

一站式软体家居龙头乘风破浪，内生外延彰显增长韧性

——顾家家居首次覆盖报告

公司深度

● 顾家家居：国内一站式软体家居龙头，立足国内面向海外

公司主要产品是沙发，软床、床垫及配套产品占比逐渐提升。目前，旗下拥有九大产品系列，覆盖客餐厅、卧室等多元应用场景。公司是软体家居终端门店最多的公司，通过收并购实现全球品牌布局。2017年精装房政策红利开始释放，公司率先与知名地产商合作，布局工程业务。

● 软体家居行业：受益消费升级与房屋换新需求，龙头份额将进一步提升

(1) **市场规模**：中国是软体家具产销第一大国，受益于客单价与渗透率提升、软体家具换新频率较高，行业规模稳增长。(2) **竞争格局**：消费升级提高对品牌、质量依赖度，品牌渠道下沉，市场份额向龙头集中。(3) **驱动因素**：消费能力提升利好高端品类销售；城镇化率提高与新房、二手房换新需求带动软体家具需求增长；产品功能升级与消费意识转变提高行业渗透率。

● 为什么中长期持续看好公司的核心竞争力？

(1) **品牌**：战略收购实现海内外品牌协同布局，多渠道广告投放、“家”理念深入传播与设计研发投入增加，助力品牌增值和市场地位提升。

(2) **产品**：“内生+外延”战略+九大产品系列+多元应用场景赋能全屋定制，战略收购布局海内外中高端产品系列，智能家具领先布局奠定增长空间。

(3) **产能**：“百亿”基地规划覆盖国内三大区域网络，越南生产基地释放海外产能，奠定未来增长基础。四大信息系统优化供应链，运营效率逐步提升。

(4) **渠道**：境内覆盖全球终端网络+销售组织前移提升渠道管理+加强传统卖场合作实现多点布局+电商布局完善，境内销售额稳步提升。境外本土化推广+聚集核心客户，提升海外市场地位。

● 未来催化与看点

- 1、沙发稳增长，软床产品持续放量，软体一站式龙头，全屋定制增长可期。
- 2、二季度以来，外销订单逐月恢复，公司业绩将实现稳增长。
- 3、上游竣工与交房数据回暖，内需提振利好软体家居龙头。

● 盈利预测、估值与评级

预计公司2020-2022年归母净利润分别为13.07亿元、15.48亿元、17.44亿元；EPS分别为2.16元、2.56元、2.89元，对应当前估值分别为25.2X、21.3X、18.9X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1) 市场竞争加剧 2) 汇率波动；3) 中美贸易摩擦；4) 原材料价格波动；5) 产能进度不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,172	11,094	12,458	14,887	17,195
增长率(%)	37.6	20.9	12.3	19.5	15.5
净利润(百万元)	989	1,161	1,307	1,548	1,744
增长率(%)	20.3	17.4	12.6	18.4	12.7
毛利率(%)	36.4	34.9	35.8	35.6	35.5
净利率(%)	10.8	10.5	10.5	10.4	10.1
ROE(%)	20.1	19.4	19.1	19.6	19.2
EPS(摊薄/元)	1.64	1.92	2.16	2.56	2.89
P/E	33.3	28.4	25.2	21.3	18.9
P/B	7.6	5.9	5.3	4.5	3.9

资料来源：Wind、新时代证券研究所（截止至2020年7月10日收盘价）

推荐（首次评级）

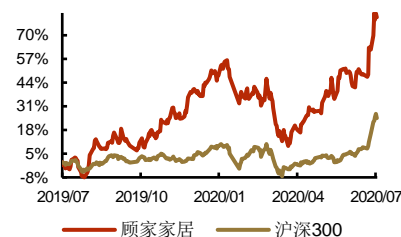
赵汐雯（分析师）

zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

市场数据	时间	2020.07.10
收盘价(元):		54.6
一年最低/最高(元):		28.33/57.1
总股本(亿股):		6.04
总市值(亿元):		329.86
流通股本(亿股):		5.93
流通市值(亿元):		324.02
近3月换手率:		33.59%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

我们预测，公司 2020-2022 年营业收入为 124.58 亿元、148.87 亿元、171.95 亿元，同比增长分别为 12.30%、19.50%、15.50%；归母净利润分别为 13.07 亿元、15.48 亿元、17.44 亿元，同比增长分别为 12.60%、18.40%、12.7%；EPS 分别为 2.16 元、2.56 元、2.89 元，对应 PE 分别为 25.2X、21.3X、18.9X。

我们认为，地产竣工数据好转提振内需，海外出口订单持续修复，行业景气度上行的预期提升软体龙头公司估值溢价。此外，公司外延品牌协同整合度提高，海内外产能有序扩张，盈利成长性可期、集中度提升后有望进一步抬升估值中枢，预计 2020 年 PE 区间为 25X-30X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

关键假设

- 1) 公司是软体家具行业龙头，近期地产竣工好转、内需恢复，同时外需订单逐月改善，预计公司业绩将率先受益；
- 2) 公司职业经理人制度与管理红利继续释放，一站式软体购物商业模式逐步成熟，渠道基础和品牌壁垒持续增强；

我们与市场的观点的差异

1) 公司渠道拓展的天花板和未来市场空间？

我们认为，公司总体稳健向上，仍处于渠道扩张期。截至 2019 年底，公司全国终端门店约 4800 家，按照每年 500-600 家净开店的目标，三年内预计门店至少达到 6000 家。公司虽然布局中低线城市较早，但县域市场仍有很大的下沉空间。与此同时，沙发产品拓展也照顾到三四线城市的消费水平，推出性价比较高的“惠尚系列”和“天禧系列”，加强中低端城市布局。中长期来看，公司将通过提升单店提货额和单店坪效上实现渠道维度的扩张。

2) 公司于 2018 年大举并购，未来的协同性和业绩贡献？

我们认为，公司与并购标的未来的协同性体现在渠道、产能和品牌价值领域。公司正在逐步加强内部的全面管理，一方面并购标的可助公司短期内较快实现品类扩张，打通渠道端与产能并相互赋能；另一方面，优质资源的整合将进一步加强产品质量和品牌溢价。

股价上涨的催化因素

1) 内需增长超预期致使公司订单大幅增长；2) 海外疫情好转，公司外销订单逐月向好；3) 地产景气度继续向好，家居零售端需求加速修复

投资风险

1) 市场竞争加剧；2) 汇率波动；3) 中美贸易摩擦等外贸政策的不确定性；4) 原材料价格波动；5) 产能进度不达预期

目 录

1、 顾家家居：国内一站式软体家居龙头迈向全球.....	6
1.1、 历程回顾：收购与战略投资加速扩张，产品与渠道多点开花.....	6
1.2、 股权结构：控制权集中，与经营权分离.....	6
1.3、 激励机制：股权激励加速管理红利释放.....	8
1.4、 主营业务：产品矩阵丰富，沙发与软床为主要利润来源.....	8
2、 软体家具赛道分析.....	9
2.1、 软体家具：集中度提升空间大，功能化与智能化为主要趋势.....	9
2.2、 行业驱动力：契合消费升级，三大因素助力市场规模提升.....	12
2.2.1、 成长因素一：人均可支配收入提升拉动软体家具内需增长.....	12
2.2.2、 成长因素二：新房、二手房翻新催生对软体家具更换需求.....	13
2.2.3、 成长因素三：借鉴海外经验，渗透率提升带动行业规模稳步增长.....	13
3、 为什么中长期持续看好公司的竞争力？.....	14
3.1、 海内外布局构筑品牌硬核，创新营销打造“家文化”.....	14
3.2、 自产外购实现品类扩充，软体家居一体化服务能力突出.....	15
3.2.1、 持续扩充自主品牌产品线，培育新盈利增长点.....	15
3.2.2、 智能产品领先布局，助力长远发展.....	17
3.3、 产能稳步推进夯实未来增长基础，供应链升级优化生产效率.....	18
3.3.1、 百亿计划缓解产能瓶颈，生产基地辐射国内外.....	18
3.3.2、 供应链改革助力效率优化，高周转加强核心优势.....	19
3.4、 内外销齐发力，渠道红利释放.....	19
3.4.1、 境内：线下销售网络庞大，线上赋能优势逐步体现.....	20
3.4.2、 境外：收入增长稳健，推行大客户战略.....	21
4、 同业分析.....	22
4.1、 收入规模增长优于同行，产能处于扩张期.....	22
4.2、 业务结构更加均衡，产品丰富度更高.....	23
4.3、 内外销战略布局差异较大，顾家线上销售规模领先.....	25
5、 财务分析.....	26
5.1、 净利率稳中上升，优于行业水平.....	26
5.2、 费用管控能力较强，销售费用率显著降低.....	27
5.3、 资产负债水平改善，总资产周转率较好.....	28
6、 关键假设与盈利预测.....	29
7、 估值水平与评级.....	30
8、 风险分析.....	30
财务预测摘要.....	31

图表目录

图 1： 公司创立以来，主要发展历程与代表事件.....	6
图 2： 公司股权结构集中，下设 59 家子公司.....	7
图 3： 公司主营业务以沙发、软床与床垫为主，两者占比超过 70%.....	9
图 4： 2019 年公司营收占比最大的仍为沙发 52.56%.....	9
图 5： 公司主要产品毛利率均有所放缓.....	9
图 6： 国内软体家具发展逐步转向为功能化与智能化.....	9
图 7： 沙发、软床生产与基本工艺流程.....	10
图 8： 床垫生产与基本工艺流程.....	10

图 9: 2017 年, 中国软体家具产值占比全球第一	11
图 10: 2017 年, 中国超越美国成为软体家具消费大国	11
图 11: 预计软体家具市场规模以 10% 左右的速度增长	11
图 12: 美国沙发市场 CR4 格局达 51.3%	12
图 13: 中国沙发市场 CR4 集中度低, 仅 24.35%	12
图 14: 美国床垫市场 CR4 高达 61.1%	12
图 15: 中国床垫市场 CR4 仅为 14%	12
图 16: 我国居民人均可支配收入以约 6% 的速度增长	12
图 17: 消费者对产品力与品牌力兼具的企业更加青睐	12
图 18: 近年来, 房屋新开工面积与当月同比变化	13
图 19: 近年来, 商品房销售面积与当月同比变化	13
图 20: 我国城镇化率逐年上升, 2019 年达到 60.60%	13
图 21: 全球城镇化率对比中, 中国仍有进一步提升空间	13
图 22: 国内床垫更换调查情况	14
图 23: 美国床垫渗透率远高于中国	14
图 24: 2016 年, 美国功能沙发市场规模已超百亿美元	14
图 25: 近两年, 中国功能沙发渗透率持续提升	14
图 26: 公司广告宣传费用逐年稳步增长	15
图 27: 2019 年公司研发费用率增长至 1.98%	15
图 28: 沙发收入占比超 50% 以上, 第二品类逐渐提升	16
图 29: 公司合纵连横拓宽产品矩阵	16
图 30: 2019 年, 沙发业务稳步增长, 毛利率 32.43%	16
图 31: 软床与床垫营收增速放缓	16
图 32: 皮革价格走势	16
图 33: TDI 价格走势	16
图 34: 配套产品营收稳步增加, 毛利率有提升空间	17
图 35: 公司客厅、餐厅与卧室的配套产品	17
图 36: 顾家“星际飞船”概念沙发	17
图 37: 公司全国生产基地产能布局 (含在建)	18
图 38: 公司产能扩张进入稳定发展阶段	18
图 39: 公司产销率维持较高水平	18
图 40: 公司运输费用率有阶段性改善	19
图 41: 公司存货周转率稳步上升	19
图 42: 公司境内销售收入占比降低至 56.95%	19
图 43: 公司境外销售毛利率水平稳中有升	19
图 44: 2019 年公司境内销售收入超过 60 亿元	20
图 45: 境内门店单店提货额逐年提升, 终端经营提效	20
图 46: 公司境内自主品牌门店数量平稳增长	20
图 47: 2012 年启动线上渠道, 销售额呈线性高速增长	21
图 48: 电商收入占比提升	21
图 49: 全球境外收入来源中, 美洲地区占比超过 50%	21
图 50: 公司境外销售收入稳步增长但速度放缓	22
图 51: 公司 ODM 前五大客户收入占比	22
图 52: 美元对人民币汇率走势	22
图 53: 近年来, 公司汇兑损益波动较大	22
图 54: 竞争对手产品横向拓展速度较缓	24
图 55: 敏华控股沙发与配套产品收入占比近 80%	24

图 56: 喜临门床垫收入占比 62.10%.....	24
图 57: 梦百合床垫与枕头收入占比分别为 55%、15%	24
图 58: 2019 年公司国内终端门店数量远超行业水平	25
图 59: 顾家家居线上销售规模高于同行.....	25
图 60: 公司毛利率水平有所下降.....	26
图 61: 公司净利率水平稳中上升.....	26
图 62: 软体家具龙头公司 ROE 水平优于行业平均.....	26
图 63: 敏华与顾家 ROA 整体优于同行.....	27
图 64: 2019 年, 公司 ROIC 水平最优	27
图 65: 公司总体费用率稳中下降.....	27
图 66: 公司销售费用率逐年下降, 但仍高于同行.....	27
图 67: 公司管理费用率水平最低.....	27
图 68: 2019 年, 公司财务费用率上升.....	27
图 69: 可比公司资产负债率情况.....	28
图 70: 可比公司经营现金流量负债比率情况.....	28
图 71: 公司总资产周转率下降, 但仍然较高.....	28
图 72: 可比公司应收账款周转率情况.....	28
图 73: 公司历史 PE 走势.....	30
图 74: 公司历史 PB 走势.....	30
表 1: 公司管理层核心高管履历介绍.....	7
表 2: 公司股权激励计划实施与完成目标.....	8
表 3: 2018 年起, 公司陆续战略布局海内外中高端软体家具品牌.....	14
表 4: 行业内竞争者近三年重点经营指标对比.....	23
表 5: 行业内竞争者产能对比.....	23
表 6: 行业内竞争者旗下品牌、产品与定位对比.....	24
表 7: 行业内竞争对手分地区收入结构对比.....	25
表 8: 主营业务拆分与收入预测.....	29
表 9: 可比公司估值.....	30

