

家居行业研究

行业深度研究

证券研究报告

轻工组

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

AI+家居行业专题（二）—AI 发展对传统家居行业流量入口与集中度有何影响？

投资逻辑

行业发展大势下，众多新兴智能家居系统品牌诞生，已占据行业前列：根据 CSHIA 统计，2022 年中国智能家居市场规模为 6515.6 亿元，2016-2022CAGR 为 16.5%。智能家居行业近年来快速扩容，已经历了单品智能到场景智能阶段，目前正在从多场景智能联动阶段向全屋主动智能阶段过渡，并且在行业快速发展过程中，众多非传统家具、家电品牌的新兴智能家居系统企业诞生，根据奥维云网统计，UIOT 超级智慧家/睿住智能/狄耐克在精装房市场中的份额 2022 年已分别达 9.1%/8.5%/6.2%，在智能家居系统市场中份额位居前列，此外，华为、小米等巨头也早已开始在相关领域布局。

智能家居系统厂商是否会占据传统家居产品流量入口：短期来看，我们认为全屋智能家居解决方案提供商或较难显著影响传统家居企业（非家电类）流量入口，主要基于两方面原因：1) 全屋智能系统仍存痛点：站在当前时点，由于全屋智能系统尚在发展初期，还面临基础设施不完备、被动智能等瓶颈，同时设计安装全流程服务也较难跟进，消费者体验感仍有较大提升空间，后续在 AI 迭代发展助力下或仍有部分痛点待解决。2) 传统家居产品（非家电类）品类特性限制：其对远程控制的需求度不高，并且目前传统家居产品自身智能化程度仍较低，即使全屋系统逐步具备主动感知、交互能力，传统家居产品短期或仍较难与其他单品在主动智能的场景中产生协同。而中长期来看，随着消费者对于智能化体验要求进一步提升，并且供给端逐步解决当前的相关痛点，全屋智能系统厂商（解决方案提供商）或许也将对传统家居产品原流量入口产生冲击。

AI 发展对传统家居行业格局影响几何：

- **分析框架：**此前我们在《家居供给侧解构新思：“整家定制”能否破解集中度难题？》报告中，提出家居行业供给侧研究新框架，我们认为家居企业在组织能力构建为顶层竞争要素的基础下，直接推动格局变化的是四项能力（对应服务链条的不同环节）的比拼（即产品研发与迭代、供应链整合与生产能力、信息化、渠道管理与赋能能力）。在 AI 时代该框架或仍然适用，AI 对于传统家居行业的格局影响或可从 AI 为上述四项能力带来的变化进行探究。
- **具体影响路径：**此前头部家居企业虽然随着四项能力的领先优势扩大，其份额可稳步提升，但由于：1) 企业受限于技术、成本等原因，仍不具备全面个性化定制能力，价位段、产品类型、风格的约束使得无法覆盖所有客群；2) 目前家居产业链仍有较多环节以人为主导，存在人工的产能和效率瓶颈，两方面因素共同使得终端流量获取及转化率均存在对应提升瓶颈，一定程度上限制了行业集中度提升的速度与上限。而在 AI 助力下，头部企业四项能力将持续迭代突破，使头部企业真正实现完全个性化定制能力的同时，突破人工导致的各环节效率、产能瓶颈。在此基础上，头部企业有望显著扩大自身优势，加速提升份额，相应人力因素导致的瓶颈突破后也有望进一步打开行业集中度天花板。

投资建议与估值

基于我们提出的家居行业供给侧研究框架，AI 或将助力头部企业份额加速提升，在打破原本因人力限制造成的成长瓶颈后，行业集中度上限也有望进一步提升。推荐重点关注各环节信息化、数字化能力及智能制造领先的头部家居企业欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居、慕思股份。

风险提示

AI 应用落地速度与效果不及预期；竣工速度低预期；原材料价格大幅上涨。

内容目录

1. 智能家居持续迭代发展，传统家居行业流量入口是否会受影响？	4
1.1 行业正向全屋主动智能阶段迈进，新兴智能家居系统品牌份额领先	4
1.2 AI 发展趋势下，智能家居系统厂商能否占据传统家居产品流量入口？	5
2. AI 发展对传统家居行业格局影响几何？	8
2.1 产品研发方面：AI 助力新品推出更精准、更高效	9
2.2 信息化（设计能力）方面：AI 有望显著提升全屋方案设计效率与效果	10
2.3 生产能力方面：AI 助力实现全面个性化定制，拉升生产效率与品质	11
2.4 AI 助力下，渠道赋能及管理的精准度与广度或可显著提升	13
3. 投资建议	14
4. 风险提示	15
附录：全屋智能企业梳理	16
1.1 华为：全屋智能引领交互革命，1+2+N 解决方案全面升级	16
1.2 小米：打造完善全屋智能生态链，多场景全方位布局智能生活	18
1.3 UIOT 超级智慧家：全屋智能家居系统企业，提供整体云及硬件一体化服务	21

图表目录

图表 1：智能家居从单品为核心向场景为核心阶段发展	4
图表 2：中国智能家居市场快速扩容（亿元，%）	5
图表 3：2021 年中国智能家居细分市场规 模（亿元）	5
图表 4：中国智能家居产品使用率占比情况	5
图表 5：2022 年智能家居系统精装修市场格局	5
图表 6：短期内全屋智能难以影响传统家居企业流量入口	5
图表 7：消费者更青睐购买智能家居单品	6
图表 8：全屋智能有线技术方案与无线技术方案主要优势对比	6
图表 9：全屋智能前装市场解读	7
图表 10：全屋智能后装市场解读	7
图表 11：起床唤醒场景被动智能及主动智能机制对比	7
图表 12：消费者对传统家居智能程度关注度较低	8
图表 13：拆解获客单全过程	9
图表 14：阿里平台沙发头部品牌 sku 数量明显领先电商品牌	9
图表 15：阿里平台床垫头部品牌 sku 数量明显领先电商品牌	9
图表 16：中国家居消费者越来越关注家装风格搭配	10
图表 17：顾家经销商新品及次新品营收占比超 80%	10
图表 18：传统家居头部企业研发费用高（百万元）	11
图表 19：家居企业使用酷家乐系统后设计端提效明显	11
图表 20：三维家软件大幅提升出图效率	11
图表 21：家居企业使用酷家乐系统后生产端提效明显	12
图表 22：索菲亚工厂平均交货周期显著缩短	12

图表 23:	欧派存货周转率显著提升	12
图表 24:	生产智能化降低单位人工成本 (元)	13
图表 25:	家具质量问题投诉率呈现降低趋势	13
图表 26:	欧派渠道赋能举措	13
图表 27:	各公司衣柜单店提货额稳步提升 (万元)	14
图表 28:	各公司橱柜单店提货额稳步提升 (万元)	14
图表 29:	各公司单一经销门店总部销售人员数量 (人)	14
图表 30:	各公司单一门店对应销售费用 (万元)	14
图表 31:	各家居公司盈利预测表 (市盈率法)	15
图表 32:	不同企业全屋智能系统对比	16
图表 33:	华为推出 1+2+N 全屋智能解决方案	16
图表 34:	PLC 全屋智能解决方案	16
图表 35:	全屋 Wi-Fi6+ 覆盖无死角	16
图表 36:	华为起床唤醒场景	17
图表 37:	丰富生态奠定子系统基石	17
图表 38:	华为提供前装/后装全屋智能实现方式	18
图表 39:	小米全屋智能实现形式	18
图表 40:	小米网络连接主要依托 Wifi 及蓝牙	19
图表 41:	小米智能家庭生态	19
图表 42:	小米智能家庭子系统及解决方案	20
图表 43:	米家智能家居部分产品及相关生态链公司	20
图表 44:	IoT 与生活消费品收入稳步提升 (亿元, %)	21
图表 45:	连接设备数量逐年提升 (百万台, %)	21
图表 46:	拥有五个及以上设备用户数量逐年提升 (百万人, %)	21
图表 47:	小爱同学及米家 APP 月活及增速 (百万人, %)	21
图表 48:	UIOT 全屋智能实现形式	21

1. 智能家居持续迭代发展，传统家居行业流量入口是否会受影响？

根据 CSHIA 统计，2022 年中国智能家居市场规模为 6515.6 亿元，2016-2022CAGR6 为 16.5%。智能家居行业近年来快速扩容，已经历了单品智能到场景智能阶段，目前正在从多场景智能联动阶段向全屋主动智能阶段过渡，并且在行业快速发展过程中，众多非传统家具、家电品牌的企业入局，在智能家居系统市场中份额位居前列，这些新兴智能家居系统企业是否会影响到传统家居产品流量入口已成为市场核心关注点之一。整体来看，站在目前节点，我们认为由于全屋智能系统仍存痛点，叠加传统家居产品（非家电类）品类特性限制，短期内全屋智能家居解决方案提供商仍较难占据传统家居产品的流量入口。而中长期来看，随着消费者对于智能化体验要求进一步提升，并且供给端也已经解决当前时点的相关痛点，全屋智能解决方案提供商或将对传统家居品牌流量入口产生影响。

1.1 行业正向全屋主动智能阶段迈进，新兴智能家居系统品牌份额领先

多场景智能联动向全屋主动智能阶段发展：智能家居是以住宅为平台，利用物联网、云边计算、人工智能等技术将家居生活有关设备升级并集成，使其具有集中管理、远程控制、互联互通、自主学习等功能，为住户创造包括安全、娱乐、运动等多种生活场景。通过拆解智能家居的发展阶段，我们认为智能家居的发展起始于智能单品阶段，这一阶段聚焦于各细分品类的智能升级，各家电巨头纷纷入局，智能音箱、门锁等产品层出不穷；随着单品智能化逐步普及开，底层通信协议互通，以单场景为中心、智能单品为纽带的智能互联解决方案开始兴起，中控系统进一步迭代升级打通了场景间难以互联的壁垒，全屋智能雏形初现，过程中催生了如小米、华为、海尔等全屋智能解决方案提供商。而随着 AI 技术的进一步迭代升级，以人为核心、满足用户交互需求及情感需求的全屋主动智能阶段正在显现。目前智能家居行业正处于多场景智能联动（3.0 阶段）向全屋主动智能（4.0 阶段）过渡。

