

家具裂变系列(二)

全球视角下如何打破渠道玻璃天花板

核心观点:

● 龙头成长需打破“价格带”及“有效场景”两大玻璃天花板

本篇报告为家具裂变系列之二，地产周期固然对家具行业 beta 影响颇大，但考虑到海外泛家具行业产生了诸如家得宝，宜家，汉森等大体量消费品公司，寻求行业长期 alpha 龙头更为重要。消费品行业的重要三力是：产品力、渠道力，品牌力，本篇主要是从渠道变革角度阐述如何塑造渠道力，参考海外龙头变革经验，以家具企业渠道端面临的两个玻璃天花板，论国内家具的渠道变革。渠道的本质是以最有效率的方式让产品触达消费者，因此渠道的变革也伴随消费者流量的变革，家具行业的流量变革出现“价格带”及“有效场景”玻璃天花板，每层天花板的打破都意味着龙头具备更广的成长空间。

● 扩产品拓渠道、渠道两大阶段升级打破“价格带”玻璃天花板

海外龙头公司单一品类快触及天花板时，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。而当产品线逐渐丰富后，单一渠道无法匹配产品多样性，渠道有效性下降，届时则需要第二阶段的升级，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。

● 布局高性价比消费场景渠道，突破“有效场景”玻璃天花板

成本与收益错配，消费场景而非消费人流可能是有效渠道的衡量方式。传统家具卖场流量衰退但综合成本依旧高昂，电商作为性价比更高的渠道逐步崛起，且对于新一代的消费主力而言，电商渠道是其最熟悉的消费场景，也是对商家而言较为有效的、消费者覆盖面最广的渠道。从国内家具市场观察，欧派家居、索菲亚等单品类 2500-3000 家门店已接近饱和，但更多可能更具性价比的家具品类交易场景所对应的渠道布局仍属空白，从场景分类看渠道拓展仍有空间。

● 国内家具企业渠道变革势在必行，渠道端集中度有望提升

相比来看，国内家具领军企业渠道变化仍然较为单一，而且现有传统渠道早已无法满足行业内企业对流量的需求，各类渠道的拓展势在必行。参考海外优秀企业的发展历程，我们认为外贸出口、线上渠道、和大宗渠道将会成为未来渠道拓展的主要方向。在渠道改革中，品牌力、生产实力强，资金实力雄厚的龙头企业，有望持续受益于马太效应，进一步加固自身渠道护城河，最终使得新增流量仅被龙头企业互相瓜分，助力渠道集中度提升。**相关标的：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、顾家家居、敏华控股。**

● 风险提示

房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

行业评级

买入

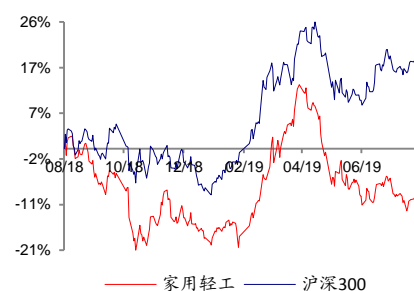
前次评级

买入

报告日期

2019-08-11

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

分析师:

陆逸



SAC 执证号: S0260519070005



gfluyi@gf.com.cn

请注意，陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

家用轻工行业:以美为鉴, 观 2019-07-29

软体巨头对比与成长之路

家用轻工行业:功能沙发: 深 2019-07-04

度解答渗透率提升的疑虑

家用轻工行业:零售渠道、电 2018-12-27

商巨头抢滩家具行业是为

何?

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 |
| 欧派家居 | 603833 | CNY | 97.89 | 2019/05/09 | 买入 | 121.00 | 4.49 | 5.45 | 21.80 | 17.96 | 16.54 | 13.40 | 20.0 | 19.5 |
| 索菲亚 | 002572 | CNY | 16.5 | 2019/04/26 | 买入 | 24.00 | 1.20 | 1.40 | 13.75 | 11.79 | 11.03 | 9.34 | 18.6 | 17.8 |
| 尚品宅配 | 300616 | CNY | 78.27 | 2019/04/23 | 买入 | 105.35 | 3.01 | 3.72 | 26.00 | 21.04 | 24.72 | 17.63 | 17.0 | 17.9 |
| 顾家家居 | 603816 | CNY | 28.59 | 2019/04/23 | 买入 | 47.61 | 2.07 | 2.54 | 13.81 | 11.26 | 11.54 | 9.33 | 21.9 | 21.9 |
| 敏华控股 | 01999.HK | HKD | 3.55 | 2019/06/10 | 买入 | 4.39 | 0.37 | 0.43 | 9.59 | 8.26 | - | - | 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, 合理价值进行重新计算; 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 | 5 |
| 2. “价格带”玻璃天花板 | 6 |
| 3. “有效场景”玻璃天花板..... | 11 |
| 3.2 有效渠道—虚位以待 | 14 |
| 3.2.1 “流量+品牌”之电商场景增量..... | 14 |
| 3.2.2 “流量+品牌”之零售场景增量..... | 15 |
| 3.2.3 “流量+品牌”之家居卖场场景增量 | 15 |
| 4. 对国内企业渠道的启示 | 16 |
| 4.1 国内犹可追..... | 16 |
| 4.2 哪些企业从中能享受最大优势? | 19 |
| 5. 风险提示 | 21 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1: 2015 年泰普尔丝涟全球销售布局 | 7 |
| 图 2: 泰普尔丝涟的品牌细分 | 7 |
| 图 3: 尼达利 2019 财年门店扩张计划 | 7 |
| 图 4: 宜家 2018 年新开门店分布 | 7 |
| 图 5: 2016-2018 年商品住宅面积与竣工面积累计同比 | 9 |
| 图 6: 2019-2021 年定制上市公司产能增速 | 9 |
| 图 7: 泰普尔分渠道收入(以百万 USD 计) | 9 |
| 图 8: 汉森三大核心业务销售渠道 | 10 |
| 图 9: 汉森不同类型门店收入 (亿韩元) | 10 |
| 图 10: 尼达利分类型门店数统计 (截止 2019 年 5 月) | 11 |
| 图 11: 尼达利电商渠道销售收入及同比 | 12 |
| 图 12: 尼达利一对一个性化营销方案 | 12 |
| 图 13: 宜家中国销售收入及同比 | 13 |
| 图 14: 宜家中国官网访问人数及同比 | 13 |
| 图 15: 汉森电商收入及同比 | 13 |
| 图 16: 汉森网上商城图例 | 13 |
| 图 17: 家得宝线上销售收入占比 | 14 |
| 图 18: 曲美京东之家旗舰店 | 14 |
| 图 19: 索菲亚天猫智慧门店 | 14 |
| 图 20: 苏宁生活家居店收入同比稳步提升 | 15 |
| 图 21: 盒马鲜生落地于居然之家 | 16 |
| 图 22: 国内外家具龙头渠道对比 | 17 |
| 图 23: 定制家具企业出口收入占比 | 18 |
| 图 24: 尚品宅配 O2O 引流服务收入 | 19 |
| 图 25: 全装修市场橱柜行业配套率 | 19 |
| | |
| 表 1: 定制家具公司分品类渠道数量 | 8 |
| 表 2: 尼达利不同店铺对比 | 10 |
| 表 3: 家具公司渠道情况对比 | 17 |
| 表 4: 相关海外可比公司估值表 | 20 |

