

轻工制造

证券研究报告
2019年02月15日

回乡问卷话消费，家居装修观趋势——基于 2110 份新春问卷

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com
李杨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110004
liyong@tfzq.com
武楠 联系人
wnan@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:开工大吉! 推荐 19 年投资逻辑和 18 年业绩预告梳理》 2019-02-11
- 2 《轻工制造-行业研究周报:推荐可转债专题研究和家居/包装造纸月度数据深度报告》 2019-01-27
- 3 《轻工制造-行业专题研究:18Q4 基金重仓股分析:轻工板块超配比例略有回落, 减持家居增持生活用纸和包装》 2019-01-25

在春节期间, 经过天风证券研究所同事的共同努力, 一共收回了 2110 份来自全国各地关于消费情况的调查问卷。

调研对象年龄结构偏年轻化, 20-35 岁年龄段的人群占到整体的 68.19%; 来自一二线城市的居多, 占比 71.95%。生育意愿偏低, 平均每对夫妻期望生育小孩数仅 1.48, 仍有购房需求者占大半, 改善性需求最多, 有 58.16% 的调查者表示有购买首套房或者改善型住房的需求。

家装预算更追求性价比, 10-20 万装修预算最多。在家装(硬装+软装)预算上, 33.68% 的消费者的预算在 10 万-20 万, 占比最高; 24.31% 的消费者预算在 5-10 万。相当于选择 800-1200/平米的整装套餐, 再选配一些同档次的家具, 基本都可以用上大品牌材料和家具, 但属于大品牌中基础款的产品。

定制渗透率 49.89%, 近三成消费者尚不了解定制家具。定制渗透率近 50%, 没有选择“定制家具”的调研对象中, 24.78% 的人不了解定制, 未来有望在加深认识后选择定制; 34.36% 的人是由于价格偏高; 22.13% 的人担心环保问题; 25.77% 的人由于款式不满意。随着定制产业的发展, 定制的渗透率提升应该还有不小空间。

一二线和三四线城市对购买家具的预算差异较大。分等级城市后, 一二线购置家具的预算明显高于三四线城市。一二线选择最低档次预算的比例比三四线城市要少, 而选择最高端档次的比例比三四线城市多一倍左右。

一二线城市购置预算差异不大, 但是二线城市预算比一线略高, 主要原因是一线城市房价过高, 外来人口为主, 买房后对其他消费造成挤压所致, 二线城市多为本地居民, 房价相对温和, 故家装类预算较高。由此可见, 二线城市其实对高端产品的消费能力更强。

一线城市对定制渗透率最高, 四线城市渗透率最低。一线城市的定制渗透率为 51.66%, 二线城市为 48.73%, 四线及以下城市仅 42.08%, 一线城市选择手工打制和成品的比例明显低于其他城市。

收入水平影响定制家居渗透率。定制家居的渗透率随收入的增加缓慢上升, 基于此, 我们对于未来定制家居渗透率持续提升也更有信心。

投资建议: 家居行业的线下渠道红利期减弱, 下一阶段家居企业将展开内功的真正比拼, 未来家居企业扩展新渠道、为经销商赋能、提高效率降低终端加价率、以及拓展新品类将成为取得长期成长的关键, 而龙头企业的管理和规模优势也会越来越显现, 家居龙头企业的市占率仍有较大提升空间。看好整装渠道拓展领先的欧派家居、竞争格局较好品类拓展顺利的顾家家居、功能沙发龙头敏华控股; 线上渠道优势明显且不断为经销商赋能的尚品宅配、智造和品牌优势突出的索菲亚; 另外建议关注品类持续扩张, 经营稳健, 低估值的志邦股份、好莱客。

风险提示: 地产交房低于预期; 贸易战影响; 调查样本与结果在随机性上受限

内容目录

1. 调研对象基本画像——潜在购房需求旺盛，生育期望偏低.....	3
2. 家居消费情况——家居消费注重性价比，款式环保质量最被关注.....	5
2.1. 家居购置预算追求性价比.....	5
2.2. 定制渗透率 50%，尚有提升空间.....	6
2.3. 消费者最关心款式、环保、质量三大因素.....	7
3. 不同地区和收入的家居消费——定制渗透率有望继续提升，上市公司目标客群有望不断扩大.....	8
3.1. 不同地区对家居购置差异大.....	9
3.2. 收入水平影响家居购置预算和定制渗透率.....	9
4. 投资建议.....	10

图表目录

图 1：问卷调查对象年龄偏年轻化.....	3
图 2：问卷调查对象男女比例大致相当.....	3
图 3：问卷调查对象 7 成来自一二线城市.....	3
图 4：问卷调查对象超半数已婚人士.....	4
图 5：问卷调查对象希望生 1-2 个孩子的比例接近 8 成.....	4
图 6：问卷调查对象近 4 成月收入在 1-5 万间.....	4
图 7：问卷调查对象超过半数有购房需求.....	5
图 8：问卷调查对象近 8 成房子面积在 50-200 m ² 间.....	5
图 9：家装预算中近 1/3 消费者预算在 10-20 万.....	6
图 10：家装花费上，软装硬装的比例大致为 4:6.....	6
图 11：活动家居购买预算主要在 1-5 万.....	6
图 12：柜类家具的预算上，2-5 万占比达 42.69%.....	6
图 13：接近半数的消费者购买柜类时会选择定制+成品的组合方式.....	7
图 14：消费者不选择定制家具最主要的原因是因为价格偏高.....	7
图 15：环保、设计款式、质量问题是消费者在挑选家具时最关注的问题.....	7
图 16：消费者在购买家具时线下渠道还是主要途径.....	8
图 17：家居品牌普及度索菲亚、欧派稍高.....	8
图 18：现在对重新装修的普遍期望在 5-15 年.....	8
图 19：一二线购置活动家具的预算明显高于三四线.....	9
图 20：二线城市在柜类家具的预算上略高于一线城市.....	9
图 21：一线城市定制渗透率最高，四线城市最低.....	9
图 22：收入水平与购置活动家居预算高度正相关.....	10
图 23：收入水平与购置柜类预算高度正相关.....	10
图 24：定制家居渗透率随着收入增加而缓慢上升.....	10
表 1：城市分级目录.....	3

