

家用轻工行业

以美为鉴，观软体巨头对比与成长之路

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-07-29

核心观点:

● 软体家具行业空间与结构性变迁展望

本文意通过对比研究美国软体市场以及龙头公司，揭示国内软体行业市场空间。整体来看，中国沙发行业市场规模较美国仍有较大提升空间，而床垫市场规模已超美国。未来国内软体行业的成长来源，一方面来自于房地产市场新房与存量房“销量”贡献，另一方面则来自于消费者对软体家具的重视程度升级助力“客单价”提升。

● 细分市场格局与核心竞争力探讨

静态细分市场格局: 国内功能沙发竞争格局优于美国，其中敏华控股以接近 1/2 的份额占据绝对领先地位。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，市场集中度较低。**动态探讨海外龙头核心竞争力:** 主要从产品端与渠道端两方面探讨，产品端重点在于多样性+营销力，渠道端重点在于多数量+多元化。

● 顾家家居、敏华控股多维度对比

通过管理层履历与组织架构、各品类所处赛道的竞争格局与行业地位、公司对行业的战略预判、以及行业核心竞争力等多方维度对比顾家与敏华。 具体来看，两家管理层履历与组织架构稳定；功能沙发敏华占据绝对优势，顾家则为品类综合性行业龙头；两家公司在战略规划上有相同也有不同之处，关于内销，两家公司均认可强化线下渠道布局、拓展其他有效渠道的重要性；关于外销，两家则是一致优先产能转移；行业核心竞争力方面，产品端的多样性布局顾家早于敏华，顾家营销经验较为丰富，敏华后起直上。从渠道端来看，顾家渠道数量大幅领先于敏华；在效率提升方面，顾家对经销商实现先款后货，敏华控股实现线下统一价，两家均已实现全国产能布局，敏华实现产业链垂直布局，成本优势明显。**整体来看两家企业各有优劣，且正结合自身优势巩固其核心竞争力，看好未来两家长期发展。**

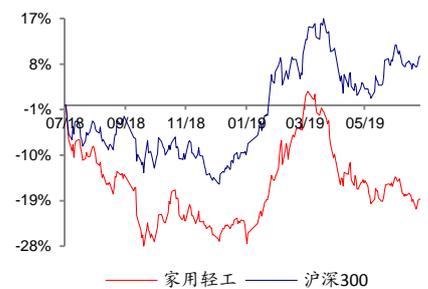
● 相关标的：顾家家居、敏华控股

随着顾家家居全品类、多层次产品矩阵逐步成型，新建产能满足未来扩张需求，投资并购海内外布局提升竞争力。预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 12.45、15.28 亿元，对应 2019 年 PE 估值为 15 倍，维持买入评级。长期看好敏华控股在功能沙发领域的技术壁垒、品牌效应。预计公司 2020-2021 财年的归母净利润为 13.98、16.57 亿港元。预计 2021 财年公司对美市场产能全部转移至美国后，业绩恢复快速增长，对应 2019 年 PE 估值为 10 倍，维持买入评级。

● 风险提示

美国贸易战进一步升级，对美出口业务受到负面影响；国内地产调控继续紧缩，导致软体家居行业整体低迷；原材料价格上涨；行业内品牌加大国内营销力度，国内市场竞争加剧；公司收购并购业务不达预期。

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

相关研究:

家用轻工行业:功能沙发: 深度解答渗透率提升的疑虑	2019-07-04
家用轻工行业:零售渠道、电商巨头抢滩家具行业是为何?	2018-12-27
家具行业筑底系列(一):家具龙头的成长何时穿越周期	2018-09-20

联系人:

陆逸

gfluyi@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
顾家家居	603816	CNY	31.60	2019/04/23	买入	66.47	2.07	2.54	15.27	12.44	12.74	10.30	21.9	21.9
敏华控股	01999.HK	HKD	3.86	2019/06/10	买入	4.39	0.37	0.43	10.43	8.98	-	-	18.3	17.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 顾家家居于 2019 年 6 月 4 日实施了分红除权; 敏华控股数据按照日历年换算、2018 年敏华数据对应 2019 财年, 以此类推;

目录索引

1. 投资逻辑	6
2. 国内软体家具行业空间与结构性变迁展望	7
2.1 软体家具行业空间	7
2.1.1 美国软体家具行业稳健增长，功能沙发、记忆棉床垫表现亮眼	8
2.1.2 国内床垫行业增速快于沙发	8
2.1.3 国内软体行业的未来成长来源	10
2.2 结构性变迁趋势展望	13
2.2.1 价格带：渠道下沉带动价格带下滑，但与消费升级不矛盾	13
2.2.2 对软体的消费结构需求：按摩、老人与儿童沙发，智能床垫	13
3. 细分市场格局与行业竞争力	14
3.1 国内功能沙发集中度高，床垫行业集中度有待提升	14
3.1.1 国内功能沙发竞争格局优于美国	14
3.1.2 国内床垫行业集中度仍有提升空间	15
3.2 动态竞争变迁揭示行业核心竞争力	16
3.2.1 产品端：多样性+营销力	16
3.2.2 渠道端：多数量+多元化	17
4. 框架下的国内龙头企业对比——敏华控股&顾家家居	17
4.1 管理层履历与组织架构	17
4.1.1 顾家引入职业经理人和事业部制度，敏华由创始人夫妇主管	17
4.1.2 顾家、敏华股权集中度较高，股权激励绑定核心员工	19
4.2 细分赛道的竞争格局与行业地位对比	20
4.2.1 功能沙发敏华占据绝对优势，顾家品类综合性行业龙头	20
4.2.2 床垫业务高速发展，整体来看顾家与敏华市占率仍低	21
4.3 顾家与敏华对未来战略规划	21
4.4 行业核心竞争力比对	23
4.4.1 产品端：多样性+营销力	23
4.4.2 渠道端：多数量+多元化	26
4.4.3 营运效率提升：经销商管理+产能布局+成本对比	27
4.5 总结	30
5. 风险提示	30

图表索引

图 1: 2013-2017 年美国沙发市场规模 (亿美元)	8
图 2: 2004-2017 年美国床垫市场规模及同比 (亿美元)	8
图 3: 2013-2017 年中国沙发市场规模 (亿元)	9
图 4: 消费者钟爱的沙发材质占比 (%)	9
图 5: 2012-2017 年中国床垫细分品类市场规模 (亿元)	9
图 6: 2013-2017 年中国细分品类床垫规模增速 (%)	9
图 7: 2014 年主流床垫品牌门店数量 (家) 及占比	10
图 8: 2017 年主流床垫品牌门店数量 (家) 及占比	10
图 9: 2014 年与 2017 年主流床垫品牌门店总数对比 (家)	10
图 10: 2019-2020 年真实竣工面积增速回暖至 5-10% (万方)	11
图 11: 沙发日常使用时间百分比	12
图 12: 全球睡眠问题普查	12
图 13: 沙发价格带 (元)	13
图 14: 床垫价格带 (元)	13
图 15: 目前沙发普遍功能现状	13
图 16: 沙发按摩功能需求占比	13
图 17: 希望沙发为老人设计的功能占比	14
图 18: 希望沙发为儿童设计的功能占比	14
图 19: 2018 年中国功能沙发 CR5 (%)	15
图 20: 2018 年美国功能沙发 CR5 (%)	15
图 21: 2017 年中国床垫 CR4 (%)	15
图 22: 2017 年美国国床垫 CR4 (%)	15
图 23: 泰普尔丝涟不同价位品牌	16
图 24: 乐至宝旗下品牌	16
图 25: La-Z-Boy 在《老友记》中的广告	16
图 26: 代表舒达床垫的绵羊形象	16
图 27: 泰普尔“Ask me”大型推广活动	17
图 28: 乐至宝总统日活动	17
图 29: Tempur Sealy 全球渗透现状	17
图 30: 2012-2018 年顾家家居营业总收入增速 (%)	18
图 31: 2012-2018 年顾家家居归母净利润增速 (%)	18
图 32: 顾家家居事业部 (招股说明书时部分)	18
图 33: 顾家家居人才成长模型	18
图 34: 2018 年顾家家居股权结构	20
图 35: 2019 财年敏华控股股权结构	20
图 36: 敏华功能沙发中国市场占有率	21
图 37: 敏华功能沙发美国市场占有率	21
图 38: 顾家家居与敏华控股床类业务收入及其增速	21
图 39: 2017 年国内各品牌床垫业务提货额排名 (亿元)	21

图 40: 顾家家居历年收入业务及其增速.....	24
图 41: 敏华控股历年收入业务及其增速.....	24
图 42: 顾家产品品类.....	24
图 43: 敏华产品品类.....	24
图 44: 敏华、顾家沙发收入以及增速 (含配套品)	25
图 45: 顾家与敏华外销业务收入及增速.....	25
图 46: 顾家与敏华单店收入对比.....	25
图 47: 2018 年顾家与敏华期间费用率.....	26
图 48: 四季全民顾家日销售额及增速情况 (亿元)	26
图 49: 顾家与敏华国内门店数量对比	27
图 50: 敏华控股各区域业务占比.....	27
图 51: 敏华控股中国以及美国业务收入增速	27
图 52: 敏华、顾家产能布局.....	28
图 53: 敏华、顾家毛利率对比	28
图 54: 敏华、顾家净利率对比	28
表 1: 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.....	11
表 2: 存量房沙发、床垫更新需求敏感型测算结果 (亿元)	12
表 3: 顾家、敏华部分现任高管与董事会成员履历	19
表 4: 顾家、敏华员工激励计划.....	20
表 5: 顾家、敏华近期公布的战略规划.....	22
表 6: 顾家、敏华产品价格带对比(元).....	25

1. 投资逻辑

本文意在通过对比研究美国软体市场以及龙头公司，揭示国内行业空间与结构性变迁趋势、探讨细分市场竞争格局与企业应具备的核心竞争力，从而类比顾家家居与敏华控股两大龙头企业当前的行业地位与核心优势，并展望两家公司在现有竞争格局的约束下将如何成长。

以美国市场为镜，揭示国内软体行业空间，以消费者需求为方向，指明未来结构性变迁趋势：

1. **行业空间：**整体来看，中国沙发行业市场规模较美国仍有较大空间，而床垫市场规模已超美国。根据凯迪股份招股说明书引用的 Euromonitor 发布的《Motion Recliner in USA and PRC》的数据、国际睡眠产品协会(ISPA)统计，2017年美国沙发、床垫市场规模折合人民币分别约为1817亿元、589亿元，而同期国内软体沙发、床垫市场分别542亿元，620亿元，2012年至2017年间国内床垫市场规模年复合增长率达12%，增势较快。从消费者偏好来看，中美消费者偏好趋同，功能沙发、记忆棉床垫受欢迎程度较高。未来国内软体行业的成长来源，一方面源自于房地产市场新房与存量房“销量”贡献，另一方面则来自于消费者对软体家具重视程度的提升助力“客单价”上行。
2. **结构性变化趋势：**价格带方面，同等城市消费升级推动价格带上行，但随着渠道不断下沉，中低端产品占比逐步提升，将使得价格带整体下滑。消费者对软体家具需求主要围绕功能以及人群两方面展开，功能方面希望增加按摩、智能监测分析等、人群方面则希望研发专为老人儿童设计的功能沙发。

借助美国市场与企业的相关经验，静态展现行业竞争格局，动态探讨海外龙头核心竞争力：

1. **静态展现细分市场竞争格局：**国内功能沙发竞争格局优于美国，根据敏华控股2019财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据，2018年美国功能沙发CR5为53.9%，除功能沙发鼻祖La-Z-Boy 17.9%的市占率拥有明显优势外，其余四家份额相近。中国功能沙发市场份额差异显著，2018年CR5为69.1%，其中敏华控股以接近1/2的份额占据绝对领先地位。美国床垫行业高度集中，根据CSIL数据，2017年美国床垫CR4高达73.6%。中国床垫市场大而分散，中小企业居多，市场集中度较低。根据泛家居网《2017中国寝具名企大数据报告》中数据测算，2017年我国床垫CR4仅为12%左右，国内床垫行业集中度仍有提升空间。
2. **动态探讨海外龙头核心竞争力：**主要从产品端与渠道端两方面探讨，**产品端重点在于多样性+营销力**，多样性产品覆盖多层次消费需求，单一品类发展容易触顶。**注重营销，有利于扩大企业品牌影响力**。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。**渠道端重点在于多数量+多元化**，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。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。

