

顾家家居 (603816.SH)

三大核心竞争力详解，龙头扬帆再起航

核心观点：

- **三大核心竞争力助力公司成长。**
(1) 营销力：顾家家居营销费用投入较大，通过线上线下进行全媒体营销，近年的营销活动成效显著，“全民顾家日”等营销活动成交额保持高速增长。
(2) 渠道力：顾家家居在门店数量上远超软体同行，初步实现“1+N+X”布局，内生多维度拓展渠道，夯实竞争力。
(3) 营运力：顾家家居在行业内率先推行职业经理人管理，2019年推进内部管理再优化，集中打造供应链能力、零售能力、组织能力。
- **行业内销依托竣工向好，外销产能布局有望发力。**
(1) 地产需求：中短期竣工拐点叠加基数效应带动家居板块后续景气度向上，软体不受精装房冲击。长期存量房的更新需求逐步增长，软体家具行业仍具有较大市场空间。
(2) 消费者需求：消费者对于沙发品质和床垫功能的要求逐步提高，更愿意为品质和舒适程度支付溢价从而带动预算提升。
(3) 外销需求：海外产能布局未来放量，受反倾销和贸易战关税因素影响，龙头企业集中度趋向提升。
- **业务前景窥探：功能沙发空间广阔，床垫市场存整合机遇。**
(1) 功能沙发前景广阔：国内功能沙发渗透率低，而功能沙发龙头效应明显，顾家作为行业头部企业受益于行业增长。
(2) 床垫市场存整合机遇：床垫生产标准化程度高，而国内床垫市场行业集中度低，顾家作为软体家具入口，推动大家居战略，有望以渠道优势助力份额扩张。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年归母净利润分别为13.2、15.5、18.1亿元，当前股价对应2020年27.3xPE，综合考虑可比公司估值、公司竞争优势和业绩增长稳健性，中期竣工景气度有望持续向好，给予20年28倍PE估值，对应合理价值61.04元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产交付走弱影响产品销售；反倾销范围扩大，海外产能受影响；并购品牌整合不力；房地产周期导致行业竞争加剧。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,172	11,094	12,476	14,757	17,154
增长率 (%)	37.6	20.9	12.5	18.3	16.2
EBITDA (百万元)	1,228	1,432	1,861	1,868	2,232
归母净利润 (百万元)	989	1,161	1,318	1,547	1,805
增长率 (%)	20.3	17.4	13.5	17.4	16.7
EPS (元/股)	2.30	1.93	2.18	2.56	2.99
市盈率 (P/E)	19.57	23.70	27.32	23.28	19.94
ROE (%)	21.2	19.7	19.4	19.6	19.8
EV/EBITDA	16.11	18.50	18.64	18.10	14.84

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

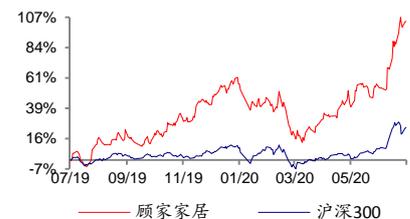
识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	59.6元
合理价值	61.04元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-21

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	604.14/593.44
总市值/流通市值 (百万元)	36007/35369
一年内最高/最低 (元)	60.55/28.59
30 日日均成交量/成交额 (百万)	4.87/254
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	55.93/29.64

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：

顾家家居 (603816.SH)：一季报好于预期，经营计划战略升级	2020-04-23
顾家家居 (603816.SH)：单三季度收入提速，精细化运营夯实长期优势	2019-10-30

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、投资要点	5
二、从装修链看软体的销售特征—与家电类似	7
(一) 定制家具销售服务流程长，品牌认知度一般	7
(二) 家电标准化程度高，品牌认知度高	7
(三) 软体家具偏标准化，不同品类集中度差异大	8
三、他山之石：从家电和海外龙头看顾家核心竞争力	9
(一) 营销力：打造强大的品牌影响力	9
(二) 渠道力：助力企业规模扩张	12
(三) 营运力：奠定未来增长的基础	14
四、行业利好：内销依托竣工向好，外销产能布局有望发力	17
(一) 中短期：竣工拐点叠加基数效应带动家居板块后续景气度向上	17
(二) 长期：存量空间打开助力软体行业增长，内销需求多方位改善	19
(三) 海外产能转移发力，软体行业外销触底回升	21
(四) 顾家家居：内销依托竣工向好，海外产能布局有望带领外销发力	23
五、业务前景窥探：功能沙发空间广阔，床垫市场存整合机遇	24
(一) 功能沙发阻碍因素消除，有望持续增长	24
(二) 沙发引流推动多品类增长，床类行业整合机遇大	25
六、估值：对标美国龙头 LA-Z-BOY，顾家表现更优，估值享溢价	27
(一) 规模快速扩张，盈利能力优势显著	27
(二) 高净利铸就估值溢价	28
七、盈利预测及投资评级	29
(一) 盈利预测	29
(二) 估值探讨	31
八、风险提示	32

图表索引

图 1: 各家电品类 CR2	7
图 2: 2017 年中国床垫 CR4	8
图 3: 2019 年中国功能沙发 CR5	8
图 4: ≥17.0 立方米/分钟油烟机市场份额	10
图 5: 老板电器产品更新迅速, 引领行业进步	10
图 6: 老板电器营收和市占率变化	10
图 7: 代表舒达床垫的绵羊形象	11
图 8: 泰普尔“Ask me”大型推广活动	11
图 9: 公司历年销售费用及增速	11
图 10: 公司历年广告宣传费用及增速	11
图 11: 可比公司 2019 年销售费用率、管理费用率和财务费用率	11
图 12: 顾家冠名“天猫双 11 狂欢夜”	12
图 13: 四季全民顾家日销售额及增速情况	12
图 14: 格力电器厂商与渠道的关系经历 6 阶段变化	13
图 15: Tempur Sealy 全球渗透现状	13
图 16: 顾家与软体同行国内门店数量对比	14
图 17: 顾家家居渠道拆分	14
图 18: T+3 模式示意图	15
图 19: 小天鹅存货周转天数远高于海尔	15
图 20: 美的物流结构	15
图 21: 2012 年后顾家家居的营业总收入增速	16
图 22: 2012 年后顾家家居的归母净利润增速	16
图 23: 顾家家居产能分布	17
图 24: 顾家家居存货周转率不断上升	17
图 25: 通过销售数据拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况	17
图 26: 销售预测竣工规模 (亿平) 及增速与统计局竣工增速	17
图 27: 住宅房屋累计施工面积 (万平方米, 左) 及累计同比 (% , 右)	18
图 28: 住宅房屋累计新开工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)	18
图 29: 住宅房屋累计竣工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)	18
图 30: 住宅商品房累计销售面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)	18
图 31: 家具社零数据 3 月已呈现回暖迹象	19
图 32: 统计局当月竣工处于修复区间	19
图 33: 2020 年一季度定制家具收入增速-19.7%	19
图 34: 2020 年一季度成品家具收入增速-27.1%	19
图 35: 沙发日常使用时间百分比	21
图 36: 全球睡眠问题普查	21
图 37: 不同收入人群购买功能沙发意愿	24
图 38: 2019 年中国功能沙发 CR5	25
图 39: 中美功能沙发渗透率对比	25

图 40: 公司床类业务规模及增速.....	26
图 41: 中国细分品类床垫规模增速.....	26
图 42: 中美床垫 CR4.....	26
图 43: La-Z-Boy 三十年估值复盘.....	27
图 44: La-Z-Boy 与顾家营收增速对比.....	28
图 45: La-Z-Boy 与顾家净利润增速对比.....	28
图 46: La-Z-Boy 与顾家 ROE 对比.....	28
图 47: La-Z-Boy 和顾家销售净利率对比.....	29
图 48: La-Z-Boy 和顾家权益乘数对比.....	29
图 49: La-Z-Boy 和顾家资产周转率对比.....	29
图 50: 公司 PE (TTM).....	32
表 1: 软体家具属性对比.....	8
表 2: 假设更新意愿在 20%的情况下, 存量房沙发、床垫更新需求测算.....	20
表 3: 存量房沙发、床垫更新需求敏感型测算结果 (亿元).....	20
表 4: 中美贸易战美国加征关税税率变化.....	21
表 5: 美国对中国床垫反倾销税率裁定结果.....	22
表 6: 各公司海外产能投产规划.....	22
表 7: 公司新增产能情况.....	23
表 8: 公司业务拆分预测.....	30
表 9: 可比公司估值表.....	32

一、投资要点

（一）三大核心竞争力助力顾家成长

从销售特征上看，软体家具与家电类似，营销力、渠道力、营运力分别在家电龙头老板电器、格力、美的的成功上发挥了重要的作用，那么对软体行业而言，同样具有重要意义，而顾家在三大竞争力上同样表现优秀。

（1）营销力：高费用投入全媒体营销，成效显著

广告宣传投入远超软体同行的敏华、梦百合、喜临门等。近年来，公司广告宣传费用持续保持高增长，从2013年额0.61亿元增长至5.39亿元，CAGR达43.8%，2016年、2017年，广告宣传费都保持60%以上的高增速。

营销经验丰富，营销渠道多样化。顾家成功创建“8.16全民顾家日”，活动的订单总销售额由2014年的1.67亿元增长至2019年的16.86亿元。同时，公司积极参加“天猫超级品牌日”、“天猫双11”、“京东6.18”等电商购物节，并通过电视广告、影视剧植入、杂志、公交车、公益活动、广告牌投放等进行多种渠道营销。

（2）渠道力：门店数量优势较大，内生多维度拓展渠道

顾家门店数量远超软体同行，不断推进渠道优化。2019年合计拥有4518家门店，其中经销门店4434家、直营门店84家。

“1+N+X”布局初步实现，多元渠道拓展夯实竞争力。2019年公司持续进驻新物业，拓展新渠道包括百货商场、百安居、苏宁易购、商超等，进驻空白城市百余个，初步实现“1+N+X”布局，店态全面升级，实现渠道管理数字化。2020年公司借力顾家现有优质软体经销商加快“软体+定制”融合店发展，同时推动中低端系列渠道布局，推进不同品类渠道共享融合，巩固渠道优势。

内生强调多元化，加快渠道扩展。公司高度重视家具物业的进驻，与红星美凯龙签订开店战略协议，并尝试与苏宁云零售、国美、百安居合作。同时，公司投资入股地产龙头恒大，深化精装工程业务合作。

（3）营运力：职业化管理独占鳌头，管理体系变革促进未来增长

顾家家居是中国家居建材行业屈指可数的实现了彻底职业经理人团队管理运营的企业。公司2012年开始，先后引进了董事兼总裁李东来等优秀职业经理人，形成稳定高效的核心管理架构。

变革管理体系，注重规模经济、范围经济与体验经济三大能力的开拓，加大研发以及IT管理两方面的投入。研发方面，公司在海外米兰、国内广东都成立了研发分中心。IT管理方面，公司加大IT管理体系建设力度，解决供应链问题。

（二）内销依托竣工向好，外销触底回升

中短期竣工拐点叠加基数效应带动家居板块后续景气度向上。竣工数据1-2月下滑明显，Q2复工节奏逐步提升，后期基本面有望随赶工修复。由于疫情黑天鹅事件，2020年1-2月住宅房屋竣工面积仅为0.68亿平方米，同比-24.30%，新开工面积同比下滑44%，预计的竣工潮整体增速将所下修，回暖时间将延后至2020年中后期。Q3有望开启持续复苏，未来2年有望维持较好景气度，且2020H1行业低基数奠定2021年上半年行业良好增长基础。另外，长期来看需要更新软体家具的存量房数量正逐

步增长，软体家具行业仍具有较大市场空间。

对软体家具重视程度提升推动客单价增长。消费者对沙发的要求已经由简单的会客功能提升为娱乐休闲功能，消费者对于沙发品质的要求逐步提高，更愿意为品质和舒适程度支付溢价从而带动预算提升。床垫成为改善消费者睡眠质量和提升健康水平的助力军，消费者对床垫功能更加重视，从而推动了床垫客单价提升。

海外产能转移发力，高税率促龙头集中度提升。贸易战与反倾销双重关税，导致国内小厂无法出口。去年3月以来主流软体企业开启产能转移，预计将陆续进入产能达产期，贸易格局趋势向下，反而助力外贸订单望向龙头企业集中。

（三）业务前景窥探：功能沙发空间广阔，床垫市场存整合机遇

功能沙发市场前景广阔，顾家作为行业头部企业有望受益于行业发展。功能沙发渗透率低，阻碍功能沙发发展的因素正在消除，1)产品认知度：龙头品牌芝华士、顾家大投入宣传功能沙发产品，预计未来几年将取得成效；**2)居民消费水平：**价格亲民的布艺功能沙发的出现降低消费者门槛，另外，随着居民收入水平不断提升，大众对功能沙发的购买意愿也在增加；**3)户型空间问题：**针对小户型房屋，各大品牌开发了专门的小户型产品。**功能沙发龙头效应明显，**顾家以11.4%的市占率居国内市场第二名，功能沙发外观同质化程度高、标品属性强，生产的标准化程度更高，更有有利于龙头企业发挥规模优势、降低生产成本。

渠道优势有助于顾家深度参与床垫市场整合。中国床垫行业集中度较低，消费者对床垫外观的个性化要求较低，相较于沙发，其生产过程更容易实现标准化。2017年中国床垫行业CR4仅为12%，远低于美国的73.6%，市场集中度仍有较大提升空间。

（四）盈利预测与估值

La-Z-Boy估值对顾家借鉴思考：结合La-Z-Boy的历年收入增速水平、净利润增速水平、ROE水平来看，去除波动较大的年份，市场一直给予La-Z-Boy一定估值溢价，净利润增速水平、ROE水平都维持在10%左右波动，但估值可以给予14-20倍的水平，因此对于净利率和ROE都远高于La-Z-Boy的顾家，如果未来顾家能保持20%以上的ROE，净利润增速与收入匹配，预计维持估值溢价。