图表1：智能家居从单品为核心向场景为核心阶段发展



来源：艾媒咨询，CBNData，国金证券研究所

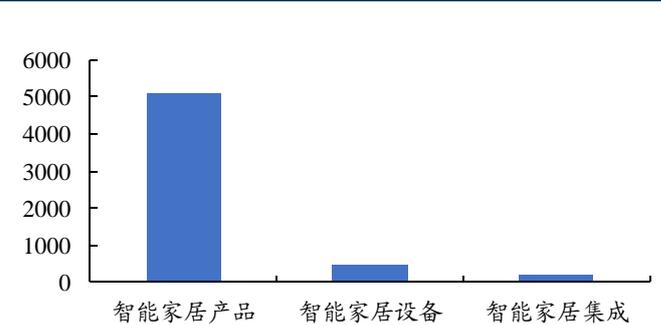
智能家居市场规模已超 6500 亿元，全屋智能新势力份额领先：根据 CSHIA 统计，2022 年中国智能家居市场规模为 6515.6 亿元，2016-2022CAGR6 为 16.5%，近年来持续扩容。从 2022 年中国智能家居产品使用率占比来看，智能家电、智能锁、智能音响的使用频率最高，占比合计为 55.4%。从市场格局角度看，根据奥维云网统计，2022 年智能家居系统精装修市场 CR5 为 37.9%，其中 UIOT 超级智慧家/睿住智能/华为为精装修市场份额分别为 9.1%/8.5%/8.0%，非传统家具、家电或互联网企业的新兴品牌在全屋智能家居解决方案市场已占据一席之地。

图表2: 中国智能家居市场快速扩容 (亿元, %)



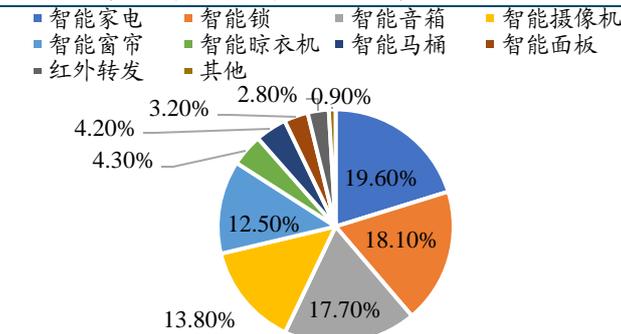
来源: CSHIA、中商产业研究院, 国金证券研究所

图表3: 2021年中国智能家居细分市场规模 (亿元)



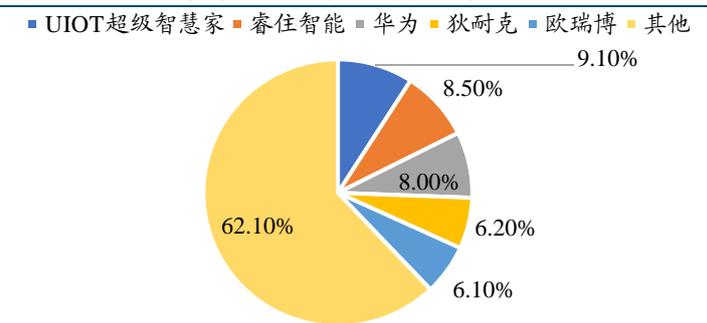
来源: 共研网, 国金证券研究所

图表4: 中国智能家居产品使用率占比情况



来源: CSHIA, 中商产业研究院, 国金证券研究所

图表5: 2022年智能家居系统精装修市场格局

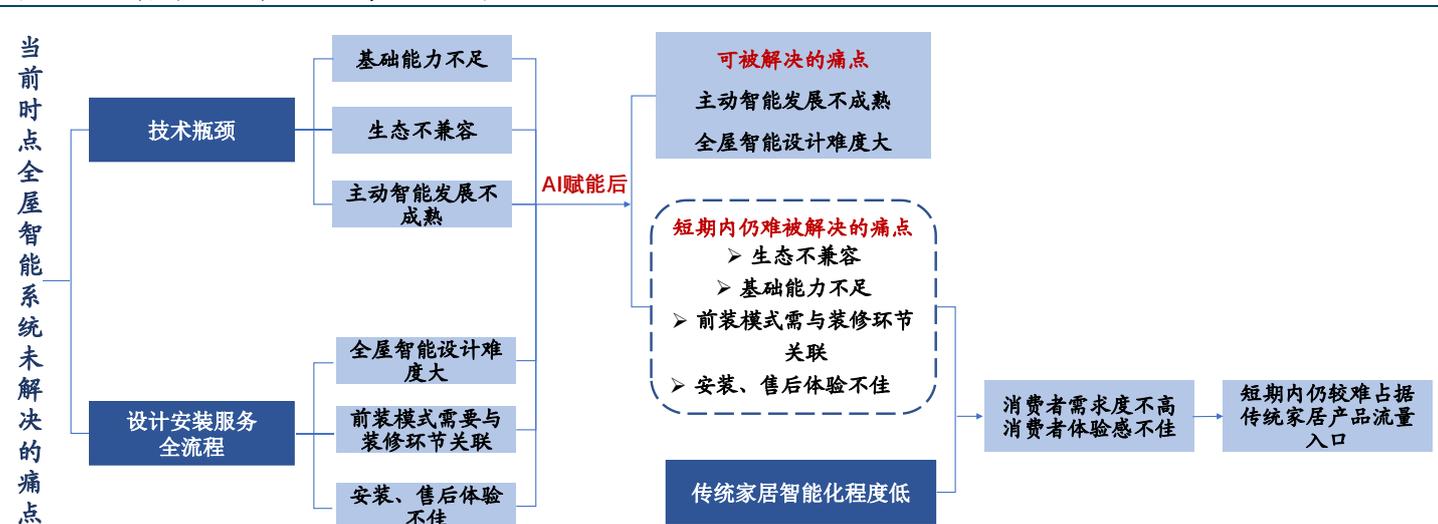


来源: 奥维云网, 国金证券研究所

1.2 AI 发展趋势下, 智能家居系统厂商能否占据传统家居产品流量入口?

我们认为短期内全屋智能家居解决方案提供商或较难显著影响传统家居企业流量入口, 主要基于两方面原因: 1) 全屋智能系统仍存痛点: 站在当前时点, 由于全屋智能系统尚在发展初期, 还面临基础设施不完备、被动智能等瓶颈, 同时设计安装全流程服务也较难跟进, 消费者体验感仍有较大提升空间, 后续在 AI 迭代发展助力下或仍有部分痛点待解决。2) 传统家居产品 (非家电类) 品类特性限制: 其对远程控制的需求度不高, 并且目前传统家居产品自身智能化程度仍较低, 即使全屋系统已经具备主动感知、交互能力, 传统家居产品或仍较难与其他单品在主动智能的场景中产生协同。而中长期来看, 随着消费者对于智能化体验要求进一步提升, 并且供给端也已经解决当前时点的相关痛点, 全屋智能解决方案提供商或将对传统家居品牌流量入口产生影响。

图表6: 短期内全屋智能难以影响传统家居企业流量入口

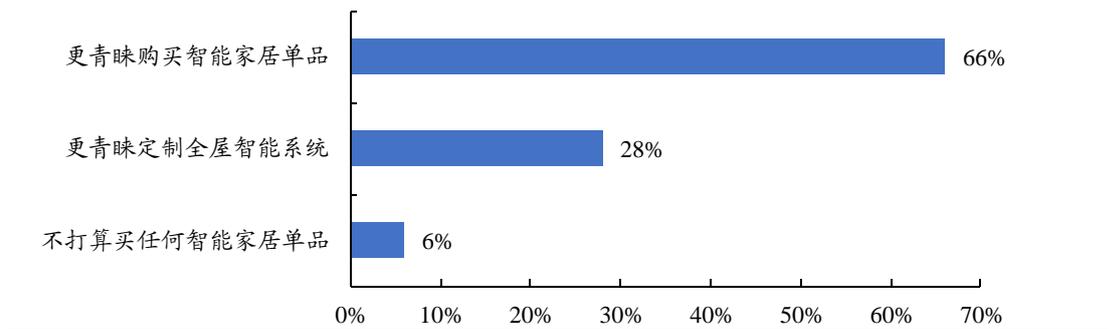


来源: 国金证券研究所

1.2.1 全屋智能系统：目前仍有较多痛点亟待解决

在物联网技术、硬软件系统及 AI 技术的持续迭代下，全屋智能逐渐从概念层面走进实际生活中。但目前全屋智能系统仍然面临被动智能、基础能力不足，前装模式需与装修相结合、安装售后服务体验差等亟待解决的痛点。在此情况下，消费者现阶段仍更青睐智能单品，全屋智能系统选择度相对较低。根据 2021 年消费者对智能家居产品购买意愿调查显示，66%的消费者倾向于购买智能家居单品，仅有 28%的消费者会选择定制全屋智能系统。技术瓶颈及设计安装流程较为复杂繁琐导致的体验感不佳或是消费者现阶段更青睐智能单品的核心原因。

图表7：消费者更青睐购买智能家居单品



来源：CBNData，国金证券研究所

AI 助力下短期内仍无法解决的痛点：

➤ 技术瓶颈

- 1) 生态不兼容：目前智能化已经在单品中普及开，但全屋智能系统可能存在生态不兼容的问题，如小米生态链产品难以接入华为全屋智能系统，消费者在单品的选择上有较大局限性。
- 2) 基础能力不足：目前物联网通信技术分为无线和有线方案，前者以 Wifi、蓝牙及 ZigBee 为主，后者以 KNX、PLC 为主。i) 无线传输信号不稳定：当前主流智能家居系统多采用无线接入，随着智能设备数量增多，家庭中无线通讯越来越频繁，不同网络之间可能会形成干扰，组网超负荷可能会导致设备断联。ii) 有线传输尚在发展初期：有线技术目前应用处于早期，尚未形成稳定规模与份额，且对前期设计、安装、预算要求较高。iii) 传感器技术发展瓶颈：目前传感器局限于人体移动、光照、空气质量等基础方面，且测量精准度往往受周边环境因素、网络延迟等因素出现误差，而要实现完全智能需要更多种类、更精确的信息以提升用户体验。

图表8：全屋智能有线技术方案与无线技术方案主要优势对比



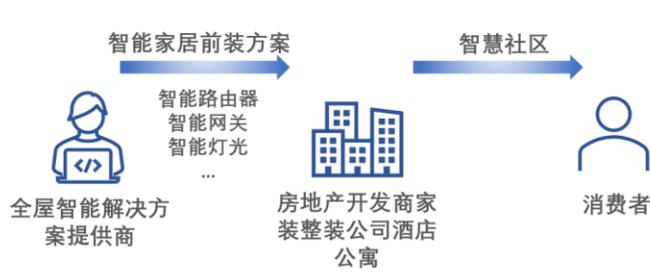
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