1、顾家家居：国内一站式软体家居龙头迈向全球

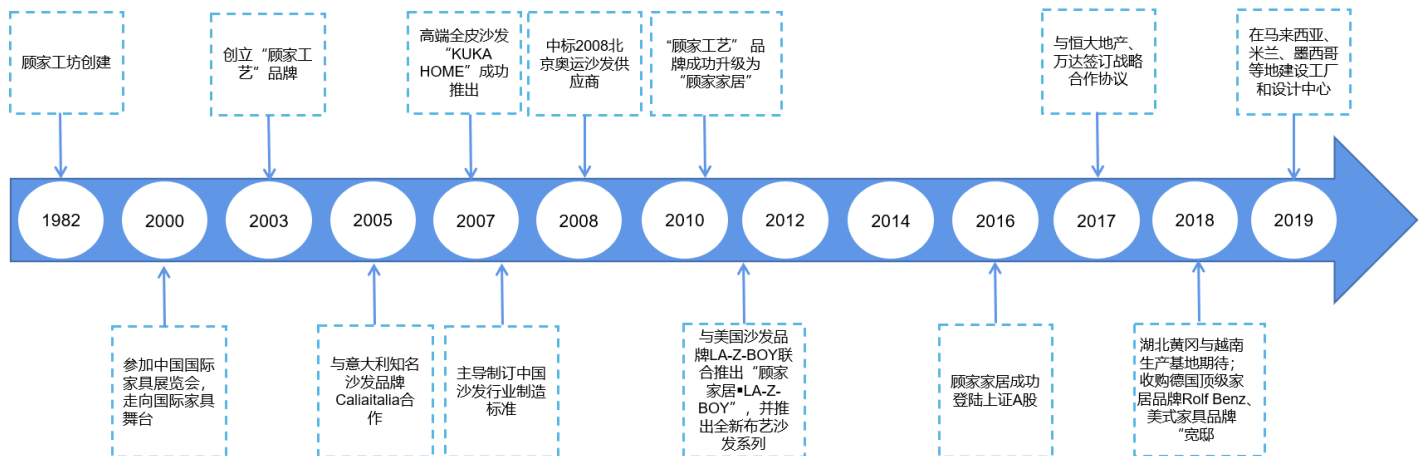
1.1、历程回顾：收购与战略投资加速扩张，产品与渠道多点开花

公司以沙发起家，逐步成长为软体家具行业龙头。公司专业从事客餐厅、卧室与全屋家具产品的研发、生产与销售，铸就国内软体家具行业龙头。公司前身为1982年创建的顾家工坊，主营沙发制造，2003年创立顾家工艺品牌，确立“因为顾家，所以爱家”的消费理念。2007年，公司推出高端全皮沙发产品，同时 KUKA HOME 荷兰专卖店开业，开始产品矩阵与国际化营销双向拓展的发展战略。

产品端：公司分别于2010年、2012年推出软床与功能沙发产品；2013年开始，陆续成立领尚美居、顾家定制开展非软体家具业务，产品系列与品类不断扩充。目前，公司旗下拥有九大产品系列，包括“顾家工艺沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”；四大合作品牌分别为美国乐至宝 La-Z-Boy、意大利 Natuzzi、德国 Rolf Benz、澳大利亚 Nick Scali。

渠道端：公司早在2007年就布局海外市场，2019年外销收入占比达到41.53%。全球拥有6000多家品牌专卖店，属于软体家居行业中门店数量最多、覆盖面最广的龙头。同时，公司通过并购与战略投资实现大规模扩张、提升综合竞争力。2018年，公司先后参股意大利家具龙头 Natuzzi S.P.A. 德国知名软体家具品牌 Rolf Benz、澳大利亚零售家居品牌 Nick Scali Limited；国内方面，斥资1.98亿元入股居然之家获得0.54%的股权，深化战略合作关系。此外，公司在2017年精装房政策红利放开后就率先与恒大地产达成战略合作，发力工程业务实现多点开花。

图1：公司创立以来，主要发展历程与代表事件



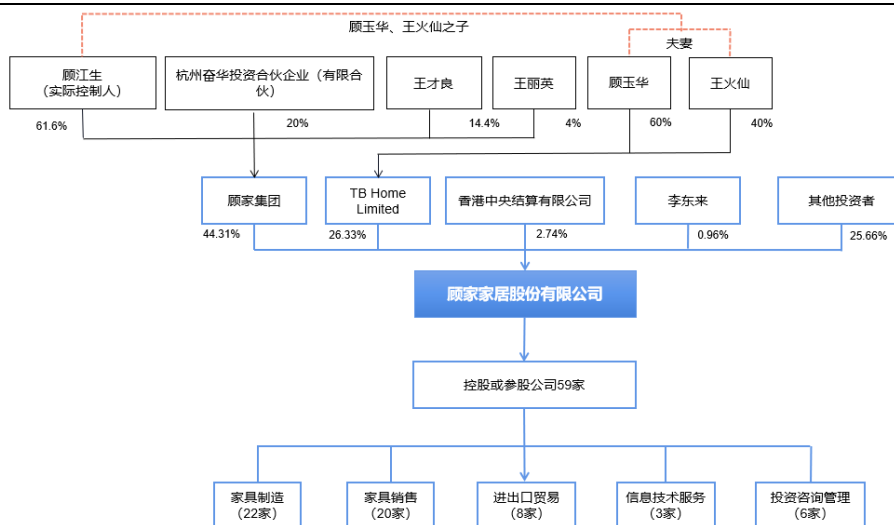
资料来源：公司官网、新时代证券研究所整理

1.2、股权结构：控制权集中，与经营权分离

股权集中，实际控制人为顾氏家族，但公司所有权与经营权分离。截至2020Q1，董事长顾江生通过顾家集团持有公司27.29%的股权，为实际控制人，其父母顾玉华与王火仙通过TB Home Limited持有26.33%的公司股权，三人持股比例合计达53.62%，股权集中度较高。2012年开始，公司率先采用职业经理人制度，引进原美的的副总裁李东来为公司总裁，实现所有权与经营权的分离，形成了稳定、高效、具有特色的核心管理架构。2020年6月，百年人寿斥资14.65亿元举牌顾家家居，受让公司大股东6%的股份，转让完成后百年人寿持股比例为6%。

公司参与投资家居行业中下游产业链制造、销售与服务，下属控股或参股的境内外子公司共 59 家，主营业务包括家具制造与销售、贸易、信息技术、投资管理等多个行业，形成家具中下游产业全方位覆盖。

图2: 公司股权结构集中, 下设 59 家子公司



资料来源：公司公告、新时代证券研究所整理

表1: 公司管理层核心高管履历介绍

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	工作经历
李东来	总裁	2014/12/11	硕士	1974	历任广东美的集团有限公司空调销售公司营销管理科科长,空调事业部营运发展部总监,冰箱事业部总裁,空调事业部总裁,广东美的电器股份有限公司副总裁, AMT 集团(上海企源科技有限公司)首席执行官.现任顾家家居股份有限公司董事兼总裁.
李云海	副总裁	2014/12/11	硕士	1974	历任中国光大银行武汉分行科员,美的集团空调事业部营运发展部总监,美的集团制冷家电集团营运管理部总监,美的集团冰箱事业部总裁助理,顾家家居股份有限公司总裁助理.现任顾家家居股份有限公司副总裁.
刘春新	副总裁,财务负责人	2014/12/11	硕士	1969	历任江西新余市信息中心科员,海口会计师事务所项目经理,深圳同人会计师事务所部门经理,深圳大华天诚会计师事务所高级经理,海信科龙电器股份有限公司董事,副总裁.现任顾家家居股份有限公司副总裁兼财务负责人.
吴汉	副总裁	2014/12/11	本科	1969	历任中国农业银行浙江省分行营业部职员,科长,国际部总经理助理,浙江顾家工艺沙发制造有限公司副总经理,浙江顾家工艺沙发制造有限公司副总经理兼财务负责人.现任浙江华睿德银创业投资有限公司监事,杭州市江干区万事利科创小额贷款股份有限公司监事,杭州快驰科技有限公司监事,东台浙商总部经济园管理有限公司监事,杭州红星美凯龙环球家居有限公司监事,顾家家居股份有限公司副总裁.
廖强	副总裁	2017/10/20	硕士	1976	历任广东美的集团分公司总经理,青岛海尔空调事业本部本部长助理兼华南,西南大区总监,深圳中建担保集团总裁,宁波奇帅电器总经理,顾家家居股份有限公司国内营销总部总经理,休闲产品事业部联席总经理.现任顾家家居股份有限公司副总裁兼零售事业本部总经理.
欧亚非	副总裁	2019/12/30	本科	1979	曾任美的空调事业部培训经理,美的冰箱事业部营运管理部总监,美的空调事业部国内营销公司管理部总监,美的制冷家电集团区域销售公司总经理,顾家家居股份有限公司软装经营部总经理,卧室产品事业部总经理,目前担任顾家家居股份有限公司国内营销事业部总经理.

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

1.3、激励机制：股权激励加速管理红利释放

公司实施股权激励计划，彰显对未来经营的信心并有望加速成长。公司于2017年实施为期3年的限制性股票激励计划，以1783.10万股的股票对公司董事、中高层管理人员、技术人员进行激励，以2016年经营业绩为基数对2018-2020年营业收入与净利润增长进行考核，即2018-2020年相比2016年营收增速分别为44%、73%、107%，净利润增速分别为32%、52%、75%。2018年，公司营收与净利润较2016年分别增长91.30%、72.05%，第一阶段考核目标超预期完成。

表2：公司股权激励计划实施与完成目标

公告日期	激励期限	激励股数 (占比)	授予价格	激励对象	考核标准	完成情况
2017年9月	2018-2020年	1783.10万股 (4.54%)	26.70元/股	公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员，共计100人	以2016年营业收入为基数，	2018年度，公司营业收入相比2016年增长91.30%；归母净利润相比2016年增长72.05%
					2018年营业收入增长率达到44%；以2016年度归母净利润为考核基数，2018年净利润增长率达到32%	
					以2016年营业收入为基数，	2019年度，公司营业收入增长率达到73%；以2016年度归母净利润为考核基数，2019年净利润增长率达到52%
2019年营业收入增长率达到73%；以2016年度归母净利润为考核基数，2019年净利润增长率达到52%						
					以2016年营业收入为基数，	2020年度，公司营业收入相比2016年增长107%；以2016年度归母净利润为考核基数，2020年净利润增长率达到75%
					2020年营业收入增长率达到107%；以2016年度归母净利润为考核基数，2020年净利润增长率达到75%	

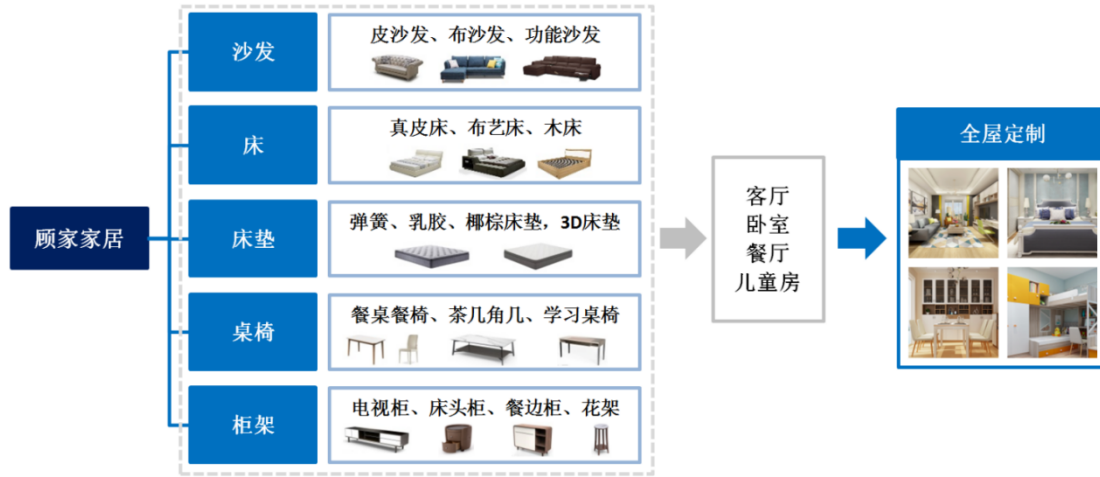
资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

1.4、主营业务：产品矩阵丰富，沙发与软床为主要利润来源

产品矩阵丰富，沙发为主打产品，一站式软体家居先行者。公司旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKA HOME全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列，品类涵盖自主研发的沙发、床、床垫、餐椅以及餐桌、电视柜等配套家具，覆盖客餐厅、卧室等多元应用场景，能够满足不同消费人群需求。

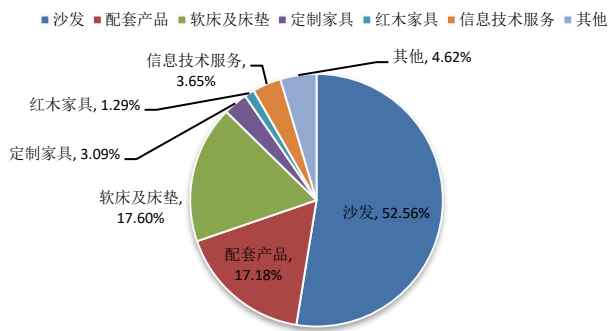
公司以沙发起家，但近年来随着产品线拓展，业务结构收入在不断优化。2019年沙发的营收占比为52.56%，较2018年下滑4pct，其次为软床、床垫与配套产品业务，分别占比17.60%、17.18%，较2018年提升5pct、3pct；定制家具、红木家具等业务规模较小，分别约为3%左右。从毛利率水平来看，沙发业务毛利率较高，稳定在50%上下，软床与床垫毛利率在2019年有明显提升达到17%，两者为公司主要的利润来源；其它配套产品持续维持在10%-12%左右。

图3: 公司主营业务以沙发、软床与床垫为主, 两者占比超过 70%



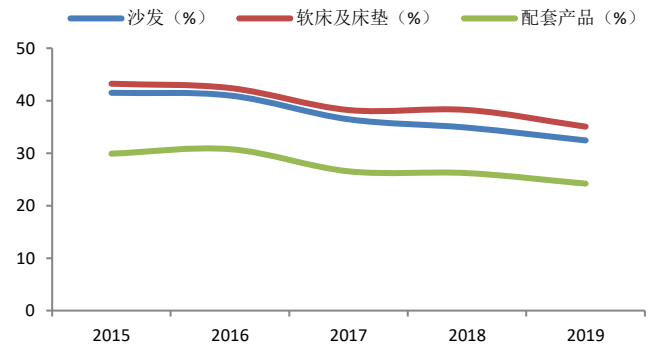
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图4: 2019 年公司营收占比最大的仍为沙发 52.56%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图5: 公司主要产品毛利率均有所放缓



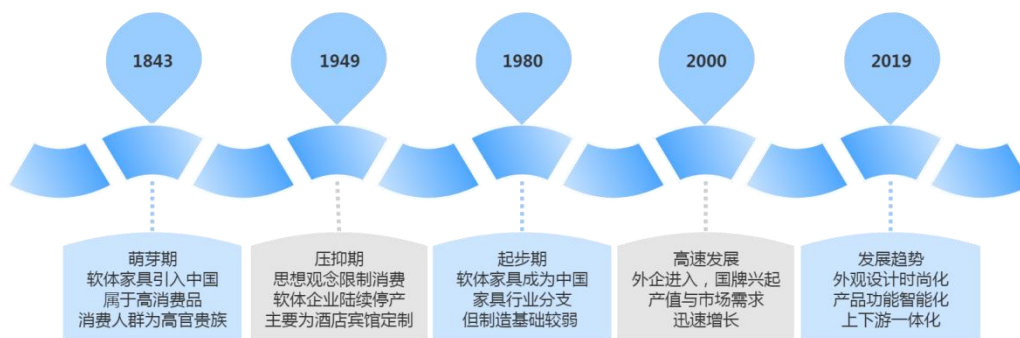
资料来源: wind, 新时代证券研究所

2、软体家具赛道分析

2.1、软体家具: 集中度提升空间大, 功能化与智能化为主要趋势

沙发、床垫等软体家具自 19 世纪 40 年代引入中国, 但受社会消费观念影响经历了较长时间的停滞期, 改革开放后才正式起步并迅速发展为家具行业一大分支, 伴随制造工艺技术的完善, 软体家具产品消费逐渐平民化、普及化、功能化与时尚化, 市场潜力很大。