参考美国软体家具市场以及行业龙头的竞争优势，结合管理层履历与组织架构等多方维度对比顾家与敏华，整体来看，两家企业各有优劣，且正结合自身优势，进一步巩固核心竞争力，看好未来两家长期发展，细分对比来看：

1. **管理层履历与组织架构：**顾家引入职业经理人和事业部制度，敏华由创始人夫妇主管，两家公司股权集中度较高，均通过股权激励绑定核心员工，管理层稳定。
2. **所处赛道的竞争格局与行业地位：**功能沙发敏华占据绝对优势，顾家品类综合性行业龙头，床垫业务来看两家公司市占率仍低。
3. **公司对行业的战略预判：**两家公司在战略规划上有相同也有不同之处，巩固自身优势夯实核心竞争力。关于内销，两家公司均认可强化线下渠道布局、拓展其他有效渠道的重要性；产品方面，顾家致力于打造“宽而薄”的产品策略以及品牌、产品、店态一体化，敏华则是意在强化在功能沙发领域的核心竞争力，加大品牌推广的力度，增强产品设计灵活性。关于外销，两家则是一致优先产能转移。
4. **行业核心竞争力：**1) **产品端：多样性+营销力：**从产品端的多样性来看，顾家整体布局先于敏华。从产品营销力来看，顾家营销经验较为丰富，敏华发力捍卫功能沙发第一品牌。2) **渠道端：多数量+多元化：**顾家渠道数量大幅领先于敏华，多品类布局提升渠道数量天花板。3) **营运效率提升：经销商管理+产能布局+成本对比。**顾家对经销商推行先款后货，敏华控股实现线下统一价，此外两家均已实现全国产能布局，敏华实现产业链垂直布局，成本优势明显。
5. **标的推荐：顾家家居、敏华控股**

随着顾家全品类、多层次产品矩阵逐步成型，新建产能满足未来扩张需求，投资并购海内外布局提升竞争力，深入探讨详见我们 2018 年 8 月 23 日复盘报告《顾家家居：管理卓越发力多品牌，营销璀璨领航大家居》。预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 115.96、142.88 亿元，归母净利润分别为 12.45、15.28 亿元，维持买入评级。

长期看好敏华在功能沙发领域的技术壁垒、品牌效应，详见我们 2019 年 7 月 4 日外发报告《功能沙发：深度解答渗透率提升的疑虑》。预计公司 2020~2022 财年的归母净利润为 13.98、16.57、20.18 亿港元。公司 2020 财年受贸易格局变化冲击业绩承受压力，预计 2021 财年公司赴美产能全部转移至美国后，业绩恢复快速增长，估值压制因素逐步消除，PE 倍数逐步向历史估值方向修复，维持买入评级。

2. 国内软体家具行业空间与结构性变迁展望

2.1 软体家具行业空间

整体来看，中国沙发行业市场规模较美国仍有较大空间，而床垫市场规模已超

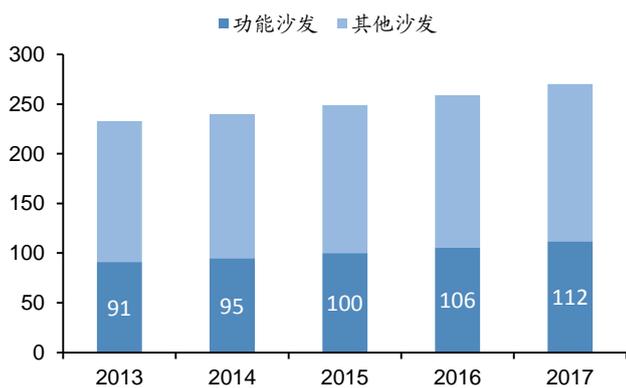
美国。2017年美国沙发、床垫市场规模折合人民币约为1817亿元、589亿元，而同期国内软体沙发市场分别542亿元，620亿元，2012年至2017年间国内床垫市场规模年复合增长率达12%，增势较快。从消费者偏好来看，中美消费者偏好趋同，功能沙发、记忆棉床垫受欢迎程度较高。

2.1.1 美国软体家具行业稳健增长，功能沙发、记忆棉床垫表现亮眼

美国沙发行业规模平稳增长，功能沙发受欢迎度逐步提升。根据凯迪股份招股说明书引用的Euromonitor发布的《Motion Recliner in USA and PRC》的数据，2013-2017年间，美国沙发总体规模从233亿美元（折合人民币约1427亿元）增长至270亿美元（折合人民币约1817亿元），年复合增长率为4%。其中功能沙发增速快于行业平均，美国是全球功能沙发市场最大的消费国，其功能沙发规模从2013年的91亿美元（折合人民币约557亿元）增长至2017年的112亿美元（折合人民币约754亿元），占总体沙发比例从39.1%升至41.5%，年复合增长率为5.3%。

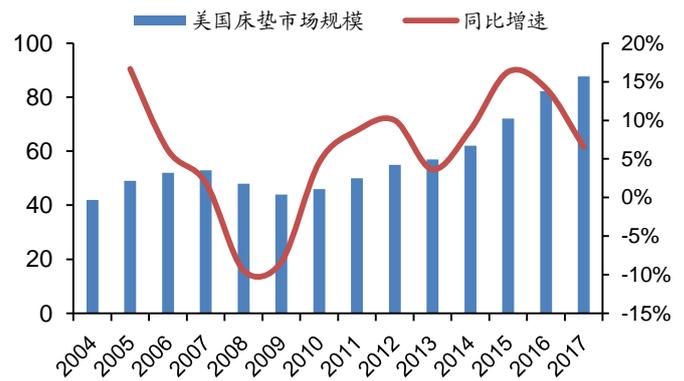
美国床垫市场规模稳健增长，记忆棉床垫增长迅速。根据国际睡眠产品协会(ISPA)统计，2004年美国床垫市场规模约42亿美元（折合人民币282亿元），2017年增长至87.7亿美元（折合人民币589亿元），年复合增长率达6.3%，虽然期间受2008年金融危机影响床垫规模有所收缩、增速大幅下滑，但是在此之后规模持续扩大且增速较快。在众多床垫品类中，记忆海绵床垫增长尤为迅速，具体来看2004年至2015年间，美国记忆海绵床垫等功能床垫销售规模由6.25亿美元（折合人民币42亿元）迅速增长至17.9亿美元（折合人民币120亿元），年复合增长率达10%，规模占比从15%升至24.8%。相比之下，同期弹簧床垫销售规模由33亿美元（折合人民币221亿元）增长至49.4亿美元（折合人民币332亿元），年复合增长率仅为3.7%，而占比由78.6%下降至68.5%。

图1：2013-2017年美国沙发市场规模（亿美元）



数据来源：凯迪股份招股说明书中引用的Euromonitor发布的《Motion Recliner in USA and PRC》、广发证券发展研究中心

图2：2004-2017年美国床垫市场规模及同比（亿美元）



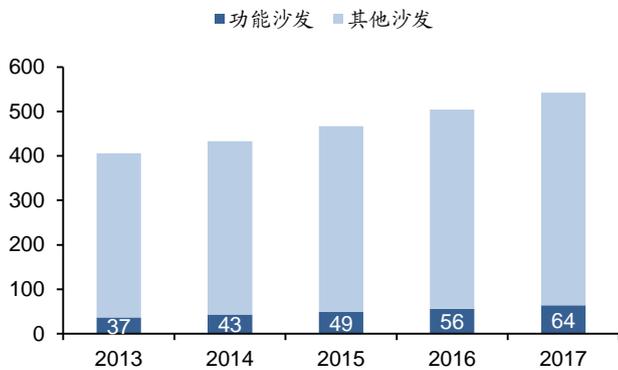
数据来源：ISPA、广发证券发展研究中心

2.1.2 国内床垫行业增速快于沙发

中国沙发总体规模增速略缓于美国，皮质沙发主导市场，功能沙发增势迅猛。根据凯迪股份招股说明书中引用的Euromonitor发布的《Motion Recliner in USA and PRC》的数据，2013年-2017年间，中国沙发总体规模从406亿元增长至542亿元，年复合增长率为7.5%，其中功能沙发受消费升级趋势影响规模从37亿

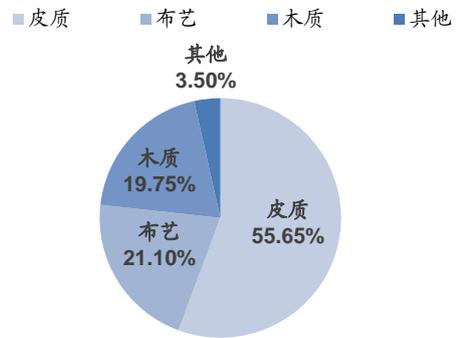
元增长至 64 亿元，占总体沙发比例从 9.1% 升至 11.8%，年复合增长率为 14.7%，远高于总体沙发整体增速。从细分材质来看，根据乐至宝调研发布的《中国沙发舒适健康白皮书》显示，钟爱皮质沙发的消费者比例占绝对优势，高达 55.65%；其次是布艺沙发占比为 21.1%，然后是木制沙发占比为 19.75%。

图3：2013-2017年中国沙发市场规模（亿元）



数据来源：凯迪股份招股说明书中引用的 Euromonitor 发布的《Motion Recliner in USA and PRC》、广发证券发展研究中心

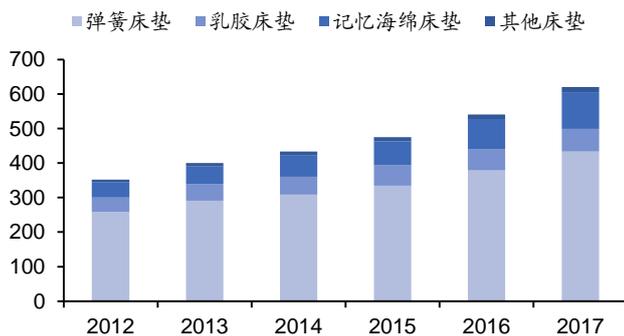
图4：消费者钟爱的沙发材质占比（%）



数据来源：2019 年乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

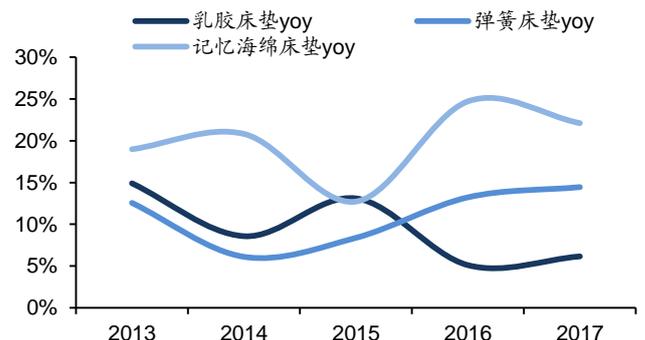
国内床垫行业起步虽晚增速快，记忆棉床垫为后起之秀。中国床垫行业起步于上世纪 80 年代，随着中国城镇化率逐步提升、房地产经历黄金时代、大众对中国传统“硬床板”观念的逐渐淡薄，床垫消费额不断攀升。根据智研咨询数据，2012 年至 2017 年间，中国床垫市场规模由 352 亿元增长至 620 亿元，年复合增长率达 12%。从细分品类来看，弹簧床垫一直是销售规模最大的品类，规模由 259 亿元增至 434 亿元，占比虽有下滑但维持在 70% 以上；记忆海绵床垫在所有品类中发展最快，规模由 43.2 亿元增至 106.6 亿元，占比从 12.3% 升至 17.2%，年复合增长率高达 19.8%；乳胶床垫市场规模占比先升后降，到 2017 年下滑至 10.6%，较弹簧、记忆海绵床垫而言增长略缓。