我们认为未来两年软体行业面临较好的市场前景，内销方面：依托竣工趋势向好，预计未来4-5个季度竣工增速持续上行。**外销方面：**疫情不改外销触底回升趋势。**从公司业务层面来看，**公司产品矩阵整合成效显著，多品类、多品牌的大家居战略稳步推进。同时，由于原材料稳定以及公司运营效率的提升，我们预计未来公司盈利能力将保持稳定。

预计公司2020-2022年归母净利润分别为13.2、15.5、18.1亿元，当前股价对应2020年27.3xPE，综合考虑可比公司估值，2019年公司估值水平为可比公司平均水平的1.3倍，公司作为软体家具行业龙头，核心竞争力相较永艺股份、喜临门优势明显，业绩增长的稳健性随着内部管理优化后，有望进一步加强，夯实长期护城河，叠加中期竣工景气度有望持续向好，但相比2017-2018年景气度稍弱，因此给予2020年公司估值水平为可比公司平均水平的1.5倍，给予公司2020年28倍PE估值，对应合理价值61.04元/股，维持“买入”评级。

二、从装修链看软体的销售特征—与家电类似

软体家具购置于硬装之后的软装阶段，软装整体处于装修链中后期。近年来由于精装修的普及，硬装修逐渐B端化，而软装主要仍以C端为主。与软体家具同时期购置安装的产品还有家电等，他们在销售特征上有一定相似性。

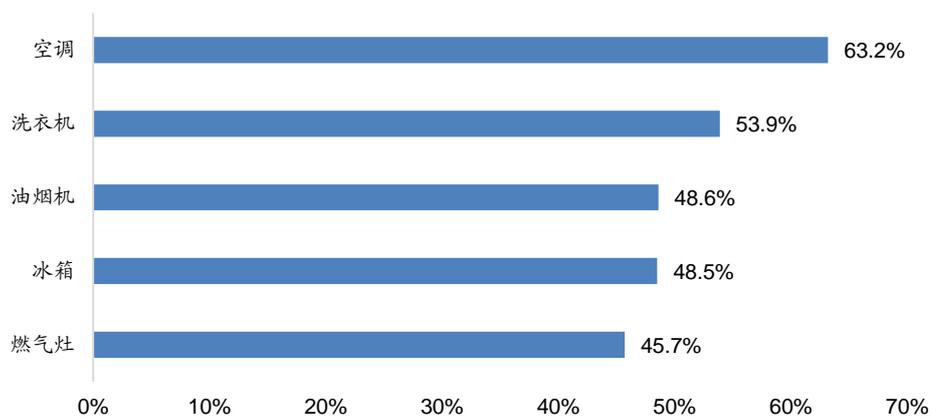
（一）定制家具销售服务流程长，品牌认知度一般

定制家具为耐用消费品，主要功能为收纳，处于装修链的中期，主要产品有定制橱柜、定制衣柜、定制鞋柜，主要具有以下特点：**1）定制程度较高：**定制家具按照客户的要求和房型进行设计，功能与设计并重，达到提高空间利用率、融合室内风格等要求。**2）销售服务流程长：**定制家具需要完成设计、运输、改线、安装、上漆、清理等工作，安装过程较为复杂，整个销售流程较长，约3个月左右。**3）品牌认知度有认知度较高，行业集中度低：**行业主要参与者有欧派家居、索菲亚、尚品宅配、皮阿诺、志邦家居、好莱客、金牌厨柜、我乐家居、顶固集创等上市企业，集中度较低。

（二）家电标准化程度高，品牌认知度高

家电为耐用消费品，处于装修链的后期，主要产品有冰箱、空调、洗衣机、彩电、燃气灶、油烟机等，主要具有以下特点：**1）标准化程度高，更强调功能：**家电产品以大规模自动化生产的标品为主，消费者在选购时主要考虑因素为功能。**2）销售服务流程短：**除少数家电如油烟机、空调需要简单的安装之外，大多数家电销售只需完成配送即可。**3）品牌认知度高，行业集中度高：**因为品牌、质量、性能以及售后等因素，消费者购买家电大多会选择有知名度的大品牌。国内主要企业有格力、美的、海尔、老板电器、创维、海信、TCL等公司，但各个公司的优势领域不同。根据中怡康数据，截至2019年12月，从销售额口径来看，国内空调市场CR2（美的、格力）高达63.2%，冰箱CR2达48.5%，洗衣机CR2达53.9%；从厨电市场看，国内油烟机零售额市占率CR2为48.6%，燃气灶零售额市占率CR2为45.7%，形成老板、方太两龙头格局。

图1：各家电品类CR2

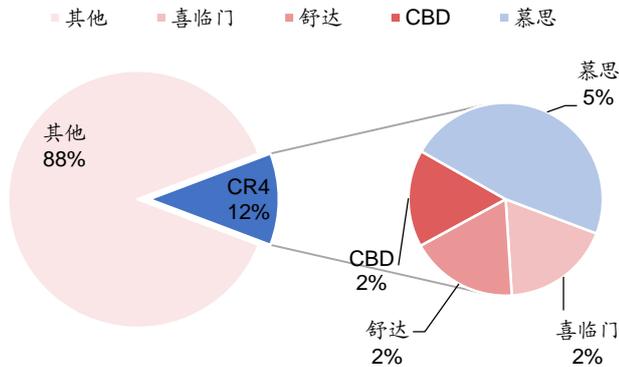


数据来源：中怡康、广发证券发展研究中心

（三）软体家具偏标准化，不同品类集中度差异大

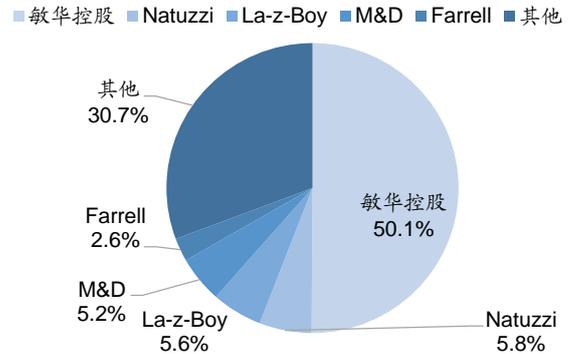
软体家具为耐用消费品，不同品类具有特定的用途。处于装修链的末端，主要产品有沙发、软床、床垫等。具有以下特点：**1）标准化程度较高，更强调设计：**软体家具以标品为主，因为各品牌功能类同，消费者在选购时主要考虑因素为设计、舒适性。**2）销售服务流程短：**大多数软体家具销售后只需要完成配送以及简单的安装，且安装方便快捷。**3）功能沙发行业集中度高，但整体行业集中度仍然较低：**过去，因为产品功能和设计同质化程度较高的因素，消费者购买软体家具大多不会选择品牌。但近年来，消费者对产品设计和功能的要求逐渐增高，品牌认知度正在逐渐建立。根据泛家居网数据，2017年，中国床垫CR4仅为12%，其中份额最大的慕思市占率为5%。中国功能沙发市场份额差异显著，2019年CR5为69.3%，其中敏华控股占据绝对领先地位，2019年市占率高达50.1%，远超其他企业。排名在敏华控股之后的四家企业依次是Natuzzi、La-z-Boy、M&D和Farrell，市占率分别为5.8%、5.6%、5.2%和2.6%。

图2：2017年中国床垫CR4



数据来源：泛家居网《2017中国寝具名企大数据报告》、广发证券发展研究中心

图3：2019年中国功能沙发CR5



数据来源：敏华控股2020财年业绩简介中引用的沙利文的数据、广发证券发展研究中心

注：市场占有率以销售额为基础计算

将软体家具与定制家居和标品家电对比可以发现，从产品性质上来讲，其拥有易损程度低、功能同质化程度高、强调设计等特点，与定制家具具有相同的特征。从其生产销售过程来看，其同样也具有标准化程度高、销售周期短、位于装修链末端的特点，这更类似于标品家电。从品牌认知度来看，功能沙发因为其具有功能性的特点，更加类似于家电，存在一定的技术壁垒，其品牌集中度就更高。而传统成品家具功能同质化程度高，进入门槛低，品牌认知度较为分化。因此，整体来看，软体家具主要仍是家具属性，但从生产销售特点上看更加偏向标品，在某些程度上与家电较为类似。

表1：软体家具属性对比

	软体家具	定制家具	标品电器
品类	耐用消费品	耐用消费品	耐用消费品
用途	具有特定用途	收纳储物	娱乐、日常生活
主要产品	沙发、软床、床垫	橱柜、衣柜、鞋柜	电视、冰箱、洗衣机、厨电

品牌认知度	分化	较高	高
主要材料	木材、皮革、海绵	木材、金属	金属、塑料、电子元器件
易损程度	低	低	高
特性取向	设计	设计	性能
销售周期	短	长	短
装修链位置	末端	中期	末端
个性化程度	偏标准化	个性化定制	标准化

数据来源：广发证券发展研究中心

三、他山之石：从家电和海外龙头看顾家核心竞争力

目前，家居行业集中度远低于家电行业。结合家电行业集中度提升历程，我们认为家电行业后期的价格战并不适用于家居行业。而品牌对消费影响增加、规模化门槛提高与渠道集中度等因素将助推市场份额加速向具备品牌、营运、以及渠道优势的企业集中，进而带动行业集中度加速提升。家电与家居行业同属于地产后周期的耐用消费品，借助海内外家居、家电龙头公司的成功过程来看，**营销力、渠道力、营运力**在市占率提升的过程中分别发挥了重要的作用。

（一）营销力：打造强大的品牌影响力

当前国内软体市场集中度较低，但各品牌的影响力正在建立，这和家电行业早期的状态类似。我们认为依托一个有影响力、认可度高的品牌，才能在市场集中度不断提高的过程中抢占市场份额。老板电器引导高端认知，高定价下不断提价，通过其强大的营销力成功塑造了其厨电行业领导者的高端品牌形象。海外软体龙头则通过广告营销迅速打响知名度，于行业成长期成功赢得消费者。而顾家高费用投入全媒体营销，营销经验丰富，营销渠道多样化，成效显著。

（1）老板电器：引领消费者认知

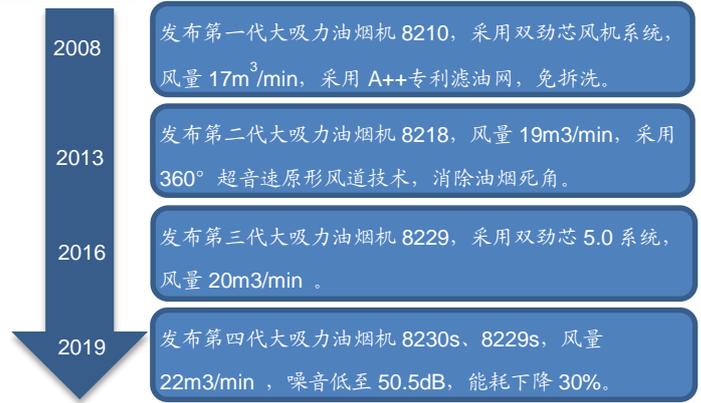
推出“大吸力系统”概念进行消费者教育，引导高端认知。2013年以前，行业以“排风量”衡量吸油烟机的性能，但风量大能耗高、噪音大等问题，影响用户体验。与“大风量”相比，“大吸力”重点关注“拢吸、强滤、速排、节能”四个指标，这个概念更加符合对吸油烟机核心性能的评价，更关注用户清洁厨房的实际体验，更契合消费者对高端油烟机的认知。“大吸力”概念在消费者心中尚属空白，它的推出使得消费者将“大吸力”油烟机的高端形象和老板电器品牌牢牢绑定在一起。之后，老板顺势利用其在油烟机技术上的长期积累，不断推出刷新技术指标、具有创新性的新产品，巩固行业地位。

图4: >17.0立方米/分钟油烟机市场份额



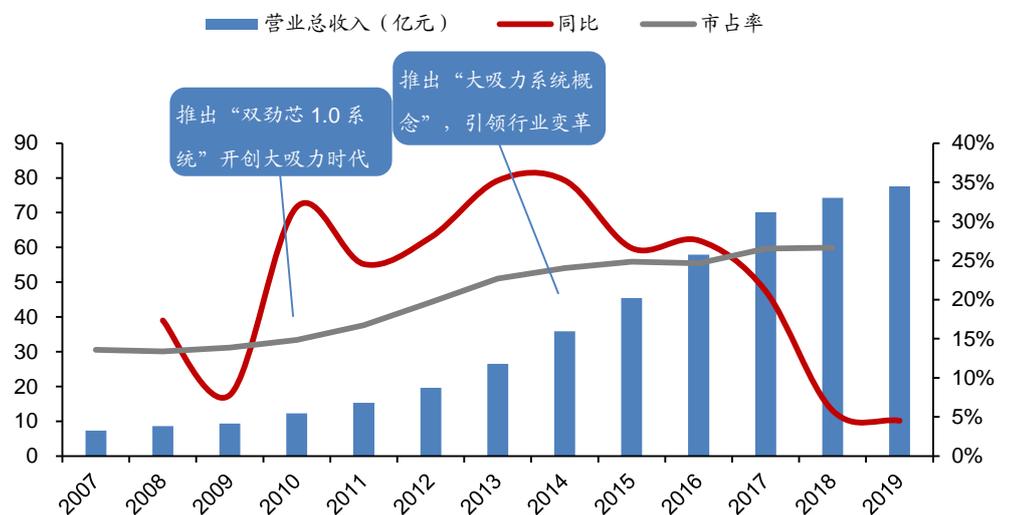
数据来源: 中怡康、广发证券发展研究中心

图5: 老板电器产品更新迅速, 引领行业进步



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图6: 老板电器营收和市占率变化



数据来源: Wind、中怡康、广发证券发展研究中心

(2) 海外软体龙头通过广告营销赢得消费者

美国软体家具龙头La-Z-Boy、舒达、泰普尔通过广告营销迅速打响知名度, 于行业成长期成功赢得消费者。家具作为耐用消费品, 高频营销助力品牌率先在消费者心中树立影响力, 打造先发优势。如乐至宝一直大力投入广告营销, 不仅在热播美剧《老友记》中推广产品, 还抓住时政热点进行品牌营销。除此之外, 舒达在2000年与英国阿德曼动画公司合作推出针对年轻女性消费者的舒达羊广告, 使得愿意购买舒达床垫的女性占比从39%提升至58%。此外, 泰普尔持续通过电视广告、纸质广告、自媒体、互联网、合作等形式全方位推广产品, 如2010年泰普尔在北美开展“Ask me”大型推广活动, 使得北美地区床垫销售额增长了47%。

