类家居和沙发等软体家居，销售量较多的产品还包括圆桌等小家具。

- 2020年2月交易额前三的品牌为林氏木业、#0 工厂、源氏木语，交易额分别为1.07亿元、0.53亿元、0.46亿元；2020年1-2月累计交易额前三的品牌为林氏木业、源氏木语、#0 工厂，总交易额分别为2.38亿元、1.24亿元、1.13亿元。

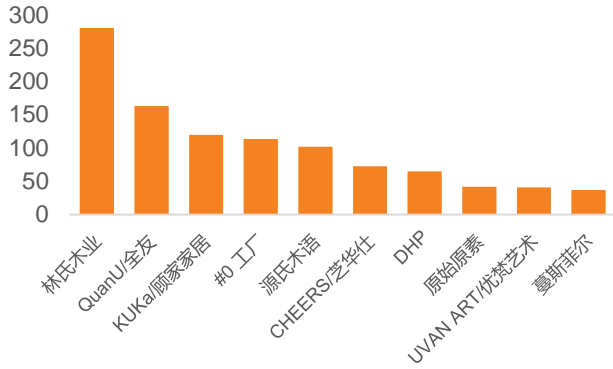
**客单价：**月均成交额排名上榜品牌中客单价月均值排名前五的为KUKa/顾家家居、UVAN ART/优梵艺术、QuanU/全友、CHEERS/芝华仕、源氏木语，其中KUKa/顾家家居月均客单价为6048元，位居第一，客单价排名靠前的品牌多为大型家居公司。

- 2020年2月客单价前三的品牌为CHEERS/芝华仕、QuanU/全友、林氏木业，客单价分别为3548.97元、3086.66元、3069.45元；2020年1-2月平均客单价前三的品牌为CHEERS/芝华仕、源氏木语、QuanU/全友，平均客单价分别为3822.35元、3167.70元、2993.59元。

**买家数：**月均成交额排名上榜品牌中月均买家数排名前五的为蔓斯菲尔、亿家达、Coleshome/蔻丝、DHP、卓禾(家具)，其中蔓斯菲尔月均买家数为29.36万人，数量最多。买家数量较多品牌多为“淘”家居企业和工厂直销的小品牌，主要产品为小家具。

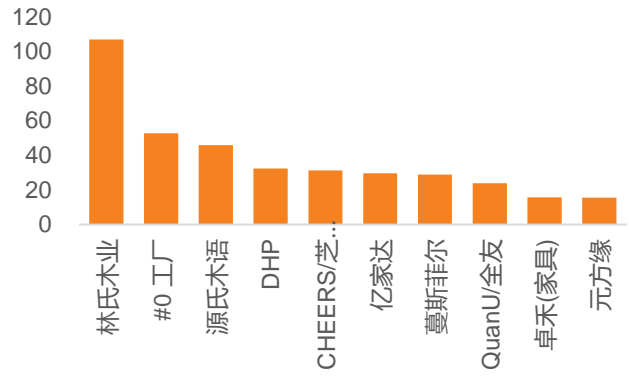
- 2020年2月买家数前三的品牌为蔓斯菲尔、亿家达、卓禾(家具)，买家数分别为23.06万个、23.02万个、17.39万个；2020年1-2月总买家数前三的品牌为亿家达、蔓斯菲尔、卓禾(家具)，总买家数分别为56.71万人、56.37万人、36.28万人。

图 5：天猫淘宝家具类品牌交易额月均值（百万元）



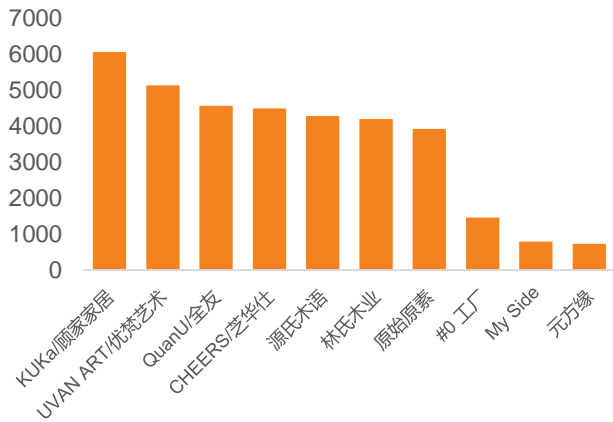
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 6：淘宝天猫家具类品牌 2 月交易额（百万元）