在春节期间，经过天风证券研究所同事的共同努力，一共收回了 2110 份来自全国各地关于消费情况的调查问卷，通过此调研来管窥家居消费的变化趋势。通过对结果的梳理总结，对于家居行业一些发展趋势有了更新、更深入的认识，接下来我们就把这些研究成果一一呈现：

1. 调研对象基本画像——潜在购房需求旺盛，生育期望偏低

从调研对象的基本情况来看，年龄结构偏年轻化，男女比例大致相当。本次问卷调查的参与者主要集中在 20-55 岁之间，他们是消费的主力人群，其中 20-35 岁年龄段的人群占到整体的 68.19%，36-55 岁年龄段的人群占 24.69%，其余年龄段人群较少。在男女比例方面，男生占比 53.37%，略多于女生。

图 1：问卷调查对象年龄偏年轻化

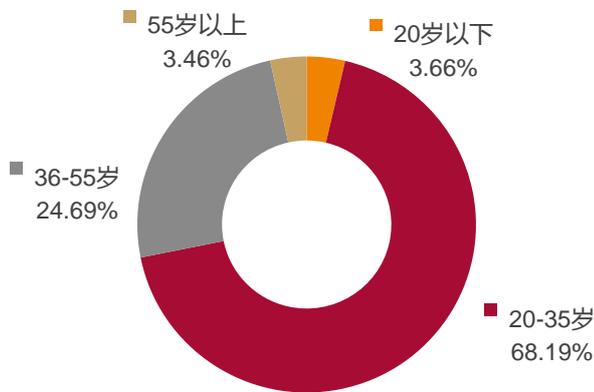
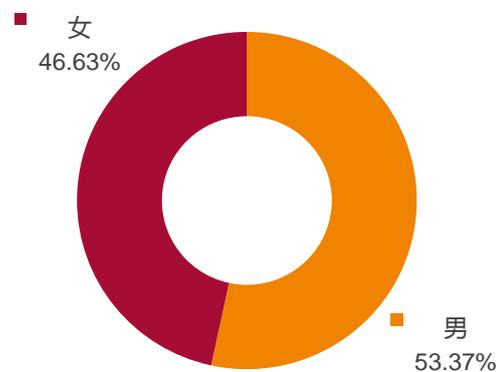


图 2：问卷调查对象男女比例大致相当

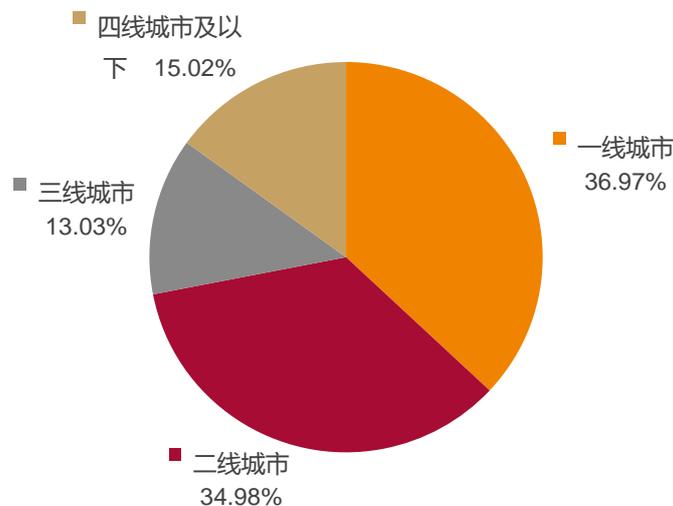


资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

参与调研对象来自一、二线偏多。我们按照中国指数研究院最新的分类方法划分城市等级，一线城市除了北上广深，加入了港澳台，新一线城市我们归入二线城市，所以二线城市的涵盖范围较广。

图 3：问卷调查对象 7 成来自一二线城市



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

表 1：城市分级目录

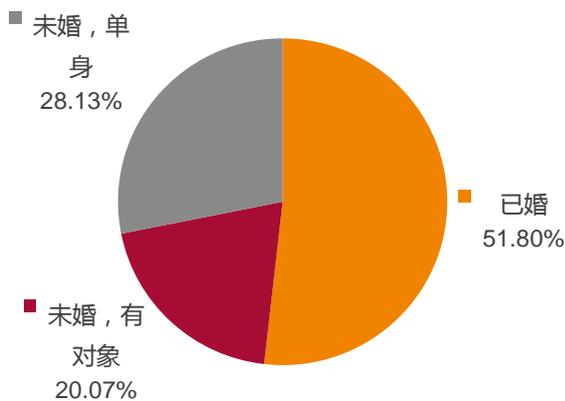
一线城市	北京、上海、广州、深圳、港澳台地区
------	-------------------