➤ 设计安装全流程服务

- 1) 前装模式需要与装修环节关联：目前全屋智能的实现分为前装与后装两种模式，前装指线路走向、开关预留、功能联动、设备安装、系统调试等都需与装修同步进行，有线+无线的双传输模式使得全屋智能系统更加稳定；后装则是在软硬装结束后再配置智能家居系统，以无线传输为主，受制于原先的装修环境及非智能设备只能实现部分智能。因此，若用户想要实现真正意义上的全屋智能，只能选择前装模式，需结合装修环节对住宅进行改造，对于目前的大量已交付非智能新房及存量住宅消费者而言，整体安装过程将较为繁琐。
- 2) 安装、售后体验差：由于全屋智能尚在发展初期，各方案提供商在安装、售后等服务方面仍没有建成较完善的体系，因此在安装过程中，存在因部分厂商专业安装

人才短缺导致安装工期不定的现象；在实际使用过程中可能会出现乱收费、代理商相互推诿等不良现象，从而影响用户体验。

图表9：全屋智能前装市场解读



图表10：全屋智能后装市场解读



来源：亿欧智库，国金证券研究所

来源：亿欧智库，国金证券研究所

AI 助力下未来能够被解决的痛点：

➤ 技术瓶颈

主动智能尚在初级阶段：全屋智能系统的智能化程度一方面取决于智控系统内置芯片 AI 算法的成熟度与精准度，另一方面依赖于用户生活习惯的行为数据库的丰富程度，AI 基于数据库进行自我学习与推理从而形成智能解决方案。当前受制于 AI 技术的发展，系统主动智能仍在初级阶段，仍以单点、线性操控为主。未来随着 AI 算法更加成熟、自主学习能力提升，全屋智能系统将能够主动感知用户需求，从而自主构建不同场景，提升使用体验。

➤ 设计安装全流程服务

全屋智能设计难度大：在进行全屋智能的设计时，需要考虑用户需求、房屋结构等因素，布线时预设传感器、网关、设备位置，根据不同的需求和实际情况，进行灵活的设计，才能确保全屋智能的运行效果。此外，更高功能的全屋智能往往需要多个设备联动，如智能安防的布局会用到传感器、智能门锁、智能猫眼、智能中控一系列设备联合发挥效力。需求的个性化及设计的复杂性使得业主自主设计难度大，往往需要专业设计师协助下实现。未来随着 AI 进一步升级迭代，设计端或可实现 AI 自主设计，实现精准、合理布局的同时提升用户体验感。

图表11：起床唤醒场景被动智能及主动智能机制对比



来源：华为发布会，国金证券研究所

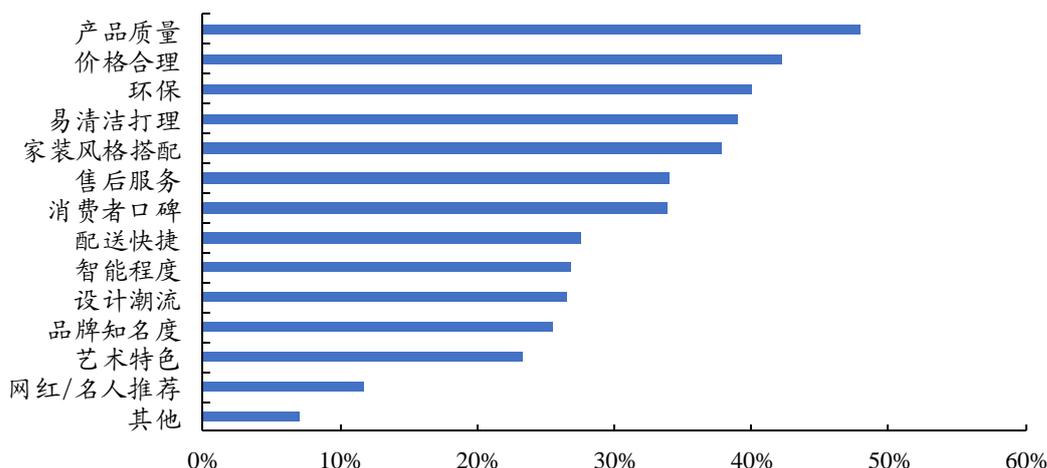
1.2.2 传统家居产品：智能化程度仍较低，产品迭代需跟进

传统家居产品远程控制需求度低：由于目前全屋智能系统仍处于由被动智能向主动智能的过渡阶段，大部分情况下仍需要人为预设场景后由中控系统控制单品的开关来构建服务场景，通过系统实现远程控制替代人为操作提升用户体验感。但传统家居本身产品属性决定了用户体验建立在直接使用该产品的基础上，不同于灯具、窗帘等产品，其远程控制开关的需求度较低，即远程控制并不能够提升用户体验感。

产品本身智能化程度仍低，即使在主动智能环境下短时间内也难与其他单品形成协同作用：传统家居品类智能性程度普遍还较低，如智能功能在衣柜、厨柜等定制家居上运用仍较少，而沙发、床类产品的智能化水平还处在初级阶段。在此情况下，即使 AI 技术持续优化，全屋智能系统具备主动智能基础，但受产品本身智能化水平较低的限制，也难与其他单品联通交互形成主动智能场景。

整体来看，全屋智能系统处在发展初期、传统家居本身智能化程度也较低，供给端难以提供能够满足消费者需求、切实提升体验感的产品，因此消费者对于传统家居的需求仍集中在质量、性价比、家装风格搭配等方面，对于智能化的要求程度不高，根据艾媒咨询统计，在 2021 年消费者家居消费关注因素中，产品质量/价格合理/环保占比分别为 47.9%/42.2%/40.0%，对于智能程度需求关注度仅为 26.9%。全屋智能解决方案提供商所具备的科技优势在传统家居产品上的应用场景仍需进一步探索，在相应便利性、智能化程度仍不高的情况下，传统家居产品被全屋智能系统品牌商连带销售的契机仍不充分。

图表12：消费者对传统家居智能程度关注度较低

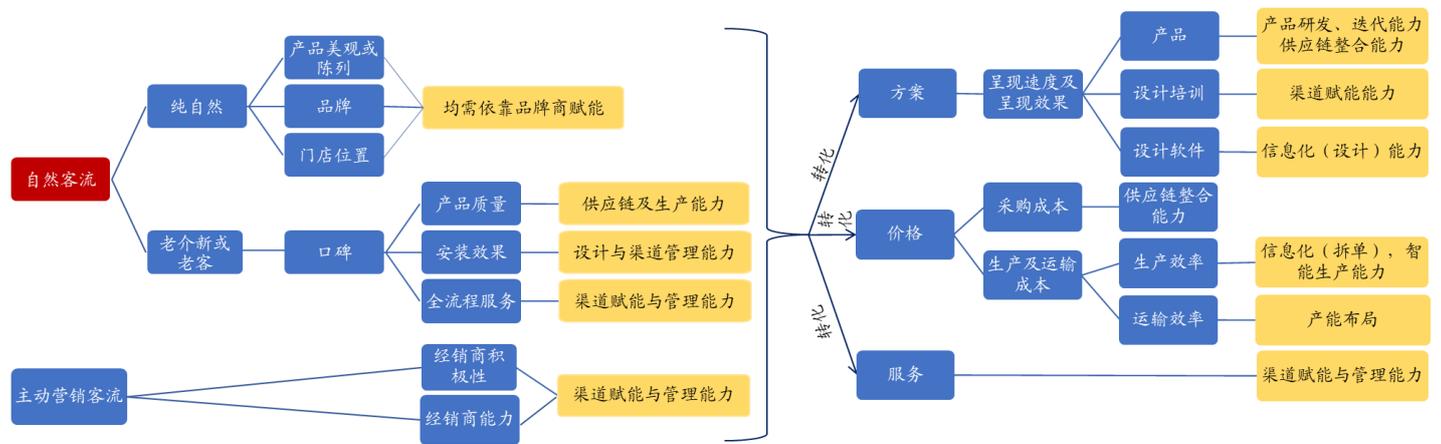


来源：艾媒咨询，国金证券研究所

2. AI 发展对传统家居行业格局影响几何？

此前我们在《家居供给侧解构新思：‘整家定制’能否破解集中度难题？》这篇报告中，提出家居行业供给侧研究框架，我们认为家居企业在组织能力构建为顶层竞争要素的基础上，直接推动格局变化的是四项能力的比拼（产品研发与迭代、供应链整合与生产能力、信息化、渠道管理与赋能能力）。在 AI 时代该框架或仍然适用，AI 对于传统家居行业的格局影响或可从 AI 为上述四项能力带来的变化进行探究。此前头部家居企业虽然随着四项能力的领先优势扩大，其份额可稳步提升，但由于：1) 企业受限于技术、成本等原因，仍不具备全面个性化定制能力，价位段、产品类型、风格的约束使得无法覆盖所有客群；2) 目前家居产业链仍有较多环节以人为主导，存在人工的产能和效率瓶颈，两方面因素共同使得终端流量获取及转化率均存在对应提升瓶颈，一定程度上限制了行业集中度提升的速度与上限。而在 AI 助力下，头部企业四项能力将持续迭代突破，使头部企业真正实现完全个性化定制能力的同时，突破人工导致的各环节效率、产能瓶颈。在此基础上，头部企业有望显著扩大自身优势，加速提升份额，相应人力因素导致的瓶颈突破后，也有望进一步打开行业集中度天花板。

图表13: 拆解获客单全过程

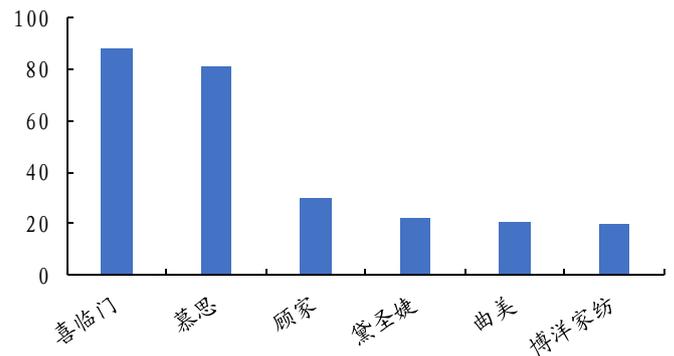
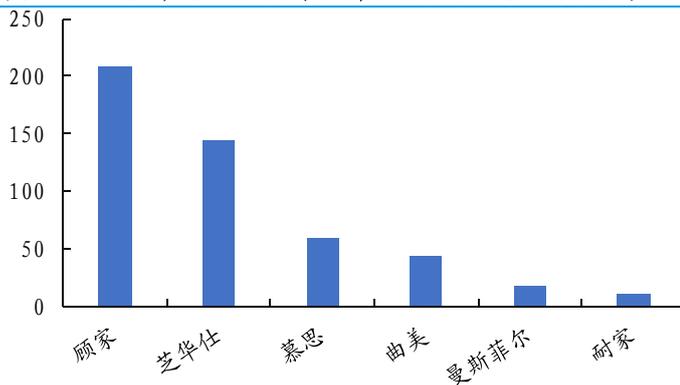