图5：2012-2017年中国床垫细分品类市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

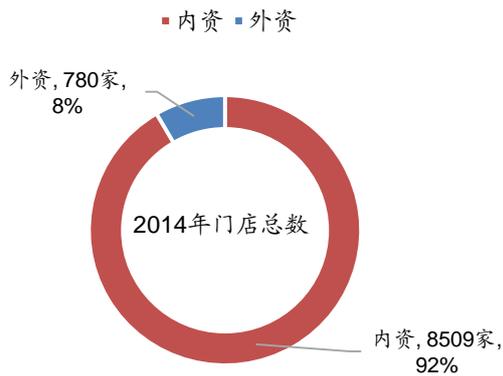
图6：2013-2017年中国细分品类床垫规模增速（%）



数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

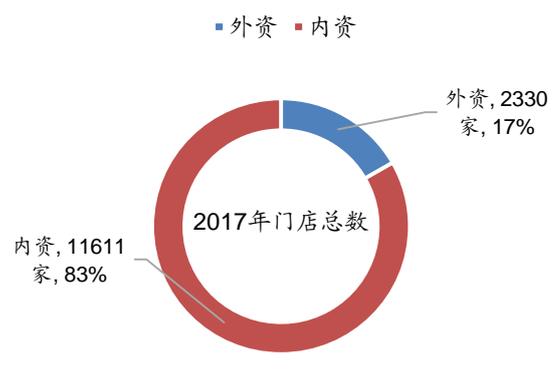
内资品牌主导国内床垫市场，外资品牌加速发力，市场竞争愈发激烈。根据泛家居网《2017 中国寝具名企大数据报告》统计，2017 年内资、外资品牌分别有 11611、2330 家门店，各占 83% 和 17%。虽然内资门店数量仍占据绝对优势，但是近几年外资品牌加大对中国市场的重视程度，在二三线城市迅速布局，使门店渠道数量呈现倍数增长，外资品牌占比逐渐提升。

图7：2014年主流床垫品牌门店数量（家）及占比



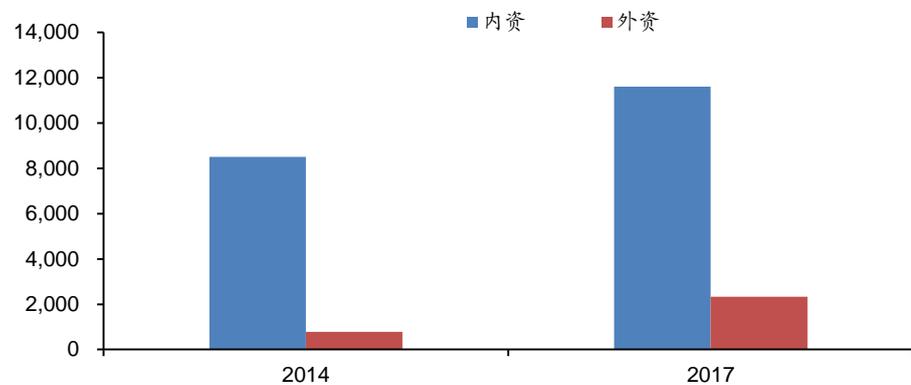
数据来源：泛家居网《2017中国寝具名企大数据报告》、广发证券发展研究中心

图8：2017年主流床垫品牌门店数量（家）及占比



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9：2014年与2017年主流床垫品牌门店总数对比（家）



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

2.1.3 国内软体行业的未来成长来源

(1) 需求维度——新房持续贡献，存量市场大有可为

A. 新房——看好未来交房回暖

地产竣工今明两年向好提供稳定基本面，预计家具板块基本面下半年环比向上。竣工增速悲观预期兑现，后续 Q3 逆周期政策预期下流动性有望好转，推动竣工提速提升基本面修复预期。根据我们 3 月 31 日外发报告《家具定制倒春寒后迎盛夏，全装修链条确定性更高》中的测算，预计 2019-2020 年真实竣工好于 2018 年，测算增速均为 5-10%，具备阶段性某几个月增速超过 20% 的可能性，真实竣工数据回暖有望带动龙头家具企业在 2020-2021 年收入增速向上修复至 20-25%。地产商往往会在根据销售面积安排竣工交付，销售增速后续若能逐步见底，也为下半年真实竣工修复奠定基础。

图10: 2019-2020年真实竣工面积增速回暖至5-10% (万方)



数据来源: Wind、《家具定制倒春寒后迎盛夏,全装修链条确定性更高》、广发证券发展研究中心

B. 存量房市场大有可为

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百亿市场。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。以存量房更新意愿为20%为例,根据过去存量房套数测算出存量房2018-2020年的更新改造比例分别为5.5%、6%和6.5%。一套房中卧室为2-3间,会相应配备床垫,客厅沙发通常为1件,故假设每套房需要更新的床垫、沙发分别为1.5件、1件。参考喜临门等主流床垫品牌1.8m*2m床垫零售价格,假设每件床垫价格为3000元,参考顾家、芝华士等主流沙发品牌各类型零售沙发价格,假设每件沙发价格为6000元。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年预计各自能接近或达到百亿级以上销售规模。

表1: 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: 广发证券发展研究中心

表2: 存量房沙发、床垫更新需求敏感型测算结果 (亿元)

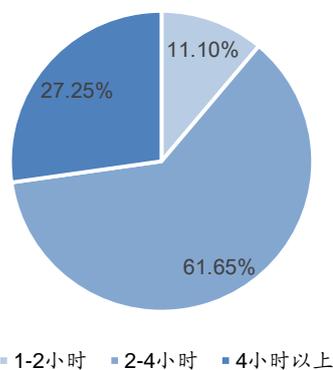
存量房更新意愿	存量沙发销售规模				存量床垫销售规模			
	2017E	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E	2020E
5.00%	28	34	44	56	21	25	33	42
10.00%	56	67	88	112	42	51	66	84
15.00%	84	101	132	169	63	76	99	127
20.00%	112	135	176	225	84	101	132	169
25.00%	140	169	220	281	105	127	165	211
30.00%	280	337	440	562	126	152	198	253

数据来源: 广发证券发展研究中心 数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) 消费者维度——对软体家具重视程度提升推动客单价增长

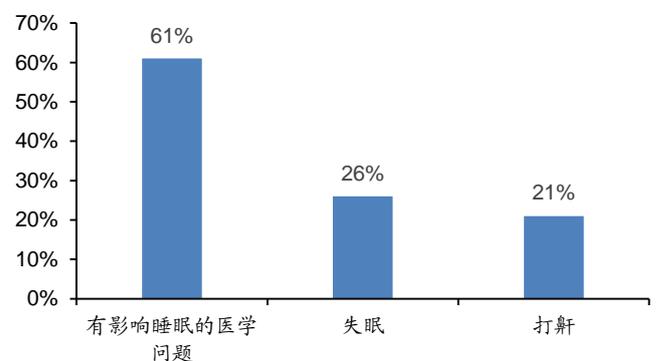
现如今消费者对沙发的要求已经由简单的会客功能提升为娱乐休闲功能, 根据乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》普查结果显示, 88.9%的受访者每天在沙发上花费的时间超过2小时, 还有相当一部分人热衷于在沙发上睡觉看电视玩游戏等, 因此消费者对于沙发品质的要求逐步提高, 更愿意为品质和舒适程度支付溢价从而带动预算提升。床垫成为改善消费者睡眠质量和提升健康水平的助力军, 根据中国医师协会睡眠医学专业委员会2018年发布的全球睡眠状况及睡眠认知最新调查数据报告线上, 全球成年人中, 超过六成(61%)存在某种影响睡眠的医学问题, 四分之一的成年人报告失眠(26%)和五分之一的人打鼾(21%), 更换床垫成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11: 沙发日常使用时间百分比



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

图12: 全球睡眠问题普查



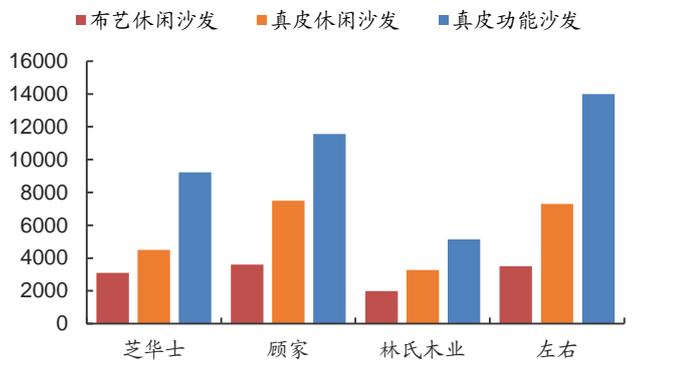
数据来源: 中国医师协会睡眠医学专业委员会(2018年)、广发证券发展研究中心

2.2 结构性变迁趋势展望

2.2.1 价格带：渠道下沉带动价格带下滑，但与消费者升级不矛盾

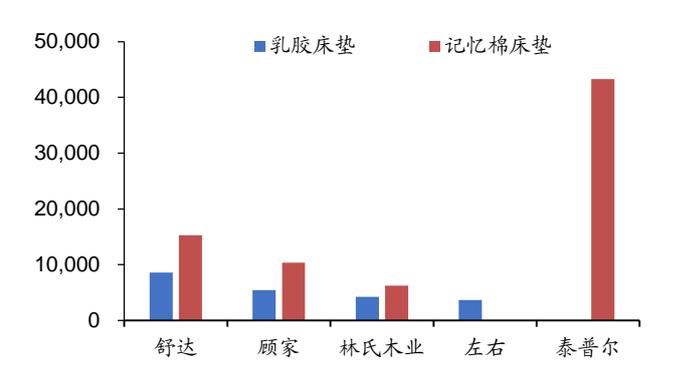
同等城市消费升级，整体来看价格带预计下移。近年来随着消费升级趋势，同级城市消费者愿意支付更高价格换取生活质量的提升。而随着家居企业从一二线城市向三四五线城市拓展，由于三四五线城市居民消费水平普遍低于一二线城市居民，所以预计未来价格带总体呈下降趋势。在目前市场中，对于三人位的沙发，布艺休闲沙发的价格带大约在 1900-3600 元；真皮休闲沙发的价格带大约在 3200-7500 元；真皮功能沙发的价格带大约在 5100-14000 元。而对于 1800*2000mm 的床垫来说，乳胶床垫的价格带大约在 3600-8600 元；记忆棉床垫的价格带大约在 6200 元到几万元不等。

图13: 沙发价格带 (元)



数据来源：各公司天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

图14: 床垫价格带 (元)

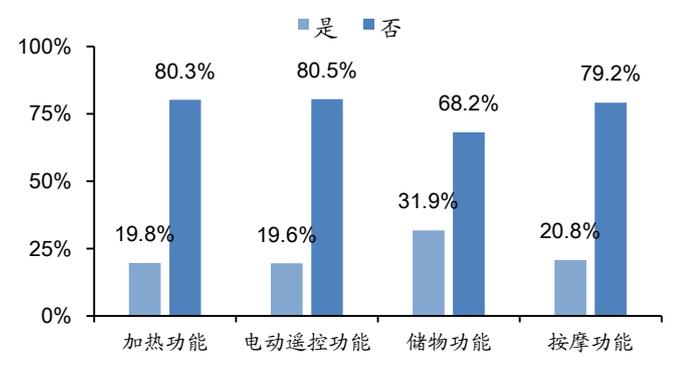


数据来源：各公司天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

2.2.2 对软体的消费结构需求：按摩、老人与儿童沙发，智能床垫

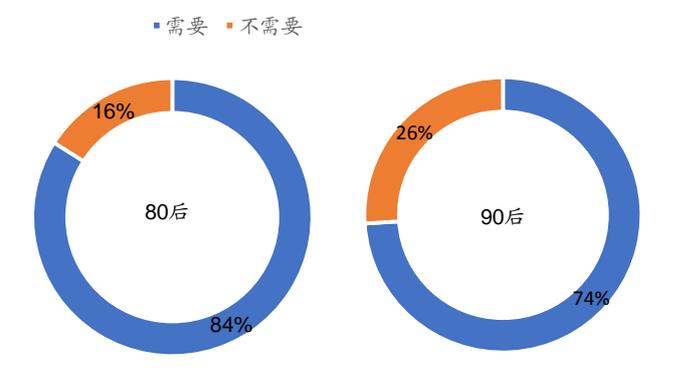
按摩功能成迫切需求，专为老人儿童设计的功能沙发正走上舞台。目前我国沙发市场中休闲沙发的数量仍占较大比重，国内功能性沙发的普及程度还很低。功能缺乏多样化功能是目前主流功能沙发的通病，多数消费者家中的沙发往往停留在“坐”的功能上。根据乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》普查结果显示，在消费者对功能沙发的期待中，对按摩功能的需求比例很高。有 84% 的 80 后工薪上班族在一天的劳累之后，对沙发的按摩功能有较强的需求，而刚起步入职的 90 后群体有半成以上也希望一边观影一边享受沙发的按摩功能。