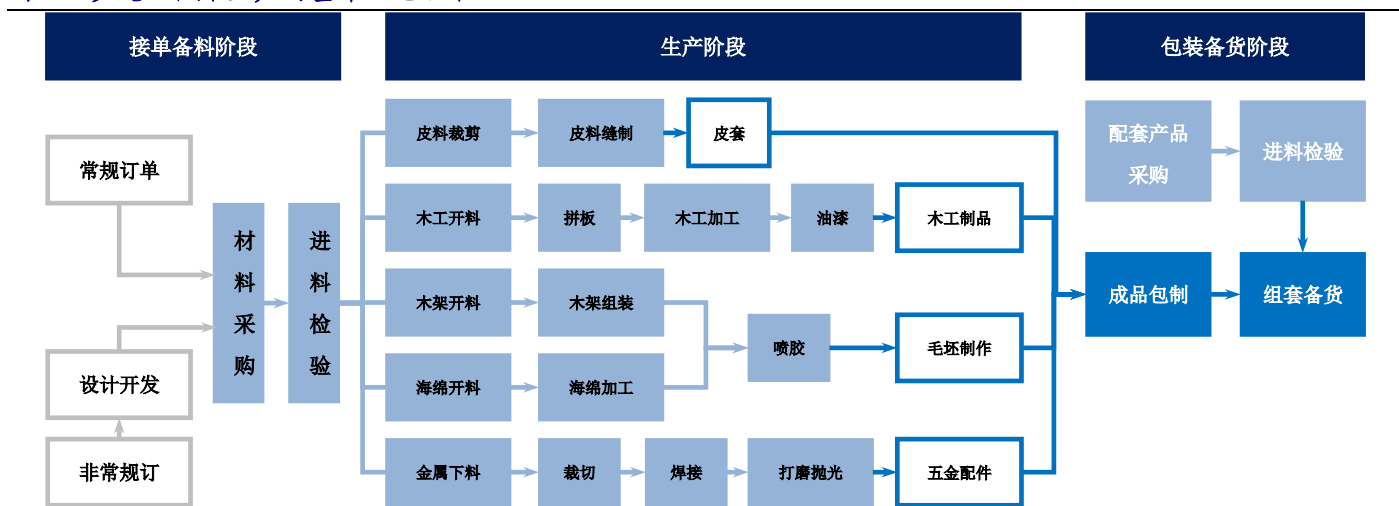
图6: 国内软体家具发展逐步转向为功能化与智能化



资料来源: 新时代证券研究所整理

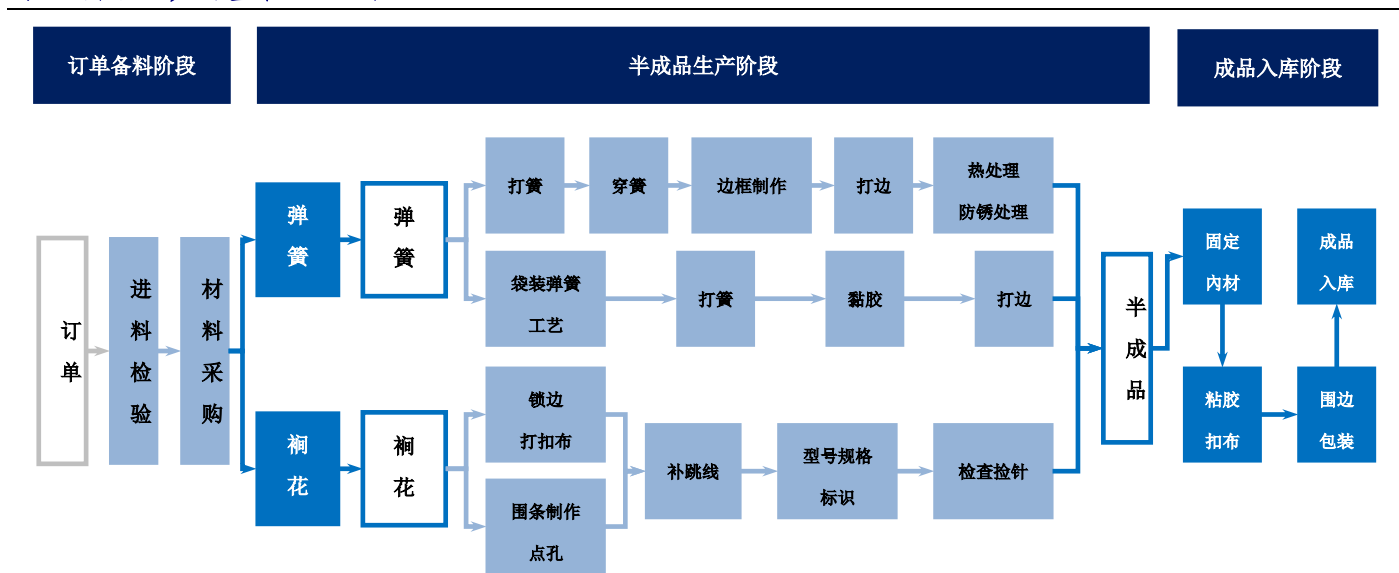
软体家具生产以人工、机械为主，智能化水平有待提高。软体家具生产可分为接单备料、产品生产与成品包装入库三个阶段，不同品类原料与工艺流程存在差异。沙发、软床生产流程接近，需对皮料、木材、海绵、金属等原材料分别加工后进行成品包制，并按订单要求与配套产品组合备货。床垫生产，首先需制作弹簧与桐花面料，再对半成品进行内材固定、围边等工序。生产过程中，木料、海绵、弹簧等材料可通过机械处理，而皮料、布料由于形状不规则，裁剪与包制多数需手工完成，导致产品生产效率不高。在工业 4.0 与家具定制化趋势下，软体家具行业仍需向数字化、信息化、智能化研发生产谋求转型，实现成本结构优化与生产效率提升。

图7：沙发、软床生产与基本工艺流程



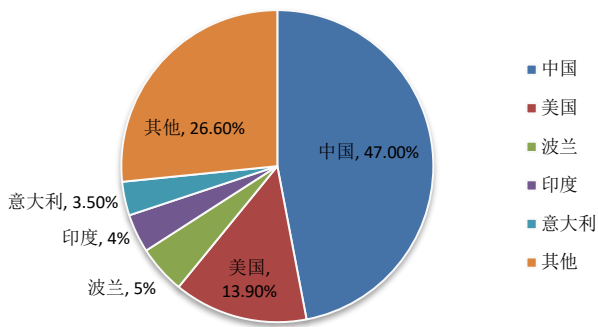
资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

图8：床垫生产与基本工艺流程

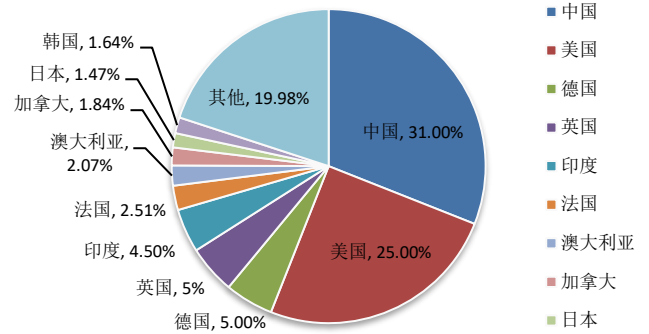


资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

国内软体家具市场正处于高速发展阶段，为全球最大生产与消费国。软体家具属于劳动密集型行业，发展中国家得益于人力与原材料成本优势，成为产业转移的主要目的地，2017 年，中国软体家具产值占比已达 47%，远超美国（14.09%）、意大利（3.5%）等发达国家，为全球最大软体家具生产国；另一方面，城镇化进程推进及消费升级对居住条件舒适度提高，新兴市场需求扩张为行业带来新增增长点。2017 年，中国软体家具消费占比 31%，已超越美国成为全球最大软体家具消费国。

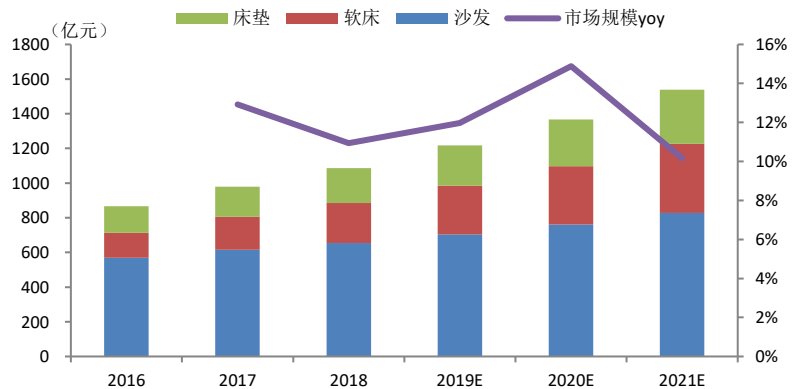
图9：2017年，中国软体家具产值占比全球第一

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图10：2017年，中国超越美国成为软体家具消费大国

资料来源：CSIL，新时代证券研究所

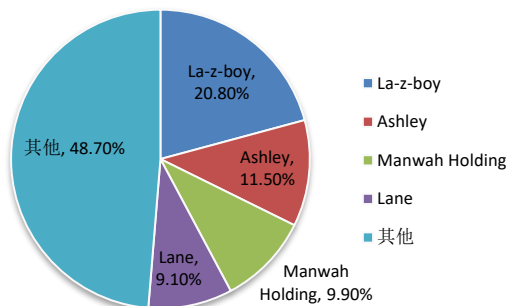
根据产业信息网的测算，2016-2021年间软体家具市场规模将由867亿元增加至1539亿元，5年CAGR为12.16%。其中，沙发产品由于渗透率与单价均较高，细分市场规模最大，2021年预计达到828亿元；软床与床垫市场规模均在300-400亿元左右。中长期内，产品渗透率与单价的提高将持续带动软体家具市场规模扩张，同时软体家具定期更换的特点也为市场提供基础需求，预计行业规模将以10%左右的速度增长。

图11：预计软体家具市场规模以10%左右的速度增长

资料来源：wind，中国产业信息网，新时代证券研究所整理

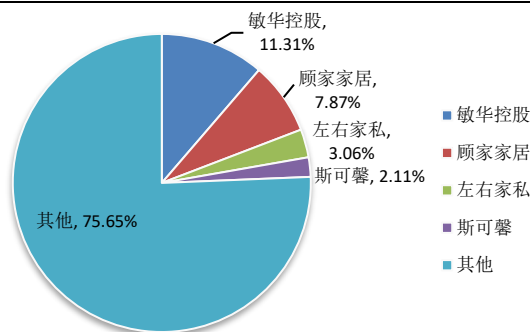
软体家具市场格局分散，集中度有待提升。软体家具行业资金、技术壁垒较低，导致大量竞争者进入，市场分层明显。地方小型企业定位于低端消费群体，且产品趋于同质化，以价格战抢占市场份额；规模较大的知名企业定位中高端客户，借助品牌与渠道优势进行差异化竞争。分品类看，国内沙发与床垫市场CR4分别为24.35%与14%，龙头企业集中度仅10%左右，相比于美国市场51.3%、61.1%的CR4相比，行业格局极为分散。我们预计，伴随消费者对品牌、品质、外观重视程度提升以及龙头企业渠道下沉，市场份额有望向头部企业集中，驱动行业格局调整。

图12: 美国沙发市场 CR4 格局达 51.3%



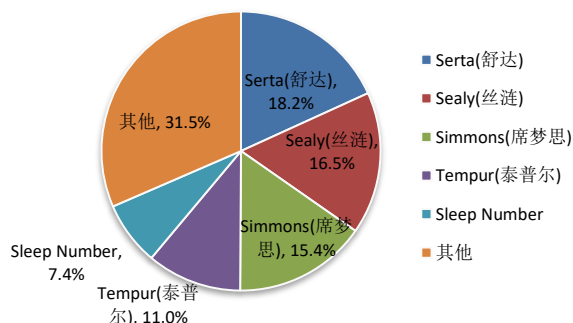
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图13: 中国沙发市场 CR4 集中度低, 仅 24.35%



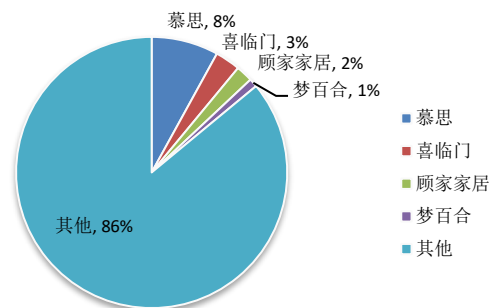
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图14: 美国床垫市场 CR4 高达 61.1%



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图15: 中国床垫市场 CR4 仅为 14%



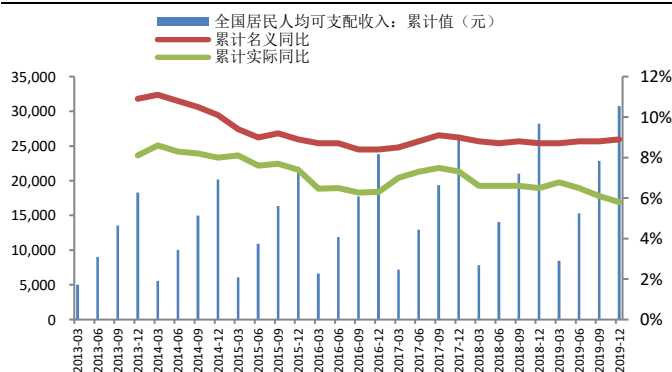
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

2.2、行业驱动力: 契合消费升级, 三大因素助力市场规模提升

2.2.1、成长因素一: 人均可支配收入提升拉动软体家具内需增长

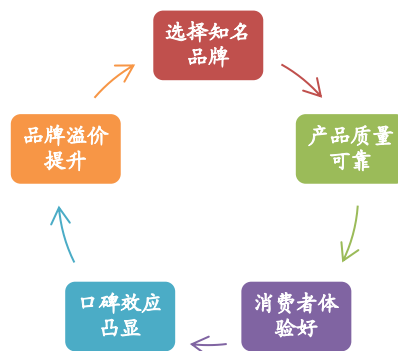
从消费升级角度来看, 近年来我国居民人均可支配收入以 6% 的速度增长, 消费能力稳步提升, 家具类等耐用商品的消费决策由实用型向外观设计与配套服务能力突出的品牌倾斜, 因此消费者对知名品牌依赖度将提升, 对功能化、智能化的中高端产品更加青睐, 推动软体家具消费额稳步提升。另一方面, 市场竞争中, 知名度较低与品牌力较弱的中小企业将面临行业洗牌, 市场占有率进一步萎缩, 龙头市场规模与集中度也会加速集中, 马太效应越发明显。

图16: 我国居民人均可支配收入以约 6% 的速度增长



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图17: 消费者对产品力与品牌力兼具的企业更加青睐



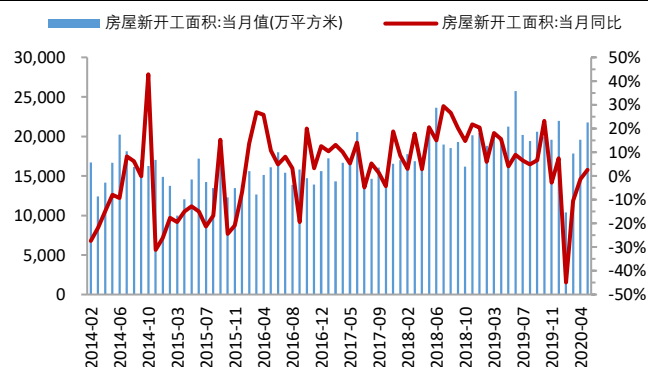
资料来源: 新时代证券研究所整理

2.2.2、成长因素二：新房、二手房翻新催生对软体家具更换需求

软体家具更换频率相对较高，新房与二手房翻新带动对软体家具需求。相较于衣柜、橱柜等硬家居产品，软体家具日常使用频次与损耗更高，且由于表面棉布、皮革材料的清理较为困难，平均使用寿命仅5-6年，定期更换需求较高，对房地产周期波动敏感性较低。