1. 投资逻辑

本篇报告为家具裂变系列之二，地产周期固然对家具行业 β 影响颇大（具体分析详见家具裂变系列之一：《家具龙头的成长何时穿越周期》），但考虑到海外泛家具行业产生了诸如万亿市值家得宝，2000 亿以上收入的宜家，韩国市场市占率 30% 以上的汉森等大体量消费品公司，寻求行业长期 α 龙头更为重要。

消费品行业的重要三力是：产品力、渠道力，品牌力，本篇主要是从渠道变革角度阐述如何塑造渠道力，参考海外龙头变革经验，以家具企业渠道端面临的两个玻璃天花板，论国内家具的渠道变革。渠道的本质是以最有效率的方式让产品触达消费者，因此渠道的变革也伴随消费者流量的变革，每层玻璃天花板的打破都意味着龙头具备更广的成长空间：

（1）“价格带”玻璃天花板

当海外龙头公司单一品类快触及天花板时，**第一阶段是通过产品线延伸，初步缓解收入放缓困境，但此时渠道类型仍较为单一。**如，泰普尔收购丝涟后产品线与全球版图均得到扩充，宜家、尼达利坚定走向海外市场等等。目前国内大部分龙头企业也处于第一阶段，具体表现为索菲亚、欧派、尚品宅配等上市公司积极拓展品类，拥抱全屋定制等。

而当产品线逐渐丰富后，单一渠道无法匹配产品多样性，渠道有效性下降，届时则需要**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。**比如海外汉森高中低档品牌分别开店，泰普尔拥有零售商、直营、医疗保健和分销商等四大渠道，尼达利旗下拥有尼达利大店（4000-5000 平米），Deco Home（不足 1000 平米），Nitori Express（2000 平米左右）等多种不同类型店铺。当前国内家具龙头企业则刚开始尝试多样化的渠道布局，随着大家居的逐步推进，将为国内龙头企业推动渠道实质性的二次升级夯实基础。

（2）“有效场景”玻璃天花板

流量成本与收益错配，消费场景而非消费人流可能是有效渠道的衡量方式。传统家具卖场流量衰退但综合成本依旧高昂，电商作为性价比更高的渠道逐步崛起，且对于新一代的消费主力而言，电商渠道是其最熟悉的消费场景，也是对商家而言较为有效的，消费者覆盖面最广的渠道，从汉森、尼达利、家得宝对电商的重视程度就可以略窥一二，包括此前不是特别重视电商渠道的宜家，也开始强调电商渠道的重要性。另外，泰普尔布局医疗健康渠道，缓解颈椎病症状，提升病患睡眠质量，亦是十分有效的场景。而有些如超市等人流量高的场景，可能开设店铺也不一定激发消费者的家具购物需求。

从国内家具市场观察，尽管欧派家居、索菲亚等单品类 2500-3000 家门店已接近饱和，**但更多可能更具性价比的家具品类交易场景所对应的渠道布局仍属空白**，比如存量小区，互联网家装平台等，电商渠道也只有个别企业有所布局，天猫、京东、苏宁、国美与家具企业的合作也刚起步，从场景分类来看，渠道数量空间还非常远大。

(3) 国内犹可追

A. 相比来看，国内家具领军企业渠道变化仍然较为单一，未来仍有较大成长空间。在海外渠道方面，目前欧派家居、尚品宅配、志邦家居等企业刚刚开始海外业务的拓展，未来可借鉴海外龙头企业的经验，通过铺设海外渠道，扩大销售版图；在线上渠道方面，国内家具企业自 2017 年开始布局，起步较晚，仅有个别企业在微信服务号、微商城等渠道有所布局。电商渠道作为国内家具企业未来渠道发展的突破口，龙头企业可通过自身对电商流量的把控，制衡于经销商，提升渠道话语权。另外，全装修行业的持续发展，使大宗渠道未来仍具有较大的成长空间。**总结来看，外贸出口、线上渠道、和大宗渠道将会成为未来渠道拓展的主要方向。**