来源: 国金证券研究所

2.1 产品研发方面: AI 助力新品推出更精准、更高效

提升转化率: 随着年轻消费群体正在成为消费主力, 消费需求的更迭速度明显加快, 消费者对于家装风格一体化的诉求也越发明显, 因此对家居企业产品研发、体系化迭代速度提出了更高的要求。AI 或可基于大数据分析出不同时点最受消费者追捧的装修风格, 并及时推出风格一致的套系化产品占领消费者心智, 促进转化率提升。而中小企业相对有限的客户数量难以分摊由产品快速体系化迭代带来的成本压力, 新品推出速度难以满足消费者需求的变化, 根据我们在阿里平台统计, 以沙发和床垫品类为例, 头部品牌目前所拥有的 sku 均远高于线上销量靠前的小品牌, 未来 AI 赋能下, 头部品牌在新品推出的精准度及速度方面的优势将进一步显现。

图表14: 阿里平台沙发头部品牌 sku 数量明显领先电商品牌 图表15: 阿里平台床垫头部品牌 sku 数量明显领先电商品牌



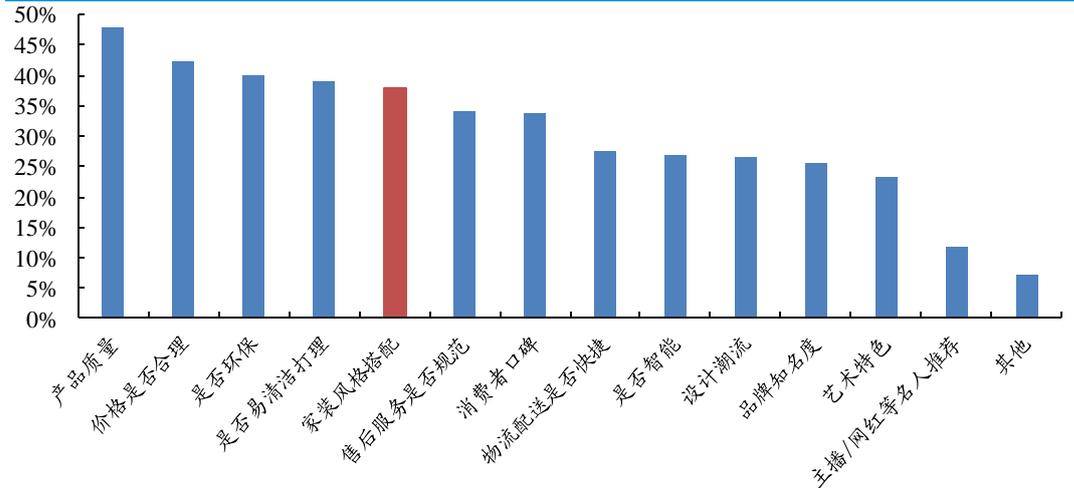
来源: 天猫, 国金证券研究所整理

来源: 天猫, 国金证券研究所整理

➤ AI 赋能产品研发, 满足家居&家装风格一体化需求趋势

在消费升级的时代, 新消费群体对家装风格一体化需求明显提升, 根据调查, 37.8%的中国家居消费者主要关注“家装风格搭配”因素。虽然家装整体配搭风格是否一致在设计环节才能得到较为清晰的呈现, 但产品作为设计端前置环节, 将决定设计端能否呈现出整体装修风格的一体化。AI 或可基于大数据分析出在不同时点消费者最青睐的装修风格, 并将其运用在产品研发阶段, 推出风格一致的套系化产品, 为设计端一体化风格呈现做铺垫。

图表16：中国家居消费者越来越关注家装风格搭配

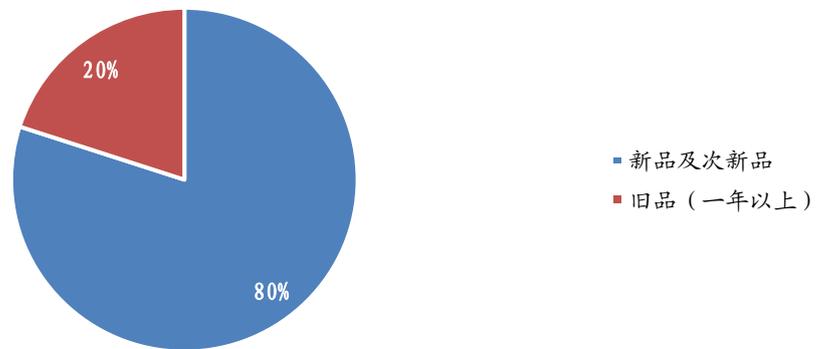


来源：艾媒咨询，国金证券研究所

➤ 针对消费需求改变，AI 助力产品研发更快顺应消费趋势

由于年轻消费群体正在成为主力消费人群，年轻消费者更追求潮流的本质决定了其需求变化的速度更快，根据草根调研反馈，目前大多数顾家家居经销商 80%的收入来源于次新品（推出一一年）及新品（当年推出），供给端产品迭代跟进已经是基础要求。而当前各头部品牌更多是通过市场调研、经销商反馈来判断消费者需求的变化，在时间上可能具有一定滞后性，产品端更是难以做到及时反馈，AI 或可基于丰富数据库对未来消费者需求的变化方向做出预判，使得企业在消费者需求变化方面更具前瞻性，结合消费者对于一体化风格诉求逐步显现，提升符合消费者需求的套系化产品迭代速度，深化头部企业产品端优势。

图表17：顾家经销商新品及次新品营收占比超 80%

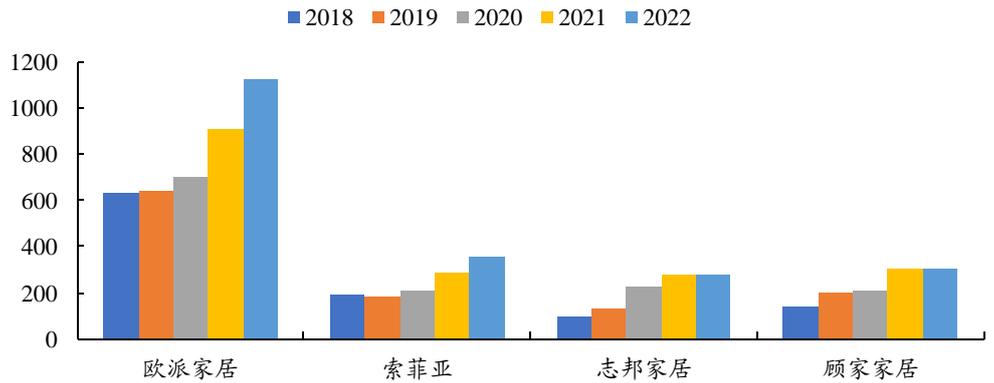


来源：草根调研，国金证券研究所

2.2 信息化（设计能力）方面：AI 有望显著提升全屋方案设计效率与效果

提升转化率：AI 实现进一步赋能设计软件，一方面通过降低设计软件使用门槛、进一步提高设计效率，大幅提升设计产能，另一方面辅助设计师更为精准地抓取消费者需求，优化设计效果实现“所想所说即所见”从而促进客流转化。而中小企业本身难以负担高昂的软件购买及研发费用，在 AI 时代下与头部企业的差距将被进一步拉开，行业将呈现份额进一步向头部品牌集中趋势。此外，AI 延申运用下头部企业突破了设计产能及效果呈现瓶颈，门店转化率或将进一步提升，从而突破自身份额提升上限。

图表18: 传统家居头部企业研发费用高 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

➤ AI 助力提升设计产能

目前 AI 在家居设计中的环节多是扮演生产力工具角色，通过减少重复性工作实现效率提升，头部品牌一般通过自研或外购设计软件赋能设计环节，如箭牌将酷家乐软件导入设计端后设计师下单时间缩短至 70 分钟，三维家推出“3D 秀”功能，将全屋设计出图时间缩短至 10 分钟。导入大模型后一方面或能够降低设计软件使用门槛，门店导购人员也能做出简单效果图从而提升设计产能；另一方面或许能够通过进一步拆解重复性工作，实现更为细化环节的效率提升促进整体设计环节提效，使得单一设计师能够服务更多客户，增加门店客流量，为后期转化做铺垫。

➤ AI 助力下，或可更精准抓取消费者真实需求，实现全面个性化设计

设计效果能否让消费者满意本质上取决于设计师对于消费者需求的理解程度，若设计师能够精准理解消费者的真实需求，将进一步完善设计效果。大模型所具备的强大分析、人机交互能力能够及时响应用户需求，根据用户需求自动优化设计并生成反馈，从而辅助设计师精准抓取消费者真实需求，实现“所想所说即所见”。

图表19: 家居企业使用酷家乐系统后设计端提效明显

公司	设计端
箭牌	设计师下单时间缩短到 70 分钟，订单出错率降低
顶固集创家居	智能渲染出图效率提升 3 倍，设计下单效率提升 50%，成交客单价提高 2-3 倍，一体化订单占比 91%
诗尼曼家居 & AI 家居	“设计智造一体化”下单占比 100%，设计提效 80%
百得胜	“一体化”项目落地后，订单驳回率降低至 12%
华帝家居	订单一次性通过率超过 86%

