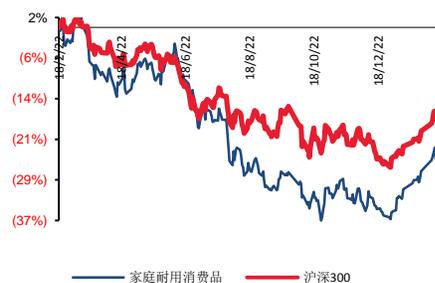


家居企业互联网渠道模式研究

家居行业互联网渠道渗透率提升，未来有望成为整装业务兵家必争之地

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《定制企业中长期成长路径探索：忽略短期地产周期波动，谁未来有可能成长为家居行业的巨无霸》

《定制企业整装渠道探究：MID 模式助力定制企业完成角色转换，从 2 到 N 的品类扩张路径可寻》

证券分析师：陈天蛟

电话：13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

联系人：庞盈盈

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

定制家具由于存在非标和重服务等属性，销售渠道互联网渗透率仍较低。根据 Frost & Sullivan 统计，2016 年国内家居行业零售渠道的互联网渗透率仅为 7.21%，对标家装行业，家装行业的渠道互联网化趋势也非常明显，按照交易额计算 2017 年渗透率为 5.5%，未来五年渗透率有望快速达到 38.1%，维持较高速度增长。

家居渠道的互联网化绝不是伪命题，和互联网家装的本质区别让我们有理由相信其未来前景。早期互联网的流量红利，催生了一批平台化家装企业萌芽，这一阶段互联网通过解决信息不对称的问题，改变了家装服务供应者与业主之间的连接方式。2014 年前后，大量垂直家装公司纷纷涌现，一些传统装饰企业也相继加入互联网家装大潮，热闹的背后暗藏着乱象，不少打着低成本短工期的口号的企业对于供应链和线下施工的管控能力并不强，用户体验不升反降。这些家装公司最多只能被成为互联网引流+传统家装。甚至有些公司只是未来赢得资本青睐，搞出各种噱头。

我们看好家居行业渠道的互联网化趋势，尚品宅配是目前这一赛道中走得比较好的企业。我们认为家居行业 O2O 的核心不在于买流量，也不在于网站多么新颖，吸引眼球。核心应该是服务意识、企业文化、内部管理和激励体制、信息化系统等全生态链形成闭环，然后配合多渠道高效率的互联网流量，并且有较好的线下转化场景来提升线上订单的转化率。

以尚品宅配为例，我们可以很清楚地看到线上线下形成完整闭环生态链对于整个 O2O 环节高效落地的重要性。从软件企业起家，具备互联网思维，第一家提供免费量尺服务，到线上流量的优势，以及公司文化和软硬件支持的结合等等，这一切都是整个闭环效率的体现。

总结：家居企业 O2O 体系至关重要，有望成为后续开拓家装渠道利器。对于家居行业内大部分企业来说，目前 O2O 业务的生态体系建设和 O2O 收入占比都和行业标杆尚品宅配存在一定的差距，最近几年不管是家居还是家装行业的互联网渗透率都处于加速提升的阶段，因此应该来说确实是布局互联网渠道的较好的时间窗口。

考虑到从 2017 年开始，行业内众多公司都在尝试通过切入家装环节来进行流量前置，不管是何种方式，我们认为最后一定绕不过的一道坎是家装业务的互联网导流，因此我们认为现在是比较好的时间窗口，龙头企业应当建立自身的 O2O 体系，在未来家居和家装互联网渗透率不断提升的过程中，不断提升自身的话语权。