二线城市	新一线城市	成都、重庆、武汉、杭州、南京、天津、苏州、西安、长沙、沈阳、青岛、郑州、大连、东莞、宁波
	二线城市	厦门、福州、无锡、合肥、昆明、哈尔滨、济南、佛山、长春、温州、石家庄、南宁、常州、泉州、南昌、贵阳、太原、烟台、嘉兴、南通、金华、珠海、惠州、徐州、海口、乌鲁木齐、绍兴、中山、台州、兰州
三线城市		潍坊、保定、镇江、扬州、桂林、唐山、三亚、湖州、呼和浩特、廊坊、洛阳、威海、盐城、临沂、江门、汕头、泰州、漳州、邯郸、济宁、芜湖、淄博、银川、柳州、绵阳、湛江、鞍山、赣州、大庆、宜昌、包头、咸阳、秦皇岛、株洲、莆田、吉林、淮安、肇庆、宁德、衡阳、南平、连云港、丹东、丽江、揭阳、延边、舟山、九江、龙岩、沧州、抚顺、襄阳、上饶、营口、三明、蚌埠、丽水、岳阳、清远、荆州、泰安、衢州、盘锦、东营、南阳、马鞍山、南充、西宁、孝感、齐齐哈尔
四线城市及以下		除以上城市以外的其他中国地区

资料来源：中国指数研究院，天风证券研究所

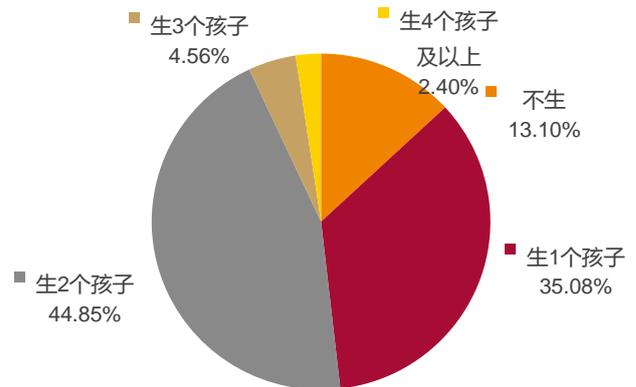
已婚人群占多数，平均每对夫妻期望生育小孩数仅 1.48。在问卷调查对象的婚姻状况中，已婚人士占比超过一半，达到 51.80%。而在对生育计划的调查中，不想生孩子的比例有 13.10%，有接近 8 成的调查者的生育意愿是 1-2 个孩子，综合计算，平均每对夫妻期望生育小孩数仅 1.48，虽然放开了二胎政策，但是愿意生 2 个小孩以上的人群只占 50.05%，而且有较多人期望不生小孩，当然考虑到我们调研对象中来自一二线城市的占多数，可能拉低了生育意愿。

图 4：问卷调查对象超半数已婚人士



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

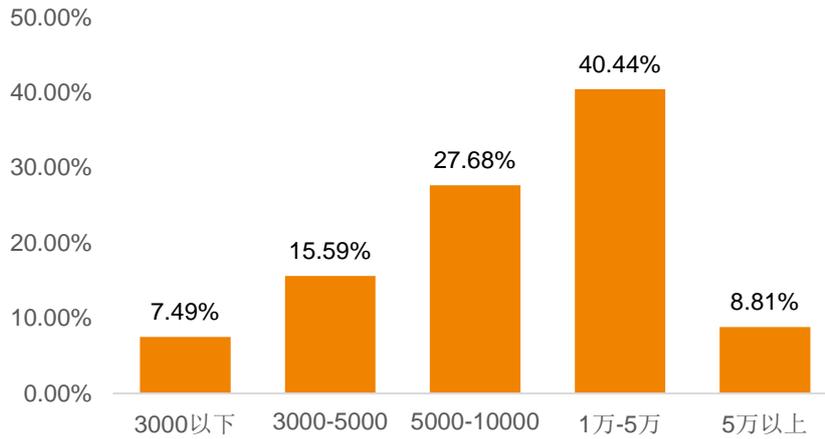
图 5：问卷调查对象希望生 1-2 个孩子的比例接近 8 成



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

从收入来看，月收入占比最高的是在 1 万-5 万的区间，占比达到 40.44%，其次是月收入在 5000-10000 这个区间，占比为 27.68%。同时月收入在 5000 元以下的调查者同样也占到了 23.08%，比例接近 1/4。

图 6：问卷调查对象近 4 成月收入在 1-5 万间

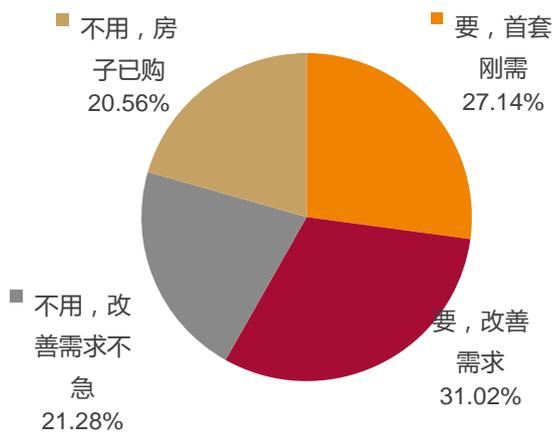


资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

仍有购房需求者占大半，改善性需求最多。在购房需求方面，有 58.16%的调查者表示有购买首套房或者改善型住房的需求，剩余 41.84%的调查者表示暂无购买或更换住房的需求，可见我国仍有较大部分人群的住房需求没有被完全满足。

