

# 美凯龙 (601828) \ 商业贸易

## ——家居龙头乘风起，积极触网更添翼

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖

当前价格: 12.39 元

目标价格: 元

### 投资要点:

#### ➤ 家具零售业第一品牌

红星美凯龙是我国家居装饰及家具商场的龙头公司。截至2018年第三季度，公司在全国共经营256家商场，分布于全国29个省177个城市，经营总面积达到1705万平方米。其中自营商场75家，经营面积达到648万平方米，委管商场196家，经营面积达到1057万平方米。

#### ➤ 大行业，小公司，集中度提升进行时

随着消费者消费能力以及消费需求的提高，家居装饰及家具行业市场规模从2006年的12347.0亿元增长至2016年39873.2亿元，CAGR达到12.4%。从人均家装支出来看，我国2016年人均家装支出仅有441美元较英国880美元有一倍差距，较美国1101美元更是有660美元差距，因此，在我国居民收入进一步提高的前提下，行业仍有较大增长空间。

#### ➤ 双轮驱动，家具龙头全渠道增长

公司经营模式基于其自营+委管的连锁模式。公司在一二线核心城市通过自建、购买以及租赁的方式获得经营物业并将其统一对外招商，并通过为入驻商户提供服务收取固定的租赁及管理费用。而在三四线城市，公司通过轻资产模式将品牌与运营管理经验输出。而基于自营+委管的快速扩张，使得公司可以快速扩大市场占有率，并依靠逐年扩张的平台向线上线下全渠道、上下游企业孵化器等多模式发展。

#### ➤ 首次推荐给予“推荐”评级

我们测算公司2018-2020营收132.6、152.0、173.5亿元，同比增长20.9%、14.6%、14.1%，每股EPS为1.43、1.60、1.78元，首次推荐给予“推荐”评级。

#### ➤ 风险提示

房地产市场不及预期的风险；公司委管业务开店不及预期的风险；公司自营业务增长不及预期的风险。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,876/315
流通A股市值 (百万元)	3,903
每股净资产 (元)	11.63
资产负债率 (%)	58.41
一年内最高/最低 (元)	24.10/10.25

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号: S0590515040001

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

邢瀚文 研究助理

电话: 0510-85613752

邮箱: xinghw@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	9,436.08	10,959.51	13,258.82	15,198.58	17,347.66
增长率 (%)	2.81%	16.14%	20.98%	14.63%	14.14%
EBITDA (百万元)	6,042.06	7,378.19	6,962.53	7,761.21	8,448.15
净利润 (百万元)	3,397.18	4,035.71	5,073.51	5,692.88	6,302.20
增长率 (%)	5.34%	18.80%	25.72%	12.21%	10.70%
EPS (元/股)	0.96	1.14	1.43	1.60	1.78
市盈率 (P/E)	12.95	10.90	8.67	7.73	6.98
市净率 (P/B)	1.20	1.09	1.01	0.93	0.85
EV/EBITDA	10.77	8.39	8.95	7.99	7.23

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

1.	家具零售业第一品牌.....	4
1.1.	公司历程.....	4
1.2.	公司股东结构.....	4
1.3.	公司经营分析.....	4
2.	大行业，小公司，集中度提升进行时.....	7
2.1.	大行业：消费升级，行业前景广阔.....	7
2.2.	小公司：全产业链市占率低.....	10
2.3.	行业格局新趋势.....	12
3.	双轮驱动，家具龙头全渠道增长.....	16
3.1.	拥抱互联网，深挖产业链，服务谋发展.....	20
4.	盈利预测与估值.....	25
5.	风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：公司发展历程与重要事件.....	4
图表 2：公司股权结构.....	4
图表 3：公司可为消费者、商户带来全方位体验.....	5
图表 4：2018 年 H1 全国经营商场 267 家.....	6
图表 5：营收稳健增长.....	6
图表 6：净利稳健增长.....	6
图表 7：毛利率下滑.....	7
图表 8：总体费用率下降 (%).....	7
图表 9：我国居民家具变化.....	7
图表 10：目前已形成完善的家居产业集群.....	8
图表 11：家居行业零售额十年三倍以上增长.....	8
图表 12：我国居民可支配收入逐年提升.....	9
图表 13：我国人均家居支出仍有空间.....	9
图表 14：我国以零售市场为主.....	9
图表 15：家居市场仍以轻工建材为主.....	9
图表 16：我国家居零售市场未来增速.....	10
图表 17：我国家居零售市场渠道分类.....	10
图表 18：家居市场渠道认可度高.....	10
图表 19：家具公司迅速增长.....	11
图表 20：建材市场规模稳定增长.....	11
图表 21：家具零售市场仍有较大增长空间.....	11
图表 22：零售市场仍以线下为主 (亿元).....	12
图表 23：行业集中度仍较低.....	12
图表 24：产品高端化趋势明显.....	13
图表 25：建材家居仍是购买主要产品.....	13
图表 26：全装修房屋渗透率提升.....	14
图表 27：一线渗透率迅速提升.....	14
图表 28：三四线渗透率仍有增长空间.....	14
图表 29：精装修政策发布时间轴.....	15
图表 30：全装修政策发布时间轴.....	15
图表 31：国美一站式家装平台.....	16

图表 32: 我国室内设计及建筑服务市场规模巨大	16
图表 33: 线上室内设计市场或将快速增长	16
图表 34: 公司业务体系	17
图表 35: 自营收入持续增长 (亿元)	17
图表 36: 自有商场逐年增加 (万平方米)	17
图表 37: 同店增长保持 5%	18
图表 38: 自营出租率持续提升	18
图表 39: 自营收入预测	18
图表 40: 委管业务收入来源	19
图表 41: 委管业务收入比例	19
图表 42: 委管出租率持续提升	19
图表 43: 委管商场大幅提升 (万平方米)	20
图表 44: 已签约项目储备充足	20
图表 45: 线上获客线下转换提高用户粘性	21
图表 46: 红星美凯龙 APP	21
图表 47: 线上包含家装设计	21
图表 48: 可为品牌商经销商提供数据服务	22
图表 49: 家装一站式服务	22
图表 50: 一站式服务全流程	23
图表 51: 品牌矩阵形成合力	23
图表 52: 星艺佳快速发展	23
图表 53: 打通物流“最后一公里”	24
图表 54: 公司可提供家装后市场服务	24
图表 55: 投资带来新收益	25
图表 56: 自营项目地产估值	26
图表 57: 公司盈利预测 (亿元)	26
图表 58: 估值比较	27
图表 59: 财务预测摘要	28

## 1. 家具零售业第一品牌

### 1.1. 公司历程

红星美凯龙是我国家居装饰及家具商场的龙头公司。1992 年公司在常州开设了首个家居装饰及家具市场，1994 年公司开始尝试通过购买土地自建商场；1998 年公司通过连锁模式开启了全国扩张的脚步，2000 年公司第一个以红星美凯龙品牌开设的商场上海真北商场开业，之后几年公司通过商场的迭代以及服务升级于 2012 年成为行业首家运营 100 个家居装饰及家具商场的公司。公司于 2015 年在港股上市并在 2017 年登陆 A 股。

图表 1：公司发展历程与重要事件

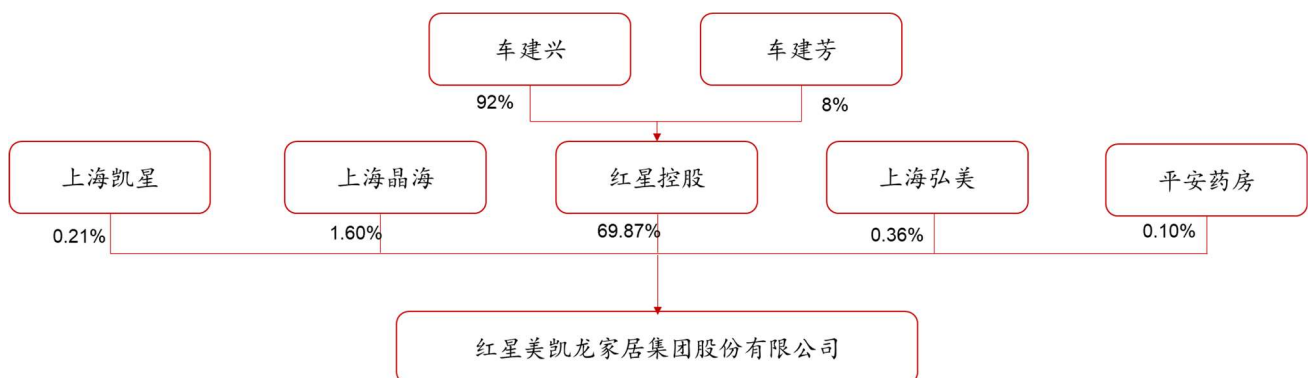


来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

### 1.2. 公司股东结构

目前公司实际控制人为车建兴先生，他通过控股红星控股 92% 股权实际控制红星美凯龙家居集团股份有限公司 57.93% 的股份。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.3. 公司经营分析

公司通过特有的自营+委管业务模式为消费者提供遍及全国的一站式购物体验。

通过统一的连锁卖场形式，消费者可以得到全面的售前、中、后体验。公司在一二线的自营商城不仅可以通过为商户提供服务获得租金亦可享受所在城市房地产估值提升带来的增长。同时，公司凭借其在商场建设运营的各个环节优势，可以通过与地方企业合作，通过委管的方式迅速扩大在全国的布局。

图表 3：公司可为消费者、商户带来全方位体验



来源：公司官网，国联证券研究所

截至 2018 年第三季度，公司在全国共经营 256 家商场，分布于全国 29 个省 177 个城市，经营总面积达到 1705 万平方米。其中自营商场 75 家，经营面积达到 648 万平方米，委管商场 196 家，经营面积达到 1057 万平方米。