风险提示：经济下滑导致消费低迷；房地产市场不景气；泛家居行业新零售变革不及预期。

目录

1、当前时点我们为什么要研究家居行业互联网新渠道？	4
1.1 传统流量迁移，家居行业天然适合 O2O 引流模式	4
1.2 行业渗透率较低，市场前景广阔	5
2、对标互联网家装：家居行业互联网化是否是伪命题？	6
3、尚品宅配：O2O 生态链形成闭环，优势突出	7
3.1 互联网基因奠基，注重用户体验	7
3.2 多渠道互联网导流，结合线下 O 店提升转化效率	9
3.3 智能化信息系统完善，全方位提升服务效率	11
4、总结：家居企业 O2O 体系至关重要，有望成为后续开拓家装渠道利器	13
5、风险提示	14

图表目录

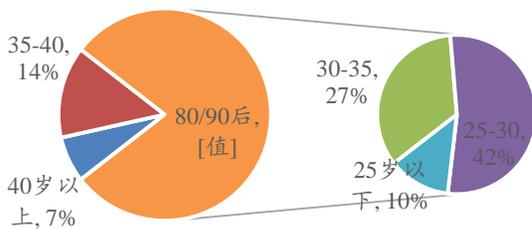
图表 1: 家居消费者结构分布	4
图表 2: 建材家居卖场流量持续下滑	4
图表 3: 我国网购趋势经历四个阶段	4
图表 4: 家具 O2O 消费流程	5
图表 5: 我国室内设计及建筑服务行业市场规模	6
图表 6: 网上室内设计及建筑渗透率情况	6
图表 7: 家装行业互联网发展进程	6
图表 8: 中国互联网家装行业历年融资情况	6
图表 9: 依托圆方软件的家居设计能力，奠定全屋定制和 O2O 模式基础	8
图表 10: 公司注重用户服务体验	8
图表 11: 新居网 O2O 引流模式	9
图表 12: 家具公司各运营帐号流量对比	10
图表 13: 尚品宅配 SEO 综合查询结果（2018 年 10 月 30 日统计）	10
图表 14: 尚品宅配网站关键词排名情况	10
图表 15: O 店收入变化	11
图表 16: O 店门店数量变化	11
图表 17: O 店单店收入变化	11
图表 18: O 店面积变化	11
图表 19: 公司研发投入情况	12
图表 20: 设计效果实时呈现	12
图表 21: AI 云设计系统改善服务质量	12

1、当前时点我们为什么要研究家居行业互联网新渠道？

1.1 传统流量迁移，家居行业天然适合 O2O 引流模式

消费主体年轻化，传统卖场流量持续下滑。随着互联网对传统行业的改造不断深入，家居家装行业也开始进入互联网的大潮，消费者对互联网的依赖程度也逐渐提升，现有卖场客流下滑较为明显。

图表1：家居消费者结构分布



资料来源：产业研究院，太平洋证券研究院

图表2：建材家居卖场流量持续下滑

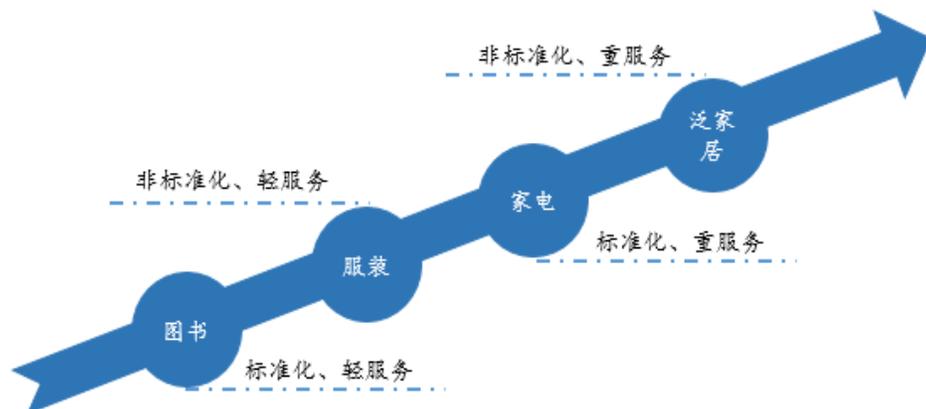


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

家居行业互联网化进程比较晚，按照产品的标准化程度和服务属性来看，网购趋势经历了四阶段。第一阶段是标准化、轻服务的产品，如图书；第二阶段是非标准化、轻服务的产品，如服装；第三阶段是标准化、重服务的产品，如家电；第四阶段则是非标准化、重服务的泛家居行业。