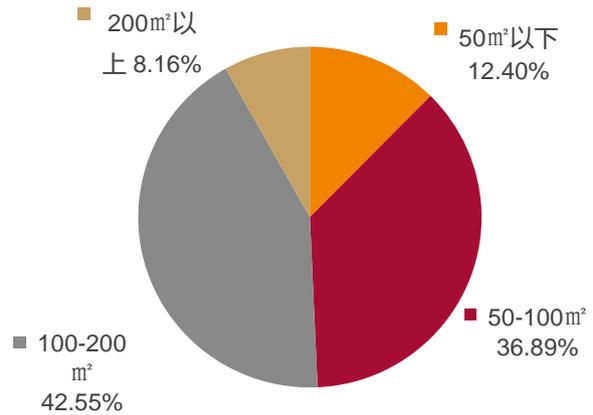
而对已有住房的调查者当前家庭住房面积的调查显示，42.55%的调查者住房面积在 100-200 m²之间，36.89%在 50-100 m²之间，两者比例合计接近 8 成。

图 7：问卷调查对象超过半数有购房需求



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

图 8：问卷调查对象近 8 成房子面积在 50-200 m²间



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

2. 家居消费情况——家居消费注重性价比，款式环保质量最被关注

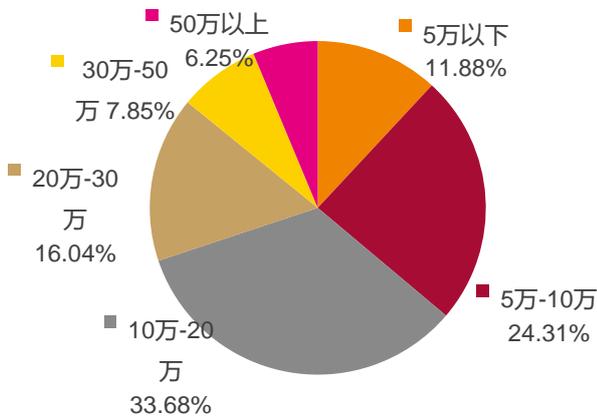
2.1. 家居购置预算追求性价比

家装预算更追求性价比，10-20 万装修预算最多。在家装(硬装+软装)预算上，33.68%的消费者的预算在 10 万-20 万，占比最高，其次 24.31%的消费者预算在 5-10 万。假设住宅面积 100 平米，10-20 万的装修预算对应每平方米 1000-2000 元装修花费，相当于选一个 800-1200/平米的整装套餐，再选配一些同档次的家具，基本都可以用上大品牌材料和家具，但属于大品牌中基础款的产品。

根据土巴兔的数据，家装中 40%的花费用在软装上，所以 10-20 万装修预算对应 4-8 万的软装花费，这和我们下面调研的软装预算花费基本一致（选择最多的是 5-10 万的预

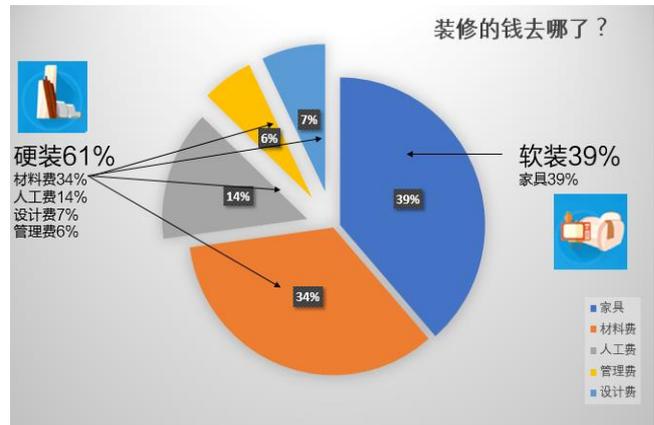
算), 对于大众产品的家居企业而言, 也可以把产品研发主要定位在这个档次, 以满足最多消费者的需求。

图 9: 家装预算中近 1/3 消费者预算在 10-20 万



资料来源: 天风证券 2019 春节问卷调查, 天风证券研究所

图 10: 家装花费上, 软装硬装的比例大致为 4:6

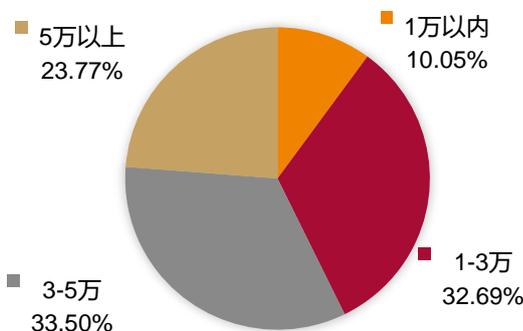


资料来源: 土巴兔、天风证券研究所

活动家居购买预算主要在 1-5 万, 上市公司目标客群最主流。在购买活动家居的预算方面, 3-5 万预算的选择比例最高, 为 33.50%; 1-3 万预算的居次, 为 32.69%, 我们在设置选项时, 1-3 万预算我们倾向于认为是属于中低档次产品或其他更经济产品的目标客群, 3-5 万预算我们倾向于认为是属于中高端产品的目标客群, 调研中也发现这两类合计就占了 66.19%, 可见顾家、芝华士等品牌产品的目标客群是最庞大的。