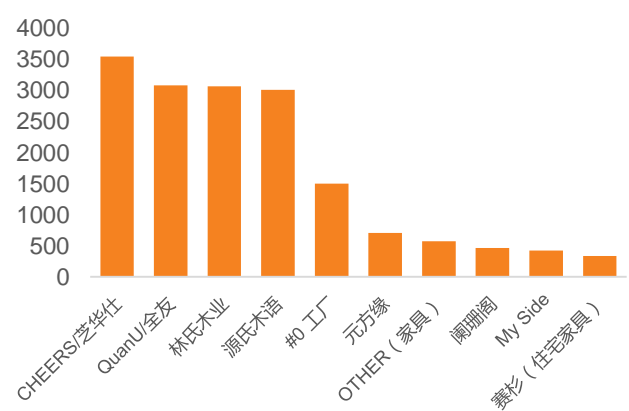
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 7：天猫淘宝家具类品牌客单价月均值（元）



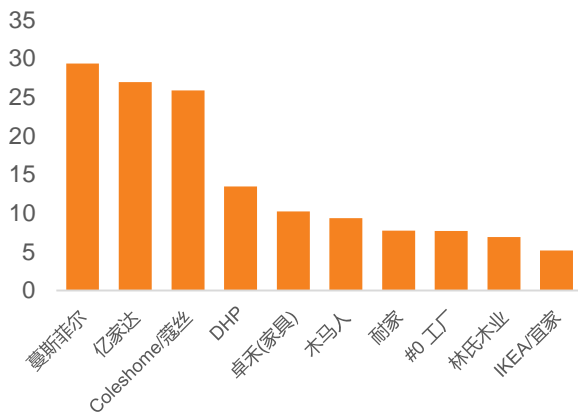
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 8：天猫淘宝家具类品牌 2 月客单价（元）



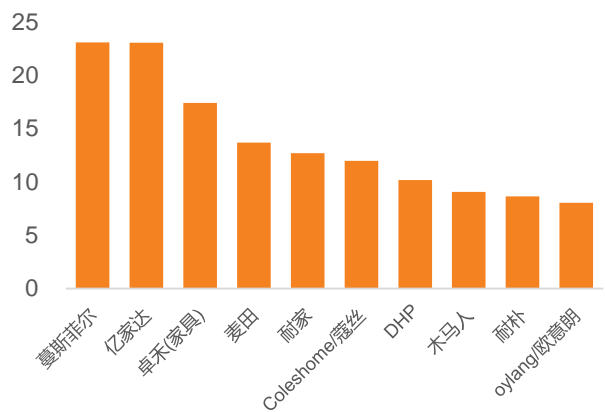
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 9：天猫淘宝家具类品牌买家数月均值（万个）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 10：天猫淘宝家具类品牌 2 月买家数（万个）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

表 1：天猫淘宝家具类月均成交额前十品牌情况

品牌	公司名称	基本情况	主要产品	天猫淘宝销量前三产品
林氏木业	佛山市承林家具有限公司	1、林氏木业创立于 2007 年，佛山市承林家具有限公司旗下品牌，是集专业研发、制造、销售、售后于一体的互联网家具企业。	床、沙发、电视柜、餐桌、床垫、衣柜、儿童家具等	"①北欧乳胶布艺沙发套装 2040 价格：2640.00-3580.00 ②天然椰棕垫 3d 床垫 CD003 价格：1099.00-1470.00