泛家居行业实行线上线下高度融合的新零售模式有其必然性和可行性，一方面，家居产品与日常生活息息相关，人们对品质和品味的需求远远高于其他产品；另一方面，泛家居行业线上板块重要性凸显，线上流量对业绩贡献不断走高；此外，泛家居消费天然具有高个性化、重体验、重服务的消费特性，始终绕不开线下环节。

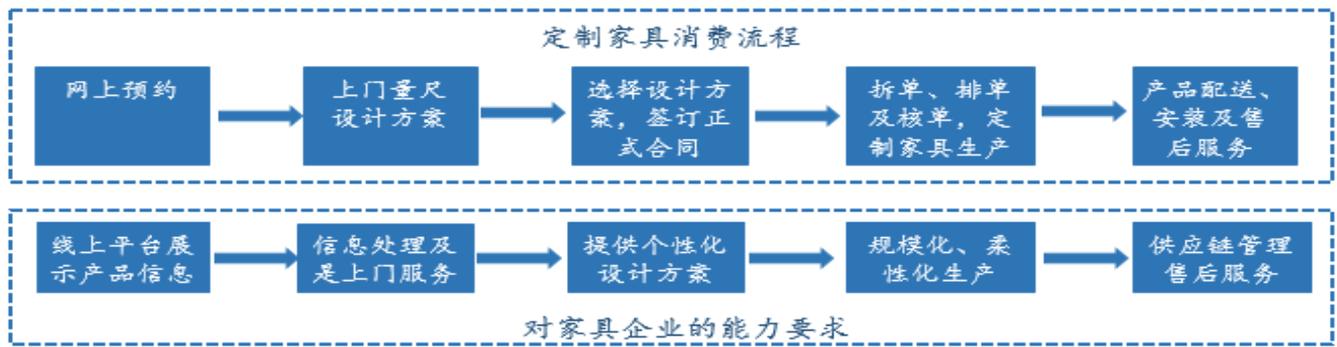
图表3：我国网购趋势经历四个阶段



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券研究院

线上引流、线下体验，线上线下必须相互赋能。家居消费低频、重体验这一特点使得企业无法单纯依靠线上平台进行业务拓展，必须有足够数量的线下门店提供实体体验以及物流售后的场所，因此家居企业对线上渠道的引流、推广和服务作用更为看重。目前，大部分企业都以O2O形式打通线上线下，线上吸引消费者关注、给予消费者快捷方便的获得产品信息平台，线下门店提供体验场景，消除客户对产品品质的疑虑，实现线上线下相互赋能。

图表4：家具O2O消费流程



资料来源：太平洋证券研究院

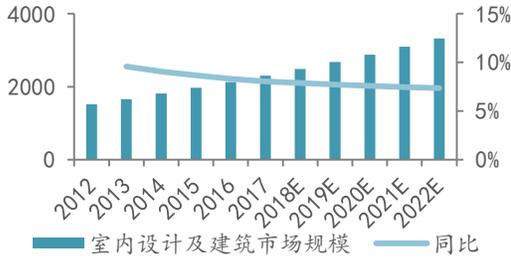
1.2 行业渗透率较低，市场前景广阔

定制家具由于存在非标和重服务等属性，销售渠道互联网渗透率仍低。受益于互联网用户数量的快速增加，一大批互联网品牌及发展线上业务的传统品牌都经历了快速成长，近几年线上渠道的快速发展对家居行业产生了较大颠覆，但与整个家居行业的产值相比较，家居行业零售渠道的互联网渗透率仍处于较低水平，根据Frost & Sullivan 统计，2016年国内家居行业零售渠道的互联网渗透率仅为7.21%，且销售商品以小型家居装饰品为主，主要由于家居商品消费频率低，客单价较高，消费者风险偏好趋于谨慎，线下门店提供充足而直观的样板设计展示空间，消费者可完成风格搭配、舒适度等体验。