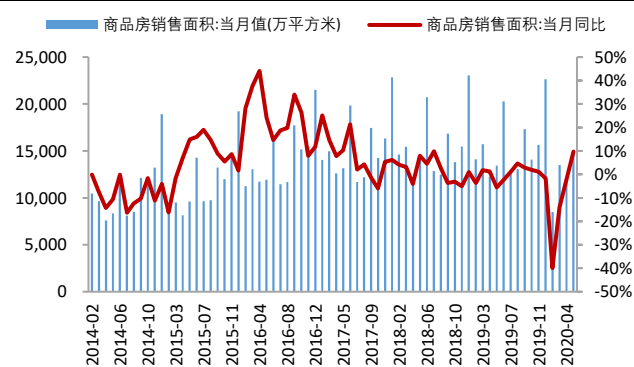
此外，我国城镇化率逐年提升，2019年达到60.60%，但与日本、美国等发达国家80%-90%的城镇化率相比仍有提升空间。农村人口迁入将产生大量新增住房需求，新居搬迁过程中软体家具添置或更新带动市场需求进一步扩张。从人口结构看，二胎政策全面放开有望带动小户型转换为大户型、旧房换新房的需求，存量房的翻新也将催生家具翻新。

图18：近年来，房屋新开工面积与当月同比变化



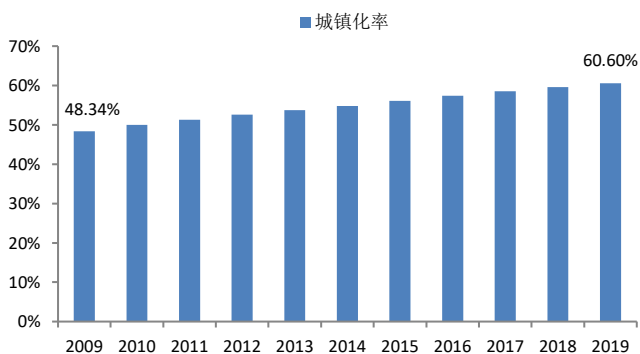
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图19：近年来，商品房销售面积与当月同比变化



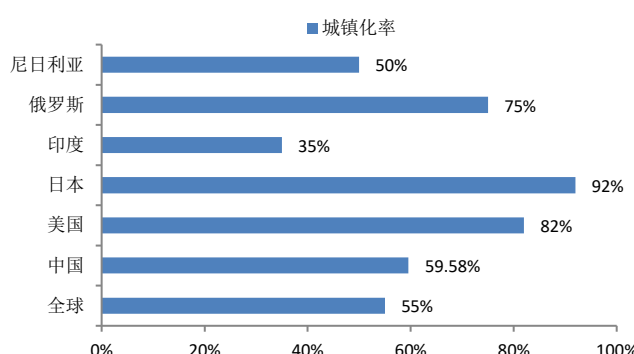
资料来源：世界银行，新时代证券研究所

图20：我国城镇化率逐年上升，2019年达到60.60%



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图21：全球城镇化率对比中，中国仍有进一步提升空间



资料来源：世界银行，新时代证券研究所

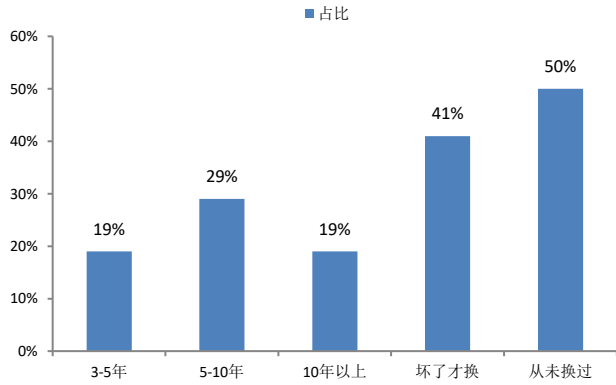
2.2.3、成长因素三：借鉴海外经验，渗透率提升带动行业规模稳步增长

对标海外，我国软体家具行业将延续发达国家发展路径，产业升级与渗透率提升推动行业规模稳步攀升。一方面，欧美等发达国家率先完成城市化进程，软体家具起步较早，目前已进入成熟期，而我国城镇化率相比较低，且软体家具引入较晚，行业仍处成长期。以床垫为例，国内多数消费者视床垫为耐用品，3-5年内更换床垫者占比仅19%左右，而美国家庭床垫更换频率仅2-3年；从渗透率来看，我国床垫渗透率仅60%，相比于美国85%的使用率仍存在很大差距。

另一方面，居住品质的提升带动了软体产品品类优化，比如更符合人体工程学设计的功能沙发、无压力、贴合感强的记忆棉床垫。在美国，功能沙发市场规模2016年已超百亿美元，渗透率逐步提升至40%以上，记忆棉床垫渗透率达20%；

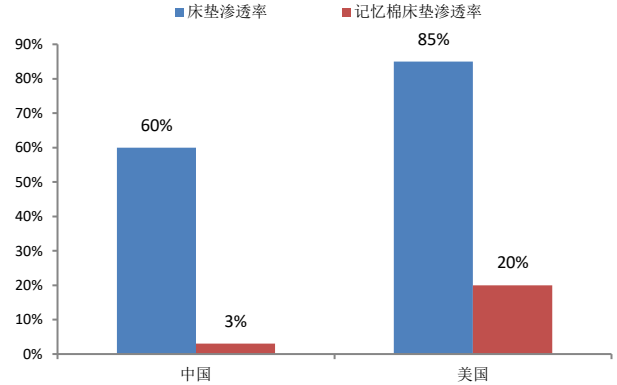
相比之下，功能沙发与记忆棉床垫在我国仍属小众产品，虽然功能沙发市场近年来保持 14%-15% 的中高速增长，但规模仅 64 亿元，渗透率不足 15%，记忆棉床垫渗透率仅 3%。长期而言，伴随居民消费水平与健康意识的提升，我国软体家具行业有望延续发达国家的高速发展路径，渗透率提高与产品功能升级并行。

图22: 国内床垫更换调查情况



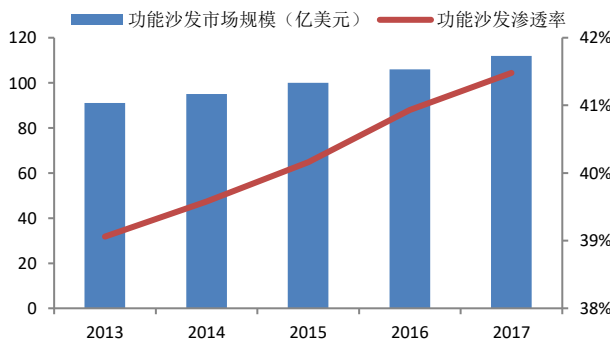
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图23: 美国床垫渗透率远高于中国



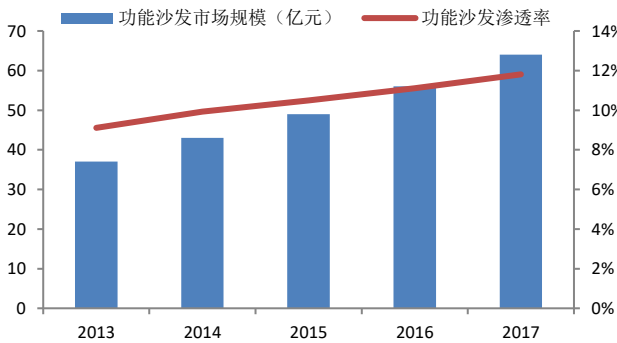
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图24: 2016年, 美国功能沙发市场规模已超百亿美元



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图25: 近两年, 中国功能沙发渗透率持续提升



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

3、为什么中长期持续看好公司的竞争力?

3.1、海内外布局构筑品牌硬核, 创新营销打造“家文化”

海内外并购进一步加强品牌布局, 拓展疆域版图。2018 年开始, 公司陆续引入美国著名功能沙发品牌 La-Z-Boy, 收购德国、意大利与澳大利亚中高端软体家具知名品牌, 一方面完善全球化品牌协同布局、增厚利润, 另一方面实现了产品品类、客户群体、海外销售渠道的拓展。同时, 对美式家具品牌宽邸与床垫出口领军企业玺宝的收购进一步夯实了公司主营业务, 在生产线上、技术研发与渠道建设上实现资源共享、优势互补。

表3: 2018年起, 公司陆续战略布局海内外中高端软体家具品牌

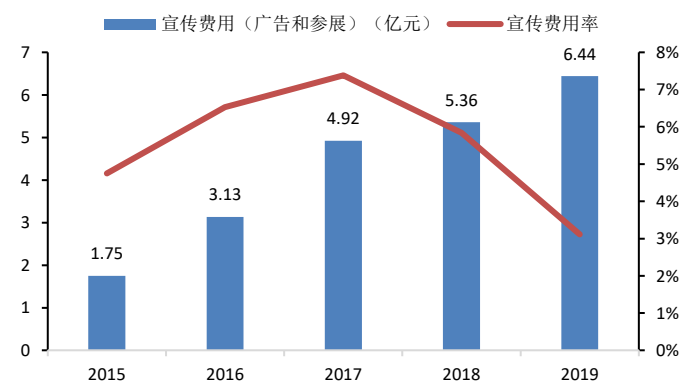
时间	公司	旗下品牌	主营业务	经营情况
2012年3月	美国 La-Z-Boy	La-Z-Boy	专业从事功能沙发研究、开发、生产与销售	2017年 La-Z-Boy 在全美终端销售额超过 22 亿美元, 市场份额 1.5%, 2014-17 年均复合增速 3.9%, 保持稳健增长。
2018年2月	德国	Rolf Benz	主营软体家具研发设计、生产销售,	2017 年公司营收与净利润分别为

时间	公司	旗下品牌	主营业务	经营情况
	Rolf Benz	H ü lsta Sofa Freistil	覆盖不同消费能力与风格的消费群体	7765.0、288.5 万欧元（约合人民币 5.99 亿元、2224.7 万元），销售额 80% 以上为欧洲市场
2018 年 3 月	意大利 Natuzzi	Natuzzi Italia Natuzzi Editions	设计、生产和销售沙发、扶手椅、组合式家具、沙发床、客厅家具和配件	Natuzzi 自 2010 年进入中国，以经销模式运营，目前其在国内已拥有近 100 家门店。其中，Italia 门店占比近 80%，主要位于国内一二线城市高端家居卖场
2018 年 3 月	澳大利亚 Nick Scali Limited	Nick Scali Sofa2Go	沙发、餐桌椅、茶几、椅子等家用家具及配件的进口和零售	Nick Scali 类似于宜家模式，是顾家家居的海外销售渠道之一
2018 年 8 月	宽邸家居	宽邸	美式家具	/
2018 年 11 月	玺宝家居	玺宝	沙发、床垫、软床、床上用品系列、家私系列的研发制造与销售	/

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

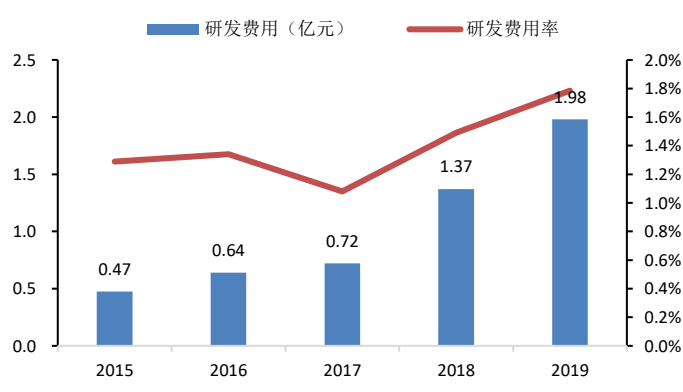
宣传设计助力品牌增值，“家文化”深入人心。品牌宣传上，除多渠道广告投放外，持续传递“家”理念，通过“中国红·顾家年”、“家居修养节”、“超级品牌日”、“顾家生活季”等线下宣传活动增加品牌曝光度，以品质保障与专业服务建立客户黏性。2015 年起，公司广告宣传投入逐年增加，2017 年广告费率达 7.38%，2018 年广告宣传费用超 5 亿元。研发设计上，公司形成了原创为主、国际知名团队合作为辅的模式，紧跟市场装修风格、新工艺材料与流行元素趋势，设计风格超前独特，屡获国内外设计大奖，拥有 1000 余项外观专利。从研发投入来看，2015-2019 年公司研发支出稳定增长，费率平均 1.5% 左右，2019 年起为保证可持续增长与创新，研发投入大幅增长至 1.98 亿元，费用率达到 1.8%。

图26：公司广告宣传费用逐年稳步增长



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图27：2019 年公司研发费用率增长至 1.98%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、自产外购实现品类扩充，软体家居一体化服务能力突出

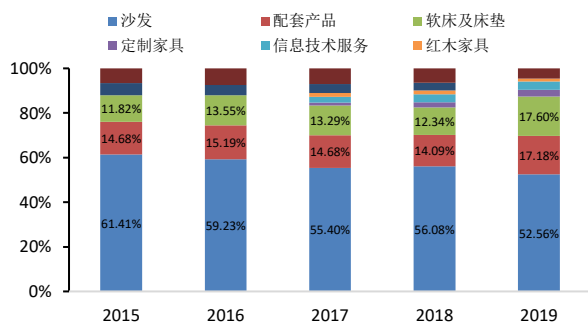
3.2.1、持续扩充自主品牌产品线，培育新盈利增长点

公司以沙发产品起家，“内生+外延”战略不断拓展品类与系列，并由单一产品销售向成套产品一站式服务转变。作为主营业务，沙发营收占比保持在 50% 以上，但伴随软床、床垫第二品类业务发展成熟，沙发收入比例呈逐年下降趋势，软床与床垫、配套产品收入占比分别提升至 17.60%、17.18%，而餐椅业务出现萎缩。2017 年新增的红木家具与定制家具业务规模尚小，未来有望为公司业绩创造新增长点，其中定制家具品类受益于家具行业定制化趋势，收入增长较快，2019 年占比 3.09%，未来仍有较大的发展空间。

横向拓展：公司推出软床、床垫、餐椅及其它配套产品，对主品类销售形成有效补充，持续培育新的盈利增长极，同时为全屋定制发展蓄力。

纵向布局：公司先后推出 KUKA HOME 全皮沙发、布艺沙发，开发“米檬”、“舒适”、“欧美”等多个系列产品，满足多元化消费场景与需求，并联手国际沙发龙头 La-Z-Boy、Natuzzi、Rolf Benz 进军中高端市场，提升综合竞争实力。