		2、目前，林氏木业拥有 100 多家供应商，60 多家大型生产基地。		③北欧简约现代布艺沙发 1012 价格：850.00-3280.00"
QuanU/全友	全友家私有限公司	公司创建于 1986 年，主要生产板式套房家具、实木家具、床垫、沙发、软床和定制家具、工程家具等系列产品。	床、衣柜、床垫、沙发、茶几、电视柜、餐桌椅、卫浴系列、整体橱柜系列、青少年系列等	①现代简约板式床 106302 价格：899.00-1799.00 ②主卧五件套床 床床垫衣柜组合 106302 价格：2999.00-3699.00 ③席梦思弹簧床垫 105001 价格：876.00
KUKa/顾家家居	顾家家居股份有限公司	创立于 1982 年，专注于客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售。2016 年 10 月，顾家家居在上证 A 股成功上市。旗下拥有“顾家工艺沙发”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”六大产品系列。	沙发、软床、床垫、床头柜、茶几桌柜等	①惠致系列席梦思乳胶 5G 床垫 价格：2849.00 ②实木脚矮凳子 XJ 价格：149.00 ③席梦思乳胶椰棕软硬两用 4s 床垫 价格：2949.00
#0 工厂		各小品牌厂家直销		
源氏木语	上海朵艺家具有限公司	1、公司成立于 2010 年，总部位于上海，目前拥有员工近 500 人，是一家集家具及家居用品的设计、生产、销售为一体的企业，旗下拥有源氏木语、阿纳尼、维莎、百伦沙、加兰、方迪六大品牌。 2、在电商渠道，源氏木语是天猫家具类目 TOP 核心商家；纯实木家具类目连续 6 年远超第二名；2018 年销量超过 10 亿。 3、在线下渠道，源氏木语在上海、北京、大连设有旗舰店；在成都、重庆、西安、武汉、长沙、昆明等城市开设源氏木语家具体验馆。	床、沙发、电视柜、茶几、衣柜、餐桌、书桌、书柜、化妆桌、斗柜、餐边柜、床头柜等	①现代简约北欧橡木床 价格：2280.00 ②硬板优质椰棕床垫 J11 价格：738.00-1134.00 ③北欧现代简约双人橡木床带插座 价格：2115.00-2945.00
CHEERS/芝华仕	敏华控股有限公司	CHEERS 芝华仕是敏华控股旗下家居品牌，包括头等舱沙发、5 星床垫、智能床、沙发宜居布艺等。在国内拥有超过 2500 家专卖店，2018 年在中国大陆功能沙发市场占有率达到 45.3%	头等舱沙发、5 星床垫、智能床等	①芝华仕头等舱轻奢单人电动真皮 k621 价格：2869.00 ②防螨抑菌橡胶记忆枕头 价格：199.00 ③芝华仕护脊乳胶床垫 D026 价格：1909.00
DHP	小品牌工厂直销（非 Dorel 旗下品牌）	各小品牌厂家直销		
原始原素	青岛原始原素家具有限公司	1、公司是一家专注纯实木家具销售的电商公司，店铺业绩长期位于天猫平台同类目 TOP 5。公司现有员工 200 余人，办公区千余平，仓储中心数万平。 2、2018 年，公司开拓线下市场，目前已	客厅家具（实木沙发、沙发床等） 卧室家具（实木床、储物床等） 书房家具（实木书	①北欧现代简约橡木床 A3011 价格：2260.00 ②北欧现代简约橡木插座床 B3013 价格：2180.00-2468.00 ③全实木电视柜 A1081