图15: 目前沙发普遍功能现状



数据来源：2019 年乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

图16: 沙发按摩功能需求占比

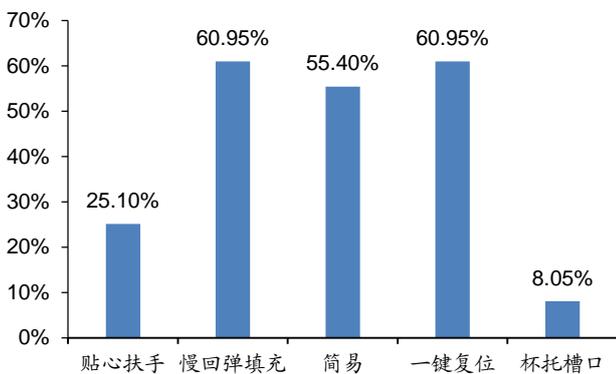


数据来源：2019 年乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

专为老人儿童设计的功能沙发正走上舞台。未来老年人口的比重将不断提升，为了顾及有老人的家庭，在乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》中，61%的消费者希望沙发可以有“慢回弹填充”的功能，此外，“一键复位”等功能也希望被纳入沙发的功能设计之中。为了照顾到有孩子的家庭，72.5%的“防尘防螨”和57.3%的“易清洁面料”是受访者所希望沙发拥有的，而为儿童的安全考虑的智能锁也是沙发功能设计上的重点。这些面向特定人群的沙发功能目前市场上较少，极具发展潜力，未来市场广阔。

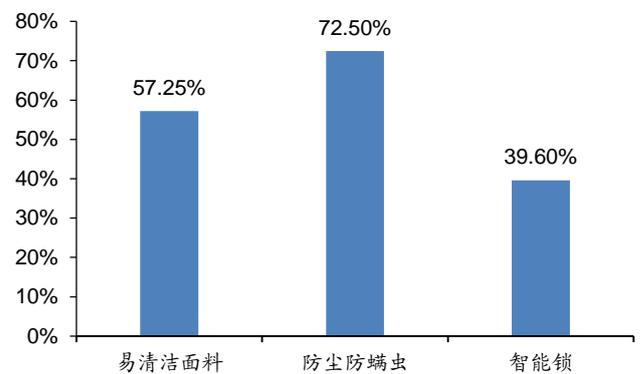
智能床垫成为当代新宠。随着人们越来越注重生活品质和睡眠质量，对于智能床垫的需求与日俱增，如带按摩功能的床垫、带监测功能的智能床垫，监测消费者的睡眠数据，从而进一步改善睡眠质量，或监测老年人健康状况。

图17: 希望沙发为老人设计的功能占比



数据来源: 2019年乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

图18: 希望沙发为儿童设计的功能占比



数据来源: 2019年乐至宝《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

3. 细分市场竞争格局与行业竞争力

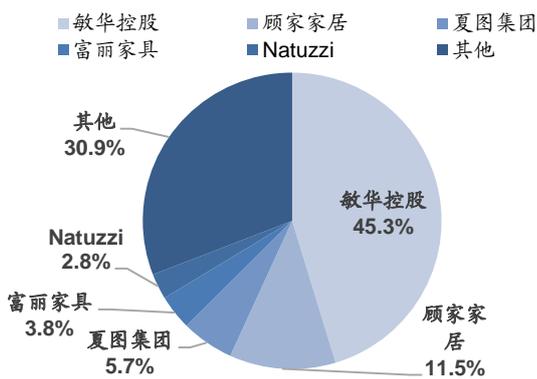
3.1 国内功能沙发集中度高，床垫行业集中度有待提升

3.1.1 国内功能沙发竞争格局优于美国

根据敏华控股2019财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据，2018年美国功能沙发CR5为53.9%，功能沙发鼻祖La-Z-Boy稳坐第一，Ashley与敏华控股不相上下。La-Z-Boy将功能沙发引入消费者视线，其品牌形象深入人心。随着行业不断成熟，竞争日益激烈，美国排名前五的企业中，除La-Z-Boy 17.9%的市占率拥有明显优势外，其余四家份额相近。敏华控股作为唯一一家非本地企业，凭借其在成本控制、产能和产品创新上的优势逐步扩大市场份额。

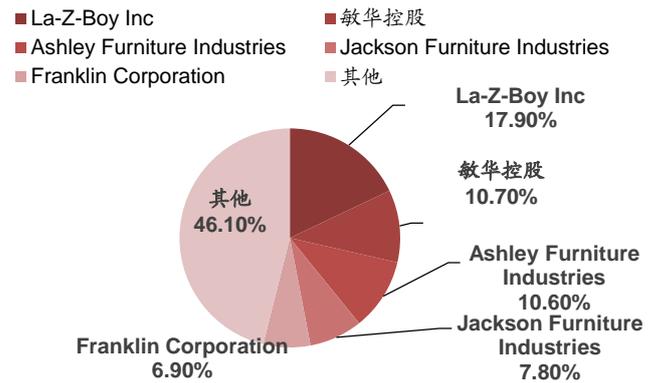
中国功能沙发市场份额差异显著，根据敏华控股2019财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据，2018年CR5为69.1%，其中敏华控股以接近1/2的份额占据绝对领先地位。敏华控股作为最早一批在国内推广功能沙发的先行者，成功塑造了芝华士的品牌形象，长期以来保持第一的市场份额。随着不断发展，公司领导地位愈发稳固，2018年市占率高达45.3%，远超其他企业。排名在敏华控股之后的四家企业依次是顾家家居、夏图集团、富丽家具和Natuzzi，市占率分别为11.5%、5.7%、3.8%和2.8%。

图19: 2018年中国功能沙发CR5 (%)



数据来源: 敏华控股 2019 财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据、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20: 2018年美国功能沙发CR5 (%)



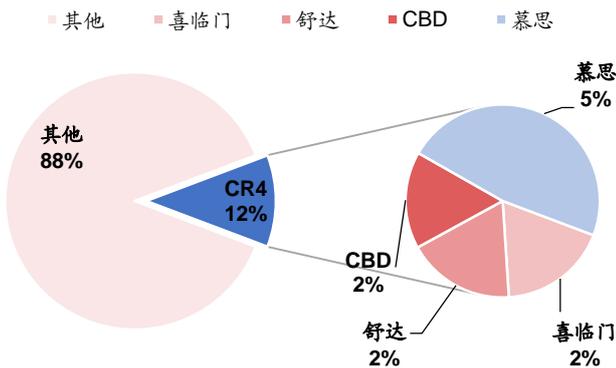
数据来源: 敏华控股 2019 财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据、广发证券发展研究中心
注:市场占有率以销售额为基础计算

3.1.2 国内床垫行业集中度仍有提升空间

美国床垫行业高度集中,四大龙头优势显著。根据 CSIL 数据,2017 年美国床垫 CR4 高达 73.6%,舒达、丝涟、席梦思和泰普尔分别拥有 23.33%、18.36%、17.77%和 14.11%的市占率,行业具有明显的龙头效应。

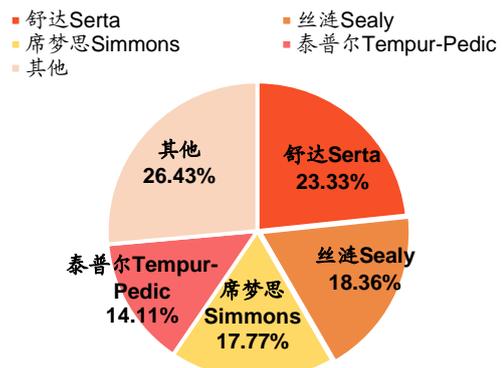
中国床垫市场大而分散,中小企业居多,市场集中度较低。在中国床垫行业短短十几年的发展阶段中,由于多数消费者首次购买床垫并不注重体验,仅为解决基本睡眠需求,因此相比品牌和质量更关注床垫价格。消费者的此种需求催生了众多中小品牌和区域性品牌,专业程度参差不齐。根据泛家居网《2017 中国寝具名企大数据报告》对床垫市场规模及各企业营收的测算,2017 年我国床垫 CR4 仅为 12%左右。

图21: 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22: 2017年美国国床垫CR4 (%)



数据来源: CSIL、广发证券发展研究中心

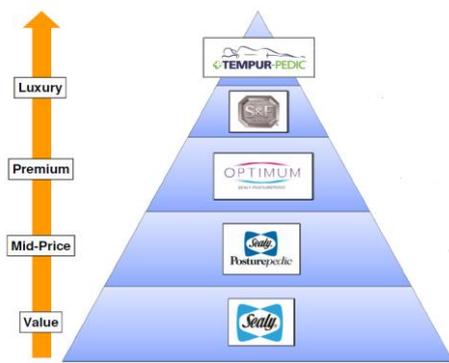
3.2 动态竞争变迁揭示行业核心竞争力

3.2.1 产品端：多样性+营销力

(1) 拓展品类，产品多元化发展

参考海外龙头发展经验，发现在扩大规模的过程中，单一品类发展容易触顶，只有不断向多元化拓展，才能赢得长远发展。以泰普尔为例，凭借新兴材质记忆海绵打开市场后来居上，2009年根据床垫软硬程度推出细分产品，2013年收购丝涟后，横向上补充了弹簧床垫、乳胶床垫、床架等原未覆盖的各类床品，纵向上补充了泰普尔缺乏中低端价格产品的短板，形成了奢华、高端、中端、平价4个价位层次品牌。同样，乐至宝以功能沙发进入大众视野，在随后的发展中不仅扩充沙发细分品类，而且从软体家具延伸至木制家具，旗下品牌涵盖范围广泛。

图23：泰普尔丝涟不同价位品牌



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图24：乐至宝旗下品牌



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

(2) 注重营销，打造品牌影响力

美国软体家具龙头乐至宝、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25：La-Z-Boy在《老友记》中的广告



数据来源：Youtube、广发证券发展研究中心

图26：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27: 泰普尔 “Ask me”大型推广活动



数据来源: Youtube、广发证券发展研究中心

图28: 乐至宝总统日活动



数据来源: 新浪家居、广发证券发展研究中心

3.2.2 渠道端: 多数量+多元化

海外龙头通过量与质构筑渠道优势, 为企业提升份额贡献重要力量。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, 泰普尔收购丝涟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29: 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

4. 框架下的国内龙头企业对比—敏华控股&顾家家居

4.1 管理层履历与组织架构

4.1.1 顾家引入职业经理人和事业部制度, 敏华由创始人夫妇主管

顾家元老巩固公司基础, 职业经理人构建管理层核心。公司于2012年开始引入职业经理人团队, 吸纳了包括董事兼总裁李东来、副总裁李云海、副总裁兼财务负责人刘春新等优秀人才, 成为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的企业。2017年，公司开启“Top100”计划，挑选100人进行向经理人方向的培养，分别从公司内部现有团队中选择30-35位，再从大家居行业引入副总裁或总经理级别的30-35位，最后从100人中挑选能力更为突出者担任事业部总经理，后备管理力量充足。