图7: 代表舒达床垫的绵羊形象



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图8: 泰普尔“Ask me”大型推广活动

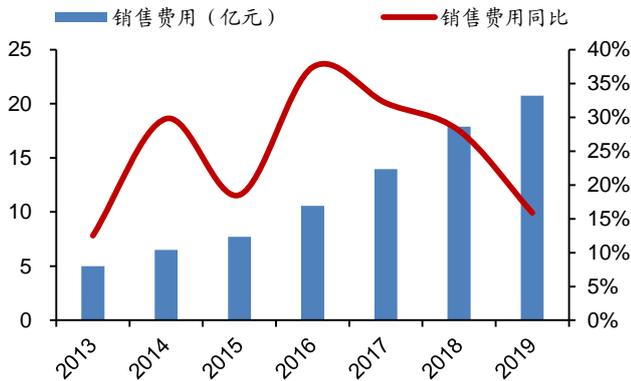


数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(3) 顾家家居: 营销投入大、经验丰富, 营销成果显著

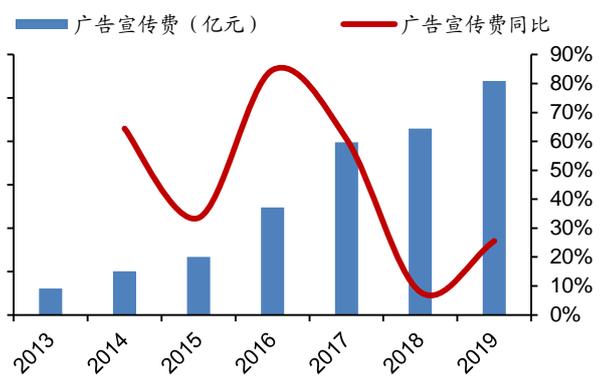
高费用投入全媒体营销。根据2019年数据, 公司销售费用20.73亿元, 销售费用率18.69%, 销售费用率明显高于软体同行敏华、喜临门和梦百合。广告宣传费用持续保持高增长, 从2013年的0.61亿元增长至5.39亿元, CAGR达43.8%, 广告宣传投入远超软体同行, 2016、2017年, 广告宣传费都保持60%以上的高增速。

图9: 公司历年销售费用及增速



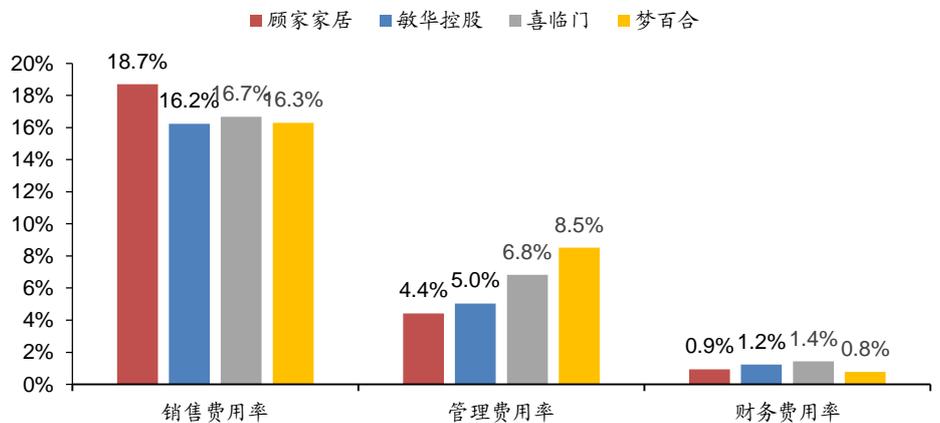
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 公司历年广告宣传费用及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图11: 可比公司2019年销售费用率、管理费用率和财务费用率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

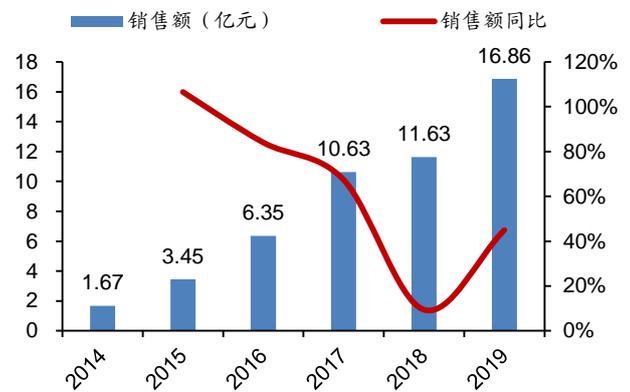
营销经验丰富，成效显著。顾家成功创建“8.16全民顾家日”，同时积极参加“天猫超级品牌日”、“天猫双11”、“京东6.18”等电商购物节。全媒体覆盖上，公司通过明星代言、央视广告、赞助综艺、影视剧植入、电视、电台、网络、杂志、报纸、公交车、公益活动、广告牌投放、与商场联合促销、直播微博互动等多种媒体传播渠道积极营销，并在2017年投资新潮传媒布局新媒体渠道。经过公司多年持续的营销推广，根据腾讯家居统计，“8.16全民顾家日”活动的订单总销售额由2014年的1.67亿元增长至2019年的16.86亿元，一年一度的全民顾家日营销活动对促进公司营收增长的作用不断加大。2018年、2019年，公司连续两年冠名“天猫双11狂欢夜”，并在2019年“双11”创下当日全渠道零售录单总额7.51亿元、23天全渠道零售录单总额23.6亿元的记录。

图12: 顾家冠名“天猫双11狂欢夜”



数据来源: 腾讯家居、广发证券发展研究中心

图13: 四季全民顾家日销售额及增速情况



数据来源: 腾讯家居、广发证券发展研究中心

(二) 渠道力: 助力企业规模扩张

在销售及售后模式上，软体家具主要依赖于经销商发展，而优秀经销商为整个行业最为稀缺的资源，并将直接决定企业在当地市场的成败。格力依托返利政策和销售公司，使经销商利益趋同，打造对经销商强大控制力。海外龙头通过量与质构筑渠道优势，而顾家家居门店数量优势较大，通过渠道优化提升未来收入增长空间。

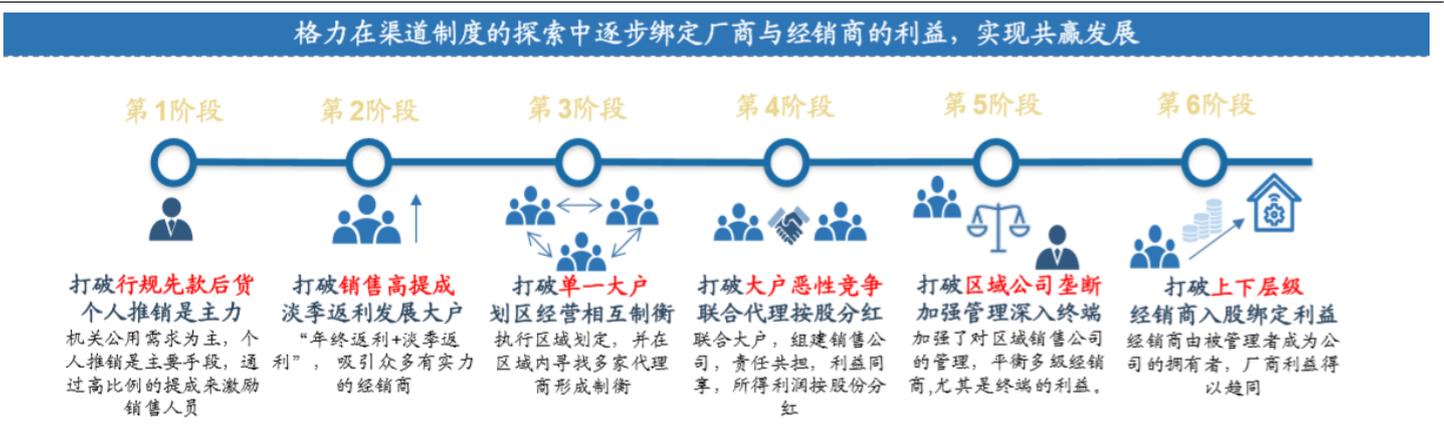
(1) 格力电器: 返利、销售公司，打造对经销商强大控制力

据广发家电组《格力电器(000651.SZ): 空间依旧广阔，龙头续写征途》报告，格力电器在渠道端的控制可以从2个核心关键词切入分析: **返利、销售公司**。

返利制度。格力返利制度始于1996年行业经历凉夏景气度回落，格力电器创造性发明返利模式，即按照提货额2%对经销商进行补贴。**格力电器既是返利模式的创造者，更是尽可能地发挥返利模式的作用:** 1) 格力电器返利包含打款贴息、提货奖励、淡季奖励、年终返利等多个类目，以实物(空调)返利为主，本质上促进了出货; 2) 格力经销商的核心盈利源于返利而非批零价差，而返利的获取环环相扣，例如去年的返利需在今年达到提货任务才可获得，若当中一环中断，则损失较大，此举使得压货具备持续性; 3) 对格力经销商来说，虽然面临资金、库存、销售等多重压力，如果每年都能定量完成销售目标，经销商获得的利润也足够丰厚。**格力在发展过程中依托对返利政策的极致应用在实现充分压货的同时还锁定了最优质的经销商，极大增强了渠道动销能力。**

销售公司。格力电器厂商的与渠道的关系可认为经历了**个人推销—发展大户—制衡大户—联合大户（销售公司）—优化管理—战略持股**6大阶段。格力电器的销售公司1997年首先在湖北试点成立，由特定区域内的大户合资成立，承担区域内的二三级分销、物流、安装等渠道职能。成立销售公司的核心意义在于：**1）保留了前期发展的各区域内最有实力的大户经销商，强化了渠道的分销能力与资金实力，2）大户经销商联合成立销售公司，避免了之前的各自代理阶段的竞争、窜货冲突，经销商利益趋同且利于维护格力品牌形象。**

图14：格力电器厂商与渠道的关系经历6阶段变化

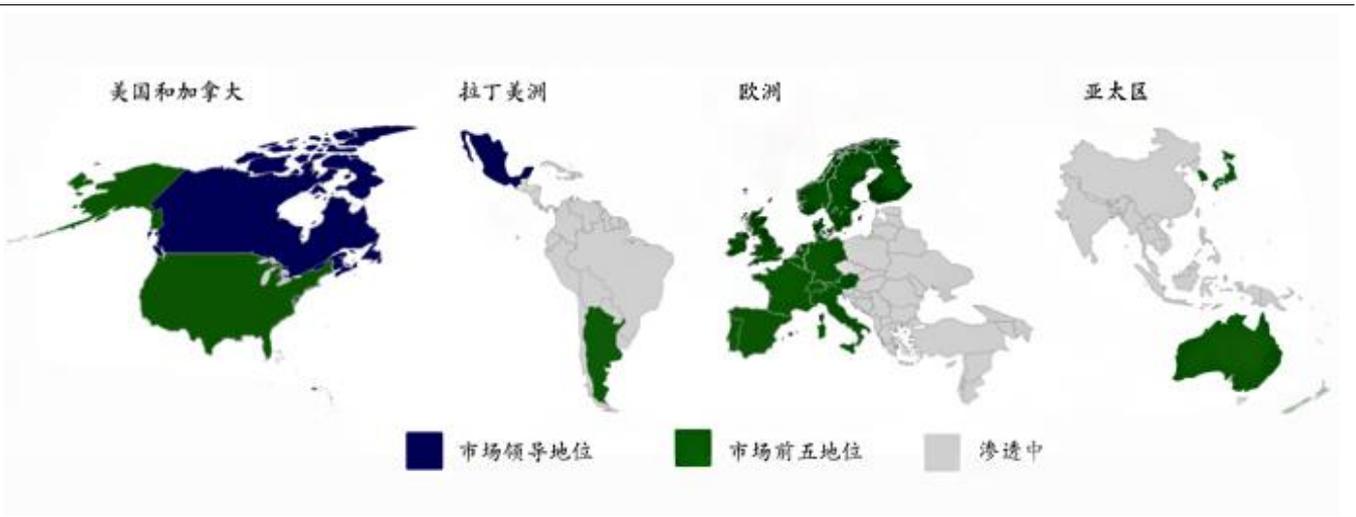


数据来源：格力电器官网、《我执掌格力的24年》（朱江洪著），《行棋无悔》、《棋行天下》（董明珠著）、广发证券发展研究中心

（2）海外龙头通过量与质构筑渠道优势

海外龙头公司的渠道建设，主要分两个阶段进行：**第一阶段是通过产品线延伸或空白渠道拓展，初步缓解收入放缓困境**，如，泰普尔收购丝连后产品线与全球版图均得到扩充，宜家、宜得利坚定走向海外市场等。**第二阶段的升级，通过创立更多元的渠道以匹配产品多样性，进一步支撑收入增长**，如，泰普尔旗下产品主要通过4大渠道销售，包括零售商、直营、医疗保健和分销商。