		在青岛市黄岛区、上海市嘉定区、上海市浦东区、杭州市滨江区、武汉市硚口区、成都市南岸区等地成立直营店。	桌等) 儿童房家具(实木床等)	价格: 1396.00-3280.00
UVAN ART/优梵艺术	佛山市美梵星空家居用品有限公司	优梵艺术发源于北京 798 艺术区,于 2012 年创办, 现已成为中国时尚家居 TOP 品牌, 阿里巴巴集团级战略合作伙伴, 新零售实践标杆企业。优梵通过 OEM 采购模式, 与欧美知名品牌共享制造工厂。	沙发、单椅、电视柜、茶几、桌椅、餐边柜、床、衣柜、妆台等	①巴洛/美式布艺床 045E-21 价格: 2712.00-7405.00 ②纳帕 II /美式简约现代布艺沙发 贵妃组合 376E-2 价格: 1320.00-5660.00 ③莱茵/美式轻奢全实木床 014E-2 价格: 2560.00-8514.00
蔓斯菲尔	常州市中淘家居用品有限公司	1、小件家具品牌。母公司中淘家居成立于 2011 年 6 月。目前公司拥有员工 350 余名, 在江苏新北创意产业园、横林双创基地、崔桥等都有办公场地。 2、公司主要从事淘宝、京东、阿里巴巴等多个电商平台的家居产品自营销售, 拥有蔓斯菲尔、耐家等多个家居品牌。	客厅/餐厅家具(电视柜、茶几等) 卧室家具(衣柜、斗柜等) 书房家具(电脑桌/书桌等) 门厅家具(鞋柜、换鞋凳等)	①经济型收纳鞋架 价格: 16.50-84.00 ②仿实木简易鞋柜 价格: 66.00-178.00 ③电脑台式桌简约家用 价格: 36.00-159.00

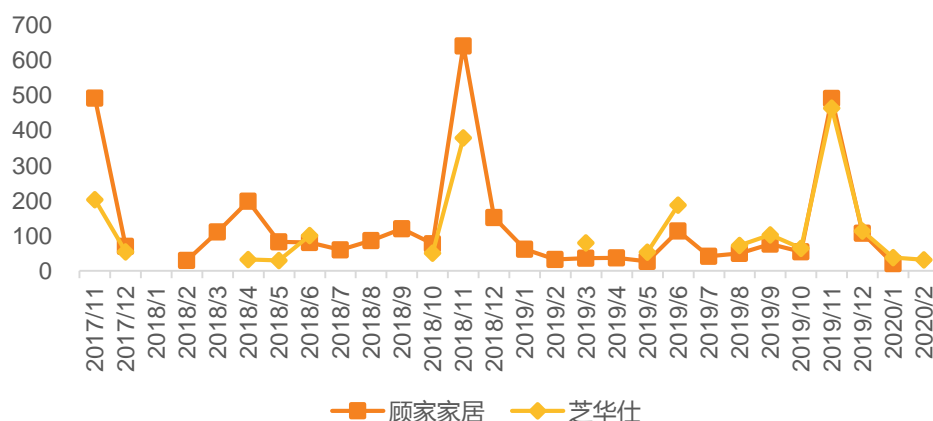
资料来源: 淘宝, 各公司官网, 天风证券研究所

### 上市公司品牌线上销售情况

**成交额:** 整体趋势上, 顾家家居 2019 年各月交易额略低于 2018 年各月数据, 芝华仕 2019 年各月交易额普遍高于 2018 年, 呈上升趋势。受双十一活动影响, 顾家家居和芝华仕每年 11 月交易额大幅上升, 2019 年 11 月交易额分别为 4.92 亿和 4.64 亿。

- 2020 年 2 月顾家家居未上榜, 芝华仕天猫淘宝成交额为 0.69 亿元, 环比下降 17.90% 受疫情影响顾家和芝华士 1-2 月数据较去年同期有大幅下降。

图 11: 上市企业天猫淘宝月成交额趋势变化 (百万元)