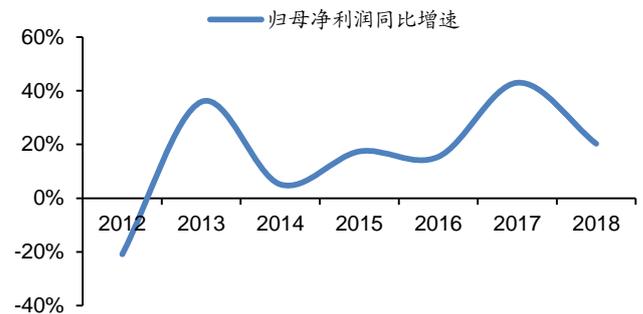
从经营成果看，从2012至2018年顾家营业总收入复合增速高达27.67%，净利润复合增速为22.57%，业绩方面整体表现可观。经营方面，职业经理人积极拓展新系列新品类，构建全品类、多层次产品矩阵，助力顾家品牌力不断提升——2012年布艺、功能沙发系列，2013年自制床垫，2014年米檬、红木家具，2015年欧美系列沙发，2016年顾家智能、定制家具。

图30: 2012-2018年顾家家居营业总收入增速 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 2012-2018年顾家家居归母净利润增速 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

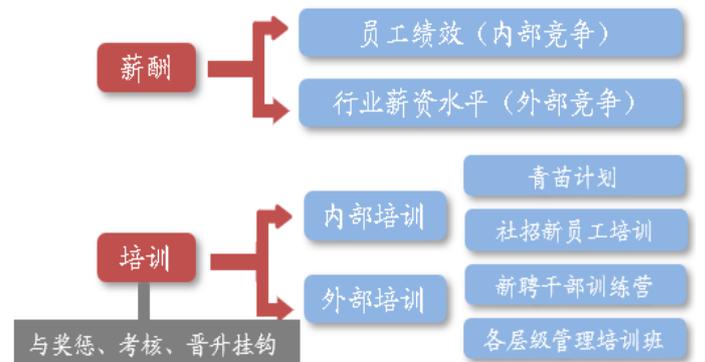
顾家事业部制度分工明确，重点突出。公司建立了事业部制度，包括品类划分的休闲产品事业部、功能产品事业部、定制家居事业部、布艺产品经营部、米檬&欧美产品经营部、渠道划分的国际事业部、直营经营部、全屋B2B客户经营部、生活场景划分的卧室产品事业部等，分类明确清晰，重点合理突出。事业部制调动了中层员工积极性，业务规模快速扩张。公司在2018年开设零售运营中心，打造营销精细化管理，助力终端效率进一步优化，同时对事业部也实现了优化。**顾家建立三类四级培训管理体系**，进行结构化培训、分级组织实施，内外培训并举，拥有青苗计划、社招新员工培训、新聘干部训练营、各层级管理培训班等。培训体系覆盖员工多层次多方位，为内部人员提升搭建了平台，也助力了终端人员的成长。

图32: 顾家家居事业部 (招股说明书时部分)



数据来源: 顾家家居招股说明书、广发证券发展研究中心

图33: 顾家家居人才成长模型



数据来源: 顾家家居招股说明书、广发证券发展研究中心

敏华高管经验丰富，外籍董事助力拓展市场。敏华创始人黄敏利与其妻子徐慧卿担任集团总裁、副总裁职位，二位从事家具行业20余年，拥有丰富的经营与管理经验。Alan Marnie于2010年9月加入敏华澳门担任英国贸易分部的执行副总

裁和首席执行官，同时担任敏华控股首席执行官，负责开拓欧洲、非洲、亚洲及大洋洲的家具市场。此外，Marnie先生在家具行业的生产、零售及市场营销方面拥有超过20年的经验，在加入敏华前曾受雇于欧洲最大家具零售商之一Steinhoff，并担任零售家具分部董事总经理。

表3: 顾家、敏华部分现任高管与董事会成员履历

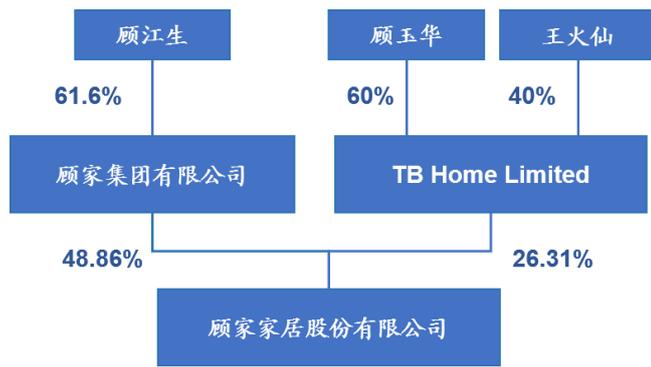
公司	姓名	职务	个人履历
顾家家居	顾江生	董事长, 董事	2000年参与公司经营, 此前历任浙江树人大学教师、海龙家私总经理、顾家工艺总经理、庄盛家具总经理、顾家家居董事长兼总裁; 是创始人顾玉华、王火仙之子
	顾海龙	副董事长, 董事, 副总裁	1996年参与公司经营, 此前历任海龙家私职员、顾家工艺副总经理、庄盛家具副总经理、顾家家居董事兼副总裁;
	李东来	董事, 总裁	2014年加入顾家, 此前历任美的集团下属冰箱事业部总裁、空调事业部总裁、集团副总裁, AMT咨询公司CEO
	李云海	副总裁	2014年加入顾家, 此前历任美的集团下属空调事业部营运发展部总监、制冷家电集团营运管理部总监、冰箱事业部总裁助理
	刘春新	副总裁, 财务负责人	2014年加入顾家, 此前历任江西新余市信息中心科员, 海口会计师事务所项目经理, 深圳同人会计师事务所部门经理, 深圳大华天诚会计师事务所高级经理, 海信科龙电器股份有限公司董事、副总裁
敏华控股	黄敏利	董事会主席, 执行董事, 总裁	1992年创办公司, 2004年起担任公司主席、总裁兼执行董事, 及公司多家附属公司及控股股东敏华投资有限公司的股东; 是执行董事徐慧卿的丈夫、执行董事黄影影的父亲
	徐慧卿	执行董事, 副总裁	1992年加入敏华, 现任公司执行董事兼副总裁, 及公司多家附属公司董事, 负责一般行政及零售业务
	Alan Marnie	执行董事	2010年加入敏华, 此前历任Homestyle Operations Limited之英国Steinhoff零售家具分部董事总经理、Reid Furniture Limited董事总经理及首席执行官
	戴全发	执行董事、制造中心高级总监	1995年加入敏华, 2012年起担任公司执行董事, 及敏华家具制造(惠州)有限公司、敏华家具制造(深圳)有限公司、金雅典床具制造(深圳)有限公司、锐迈机械科技(吴江)有限公司和敏华家具(中国)有限公司的董事
	曾海林	执行董事, 首席财务官	2017年加入敏华, 此前历任德勤关黄陈方会计师行审计经理、理文造纸有限公司附属公司的副财务总监
	黄影影	执行董事, 首席品牌官	2009年加入敏华, 2015年起任公司执行董事, 2018年起任集团国际市场中心总经理、首席品牌官、大中华区副总经理

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

4.1.2 顾家、敏华股权集中度较高，股权激励绑定核心员工

股权结构方面，敏华较顾家而言更加集中。敏华控股董事长黄敏利及其妻子徐慧卿分别持有敏华投资有限公司80%和20%的股权，间接持有公司64.6%的股份，股权高度集中。顾家家居的实际控制人为顾江生及其父母顾玉华、王火仙，顾江生持有顾家集团61.6%的股权，父母顾玉华、王火仙分别持TBHome60%和40%的股权，间接持有公司26.3%的股份。

图34: 2018年顾家家居股权结构



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图35: 2019财年敏华控股股权结构



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

顾家、敏华分别采用限制性股票激励、股权激励的方式，有助于调动员工积极性，实现管理层与公司长期发展的绑定。顾家于2017年9月实施首次限制性股票激励计划，公司总裁李东来获授411.9万股，占计划公告日股本总额1.0%，其他5名高管266.6万股，占0.64%。2018年9月顾家对预留部分授予限制性股票，占公告日股本总额0.65%。敏华于2010年开始实施购股权计划，截至目前共授出购股权17次，最近两次授出日期为2019年1月和2018年2月，分别授出1471.92万、592.6万份购股权，占公告日股本总额0.39%、0.15%。

表4: 顾家、敏华员工激励计划

公司	计划	实施日期	面向群体	股票数量(万股)	占公告日总股本份额	授予价格(元)/ 行权价格(港元)
顾家家居	2017年限制性股票激励计划预留部分	2018年9月	中层管理人员、核心技术(业务)人员404位	280	0.65%	25.08
	2017年限制性股票激励计划	2017年9月	董事、高管6位; 中层管理人员、核心技术(业务)人员90位	1564.1	3.79%	26.70
敏华控股	购股权计划	2019年1月	员工584位、执行董事4位	1471.92	0.39%	3.91
	购股权计划	2018年2月	员工527位、执行董事5位	592.6	0.15%	7.18

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(备注: 敏华购股权计划中, 行使1份购股权可认购1股)

4.2 细分赛道的竞争格局与行业地位对比

4.2.1 功能沙发敏华占据绝对优势，顾家品类综合性行业龙头

细分来看，敏华控股在功能沙发上优势显著，根据敏华控股2019财政年度全年业绩简报显示，2018年敏华国内功能沙发的市占率为45.3%，顾家位列行业第二，市占率为11.5%，与敏华市占率对比上有一定差距。根据历年敏华业绩简报数据显示，敏华功能沙发在中国市场一直占据领导者地位，且市场份额持续攀升，2010年至2018年间，敏华在中国的市占率从19.8%升至45.3%，远超其他家具企业；在美国的市占率从7.3%升至10.7%，规模排行从2010年的第五名升至2014年的第三名并持续位列前三甲。从整体沙发行业看，顾家在沙发领域布局涉及皮艺、布艺、

功能等多品类，而敏华近年才逐步布局非功能沙发品类，顾家在品类的综合布局上先于敏华。

图36: 敏华功能沙发中国市场占有率



数据来源: 敏华控股 2011-2019 财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据、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、广发证券发展研究中心

图37: 敏华功能沙发美国市场占有率



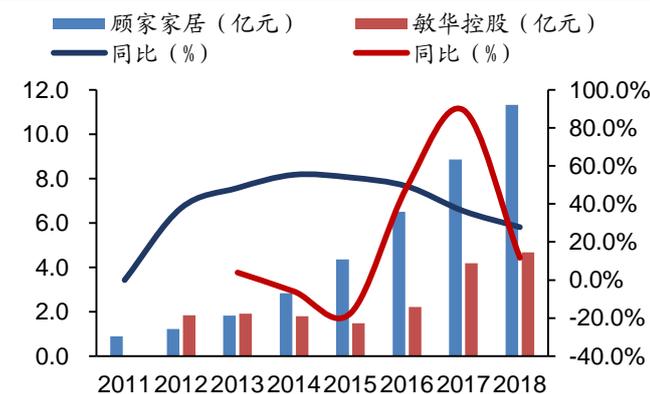
数据来源: 敏华控股 2011-2019 财年业绩简介中引用的欧睿国际有限公司的数据、广发证券发展研究中心

注:市场占有率以销售额为基础计算、广发证券发展研究中心

4.2.2 床垫业务高速发展，整体来看顾家与敏华市占率仍低

顾家在 2010 年推出软床系列产品，2014 年年初推出自制床垫后，发展迅速，2014 年至 2018 年，软床及床垫收入从 2.8 亿元增长至 11.3 亿元，复合增长率高达 41.4%。2012-2016 财年敏华旗下爱蒙床垫门店扩张遭遇瓶颈、速度较为缓慢，到 2016 财年末，公司将原有的爱蒙床垫并入“芝华仕”品牌，改作“芝华仕五星床垫”，发挥芝华仕的品牌影响力，效果显著，2015 财年至 2019 财年，敏华床类业务收入从 2.04 亿港元增长至 5.31 亿港元，复合增长率为 27%。但总体来看，根据泛家居数据研究院数据显示，2017 年寝具名企内销提货额排名中，顾家与敏华距离行业前 5 仍有一定差距，市占率依然较低。