图15：Tempur Sealy全球渗透现状



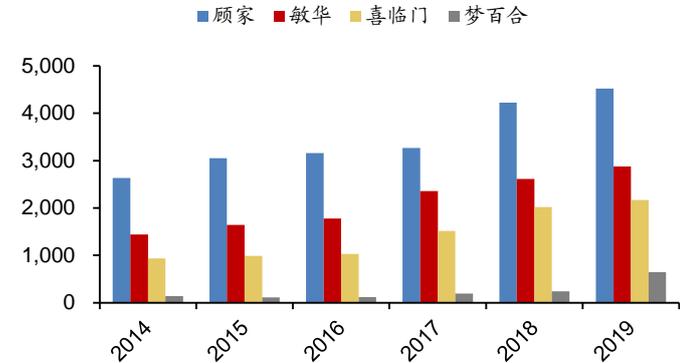
数据来源：开店邦网、广发证券发展研究中心

（3）顾家家居：门店数量优势较大，内生多维度拓展渠道

顾家门店数量优势较大，2019年合计拥有4518家门店，其中经销门店4434家、直营门店84家。2019年公司持续进驻新物业，拓展新渠道（百货商场、百安居、苏

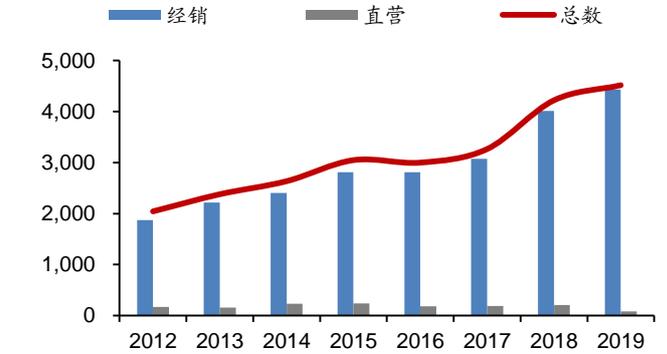
宁、商超等），进驻空白城市百余个。上半年优化城市48个；进驻主要B2B项目55个，进驻主要物业老商场125个。截至2019年，敏华拥有门店2874家，喜临门拥有门店2168家，均与顾家有一定差距。

图16: 顾家与软体同行国内门店数量对比



数据来源: 各公司年报、各公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图17: 顾家家居渠道拆分



数据来源: 顾家家居历年年报、顾家家居招股说明书、广发证券发展研究中心

“1+N+X”布局初步实现，多元渠道拓展夯实竞争力。2019年公司持续进驻新物业，拓展新渠道包括百货商场、百安居、苏宁易购、商超等，进驻空白城市百余个，初步实现“1+N+X”布局，店态全面升级，实现渠道管理数字化。2020年公司将借力顾家现有优质软体经销商加快“软体+定制”融合店发展，同时推动中低端系列渠道布局，抢占三级市场，优化开店效率，推进不同品类渠道共享融合，融合店开店提速，推进定制与软体门店整合，结构上向大店、旗舰店、单品综合大店倾斜，巩固渠道优势。

内生强调多元化，加快渠道扩展。公司高度重视家具物业的进驻，一方面紧跟传统家具卖场开店规划，做到一城多店、多点布局。与红星美凯龙签订战略合作协议，承诺一个卖场建成之后在其中新开4-5家店；另外，公司尝试与苏宁云零售、国美、百安居合作，形成渠道多元化门店布局。2017年5月投资入股地产龙头恒大，深化精装工程业务合作，有助未来工装渠道拓展。

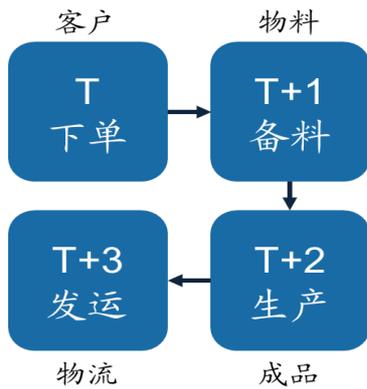
（三）营运力：奠定未来增长的基础

目前，软体行业仍是半手工化生产，家电行业层层压货的产销模式并不适合软体行业，而“以销定产”的柔性产销模式将是软体企业扩大生产规模的选择，这对加快市场需求的反应速度、提升供应链能力提出了新的要求。美的通过上下游改革，铸就高效率的T+3模式。顾家在发展历程上也曾借鉴过美的，通过管理体系变革促进未来增长，此外公司全国多方位布局工厂，提高运营效率，奠定未来增长基础。

（1）美的集团：上下游改革，铸就T+3模式高效率

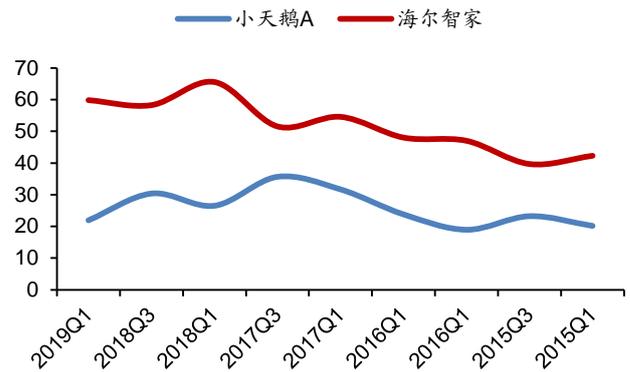
T+3模式本质上是将渠道从传统的大规模生产到大规模分销的压货模式转变为**以销定产、快速分销的生产销售模式**。公司根据订单组织原材料、生产并配送，并通过零售端的库存共享来快速响应需求。渠道加价降低，美的性价比地位得以巩固。公司以T+3模式分阶段倒逼后端提升订单管理、资源利用效率、制造运营效率及自动化信息化的能力提升。

图18: T+3模式示意图



数据来源: 搜狐新闻、广发证券发展研究中心

图19: 小天鹅存货周转天数远高于海尔

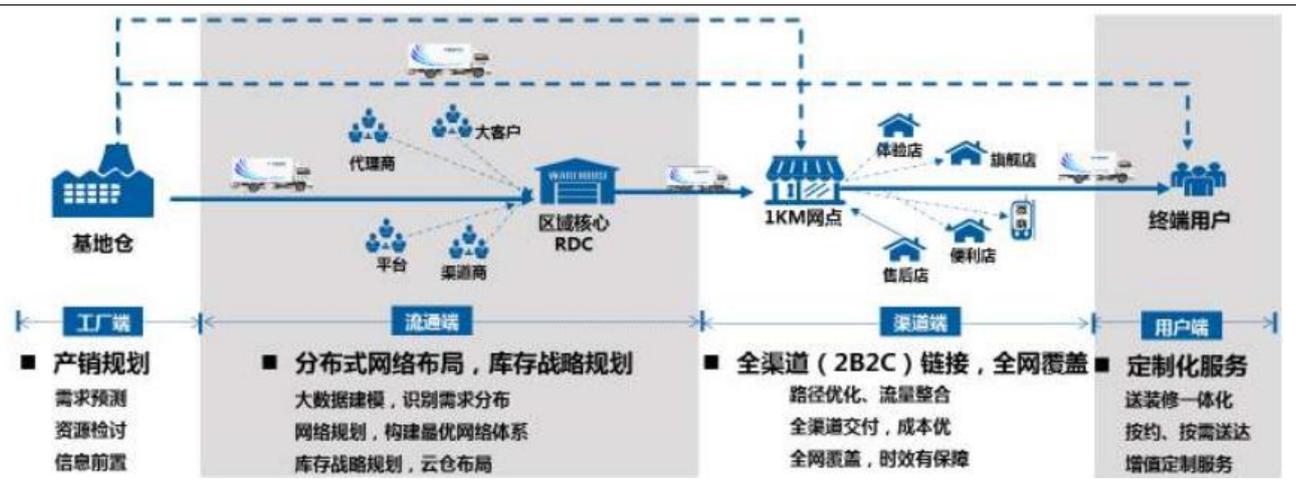


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

传统代理商转变为终端服务运营商。“T+3”产销模式中，整个渠道链以终端为核心，代理商根据自己对市场需求的了解和对市场变化的预测下订单，并且要做到精准营销、及时促销，加强订单及库存管理。在付款模式上，由最初的下订单时先付定金到货后补齐货款转变为直接支付全部货款，将资金压力转移给了代理商。

改革旗下安得物流，加快流通速度。安得智联承担了美的集团一盘货战略，简化组织架构，直接对接集团各地营销中心、代理商以及经销商，改变了层层低效分拨的传统方式，减少了各个环节的流通时间；在产销协同、交期透明、下线直发、供方协同等四个方面进行改革有力地配合T+3模式的落地。**美的主要从四个方面改革安得物流:** 1) 安得从原物流总包方转型为集团价值链重要组成部分，打通端到端流程，向前端及渠道后端双向延伸；2) 缩减渠道层级，优化传统渠道层级和推行“直供模式”，提升市场响应能力；3) 采用统仓统配模式，整合代理商仓库，实现工厂到渠道网点、用户的直配，大幅降低渠道成本；4) 推行线上线下一盘货，共享不同渠道的库存，降低库存、提升渠道交付效率。

图20: 美的物流结构



数据来源: 搜狐新闻、广发证券发展研究中心

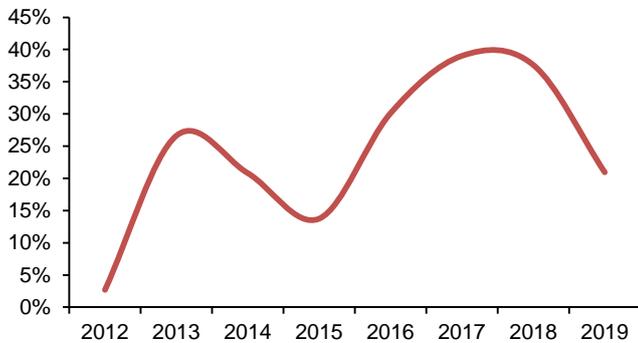
(2) 顾家家居：管理体系变革，为未来增长打下基础

职业经理人构建管理层核心架构，治理结构进化。2012年初，引进职业经理人团队，从家族企业转变成职业化运作管理的现代化公司，实现经营权和所有权分离。公司通过市场化方式引进了包括董事兼总裁李东来等优秀职业经理人，凝聚了高素质管理团队，形成稳定高效的核心管理架构，顾家家居是中国家居建材行业屈指可数的实现了彻底的职业经理人团队管理与运营企业。

顾家引入职业经理人团队后前后对比：

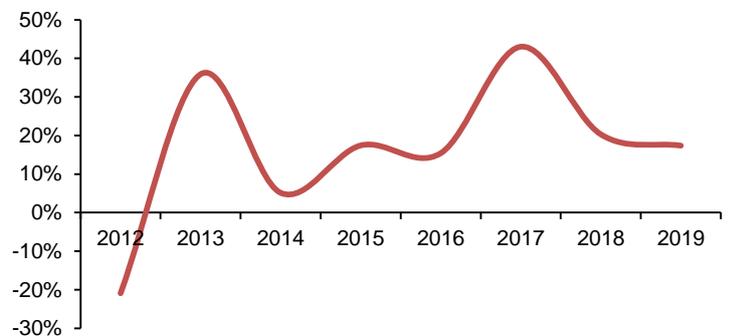
- **基本面增速对比**：2012年引进职业化经理人，家族管理团队运营逐步退出，2012-2015年收入端复合增速20.27%，净利润复合增速18.24%，其中有管理团队改革部分影响。
- **多品类运营**：公司自职业化管理后，新品类快速成长发展，2012年布艺、功能沙发系列、2013年自制床垫、2014年米檬、红木家具、2015年欧美系列沙发，2016年顾家智能、定制纷纷推出，体现职业经理人优秀管理和拓展能力。
- **打破传统家具企业运营思路**：2020年借鉴家电行业发展思路，深入优化家居产业价值链，计划以集约化和系统化的方式，降低经销商开店、装修、仓储物流等成本，未来经销商可能仅扮演投资商、运营商、服务商的角色，摆脱对经销商的依赖，向零售转型。

图21：2012年后顾家家居的营业总收入增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

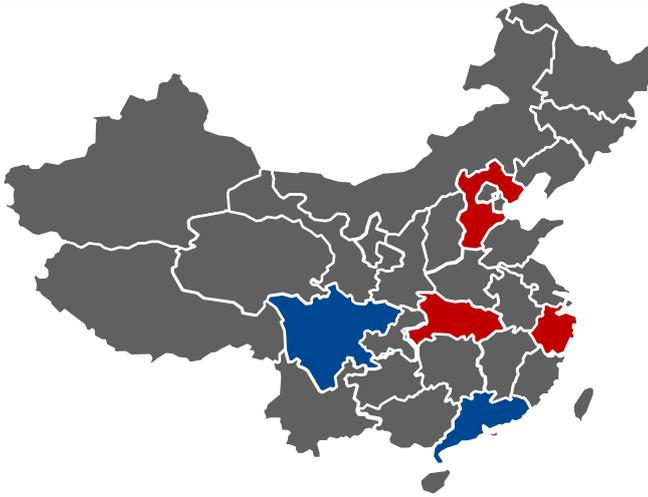
图22：2012年后顾家家居的归母净利润增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