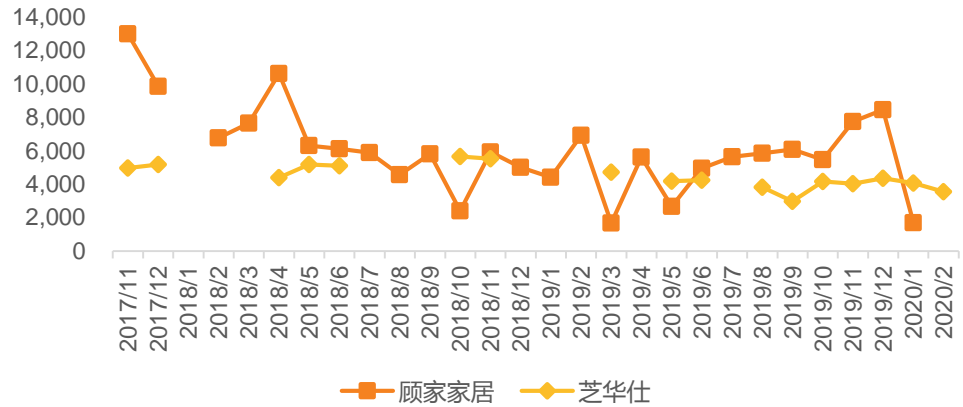


资料来源: 独道数智, 天风证券研究所

**客单价:** 各品牌线上销售客单价整体呈下降趋势。顾家家居月度客单价波动幅度较大, 与单品销售种类变动有关。芝华仕客单价波动幅度较小, 基本维持在 3000~6000 元之间。总体来看, 顾家家居客单价整体较芝华士高。

- 2020 年 2 月顾家家居未上榜, 芝华仕天猫淘宝销售客单价为 3548.97 元, 环比下降 13.02%。

图 12: 上市企业天猫淘宝月客单价趋势变化 (元)

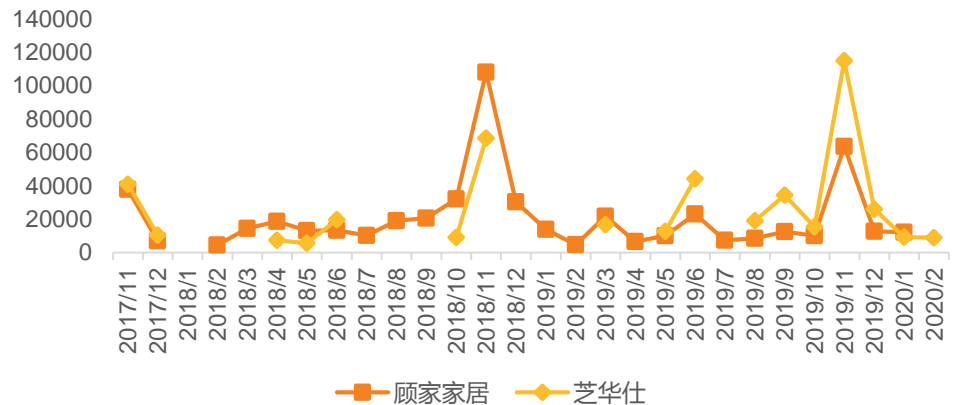


资料来源: 独道数智, 天风证券研究所

**买家数:** 受双十一活动影响, 每年 11 月顾家家居、芝华仕买家数均大幅增加, 由于春节期间物流停运等因素, 每年 1、2 月各品牌买家数均明显下降。顾家家居和芝华仕买家数各月波动幅度较大, 但整体数量较为接近。

- 2020 年 2 月顾家家居未上榜, 芝华士买家数为 0.88 万人, 环比下降 5.61%。

图 13: 上市企业天猫淘宝月买家数趋势变化 (个)