B. 未来哪些企业从中能享受渠道变革红利：有品牌力的龙头企业。从传统渠道的拓展上来看，行业内龙头企业品牌力、生产实力强，资金实力雄厚，具备开拓新渠道的基础（如海外、线上、大宗渠道），而电商、零售商等新渠道方面，从目前的合作趋势来看，苏宁、国美，腾讯、阿里，都愿意优先与品牌力优势明显的行业龙头企业合作，预计如欧派家居、索菲亚、尚品宅配、顾家家居、敏华控股等行业龙头，将持续受益于马太效应，进一步加固自身渠道护城河，最终使得新增流量仅被龙头企业互相瓜分，助力渠道集中度提升。

2. “价格带”玻璃天花板

当海外龙头公司单一品类快触及天花板时，**第一阶段是通过产品线延伸，初步缓解收入放缓困境，但此时渠道类型仍较为单一。**如，泰普尔收购丝涟后产品线与全球版图均得到扩充，宜家、尼达利坚定走向海外市场等等。目前国内大部分龙头企业也处于第一阶段，具体表现为索菲亚、欧派、尚品宅配等上市公司积极拓展品类，拥抱全屋定制等。

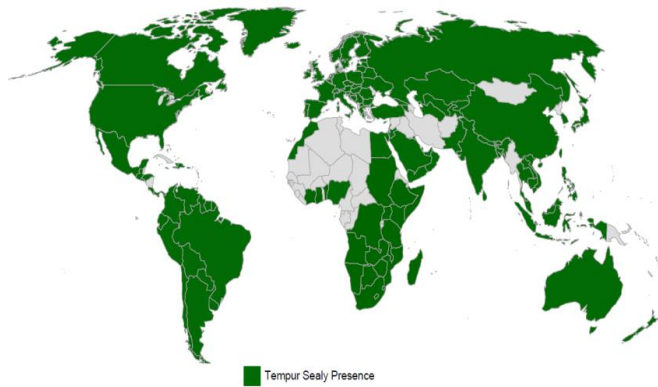
而当产品线逐渐丰富后，单一渠道无法匹配产品多样性，渠道有效性下降，届时则需要**第二阶段的升级，通过创立更多元的渠道以匹配产品多样性，进一步支撑收入增长。**比如海外汉森高中低档品牌分别开店，泰普尔拥有零售商、直营、医疗保健和分销商等四大渠道，尼达利旗下拥有尼达利大店（4000-5000 平米），Deco Home（不足 1000 平米），Nitori Express（2000 平米左右）等多种不同类型店铺。当前国内家具龙头企业则刚开始尝试多样化的渠道布局，随着大家居的逐步推进，将为国内龙头企业推动渠道实质性的二次升级夯实基础。

2.1 第一阶段：扩产品，拓渠道

总体来看，迈入第一阶段的门槛相对而言较低，通过空白渠道的填补以及新产品的拓展可带来的增量门店，能较快帮助企业走出收入放缓困境，但仍处于简单渠道数量相加的阶段，该阶段模式相对容易复制，先从海外龙头企业来看：

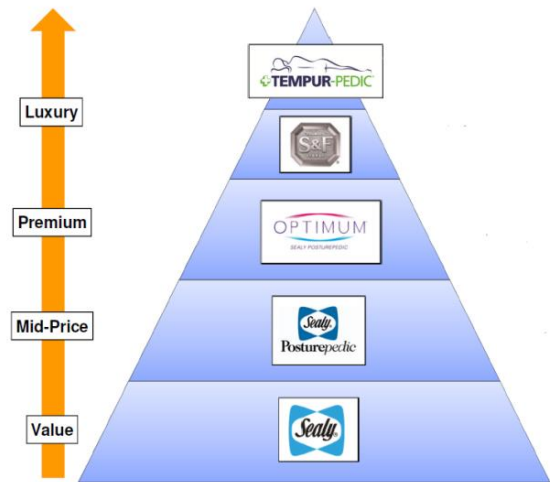
泰普尔：产品线丰富，拓展全球版图。泰普尔作为世界上最大的床上用品供应商，2013 年成功收购丝涟后，实现产品线与空白渠道的双重补充。产品端增加弹簧床垫、乳胶床垫、床架等各类床品，同时丝涟也补全了泰普尔产品线缺乏之中低端价格产品的短板，使泰普尔晋升全球综合床品龙头。在渠道端，泰普尔的全球渠道布局更加完善。截至 2017 年底，产品远销世界各地 100 多个国家。

图1: 2015年泰普尔丝涟全球销售布局



数据来源: 公司 2015 年官网资料、广发证券发展研究中心
注: 绿色区域为泰普尔丝涟销售覆盖领域

图2: 泰普尔丝涟的品牌细分



数据来源: 公司官网资料、广发证券发展研究中心

尼达利和宜家: 持续推进海外渠道拓展。 尼达利和宜家的成功与二者持续推进渠道拓展密不可分。尼达利作为现今日本家具市场的巨头, 公司坚持将门店继续加密并向海外布局。根据公司 2019 财年一季度披露数据, 截至 2019 年 5 月, 尼达利门店共 589 家, 国内门店共 515 家, 海外门店共 74 家。2011 年至今, 尼达利基本完成在日本全国的布局。公司未来将在原有基础上继续大力拓展渠道, 计划于 2022 年开设店铺 1000 家, 其中计划海外开店 260 家。而宜家保持稳定增长与其快速、精准的门店布局策略密不可分。截止 2018 年 12 月, 宜家的全球门店数已达到 422 家, 覆盖超过 50 个国家和地区。2018 年公司在印度和拉特维亚市场开设了新门店, 同时继续保持在英国、北美和东南亚的扩张, 并预计在未来 10 年内完成南美地区 9 家门店的布局。