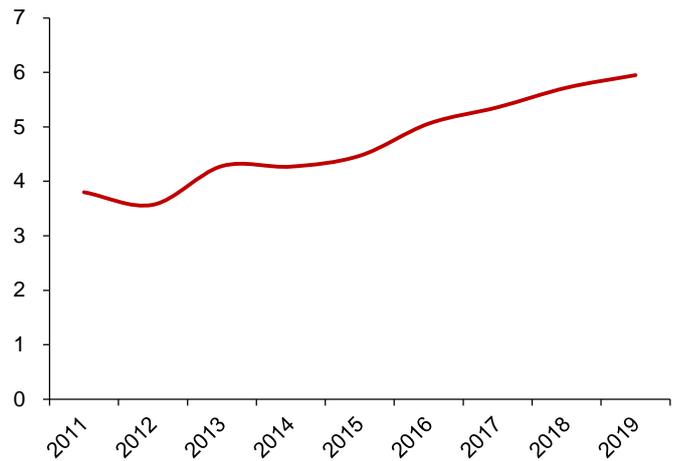
全国多方位布局工厂，提高运营效率。顾家2016年筹建杭州江东新厂、前进工业园，建设河北深州基地，2017年建设嘉兴王江泾基地，2018年建设华中（黄冈）基地。一方面在华东浙江继续扩张，扩大原有优势，另一方面提前布局，在华北深州和华中黄冈规划新基地，分别辐射华北和华中地区，有助于实现规模化生产并进一步打开市场空间公司提前筹划产能布局。此外，公司将四川智远作为其西南外协制造基地，并计划在成都和广州设立工厂，实现华南、华北、华东、华中、西南全方位布局，缩减运输时间，提高运营效率。**2012年以来，公司存货周转率不断上升，由2012年的3.57次增长至2019年的5.95次。预计随着公司全国产能布局完善，存货周转率会进一步上升，运营效率不断提高。**

图23: 顾家家居产能分布



数据来源: 公司历年年报、广发证券发展研究中心

图24: 顾家家居存货周转率不断上升



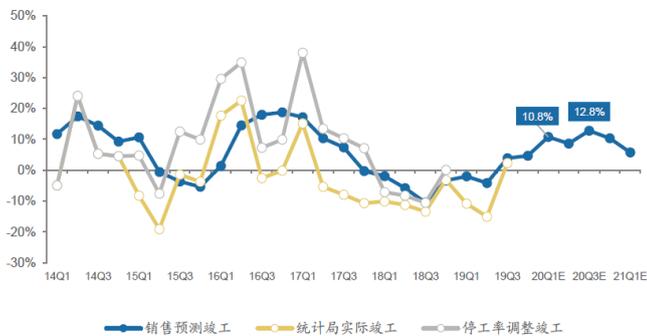
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、行业利好: 内销依托竣工向好, 外销产能布局有望发力

(一) 中短期: 竣工拐点叠加基数效应带动家居板块后续景气度向上

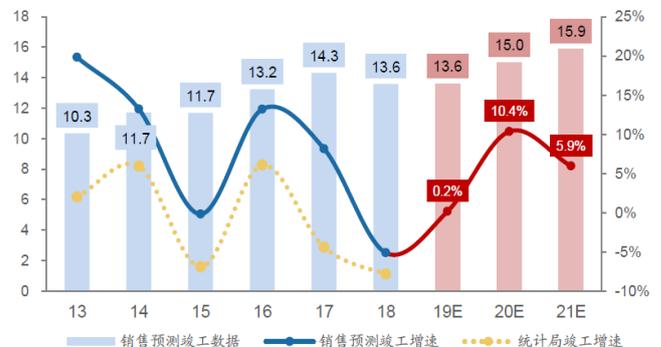
竣工数据1-2月下滑明显, Q2复工节奏逐步提升, 后期基本面有望随赶工修复。此前根据广发地产组测算, 2019年-2021年平均竣工需求将会提升至15.44亿平方米左右。通过调节滞后时间来拟合销售与竣工关系趋势, 由此判断19、20、21年实际竣工需求同比增速分别为0.2%, 10.4%和5.9%, 2020年为主要释放阶段。但由于疫情黑天鹅事件, 2020年1-2月住宅房屋竣工面积仅为0.68亿平方米, 同比-24.30%, 新开工面积同比下滑44%, 预计的竣工潮整体增速将所下修, 回暖时间将延后至2020年中后期。

图25: 通过销售数据拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况



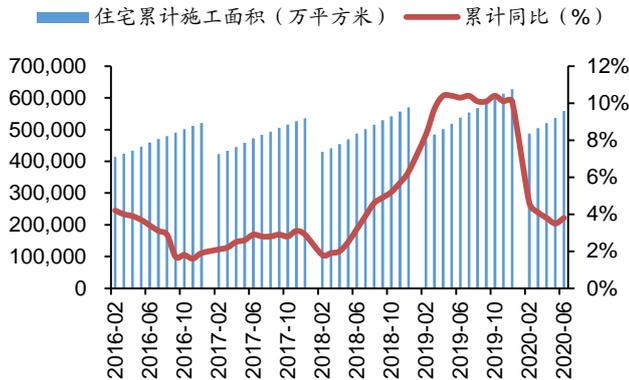
数据来源: 国家统计局、广发地产组、广发证券发展研究中心
注: 销售预测竣工: 完全根据现房、一二线期房、三四线期房销售数据拟合

图26: 销售预测竣工规模(亿平)及增速与统计局竣工增速



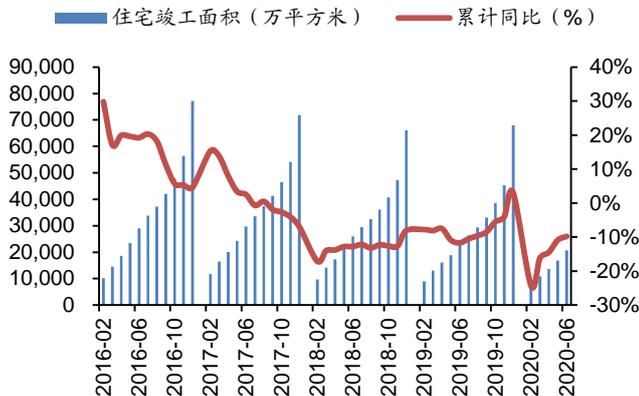
数据来源: 国家统计局、广发地产组、广发证券发展研究中心

图27: 住宅房屋累计施工面积 (万平方米, 左) 及累计同比 (% , 右)



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图29: 住宅房屋累计竣工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)



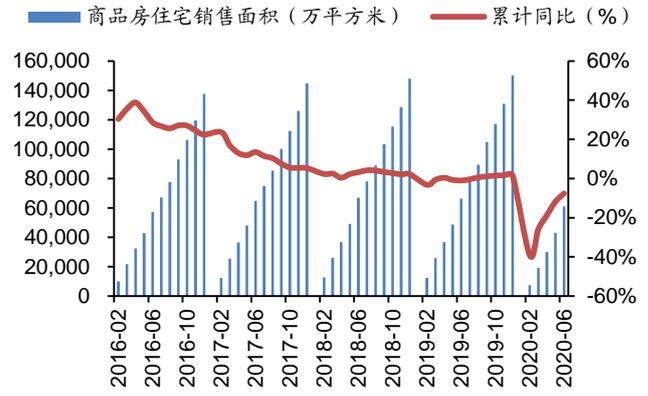
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图28: 住宅房屋累计新开工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

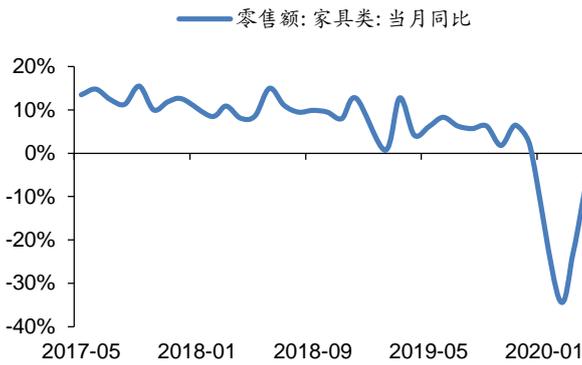
图30: 住宅商品房累计销售面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

Q3有望开启持续复苏, 未来2年有望维持较好景气度。 尽管市场原本预计的竣工潮受疫情后移, 但2020年Q1中后期运力与复工复产率逐步恢复已带动工程端家居企业订单边际改善, 4月订单量将持续提升, 预计Q2起订单将大概率好转助力需求快速恢复, 3月统计局公布的家具社零、地产竣工单月同比已出现回暖迹象。预计对行业竣工的悲观情绪有望在上半年反映, 下半年竣工增速预计将回到正常修复轨道, 考虑到2020年上半年竣工低基数, 2021年上半年竣工增速仍将维持高景气, 并且考虑到地产4月开始加快开发和施工节奏, 在2020年Q3开始竣工出现持续反弹概率有所增加, 精装高景气度有望维持至2021年Q1, 未来2年维持较好景气度。

图31: 家具社零数据3月已呈现回暖迹象



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

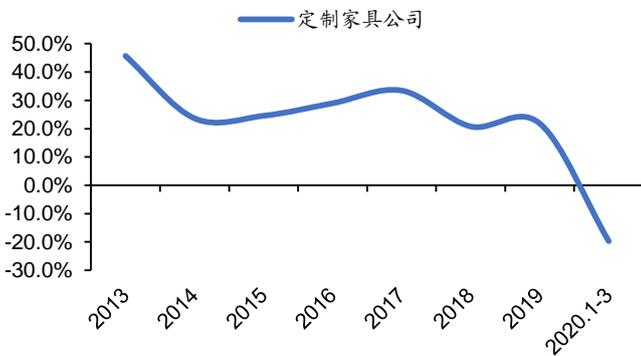
图32: 统计局当月竣工处于修复区间



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

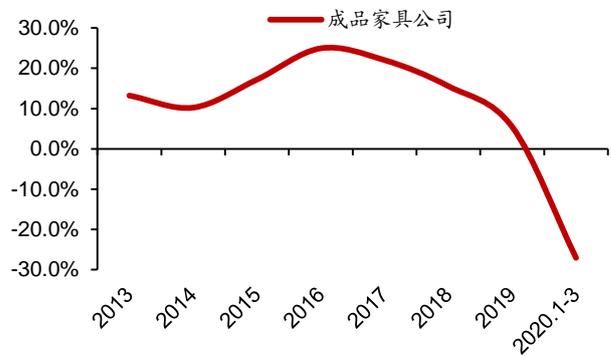
2020H1行业低基数奠定2021年上半年行业良好增长基础。2020年Q1家具企业受疫情影响较大,我们跟踪成品家具企业2020年一季度收入增速为-27.1%,同比下滑43.5个百分点。随着疫情的逐步解除以及各地小区对人员流动的解禁,装修市场在4月开始逐步提温,从电商以及卖场销售情况来看,4月家具电商销售数据也表现亮眼,电商沙发4月销量同比增长49.4%,五一期间线下家具零售表现持续升温印证回暖趋势开启,但整体来看家具企业由于2-3月营业时间的缺失,同时考虑到零售订单结转至上市公司报表收入存在一季度的时间差,因此Q2仍然可视为低基数,奠定2021年上半年行业整体业绩以及估值修复的良好增长基础。

图33: 2020年一季度定制家具收入增速-19.7%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 2020年一季度成品家具收入增速-27.1%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 长期: 存量空间打开助力软体行业增长, 内销需求多方位改善
(1) 软体家具不易受到精装房冲击, 存量空间打开助力软体行业增长

软体家具不易受到精装房冲击。全装修所需工程涉及门窗、吊顶、轻质隔墙、饰面、涂饰、细部工程,也包括厨房、卫浴、电器、智能化工程,以及给排水与采暖、通风与空调工程。然而,沙发和床垫不在精装房的主要交付内容中,目前沙发、软床及床垫大部分出现在拎包入住项目中,故软体家具不易受到精装房冲击,有望直接受益于竣工回暖所在带来的客流提升。

需要更新软体家具的存量房数量正逐步增长,将为软体家具企业带来较大市场。今年受疫情影响,消费者在家时间显著增长,有望加速提升存量家具更新意愿。以

此前报告《以美为鉴，观软体巨头对比与成长之路》中测算，假设存量房中10年以上的房屋有更新沙发和床垫的需求，由于大件家具更换较为繁琐，可能有大部分客户选择推迟更换甚至不更换，故需假设不同更新意愿下存量沙发、床垫市场规模。通过计算得出，2018-2020年间，更新沙发带来的销售为135亿元、176亿元、225亿元，同比增长分别为20.5%、30.5%、27.7%，更新床垫带来的销售为101亿元、132亿元、168亿元，同比增长分别为20.5%、30.5%、27.7%。同时，我们模拟了更新意愿为5%、10%、15%、20%、25%、30%的六种情形，整体来看存量沙发、床垫的更新需求在未来2年预计市场规模较大。

表2：假设更新意愿在20%的情况下，存量房沙发、床垫更新需求测算

	2017E	2018E	2019E	2020E
10年前存量房占现有存量房比例	26.32%	27.49%	30.05%	32.64%
假设更新意愿	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
存量房更新比例	5.26%	5.50%	6.01%	6.53%
存量房套数（万套）	3547.4	4091.0	4884.2	5743.8
存量房更新套数（万套）	186.71	224.96	293.58	374.98
YoY		20.49%	30.50%	27.73%
每套存量房更新沙发需求量（件）	1	1	1	1
更新沙发总需求量（万件）	186.71	224.96	293.58	374.98
更新沙发销售规模（亿元）	112.03	134.98	176.15	224.99
更新沙发销售同比		20.5%	30.5%	27.7%
每套存量房更新床垫需求量（件）	1.5	1.5	1.5	1.5
更新床垫总需求量（万件）	373.43	449.92	587.15	749.96
更新床垫销售规模（亿元）	84.02	101.23	132.11	168.74
更新床垫销售同比		20.5%	30.5%	27.7%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表3：存量房沙发、床垫更新需求敏感型测算结果（亿元）