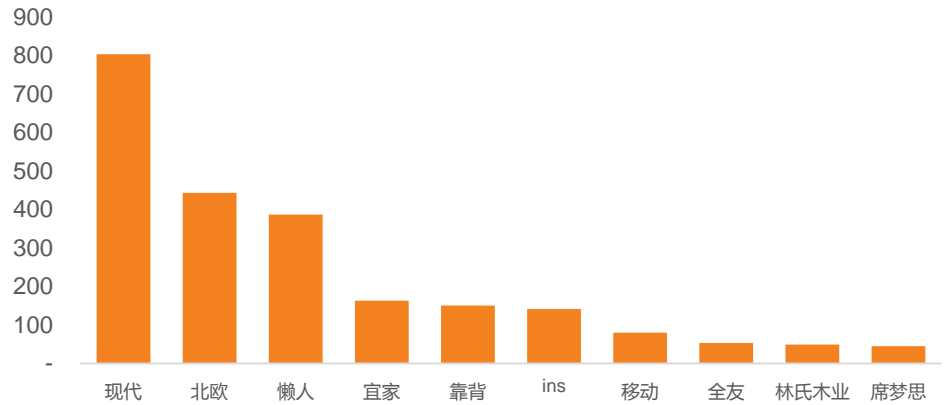
资料来源: 独道数智, 天风证券研究所

### 3. 消费者需求—风格、功能、品牌

消费者线上搜索热词代表用户需求, 反映消费者家居需求方向。天猫淘宝近 30 天家具类用户搜索词排行前十的名词分别为现代、北欧、懒人、宜家、靠背、ins、移动、全友、林氏木业、席梦思, 其中家装风格、家具功能属性、品牌是消费者需求主要的三个方面。消费者在购买家具时会优先考虑产品设计风格, 现代是热搜排名第一, 用户搜索人数达到 803.43 万人, 环比上升 3.49%; 其次为北欧, 用户搜索人数为 443.00 万人, 环比上升 25.45%; ins 也位居热搜前十, 环比上升 53.41%。品牌也是消费者购置家具时重要参考因素, 宜家品牌深厚消费者喜爱, 网上大多为宜家代购与宜家风家具, 2020 年 3 月 10 日宜家正式宣布入驻天猫, 这是宜家在全球范围内首次在第三方平台上开设线上官方旗舰店, 家居线上布局步伐进一步迈进。随着消费逐步升级, 消费者对产品功能性要求也逐步增加, 懒人、靠背、移动均为消费者选择家具时的产品功能需求。



图 14：天猫淘宝近 30 天用户搜索词前十（万人）

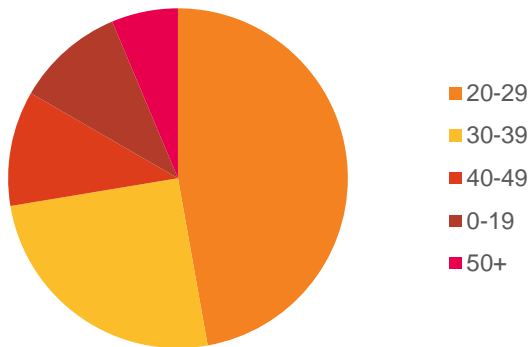


资料来源：独道数智，天风证券研究所

#### 4. 客户画像——二线年轻群体，消费金额结构均衡

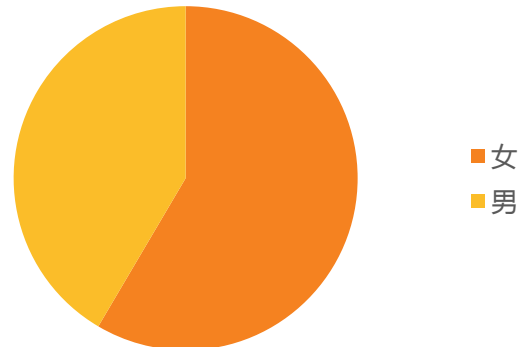
**年轻群体为线上家居消费者年轻化，女性较多。**天猫淘宝家具类消费用户中，20 岁-39 岁人群为主要消费主力，消费比重占全年龄段人口的 72.4%，将近 3/4，其中 20-29 岁青年消费需求最为旺盛，占全体消费总额的 47.2%，接近一半。从性别比例上来看，女性占比较多，女性消费群体比重占全体消费的 56.4%，高出男性群体 16.3%。