图表 4：2018 年 H1 全国经营商场 267 家

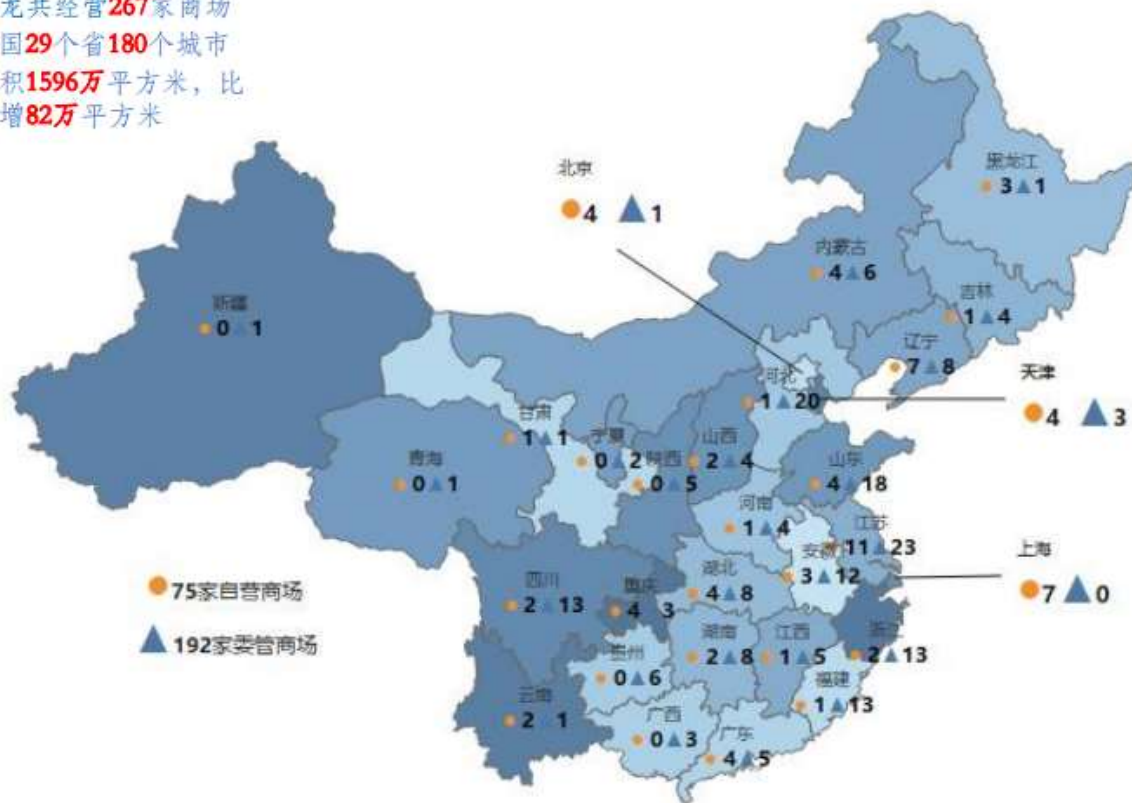
截止2018年6月30日

红星美凯龙共经营**267**家商场

分布于全国**29**个省**180**个城市

总经营面积**1596万**平方米，比

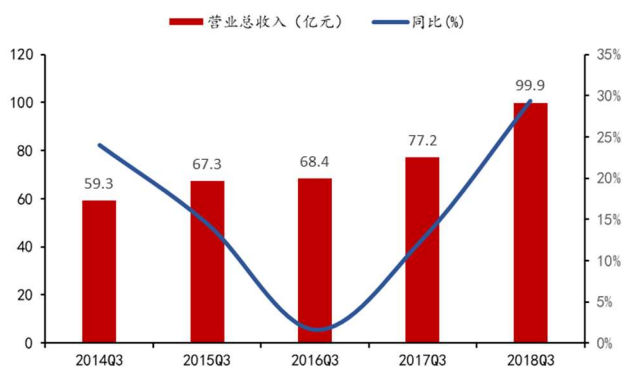
上年末新增**82万**平方米



来源：公司官网，国联证券研究所

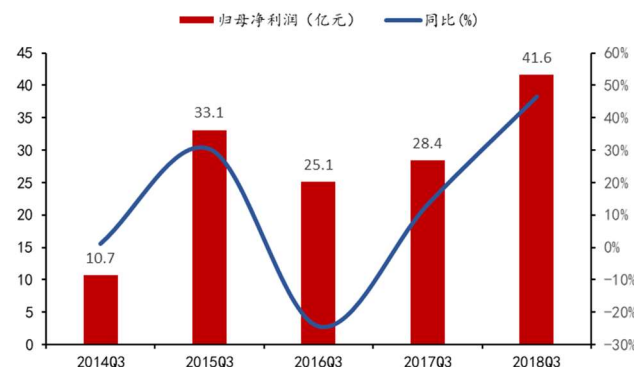
受益于公司委管、自营门店增长，2018 年 Q3 公司营收 99.9 亿元，同比增长 29.4%，其中自营商场营收 57.7 亿元，同比增长 10.9%。由于委管业务占比逐渐提升以及新开委管业务导致毛利率下降，相较于 2017 年末公司公司 2018 年 Q3 毛利率降低 3.2pct 至 67.9%。总体费用率由于销售、管理费用率较好把控，较 2017 年降低 4.0pct 至 32.53%。这使得公司净利率提升至 43.9%。

图表 5：营收稳健增长



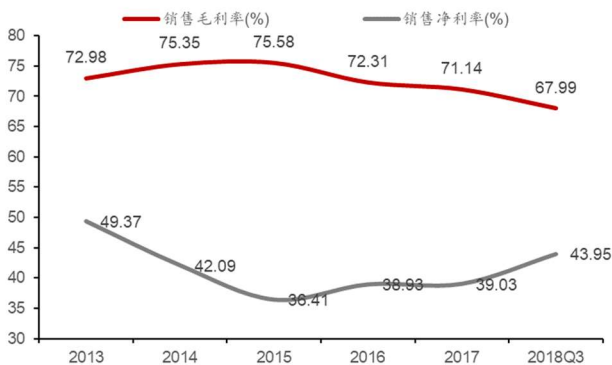
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：净利稳健增长



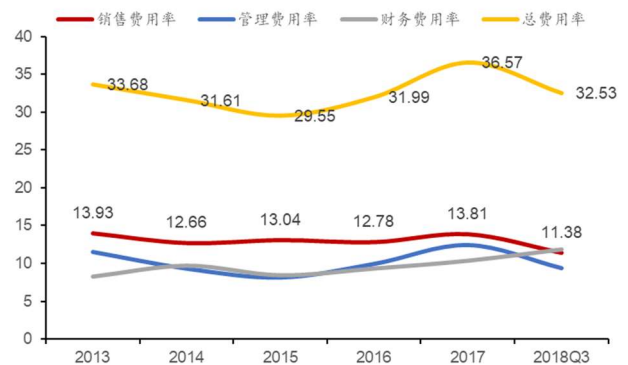
来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：毛利率下滑



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：总体费用率下降 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 大行业，小公司，集中度提升进行时

### 2.1. 大行业：消费升级，行业前景广阔

随着我国经济发展以及居民消费能力、消费水平的提高，我国家居装饰以及家具业经历了从五十年代的“两张单人床板拼一起，再卷着铺盖卷儿就是一个家”到目前多元化、定制化跳跃式发展。居民家中的家具也从 50 年代简单的床、箱子、板凳发展到 60、70 年代 36 条腿、72 条腿再到 80 年代组合家具沙发床、黑白电视放中央最终形成目前中式、欧式、美式、新中式等多品类多风格的家具形式。

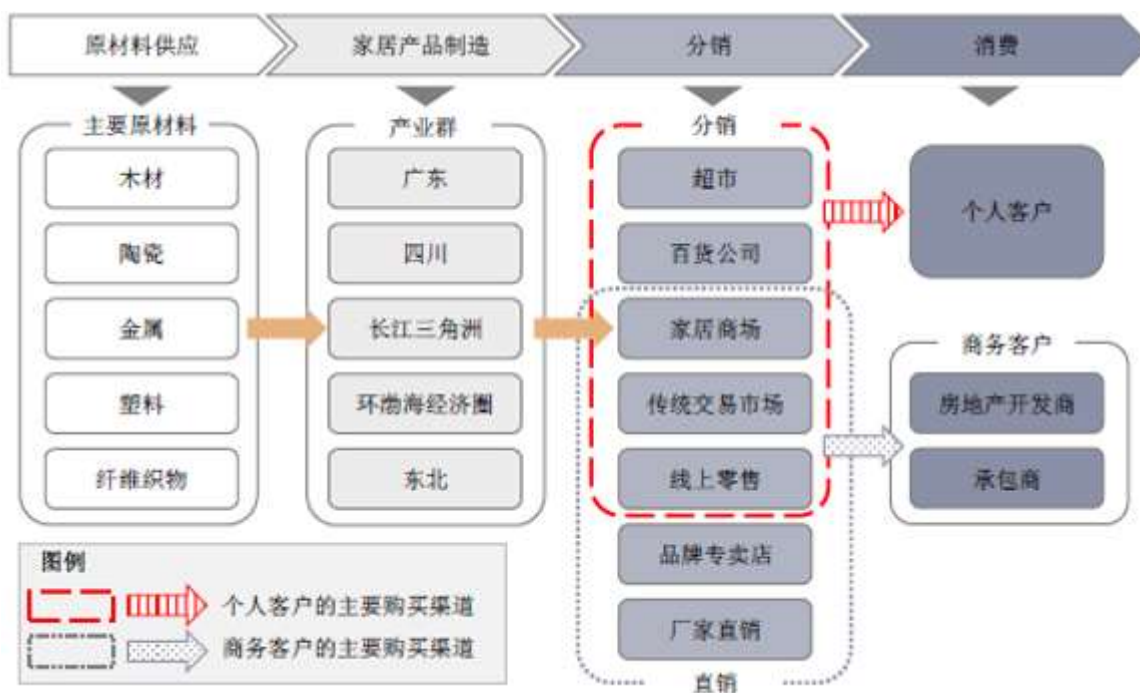
图表 9：我国居民家具变化



来源：搜狐，国联证券研究所

目前，家居装饰及家具行业已经形成较为完善的产业链。产品原材料从单一的木材逐渐衍生出木材、陶瓷、金属、塑料、纤维织物等多品类，而家居产品的制造也逐渐形成广东、四川、长三角、环渤海、东北多个产业集群。由于家居装饰及家具行业与房地产业较为相关，因此整个分销行业被分为了以房地产开发商和承包商为主的直销渠道以及与个人客户为主的分销渠道。从业态来看，包含了超市、百货、家具商场、传统交易市场、电商、专卖店、厂家直销等多种类型。