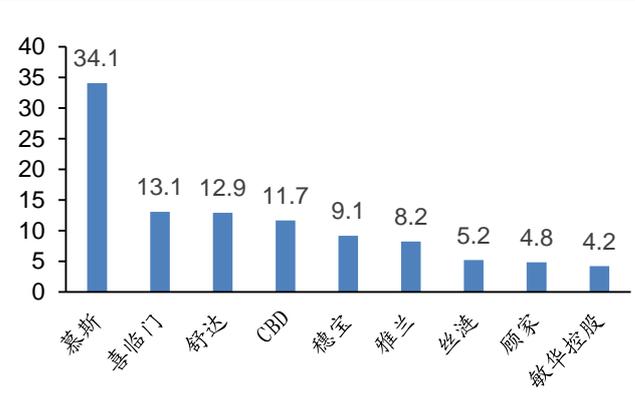
图38: 顾家家居与敏华控股床类业务收入及其增速



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 敏华数据按照汇率港元比人民币 1: 0.88 折算

图39: 2017年国内各品牌床垫业务提货额排名(亿元)



数据来源: 泛家居数据研究院、广发证券发展研究中心

注: 敏华数据按照汇率港元比人民币 1: 0.88 折算

4.3 顾家与敏华对未来战略规划

根据顾家 2018 年年报内容及敏华 2019 财年年报内容，两家公司在战略规划上有相同也有不同之处，均意在结合自身优势巩固核心竞争力。关于内销，两家公

司均认可强化线下渠道布局、拓展其他有效渠道的重要性；**产品方面**，顾家致力于打造“宽而薄”的产品策略以及品牌、产品、店态一体化，敏华则在强化功能沙发领域核心竞争力的同时，推出一系列具有创新功能的新型智能家具产品。**关于外销**，顾家主推国家战略和大客户战略，聚焦核心规模客户与增长客户，敏华将扩建越南工厂以提升产能并为中国工厂的潜在生产转移做准备；**产品方面**，顾家从材料、成本、结构上不断优化产品，美式过渡和现代类产品作为主流核心品类继续快速增长，敏华则在北美市场持续创新及提升质量，在欧洲及其他海外市场，调整产品结构、推出更多超值产品、提升售价。

表5：顾家、敏华近期公布的战略规划

战略方向	顾家	敏华
内销	<p>渠道</p> <p>公司坚持渠道为纲，聚焦门店布局，持续推进渠道向精益化、科学化和流程化方向发展。一方面强化KA职能，增强内部协同，在确保渠道领先的同时，保证开店质量；另一方面探索新渠道，通过专业化的店态设计、产品组合及内外流程的打通，寻找成本更低、效率更高的新渠道体系发展之路。</p> <p>集成业务：以产品力提升为关键，以结构调整、品质技术突破为保障，以内部管理能力提升为着力点，以计划管理新模式为驱动，以采购系统建设为辅助，在保证终端口碑提升的基础上，有效达成交付（平衡欠货和呆滞），支持终端抢占行业整合战略窗口机会。</p> <p>供应链管理：国内始终围绕打造以客户需求为导向端到端视角的供应链体系，通过完善供应链供需计划协同、优化物流管理等工作的推动，实现供应链成本、效率、交付的改善。</p>	<p>2019年3月31日，本集团于中国总共拥有2614间“芝华士头等舱”品牌沙发及“芝华士五星床垫”专卖店以及北欧宜居专卖店。公司充分认识到中国品牌家具市场的巨大潜力，未来一年将加快在中国市场拓展的步伐，继续扩展在中国的门店网络。另外，公司将一如继往地强化现有门店的精细化管理，包括门店的绩效管理，更好地激励门店员工，使现有门店的收入保持稳定增长。另一方面，由于年轻群体消费者（在线业务的主要消费群体）的消费能力日渐增加且能负担得起功能沙发，公司将致力开发在线销售。</p>
	<p>产品</p> <p>公司聚焦顾家工艺、睡眠中心品类，深耕深挖，提升产品力，精准定位丰富风格，打造“宽而薄”的产品策略；打造品牌、产品、店态一体化。</p> <p>布艺：分层分级推动产品精细化运营，按不同市场等级区分不同产品定位，产品进一步下沉。</p> <p>乐至宝业务：合资（皮）产品，精品策略，提升产品价值感；合资（布）产品，差异化策略，精准定位，聚焦一二级市场，产品风格雅致简美风。</p> <p>定制：优化产品结构，提升青少年房占比，提升五金功能件占比，提升环保7号占比，提升实木门板+臻品实木占比。</p> <p>顾家功能：产品快速转型，聚焦现代风格和中高端定位，塑造产品竞争力，重点进攻皮沙发与单椅品类。</p>	<p>公司将加大品牌推广的力度，致力于将「芝华士头等舱」打造为一个家喻户晓的消费品者品牌。公司应市场变化，推出了一系列具有创新功能的新型智能家具产品。</p> <p>公司将继续强化在功能沙发领域的核心竞争力，同时维持于业内的领导地位。通过进一步垂直整合以提高自产零部件的比例，从而有效降低成本，增加产品设计的灵活性。</p>
	<p>研发</p> <p>主航道产品策略：加强产品迭代的创新，在尺寸、规格方面更适应主流户型；更新面料，提升舒适度和增加实用功能；爆款产品的系列、空间化衍生，形成组合产品概念；持续进行成本研究；针对“专供款”产品设计部着重研究“一款多变”的结构和标准化研究，尽可能让款式通用化。</p> <p>新风格系列稳健成长：加强对品类风格趋势变化与年轻消</p>	<p>公司在制造领域将致力于提高自动化和智能化水平，继续加强智能家具核心部件的开发，以进一步提高自产部件的比例，从而有效降低成本并强化产品创新。</p>

	<p>费人群需求的研究；款式考虑内外销款式资源共用，通过“外转内”来实现；研发组织对于“产品轻薄化”方向的研究；意式现代风格通过跨品类项目组形式，来实现从“单品+空间”产品整体打造；风格化的产品包装（场景照片），实现场景化、风格化的效果。</p>	
	<p>产能 弹性产能保障：做好既定的产能布局规划与工厂布局调整工作；确定并推进越南基地全工序制造（皮套能力逐步发育）的模式。</p>	<p>新收购的越南工厂产能相较收购前已有所提升。越南工厂将进行扩建以提升产能并为中国工厂的潜在生产转移作准备，各扩建将于二零一九年第四季度完成。</p>
外销	<p>渠道 聚焦核心规模客户，确保规模基础；聚焦增长客户，重点资源投入；加强新客户拓展，新业务模式尝试&越南工厂计划。外销主推国家战略和大客户战略，其中大客户集中度继续提升，进一步建立了市场优势，提升了行业地位；北美市场方面，在美国推动国家本土化、营销本土化、产品本土化国家战略，国际市场方面，尝试在澳新推行国家战略策略，收入均取得较好的增幅。</p>	<p>北美市场仍存在重大挑战，当中包括中美两国政府爆发的贸易战。新收购的越南工厂产能相较收购前已有所提升。越南工厂将进行扩建以提升产能并为中国工厂的潜在生产转移作准备，各扩建将于二零一九年第四季度完成。</p> <p>在欧洲市场，公司将充分利用Home集团在欧洲的土地和厂房，在欧洲当地生产功能沙发，从而满足欧洲客户快速交货，加快存货周转的需求。</p>
	<p>产品 发挥产品差异化优势，优化产品品类，从材料、成本、结构上不断优化，提升产品竞争力。</p> <p>出口品类方面，美式过渡和现代类产品作为主流核心品类继续快速增长，为未来规模增长奠定了品类基础。</p>	<p>对于北美市场，公司将持续创新及提升质量，以维持在北美市场的竞争力。</p> <p>对于欧洲及其他海外市场，本集团计划通过调整产品结构、推出更多超值产品、提升售价，积极发展更多新客户等措施实现收入的增长。</p>
大家居看法	<p>大家居 公司除了自主设计研发、生产和销售沙发、软床、床垫等软体家具外，还向配套产品供应商采购茶几、电视柜、餐桌等配套产品并对外销售。由于公司采购的配套产品的设计方案由公司向配套产品供应商提供，公司采购配套产品之后与自产产品一起通过销售门店统一对外销售。公司销售配套产品，不仅丰富了自身的产品线，而且配套产品与公司自产产品的设计风格一致，满足了消费者的一站式购物需求。公司已突破传统家具企业销售单个产品的局限，转而向消费者提供客厅、卧室、餐厅等家居空间的一站式采购服务，形成了明显的一站式服务优势。</p>	<p>围绕核心产品功能沙发横向扩张，以客厅为核心，敏华加速打造软体家居一体化产品矩阵。盈利来源多样化的同时借助渠道优势和新零售一站式服务运营经验布局大家居。</p>

数据来源：顾家家居 2018 年年报、敏华控股 2019 财年年报、广发证券发展研究中心

4.4 行业核心竞争力比对

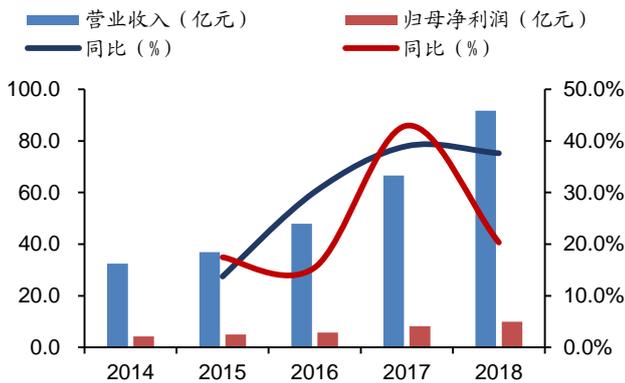
通过对海外龙头产品端以及渠道端两大方面核心竞争力归纳，龙头企业产品端重视产品多样性以及营销能力，渠道端则注重数量和多元化，因此延伸类比至顾家与敏华，详细对比两者之间的优劣势。

4.4.1 产品端：多样性+营销力

总体来看，敏华控股的收入业绩规模略大于顾家。顾家坚持多品类发展，深耕产品竞争力提升，2018 年实现营业收入 91.72 亿元，同比增加 37.61%，归母净利润 8.18 亿元，同比增长 34.05%。敏华 2019 财年通过调整产品结构、加强销售团队建设以及推出快速交货计划等，实现营业收入 112.58 亿港元（YoY+12.28%），折合人民币约 100.7 亿元，净利润 13.6 亿港元（YoY-11.2%），折合人民币约为 12

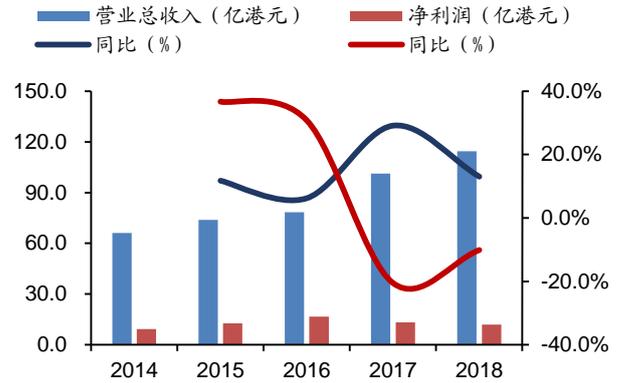
亿元。

图40: 顾家家居历年收入业务及其增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 敏华控股历年收入业务及其增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(1) 从产品端的多样性来看, 顾家整体布局先于敏华。