图 15：天猫淘宝家具类消费者年龄分布



资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 16：天猫淘宝家具类消费者性别分布

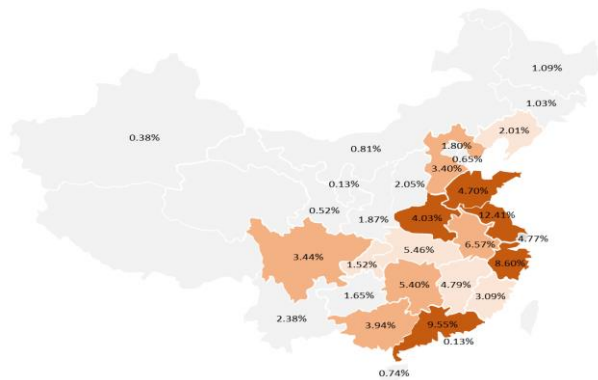


资料来源：独道数智，天风证券研究所

**东南部地区经济较为发达，消费用户占比较高：**天猫淘宝家具类消费用户中，东南部地区消费用户占比较高，东部沿海地区更为明显，其中江苏省消费用户占比高达 12.41%，位居全国第一。广东和浙江位居中国东南沿海经济腹地，消费人数占比位居其后，分别为 9.55%、8.60%。安徽、湖北、湖南和江西作为内陆城市，消费占比分别为 6.57%、5.46%、5.40%和 4.79%。山东、河南分别消费者占比分别为 4.70%、4.03%，其余省份及地区消费者占比均低于 4.0%。

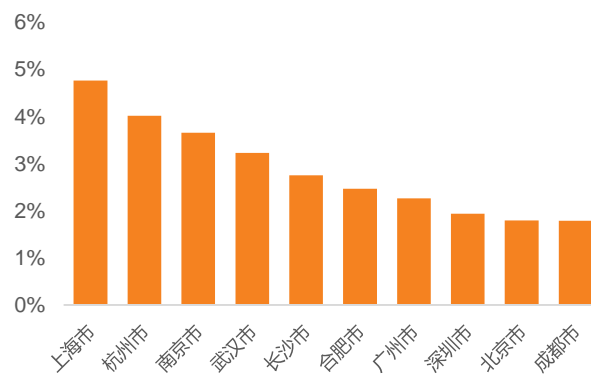
**一二线城市占比较高。**分城市来看，上海市消费用户占比位居第一为 4.8%，杭州、南京、武汉位居其后，消费用户占比分别为 4.0%、3.7%和 3.2%。长沙、合肥、广州消费者占比在 2%以上。深圳和北京的消费用户占比接近 2%。消费者占比 top10 城市总计占比 28.7%。

图 17：天猫淘宝家具类消费者分省份分布



资料来源：独道数智，天风证券研究所

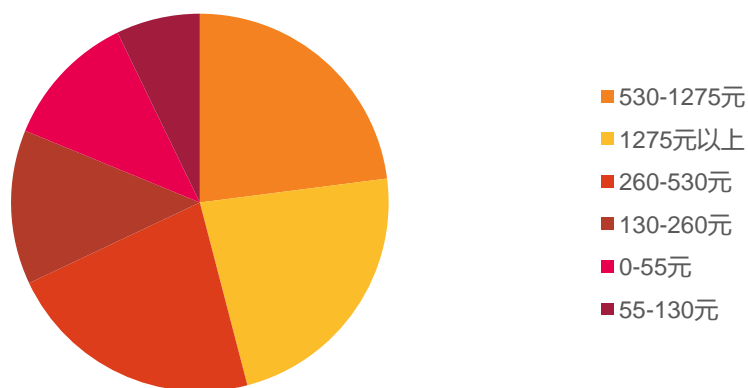
图 18：天猫淘宝家具类消费者分城市分布



资料来源：独道数智，天风证券研究所

**消费金额结构较为均衡。**天猫淘宝家具类消费用户中，消费金额结构较为均匀，单次消费金额区间为 530-1275 元、1275 元以上的消费者均占 23.0%，消费区间在 260-530 元的消费者占比略低一些为 22.0%。消费区间为 130-260 元以及 55 元以下的消费者占比分别为 13.2%及 11.6%。55-130 区间的消费者占比最低仅为 7.2%。

图 19：天猫淘宝家具类消费者支付偏好占比



资料来源：独道数智，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com