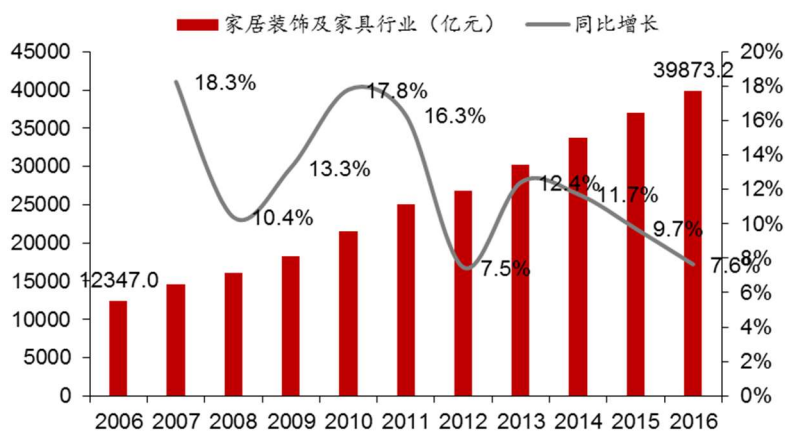
图表 10：目前已形成完善的家居产业集群



来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

随着消费者消费能力以及消费需求的提高，家居装饰及家具行业市场规模从 2006 年的 12347.0 亿元增长至 2016 年 39873.2 亿元，CAGR 达到 12.4%。由于目前行业基数较大（接近 4 万亿）以及房地产周期影响，行业增速出现下降趋势，但若从人均家装支出来看，我国 2016 年人均家装支出仅有 441 美元较英国 880 美元有一倍差距，较美国 1101 美元更是有 660 美元差距，因此，在我国居民收入进一步提高的前提下，行业仍有较大增长空间。

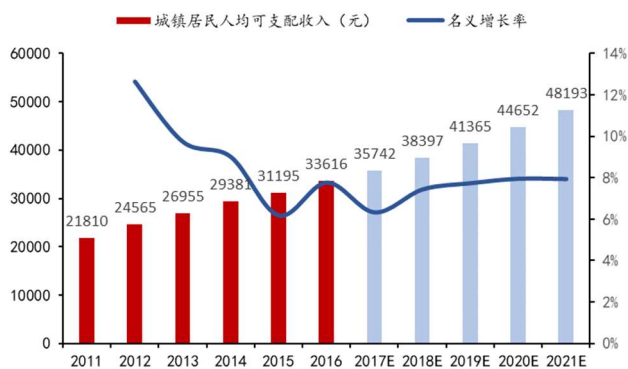
图表 11：家居行业零售额十年三倍以上增长



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

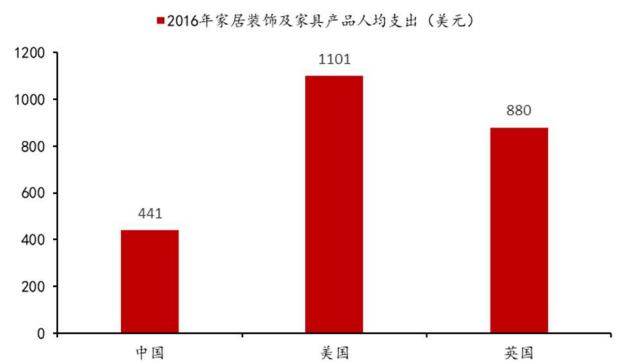


图表 12：我国居民可支配收入逐年提升



来源：统计局，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

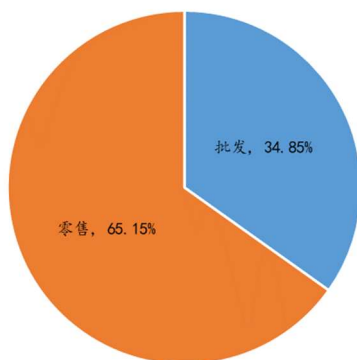
图表 13：我国人均家居支出仍有空间



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

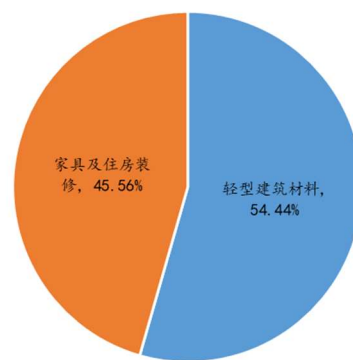
单从分销渠道而言，目前包含消费者为满足自己需求而购买的家居装饰及家具的零售消费占全市场的 65.2%，以房地产商以及承包商批量采购的批发市场占比则为 34.9%。从产品品类而言，2016 年我国家具及住房装修产品占全市场 45.6%，轻型建材则为 54.4%。

图表 14：我国以零售市场为主



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表 15：家居市场仍以轻工建材为主

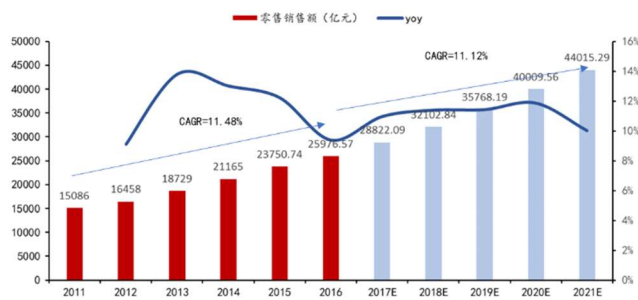


来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

根据弗若斯特沙利文的统计，2011 年至 2016 年，由于我国经济平稳发展，而居民对于家文化的偏好使得家居行业增速相较于其他消费品类更快，我国家居装饰及家具零售市场的零售销售额由 1.5 万亿元增加至 2.6 万亿元，CAGR 为 11.5%，未来五年的 CAGR 预计在 11.1%。

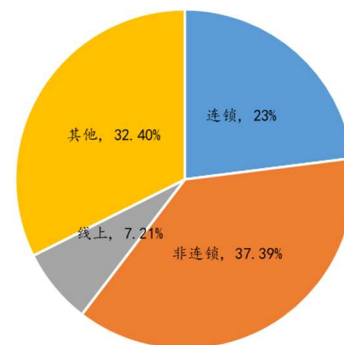
目前我国家居渠道仍以非连锁市场为主，2016 年非连锁家居装饰及家具商场约占整个家居装饰及家具零售市场的 37.4%，但由于其规模通常较小、与连锁商场相比缺乏产品类别及消费者的信任，因此有逐步被替代的趋势。而连锁市场虽然目前占比仅有 23.0%，但可以提供专业的一站式购物服务及全面的产品组合，并拥有较高的品牌声誉，近年来连锁龙头得到资本市场支持，开店速度较快，整体市场份额逐年增加。当然，线上家居零售拥有线下所不能及的陈列优势，2016 年市场份额达到 7.2%。

图表 16：我国家居零售市场未来增速



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表 17：我国家居零售市场渠道分类



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

## 2.2. 小公司：全产业链市占率低

我国家具市场发展时间较短，且在短时间内形成近四万亿的大市场，导致整个市场形成了小公司遍布的局面，这使得整个市场从上到下全产业链市占率均较低。而家具市场由于短期高频长期低频与消费单笔金额高，使其不能像服装、食品等标准化产品在体验后形成较强的产品品牌粘性，所以家具零售市场的零售平台更易获得消费者的口碑粘性并成为消费者选择产品进行货比三家的主要途径。

图表 18：家居市场渠道认可度高



来源：公司官网，国联证券研究所

由于我国居民更倾向于“帮我做”模式，非标产品更为流行，因此随着我国家居市场规模逐渐扩大，上下游公司数量也在逐渐变多，行业集中度仍有较大提升空间。从行业企业数目来看，我国家具制造企业数目从 1999 年 1321 家增加到 2017 年的

6000家, GAGR为8.8%;家具企业主营业务收入也从266亿增加至9056亿, CAGR为21.6%。我国亿元以上规模家具市场数量从2008年的396家增长至2015年585家。