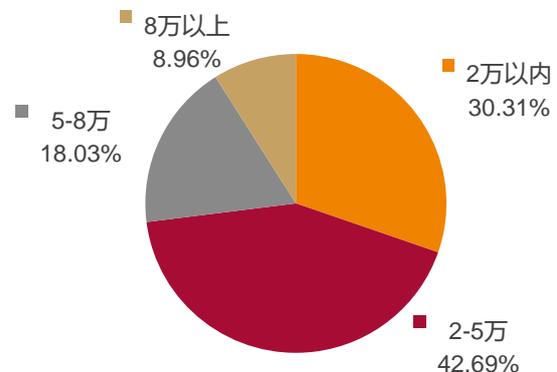
在柜类家具的购买预算上, 2-5 万预算占最多为 42.69%, 我们价格设置的含义如下: 1) 2 万以内意味着不会选择定制或只能选部分最经济的定制产品; 2) 2-5 万意味着可能选择定制中较便宜的产品; 3) 5-8 万意味着可能选择全屋定制, 且设计、产品较好; 4) 8 万以上可能选择较好的定制或实木产品。从调查结果看, 3 成消费者的预算可能无法满足全屋定制, 但 69.68% 的消费者属于定制主流的目标客群。7 成以上的消费者预算在 5 万以内, 我们之前也提出过, 定制行业通过给经销商赋能, 提高渠道运营效率, 降低终端加价率将成重要发展趋势和核心竞争力之一, 满足大多数消费者的需求, 制造物美价廉的产品, 也是世界巨头宜家、宜得利等做大规模的秘诀之一。

图 11: 活动家居购买预算主要在 1-5 万



资料来源: 天风证券 2019 春节问卷调查, 天风证券研究所

图 12: 柜类家具的预算上, 2-5 万占比达 42.69%



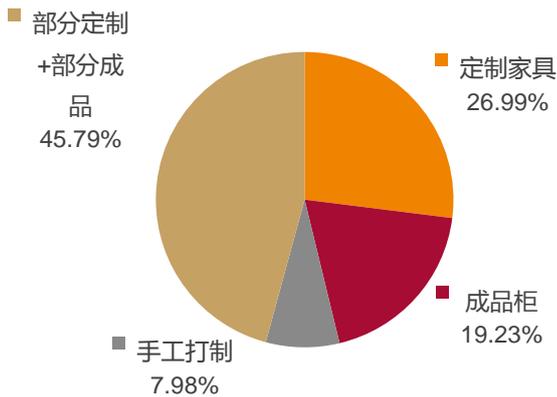
资料来源: 天风证券 2019 春节问卷调查, 天风证券研究所

2.2. 定制渗透率 50%, 尚有提升空间

定制渗透率 49.89%, 近三成消费者不了解定制家具。对于选择“部分定制+部分成品”的我们除以折算系数 2 以后, 得出定制渗透率近 50%, 我们让没有选择“定制家具”选项

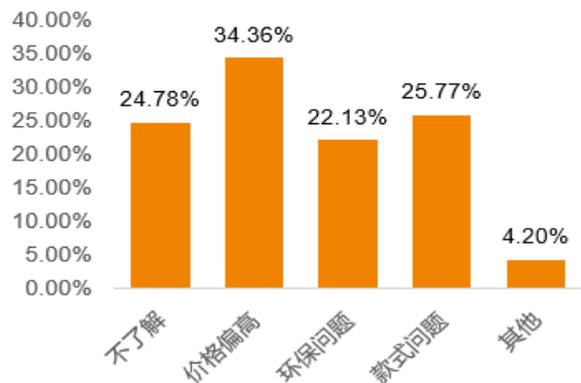
的调研对象又回答了没有选择的原因，24.78%的人是由于不了解定制，这部分未来有望在加深认识后选择定制；34.36%的人是由于价格偏高，这需要定制产品提高效率，提供更有竞争力的产品；22.13%的人因为担心环保问题，纯实木家具环保性是略好于定制，但是价格高昂，相比手工打制和成品，定制的环保型并不差，如果采用MDI胶板，更可以做到无醛，对环保的担心可能有一部分是因为不了解，需要企业加强宣传；25.77%的人是由于款式不满意，这需要企业不断加强产品研发，提供更好的产品、更好的设计。从这些不选择定制的原因来看，我们认为随着定制产业的发展成熟，定制的渗透率提升应该还有不小空间。