存量房更新意愿	存量沙发销售规模				存量床垫销售规模			
	2017E	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E	2020E
5.00%	28	34	44	56	21	25	33	42
10.00%	56	67	88	112	42	51	66	84
15.00%	84	101	132	169	63	76	99	127
20.00%	112	135	176	225	84	101	132	169
25.00%	140	169	220	281	105	127	165	211
30.00%	280	337	440	562	126	152	198	253

数据来源：广发证券发展研究中心

(2) 消费者对软体家具重视程度提升推动客单价增长

现如今消费者对沙发的要求已经由简单的会客功能提升为娱乐休闲功能，根据乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》普查结果显示，88.9%的受访者每天在沙发上花费的时间超过2小时，还有相当一部分人热衷于在沙发上睡觉看电视玩游戏等，因此消费者对于沙发品质的要求逐步提高，更愿意为品质和舒适程度支付溢价从而带动预算提升。

床垫成为改善消费者睡眠质量和提升健康水平的助力军。根据中国医师协会睡眠医学专业委员会2018年发布的全球睡眠状况及睡眠认知最新调查数据报告上，全球成年人中，超过六成（61%）存在某种影响睡眠的医学问题，四分之一的成年人报告失眠（26%）和五分之一的人打鼾（21%），更换床垫成为修复睡眠的重要途径。另外，现代年轻人由于不良办公姿势或者学习姿势，大部分人都面临颈椎病或者腰间盘突出等问题，因此消费者对床垫功能更加重视，从而推动了床垫客单价提升。

图35: 沙发日常使用时间百分比

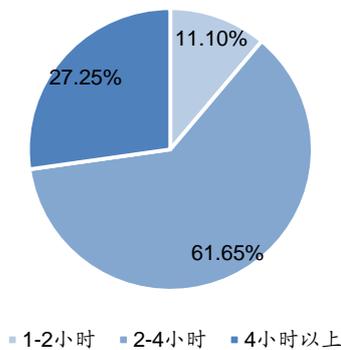
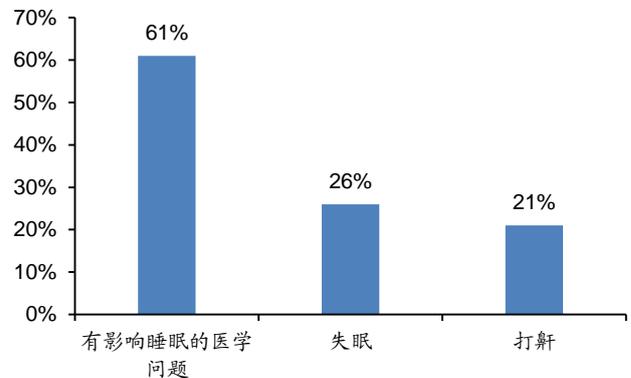


图36: 全球睡眠问题普查



数据来源：中国医师协会睡眠医学专业委员会（2018年）、广发证券发展研究中心

数据来源：中国医师协会睡眠医学专业委员会（2018年）、广发证券发展研究中心

(三) 海外产能转移发力，软体行业外销触底回升

2018年9月美国对2,000亿美元的中国出口产品加征10%进口关税的关税，清单涉及6031项产品，泡沫、橡胶及棉质床垫均在加征之列；2019年5月加征税率上调至25%；2019年对3000亿美元商品加征15%关税，棉质及其他织物材料充气床垫在征税范围内。同时，2018年10月，美国商务部宣布对进口自中国的床垫发起反倾销立案调查。2019年10月18日，美国商务部发布最终裁定通告，其中征收单独税率的36家企业核定反倾销税率为162.76%，相较初裁结果的74.65%增长近一倍。名单之外的其他企业，则统一征收1731.75%的反倾销税率。

表4: 中美贸易战美国加征关税税率变化

时间	征税范围	加征税率
2018年6月15日	约500亿美元商品	25%
2018年8月23日	约160亿美元商品	25%
2018年9月24日	约2000亿美元商品	10%
2019年5月10日	约2000亿美元商品	25%

2019年9月1日	约1120亿美元商品 (List A)	15%
2019年12月15日	约1120亿美元商品 (List A)	拟降至7.5%
	约1650亿美元商品 (List B)	拟取消原定于12月15日加征的15%关税

数据来源: USTR、广发证券发展研究中心

表5: 美国对中国床垫反倾销税率裁定结果

	2019年5月29日 初裁	2019年10月18日 终裁
梦百合	38.56%	57.03%
际诺思/际诺思厦门/际诺思漳州	84.64%	192.04%
36家征收单独税率的企业	74.65%	162.76%
名单之外的其他企业	1731.75%	1731.75%

数据来源: 美国商务部官网、广发证券发展研究中心

税重承压, 助力龙头企业集中度提升。贸易战与反倾销双重关税下, 导致国内小厂无法出口, 自去年3月以来主流软体企业开启产能转移, 预计将陆续进入产能达产期, 贸易格局趋势向下, 反而助力外贸订单望向龙头企业集中。

海外产能转移有望放量。面对贸易战关税和反倾销税双重施压, 各大软体厂商纷纷寻求向海外转移出口产能。各厂商转移产能的方式主要有并购、租赁、海外建厂。由于成本和原材料等因素, 大部分厂商选择的海外建厂地点主要为越南、泰国等东南亚国家。经过1年至1年半的海外产能建设周期, 大部分企业有望在2020年实现海外产能达产放量, 助力企业外销收入触底回升。

表6: 各公司海外产能投产规划

	海外产能项目	主要产品	预计投产时间	达产产能 (万套)
敏华控股	收购越南工厂	沙发	2018年年中	80
	2016年11月与Home Group达成战略合作 Home Group拥有波兰、波罗的海诸国和乌克兰的五家工厂 2018年收购Home Group	软垫家具、床具、床垫	2016年11月达成协议	
喜临门	泰国家具制造基地建设项目	床垫	2019年	60
	越南基地		2020年	

梦百合	塞尔维亚生产基地项目（三期）	记忆绵床垫、记忆绵枕	2019年上半年开始陆续投产	厚垫 60, 枕头 100
	美国生产基地	记忆绵床垫、记忆绵枕	2019年下半年陆续投产	厚垫 80, 枕头 30
	泰国生产基地	记忆绵床垫、记忆绵枕	2019年下半年陆续投产	
盛诺	租赁美国工厂	床垫	2017年6月	

数据来源：各公司年报、公司披露交易公告、广发证券发展研究中心

（四）顾家家居：内销依托竣工向好，海外产能布局有望带领外销发力

（1）内销竣工修复+战略调整推动零售业务持续向好

由于软体家具并不受精装房市场冲击，且与家装、定制在生产与销售上存在较大差异，因此整体竞争格局优于定制行业，短期来看有望依托于竣工基本面修复以及同期低基数影响。2019年顾家对零售战略的多方面调整，有望推动零售业务持续向好。1) **产能端爆发**：目前，嘉兴王江泾工厂已经完工，黄冈工厂和杭州工厂也预计2020年投产。2) **产品体系持续完善**：2019年，公司推出低价产品系列“惠尚”，以及2020年推出的“千禧”系列，定位高性价比的中低端市场，顾家有望持续完善产品定价体系，扩大下沉市场份额。3) **定制业务有望发力**：推进定制业务整合进入现有门店，配合定制家具产能有望2020年爆发，定制业务将进入高速成长期。4) **推进区域零售运营中心**：将各个产品事业部的销售职能统一划归到区域市场零售中心综合运行，销售架构前移使得产品和营销策略能够更好地适应市场变化。

表7：公司新增产能情况

地点	产能	投产时间
黄冈	年产 60 万标准套软体，及 400 万方定制家居产品	2019 年底投产 2022 年底达纲
嘉兴	年产 80 万标准套软体家具	2021 年前达纲
杭州	定制家具产能 1000 万方	一期计划 2021 年 Q1 投产 项目预计 2026 年达纲
越南	年产 45 万标准套软体家具产品项目	一期项目预计 2020Q4 竣工投产
墨西哥		2020 年

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（2）顾家家居：海外产能布局有望带领外销发力

顾家境外销售模式为“ODM+经销+直营”，贸易格局趋势向下，反而助力外贸订单向龙头企业集中，推动龙头市占率提升。顾家作为有海外产能布局的龙头企业，2020年有望实现外销放量。

增强海外客户粘性，顾家在各个主要的战略性国家常驻市场营销、供应链和产品的相关人员为客户提供服务，为配合供应链的布局，顾家米兰设立了设计中心、

在德国设立了工程中心，提升对全球产品需求的适应性。

持续推进大客户战略，优化出口产品结构，提升外贸供应链体系，通过与客户风险共担以降低贸易变化对公司的影响。

规划海外工厂，全球化布局推进。公司2019年12月宣布自筹资金4.5亿元投资建设越南基地年产45万标准套软体家具产品项目。其中，一期项目预计2020Q4竣工投产。墨西哥工产建设也在逐渐推进，预计工厂投产后将转移部分对美出口产能，并将持续通过海外建厂对冲贸易摩擦影响。

五、业务前景窥探：功能沙发空间广阔，床垫市场存整合机遇

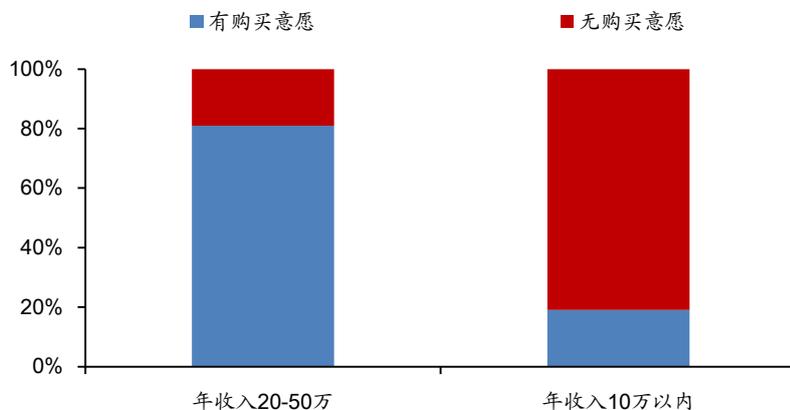
顾家收入主要来自于沙发和软床及床垫产品的销售。2019年，沙发业务收入58.31亿元，占总收入52.56%；软床及床垫业务收入19.53亿元，占总收入17.60%。
定制业务：公司进入定制家具行业时间较晚，但业务增长迅猛，根据2019年年报，顾家定制业务规模达3.43亿元，同比增长61.72%。

（一）功能沙发阻碍因素消除，有望持续增长

（1）功能沙发业务增长迅猛，阻碍因素逐渐消散

我们认为阻碍行业发展的因素正在消除：**1）产品认知度**：龙头品牌芝华士通过传统线下门店扩张、拥抱合众传媒等新流量、产业共赢发展等方式推广功能沙发产品，相信未来几年将取得成效；**2）居民消费水平**：我们认为功能沙发与普通沙发品类价格差异远小于档次间差异，消费者会根据需求选择品类，根据预算选择档次，传统功能沙发以美式真皮沙发为主，价格亲民的布艺功能沙发的出现大大降低了消费者门槛，另外，随着居民收入水平不断提升，大众对功能沙发的购买意愿也在增加；**3）户型空间问题**，针对小户型房屋，各大品牌开发了专门的小户型产品，以匹配相应需求。

图37：不同收入人群购买功能沙发意愿



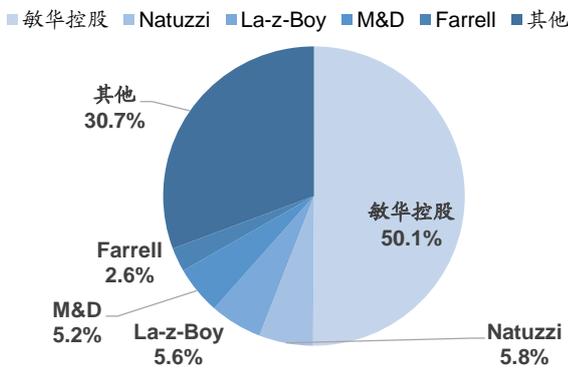
数据来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

(2) 功能沙发市场前景广阔，有望依托于龙头持续增长

国内功能沙发市场集中度高，龙头效应明显。根据敏华控股2020财年业绩简介中引用的沙利文的数据，敏华和顾家分别以50.1%和11.4%的市占率稳居国内市场第一、二名，其他厂商和两家公司的差距较大。功能沙发外观同质化程度高、标品属性强，生产的标准化程度更高，更有有利于龙头企业发挥规模优势、降低生产成本。

从功能沙发在整个沙发市场的渗透率来看，国内功能沙发市场仍有较大的发展空间。根据敏华控股2020财年业绩简介中引用的沙利文的数据，2019年美国功能沙发渗透率达41.5%，但中国仅14%。国内功能沙发市场仅有近十年的发展历史，至今仍属于小众消费品。顾家有望在行业发展的过程中，凭借功能沙发龙头优势获得持续增长。