图表 19: 家具公司迅速增长



来源: 统计局, Wind, 国联证券研究所

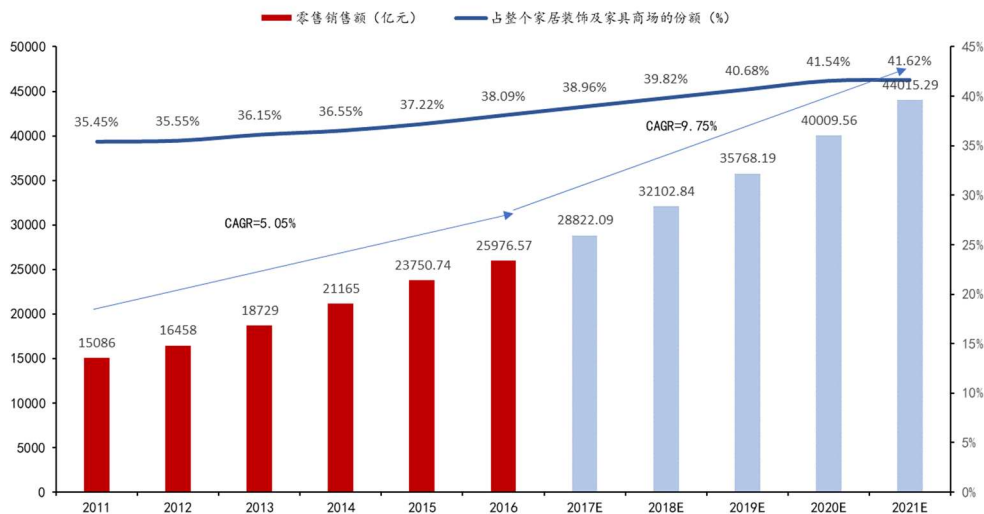
图表 20: 建材市场规模稳定增长



来源: 统计局, Wind, 国联证券研究所

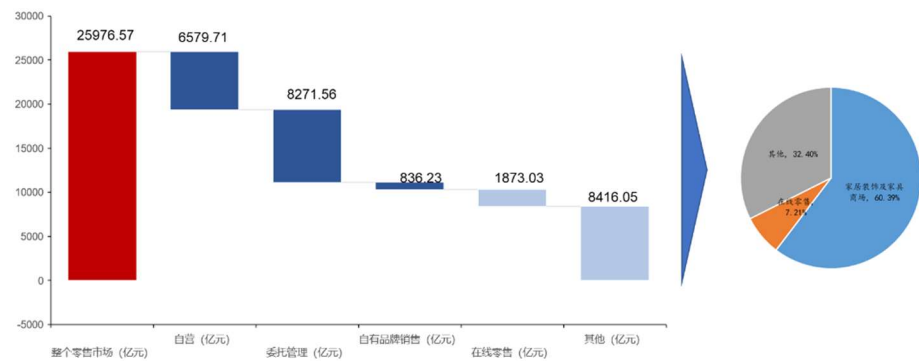
根据弗若斯特沙利文的统计, 2016年我国前五大连锁家居装饰及家具零售商(红星美凯龙、居然之家、金盛集团、月星集团及武汉欧亚达)零售销售额为1,705亿元, 仅占全连锁家居装饰及家具商场零售销售额5,975.4亿元的28.5%。近几年, 随着家居市场公司的上市以及电商对家居市场龙头的注资, 大型家居装饰及家具商场借城镇化进程带来的全国二、三线城市较大的发展机遇不断扩张, 通过改变二线以下家居市场行业格局, 使得集中度不断提升。我们认为, 随着家居龙头对三四线市场的进一步扩张, 行业竞争态势将继续加剧, 未来产业集中度将逐步提升, 市场龙头企业将进一步整合高度分散的家居装饰和家具零售市场。

图表 21: 家具零售市场仍有较大增长空间



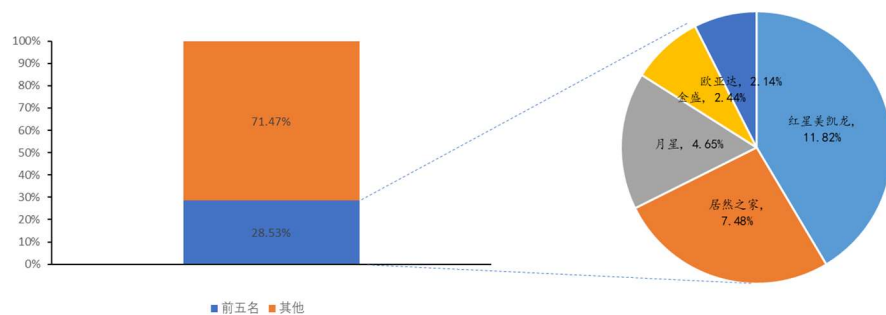
来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

图表 22：零售市场仍以线下为主（亿元）



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表 23：行业集中度仍较低



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

### 2.3. 行业格局新趋势

随着渠道对于消费者触点的增多以及互联网带来的专业知识分享扩散，消费者选购产品也从早期的多零售市场货比三家向线上公众号、微信号获取专业知识并进行线上线下比较转移。而且随着装修思维向一站式装修转变以及线上渠道对家居市场的不断切入，家居行业也从传统的连锁、非连锁的竞争向线上线下、全渠道等多形式的竞争变化：

#### ➤ 线上不断切入

线上无限的展示空间、逐渐降低的物流成本以及线上内容性导购发展使得在线零售已成为一种常用销售渠道。许多在线 B2C 平台以及线下零售商已开始为家居装饰及家具产品设立专门网站，典型的家居装饰及家具网站包括美乐乐及齐家装修网，天猫与京东也已扩张至家居装饰及家具领域。2016 年在线零售约占国内整个家居装饰及家具零售市场 7.2% 的市场份额，品类仍以小型家居装饰品为主，但随着线上线下全渠道零售发展，线上份额有逐步扩展趋势。

以今年 618 为例，618 京东装修服务同比去年增长 230%，京东装修业务专属客服日均咨询量达到平日的 1.6 倍以上，80% 的用户为 80 后、90 后，共有约 60 个品牌、超过 1200 个线下门店为消费者提供了装修服务，服务覆盖全国 270 多个城市。家装建材品类销售额同比增长 242%，位居品类排行榜榜首。618 当天，九牧、欧普、雷士、箭牌等知名品牌销售额达到去年同期 5 倍以上，科勒、西门子更是突破 10 倍增长。家具增长 138% 家具品类紧随其后，销售额同比增长 138%，索菲亚、芝华仕、曲美等中国品牌表现强劲，当天销售增长分别达到 15 倍、7.8 倍和 5 倍。而消费者对于品质的要求逐步提升，实木、红木等材质方面的要求成为热搜关键词，高端乳胶弹簧床垫受到消费者欢迎，高端慢回弹记忆棉床垫增速也非常明显。智能锁 618 当天销售额同比增长 510%，垃圾处理器当天销售额同比增长 618%。智能马桶销售额是去年同期的 5.1 倍，智能马桶盖销售额是去年同期的 3.1 倍。同时随着京东家居家装品类持续推进的大件入仓、家具 211 服务，今年 618 期间，入京东仓的马桶等大件建材，商品平均配送时长从 84 至 144 小时缩短至 10 至 36 小时。产品品类广、产品质量逐步得到保障、配送时间大幅缩短使得线上市场不断增加。

图表 24：产品高端化趋势明显



来源：京东 618 战报，国联证券研究所

图表 25：建材家居仍是购买主要产品

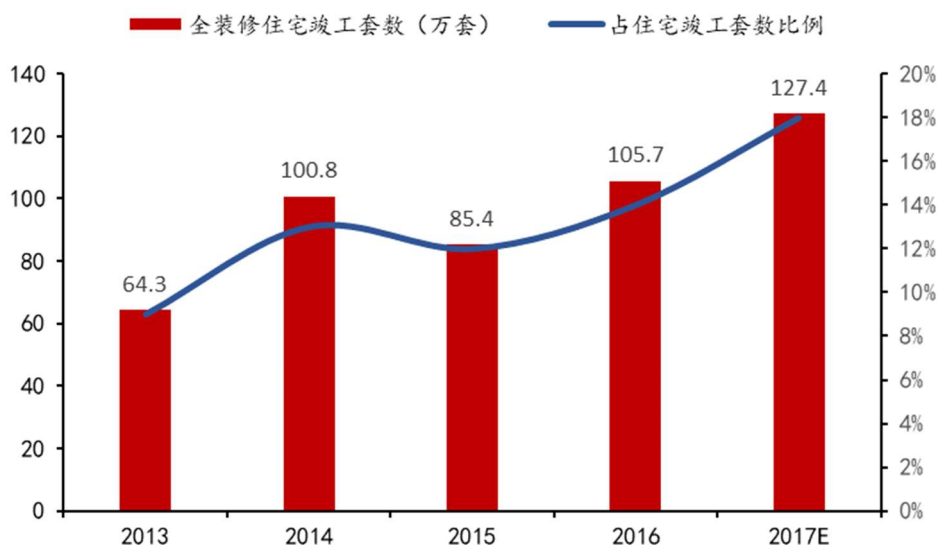


来源：京东 618 战报，国联证券研究所

➤ 精装房增多

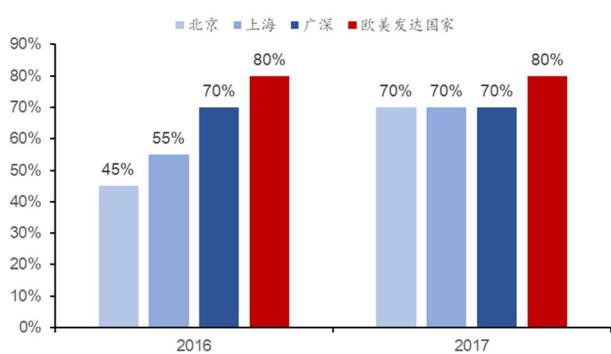
近几年精装修、全装修房屋政策密集出台，全装修房屋逐渐增多，根据全装联预测，2017 年我国全装修房屋 127.4 万套，渗透率达到 18%。这使得原有部分消费者从个人转变为地产商或承包商，这使得消费市场从零售转向批发。从渗透率来看，2017 年我国一线城市全装修渗透率迅速提升，目前北上广深均达到 70% 的渗透率，基本与欧美发达国家 80% 渗透率持平。当然，随着精装修、全装修政策的推行，全装修房屋或将在三四线市场快速发展，2017 年 H1 全装修房屋在三四线的占比为 28%，预计 2020 年或将达到 54%。消费需求从个人向建筑商的转变将会使得家居市场格局出现变化，硬装类产品批发市场占比或将提高，而软装类产品由于受政策影响较少，仍将以零售市场为主。