图 13：接近半数的消费者购买柜类时会选择定制+成品的组合方式



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

图 14：消费者不选择定制家具最主要的原因是因为价格偏高

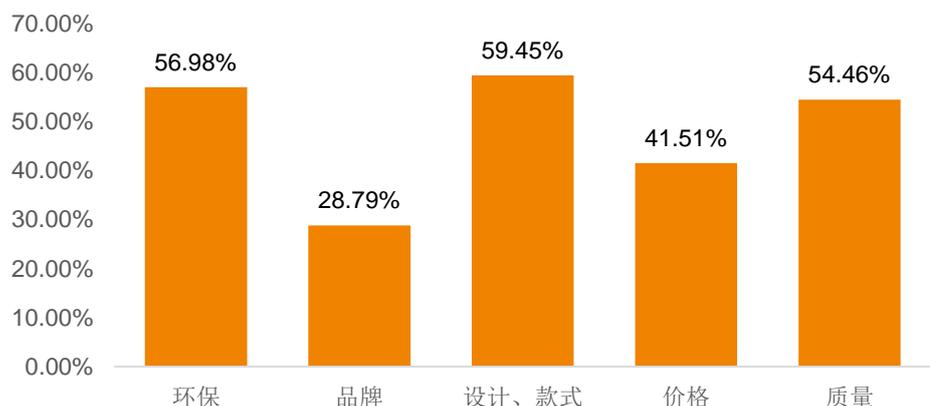


资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

2.3. 消费者最关心款式、环保、质量三大因素

款式、环保、质量是消费者选择家具时最关心的三大因素。通过这项多选调研可以看出，消费者挑选家具时最在意的是设计、款式，选择率是 59.45%，这说明选择家具时确实很看“颜值”，家具还是个性化需求比较强的，这在一定程度上会限制市场集中度的提升，但是当前国内家居行业还很分散，远远没有到发达国家的集中度。消费者第二、三关注环保和质量，选择率分别是 56.98%、54.46%，对环保和质量的关注度提升有利于提升行业集中度，因为品牌家居有更好的环保质量背书。对于品牌，选择率相对较低，为 28.79%，消费者心态一旦产品的环保、质量保证后，品牌力其实是结果，环保、质量、服务、售后等等这些对消费者来说是隐性的，品牌其实起了背书作用，我们内心是在意环保、质量等，但由于信息不对称，最终选择了有品牌的，所以我们认为，消费者越是关心环保、质量、服务、售后等这些隐性因素，就越会选择有品牌的家具。

图 15：环保、设计款式、质量问题是消费者在挑选家具时最关注的问题

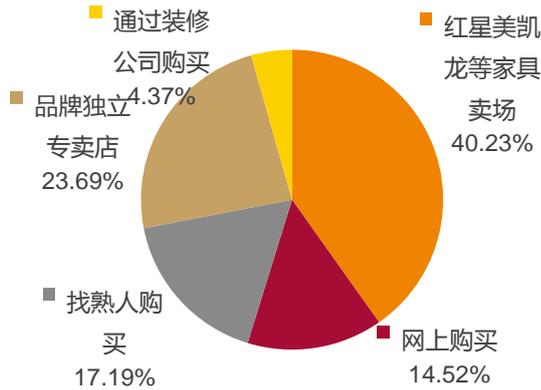


资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

家居卖场仍是主要购买渠道，线上渠道重要性增强。有 40.23%的人选择在红星美凯龙等卖场购买家具，可见传统线下渠道仍是主要消费场景，23.69%的人选择在品牌独立专卖店购买，说明很多人实际还是存在对品牌的依赖度；在中国熟人经济还是很流行，找熟人购买的有 17.19%，这可能和高昂的渠道费用也有关，找熟人可以减免一些渠道加价，拿个“成本价”；网上购买的有 14.52%，也占有一席之地，虽然很多人不会直接在网上下单，但是通过互联网了解产品和品牌，再去线下体验的人会越来越多。

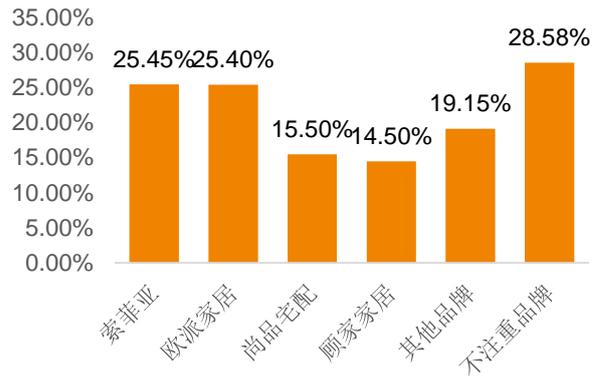
品牌普及度尚有提升空间。从调研情况来看，索菲亚和欧派的品牌普及度较高。

图 16：消费者在购买家具时线下渠道还是主要途径



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

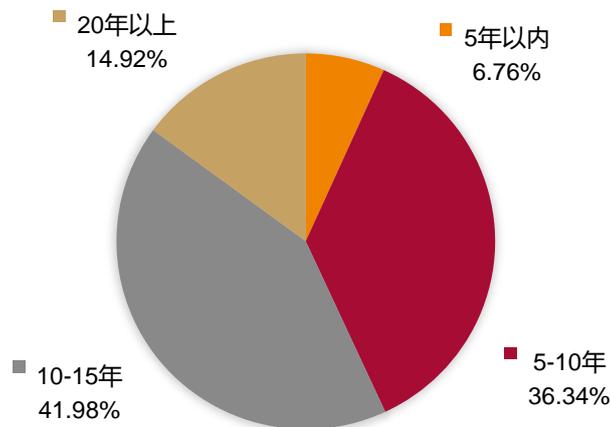
图 17：家居品牌普及度索菲亚、欧派稍高



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

期望重新装修时间偏短，居民对居住质量的要求在提升。在对旧房重修装修的预期时间上，绝大多数的消费者预期在 5-15 年间，占比接近 8 成，其中 5-10 年的占比 36.34%，10-15 年的占比 41.98%。而还有 14.92%的消费者旧房重修装修的预期时间更长，在 20 年以上。从老一辈的很多住房看，20 年以上不重新装修的大有存在，通常在换房时才考虑重装，我们以前做研究也把存量房重装的时间定为 20 年，但从这次调研看，普遍期望的重装时间是 5-15 年，可能和受访人偏年轻化有关，也体现出对于居住质量的要求在日益提升。