来源: 酷家乐公众号, 国金证券研究所

图表20: 三维家软件大幅提升出图效率

全屋设计方案流程: 耗时1-2个工作日



3D秀全屋设计流程: 10分钟出图



来源: 三维家公众号, 国金证券研究所

2.3 生产能力方面: AI 助力实现全面个性化定制, 拉升生产效率与品质

增加客群覆盖面+提升转化率: AI 在生产环节的延伸运用一方面能够通过缩短拆单时间、组织高性能设备协同运作突破生产环节效率瓶颈, 显著降低生产成本; 另一方面, 生产全流程智能化将避免人为干预导致的出错率高、产品品质不稳定等问题。在极致降本增效、保障产品品质一致稳定的基础上满足消费者任何个性化需求, 实现真正上的“所想所见即所得”。整体来看, AI 进一步赋能生产环节后, 品牌方将首先具备完全个性化定制能力以覆盖更多客群, 其次通过生产制造环节全流程智能化突破原先效率上限, 进一步落实降本增效, 减少等待时间提升用户体验感的同时将成本优势传导至销售环节, 在不提价的基础上提供更好的产品, 促进转化率提升。在此前提下, 部分以提供完全个性化定制为卖点的中小品牌可能因为缺乏成本优势被行业淘汰, 叠加头部企业突破自身效率瓶颈, 行业集中度上限提升趋势已较为确定。

➤ AI 或可助力头部企业具备全面个性化定制能力, 拓宽客户覆盖面

目前各头部品牌出于控本考虑所提供的个性化定制实际上是有限制的个性化定制，消费者只能够在品牌方提供的板材、花色基础上进行选择，并不能够完全实现“所想即所得”，这就导致头部品牌在其定位价格段内难以覆盖追求高度个性化定制的客群，从而限制了品牌客流总量。AI 进一步赋能后，生产设备的数据存储进一步扩容，或能够实现消费者 DIY 花色、款式，并且 AI 或可助力企业通过流程优化实现精准控本，在并不提升成本的基础上实现真正意义上的个性化定制。

➤ AI 助力推进极致降本增效的同时保障产品品质一致性

- 1) 自动拆单提升效率，降低拆单环节出错率：目前 AI 在拆单软件中更多起到辅助作用，目的在于提升人工拆单效率，但一方面人工拆单效率上限低，另一方面出错率难以避免。而 AI 进一步赋能后或可实现全自动拆单，在大幅提升拆单效率的基础上显著降低出错率，使得订单能够更快速、精准地流转至生产环节。

图表21：家居企业使用酷家乐系统后生产端提效明显

公司	生产端提效成果
心海伽蓝	通过酷家乐直接导入生产体系，后端软件自动完成拆分，只需扫码即可进行生产，无需人工干预；免漆产品 15 天交货，有油漆的板木结合产品 20 天交货，传统渠道产品 25 天交货。相较之前，整体交货时间缩短一半以上
顶固集创家居	拆单效率 90 单/人天，订单准确率达 99.7%
诗尼曼家居&AI 家居	人均拆单量提升 90 单/天
劳卡全屋定制	基于酷家乐&OMS 系统而开发了自动化审核系统。订单产品通过率(转单率)年度达成 99.8%；订单免审占比 46.8%，合格率 99.99%，人工成本年均降低 165 万元
百得胜	工厂拆单提升至 60 单/天/人
皇朝定制	工厂拆单由手工 10 单/天/人提升至 50 单/天/人
艾依格	审单人效提升 25%

来源：酷家乐公众号，国金证券研究所

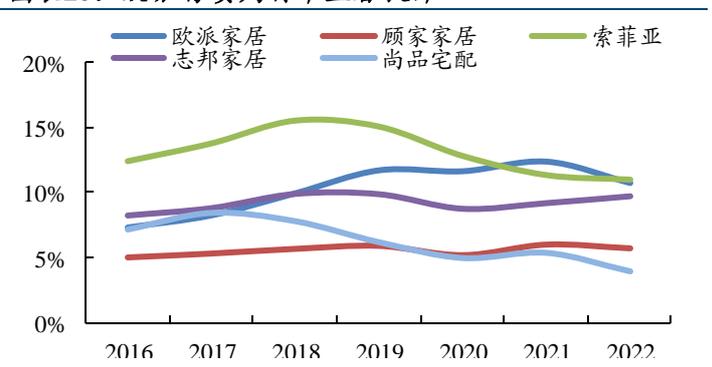
2) 制造流程全智能化，兼顾效率及产品品质双提升：目前，各家居企业已纷纷迈入智能制造时代，产线智能化一方面使得头部品牌推进降本增效，以目前智能制造较为领先的索菲亚为例，其交付时间从 20 天缩短至 7-12 天的同时，并且人工成本逐步降低，厨柜单位人工成本从 2017 年的 570 元/单降低至 2022 年的 356 元/单，另一方面降低出错率保证了产品品质稳定性，根据中国消费者协会统计，2021 年家具质量问题投诉比例为 29.1%，较 2017 年减少 10.2pct。若 AI 进一步运用在生产制造环节，将实现全流程自动、智能化生产，通过组织高性能设备协同运转，优化整个产线的生产流程进一步推进降本增效，突破原先效率提升瓶颈。此外，全流程智能生产将使得制造环节更为精细化，最终实现生产环节零出错，进一步提升产品品质稳定一致性。

图表22：索菲亚工厂平均交货周期显著缩短

年份	工厂平均交货周期 (单位：天)
2015	13-20
2016	10
2017	10-12
2018	7-12
2019	7-12
2020	7-12

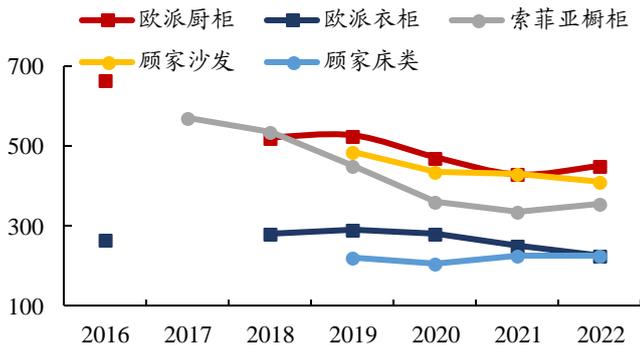
来源：索菲亚公告，国金证券研究所

图表23：欧派存货周转率显著提升



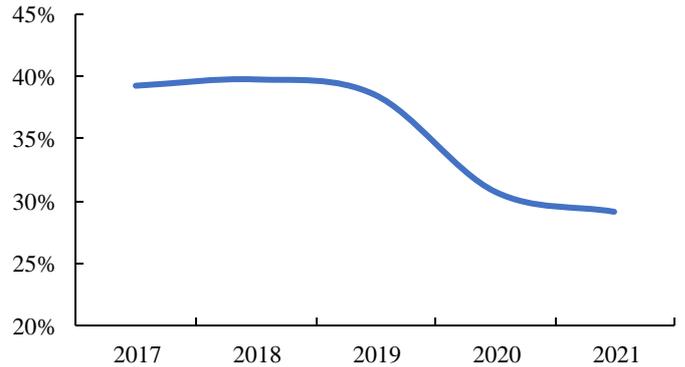
来源：Wind，国金证券研究所

图表24：生产智能化降低单位人工成本（元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表25：家具质量问题投诉率呈现降低趋势



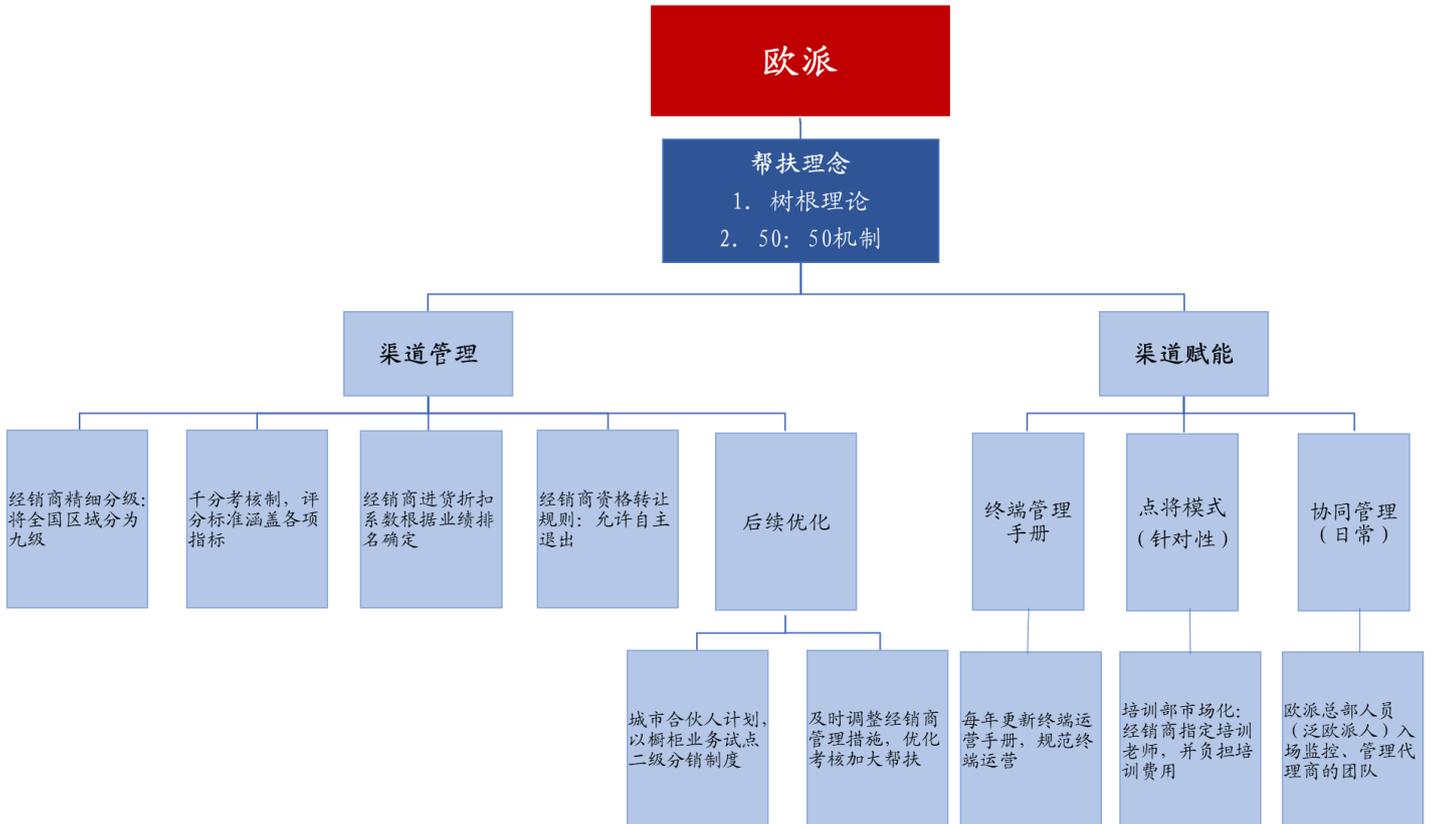
来源：中国消费者协会，国金证券研究所

2.4 渠道赋能管理方面：AI 助力下，赋能及管理的精度与广度或可显著提升

提升转化率：AI 助力下头部企业或能将自身多年赋能管理经验通过大模型持续迭代优化输出，或可最终实现结合不同经销商的经营情况独家定制从主动营销到售后环节的优化方案，从而实现精准赋能，促进对应门店从设计到售后服务的相应能力的提升，使得门店流量转化率精准提升。整体来看，AI 助力下，渠道赋能及管理的精准度与广度或可显著提升，在各环节成本优化的同时或可释放最大赋能成果。