图表 26：全装修房屋渗透率提升



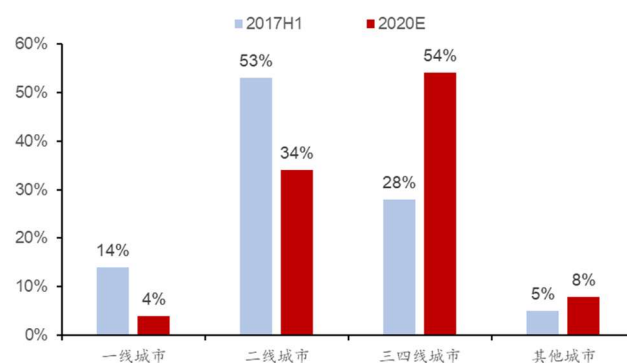
来源：全装联，奥维云网，国联证券研究所

图表 27：一线渗透率迅速提升



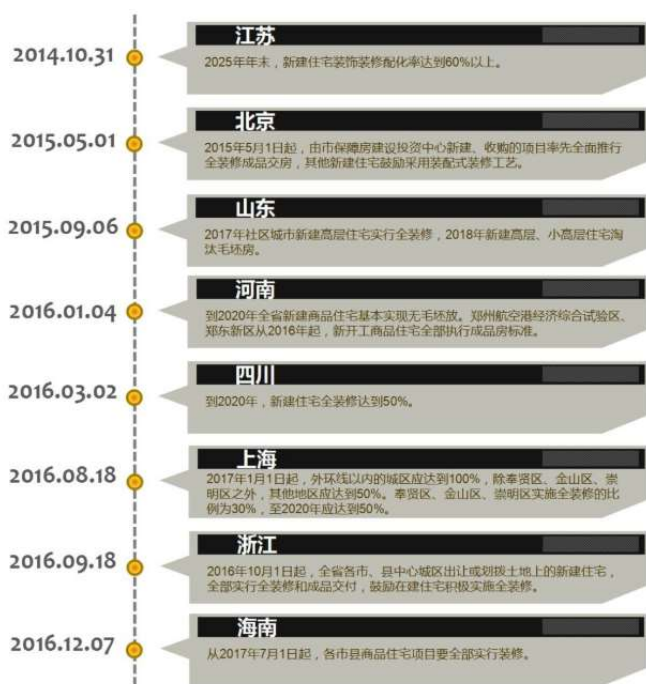
来源：金牌橱柜 IPO 文件，奥维云网，国联证券研究所

图表 28：三四线渗透率仍有增长空间



来源：奥维云网，国联证券研究所

图表 29：精装修政策发布时间轴



来源：搜狐，国联证券研究所

图表 30：全装修政策发布时间轴



来源：搜狐，国联证券研究所

### ➤ 传统零售市场向家居市场切入

家居产品与家电产品在家装过程中有较强关联性，家居装饰及家具产品在超市、百货公司及品牌专卖店等传统销售渠道亦有销售。2016年，其他传统渠道约占国内整个家居装饰及家具零售市场32.40%的市场份额。随着消费者对于一站式家居装修需求的提升，传统家电渠道龙头也在向家居市场进军，对传统家居渠道造成分流。

2017年底，国美宣布从家电市场进入10万亿“家·生活”市场，从传统家电零售转变为“家电+家装+家居+家服务+家金融”的“家·生活”服务商，并创新性的提出共享零售模式，以此作为国美“家·生活”战略的核心驱动力，吸引相关方参与到零售环节中。以北京马甸鹏润店的例，该店内储备了北京市的住宅图，消费者可以根据户型选择简欧、美式、中式等装修风格，国美的系统会在3分钟之内会拿出一套设计方案，消费者再进行细化升级，此外，鹏润店还有样板间，场景设置远超一般的家庭应用，消费者可以体验感受之后，从大方案中选择适合自己的个性化方案。

图表 31：国美一站式家装平台

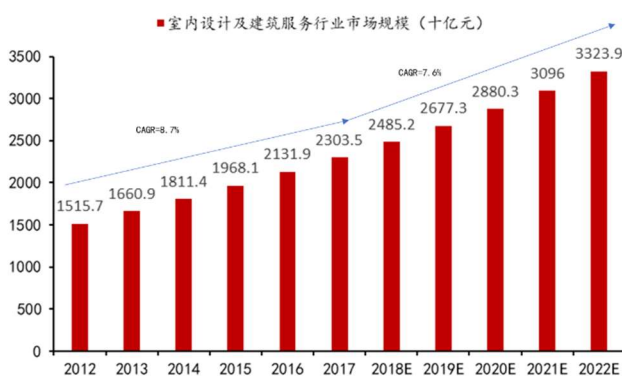


来源：国美官网，国联证券研究所

➢ 中介规模扩大

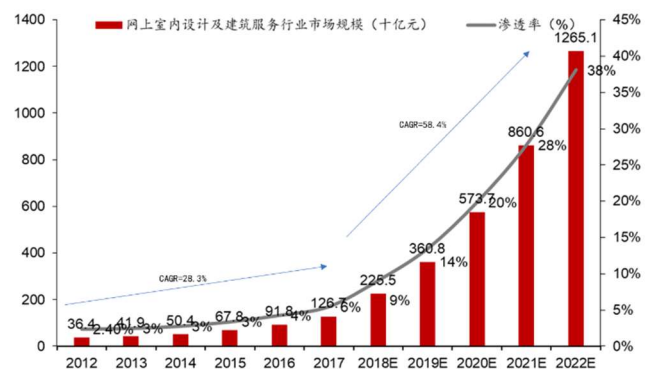
互联网的发展使得行业专业知识更便利地传播，这催生出使用微信公众号、线上社交平台的设计公司、独立设计师的发展。根据弗若斯特沙利文的预测，我国线上室内设计及建筑服务行业市场规模将从2017年1267亿元增长至2022年12651亿元，CAGR为58.4%，线上渗透率或将从5.5%增长至38.1%。

图表 32：我国室内设计及建筑服务市场规模巨大



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表 33：线上室内设计市场或将快速增长



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

### 3. 双轮驱动，家具龙头全渠道增长

公司经营模式基于其自营+委管的连锁模式。公司在一二线核心城市通过自建、购买以及租赁的方式获得经营物业并将其统一对外招商，并通过为入驻商户提供设计商场内展位、场地租赁、员工培训、商场营销、售后等服务收取固定的租赁以及管理费用。而在三四线城市，公司凭借多年来在商场选址、施工咨询以及管理的优势，将“红星美凯龙”品牌与经营合作方合作，通过轻资产模式将品牌与运营管理经验输出。



而基于自营+委管的快速扩张，使得公司可以快速扩大市场占有率，并依靠逐年扩张的平台向线上线下全渠道、上下游企业孵化器等多模式发展。

图表 34：公司业务体系



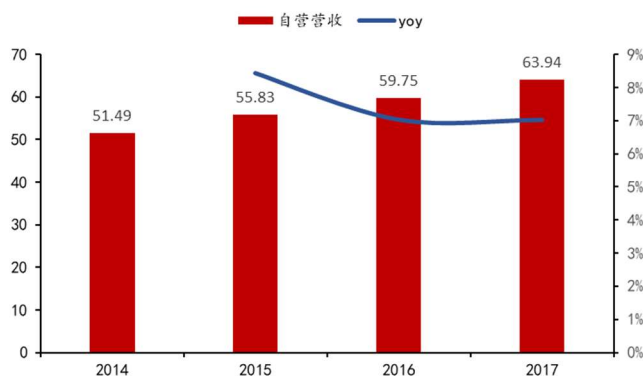
来源：公司官网，国联证券研究所

### ➤ 自营树品牌

公司自营商场通过为商户提供营销平台获得场地租金以及管理收入，因此自营商场的出租率、坪效增长率以及自有商场数量和面积会对公司自营业务收入产生较大影响，即：自营业务收入 = 自营商场数量 × 出租率 × 商场租金。

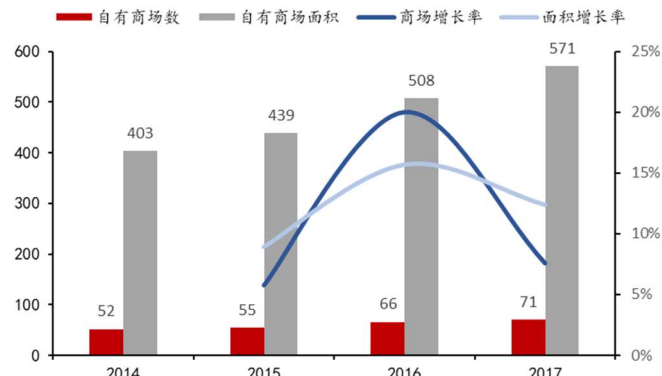
公司 2014 年营收为 51.5 亿元，2017 年达到 63.9 亿元，CAGR 为 7.5%。公司自营商场数量则从 2014 年的 52 家增长至 2017 年的 71 家，CAGR 达到 10.9%。自营出租率从 2015 年最低 94.1% 逐年增长，2017 年达到 97.6%。随着出租率的提升，公司同店租金收入亦有提升，近三年公司年均租金增长率稳定在 5% 以上的增长。

图表 35：自营收入持续增长（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 36：自有商场逐年增加（万平方米）