图3: 尼达利2019财年门店扩张计划

| 2019财年门店扩张计划 | | | | | | |
|--------------|---------------|------------------|--------------------|---------------|--------------|-----|
| 门店类型 | ニトリ NITORI | デコ ホーム ニトリ | ニトリ 宜得利家居 台湾 | AKIHOME 米因 | NITORI 中国 | 合计 |
| 截止至Q1 | 430 | 85 | 33 | 3 | 38 | 589 |
| Q2-Q4净增加 | +22 | +13 | +2 | ±0 | ±0 | +37 |
| 2019财年 | 452 | 98 | 35 | 3 | 38 | 626 |

数据来源: 尼达利 2019 年财年一季报 PPT、广发证券发展研究中心

图4: 宜家2018年新开门店分布



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

国内家具企业在借鉴海外经验的同时, 结合国内市场需求, 产品端定调大家居, 借助橱柜、衣柜、木门多品类叠加丰富产品线。渠道端, 行业内企业通过积极加密一二线城市渠道, 填补三四五线城市空白网点, 均能较为顺畅地打破第一阶段天花板。

表1: 定制家具公司分品类渠道数量

| 代码 | 公司名称 | 品类 | 门店数量(家) | | | |
|-----------|------|------|---------|------|------|------|
| | | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 002572.SZ | 索菲亚 | 衣柜 | 1600 | 1900 | 2200 | 2510 |
| | | 厨柜 | 261 | 600 | 720 | 822 |
| | | 木门 | | | 95 | 128 |
| | | 大家居 | | | 20 | 98 |
| 603833.SH | 欧派家居 | 厨柜 | 2010 | 2088 | 2150 | 2276 |
| | | 衣柜 | 1054 | 1394 | 1872 | 2113 |
| | | 欧铂丽 | | 647 | 839 | 935 |
| | | 欧派卫浴 | 389 | 353 | 443 | 559 |
| | | 木门 | 357 | 578 | 634 | 825 |
| | | 墙饰 | 329 | 297 | 373 | |
| 300616.SZ | 尚品宅配 | / | 1073 | 1157 | 1642 | 2201 |
| 603180.SH | 金牌厨柜 | 厨柜 | 741 | 806 | 1172 | 1413 |
| | | 衣柜 | | | 120 | 337 |
| 603801.SH | 志邦家居 | 厨柜 | 1007 | 1112 | 1355 | 1487 |
| | | 衣柜 | | 52 | 242 | 726 |

数据来源: Wind、各公司招股说明书、各公司历年年报、广发证券发展研究中心

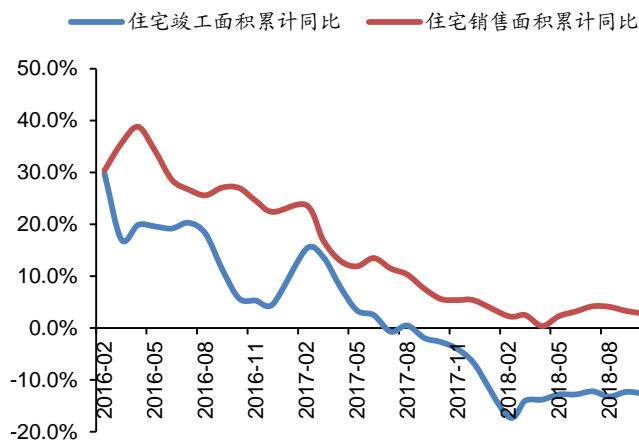
而随着欧派家居、索菲亚等龙头企业单品类开店数达到 2000 家以上, 原跑马圈地的加法拓展模式红利不再, 新时代家具的企业在拓展渠道上也不得不考虑以下变化:

(1) **新房销量见顶回落。**2017 年新房销售面积达到 169,407.82 万平后, 2016 年下半年的销售面积与 2017 年 Q1 的竣工双双增速开始回落, 这也正式标志家具作为地产后周期消费从增量时代迈向存量时代。

(2) **装修流量入口多元化, 传统线下流量被层层截流。**定制企业过去获取的流量大部分来自线下卖场或街边店渠道, 然而 2017 年开始, 家具行业的高毛利和良好的现金流模式吸引各方参与者入局, 线下流量开始被装修产业链前端参与者分段多元化截流(房地产企业、整装公司、靠前的硬装产品提供商)。

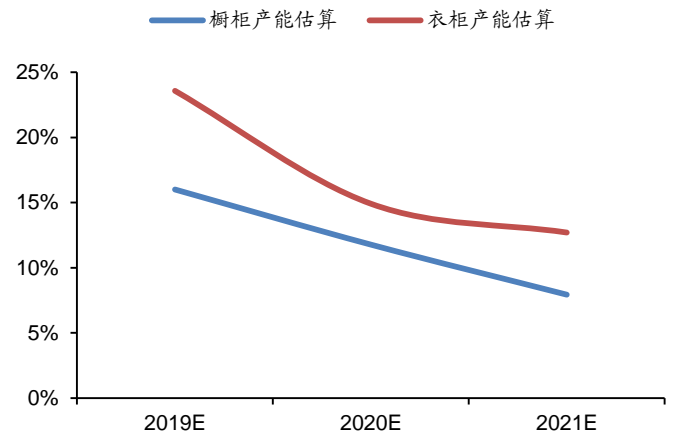
(3) **供给增加客流竞争激烈, 渠道成本抬升维持盈利难度增加。**2017 年家具行业迎来头部公司上市, 也预示行业竞争愈发激烈。根据目前所有定制家具上市公司(索菲亚等) IPO 招股说明书和再融资公告数据测算, 上市公司定制衣柜 2019-2021 年产能增长率分别为: 23.57%、14.91%、12.70%, 上市公司定制橱柜 2019-2021 年产能增长率分别为 16.00%、11.77%、7.93%。快速增长的供给叠加放缓的需求, 同时家居卖场的每平方米租金持续上涨, 电商平台流量成本快速提升, 优质渠道资源价格水涨船高迫使上市公司思考如何再次优化渠道。