图28：沙发收入占比超50%以上，第二品类逐渐提升



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

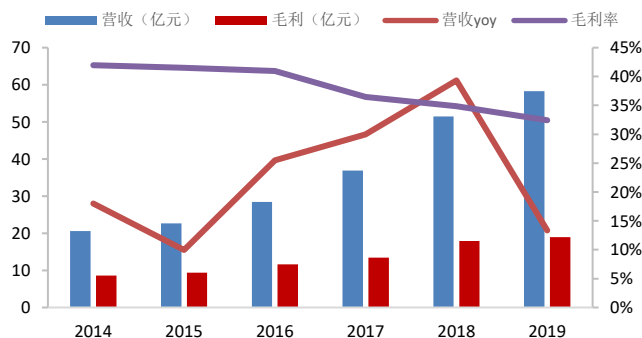
图29：公司合纵连横拓宽产品矩阵



资料来源：公司招股说明书，公司天猫旗舰店，新时代证券研究所

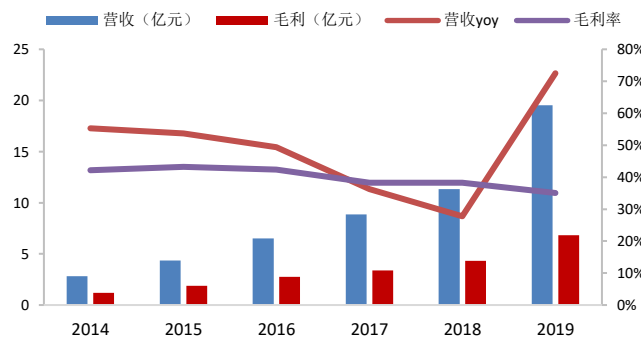
沙发业务持续放量，软床与床垫产品增长放缓。2015-2019年，沙发营业收入规模与增速同步上行，5年CAGR为25.79%，2018年，在多个并购项目拉动下，沙发业务收入突破50亿，同比增长近40%。软床与床垫类产品营收增速有所放缓，但仍维持30%以上的高速增长。2017年起，受原材料TDI价格暴涨影响，沙发与软床、床垫类的产品毛利率均出现明显下滑，2019年伴随原材料价格回落，二者毛利率分别为32.43%、35.05%，降幅放缓。

图30：2019年，沙发业务稳步增长，毛利率32.43%



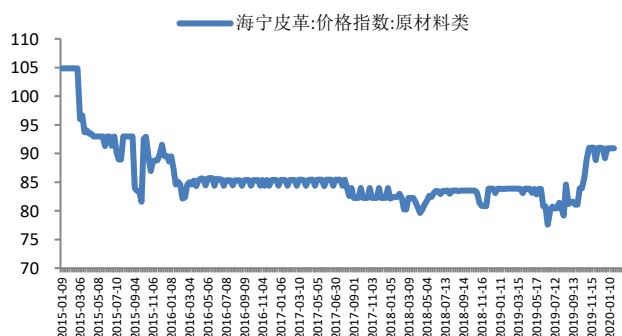
资料来源：wind，新时代证券研究所

图31：软床与床垫营收增速放缓



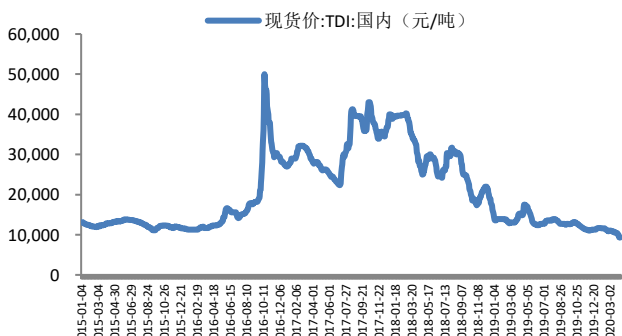
资料来源：wind，新时代证券研究所

图32：皮革价格走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

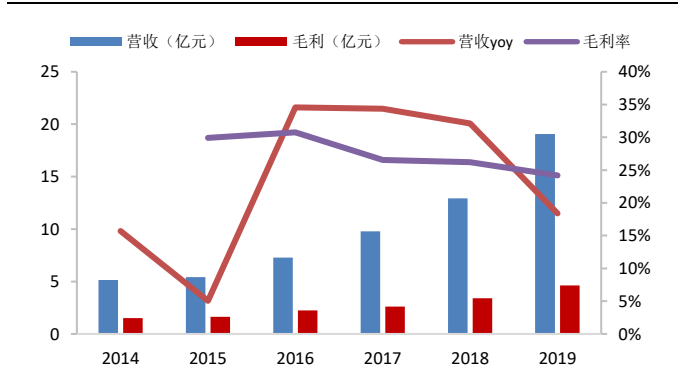
图33：TDI价格走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

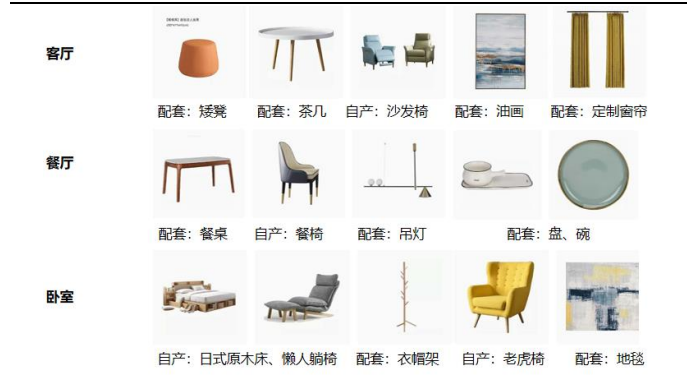
配套产品业务稳步推进，提供消费者一站式购物能力优势突出。除自产软体家具外，公司还采取定制化采购模式，由供应商按公司提供的设计方案生产茶几、餐桌、电视柜、床头柜等配套产品并统一销售，一方面对自身产品线形成补充，另一方面产品风格的统一性能够满足消费者对客餐厅、卧室等多场景家居的一站式购物需求。自2016年起，配套产品收入以年均35%的速度稳步增长，一体化服务建设成效显著，但产品毛利率有提升空间，目前在24%左右。

图34： 配套产品营收稳步增加，毛利率有提升空间



资料来源：wind，新时代证券研究所

图35： 公司客厅、餐厅与卧室的配套产品



资料来源：公司天猫旗舰店，新时代证券研究所整理

3.2.2、智能产品领先布局，助力长远发展

前瞻布局智能家居，提升长期竞争力。2014年起，公司开展了“基于仿人智能控制技术的零重力按摩沙发椅”、“基于红外感应技术开发的智能照明沙发”、“基于PLC技术开发的智能辅助翻身型气动床”等智能产品研发项目，前瞻性布局智能家居。2015年，公司推出首款3D打印“星际飞船”概念沙发，内置空气净化器可实现APP操作与空气质量自动报警，带动智能家居单品迅速发展。2016年4月，公司成立顾家智能子公司，并于2017年投建华东智能家居品类产研销一体化基地，智能家居战略向规模化生产推进，项目建成投产后，有望为公司提供新的盈利增长点，提升综合竞争实力。

图36： 顾家“星际飞船”概念沙发



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.3、产能稳步推进夯实未来增长基础，供应链升级优化生产效率

3.3.1、百亿计划缓解产能瓶颈，生产基地辐射国内外

目前，公司采用自主生产为主、周边企业贴牌外协生产为辅的模式，以最大限度支持销售扩张。为缓解生产压力，公司自2017年起开展“百亿”基地规划，陆续投建嘉兴与黄冈基地，形成覆盖华东、华中、华北三大区域的生产网络，有助于产品运输效率的提高，为全国辐射的销售终端提供强力支撑。

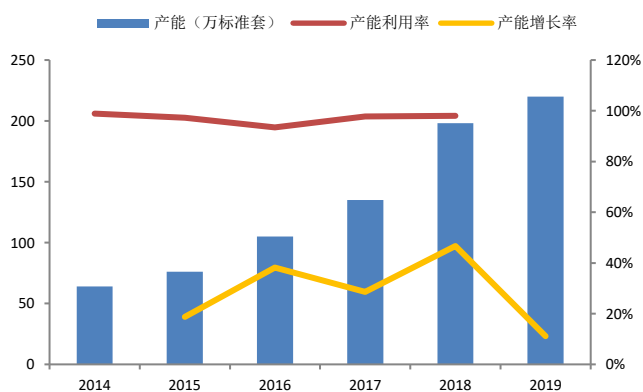
此外，公司坚定布局海外，于2019年末宣布投资越南软体家具生产基地，一方面为外销提供生产支持，另一方面可对冲贸易政策波动风险，有利于外销业务长期平稳发展。伴随产能逐步释放，公司产品产能自2016年起迅速扩张，2018年软体家具产能近200万标准套，产能利用率高，且销量也随之增加，5年来各品类产销率均在94%以上，且2016年后开始上升。我们判断，未来3-5年内募投项目陆续完工达产，公司产能有望翻倍，为未来业绩释放奠定基础；伴随软体家具市场不断扩容，消费需求向知名品牌集中，预计公司产销率仍将维持高位。

图37：公司全国生产基地产能布局（含在建）



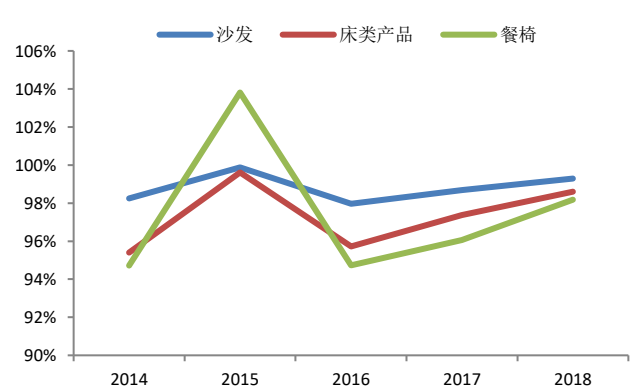
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图38：公司产能扩张进入稳定发展阶段



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图39：公司产销率维持较高水平



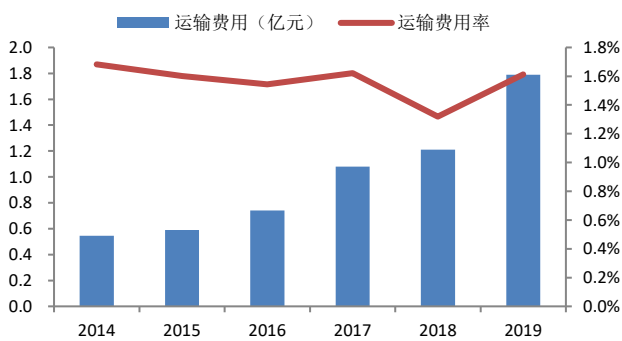
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3.2、供应链改革助力效率优化，高周转加强核心优势

供应链系统优化，业务效率持续提升。在“需求驱动、柔性敏捷、集成互联”思路下，公司与华为、锐特信息开展战略合作，整合MPS、OMS、WMS、TMS四大系统，全方位打通计划、订单、制造、采购、销售回款、采购付款等端到端流程，实现不同业务场景差异化的解决方案，提升公司需求、产品管理灵活程度。2014-2019年，公司运输费用率呈下降后抬升趋势，存货周转率由4.27次上升至5.72次，物流成本与存货风险有阶段性改善，可见供应链升级有所成效。伴随供应链系统持续升级优化，公司运营效率将进一步提升，周转率的提高有助于巩固核心优势。

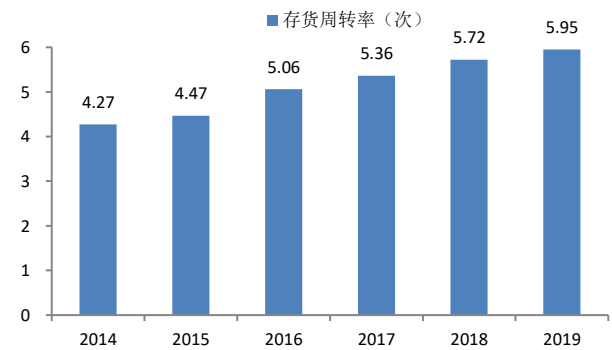
分产品来看，沙发的生产主要分为三大环节，皮革、布料的裁剪和缝制、木质框架生产与组装。沙发整体供应链较长，而我国品牌自动化程度相比于海外龙头的生产工艺仍有待提升。公司推行“3+N”的生产模式，即木材、海绵、牛皮或布艺前道工序进行规模化生产，N是面对客户的个性化部分单独生产；同时，提升自动化率，由设备取代人，提升规模生产的能力和效率。

图40：公司运输费用率有阶段性改善



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图41：公司存货周转率稳步上升

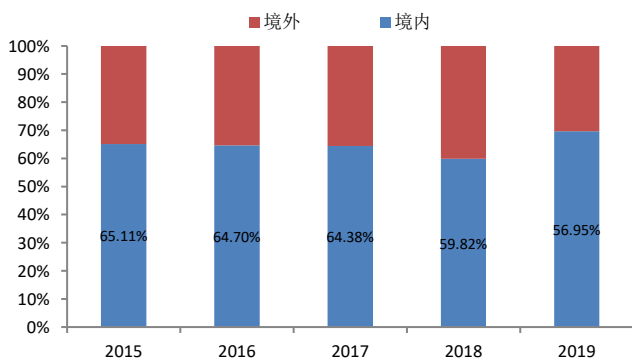


资料来源：wind，新时代证券研究所

3.4、内外销齐发力，渠道红利释放

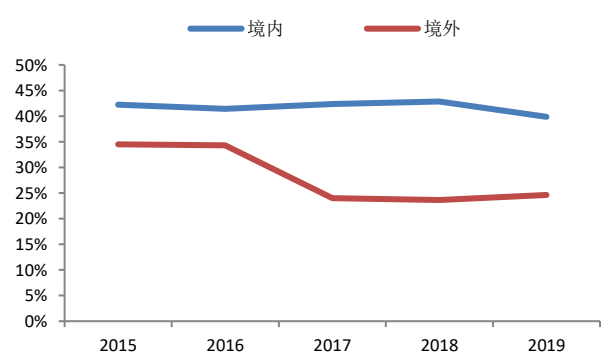
目前，公司采用境内为主、境外为辅的销售模式。其中，境内销售主要采取“直营+特许经销”的模式，并辅以电商与厂家直销等方式；境外销售主要是“ODM+经销+直营”的模式。伴随外销业务扩张，国内销售份额受到挤占，营收占比由67.31%降至56.95%，但仍为公司主要收入来源。从盈利水平看，内销毛利率在40%上下，且受益于生产物流系统优化略有上升；外销毛利率整体较低，2017年起受汇率波动、贸易摩擦等不利因素影响，毛利率下滑至24.61%，近三年来维持平稳水平。

图42：公司境内销售收入占比降低至56.95%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图43：公司境外销售毛利率水平稳中有升



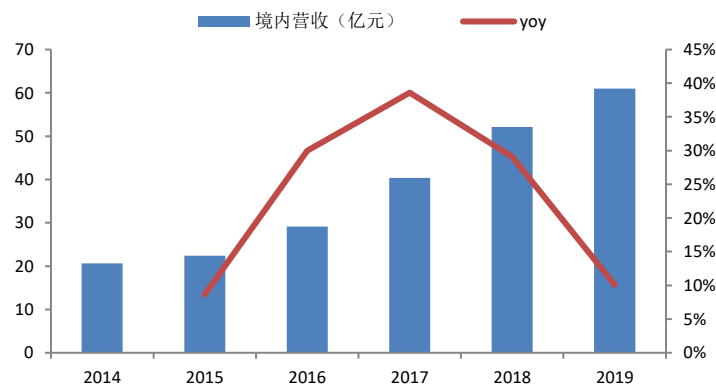
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.4.1、境内：线下销售网络庞大，线上赋能优势逐步体现