对标家装行业，家居行业零售渠道互联网渗透率未来增长红利明显。2017年互联网家装行业整体市场规模达2461.2亿，同比增长25.7%，近几年来一直保持25%以上的高增长态势。随着人们对提高生活水平的需求日益增长以及互联网科技的进步，室内设计及建筑服务行业的互联网普及率逐步提，弗若斯特沙利文报告预计，未来五年网上设计及建筑服务行业的市场规模以及渗透率都将大大提高，在2022年网上设计及建

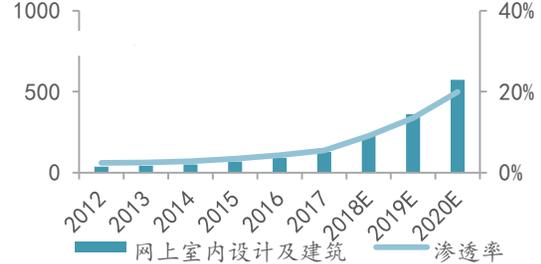
筑服务的总商品交易额将有望达到1.3万亿元，渗透率有望达到38.1%，市场发展前景广阔。而家居行业相对家装行业，其流程更为简单，省去了建材采购、施工等多个环节，因而其渠道更容易被互联网化。

图表5：我国室内设计及建筑服务行业市场规模



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表6：网上室内设计及建筑渗透率情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2、对标互联网家装：家居行业互联网化是否是伪命题？

早期互联网的流量红利，催生了一批平台化家装企业萌芽，这一阶段互联网通过解决信息不对称的问题，改变了家装服务供应者与业主之间的连接方式。2014年前后，大量垂直家装公司纷纷涌现，一些传统装饰企业也相继加入互联网家装大潮，标准化家装迎来风口，市场上出现了一大批整包套装公司。

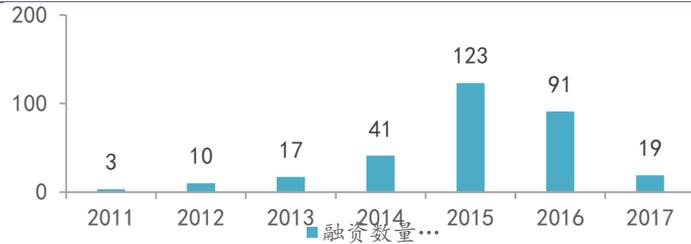
图表7：家装行业互联网发展进程



资料来源：太平洋证券研究院

2015年互联网家装行业融资数量达126笔，同比增加了2倍，但这一阶段很多互联网家装企业将重心放在流量和获客上，其并未触及行业本质，各家模式雷同且缺乏核心竞争力，雷同之下的套餐平米定价模式让大部分互联网家装公司沉溺于价格战，趋势起得快落得也快。

图表8：中国互联网家装行业历年融资情况



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券研究院

进入2016年，大批无硬实力的互联网家装企业在逐渐消亡，我们认为未来行业可能还将面临进一步洗牌。这一批互联网家装企业失败并不是因为互联网这一渠道本身有问题，究其根本，是因为这些家装公司只是注重线上的营销宣传、客源引流，虽然企业可以在互联网上拿到比线下传统家装企业更多的订单，但商业模式上并没有任何改变，且之前由于并没有装修经验，交付能力不如传统的线下家装企业，所以当这些互联网家装企业拿到大量订单时，交付成了很大的问题，因此他们最多只能被成为互联网引流+传统家装。