图5: 2016-2018年商品住宅面积与竣工面积累计同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 2019-2021年定制上市公司产能增速



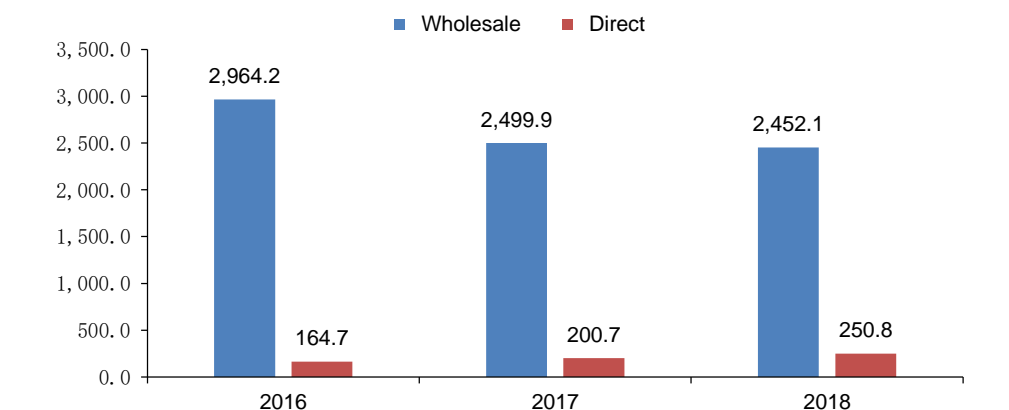
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 根据欧派家居/索菲亚/尚品宅配/好莱客/我乐家居/志邦家居/金牌厨柜/皮阿诺的招股说明书、再融资公告历年年报测算

2.2 第二阶段: 多元渠道拓展

在企业旗下产品的多样性丰富到一定程度时,简单的渠道数量相加反而得到“1+1<2”的结果,渠道定位无法匹配产品多样性导致效率下滑,促使企业进入第二阶段的渠道升级,通过创立更多元的渠道支撑进一步收入增长。从海外龙头的成功经验来看:

泰普尔: 四大渠道匹配多样性产品。从渠道多样性来看,其产品主要通过四大渠道销售,包括零售商、直营、医疗保健和分销商。根据2017年年报披露,考虑到业务和市场的利润性质,公司在2017Q1将主要销售渠道由零售和其他更新为批发和直营。其中,批发渠道包括所有第三方零售商和医疗保健渠道,占2018年销售额的90.7%;直营渠道包括公司自有商店,电商和呼叫中心,占2018年销售额的9.3%。多元渠道助力产品实现精准定位,推动公司收入进一步增长。

图7: 泰普尔分渠道收入(以百万USD计)

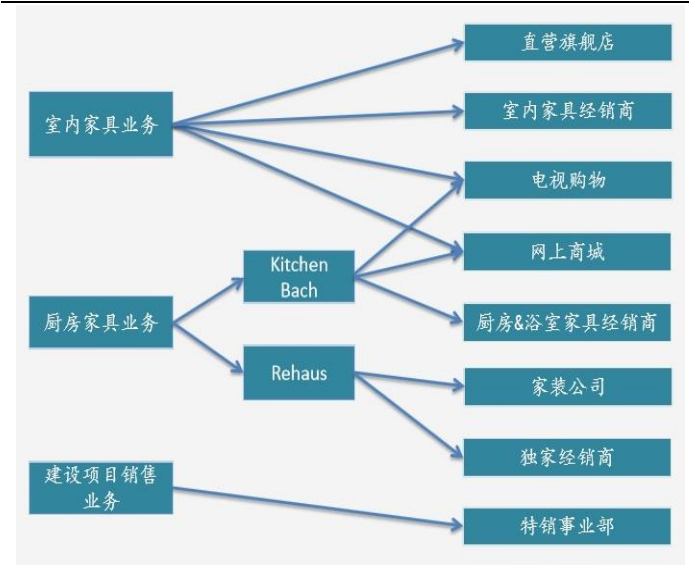


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

汉森: 多渠道并存构建大家居生态。汉森旗下共拥有三大核心业务,并以事业部的形式划分销售渠道,公司旗下七大事业部分别对应七大销售渠道,七大事业部形成大家居化战略的继续推进,多种渠道并存的局面。例如,在大家居方面,公司每年新增面积近1万平方米的旗舰店,充分展示全屋家具,给予消费者更

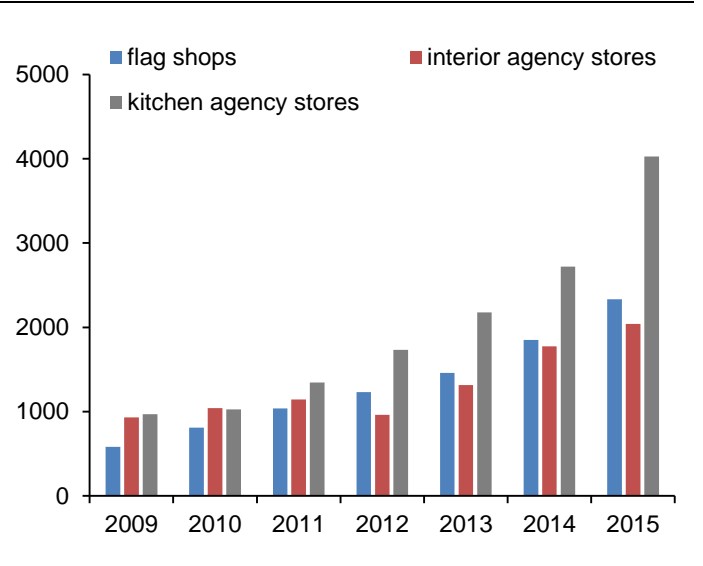
好的大家居购物体验。在强势橱柜业务方面，汉森利用直营、经销、代理相结合的分销方式，通过多元化渠道在全国范围内开展业务。汉森在 2012 年进行渠道拓展后，各类型门店收入持续增长，助其市场份额得到快速提升，目前稳居韩国家具企业第一。