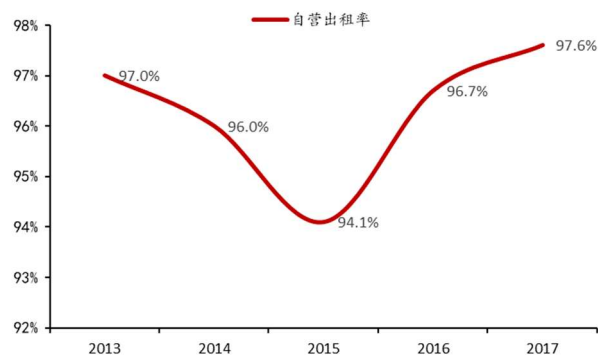
来源：Wind，国联证券研究所

图表 37： 同店增长保持 5%



来源：Wind，国联证券研究所

图表 38： 自营出租率持续提升



来源：Wind，国联证券研究所

家居行业上游格局仍较为分散，因此优质销售渠道仍有较高行业话语权。美凯龙作为行业龙头近年来市占率不断提高，市占率的提升使得公司对于上游渠道溢价也在提升，因此我们认为公司成熟门店租金增长或将保持增长趋势。从公司未来自营商数量来看，目前公司仍有 29 个自营储备项目，我们假定未来三年公司可以将自营商场全部开业，则我们预测 2018-2020 年，公司营收或将保持年均 8% 的增长。

图表 39： 自营收入预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
自有商场数	66.00	71.00	77.00	83	90.00
yoy	20.0%	7.6%	8.5%	7.8%	8.4%
自有商场面积	508.00	571.00	616.00	664	720.00
yoy	15.7%	12.4%	7.9%	7.8%	8.4%
平均面积	7.70	8.04	8.00	8	8.00
yoy	-3.6%	4.5%	-0.5%	0.0%	0.0%
成熟门店平均月租	142.00	130.00	136.89	144.2821	152.07
yoy	5.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%
平均面积收入	1176.18	1119.79	1130.99	1142.29	1153.72
yoy	-7.5%	-4.8%	1.0%	1.0%	1.0%

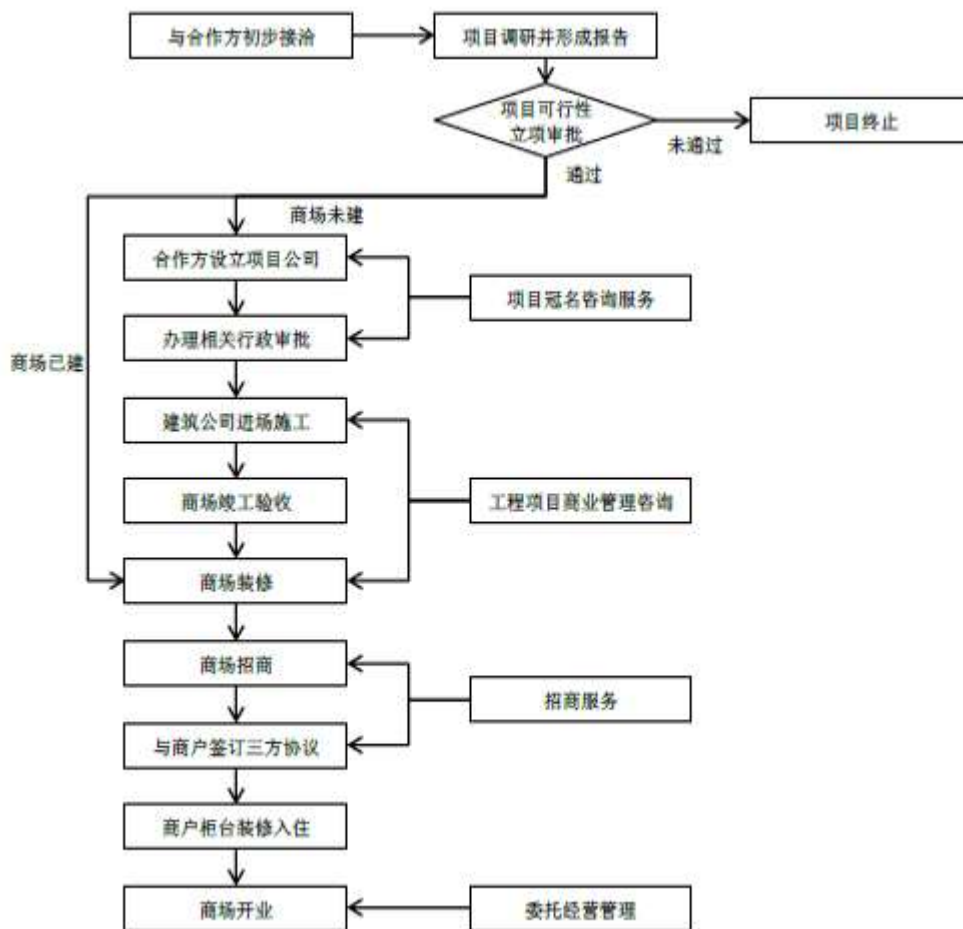
来源：Wind，国联证券研究所

### ➤ 委管扩市场

与直营业务不同，公司委管业务并不会直接为公司提供租金收入。公司依托其在地产选址到商场运营丰富的全流程管理经验，通过为合作方提供开业前项目冠名咨询服务、工程商业管理咨询以及招商服务向合作方收取相关资讯服务费用。

在项目立项阶段，公司与合作方设立项目公司并在办理相关行政审批时可为其提供项目冠名咨询服务；同时在建筑公司进场施工到商场装修这段过程中可提供工程项目管理咨询；在商场招商阶段可为其提供招商服务；最后在运营阶段可每年为其提供委托经营管理服务。通过与合作方进行委托管理的轻资产方式，公司可以迅速拓宽在三线及以下市场，并使得公司市场占有率提升。

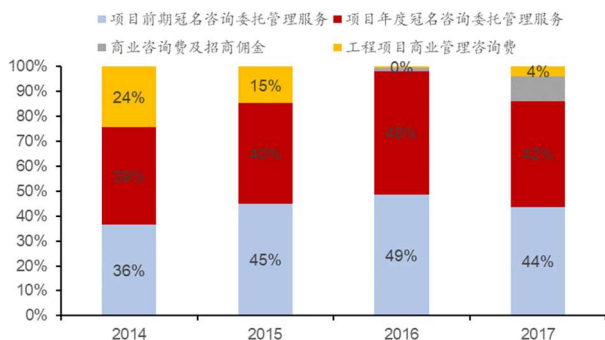
图表 40：委管业务收入来源



来源：Wind，国联证券研究所

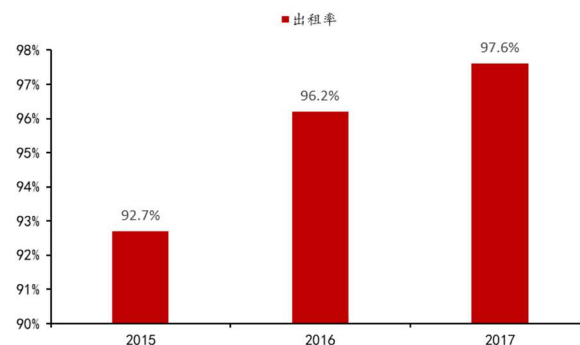
通过委派管理团队，公司可以最大程度的保证自营与委管服务品质的一致性，从而保证公司委管商场的竞争力，委管商场出租率亦是随着竞争力的提升和商场逐渐成熟逐年走高，2017 年达到 97.6%。

图表 41：委管业务收入比例



来源：Wind，国联证券研究所

图表 42：委管出租率持续提升

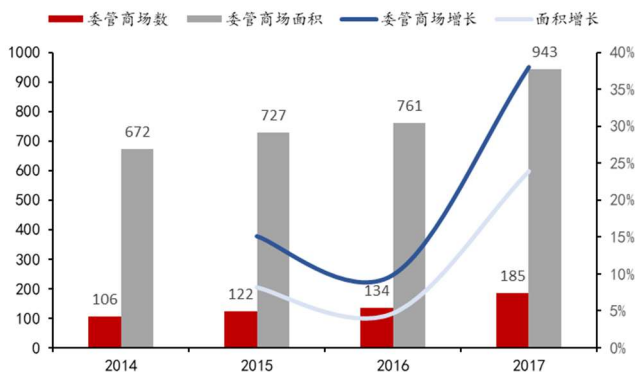


来源：Wind，国联证券研究所

从委管商场数量来看，近年来公司委管业务逐渐加速，2015-2017 年公司委管商

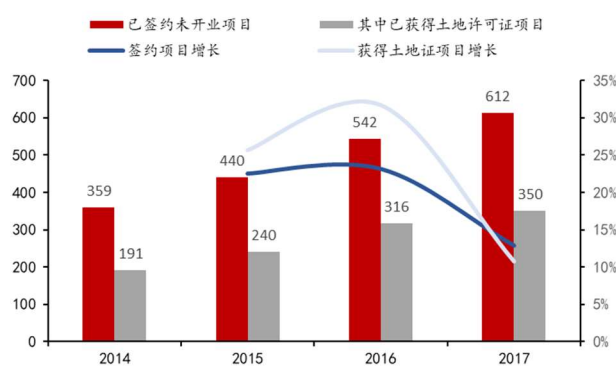
场数量增速分别为 15.1%、9.8%以及 38.1%。而公司充裕的已签约项目也为公司未来的稳健增长打下坚实基础。

图表 43: 委管商场大幅提升 (万平方米)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 44: 已签约项目储备充足