家装行业的核心往往在于对于流程和人的管控，在目前家装行业落地实施还是主要依赖人，产业工人阶段还远没有到来的时候，企业很难做到规模经济，接单后的流程管控很难做到接单前的标准化和大规模复制。

但是相较而言，家居行业服务流程相对标准化。消费者与家居公司在线导购客服人员沟通、互动后，家居公司即可获得为消费者免费上门量尺服务的机会，进而将线上流量引入到线下实体门店，再由实体店设计师跟进后续设计、方案制作、下单等服务，实现定制家具的线上营销到线下服务。因此，不会出现家装公司在服务过程中所出现的难以交付的问题，因此我们认为未来家居行业的互联网化还是非常值得期待的。

3、尚品宅配：O2O生态链形成闭环，优势突出

我们认为家居行业O2O商业模式的核心不在于买流量，也不在于网站多么新颖，吸引眼球。核心应该是服务意识、企业文化、内部管理和激励体制、信息化系统等全生态链形成闭环，然后配合多渠道高效率的互联网流量，并且有较好的线下转化场景来提升线上订单的转化率。基于此，我们以尚品宅配为例，来充分论证互联网引流与家居生态链全面发展的必要性。

3.1 互联网基因奠基，注重用户体验

公司依托圆方软件强大的家居设计能力和互联网引流能力，奠定了全屋定制和O2O

模式的基础：公司实际控制人李连柱及周淑毅于1994年共同成立了圆方网络，同年，圆方室内设计系统V1.0发布；1999年，三人出资设立圆方软件。经过多年的发展，圆方软件逐步涵盖了家具类、厨衣柜类、瓷砖卫浴类、装修建材类等多个设计系统，为公司日后转型为具有优秀的前端销售设计能力的定制家具公司奠定了基础。2000年公司推出了家具行业网站72home.com，这也是新居网的前身。72home.com曾尝试团购业务，而这一业务恰恰是家居行业O2O早期发展模式的应用，这为公司日后线上引流线下的O2O模式打下了坚实的基础。

图表9：依托圆方软件的家居设计能力，奠定全屋定制和O2O模式基础



资料来源：太平洋证券研究院

公司成立尚品有限，从软件转战定制家具领域，线下渠道扩张与线上O2O引流双轮驱动：2004年，在软件销售下滑，地产销售增速迅猛的情况下，公司成立尚品有限，开始进入家具市场。通过结合家居设计软件进行免费设计、量尺的营销手段，增加产能的生产策略和全国加盟布局的渠道策略，公司逐步在定制家居市场站稳脚跟。2007年，72home.com网站转型为新居网，开始做家居产品团购业务，2009年转型为自有品牌垂直电商平台，为消费者提供线上体验、上门量尺的服务，逐步形成线上引流线下的O2O模式。

公司高度重视用户服务体验，率先在业内推出“5大免费服务”推动行业服务升级。定制家具涉及上门量尺、设计等诸多环节，不少品牌对这些服务收费。作为互联网背景的家居企业，尚品具备极高的服务意识文化，高度重视用户服务体验，是业内第一家推出免费上门量尺、出设计图、报价、送货安装和保修五大免费服务的家居公司。消费者在新居网咨询，免费量尺不需缴纳定金。前端免费服务可以吸引潜在客户，使家居的低频消费变成高频的沟通体验过程，提高签单率，尚品宅配借助互联网思维在家居业快速崛起。