顾家坚持多品类发展, 于 2012 年推出全新布艺系列沙发, 同年与美国品牌 La-Z-Boy 合作推出功能系列沙发, 在原有休闲、真皮沙发的基础上完善产品品类, 满足更多层次的消费需求, 2014 年拓展床类业务, 2018 年通过收购班尔奇切入定制领域, 同时将 Natuzzi、卡文家居 (宽邸, 美式沙发) 等纳入麾下, 整体大家居布局实现闭环。近年来, 敏华围绕核心产品功能沙发横向扩张, 打造软体家居一体化产品矩阵, 敏华于 2015 财年开始建设多系列功能沙发, 近年为迎合国内小户型需求, 公司独家研制出小型化功能沙发铁架, 在尺寸型号上优势明显, 此外, 公司从功能沙发相继延伸到都市系列、5 星系列、2017 年并购 Fleming 北欧宜居, 以及 2018 年引进全美进口功能沙发 Bradington Yong (伯恩名家)、全屋家居 Home Meridian (伯爵美家) 等多品类家居领域, 实现多品牌布局。

图42: 顾家产品品类



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图43: 敏华产品品类

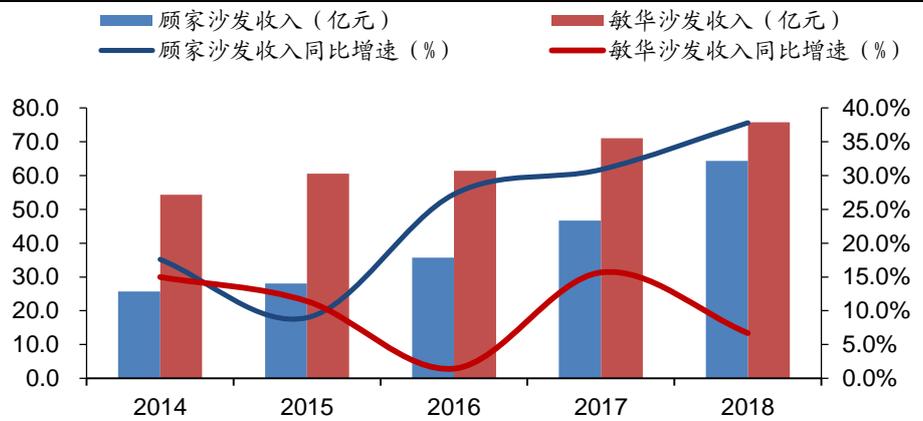


数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

沙发收入增速出现背离, 单店收入敏华占优。从主营业务沙发来看, 自 2017 年起, 顾家与敏华在沙发 (含配套品) 业务增速走势出现背离, 一是由于 2018 年美国开始加征关税, 敏华外销占收入比重过半, 且美国又为功能沙发主要出口市场, 因此受国际市场影响较大。二是两家公司在战略上差异逐步显现, 2018 年国内整体地产开始放缓, 顾家于 2017 提出内生外延双轮驱动战略, 并与 2018 年一一落地, 外延并购助力公司 2018 年表现优于行业, 而敏华尚未借助外部力量, 因此内外销受到双重压力。在单店收入对比上, 由于顾家未详细披露细分门店数据,

因此将顾家与敏华境内收入除以境内门店数，得到顾家与敏华 2018 年单店收入分别为 124 万、205 万，敏华单店收入较高，从最新电商价格对比来看，两家类似产品价格相近，顾家单店大幅低于敏华，或因近 2 年公司门店数大幅增长所影响。

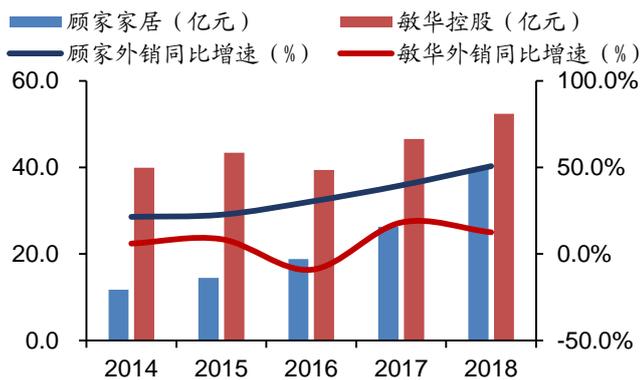
图44: 敏华、顾家沙发收入以及增速 (含配套品)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 敏华控股数据按照日历年换算、敏华数据按照汇率港元比人民币 1: 0.88 折算

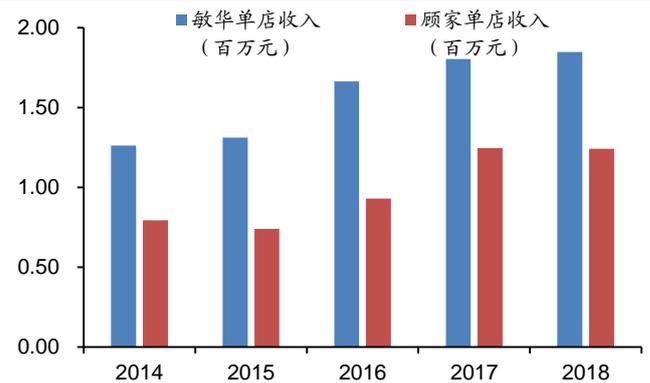
图45: 顾家与敏华外销业务收入及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 敏华控股数据按照日历年换算、敏华数据按照汇率港元比人民币 1: 0.88 折算

图46: 顾家与敏华单店收入对比



数据来源: Wind、顾家家居招股说明书、顾家家居历年年报、敏华控股 2015 财年-2019 财年年报、广发证券发展研究中心
注: 敏华控股数据按照日历年换算、敏华数据按照汇率港元比人民币 1: 0.88 折算

表6: 顾家、敏华产品价格带对比(元)

品类	尺寸/型号	顾家家具	敏华控股
沙发	头层皮沙发 三位一躺	9099	9999
	布艺沙发 三位一躺	6880	6999
	功能沙发 单人	1998	2209
	功能沙发 双人	5590	4650

	功能沙发 三人	7140	7980
乳胶床垫	1500*2000mm	2459	2299
	1800*2000mm	2459	2299

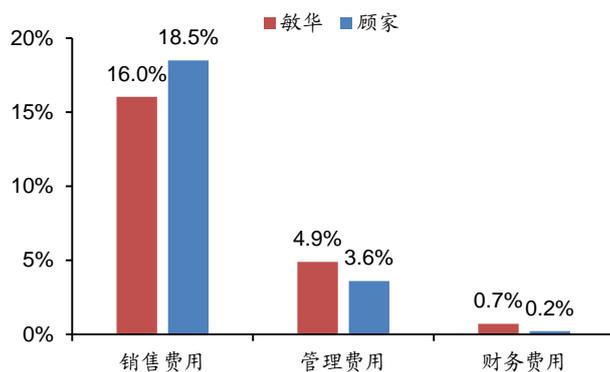
数据来源：公司官网、淘宝网、广发证券发展研究中心

注：近期临近 6.18 年中大促，各公司促销开始时间或对价格造成影响。

(2) 从产品营销力来看，顾家营销经验较为丰富，芝华士捍卫功能沙发第一牌。

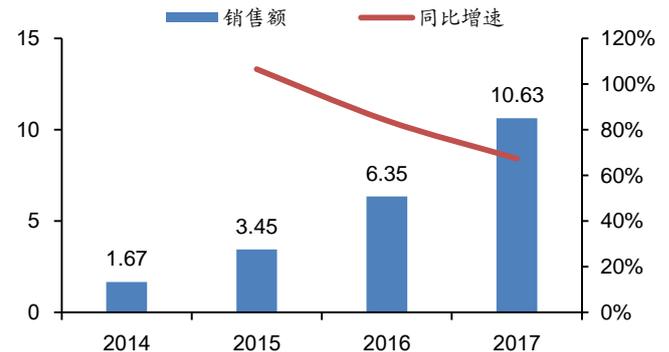
顾家大力营销成效显著，敏华控股打造“头等舱”品牌抢占心智空间。一直以来，顾家十分重视广告营销，比如 2014 年创建“8.16 全民顾家日”，2015 年第二季全民顾家日主题片《丢失的温暖》登陆美国纽约时代广场，持续提升消费者口碑和品牌美誉度，集团投资新潮传媒布局新媒体渠道。根据腾讯家居统计，2014-2017 年间，全民顾家日订单销售额从 1.67 亿元增至 10.63 亿元。2018 年公司冠名“2018 天猫双 11 狂欢夜”，使得公司品牌及产品影响力再上一台阶。芝华士作为最早一批在国内推广功能沙发的领先者，最早抢占了消费者心智中第一的位置，成功地塑造成为心智品牌。此外通过“头等舱”、“五星”等关键词，让消费者联想到舒适、高品质，巩固品牌地位形象。此外，2018 年敏华携手分众，同样占据了新媒体营销布局。

图47：2018年顾家与敏华期间费用率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图48：四季全民顾家日销售额及增速情况（亿元）

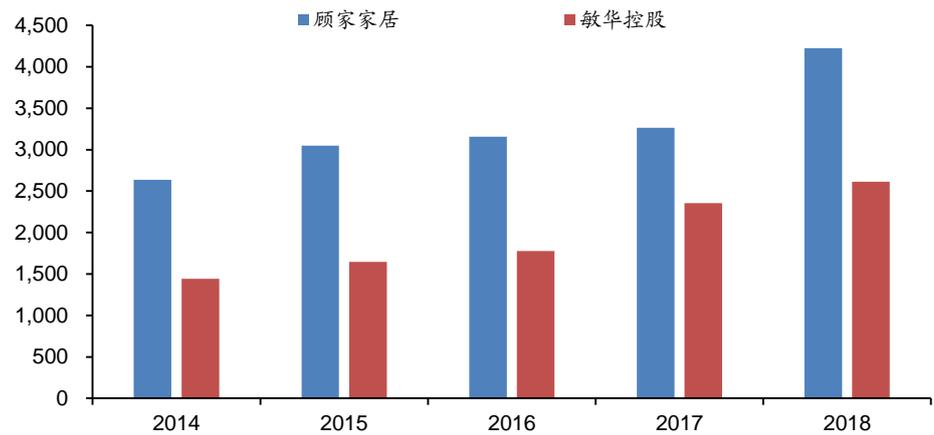


数据来源：腾讯家居、广发证券发展研究中心

4.4.2 渠道端：多数量+多元化

顾家渠道数量大幅领先于敏华，敏华全球市场布局完善。目前国内企业由于此前渠道仍有拓展空间，因此在渠道端主要着重发力数量，而非渠道的多元化，顾家与敏华亦是如此。在渠道数量方面，顾家占据较大优势，2018 年合计拥有 4222 家门店，同期敏华控股合计拥有 2614 家门店。从全球布局来看，敏华销售广铺全球，目前收入版图基本稳定，随着中国市场对功能沙发的教育程度提升，目前国内市场已为敏华主要收入市场，2019 财年敏华在中国、北美市场收入占比分别为 49%、36.8%。