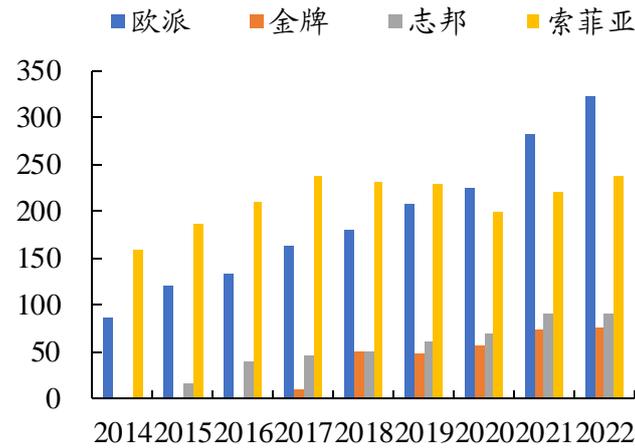
家居头部品牌渠道赋能优势已显著：头部品牌经过多年时间，在渠道赋能与管理方面各自形成了一套相对完善的渠道管理与赋能体系，帮助品牌战略进一步落实的同时助力经销商渠道的健康、良性发展，而中小品牌往往没有体系化的渠道赋能管理措施，导致经销商之间可能存在恶性竞争，经销渠道发展易进入瓶颈期，因此与头部品牌逐步拉开差距。以欧派为例，基于树根理论，集团通过制定严格管理措施及丰富的赋能措施对经销商成长进行帮扶，得益于渠道赋能措施的不断完善，欧派单店提货额显著高于竞品，2022 年衣柜单店提货额达 322 万元，橱柜单店提货额达 149 万元。

图表26：欧派渠道赋能举措



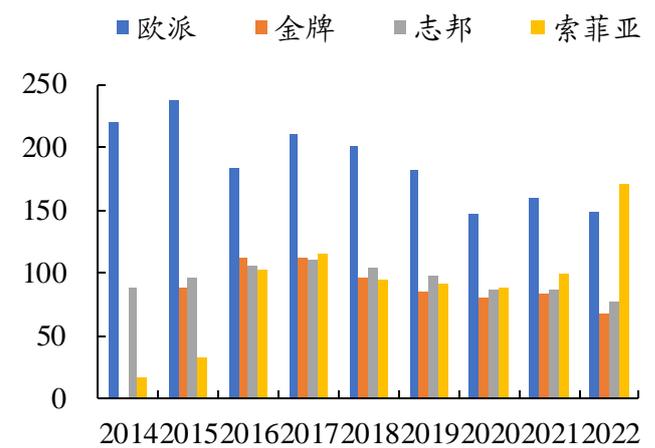
来源：国金证券研究所

图表27: 各公司衣柜单店提货额稳步提升 (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 各公司橱柜单店提货额稳步提升 (万元)

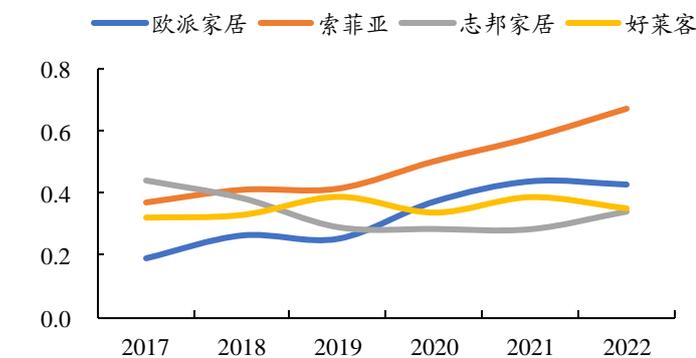


来源: Wind, 国金证券研究所

AI 与日常、针对性管理赋能相结合，头部企业有望形成良性正循环，进一步拉大自身渠道管理赋能优势。头部企业应用 AI 技术的同时，将持续向相应大模型输送自身不同类型的管理赋能经验，迭代升级相应大模型，从而将自身领先优势持续保持，并且将实现对不同城市、不同类型的经销商进行精准赋能、管理。

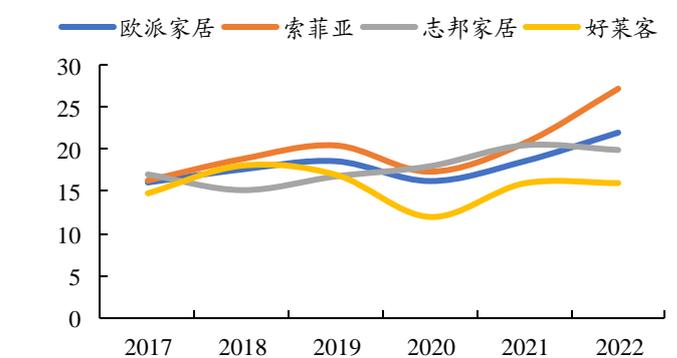
- 1) 日常管理赋能方面，AI 或能够实时更新不同阶段内集团在经营方面的新政策、新方案及新产品，通过支持问答、问题反馈等功能帮助经销商理解、落实不同时期的经营要求，并根据不同经销商的经营状况自动生成从前端获客营销到售后服务环节的经营措施供经销商参考。从单店情况来看，欧派近年来单店对应销售人员人数，从 2017 年的 0.2 人/店增至 2022 年的 0.4 人/店，并且单一经销商门店的销售费用也维持稳健，日常管理赋能成效明显，AI 赋能后或可进一步深化头部企业的渠道优势。
- 2) 针对性赋能方面，以欧派为例，虽然目前体制下经销商能够指定培训老师及培训方向，但培训方案相对固定，根据不同经销商的经营情况制定不同的培训方案较难实现，笼统的培训或许不能够针对性地解决经销商痛点，导致赋能效果及经销商经营情况改善达不到预期效果。若 AI 能够运用到这一环节中，品牌方可以将不同的培训方案输入到大模型中，大模型通过结合以往已经接受过培训的经销商在培训前后的经营数据情况对比进行分析总结，归纳出不同情形下最适用的赋能措施。对于需要接受赋能培训的老商而言，AI 将先对其经营情况进行分析，识别经销商在经营过程中遇到的问题并与数据库中的已归纳的情形相匹配，形成系统性赋能方案，在输出方式上亦提供具体问答、虚拟场景体验等多种形式。对于新商而言，由于其不具备可供参考的经营数据，AI 将基于丰富已有案例数据库，结合该经销商所在区域或相似区域同体量经销商的经营情况给予最佳赋能方案。

图表29: 各公司单一经销门店总部销售人员数量 (人)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 各公司单一门店对应销售费用 (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

3.投资建议

基于我们提出的家居行业供给侧研究框架，AI 或使得家居头部企业的产品研发与迭代能力、供应链整合与生产能力、前端设计能力（信息化）、渠道管理与赋能能力等四项能力加速提升，并且有望突破原有能力的上限。在此基础上，头部企业有望显著扩大自身优

势，持续提升份额。在打破原本因人力限制造成的成长瓶颈后，行业集中度上限也有望进一步提升。推荐重点关注各环节信息化、数字化能力及智能制造领先的头部家居企业欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居、慕思股份、尚品宅配。

欧派家居：公司目前在渠道布局、品类融合、品牌口碑等方面均已明显领先行业，在 AI 助力下，公司前后端的效率均有望提升，零售优势进一步扩大。在地产商资金链紧张叠加精装渗透速度放缓的情况下，大宗渠道增长贡献下降不可避免，但公司凭借强大的零售能力，多品类扩张越发顺利，持续提升自身在零售市场份额，足以支撑公司继续稳健增长，具备自身 α ，长期配置价值凸显。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 5.16/6.02/7.00 元，对应 PE 为 20x/17x/15x，维持“买入”评级。

索菲亚：公司战略方向已明确，整装&拎包等新渠道建设稳步推进，产品升级以及渠道赋能变革也进入实质性阶段，经销商配合度明显提升，公司战略&战术均显现积极信号。2023 年在行业需求逐步改善的情况下，公司零售渠道增长有望逐季提速，后续在 AI 助力下，公司流量获取及转化能力有望进一步提升，突破份额天花板。在业绩逐步兑现的情况下，公司估值具备较大修复空间。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.39/1.66/1.95 元，对应 PE 为 12x/10x/9x，维持“买入”评级。

志邦家居：公司在传统零售渠道方面仍有较大空白市场亟待布局，并且整装渠道方面，除了总部与全国性大型装企形成战略联盟外，公司也正通过树立标杆以及专项支持来推动加盟商与地区性装企进行合作，整体渠道布局正逐步完善。公司品类也逐步完善，多品类协同效果将进一步显现，公司中长期成长路径清晰。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 2.08/2.46/2.92 元，对应 PE 为 16x/13x/11x，维持“买入”评级。

顾家家居：短期来看，公司近年来持续深化“1+N+X”渠道布局，大家居店态持续升级，并且区域零售中心布局效果逐步体现，这一系列渠道变革将显著推动定制+功能+床垫三大高潜品类增长，随着定制家具业务的逐步增长，其为软体引流效果也将逐步显现，公司全品类融合销售优势正越发明显。中长期来看，在迈向大家居时代中，尤其将考验各公司组织力，而公司经过多次组织变革，组织架构与组织活力将充分为公司在大居时代进攻赋能，并且在 AI 助力下，份额提升将越发顺畅，业绩持续增长可期，估值有望迎来实质性抬升。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 2.48/2.92/3.43 元，对应 PE 为 15x/12x/11x，维持“买入”评级。

慕思股份：公司引入杨鑫总后，慕思经典事业部渠道管理逐步优化，整装、分销等新渠道开拓已开始，并且公司 V6 大家居快速开拓，将共同支撑公司收入取得理想增长，此外公司产品 SKU 显著精简，后续在 AI 助力下，整体产品迭代、生产效率等有望优化，利润率改善可期。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 2.08/2.46/2.85 元，对应 PE 为 16x/14x/12x，维持“买入”评级。