图表10：公司注重用户服务体验



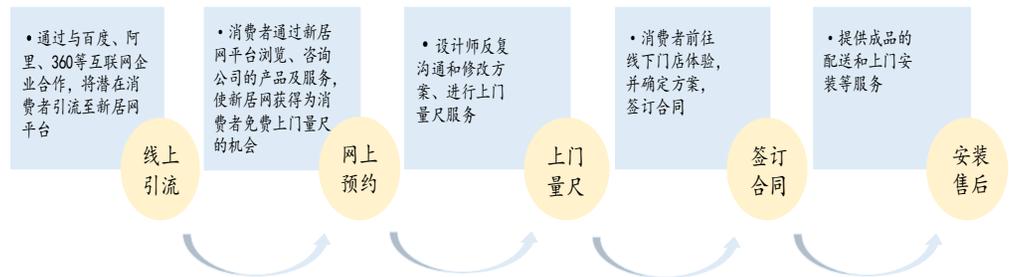
资料来源：太平洋证券研究院

3.2 多渠道互联网导流，结合线下O店提升转化效率

多渠道互联网导流，服务流程清晰。尚品依靠十多年积累的互联网运营经验和信息技术优势，建立并成功运营O2O网络营销平台。公司以新居网运营的网络商城为载体，通过与腾讯、百度、阿里巴巴、京东、今日头条、360、抖音、快手等互联网企业进行流量合作，使定制家具的潜在消费者与在线导购客服人员沟通、互动，使新居网获得为消费者免费上门量尺服务的机会，进而将线上流量引入到线下实体门店，再由实体店设计师跟进后续设计、方案制作、下单等服务，实现定制家具的线上营销到线下服务。

公司具备完善的O2O引流机制，严控引流端客户质量，并向代理商收费。区别于大部分竞争对手给经销商免费（或基本免费）导流的模式，尚品宅配对由线上引流至加盟店并实现终端收入的情况下，新居网向加盟商按照其向终端消费者实现的收入以一定比例收取引流服务费，同时新居网也会更加严格控制流量的质量，从源头上尽可能提升最后的量尺转化率。我们认为，尚品这种通过线上考核和向加盟商收费的引流模式更有利于整个体制的运行，提升整体效率。

图表11：新居网O2O引流模式



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

公司流量端优势突出。截至2018年10月底，其运营的“尚品宅配”微信粉丝预估

超过300万，抖音粉丝超过200万，今日头条粉丝超过270万，微博粉丝超过190万，相较于同行业其他家具公司引流优势明显，另外加上“维意定制”帐号主体总共近2000万粉丝的公众号为公司的O2O运营带来了潜在客户优势。

图表12：家具公司各运营帐号流量对比

公司	公司微博粉丝数 (万)	抖音粉丝数(万)	微信公众号预估活跃粉丝数 (万)	今日头条粉丝数(万)
尚品宅配	199.56	215.1	327.62	271.7
欧派家居	111.12	37.7	86.87	29.1
好莱客	16.19	91.6	53.77	91.6
索菲亚	31.22	67.8	179.41	67.8
志邦家居	16.6	10.3	1.77	10.2

资料来源：太平洋证券研究院

百度权重是爱站、站长工具等网站推出的针对网站关键词排名预计给网站带来流量，划分等级0-9的第三方网站欢迎度评估数据，从站长工具提供的数据来看，尚品宅配的百度权重达到权五，而大部分竞争对手仅有权三或权四。此外，根据SEO分析结果，尚品宅配百度收录数为54.4万，百度索引量为60万，远高于其他平台网站，在360等其他搜索引擎网站的收录和反链数也居于首位，公司流量优势明显。

这里值得一提的是尚品宅配在百度SEO端的优势在发展整装业务的时候会让其获得得天独厚的优势，家装业务从业务本质来说更加类似于服务和解决方案，而家居则更类似于产品，有SKU的概念。在目前服务和解决方案类的流量入口来说搜索端可以说是独占鳌头的，因此，我们认为在后期定制企业争夺家装流量入口时，倘若尚品能够充分利用好自身在搜索端的优势，有望在家装业务的导流方面继续领跑行业。

图表13：尚品宅配SEO综合查询结果（2018年10月30日统计）

公司名称	公司网站	百度收录数	百度索引量	360收录	搜狗收录	百度反链
尚品宅配	www.homekoo.com/	544000	600130	2580000	19782262	73
欧派家居	www.oppein.cn/	37600	26837	19	977125	54
好莱客	www.holike.com/	633	-	242	134	-
志邦家居	www.zbom.com/	98	205	-	-	29