图8：汉森三大核心业务销售渠道



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图9：汉森不同类型门店收入（亿韩元）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

尼达利：开设分类型门店提升竞争力。为了获取更多客流，公司于 2013 年开始在市区开设相比原有开在郊区的尼达利大店（4000-5000 平米）规模小很多的 Deco home（不足 1000 平米），Deco Home 店的基本概念是“日常购物店”，不出售家具，以生活必需品为主，汇集公司人气商品，能够有效提升尼达利在市区的竞争力。后又推出 Nitori Express（2000 平米左右），除了店铺面积较小，其功能与大店几乎无差别，Nitori Express 位于市区，意在加强不一定有时间去郊区大店客户的购物粘性，填补市区内家具购置渠道空白，截止于 2019 年 5 月，公司共拥有 Deco home 85 家，Nitori Express 12 家。

表2：尼达利不同店铺对比

| | 直接购买家具 | 订购购买家具 | 订购购买定制窗帘 | 延期交货&到店自提 | 商品配送 | 规模 | 地区 |
|----------------|---------|--------|----------|-----------|------|--------------|----|
| Nitori EXPRESS | 一定条件下实现 | 可实现 | 可实现 | 可实现 | 可实现 | 2000 平米左右 | 市区 |
| DECO HOME | 不可实现 | 不可实现 | 不可实现 | 仅适用于商品处理 | 可实现 | 不足 1000 平米 | 市区 |
| 尼达利大店 | 可实现 | 可实现 | 可实现 | 可实现 | 可实现 | 4000-5000 平米 | 郊区 |

数据来源：尼达利 2017 财年 Q1 财报、广发证券发展研究中心

图10: 尼达利分类型门店数统计 (截止2019年5月)

| 2019年5月尼达利门店数量 | | | | | |
|----------------|-----|----------|-----|---------|-----|
| 地点 | 门店数 | 地点 | 门店数 | 地点 | 门店数 |
| 北海道 | 22 | 山梨 | 3 | 鸟根 | 2 |
| 北海道 | 22 | 石川 | 5 | 广岛 | 14 |
| 青森 | 6 | 富山 | 4 | 山口 | 6 |
| 秋田 | 5 | 福井 | 3 | 香川 | 4 |
| 岩手 | 4 | 北陆·甲信越区域 | 34 | 德岛 | 3 |
| 山形 | 5 | 静岡 | 14 | 高知 | 3 |
| 宫城 | 10 | 爱知 | 27 | 爱媛 | 6 |
| 福岛 | 6 | 三重 | 7 | 中国·四国地区 | 47 |
| 东北地区 | 36 | 岐阜 | 10 | 福冈 | 22 |
| 东京 | 49 | 中部·东海区域 | 58 | 大分 | 5 |
| 神奈川 | 30 | 大阪 | 34 | 宫崎 | 4 |
| 埼玉 | 31 | 京都 | 12 | 佐贺 | 4 |
| 千叶 | 25 | 奈良 | 6 | 长崎 | 4 |
| 群马 | 7 | 兵库 | 31 | 熊本 | 7 |
| 栃木 | 8 | 滋贺 | 8 | 鹿儿岛 | 7 |
| 茨城 | 14 | 和歌山 | 5 | 冲绳 | 5 |
| 关东地区 | 164 | 近畿区域 | 96 | 九州·冲绳地区 | 58 |
| 新潟 | 9 | 鸟取 | 2 | 日本 | 515 |
| 长野 | 10 | 冈山 | 7 | | |

数据来源: 尼达利 2019 年财年一季报 PPT、广发证券发展研究中心

面对于国内家具行业竞争加剧的困境，国内企业也在推动渠道多元化进程，但相较于海外龙头企业对渠道成功二次升级，国内企业的升级略显单薄，大部分策略仍为单纯的不同渠道叠加，理由有二：1) **单品类开店空间较足**：以索菲亚，志邦家居为例，截止至 2018 年年底，索菲亚拥有司米橱柜门店 822 家，志邦橱柜门店数为 1487 家；索菲亚拥有衣柜门店 2510 家，志邦衣柜门店共有 726 家。两家在各自新入领域中仍具备开店空间。2) **大家居尚未完成，产品种类不够丰富无法支撑多类型门店**。区别于汉森以及尼达利不同门店的侧重点不同，国内企业由于旗下品类相对较少，仅限于橱柜与全屋定制，或只有单一品牌，使得渠道的多元化上无法像海外龙头企业一样丰富，不同渠道门店配置依然高度类似，因此略显单薄。随着大家居的逐步推进，卫浴、软装等品类的持续扩充，将为国内龙头企业推动渠道实质性的二次升级夯实基础。

3. “有效场景”玻璃天花板

流量成本与收益错配，消费场景而非消费人流可能是有效渠道的衡量方式。传统家具卖场流量衰退但综合成本依旧高昂，电商作为性价比更高的渠道逐步崛起，且对于新一代的消费主力而言，电商渠道是其最熟悉的消费场景，也是对商家而言较为有效的，消费者覆盖面最广的渠道，从汉森、尼达利、家得宝对电商的重视程度就可以略窥一二，包括此前不是特别重视电商渠道的宜家，也开始强调电商渠道的重要性。另外，泰普尔布局医疗健康渠道，缓解颈椎病症状，提升病患睡眠质量，亦是十分有效的场景。而有些如超市等人流量高的场景，可能开设店铺也不一定激发消费者的家具购物需求。