线下门店销售网络覆盖全球，渠道优势明显。截止 2019 年底，公司在全球拥有门店数量近 6500 家，遍布 120 个国家和地区。其中，自主品牌门店 4602 家，直营店与经销门店数量分别为 84 家、4518 家；其它品牌门店数量近 2000 家。2015 年开始，公司保持年均 200 家的开店速度进行有序扩张，2019 年上半年进驻空白城市 82 个，进一步渠道下沉、扩大销售辐射范围。**以市场普遍的发展经验看，渠道销售体系是市场开拓和品牌建设的核心关键，其规模与盈利水平将有效反映公司的渠道优势。**

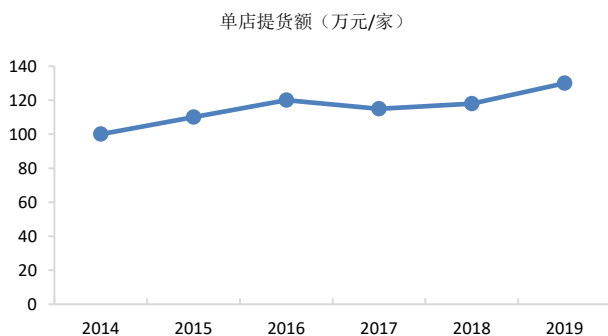
新零售渠道叠加“开大店”策略，单店提货额稳步提升，终端提效明显。从境内市场的销售规模看，公司内销业务自 2015 年起加速拓展，5 年 CAGR 达 35.49%，2019 年内销收入超 60 亿元。以渠道布局角度看，公司直营渠道发展稳定，以北京、上海、杭州等一二线重点城市为主，经销渠道不断下沉与创新，一方面将销售组织前移，通过设立区域零售中心深耕地方性市场，提升终端管理效率；另一方面强化与传统家具卖场的联系，实现一城多店、多点布局，并与苏宁零售云、国美电器商场、万达百货合作拓展新零售渠道。此外，店面结构向大店、旗舰店、定制+软体一站式融合店转型，渠道向三、四级市场下沉，营销网络纵深覆盖，优势显著。

图44： 2019 年公司境内销售收入超过 60 亿元



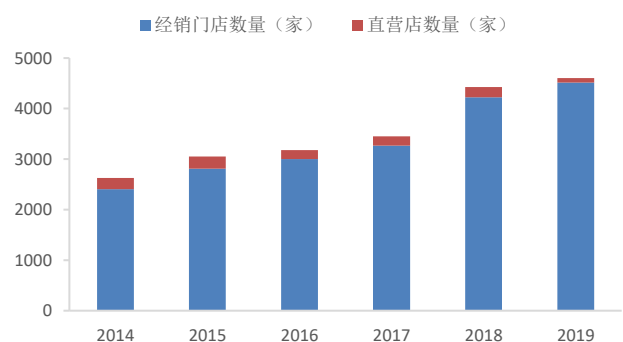
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图45： 境内门店单店提货额逐年提升，终端经营提效



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

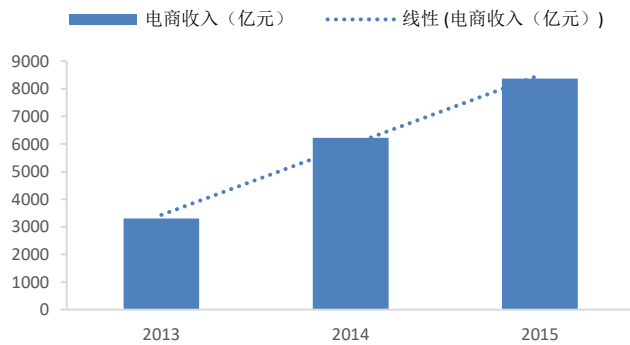
图46： 公司境内自主品牌门店数量平稳增长



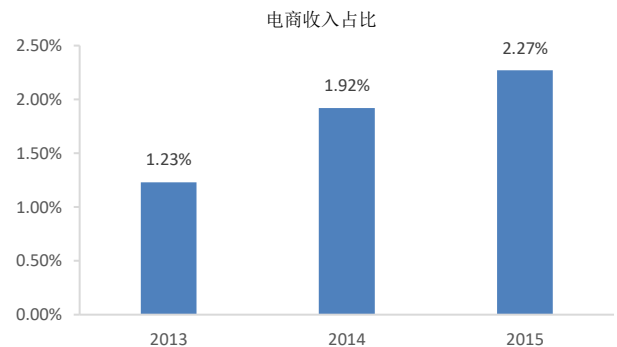
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

积极布局电商，线上销售额增速明显。公司在 2012 年启动电商销售渠道，包括自有平台及第三方电子商务平台，分别由子公司江苏链居、顾家艺购负责；此外，公司与家居电商平台美乐乐、齐家网战略合作，实现多方引流。2013-2015 年整体电商收入高速增长，2014-2015 年分别同比增长 88.57%、34.42%，电商收入占比由 2013 年的 1.23% 提升至 2015 年 2.27%。目前，随着移动互联的发展，电商主战场

转向天猫、京东等平台，双十一等购物节带动线上收入大幅增长。2019年“双11”当日全渠道零售位列软体家居第一位，并且在23天内线上线下零售录单总额达到23.6亿元，同比增长超60%。

图47: 2012年启动线上渠道, 销售额呈线性高速增长


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

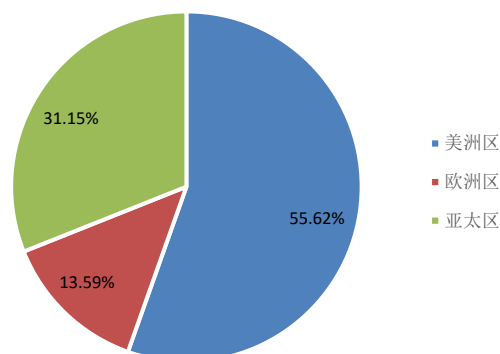
图48: 电商收入占比提升


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

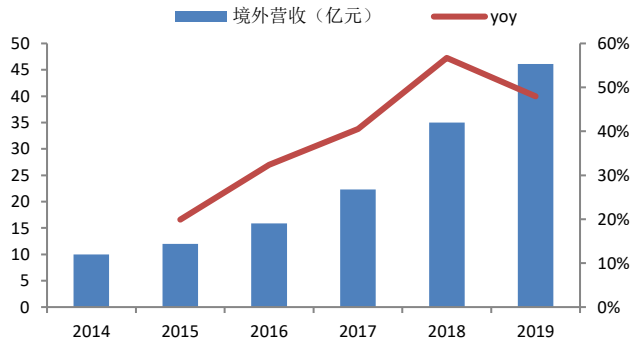
3.4.2、境外: 收入增长稳健, 推行大客户战略

深耕海外业务多年, 收入增长稳健、大客户战略增加竞争优势。公司外销业务近年来保持中高速增长, 2017年增速达40%, 2018年多个海外并购项目的开展进一步拉动外销规模提升至35亿元, 同比增长56.71%, 但剔除并购品牌贡献后, 2018年自营外销收入约25亿元, 同比下滑至11.66%, 内生增长略显疲弱, 但伴随收购品牌整合与协同管理优化, 公司盈利持续性可期。

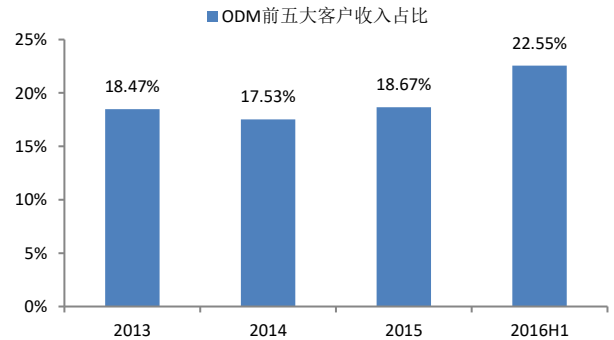
在贴牌出口ODM为主的销售模式下, 公司国家战略与大客户战略并行推进, 一方面在北美、澳洲市场推动国家本土化、营销本土化、产品本土化策略, 建立市场优势, 另一方面推进与Costco、Sofamart等大客户深度合作, 并发展Haverty、R&F等潜在客户, 将研发设计、市场服务等资源向核心客户聚焦, 2014-2016年上半年, 公司ODM前五大客户销售占比由17.53%上升至22.55%, 头部客户集中度持续提高, 有助于海外市场地位提升。

图49: 全球境外收入来源中, 美洲地区占比超过50%


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图50: 公司境外销售收入稳步增长但速度放缓

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图51: 公司 ODM 前五大客户收入占比

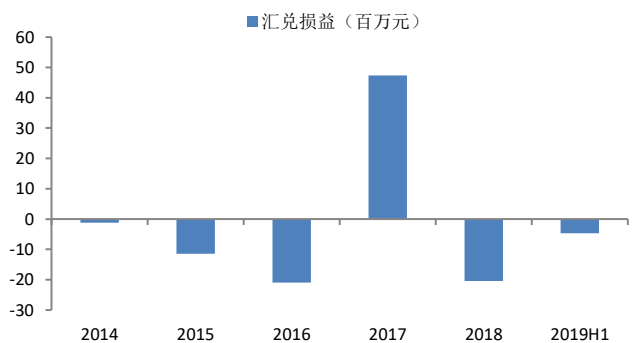
资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

公司外销结算以美元为主, 若美元贬值, 公司出口产品价格相对提高, 海外竞争优势会有所削弱。同时, 美元应收款价值降低造成汇兑损失; 例如, 2017年美元大幅贬值导致公司产生4735万元汇兑损失, 汇率波动不利于公司成本费用管控。

针对汇率波动风险, 目前公司已开展远期结售汇业务以确保风险可控, 维持经营稳定性。另外, 中美贸易摩擦会影响公司对美出口业务。虽然, 公司费用管理能力较强、产品多元化布局、外贸供应链体系优化、客户风险共担等方式能够部分抵消关税影响, 但短期越南基地处于建设阶段, 产能海外转移仍需一定时间。但长期来看, 伴随海外产能释放, 出口业务会逐步走稳, 海外布局缺失的中小型出口企业退出也有助于龙头市场份额提升。

图52: 美元对人民币汇率走势

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图53: 近年来, 公司汇兑损益波动较大

资料来源: wind, 新时代证券研究所

4、同业分析

4.1、收入规模增长优于同行, 产能处于扩张期

分品类看, 顾家家居与敏华控股以沙发收入占比较高, 其次为软床与床垫类产品, 两者更加具有对比性。从收入增长来看, 敏华控股以15%-20%的速度稳健增长, 但近年来净利润增长出现停滞; 而顾家家居的营收增长提速, 与敏华的规模差距逐年缩小。从生产能力看, 敏华控股产能前期基数大, 新增产能逐步释放, 而顾家家居产能扩张速度更快, 2014-2018年间实现翻倍并超越敏华控股; 喜临门与梦百合产能规模更为接近, 保持年均40万套(件)的扩产速度。

表4: 行业内竞争者近三年重点经营指标对比

	顾家家居			敏华控股			喜临门			梦百合		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
经营与增长能力												
营收(亿元)	66.65	91.72	110.94	80.33	96.57	110.96	31.87	42.11	48.71	23.39	30.49	38.32
营收增速(%)	39.01	37.77	21.16	28.89	12.28	7.87	43.58	32.43	15.66	35.96	30.61	25.47
净利润(亿元)	8.31	10.07	12.20	12.31	11.70	14.97	2.82	-4.24	4.12	1.53	1.97	3.92
净利润增速(%)	45.14	21.14	21.25	-12.35	-5.00	27.95	38.77	-250.09	197.33	-22.75	28.17	99.44
盈利能力												
毛利率(%)	37.26	36.37	34.86	37.33	34.08	36.38	34.70	28.84	34.75	29.54	32.08	39.72
净利率(%)	12.47	10.97	11.00	15.35	12.27	13.72	8.86	-10.06	8.47	6.56	6.45	10.24
ROE(摊薄,%)	20.56	21.15	19.66	25.76	21.91	24.43	10.49	-19.18	14.33	10.18	10.03	16.01
资本结构与偿债能力												
资产负债率(%)	38.63	52.28	48.61	31.95	48.91	45.26	52.57	59.22	56.80	33.08	44.16	47.97
运营能力												
经营性现金流净额/营业收入(%)	17.05	11.01	19.15	14.58	10.03	22.09	6.98	-3.31	10.23	2.51	5.74	3.39
总资产周转率(次)	1.13	1.08	0.97	1.19	1.01	0.94	0.63	0.71	0.77	1.09	1.07	0.96
存货周转率(次)	5.36	5.72	5.95	5.71	4.50	4.32	3.19	3.50	3.06	5.99	5.97	4.16
应收账款周转率(次)	17.34	13.49	11.41	12.57	9.94	9.64	3.72	3.81	4.18	7.77	6.39	5.64
品牌建设能力												
广告投入(亿元)	4.92	5.36	6.44	2.30	2.11	2.82	1.40	3.09	1.57	0.73	0.72	0.74
广告费用率(%)	7.38	5.84	5.81	2.86	2.18	2.58	4.39	7.34	3.22	3.12	2.36	1.93

资料来源: wind, 新时代证券研究所

表5: 行业内竞争者产能对比

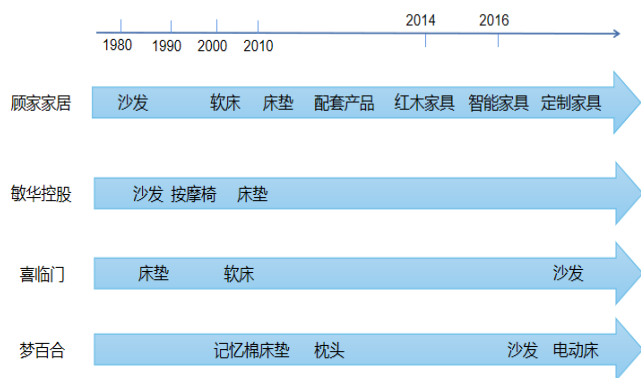
公司	产品	产能				
		2014	2015	2016	2017	2018
顾家家居	软体家具(万标准套)	64	76	105	135	198
敏华控股	沙发(万标准套)	112	132	139	174	188.6
喜临门	软床与床垫(万套)	170	210	250	320	390
梦百合	记忆棉床垫(万件)	160	200	260	300	370

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4.2、业务结构更加均衡, 产品丰富度更高

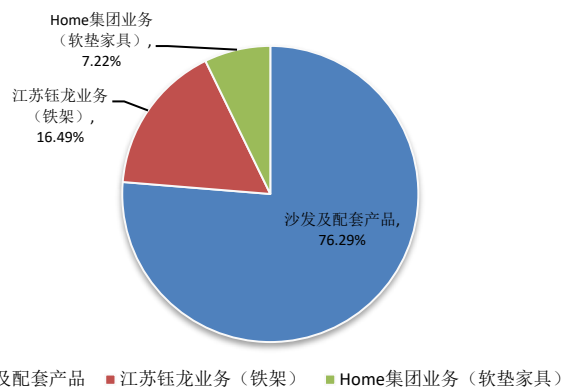
竞争对手产品线较单一, 收入结构集中于第一品类, 顾家收入结构更加均衡。不同于顾家家居以沙发、床类、配套品、定制家具、红木家具多业务线并进的发展战略, 业内竞争对手品类扩张进度较慢。敏华控股通过收购江苏钰龙向产业链上游原料端垂直整合, 并横向拓展按摩椅、床垫等第二、第三品类, 但沙发仍为核心业务, 收入占比在76%以上; 喜临门床垫与软床业务合计占比近80%, 营收结构高度集中, 沙发业务占比仅13.82%; 梦百合利用原料共享优势向下游延伸, 主营床垫与配套产品, 床垫与枕头收入占比分别为55.45%、15.29%, 沙发、电动床业务占比不足8%。