资料来源：站长之家，太平洋证券研究院

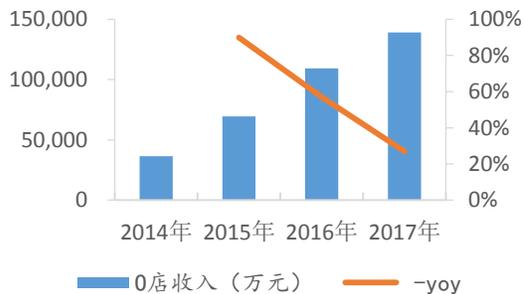
图表14：尚品宅配网站关键词排名情况

关键词	全网指数	长尾词数
定制家具	15700	1788
家具定制	28919	1788
家具定做	219	870
家具网	1661	7801
尚品宅配	7182	988
新居网	788	271

资料来源：站长之家，太平洋证券研究院

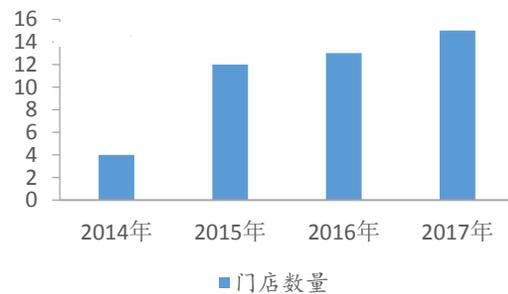
此外，旗舰店模式也是尚品配合 O2O 商业模式线下落地的重要实施途径，旗舰店 17 年收入占直营业务总收入 60%，具备租金低，面积大，坪效高，周边没有竞争对手等特点。O 店升级版本 C 店给客户更是给客户很多互动体验，进一步提升了线上流量的转化率。

图表15：O店收入变化



资料来源：Wind，调研数据，太平洋证券研究院

图表16：O店门店数量变化



资料来源：Wind，调研数据，太平洋证券研究院

图表17：O店单店收入变化



资料来源：Wind，调研数据，太平洋证券研究院

图表18：O店面积变化

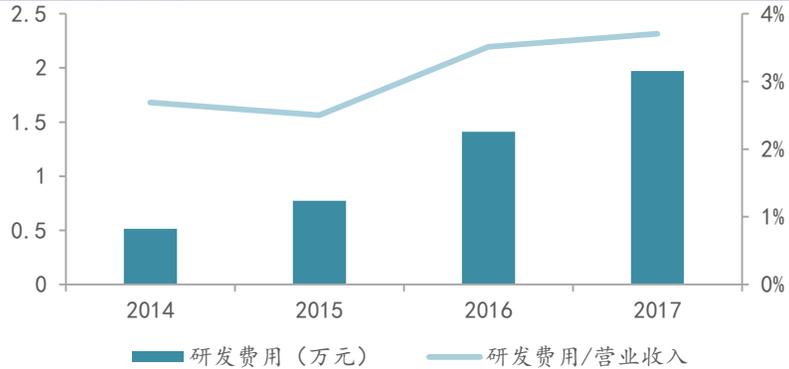


资料来源：Wind，调研数据，太平洋证券研究院

3.3 智能化信息系统完善，全方位提升服务效率

尚品宅配成功应用自有的圆方软件，充分打通定制家具前端引流、设计和后端生产，全方位提升转化效率和服务效率，形成定制家具业内设计销售竞争力。同时，公司积极进行技术研发与升级，公司围绕“赋能平台”“整装云”“智能化平台”“自动化项目”等开展技术研发工作，研发费用由2014年的0.51亿元上升至2017年的1.97亿元，占总收入的比重由2.69%上升至3.7%。