从国内家具市场观察，尽管欧派家居、索菲亚等单品类 2500-3000 家门店已接近饱和，但更多可能更具性价比的家具品类交易场景所对应的渠道布局仍属空白，比如存量小区，互联网家装平台等，电商渠道也只有个别企业有所布局，天

猫、京东、苏宁、国美与家具企业的合作也刚起步，但从场景分类来看，渠道数量空间还非常远大。

3.1 吸客利器—电商渠道

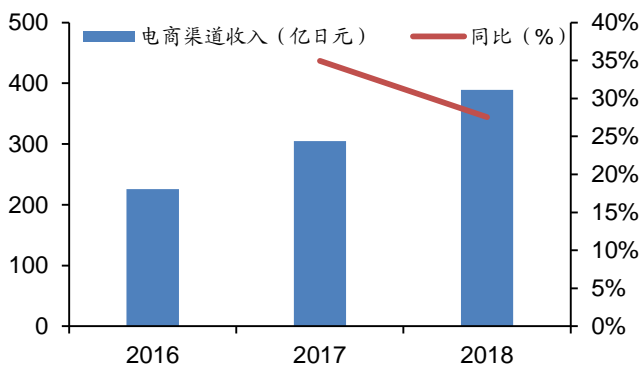
龙头企业在优势区域门店的布局到达瓶颈，传统收入端增速出现放缓，在此形势之下，为提高竞争力，国外家居龙头企业纷纷寻找突破口，在原有的优势渠道进行创新以吸引客流。其中，电商渠道无疑是各大龙头首选。以海外龙头为例，尼达利不断加强网上商城和移动端的投入；宜家也紧跟电商潮流，打造线上销售平台；汉森建立了网络特供品牌，在扩展品类的同时也拓宽了渠道；家得宝则通过大数据不断优化客户体验。种种电商的创新举措为企业吸引了大量客流，助力销售额进一步提升。

尼达利：线下到线上的拓展。

近年来，尼达利推出种类繁多的网购优惠政策，并不断更新和维护网上商城和手机 app 程序，多种措施叠加使得公司电商渠道销售收入一直保持不断增长的趋势，同比增速自 2016 年以来维持在 130% 以上。但从体量上来看，2016 年电商渠道的销售占比仅为 4.4%，远远低于传统店铺近 92% 的销售占比，如何充分利用线上有效渠道以实现渠道之间的协同成为公司重点突破方向。

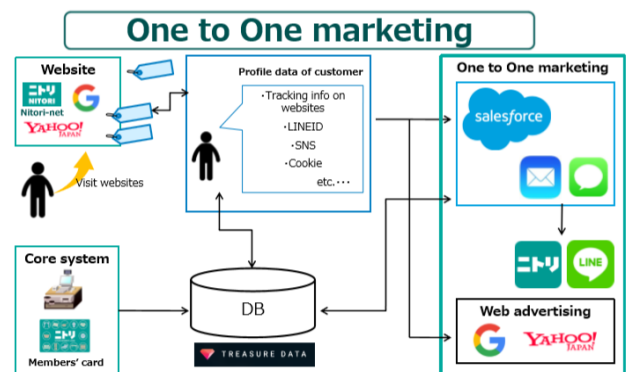
因此，尼达利为此以存量与增量为突破口，一方面，为挖掘存量客户需求，2016 年，公司推出“线上订购，线下提货”的服务，客户可在网站预订产品，再去就近门店取件，使消费者的购物时间更加弹性化，增强不想去郊区大店客户的粘性。另一方面，为探索增量客户，2018 年，推出“一对一营销”的网页广告策略，通过搜集客户在公司电商渠道上提供的个人相关信息，并结合公司原有的会员卡制度，进行数据分析、整合形成精准客户营销，实现线上渠道有效利用最大化。

图 11：尼达利电商渠道销售收入及同比



数据来源：公司历年财报、广发证券发展研究中心

图 12：尼达利一对一个性化营销方案



数据来源：尼达利 2018 财年二季报 PPT、广发证券发展研究中心

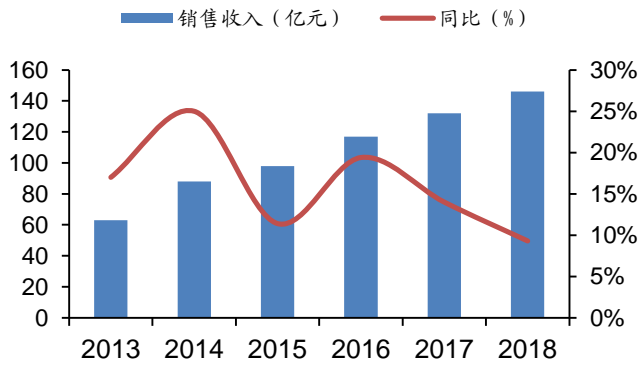
心

宜家：线上布局丧失先机。

近年来，宜家官网访问人数居高不下，在 2017 财年增长至 7500 万人次，但由于中国区域网站仅能提供信息查询功能，因此线上客流未能有效转化为购买力，却催生了独立于线上线下渠道的第三方“宜家代购”在线上平台的出现，使宜家原有的客流有很大一部分被分流。宜家也尝试涉足过电商渠道，但考虑到家居行业对