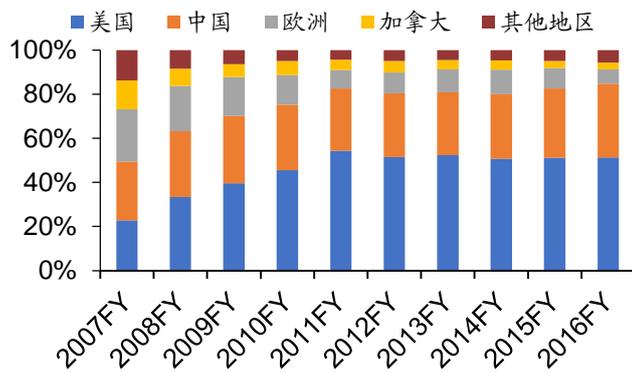
图49: 顾家与敏华国内门店数量对比



数据来源: 顾家家居招股说明书、顾家家居历年年报、敏华控股 2015 财年-2019 财年年报、广发证券发展研究中心

注: 敏华控股数据按照日历年换算、2018 年敏华数据对应 2019 财年、以此类推

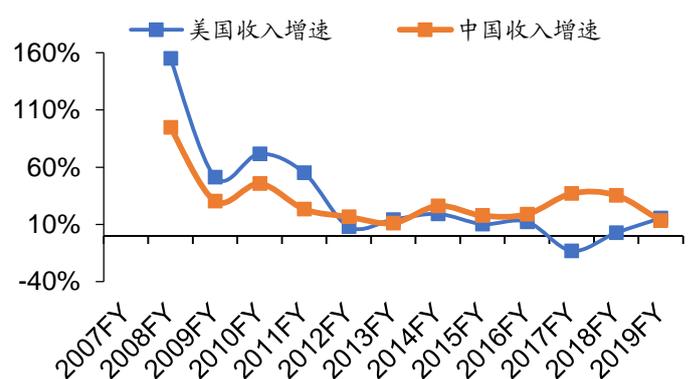
图50: 敏华控股各区域业务占比



数据来源: 敏华控股全球发售书, 2011 财年-2016 财年年报、广发证券发展研究中心

注: 敏华控股数据按照日历年换算、2018 年敏华数据对应 2019 财年, 以此类推

图51: 敏华控股中国以及美国业务收入增速



数据来源: 敏华控股全球发售书, 敏华控股历年财年年报、广发证券发展研究中心

注: 敏华控股数据按照日历年换算、2018 年敏华数据对应 2019 财年, 以此类推

4.4.3 营运效率提升: 经销商管理+产能布局+成本对比

(1) 经销商管理—顾家先款后货, 敏华控股实现线下统一价

顾家采用先款后货改善供应链体系, 从 2016 年下半年开始在直营店和大经销商推行先款后货, 到 2017 年已全部实施, 现在交货周期明显改善, 制造端效率大幅提升, 基本实现按需生产, 并同时改善了现金流情况。2016 年之前, 预收款项及经营活动现金净流量较为平稳甚至有所下降, 2016 年以来迅速增长。敏华控股对经销商价格管控力较强, 更有利于销售政策的推进。

(2) 产能布局—两家均已实现全国产能布局

敏华在深圳、惠州、天津、吴江、重庆均设立生产基地, 深圳目标华南市场, 惠州目标北美、欧洲及亚洲等海外市场, 天津目标北方地区, 吴江目标华东和华中地区, 重庆目标西南地区。顾家公司坚持以自主生产为主、外协生产为辅的生产模式,

目前有 5 个生产基地：分别为下沙工厂、江东工厂、河北深州工厂、嘉兴工厂及黄冈工厂（在建）。公司的外协业务是为了缓解产能不足的矛盾，在保证产品质量的基础上，让周边制造企业为本公司贴牌生产部分产品。其中，沙发、床类产品等主打产品基本为自制，配套产品全部为外购。

图52：敏华、顾家产能布局

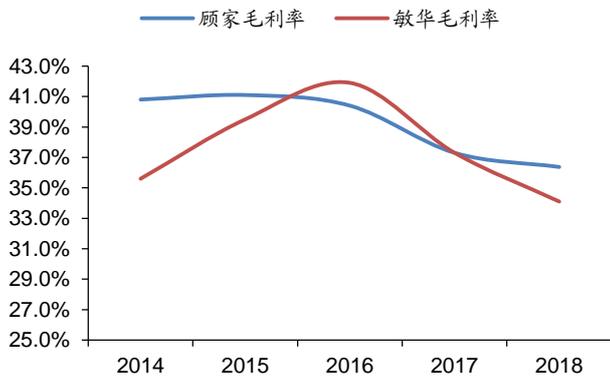


数据来源：顾家家居招股说明书、顾家家居历年年报、敏华控股历年财年年报、广发证券发展研究中心

(3) 成本优势—敏华实现产业链垂直布局，成本优势明显

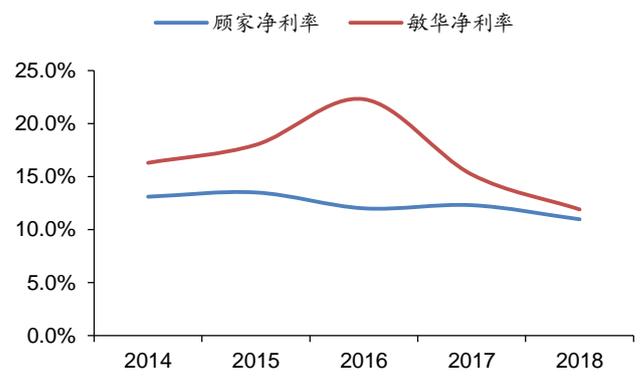
敏华控股具备沙发械架、电机、弹簧和海绵等核心部件的独立生产能力，是国内少有的具备纵向一体化能力的沙发公司，并在国内自建物流体系，降低经销商运输成本，同时通过专业配送降低运输途中损害。纵向来看，公司原材料成本占比逐年降低，除了人工成本上升的因素外，更重要的是纵向融合带来的成本优势，公司产品毛利率逐年提升；横向来看，公司在铁架、海绵等部件上的采购成本，要低于同行公司的外采价格。2019 财年敏华毛利率同比下降 3.2pct 至 34.1%，主要由于敏华国内直营转经销模式、并入铁架业务拉低毛利率，以及加大国内市场促销力度所致。

图53：敏华、顾家毛利率对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图54：敏华、顾家净利率对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表6: 顾家、敏华综合对比

项目	顾家	敏华	
管理层 履历与 组织架构	高管	顾家元老巩固公司基础，职业经理人构建管理层核心； 顾家事业部制度分工明确，建立三类四级培训管理体系	敏华高管经验丰富，外籍董事助力拓展市场
	股权结构	实际控制人为顾江生及其父母顾玉华、王火仙，顾江生通过顾家集团有限公司间接持有 30.7% 的股份，父母二人通过 TB Home Limited 间接持有公司 26.31% 的股份	敏华控股董事长黄敏利及其妻子徐慧卿直接持股 0.11%，通过敏华投资有限公司间接持股 63.73%，合计持有公司 63.84% 的股份，股权高度集中
	股权激励	采用限制性股票激励，2018 年 9 月顾家对预留部分授予限制性股票，占公告日股本总额 0.65%	采用股权激励，2019 年 1 月和 2018 年 2 月，分别授出 1471.92 万、592.6 万份购股权，占公告日股本总额 0.39%、0.15%
竞争格局与行业地位	沙发	顾家家居沙发布局涉及皮艺、布艺、功能等多品类，在品类的综合性上胜于敏华	敏华控股在功能沙发上优势显著，在中国市场占据领导者地位，且市场份额持续攀升
	床垫	软床及床垫收入从 2.83 亿元增长至 11.3 亿元，复合增长率高达 41.4%，距离行业前 5 仍有一定差距	2015 财年至 2019 财年，敏华床类业务收入从 2.04 亿港元增长至 5.31 亿港元，复合增长率为 27%，市占率仍然较低
战略规划	内销	渠道: 强化 KA 职能，探索新渠道，大力发展集成业务，加强供应链管理 产品: 聚焦顾家工艺、睡眠中心品类，深耕深挖，提升产品力，精准定位丰富风格，打造品牌、产品、店态一体化 研发: 主航道产品策略、新风格系列稳健成长 产能: 做好既定的产能布局规划与调整，推进越南基地全工序制造	渠道: 强化现有门店的精细化管理，致力开发在线销售 产品: 加大品牌推广的力度，强化在功能沙发领域的核心竞争力，增强产品设计灵活性 研发: 提高自动化和智能化水平，加强智能家具核心部件的开发，提高自产部件的比例 产能: 新收购的越南工厂产能相较收购前已有所提升
	外销	渠道: 聚焦核心规模客户与增长客户，新业务模式尝试越南工厂计划，主推国家战略和大客户战略 产品: 发挥产品差异化优势；美式过渡和现代类产品作为主流核心品类继续快速增长	渠道: 越南工厂将进行扩建以提升产能并为中国工厂的潜在生产转移作准备；在欧洲当地生产功能沙发 产品: 在北美市场持续创新及提升质量，在欧洲及其他海外市场，调整产品结构、推出更多超值产品、提升售价
	大家居	公司除了自主设计研发、生产和销售沙发、软床、床垫等软体家具外，还向配套产品供应商采购茶几、电视柜、餐桌等配套产品并对外销售，形成一站式服务优势	围绕核心产品功能沙发横向扩张，以客厅为核心，敏华加速打造软体家居一体化产品矩阵
核心竞争力	产品多样性	从产品端的多样性来看，顾家整体布局先于敏华；	专注于功能沙发，收入业绩规模略大于顾家；单店收入敏华占优；
	营销	顾家营销经验较为丰富，大力营销成效显著	敏华控股打造“头等舱”品牌抢占心智空间，芝华士捍卫功能沙发第一品牌
	渠道	顾家渠道数量大幅领先于敏华，多品类布局提升渠道数量天花板，2018 年合计拥有 4222 家门店	2018 年敏华控股合计拥有 2614 家门店
	经销商管理	顾家采用先款后货改善供应链体系，基本实现按需生产	敏华控股实现线下统一价，对经销商价格管控力较强
	产能布局	顾家目前有下沙工厂、江东工厂、河北深州工厂、嘉兴工厂及黄冈工厂（在建）5 大生产基地	敏华在深圳、惠州、天津、吴江、重庆均设立生产基地
成本对比	实现部分产业链垂直布局	实现产业链垂直布局	

数据来源: Wind、顾家家居 2018 年年报、敏华控股 2019 财年年报、广发证券发展研究中心

4.5 总结

整体来看，中国沙发总体规模增速略缓于美国，仍有较大增长空间，而床垫市场起步虽晚增速快，规模已超美国。根据凯迪股份招股说明书引用的 Euromonitor 发布的《Motion Recliner in USA and PRC》的数据、国际睡眠产品协会(ISPA)统计，2017年美国沙发、床垫市场规模折合人民币约为1817亿元、588.5亿元，而同期国内软体沙发市场分别542亿元，620亿元。目前中国皮质沙发主导市场，功能沙发势迅猛，记忆棉床垫为后起之秀。未来国内软体行业增长源头来自于两大方面，需求端新房竣工回暖，存量房市场空间大，消费者端软体家具的重视程度升级推动客单价增长，预计顾家与敏华未来收入仍有广阔增长空间。

通过对比两家龙头，从产品端的多样性来看，顾家整体布局先于敏华，功能沙发敏华占据绝对优势，从产品营销力来看，顾家营销经验较为丰富，芝华士近年发力捍卫功能沙发第一品牌。从渠道端来看，顾家内销渠道数量大幅领先于敏华，敏华全球市场布局完善，而从营运效率维度来看，在经销商管理方面，顾家先款后货，敏华控股实现线下统一价，在产能布局方面均实现了全国产能基地布局，在成本管控方面，敏华实现产业链垂直布局，成本优势明显。

随着顾家全品类、多层次产品矩阵逐步成型，新建产能满足未来扩张需求，投资并购海内外布局提升竞争力，深入探讨详见我们2018年8月23日复盘报告《顾家家居：管理卓越发力多品牌，营销璀璨领航大家居》。预计公司2019-2020年营业收入分别为115.96、142.88亿元，归母净利润分别为12.45、15.28亿元，维持买入评级。

长期看好敏华在功能沙发领域的技术壁垒、品牌效应，详见我们7月4日外发报告《功能沙发：深度解答渗透率提升的疑虑》。预计公司2020~2022财年的归母净利润为13.98、16.57、20.18亿港元。公司2020财年受贸易格局变化冲击业绩承受压力，预计2021财年公司对美市场产能全部转移至美国后，业绩恢复快速增长，估值压制因素逐步消除，PE倍数逐步向历史估值方向修复，维持买入评级。

5. 风险提示

美国贸易战进一步升级，对美出口业务受到负面影响；国内地产调控继续紧缩，导致软体家居行业整体低迷；钢材、TDI等原材料价格如果反弹上涨，毛利率可能进一步降低；行业内品牌加大国内营销力度，国内市场竞争加剧；公司收购并购业务不达预期。

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。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，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。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018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	北京市西城区月坛南街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	gfyf@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。

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

营业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。