图表31：各家居公司盈利预测表（市盈率法）

公司	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
索菲亚	17.13	1.39	1.66	1.95	12	10	9
欧派家居	104.75	5.16	6.02	7.00	20	17	15
志邦家居	32.32	2.08	2.46	2.92	16	13	11
尚品宅配*	23.52	1.22	1.59	1.90	19	15	12
顾家家居	36.10	2.48	2.92	3.43	15	12	11
慕思股份*	33.74	2.08	2.46	2.85	16	14	12

来源：Wind，国金证券研究所；注：股价为 2023 年 5 月 17 日收盘价；带*企业 EPS 预测采用 Wind 一致预期。

4.风险提示

- AI 应用落地速度与效果不及预期：**若后续 AI 在家居行业的应用落地速度与效果不及预期，将可能影响头部企业后续份额持续提升的速度与上限。
- 地产竣工改善速度与进度不及预期：**若地产竣工改善速度较慢或进度低于预期，将直接影响家居行业的终端需求。
- 原料价格大幅上涨：**若原料价格大幅上涨，将对下游家居企业的利润带来不利影响。

附录：全屋智能企业梳理

图表32：不同企业全屋智能系统对比

	华为	小米	UIOT
类型	提供云服务及智能单品	提供云服务及智能单品	提供整体云和硬件一体化服务
协议方式	全屋 PLC+WiFi6+	WiFi+蓝牙+蓝牙 mesh+Zigbee	Zigbee
智能化程度	具备主动智能能力	语音/APP 智控构建不同场景	具备主动智能能力
生态支持	华为自有智能产品、鸿蒙智联开放平台以及传统家居品牌	米家旗下的生态链公司，同时开放接入第三方的产品	第三方品牌产品
前装/后装	前/后装，前装为主	前/后装，后装为主	前装

来源：国金证券研究所

1.1 华为：全屋智能引领交互革命，1+2+N 解决方案全面升级

1 指搭载 HarmonyOS AI 引擎的全屋智能主机；2 指实现互联的两张网络（PLC 控制总线+WiFi 6+）及 2 种核心交互（中控屏+智慧生活 APP）；N 指包括照明智控、安全防护、睡眠辅助系统等在内的 N 个子系统。

图表33：华为推出 1+2+N 全屋智能解决方案

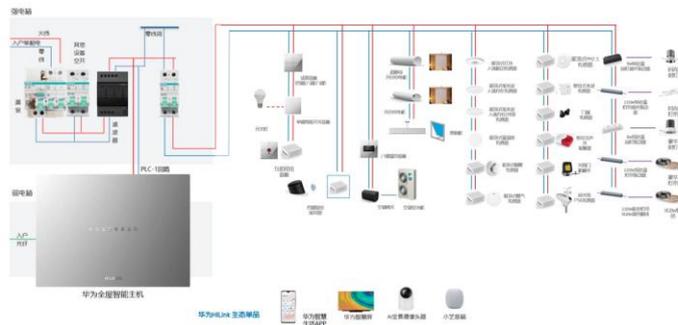


来源：华为发布会，国金证券研究所

➤ 协议方式：PLC 全屋控制总线+WiFi6+，双传输保障稳定性

华为将 PLC 网络首次应用到了家庭领域，PLC 的融入摆脱了智能家居对于网络的硬性条件，实现了有线即有网，通信成功率高达 99.99%，充分解决传统无线模式传输问题；Wi-Fi6+作为有线补充，弥补部分家居电器无法通过 PLC 有线接入的痛点，解决了大面积覆盖出现连接死角、网速衰减等问题，有线+无线双传输协议有效保障通信网络稳定性。

图表34：PLC 全屋智能解决方案



来源：华为发布会，国金证券研究所

图表35：全屋 Wi-Fi6+覆盖无死角



来源：华为发布会，国金证券研究所

➤ 智能程度：搭载 HarmonyOS AI 引擎具备自主学习、主动感知能力

华为智能主机搭载 HarmonyOS AI 引擎，让家拥有集学习、计算、决策、控制于一体的智

慧大脑，主机能够针对空气、阳光、水等家居条件进行动态预判，并主动感知人的需求，进而组织各智能单品构建主动智能场景。

图表36：华为起床唤醒场景



来源：华为发布会，国金证券研究所

➢ 生态建设：丰富鸿蒙智联生态，奠定全屋子场景构建基石

华为生态圈支持华为自有智能产品、鸿蒙智联开放平台以及传统家居品牌三方产品的智联接入，与超过 2200 个品牌合作，生态圈可接入产品 SKU 超过 5600 个，涵盖包括传统大电、厨房小电、个护美妆、家具等在内的多个品类，为不同场景构建奠定基石。

图表37：丰富生态奠定子系统基石



来源：华为发布会，国金证券研究所

➢ 实现方式：前装后装全覆盖，满足不同消费群体需求

针对不同消费者的需求，华为覆盖前装及后装两种全屋智能实现方式，其中智能主机/智能主机 SE 均面向前装市场，分别定位超过 150 m² 大户型及不足 150 m² 的中小户型客群，智能主机 EZ 面向后装市场，能够覆盖 500 平米内的全户型。

图表38：华为提供前装/后装全屋智能实现方式

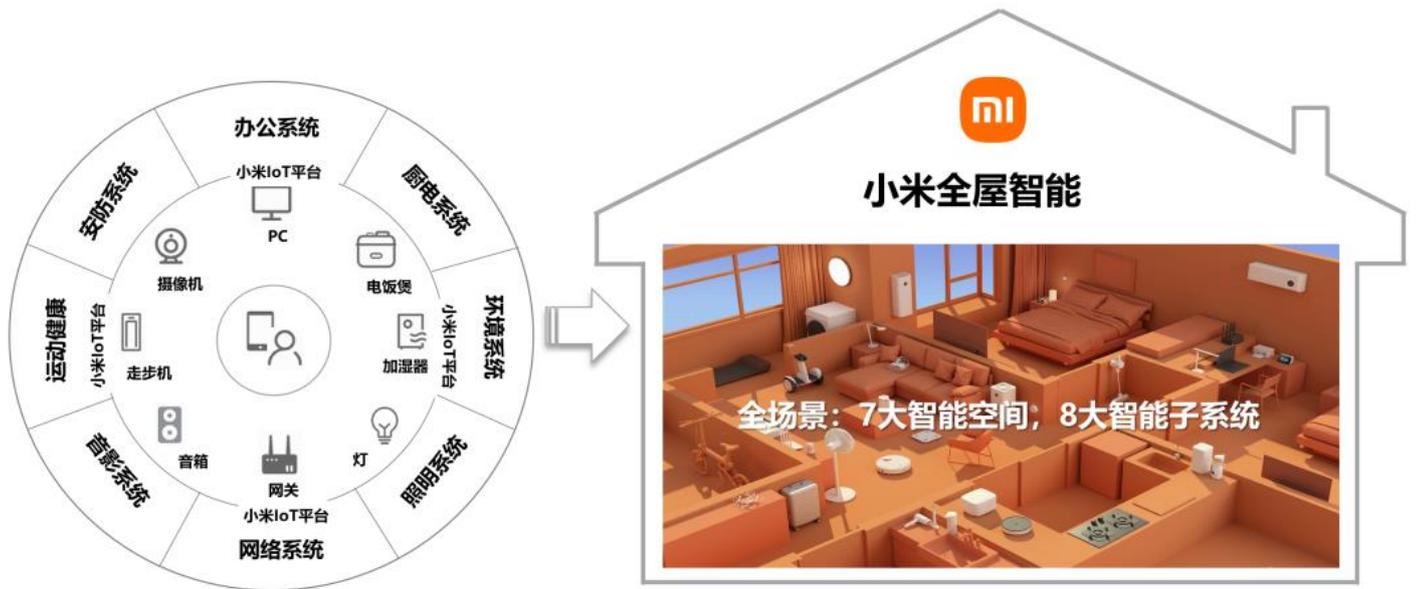
	智能主机	智能主机 SE	智能主机 EZ
实现方式	前装	前装	后装
定位客群	>150 m ² 大户型	<150 m ² 中小户型	全户型
特点	1) 可连接 384 个智能化设备，大户型覆盖无忧 2) 质感设计，简约精美 3) 智能主机内置多模块设计，功能高集成，模块可拓展	1) 可连接 128 个智能化设备 2) 精致小巧 3) 与智能中控屏协同运算，处理海量数据，共构超强算力	1) 可连接 256 个智能化设备，覆盖 500 平米内全户型 2) 灵活摆放，便捷安装 3) 有线 + 无线超稳定架构

来源：华为官网，国金证券研究所

1.2 小米：打造完善全屋智能生态链，多场景全方位布局智能生活

小米全屋智能为用户提供云服务及智能单品，并对外提供接入模组。其重心在于打造完善的全屋智能生态链，提供丰富的产品品类及款式供用户选择，从而避免由设备割裂带来的用户体验感不流畅等问题。具体来看，用户可通过语音/米家 APP 发起指令，再由中端将指令传递到各单品，构建不同服务场景。

图表39：小米全屋智能实现形式



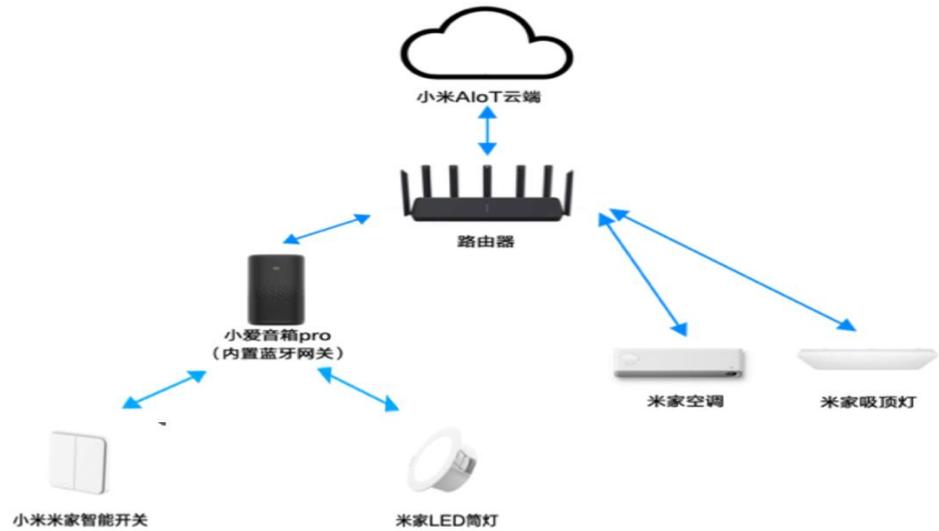
来源：小米公共事务公众号，国金证券研究所

1.2.1 米家全屋智能系统解析

➤ 协议方式：无线连接实现全屋智能，多种无线通讯协议提升传输稳定性

米家目前支持 WiFi、蓝牙、蓝牙 mesh 及 Zigbee 四种无线通讯协议，大部分单品主要依托 WiFi 及蓝牙接入网络。WiFi 传输协议下设备可直接用公网接入米家服务器，但设备数量过多会导致网络负载过重引起断连。蓝牙传输协议下产品需搭配蓝牙网关连入网络，与 WiFi 协同使用能够提升信号传输稳定性。