来源: Wind, 国联证券研究所

### 3.1. 拥抱互联网，深挖产业链，服务谋发展

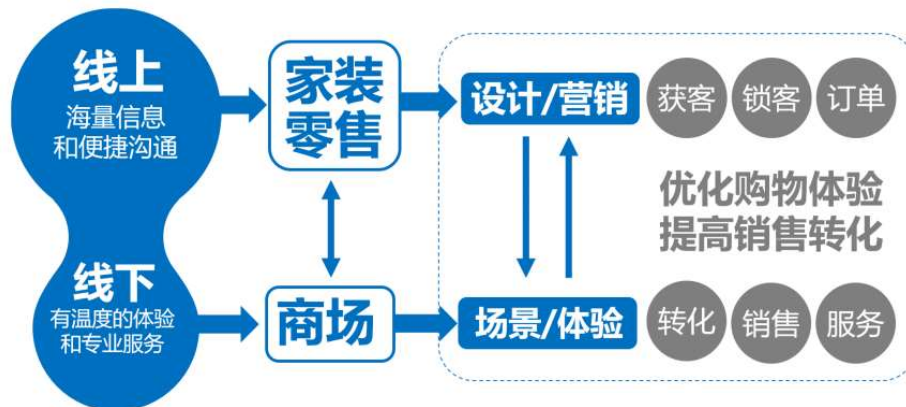
面对消费者消费需求变化、精装房政策导致受众的变化、行业格局的变化，公司通过主动实行线上线下新零售战略、成立家倍得装饰提供一站式服务、开拓星艺佳等新产品以及补齐最后一公里物流短板等方式主动求变，通过提高服务质量谋求新发展。

#### ➤ 拥抱线上：从 1001 到 IMP 平台

2016 年公司提出“1001 战略计划”，其分为三个层面：一是红星美凯龙未来将打造 1000 座家居 mall，用 1 个互联网新模式，为实体店赋能；二是用数字技术，实现真正的线上线下一体化；三是基于 1001 的对称美学，打造设计平台，用美学价值带动产品创新。目前公司已围绕“家”的概念通过线上线下一体化的运营模式搭建了为消费者提供从装修入住到居家消费品购买等泛家居消费产业链服务的互联网平台。通过将线上展示、便捷沟通与线下优质服务结合在一起，公司将线上设计营销与线下场景体验相融合，实现了线上获客、锁客、获取订单，线下客流转化、销售和提供服务。

10 月 31 日，红星美凯龙与腾讯宣布建立全面战略合作伙伴关系，并发布其首个合作成果 IMP 平台。IMP 平台将会通过大数据实现多维度、连续性的超精准连接，涵盖家居生态内的各种角色、场景及内容，从而实现为用户提供家装全周期、个性化服务。并以此制造流量，进而分享给所有品牌，使得整个行业的营销效率提升，运营成本下降。这或将使得美凯龙在品牌整合、流量运营、生态联动等多方面唤醒家居行业“沉睡”数据。

图表 45：线上获客线下转换提高用户粘性



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 46：红星美凯龙 APP



来源：美凯龙 APP，国联证券研究所

图表 47：线上包含家装设计



来源：美凯龙 APP，国联证券研究所

目前公司已上线面向品牌商、渠道商的龙翼系统以及面向消费者的红星美凯龙网页、手机 APP。通过线上展示突破线下门店的物理局限，并将信息流整理运用为销售方、购买方、渠道方提供信息决策，提高全产业链效率。

图表 48：可为品牌商经销商提供数据服务

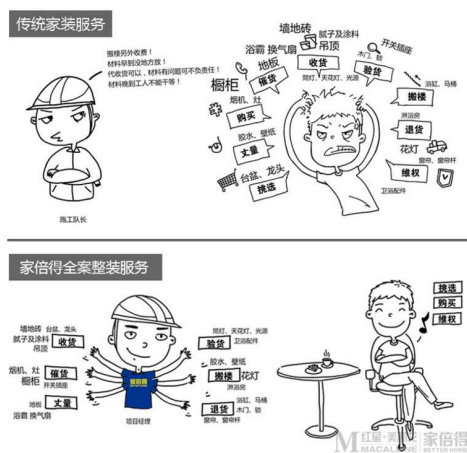


来源：公司官网，国联证券研究所

➤ 家倍得，一站式家装体验提高用户粘性

我国家居行业更多地以为客户提供“帮我做”模式。而目前我国大市场小公司的格局在短期内不会改变，因此消费者在购买时更需要货比三家。但家居行业“短期高频长期低频”的行业性质决定消费者并没有储备较多的专业知识，因此在这种情况下，红兴美凯龙通过组建家倍得为客户提供一站式家装服务。同时，公司在线上成立设计师平台，将消费者、渠道、设计、装修全流程打通，在为客户提供更好服务的同时也将具有“高客单价”属性的消费者实现体系内消费，为平台商户带来更多机会。

图表 49：家装一站式服务



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 50：一站式服务全流程



来源：公司官网，国联证券研究所

➤ 多品牌，切入细分市场

面对目前消费人群不同导致的消费需求差异，公司通过多品牌运营打造覆盖更广泛消费群体的品牌矩阵。2014 年公司通过获得吉盛伟邦品牌授权扩充了高端、国际渠道，通过“红星·欧丽洛雅”打造相对年轻时尚的家具品牌，而下沉三四线的星艺佳品牌更是已签约 115 个项目，签约总面积达到 370 万平方米。多品牌矩阵即可以更广泛的覆盖消费人群也可通过不同品牌专注细分市场进行品牌区隔。同时各品牌通过商户共享、数据互联获得全品牌扩张红利。

图表 51：品牌矩阵形成合力



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 52：星艺佳快速发展



来源：公司官网，国联证券研究所

➤ 促物流，最后一公里提升服务质量

家具行业痛点在于服务不持续导致的在物流配送、售后维护等方面的缺失。公司

目前通过星河宅配为商户和消费者提供最后一公里配送服务，目前已在南京、无锡、石家庄、长沙、沈阳、济南和青岛 7 座城市开设试点物流中心，仓储面积超过 55000 平方米，服务品牌数目已超 350 个。

**图表 53：打通物流“最后一公里”**



来源：公司官网，国联证券研究所

除了一站式配送服务，公司也提出了“焕新+”的全品类家具维保解决方案，可以根据客户的个性化需求，提供精细化、多元化、全品类的家居维修保养服务。

**图表 54：公司可提供家装后市场服务**



来源：公司官网，国联证券研究所

➤ 孵化器，投资带来新收益

逐渐扩大的家居平台也为公司带来了新的盈利增长点。公司通过与上下游的深度合作，挑选优质公司进行股权投资。目前在智能家居、上游产业链龙头、佳居物流、设计装修等多领域均有多项投资。我们认为公司或将依托其优质的渠道推动深度合作的上下游公司成长，将家具平台向家具行业孵化器蜕变。



图表 55：投资带来新收益



来源：公司官网，国联证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

公司自营+委管的业务模式使得其在会计处理上与传统零售公司有较大差异，因此我们从公司已有物业价值以及成长角度对公司未来增长两种方式对公司进行估值讨论。

从公司已有地产项目估值角度来说，公司将其自营项目地产物业计入投资性房地产项目，2017 年末该项目资产规模为 708.31 亿元。我们另从公司已有类 REITs 项目对自营地产的实际价值进行重估，认为公司自营项目或价值 853.32 亿元。

**图表 56：自营项目地产估值**

名称	城市级别	经营面积 (平方米)	估值 (万元)	估值均价 (万元)	目前已有类REITS产品价格 (亿元)	均价 (万元)	预测均价 (万元)	预测估值 (万元)
上海真北	一线	185540	603300	3.25			4.88	904950.00
常州飞龙	三线	108265	133800	1.24			0.84	90984.00
无锡锡山	二线	120451	180100	1.50			1.64	198110.00
北京西四环	一线	52456	226000	4.31			5.60	293800.00
天津河西	二线	51436	138400	2.69	15.89	3.09	3.09	158937.24
天津红桥	二线	46318	92000	1.99	10.26	2.22	2.22	102825.96
北京东四环	一线	82385	278200	3.38			5.07	417300.00
上海汶水	一线	133500	308900	2.31			3.70	494240.00
成都武侯	二线	56886	121000	2.13			2.34	133100.00
郑州商都	二线	147710	316000	2.14			2.35	347600.00
沈阳铁西	二线	119105	270100	2.27			2.49	297110.00
北京北四环	一线	56255	149500	2.66	25.5	4.53	4.53	254835.15
南京卡子门	二线	107248	314100	2.93			3.22	345510.00
上海浦东沪南	一线	146345	387100	2.65			4.50	658070.00
常州武进	三线	144010	42000	0.29			0.20	28560.00
济南天桥	二线	97808	146400	1.50			1.65	161040.00
昆明广福路	二线	81686	80353.4	0.98			1.08	88388.74
天津河东	二线	107304	188200	1.75			1.93	207020.00
长春远达	二线	99064	99200	1.00			1.10	109120.00
沈阳浑南	二线	118960	155400	1.31			1.44	170940.00
天津东丽	二线	87407	75100	0.86			0.95	82610.00
上海吴中路	一线	46173	156600	3.39			5.77	266220.00
大连华南	二线	74471	118400	1.59			1.75	130240.00
廊坊凯宏	三线	65060	59800	0.92			0.63	40664.00
苏州园区	二线	91752	105800	1.15			1.27	116380.00
盘锦兴隆	其他	49622	35300	0.71			0.48	24004.00
上海浦东金桥	一线	83792	241900	2.89			4.91	411230.00
重庆二郎	二线	77768	82600	1.06			1.17	90860.00
烟台二期	三线	78764	66400	0.84	4.5	0.57	0.57	44895.48
上海浦江	一线	48422	103500	2.14			3.63	175950.00
沈阳铁西二期	二线	32113	49800	1.55			1.71	54780.00
大庆世博	三线	65575	60800	0.93			0.63	41344.00
长沙岳麓	二线	74372	77360	1.04			1.14	85096.00
中山港口	三线	59467	35700	0.60			0.41	24276.00
武汉额头湾	二线	126161	154400	1.22			1.35	169840.00
兰州高新	二线	66006	36400	0.55			0.61	40040.00
无锡滨湖	二线	92452	91100	0.99			1.08	100210.00
东莞万江	二线	56508	41600	0.74			0.81	45760.00
武汉汉阳	二线	66187	87000	1.31			1.45	95700.00
合肥四里河	二线	75715	72300	0.95			1.05	79530.00
合肥东部新城	二线	81420	47500	0.58			0.64	52250.00
哈尔滨西客站	二线	77678	91600	1.18			1.30	100760.00
呼和浩特玉泉	二线	65061	66300	1.02			1.12	72930.00
沈阳于洪	二线	85831	99600	1.16			1.28	109560.00
天津北辰	二线	59580	100300	1.68			1.85	110330.00
哈尔滨松北	二线	82691	97575.38	1.18			1.30	107332.92
天津滨海	二线	56439	48537.54	0.86			0.95	53391.29
苏州木渎	二线	51092	58755.8	1.15			1.27	64631.38
南京浦口	二线	101792	254480	2.50			2.75	279928.00
总计		4142103	6846562.12					8533184.16