图表19：公司研发投入情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

在前端销售引流部分，公司基于圆方软件多年开发累积的大数据和信息化基础，结合3D和VR虚拟现实等现代化信息手段为销售环节提升效率。尚品基于微信服务号开发的销售赋能平台，依托人工智能技术，以家居服务号为核心，不断推出新模块：遇见美家、美家微店、会员系统、微商城等，形成功能矩阵，覆盖从分享引流、约尺获尺、店面接待、粉丝运营、会员运营、老介新、新零售等线上线下各个环节，结合自己开发的I-Scan系统将传统的家居单品展示方式转变为以客户体验为核心的展示方式，使客户身临其境获取具有直观视觉效果的设计方案，增强定制家具的真实体验感，优质前端体验将有效提升订单转化率。

在智能设计方面，公司AI云设计平台实时对全国的设计方案进行筛选，选择得分低的放入修改队列，AI云设计系统改进原方案的产品、配饰、灯光等方面，回传修改后的设计方案，评估方案效果，形成在线机器学习闭环。AI云设计平台的上线，多套方案供客户选择，改善了设计服务质量，有效提升了成交率。灵感柜平台上线，采用去中心化的思想，鼓励全国的设计师参与新产品创意，平台提供方便的参数化工具前端，以及强大的虚拟生产后端，保障设计师创意的产品可以顺利落地。

图表20：设计效果实时呈现

图表21：AI云设计系统改善服务质量



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

在智能生产方面，公司智能排产系统上线，依托虚拟制造、生产、仓储、物流大数据，采用机器学习人工智能算法组织生产批次，安排生产计划。定制家具由于个性化程度高使其生产效率低下，非标准件难以进行统一排单。公司依托自身在信息化上的优势，将所有部件均作为非标准件拆分，将一定数量同类板材的订单合并成一个加工批次，生产过程可以实现多订单混合生产，从而大幅提升生产效率、降低成本。公司板材利用率达91%-93%，2017年衣柜订单实现了60%的自动拆单率，系统柜订单实现了30%的自动拆单率。公司工艺部2017年的人数比2016年减少，全年人均订单受理效率提高约35%。

综上所述，我们认为尚品宅配在O2O模式上的领先优势主要在整个生态体系的优势，这是有比较强的壁垒的，这也就是为什么竞争对手哪怕把新居网一个团队挖过去，也不会收到很好的效果，因为一个生态体系的建设，不仅需要人，还需要历史的沉淀，良好的激励机制、公司文化以及软件系统的支持，而从流量本身来源来看，尚品在SEO免费流量端的优势同样非常明显，这也是通过较长时间沉淀的结果，短时间难以被赶超。

4、总结：家居企业 O2O 体系至关重要，有望成为后续开拓家装渠道利器

对于家居行业内大部分企业来说，目前O2O业务的生态体系的建设 and O2O收入占比都和行业标杆尚品宅配存在一定的差距，最近几年不管是家居还是家装行业的互联网渗透率都处于加速提升的阶段，因此应该说确实是布局互联网渠道的较好的时间窗口。考虑到从2017年开始，行业内众多公司都在尝试通过切入家装环节来进行流量前置，不管是何种方式，我们认为最后一定绕不过的一道坎是家装业务的互联网导流，

因为不管是中小家装公司还是规模较大的家装公司，流量一定是最为宝贵的资源之一。

放眼未来，不管是从当前家居业务的中短期业绩考量角度，还是从未来切入家装环节后来看，O2O这一渠道都是值得大家，特别是龙头企业花力气去努力布局的一个方向。且我们前面也提到了，家装业务的更偏向于解决方案，而不是产品，因此整个环节，流程，以及流量入口等和家居也有比较大的区别，因此对大家来说都有机会。目前家装板块互联网导流相对领先的是齐家网和土巴兔，但我们认为这两家公司短期内并不会和定制企业存在明显的竞争关系，未来在定制板块和家装板块的O2O导流领域哪家公司会最终跑出来？让我们拭目以待。

5、风险提示

经济下滑导致消费低迷；房地产市场不景气；业务推进不及预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。