图表40：小米网络连接主要依托 Wifi 及蓝牙



来源：米家官网，国金证券研究所

➤ 智能程度：主要以语音/APP 控制实现场景构建

目前小米全屋智能的实现仍然需要通过发起语音指令或者在 APP 上进行人为控制，再由智能单品互联构建不同生活场景。

➤ 生态建设：自有品牌完善，生态链健全

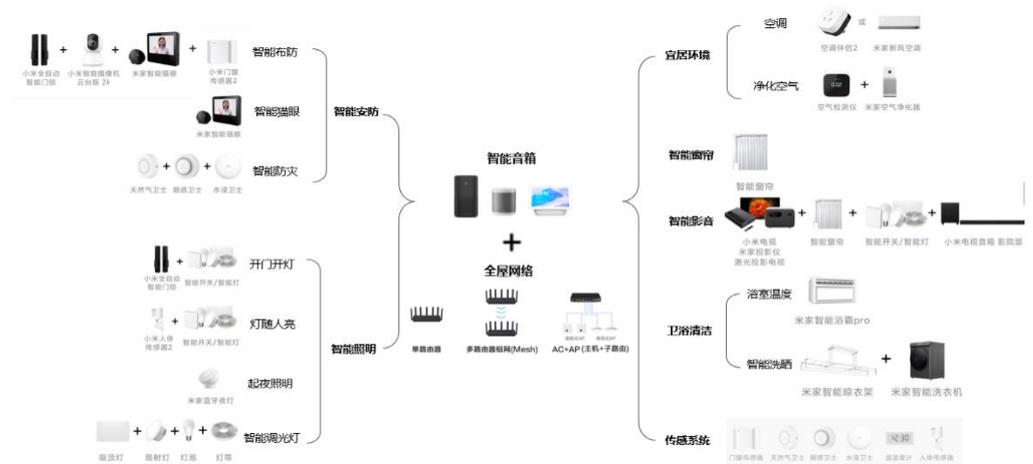
小米自身生态链布局已经较为完善，旗下生态链企业能够提供包括照明、安防、家电等在内的多品类产品，基本能够满足所有全屋智能子场景构建需求。并且，小米开放自己的生态链及物联网开放平台，允许第三方品牌产品接入，在生态兼容性上具有较强优势。

图表41：小米智能家庭生态



来源：米家官网，国金证券研究所，注：仅列举部分品牌

图表42：小米智能家庭子系统及解决方案



来源：国金证券研究所

➤ 实现方式：支持前、后装实现，主要面向后装市场

由于米家主要是通过无线传输协议实现设备互联，不需要在装修阶段提前布线，因此更适用于后装市场，面向已经历装修环节但有智家改造升级需求的消费群体，但后装模式下可能会存在由于没有提前预留插座、网口导致难以实现真正意义上的全屋智能。

1.2.2 集团“1+4+X”战略推进下，AIoT布局显成效

1 指小米手机，4 指智能电视、智能音箱、智能路由器、笔记本电脑四个入口型产品，X 指小米通过投资、管理生态链企业以及与第三方合作的形式共建的物联网生态圈。

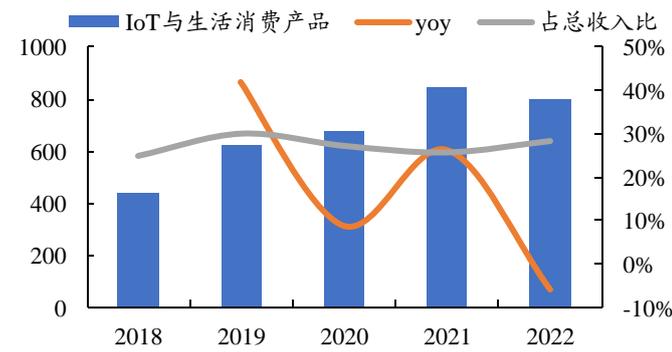
图表43：米家智能家居部分产品及相关生态链公司



来源：亿欧智库，小米官网，国金证券研究所

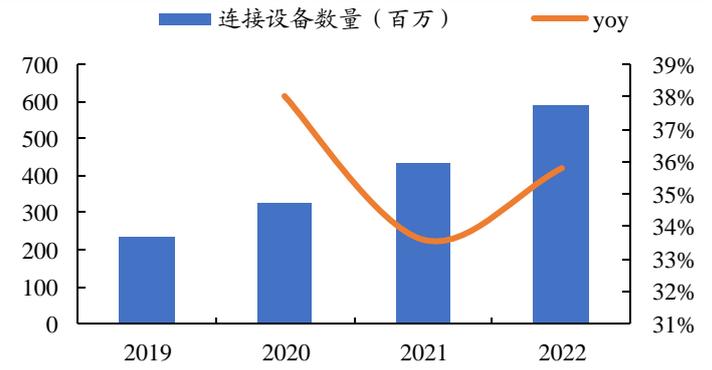
销售收入来看，受益于生态链战略的持续推进，2022 年小米集团 IoT 与生活消费品收入达 797.9 亿元，2018-2022CAGR 为 16.2%。在小米生态链不断完善的前提下，其平台连接设备数量逐年提升，2022 年连接设备数量达 5.9 亿台，同比提升 35.8%，为小米全屋智能发展奠定良好基础。2022 年拥有五个及以上设备用户数提升至 0.1 亿人，同比增长 32.5%，此外，小爱同学及米家 APP 月活用户量分别为 1.1 亿人及 0.8 亿人，同比 +7.1%/18.6%。

图表44: IoT与生活消费品收入稳步提升(亿元, %)



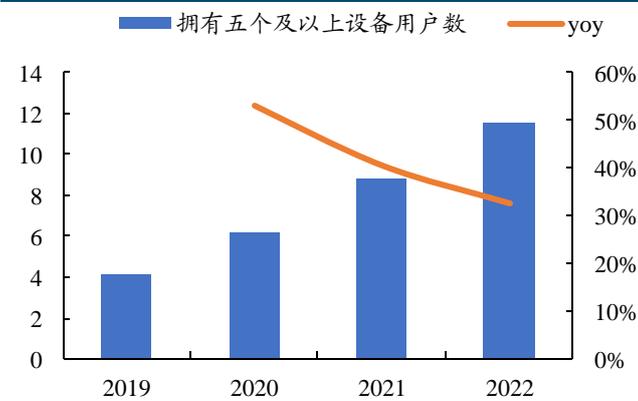
来源: 小米集团公告, 国金证券研究所

图表45: 连接设备数量逐年提升(百万台, %)



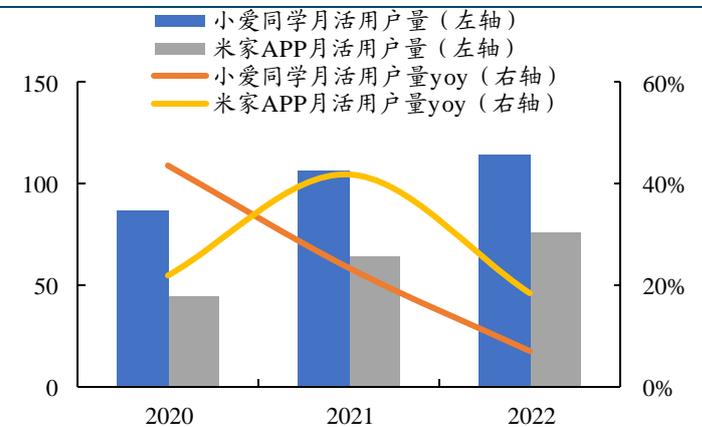
来源: 小米集团公告, 国金证券研究所

图表46: 拥有五个及以上设备用户数量逐年提升(百万人, %)



来源: 小米集团公告, 国金证券研究所

图表47: 小爱同学及米家APP月活及增速(百万人, %)



来源: 小米集团公告, 国金证券研究所

1.3 UIOT 超级智慧家: 全屋智能家居系统企业, 提供整体云及硬件一体化服务

不同于华为、小米提供云服务及智能单品的模式, UIOT 采取自研智能硬件系统+搭建生态链平台+售后服务与大数据运营的模式, 为用户提供整体云及硬件一体化服务。具体来看, 全屋智能通过交互设备收集用户指令, 再由传感器监测实时数据传递到智能中控, 由智能中控组织单品构建不同场景。

图表48: UIOT 全屋智能实现形式



来源: 新浪家居, 国金证券研究所

➢ 协议方式: zigbee 无线组网传输技术, 信号可覆盖 7 层楼

UIOT 超级智慧家全屋智能系统采用 Zigbee 无线传输协议，支持 500+点位连接，设备在断网情况下也能够连接，相比于其他无线传输技术更快速、稳定、安全，能够满足大户型用户需求。

➤ 智能程度：自主判断、自主工作、自主学习，进入 AI 智控新阶段

UIOT 超级智慧家全屋智能系统已经具备主动智能基础，集自主判断、自主工作、自主学习能力为一体，通过对用户生活习惯进行记录与判断，主动营造舒适、便捷的生活空间。

➤ 生态建设：致力于建立全球化开放生态

UIOT 作为物联网时代生活方式的创立与推动者，致力于建立全球化开放生态，为用户创造更好的全屋智能体验。目前，UIOT 已经与松下、飞利浦，美国 SU 等一线全球品牌建立深度战略合作，共同建立丰富、繁荣的新商业生态。

➤ 实现方式：提供整体云和硬件一体化服务，更适合前装市场

UIOT 为用户提供整体云和硬件一体化服务，硬件互联互通性能佳，保障后期智能化场景的实现，但系统安装及调试需要专业人员，因此更适用于前装市场。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402