来源：公司公告，国联证券研究所

其次我们将公司业务进行拆分计算，我们测算公司 2018-2020 营收 132.6、152.0、173.5 亿元，同比增长 20.9%、14.6%、14.1%，每股 EPS 为 1.43、1.60、1.78 元，首次推荐给予推荐评级。

**图表 57：公司盈利预测 (亿元)**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>租赁及管理</b>	59.75	63.94	69.67	75.85	83.07
yoy	7.0%	7.0%	8.96%	8.87%	9.52%
<b>与委托经营管理商场相关</b>	27.82	36.29	51.00	61.00	71.00
yoy	-13.8%	30.4%	40.53%	19.61%	16.39%
<b>商品销售及家装</b>	2.08	2.94	4.12	5.76	8.07
yoy	74.8%	41.3%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>其他主营业务</b>	3.96	5.05	6.31	7.89	9.86
yoy	70.7%	27.5%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>其他业务</b>	0.75	1.37	1.50	1.50	1.50
<b>营业总收入</b>	94.36	109.60	132.60	152.00	173.50
yoy	2.8%	16.2%	20.98%	14.63%	14.14%

来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 58：估值比较**

证券代码	股票简称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率 PE		
					18E	19E	20E	18E	19E	20E
002818.SZ	富森美	4.45	103.61	23.28	1.74	1.79	1.92	13.36	13	12.09
600415.SH	小商品城	54.43	213.92	3.93	0.21	0.23	0.26	18.71	17.09	15.12
002344.SZ	海宁皮城	12.83	64.14	5	0.27	0.3	0.33	18.20	16.56	15.11
平均值								16.76	15.55	14.11
601828.SH	美凯龙	35.5	398.06	12.39	1.43	1.60	1.78	8.67	7.73	6.98

来源：公司公告，国联证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 房地产市场不及预期的风险；
- 2) 公司委管业务开店不及预期的风险；
- 3) 公司自营业务增长不及预期的风险。

**图表 59：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	-3,820.1	-529.50	662.94	1,239.39	2,653.94	营业收入	9,436.0	10,959.5	13,258.8	15,198.5	17,347.6
应收账款+票据	1,779.39	2,904.93	2,762.16	3,734.02	3,680.72	营业成本	2,612.7	3,163.19	4,082.39	4,827.07	5,672.69
预付账款	164.84	267.78	290.56	369.62	406.21	营业税金及附加	413.92	317.33	383.91	440.07	502.30
存货	45.42	120.29	93.58	159.30	137.88	营业费用	1,205.7	1,513.83	1,736.91	1,998.61	2,307.24
其他	668.56	647.58	647.58	647.58	647.58	管理费用	935.08	1,361.79	1,392.18	1,608.01	1,854.47
<b>流动资产合计</b>	<b>-1,161.9</b>	<b>3,411.07</b>	<b>4,456.81</b>	<b>6,149.92</b>	<b>7,526.33</b>	财务费用	877.71	1,131.84	1,981.90	2,053.05	2,080.45
长期股权投资	1,012.65	1,613.82	2,713.82	3,944.82	5,244.82	资产减值损失	572.89	283.44	355.56	355.56	355.56
固定资产	141.66	158.86	-165.91	-494.01	-825.49	公允价值变动收益	1,754.0	1,996.19	1,700.00	1,780.00	1,860.00
在建工程	65.98	66.10	68.00	70.00	73.00	投资净收益	136.22	129.26	1,100.00	1,231.00	1,300.00
无形资产	428.85	458.62	463.36	467.61	470.79	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	70,495.5	79,431.1	81,517.0	83,703.4	86,106.4	<b>营业利润</b>	<b>4,708.2</b>	<b>5,313.54</b>	<b>6,125.98</b>	<b>6,927.20</b>	<b>7,734.96</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>72,144.7</b>	<b>81,728.5</b>	<b>84,596.3</b>	<b>87,691.8</b>	<b>91,069.5</b>	营业外净收益	93.25	574.24	80.00	80.00	80.00
<b>资产总计</b>	<b>70,982.7</b>	<b>85,139.6</b>	<b>89,053.1</b>	<b>93,841.7</b>	<b>98,595.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,801.5</b>	<b>5,887.78</b>	<b>6,205.98</b>	<b>7,007.20</b>	<b>7,814.96</b>
短期借款	500.01	300.01	151.16	0.00	0.00	所得税	1,128.0	1,651.95	851.50	999.05	1,163.74
应付账款+票据	353.22	491.22	598.60	690.01	824.35	<b>净利润</b>	<b>3,673.4</b>	<b>4,235.83</b>	<b>5,354.49</b>	<b>6,008.15</b>	<b>6,651.22</b>
其他	11,436.1	19,957.0	20,033.3	20,866.0	21,040.3	少数股东损益	276.26	200.12	280.97	315.27	349.02
<b>流动负债合计</b>	<b>12,289.3</b>	<b>20,748.2</b>	<b>20,783.0</b>	<b>21,556.0</b>	<b>21,864.6</b>	<b>归属于母公司净利</b>	<b>3,397.1</b>	<b>4,035.71</b>	<b>5,073.51</b>	<b>5,692.88</b>	<b>6,302.20</b>
长期带息负债	16,881.6	16,269.1	16,569.1	16,569.1	16,569.1						
长期应付款	1,475.71	1,415.70	1,415.70	1,415.70	1,415.70						
其他	415.32	2,774.52	2,774.52	2,774.52	2,774.52						
<b>非流动负债合计</b>	<b>18,772.6</b>	<b>20,459.3</b>	<b>20,759.3</b>	<b>20,759.3</b>	<b>20,759.3</b>						
<b>负债合计</b>	<b>31,062.0</b>	<b>41,207.6</b>	<b>41,542.4</b>	<b>42,315.3</b>	<b>42,624.0</b>						
少数股东权益	3,354.92	3,505.20	3,786.18	4,101.45	4,450.47						
股本	3,623.92	3,623.92	3,623.92	3,623.92	3,623.92						
资本公积	5,620.01	5,362.12	5,362.12	5,362.12	5,362.12						
留存收益	27,321.9	31,440.7	34,738.5	38,438.8	42,535.3						
<b>股东权益合计</b>	<b>39,920.7</b>	<b>43,931.9</b>	<b>47,510.7</b>	<b>51,526.3</b>	<b>55,971.8</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>70,982.7</b>	<b>85,139.6</b>	<b>89,053.1</b>	<b>93,841.7</b>	<b>98,595.8</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,793.13	1,611.96	2,494.49	2,937.15	3,431.22
折旧摊销	127.43	134.38	174.65	180.95	72.74
财务费用	951.98	1,221.80	581.90	573.05	560.45
存货减少	-10.31	-74.95	26.71	-65.73	21.42
营运资金变动	45.13	2,869.03	303.61	-126.83	325.37
其它	841.16	531.95	355.56	355.56	355.56
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,748.53</b>	<b>6,294.17</b>	<b>3,936.92</b>	<b>3,854.17</b>	<b>4,766.77</b>
资本支出	3,265.42	5,840.43	98.00	100.00	103.00
长期投资	2,742.56	4,399.85	500.00	521.00	543.00
其他	1,099.26	4,229.17	60.00	60.00	60.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,908.73</b>	<b>-6,011.11</b>	<b>-538.00</b>	<b>-561.00</b>	<b>-586.00</b>
债权融资	4,369.61	6,856.18	151.15	-151.16	0.00
股权融资	10.00	134.46	0.00	0.00	0.00
其他	-3,110.86	-3,117.00	-2,357.63	-2,565.56	-2,766.22
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,268.76</b>	<b>3,873.64</b>	<b>-2,206.48</b>	<b>-2,716.72</b>	<b>-2,766.22</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>108.56</b>	<b>4,152.68</b>	<b>1,192.44</b>	<b>576.45</b>	<b>1,414.55</b>

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.81%	16.14%	20.98%	14.63%	14.14%
EBIT	3.49%	22.47%	-6.29%	11.67%	10.49%
EBITDA	3.31%	22.11%	-5.63%	11.47%	8.85%
归属于母公司净利	-0.56%	18.80%	25.72%	12.21%	10.70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	72.31%	71.14%	69.21%	68.24%	67.30%
净利率	38.93%	38.65%	40.38%	39.53%	38.34%
ROE	9.29%	9.98%	11.60%	12.00%	12.23%
ROIC	5.05%	5.65%	7.02%	7.52%	7.98%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	43.76%	48.40%	46.65%	45.09%	43.23%
流动比率	-0.09	0.16	0.21	0.29	0.34
速动比率	-0.15	0.13	0.18	0.25	0.31
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.78	9.36	10.92	10.00	10.84
存货周转率	57.52	26.30	43.63	30.30	41.14
总资产周转率	0.13	0.13	0.15	0.16	0.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.96	1.14	1.43	1.60	1.78
每股经营现金流	1.06	1.77	1.11	1.09	1.34
每股净资产	10.30	11.39	12.32	13.36	14.51
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.95	10.90	8.67	7.73	6.98
市净率	1.20	1.09	1.01	0.93	0.85
EV/EBITDA	10.77	8.39	8.95	7.99	7.23
EV/EBIT	11.01	8.55	9.18	8.18	7.29

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810