图 18：现在对重新装修的普遍期望在 5-15 年



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

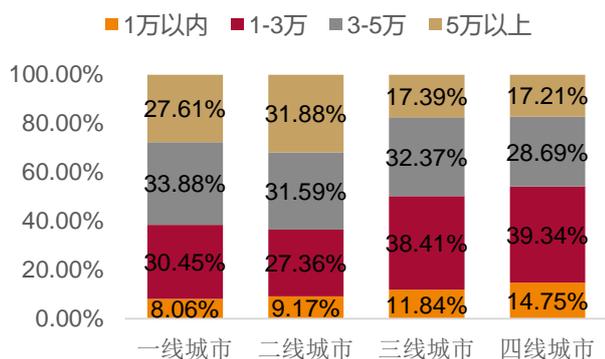
3. 不同地区和收入的家居消费——定制渗透率有望继续提升，上市公司目标客群有望不断扩大

3.1. 不同地区对家居购置差异大

一二线和三四线城市对购买家具的预算差异较大。分等级城市后，我们可以明显的看出，一二线购置家具的预算明显高于三四线城市。一二线选择最低档次预算的比例比三四线城市要少，而选择最高端档次的比例比三四线城市多一倍左右。可见三四线城市消费升级还有路要走，企业也可以根据不同的地域特点，推行不同的产品。

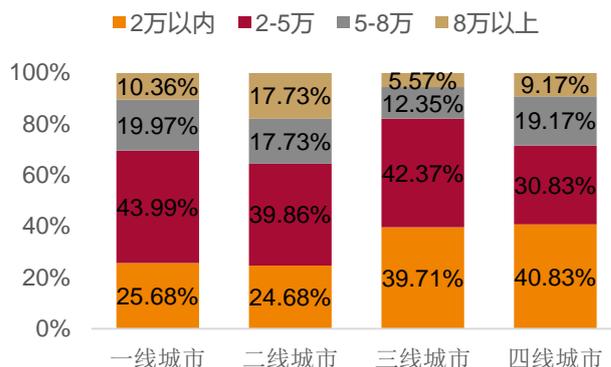
一二线城市购置预算差异不大，但是二线城市预算比一线略高，我们认为主要的原因是一线城市房价过高，外来人口为主，买房后对其他消费造成挤压所致，二线城市多为本地居民，房价相对温和，故家装类预算较高。由此可见，二线城市其实对高端产品的消费能力更强。

图 19：一二线购置活动家具的预算明显高于三四线



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

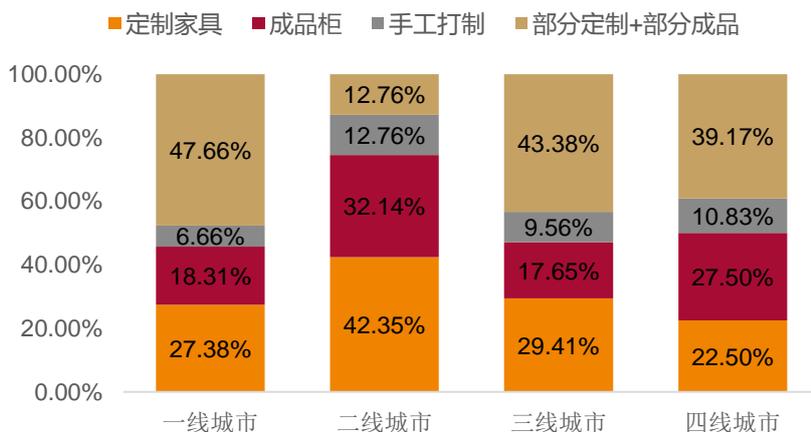
图 20：二线城市在柜类家具的预算上略高于一线城市



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

一线城市对定制渗透率最高，四线城市渗透率最低。按照我们上文的算法，一线城市的定制渗透率为 51.66%，二线城市为 48.73%，四线及以下城市仅 42.08%，而且一线城市选择手工打制和成品的比例明显低于其他城市。分等级城市比较来看，我们对定制家居渗透率的提升更加有信心，随着加强定制产品的宣传推广，其他线城市渗透率就有提升的空间，尤其对于消费能力较强的二线城市而言。

图 21：一线城市定制渗透率最高，四线城市最低



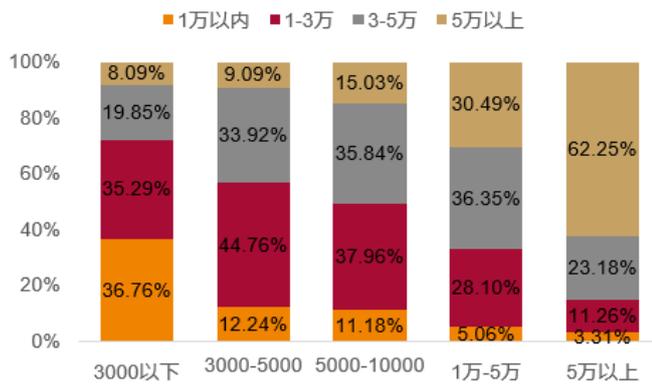
资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