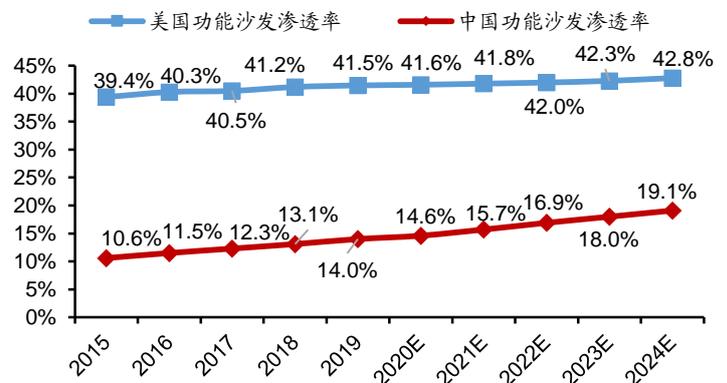
图38：2019年中国功能沙发CR5



数据来源：敏华控股 2020 财年业绩简介中引用的沙利文的数据、广发证券发展研究中心

注：市场占有率以销售额为基础计算

图39：中美功能沙发渗透率对比



数据来源：敏华控股 2020 财年业绩简介中引用的沙利文的数据、广发证券发展研究中心

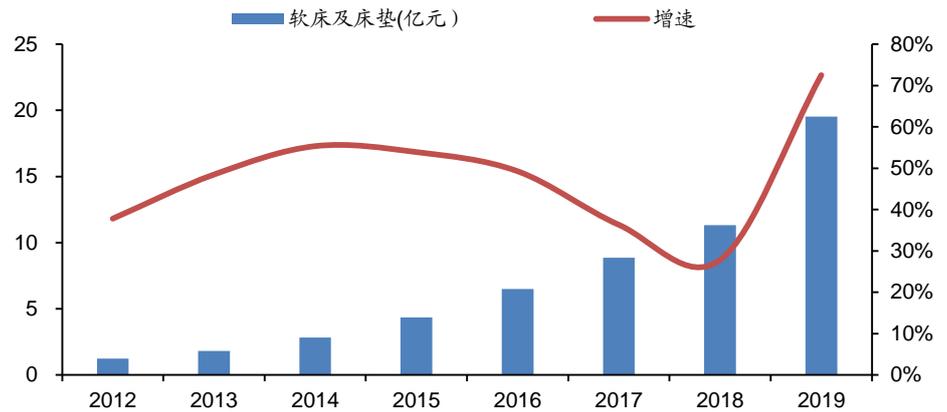
(二) 沙发引流推动多品类增长，床类行业整合机遇大

(1) 沙发引流带动内销增长，收购玺堡补充外销渠道

通过沙发引流，带动集成产品、床类增长：顾家软床及床垫收入增长迅猛，由2012年的1.23亿元增长至2019年的19.53亿元，CAGR达48.5%，成为顾家重要的增长点。沙发作为软装入口，向床、床垫、餐桌椅（集成产品）导流逻辑顺畅，公司软装品类齐全，更有助于转化消费者一站式购物需求，打造大家居生态闭环。

收购玺堡，拓展床垫外销渠道：顾家床垫大部分为内销，外销量较少。2018年，顾家收购玺堡收购泉州玺堡家居科技有限公司，玺堡主营床垫和乳胶枕头的生产销售，产品主要销往海外。2019年上半年工厂从福建搬迁到马来西亚，美国市场客户比较稳定，能够保持稳健增长。预计未来非美国市场利用客户网购可以实现比较高速增长。

图40: 公司床类业务规模及增速

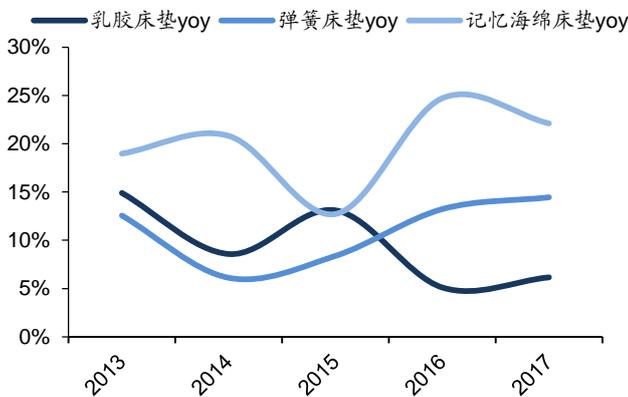


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) 床垫行业整合机遇大, 品牌效逐渐形成

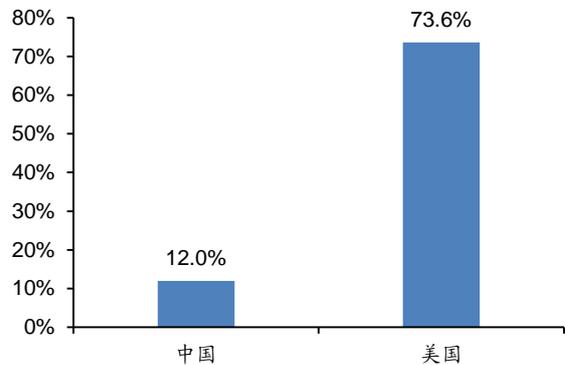
消费者对床垫外观的个性化要求较低, 相较于沙发, 其生产过程更容易实现标准化。从美国市场的情况来看, 床垫行业集中度甚至高于功能沙发, CR4达73.6%。中国床垫行业由于发展时间较短, 多数消费者首次购买床垫并不注重体验, 仅为解决基本睡眠需求, 相比品牌和质量更关注床垫价格, 消费者的此种需求催生了众多中小品牌和区域性品牌, 因此中国床垫行业集中度较低, 仅为12%。随着消费者对床垫体验重视度逐渐提高, 床垫的品牌效应正在形成。

图41: 中国细分品类床垫规模增速



数据来源: 智研咨询、广发证券发展研究中心

图42: 中美床垫CR4



数据来源: 泛家居网《2017中国寝具名企大数据报告》、CSIL、广发证券发展研究中心

六、估值：对标美国龙头 La-Z-Boy，顾家表现更优，估值享溢价

（一）规模快速扩张，盈利能力优势显著

2001年前，La-Z-Boy处于快速增长期，业绩增速快，规模持续扩张。1987~2001年营收规模从4.2亿美元增长至22.49亿美元，CAGR达12.7%；净利润从0.25亿美元增长至0.68亿美元，CAGR达7.6%。现在的顾家与2001年前快速增长期的La-Z-Boy相似，2011~2019年，顾家营收规模从20.63亿元增长至110.94亿元，CAGR达23.4%；归母净利润从3.76亿元增长至11.61亿元，CAGR达15.15%。

图43：La-Z-Boy三十年估值复盘



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

与处于同样发展阶段的2001年前的La-Z-Boy相比，上市后的顾家ROE明显高于La-Z-Boy，上市三年ROE分别为25.75%、22.12%、22.80%，远高于La-Z-Boy2001年前16.3%的最高值。

图44: La-Z-Boy与顾家营收增速对比

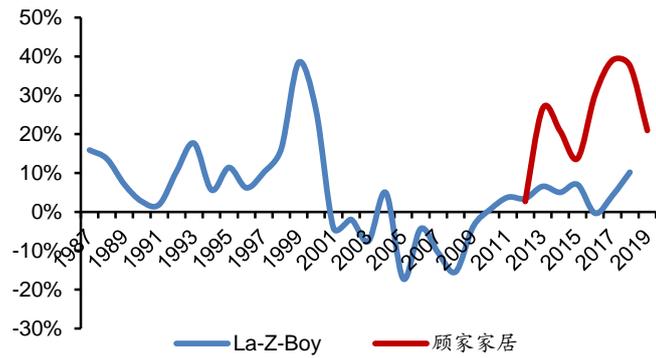
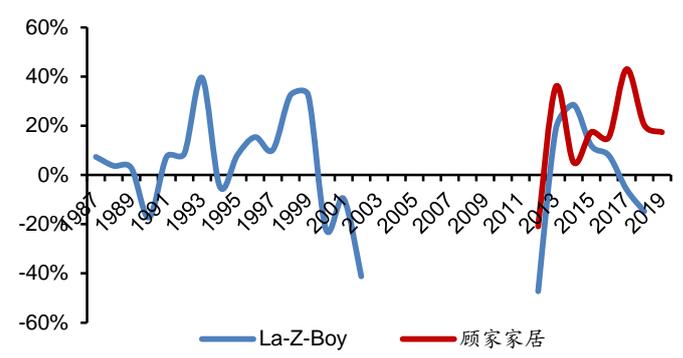


图45: La-Z-Boy与顾家净利润增速对比

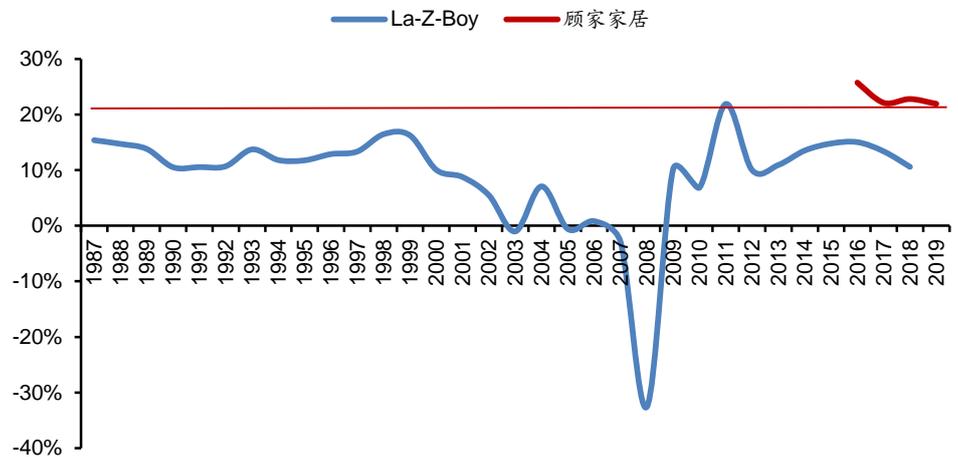


数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 2004~2012年利润波动较大, 图中省略

数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图46: La-Z-Boy与顾家ROE对比



数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

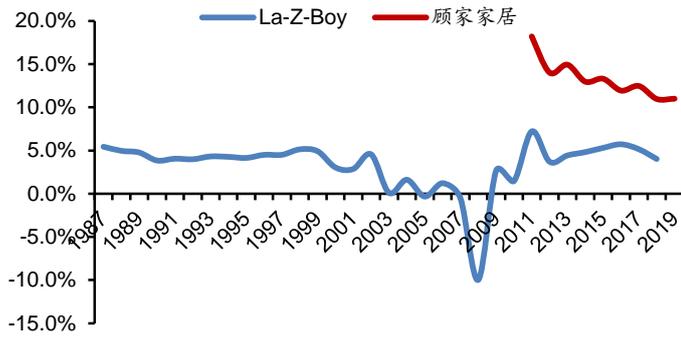
注: 红线为顾家今年最低ROE对应到2001年前La-Z-Boy的ROE水平。

(二) 高净利铸就估值溢价

顾家高ROE的主要原因在于高净利率: 1988~2001年, La-Z-Boy毛利率在25%~31%之间波动, 净利率维持4%~5%; 顾家净利率近年呈下降趋势, 2018年销售净利率11%, 仍大幅高于同阶段的La-Z-Boy。这主要是因为顾家人工成本较美国更低, 生产效率更高, 且La-Z-Boy自营门店较多, 自营门店占整体门店数量的17.3%

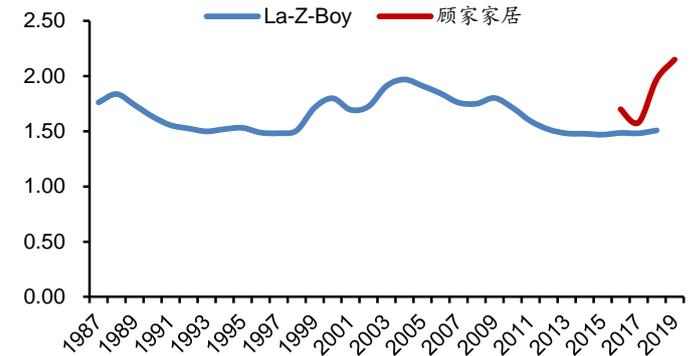
对标La-Z-Boy, 顾家资产运营效率仍有较大提升空间。 La-Z-Boy资产周转率较高, 三十年来一直维持在1.6以上, 上市后顾家资产周转率不断降低, 2019年仅有0.97。

图47: La-Z-Boy和顾家销售净利率对比



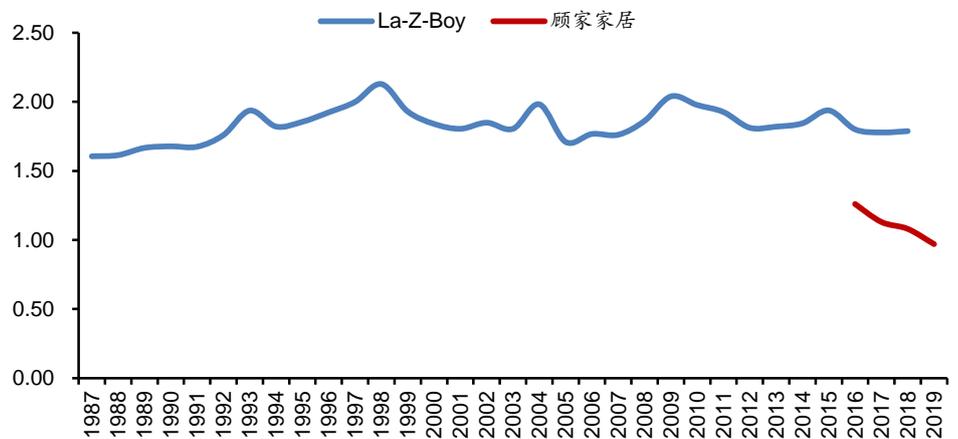
数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图48: La-Z-Boy和顾家权益乘数对比