图54: 竞争对手产品横向拓展速度较缓



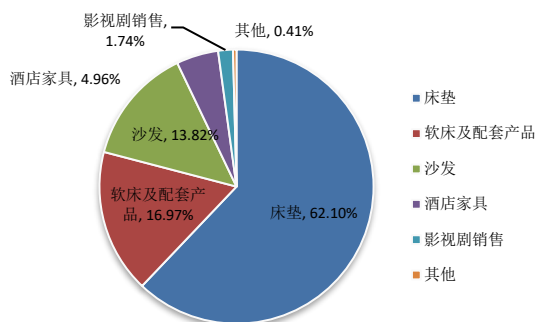
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图55: 敏华控股沙发与配套产品收入占比近 80%



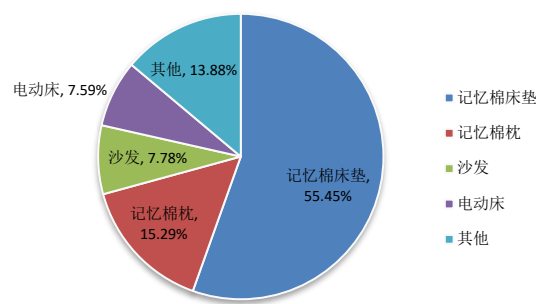
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图56: 喜临门床垫收入占比 62.10%



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图57: 梦百合床垫与枕头收入占比分别为 55%、15%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

从品牌建设力度来看, 顾家家居广告宣传投入绝对量与比重最大, 敏华控股广告费用业内较高, 但费率低于顾家家居。喜临门广告支出从 2017 年来迅速上升, 2018 年达 3.09 亿元, 广告费用率迅速提升至 7.34%, 体现出竞争者间差异化的营销策略。从品牌拓展与定位来看, 顾家家居与敏华控股分别开设米檬生活与北欧宜居子品牌, 开拓年轻消费市场, 且不同产品系列受众定位具有针对性, 客户群体市场细分有助于市场份额进一步提升, 而床垫企业喜临门与梦百合则将各产品系列整合于单品牌下。

表6: 行业内竞争者旗下品牌、产品与定位对比

公司	旗下品牌	主营产品与客户定位
顾家家居	顾家	沙发、软床及床垫、餐椅及配套产品
	米檬生活	主营客厅空间系列产品, 定位 80、90 后年轻消费者
	东方荟	主营现代中式家居, 定位高端市场
	爱家伯爵	定制家具的研发生产
敏华控股	芝华仕	主营沙发、床垫、智能床 头等舱、贵族系列定位中高端, 都市、时尚系列定位年轻都市群体
	北欧宜居	主营休闲沙发, 定位追求个性家居的年轻消费群体
喜临门	喜临门	净眠、法诗曼、爱尔娜等七大系列床垫、软床及配套产品
梦百合	MLILY 梦百合	记忆棉床垫及枕头、电动床

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

4.3、内外销战略布局差异较大，顾家线上销售规模领先

内外销战略布局差异较大。相比于顾家家居，功能沙发龙头敏华控股以在北美、欧洲区域的外销业务为主，但近年来伴随国内功能沙发渗透率不断提升，内销产品优势显现，其内销业务占比由2015年的32.79%提升至2019年的58%。喜临门销售结构与顾家家居类似，内销占比超70%，且比重逐年上升，主打国内发展战略；梦百合以海外大宗ODM销售模式为主，外销占比高达80%，但国内渠道正快速拓展，内销占比由12.65%提升至15.95%。

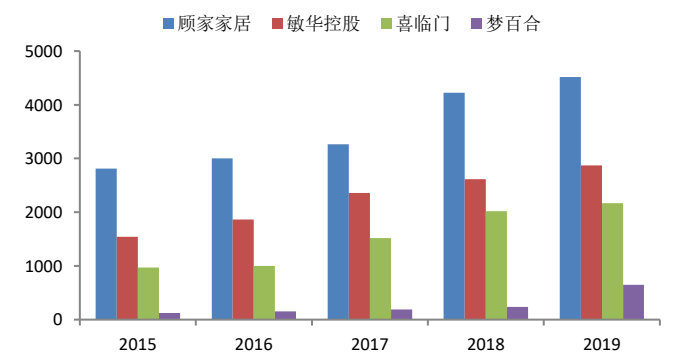
表7：行业内竞争对手分地区收入结构对比

公司	项目	2015	2016	2017	2018	2019
顾家家居	内销	65.11%	64.70%	64.38%	59.82%	54.96%
	外销	32.69%	35.30%	35.62%	40.18%	45.04%
敏华控股	内销	32.79%	43.48%	48.14%	48.45%	57.66%
	外销	67.21%	56.52%	51.86%	51.55%	42.34%
喜临门	内销	67.68%	71.85%	78.42%	74.63%	77.58%
	外销	32.33%	28.15%	21.58%	25.37%	22.42%
梦百合	内销	12.65%	15.76%	18.01%	16.99%	18.37%
	外销	87.35%	83.24%	81.99%	83.01%	81.63%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

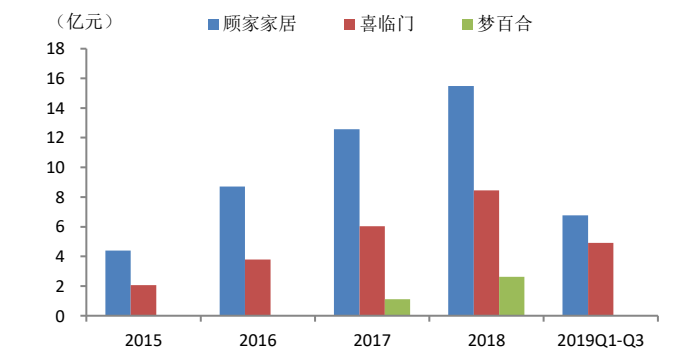
线上线下营销顾家行业领先。从线下渠道布局看，顾家家居终端门店数量最多，2019年已超4500家，远超业内其他竞争对手。敏华控股与喜临门线下营销网络布局加快，2015-2018年年均开店300家以上，销售差距逐渐缩小。梦百合国内业务尚处发展阶段，门店数量不足300家，且开店速度仅30-40家/年，内销竞争力仍较低。从线上销售渠道看，各公司均开设淘宝、天猫等线上旗舰店，为线下门店销售引流。由于存在规模优势，顾家家居线上销量最高，总营收占比在16%-18%左右，喜临门线上销售规模仅有顾家家居的一半左右，但线上渠道逐渐发力，营收占比由12%提升至20%，梦百合线上渠道占比不足10%，新零售模式仍有拓展空间。

图58：2019年公司国内终端门店数量远超行业水平



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图59：顾家家居线上销售规模高于同行



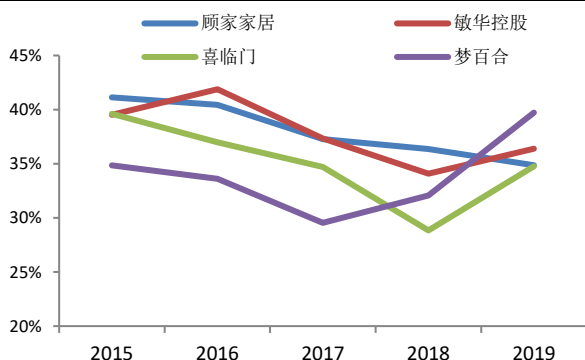
资料来源：wind，新时代证券研究所

5、财务分析

5.1、净利率稳中上升，优于行业水平

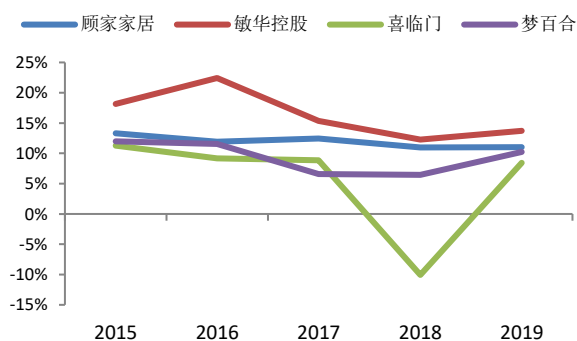
公司毛利率处中上游水平，盈利能力稳定。软体家具企业毛利率在 30%-40% 间，且受限于激烈的行业竞争，毛利率整体水平略有下滑，净利率由于生产经营战略不同出现分化，其中公司毛利率与净利率均为行业第二，盈利能力较强。2019 年，公司毛利率与净利率分别为 34.86%、11.00%，净利率较上年同期略有提升。一方面，公司多元化产品可一定程度上平抑盈利波动，且产能扩充将强化生产规模效应；另一方面，投资并购带来规模扩张或将提升供应商议价能力，降低采购成本，中长期内推升盈利能力。

图60：公司毛利率水平有所下降



资料来源：wind，新时代证券研究所

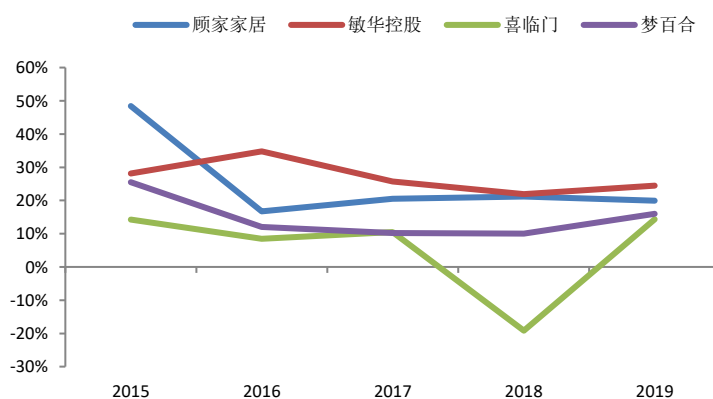
图61：公司净利率水平稳中上升



资料来源：wind，新时代证券研究所

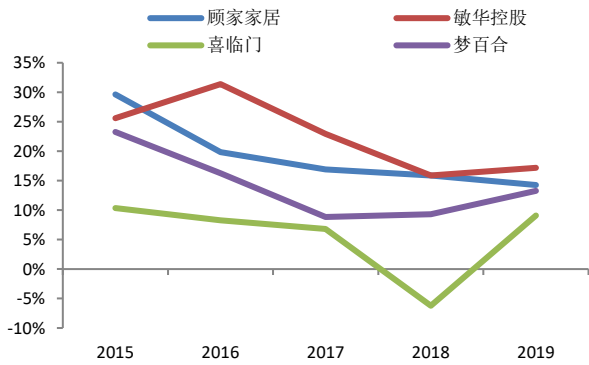
公司 ROE 行业领先，但整体水平放缓。近年来家具行业发展承压，软体家具企业回报率自 2016 年起进入下行通道。龙头顾家家居与敏华控股 ROE、ROA 与 ROIC 水平远超其他竞争对手，资本运用效率较高，但在行业整体放缓的情况下，可比公司之间资本回报率的差距逐年缩小。根据杜邦分析，公司较高的 ROE 可归因于成本费用控制能力与资产使用效率优于同行。

图62：软体家具龙头公司 ROE 水平优于行业平均



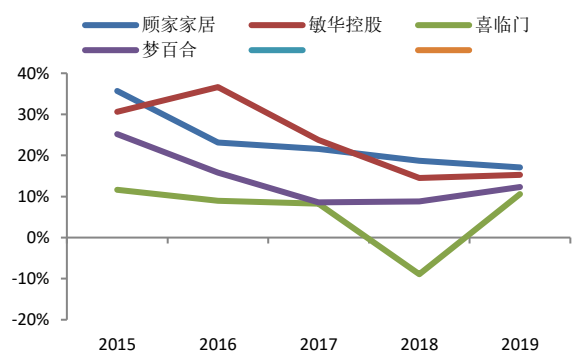
资料来源：wind，新时代证券研究所

图63: 敏华与顾家 ROA 整体优于同行



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图64: 2019年, 公司 ROIC 水平最优

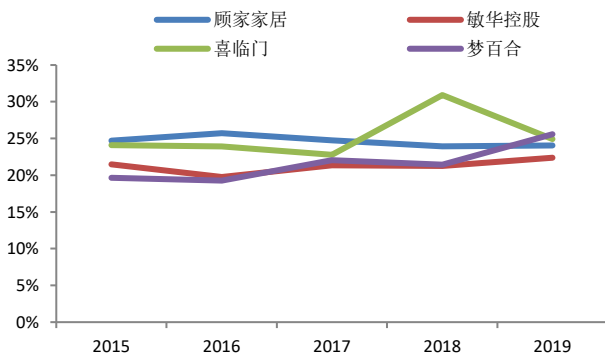


资料来源: wind, 新时代证券研究所

5.2、费用管控能力较强, 销售费用率显著降低

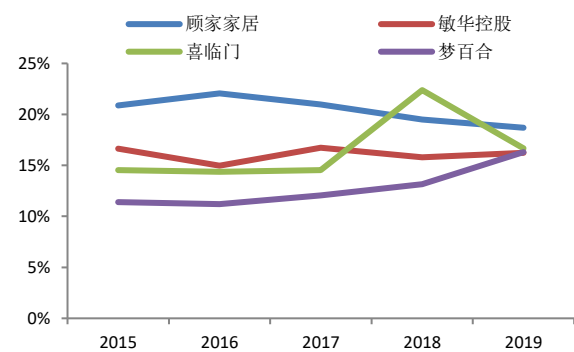
2015年来, 可比公司期间费用率呈稳中略升趋势, 其中销售费用占比70%-80%左右。公司期间费用率25%左右, 处行业中等水平, 且略有下降; 其中, 管理费用率与财务费用率较低, 销售费用率略高于同行, 主要是加强营销推广与扩张力度, 但2019年已降至18.69%, 体现出较强的费用管理能力。

图65: 公司总体费用率稳中下降



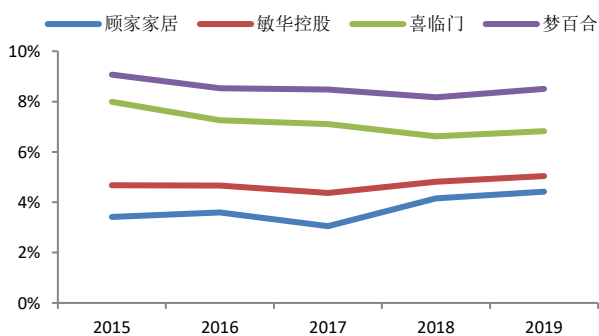
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图66: 公司销售费用率逐年下降, 但仍高于同行