3.2. 收入水平影响家居购置预算和定制渗透率

收入水平和购置预算高度正相关。分收入水平来看，可以发现最高两个预算档次的选择占比和收入水平高度正相关，这意味着只要我国人均可支配收入未来不断增长，或者基

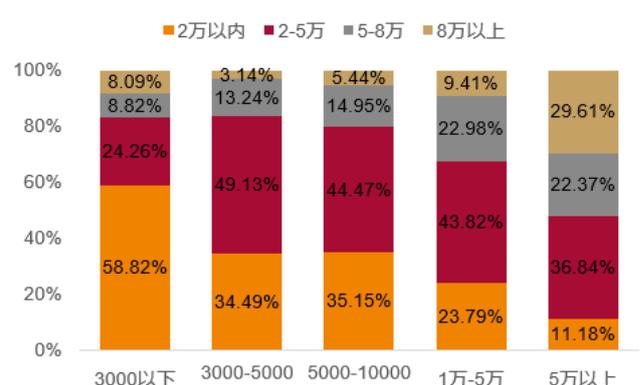
尼系数能减小，家装相关的消费升级就会发生，家居上市公司的目标客群也会越来越大。

图 22：收入水平与购置活动家居预算高度正相关



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

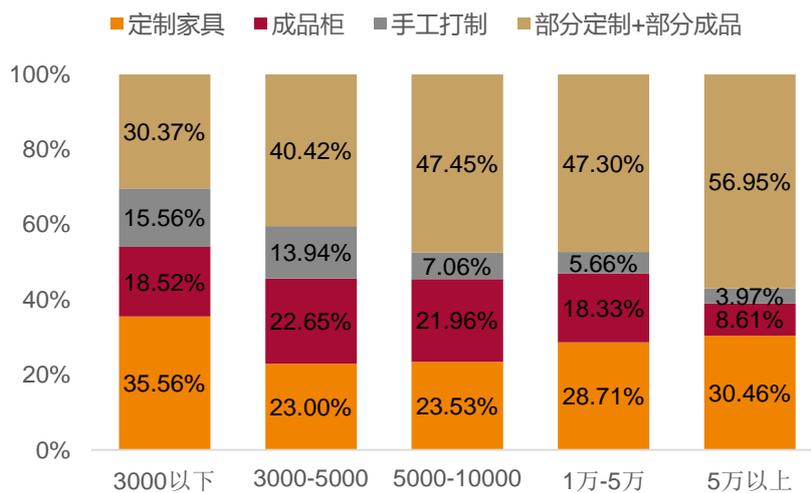
图 23：收入水平与购置柜类预算高度正相关



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

收入水平也影响定制家居渗透率。我们发现定制家居的渗透率随收入的增加缓慢上升（月收入 3000 以下占比较低，可能由于样本量原因存在异常），基于此，我们对于未来定制家居渗透率持续提升也更有信心。

图 24：定制家居渗透率随着收入增加而缓慢上升



资料来源：天风证券 2019 春节问卷调查，天风证券研究所

4. 投资建议

总结下来，从我们这次问卷调研反馈来看，主要有以下几点收获，对于我们判断家居行业发展趋势，寻找优质标的也有所助益：

1) 软装购置预算主要在 5-10 万档次，一二线购置预算明显高于三四线城市，收入水平和购置预算也高度正相关，所以对于家居企业，营销策略应该随区域而变。随着居民收入水平提高，消费升级也会相应发生，调研中还有 30%-40% 的人群也会逐步变为上市公司的目标客群；

2) 调研显示定制渗透率 49.89%，没有选择“定制家具”的原因，24.78% 的人是由于不了解定制，34.36% 的人是由于价格偏高，22.13% 的人因为担心环保问题。同时我们发现定制渗透率和收入水平正相关，1-4 线城市定制渗透率逐级降低，基于此我们判断定制渗透率提升还有较大空间；

3) 款式、环保、质量是消费者选择家具时最关心的三大因素。消费者选择家具时确

实很看“颜值”，企业产品研发很关键。消费者第二、三关注环保和质量，选择率分别是56.98%、54.46%，对环保和质量的关注度提升有利于提升行业集中度，因为品牌家居有更好的环保质量背书。此外我们认为，消费者越是关心环保、质量、服务、售后等这些隐性因素，就越会选择有品牌的家具。

家居行业的线下渠道红利期减弱，下一阶段家居企业将展开内功的真正比拼，我们认为，未来家居企业扩展新渠道、为经销商赋能、提高效率降低终端加价率、以及强化新品开发将成为取得长期成长的关键，而龙头企业的管理和规模优势也会越来越显现，家居龙头企业的市占率仍有较大提升空间。看好整装渠道拓展领先的欧派家居、竞争格局较好品类拓展顺利的顾家家居、功能沙发龙头敏华控股；线上渠道优势明显且不断为经销商赋能的尚品宅配、智造和品牌优势突出的索菲亚；另外建议关注品类持续扩张，经营稳健，低估值的志邦股份、好莱客等。

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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