数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图49: La-Z-Boy和顾家资产周转率对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

La-Z-Boy估值对顾家借鉴思考: 结合La-Z-Boy的历年收入增速水平、净利润增速水平、ROE水平来看, 去除波动较大的年份, 市场一直给予La-Z-Boy一定估值溢价, 净利润增速水平、ROE水平都维持在10%左右波动, 但估值可以给予14-20倍的水平, 因此对于净利率和ROE都远高于La-Z-Boy的顾家, 如果未来顾家能保持20%以上的ROE, 净利润增速与收入匹配, 预计维持估值溢价。

七、盈利预测及投资评级

(一) 盈利预测

(1) 收入内外销基本面

我们认为未来两年软体行业面临较好的市场前景, 内销方面: 依托竣工趋势向好, 预计未来4-5个季度竣工增速持续上行, 软体家具不易受到精装房冲击, 同时存量市场空间打开助力软体行业增长, 随着消费者对软体家具重视程度提高, 有望推动软体家具行业规模进一步扩大。

外销方面: 疫情不改外销触底回升趋势, 贸易战与反倾销双重关税下, 导致国

内小厂无法出口，自去年3月以来主流软体企业开启产能转移，预计今年将陆续进入产能达产期，反而助力外贸订单有望向龙头企业集中。2020年全球新冠肺炎全球肆虐，目前看来软体家具主要出口国美国由于人文因素原因，预计居民日常活动影响有限，且上半年整体为淡季，因此预计肺炎对软体出口影响有限。

(2) 分业务收入情况

从业务层面来看，公司产品矩阵整合成效显著，多品类、多品牌的大家居战略稳步推进。(1) **沙发业务**：产能持续扩张，融合店持续推进，推动中低端产品线，实现产品矩阵进一步扩充，扩大消费者覆盖面；海外客户持续优化，海外产能转移推动外销业务持续向好。参考海外行业发展历程，软体行业仍有整合的可能性，功能沙发渗透率预计将持续提升，助力公司在整体沙发行业市占率稳步走高。(2) **软床和床垫业务**：内销大家居战略推进，有望加强沙发与床品联动，外销堡垒并表实现稳健增长。美国床垫CR4集中度较高，中国床垫市场大而分散，中小企业居多，2017年我国床垫CR4仅为12%左右，顾家依托于强渠道、强产品的核心竞争力有望进一步提升其在床垫市场的份额。(3) **定制业务**：打造差异化竞争，推动定制、沙发、床垫进行整合，实现全品牌协同增长。随着公司新定制产能的投放以及门店的持续开拓，定制业务市场份额有望持续增长。(4) **配套产品（集成产品）及其他业务**：打造全品类、多层次产品矩阵，进一步完善零售品类。

(3) 毛利率与费用率情况

同时，由于原材料稳定以及公司运营效率的提升，我们预计未来两年公司盈利能力将保持稳定。(1) **原材料、人民币汇率趋势向好**。相较于2017年底与2018年初，当前汇率仍处于贬值区间，同时由于整体行业需求并未有大幅起色，因此判断原材料水平预计今年维持稳定，叠加油价下滑，助力软体企业盈利水平维持稳定。

(2) **信息化推动助力营运效率提升**。供应链升级优化、信息化系统推进助力管理、运营效率持续提升。待信息化系统落实后有望降低经销商开店、装修、仓储物流等成本，助力公司向零售业态转型。(3) **费用率情况预计维持稳定**。虽疫情后公司宣布替经销商承担全年干线物流费用，但同时展会、一季度销售支出也大幅减少，整体来看全年费用率情况预计保持稳定。

表8：公司业务拆分预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
沙发业务					
营业收入（百万元）	5144.16	5830.82	6471.90	7673.29	8764.48
YoY	39.31%	13.35%	10.99%	18.56%	14.22%
毛利率	34.87%	32.43%	29.2%	29.5%	30.1%
毛利润（百万元）	1793.77	1890.93	1889.80	2263.62	2638.11
软床和床垫业务					
营业收入（百万元）	1132.03	1952.84	2208.24	2567.65	3084.66
YoY	27.80%	72.51%	13.08%	16.28%	20.14%
毛利率	38.23%	35.05%	31.65%	32.40%	32.48%
毛利润（百万元）	432.75	684.49	698.91	831.92	1001.90
定制业务					
营业收入（百万元）	212.10	343.00	411.60	514.50	643.12
YoY	145.8%	61.7%	20.0%	25.0%	25.0%

毛利率	29.96%	35.77%	33.0%	33.5%	34.0%
毛利润 (百万元)	63.55	122.69	135.83	172.36	218.66
配套产品/集成产品					
营业收入 (百万元)	1292.35	1906.19	2382.74	2930.77	3516.92
YoY	32.09%	18.39%	25.00%	23.00%	20.00%
毛利率	26.20%	24.19%	20.00%	21.00%	22.00%
毛利润 (百万元)	338.60	461.11	476.55	615.46	773.72
红木家具					
营业收入 (百万元)	158.10	143.21	121.73	127.81	134.20
YoY	40.07%	-9.42%	-15.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.95%	25.29%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利润 (百万元)	22.05	36.22	30.43	33.48	35.15
信息技术服务					
营业收入 (百万元)	332.19	405.27	445.80	490.38	539.41
YoY	90.8%	22.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	87.31%	87.63%	87.6%	87.6%	87.6%
毛利润 (百万元)	290.04	355.14	390.65	429.72	472.69
合计					
营业收入 (百万元)	9,172	11,094	12,476	14,757	17,154
YoY	37.6%	20.9%	12.5%	18.3%	16.2%
毛利率	36.4%	34.9%	34.5%	34.6%	34.9%
毛利润 (百万元)	3,336	3,867	4,301	5,111	5,989

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

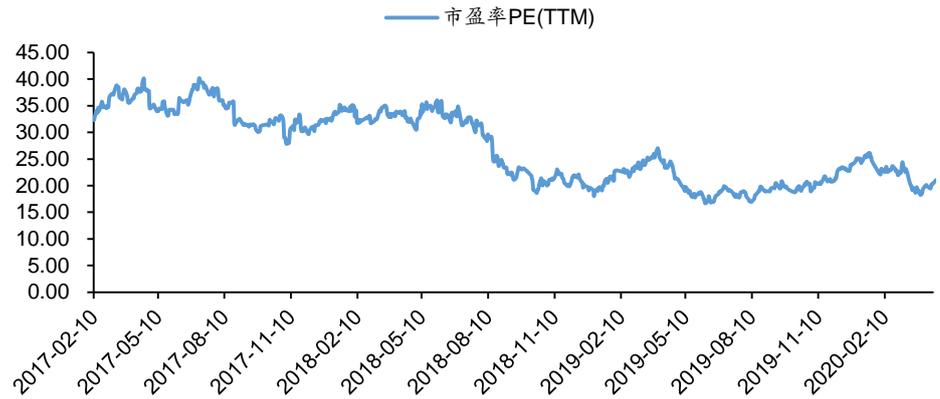
注: 公司 2019 年年报中变更配套产品名称为集成产品。

(二) 估值探讨

预计公司2020-2022年归母净利润分别为13.2、15.5、18.1亿元,当前股价对应2020年27.3xPE,从历史估值角度看,在2017年至2018年行业景气度较好时,公司估值基本维持在30倍以上,2019年受海外贸易格局变化以及内部组织架构调整,收入利润大幅放缓,导致估值中枢下滑,但最低估值水平仍在20倍左右。

随着2020年下半年内销景气度逐步提升,外销疫情限制逐渐解除,叠加公司内部运营效率改善,一旦内生业绩确认持续向好,估值中枢有望向30倍左右提升。综合考虑可比公司估值,永艺股份业务以外销为主,当前估值为25倍,喜临门对应估值11倍,2019年公司估值水平为可比公司平均水平的1.3倍,公司作为软体家具行业龙头,核心竞争力相较永艺股份、喜临门优势明显,业绩增长的稳健性随着内部管理优化后,有望进一步加强,夯实长期护城河,叠加中期竣工景气度有望持续向好,但相比2017-2018年景气度稍弱,因此给予2020年公司估值水平为可比公司平均水平的1.5倍,给予公司2020年28倍PE估值,对应合理价值61.04元/股,维持“买入”评级。

图50: 公司PE (TTM)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表9: 可比公司估值表

	公司简称	股价(元)	EPS (元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603600.SH	永艺股份	16.06	0.60	0.64	0.76	20.49	25.09	21.13
603008.SH	喜临门	11.64	0.97	1.02	1.16	15.91	11.41	10.03
平均值						18.20	18.25	15.58
603816.SH	顾家家居	59.6	1.93	2.18	2.56	23.70	27.34	23.28

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 永艺股份、喜临门 EPS 来自 Wind 一致性预期, 当前股价为 2020 年 7 月 21 日收盘价

八、风险提示

地产交付走弱影响产品销售; 反倾销范围扩大, 海外产能受影响; 并购品牌整合不力; 房地产周期导致行业竞争加剧; 投后管理不达预期, 原材料价格上涨影响盈利水平; 信息化系统推进不达预期, 疫情导致同业竞争风险加剧。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,943	6,113	6,443	7,701	8,898
货币资金	1,592	2,958	2,929	3,629	4,181
应收及预付	975	1,067	1,091	1,290	1,499
存货	1,162	1,266	1,433	1,612	1,866
其他流动资产	1,213	822	990	1,170	1,352
非流动资产	5,557	6,147	6,528	6,780	7,285
长期股权投资	290	239	219	219	219
固定资产	1,458	1,854	2,066	2,390	2,718
在建工程	364	442	550	358	416
无形资产	688	755	795	835	875
其他长期资产	2,757	2,857	2,899	2,979	3,059
资产总计	10,500	12,260	12,971	14,480	16,183
流动负债	3,594	4,498	4,502	5,041	5,603
短期借款	120	287	150	160	180
应付及预收	2,022	2,801	2,748	3,098	3,422
其他流动负债	1,452	1,410	1,604	1,783	2,001
非流动负债	1,895	1,462	1,216	1,016	866
长期借款	1,067	474	424	374	324
应付债券	778	837	637	487	387
其他非流动负债	49	150	154	154	154
负债合计	5,489	5,959	5,718	6,057	6,469
股本	430	602	604	604	604
资本公积	2,323	2,205	2,205	2,205	2,205
留存收益	2,156	2,904	3,822	4,919	6,124
归属母公司股东权益	4,678	5,906	6,797	7,894	9,099
少数股东权益	333	394	456	529	614
负债和股东权益	10,500	12,260	12,971	14,480	16,183

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,172	11,094	12,476	14,757	17,154
营业成本	5,836	7,226	8,175	9,646	11,165
营业税金及附加	82	79	89	105	122
销售费用	1,789	2,073	2,183	2,672	3,057
管理费用	244	292	341	391	446
研发费用	137	198	238	285	343
财务费用	25	104	98	78	67
资产减值损失	-17	-8	-22	8	8
公允价值变动收益	-1	18	10	8	8
投资净收益	106	140	162	192	172
营业利润	1,158	1,292	1,543	1,834	2,195
营业外收支	160	230	250	270	260
利润总额	1,318	1,522	1,793	2,104	2,455
所得税	312	302	412	484	565
净利润	1,007	1,220	1,380	1,620	1,890
少数股东损益	17	59	62	73	85
归属母公司净利润	989	1,161	1,318	1,547	1,805
EBITDA	1,228	1,432	1,861	1,868	2,232
EPS (元)	2.30	1.93	2.18	2.56	2.99

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,010	2,124	1,249	1,454	1,671
净利润	1,007	1,220	1,380	1,620	1,890
折旧摊销	143	207	410	210	210
营运资金变动	-82	648	-242	21	-52
其它	-58	48	-299	-397	-377
投资活动现金流	-1,985	305	-444	-36	-322
资本支出	-716	-756	-514	-106	-371
投资变动	-2,339	484	-80	-100	-100
其他	1,070	577	150	170	150
筹资活动现金流	1,587	-1,046	-835	-718	-797
银行借款	1,850	1,335	-187	-40	-30
股权融资	400	4	2	0	0
其他	-663	-2,385	-650	-678	-767
现金净增加额	652	1,383	-30	700	552
期初现金余额	841	1,493	2,958	2,929	3,629
期末现金余额	1,493	2,875	2,929	3,629	4,181

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	37.6%	20.9%	12.5%	18.3%	16.2%
营业利润增长	38.6%	11.5%	19.4%	18.9%	19.7%
归母净利润增长	20.3%	17.4%	13.5%	17.4%	16.7%
获利能力					
毛利率	36.4%	34.9%	34.5%	34.6%	34.9%
净利率	11.0%	11.0%	11.1%	11.0%	11.0%
ROE	21.2%	19.7%	19.4%	19.6%	19.8%
ROIC	11.8%	11.9%	12.6%	13.0%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	48.6%	44.1%	41.8%	40.0%
净负债比率	109.6%	94.6%	78.8%	71.9%	66.6%
流动比率	1.38	1.36	1.43	1.53	1.59
速动比率	1.04	1.07	1.10	1.19	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.90	0.96	1.02	1.06
应收账款周转率	9.84	10.96	12.17	12.17	12.17
存货周转率	7.89	8.76	8.70	9.15	9.19
每股指标 (元)					
每股收益	2.30	1.93	2.18	2.56	2.99
每股经营现金流	2.35	3.53	2.07	2.41	2.77
每股净资产	10.87	9.81	11.25	13.07	15.06
估值比率					
P/E	19.57	23.70	27.32	23.28	19.94
P/B	4.14	4.66	5.30	4.56	3.96
EV/EBITDA	16.11	18.50	18.64	18.10	14.84

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：研究助理，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。

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 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
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。