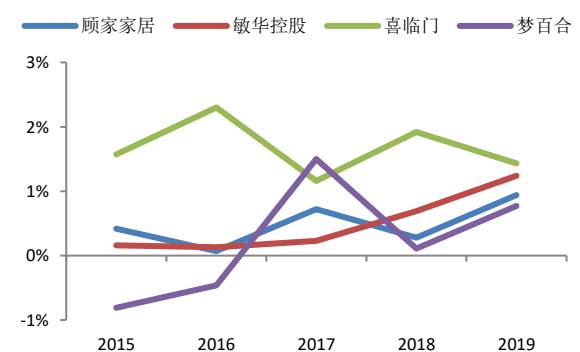
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图67: 公司管理费用率水平最低



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图68: 2019年, 公司财务费用率上升

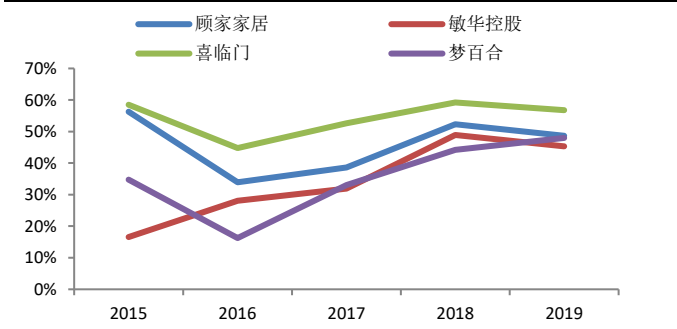


资料来源: wind, 新时代证券研究所

5.3、资产负债水平改善，总资产周转率较好

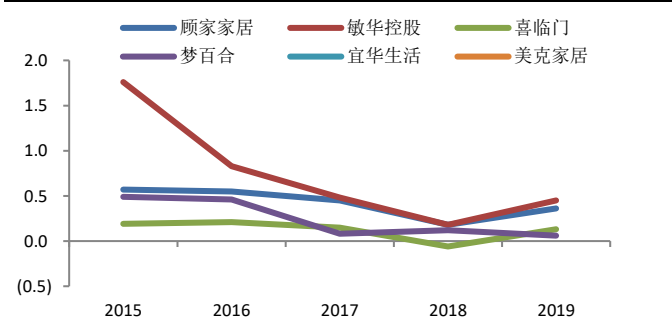
杠杆率下降，偿债能力好转。2016-2018年，行业杠杆率整体上升，且公司间差距逐年缩小，2019年除梦百合以外，杠杆率均有所下降。2017年开始，公司为满足投资需求进行银行借款与可转债发行，资产负债率由2016年的33.92%升至2018年的52.28%，2019年降至48.61%，现金流量负债比率由0.55降至0.36，位于行业中上游水平。伴随规模扩张完成与借入资金偿还，预计中长期内公司资本结构与偿债能力将维持平稳。

图69：可比公司资产负债率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

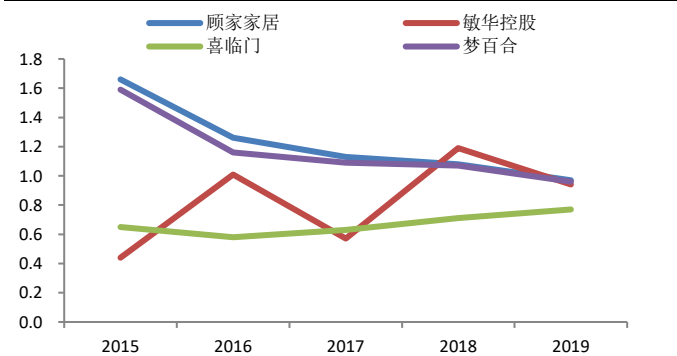
图70：可比公司经营现金流量负债比率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

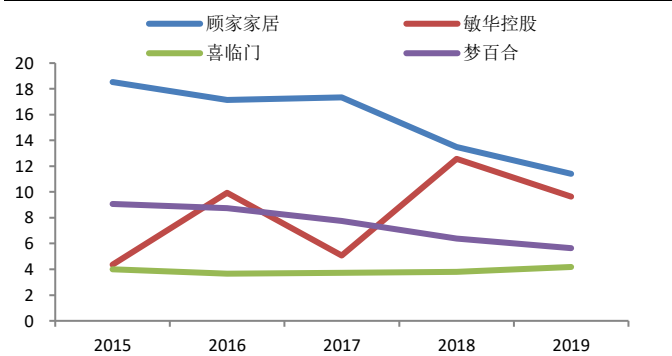
总资产周转率较高，回款能力下滑。2015年起，公司产能投建与资产并购项目陆续开展，总资产周转率由1.66次下降至0.97次，但仍处行业首位，资产使用效率较高。2019年，公司应收账款周转率为11.41次较2016年持续下降。但未来预计，伴随公司规模不断扩张，与上下游谈判能力增强，信用政策收紧也有望促进回款能力提升。

图71：公司总资产周转率下降，但仍然较高



资料来源：wind，新时代证券研究所

图72：可比公司应收账款周转率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

6、关键假设与盈利预测

基于以上对公司的综合分析，我们做出以下关键假设来对未来盈利进行预测。

- 1) **收入端**: 沙发整体增速维持稳定，软床与床垫实现中速增长；
- 2) **毛利率端**: 受益于产品提价以及原材料价格下行，预计有小幅改善；
- 3) **费用端**: 目前，公司仍处于快速发展期，销售、管理费用投入较高，预计整体费用率保持相对稳定；

根据假设，我们预测公司 2020-2022 年营业收入为 124.58 亿元、148.87 亿元、171.95 亿元，同比增长分别为 12.30%、19.50%、15.50%；归母净利润分别为 13.07 亿元、15.48 亿元、17.44 亿元，同比增长分别为 12.60%、18.40%、12.7%。

表8: 主营业务拆分与收入预测

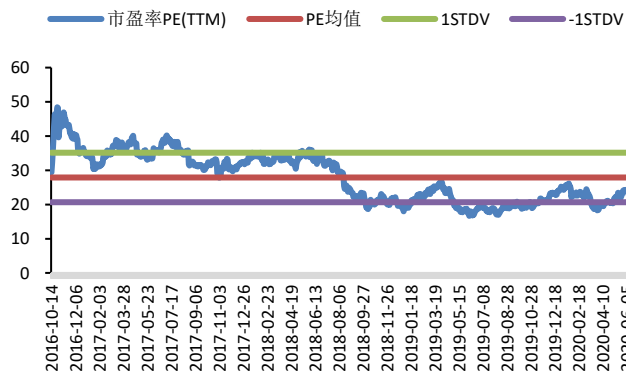
百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6665.44	9172.12	11093.59	12458.10	14887.43	17194.98
yoy (%)	39.02	37.61	20.95	12.30	19.50	15.50
营业成本	4181.98	5835.87	7226.20	8002.29	9593.15	11087.76
yoy (%)	42.60	37.49	22.94	10.74	19.88	15.58
毛利	2483.46	3336.25	3867.39	4455.81	5294.28	6107.22
毛利率 (%)	37.26	36.37	34.86	35.77	35.56	35.52
沙发						
收入	3692.49	5144.16	5830.82	6548.01	7824.87	9037.73
yoy (%)	32.00	39.31	13.35	15.00	15.00	15.00
成本	2346.21	3350.60	3939.80	4362.93	5230.29	6045.16
yoy (%)	42.60	42.81	17.58	10.74	19.88	15.58
毛利	1346.28	1793.56	1891.02	2185.08	2594.59	2992.56
毛利率 (%)	36.46	34.87	32.43	33.4	33.2	33.1
软床及床垫						
收入	885.80	1132.03	1952.84	2441.05	2929.26	3456.53
yoy (%)	36.31	27.80	72.51	25.00	20.00	18.00
成本	547.24	699.28	1268.35	1404.57	1683.80	1946.14
yoy (%)	46.22	27.78	81.38	10.7	19.9	15.6
毛利	338.56	432.76	684.49	1036.48	1245.46	1510.39
毛利率 (%)	38.22	38.23	35.05	42.5	42.5	43.7
配套产品						
收入	978.37	1292.35	1906.19	2192.12	2520.94	2899.08
yoy (%)	34.32	32.09	18.39	15.00	15.00	15.00
成本	718.71	953.74	1445.12	1600.33	1918.47	2217.37
yoy (%)	42.51	32.70	22.37	10.74	19.88	15.58
毛利	259.66	338.61	461.07	591.79	602.47	681.71
毛利率 (%)	26.54	26.20	24.19	27.00	23.90	23.51

资料来源: wind, 新时代证券研究所

7、估值水平与评级

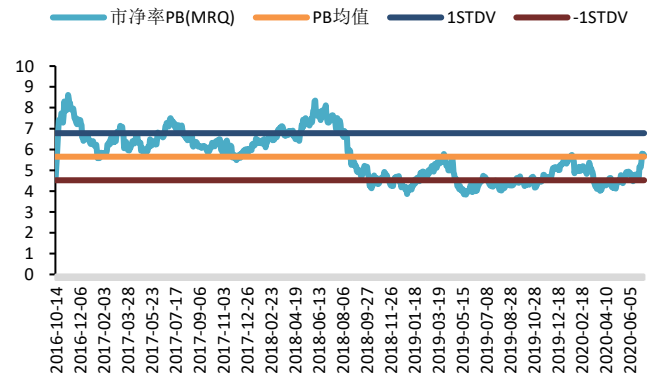
公司上市以来,历史平均PE/PB分别为27.89/5.65,目前PE/PB分别为28.14/5.72,基本处于历史估值中枢。鉴于地产竣工数据好转提振内需,海外出口订单持续修复,行业景气度上行的预期提升软体龙头公司估值溢价。预计2020-2022年EPS分别为2.16元、2.56元、2.89元,对应PE分别为25.2X、21.3X、18.9X;我们判断,公司外延品牌协同整合度提高,海内外产能有序扩张,盈利成长性可期、集中度提升后有望进一步抬升估值中枢,预计2020年PE区间为25X-30X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

图73: 公司历史PE走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图74: 公司历史PB走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

表9: 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB (MRQ)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
603816.SH	顾家家居	54.60	6.04	329.86	1.93	2.16	2.56	2.89	23.70	25.28	2.36	114.14	5.72
1999.HK	敏华控股	8.30	37.99	315.36	0.43	0.47	0.55	0.61	9.89	17.66	15.09	13.61	4.70
603008.SH	喜临门	11.44	3.87	44.32	0.97	1.02	1.16	1.40	15.61	11.22	9.86	8.17	1.70
603313.SH	梦百合	25.00	3.44	86.04	1.12	1.46	2.04	2.48	18.85	17.12	12.25	10.08	3.52
平均值		24.84	12.84	193.90	1.11	1.28	1.58	1.85	17.01	17.82	9.89	36.50	3.91

资料来源: wind, 新时代证券研究所 (除顾家家居以外, 其他公司盈利预测均来自于wind一致预期, 时间截止为2020.7.10)

8、风险分析

- 1) **市场竞争加剧:** 低价倾销策略, 导致行业平均利润率下滑, 从而对公司生产经营带来不利影响;
- 2) **汇率波动:** 公司外销业务主要以美元结算, 人民币对美元汇率波动为公司业绩带来影响;
- 3) **中美贸易摩擦:** 未来中美贸易摩擦的不确定性将影响公司软体家具的外销业务;
- 4) **原材料价格波动:** TDI、海绵、布料、皮革等原材料价格波动将导致生产成本产生变化, 从而影响公司利润水平;
- 5) **产能进度不达预期:** 公司产能投产进程缓慢, 从而造成对公司生产、经营与利润释放的负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4943	6113	5155	6223	7067	营业收入	9172	11094	12458	14887	17195
现金	1592	2958	2821	2364	4091	营业成本	5836	7226	8002	9593	11088
应收票据及应收账款合计	932	1012	0	1096	58	营业税金及附加	82	79	100	113	134
其他应收款	144	146	180	210	240	营业费用	1789	2073	2379	2813	3266
预付账款	43	55	55	76	75	管理费用	244	292	346	401	465
存货	1162	1266	1423	1801	1926	研发费用	137	198	136	217	248
其他流动资产	1069	676	676	676	676	财务费用	25	104	24	3	29
非流动资产	5557	6147	6431	6925	7342	资产减值损失	17	-8	14	11	6
长期投资	290	239	197	155	113	公允价值变动收益	-1	18	0	9	5
固定资产	1458	1854	2103	2511	2848	其他收益	11	31	10	11	14
无形资产	688	755	850	966	1098	投资净收益	106	140	56	60	88
其他非流动资产	3120	3299	3281	3293	3284	营业利润	1158	1292	1522	1818	2064
资产总计	10500	12260	11586	13147	14409	营业外收入	178	240	170	183	189
流动负债	3594	4498	3418	4062	4310	营业外支出	17	10	13	13	12
短期借款	120	287	287	287	287	利润总额	1318	1522	1679	1988	2241
应付票据及应付账款合计	1014	1309	0	0	0	所得税	312	302	356	415	460
其他流动负债	2460	2902	3131	3775	4023	净利润	1007	1220	1322	1574	1781
非流动负债	1895	1462	1247	1053	842	少数股东损益	17	59	15	26	37
长期借款	1846	1311	1096	903	692	归属母公司净利润	989	1161	1307	1548	1744
其他非流动负债	49	150	150	150	150	EBITDA	1543	1745	1831	2182	2452
负债合计	5489	5959	4665	5115	5152	EPS(元)	1.64	1.92	2.16	2.56	2.89
少数股东权益	333	394	409	435	472						
股本	430	602	604	604	604						
资本公积	2323	2205	2205	2205	2205						
留存收益	2156	2904	3685	4487	5399						
归属母公司股东权益	4678	5906	6512	7597	8785						
负债和股东权益	10500	12260	11586	13147	14409						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1010	2124	1266	828	3091
净利润	1007	1220	1322	1574	1781
折旧摊销	143	207	182	221	264
财务费用	25	104	24	3	29
投资损失	-106	-140	-56	-60	-88
营运资金变动	-182	588	-206	-901	1110
其他经营现金流	123	144	0	-9	-5
投资活动现金流	-1985	305	-411	-646	-589
资本支出	717	761	326	536	460
长期投资	-1374	494	42	42	42
其他投资现金流	-2641	1559	-43	-67	-87
筹资活动现金流	1587	-1046	-993	-639	-775
短期借款	89	167	0	0	0
长期借款	1846	-534	-215	-193	-211
普通股增加	2	172	2	0	0
资本公积增加	-89	-118	0	0	0
其他筹资现金流	-261	-732	-780	-446	-564
现金净增加额	652	1383	-138	-457	1727

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.6	20.9	12.3	19.5	15.5
营业利润(%)	38.6	11.5	17.8	19.5	13.5
归属于母公司净利润(%)	20.3	17.4	12.6	18.4	12.7
获利能力					
毛利率(%)	36.4	34.9	35.8	35.6	35.5
净利率(%)	10.8	10.5	10.5	10.4	10.1
ROE(%)	20.1	19.4	19.1	19.6	19.2
ROIC(%)	36.7	51.7	44.8	36.0	48.0
偿债能力					
资产负债率(%)	52.3	48.6	40.3	38.9	35.8
净负债比率(%)	8.7	-16.1	-16.5	-10.7	-30.0
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.2	1.2
应收账款周转率	13.5	11.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	6.2	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.92	2.16	2.56	2.89
每股经营现金流(最新摊薄)	3.13	4.00	2.10	1.37	5.12
每股净资产(最新摊薄)	7.20	9.24	10.24	12.03	14.00
估值比率					
P/E	33.3	28.4	25.2	21.3	18.9
P/B	7.6	5.9	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA	21.8	18.3	17.3	14.7	12.3

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，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>