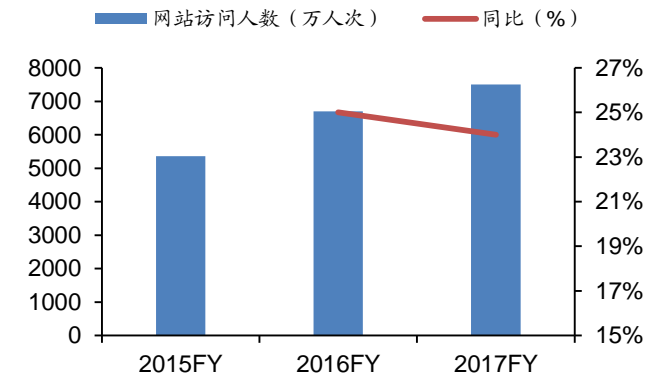
仓储和物流配送的严格要求，倾向于谨慎战略的宜家直至 2013 年才开始尝试电商渠道，并于 2016 年在中国进行试点，但效果并不尽如人意，自 2016 年开始，宜家在中国的销售收入同比增速仍出现下滑，直到 2018 年仅同比增长 9.3%。在销售额下滑和电商竞争加剧的双重压力下，宜家中国在 2019 财年发布会披露将在年底前上线官方电商平台，届时全国 149 个城市都能在该平台网购到宜家的商品，开始给予电商渠道足够的重视。

图13: 宜家中国销售收入及同比



数据来源: 宜家2019财年发布会、广发证券发展研究中心

图14: 宜家中国官网访问人数及同比

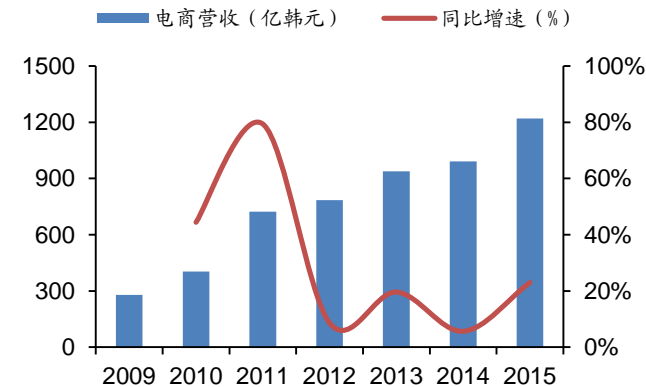


数据来源: 宜家财年发布会资料、广发证券发展研究中心

汉森: 建立线上渠道, 把握流量入口

同样, 迫于家居市场的低迷以及销售增速的下滑, 汉森于 2008 年 2 月开始拓展线上渠道, 推出了网络特供品牌 HOWIZ 和 SAM, 并于 2013 年推出移动端 APP。但汉森的双线产品并不相同, 85%集中于线下, 以中高端为主, 剩余的线上产品主要集中于中低端。对于定制化产品, 客户可在线下体验、与设计师讨论后在线上平台购买, 起到引流作用; 对于成品家具, 顾客可在线上直接进行挑选购买。B2C 与 O2O 服务相结合, 为客户提供更加便捷有效的大家居一站式服务。在行业需求增速下行时, 汉森所构建的旗舰店+经销商+在线商城的复合营销体系形成了快速高效的流通网。得益于线上平台的发展, 汉森不断发展挖掘增量客流, 在零售端的销售情况也有所回升。

图15: 汉森电商收入及同比



数据来源: 公司年报、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图16: 汉森网上商城图例

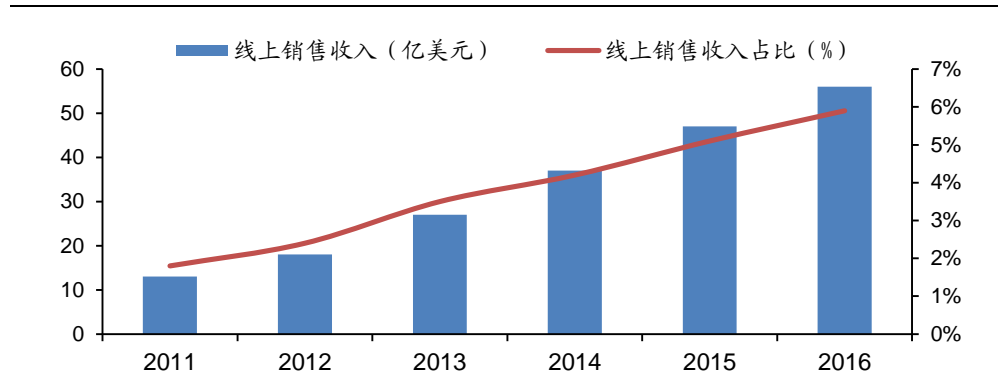


数据来源: 汉森官方商城、广发证券发展研究中心

家得宝：紧跟电商消费趋势，持续完善一体化布局

作为全球第一大家居建材零售商，家得宝在收入承压时，也同样致力于发展线上业务，优化客户购物体验，打造有效渠道。家得宝于 2006 年开始布局线上渠道，在网页和移动端持续投入，于 2016 年基本完成了 homedepot.com 的重新设计，2017 年将 homedepot.com 网站改版为平台，增强了搜索和更快速结账的功能，并升级了手机 APP，引入动态预估到货时间的功能。用户通常会先在线上浏览商品、对比价格，之后再去线下门店选购或直接在线上购买，2011 年-2017 年，公司线上收入从 13 亿美元提升至 68 亿美元，占总收入比重从 1.8% 提升至 6.7%。

图17：家得宝线上销售收入占比



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

3.2 有效渠道—虚位以待

国内家具企业正逐步探索出更贴近国内市场的有效渠道的拓展方式—“流量+品牌”，而相较于独自拓展流量，家居企业与电商、零售商、卖场等流量专家合作，或为更加简单高效填补有效交易场景的办法。

3.2.1 “流量+品牌”之电商场景增量

在电商竞争加剧的背景下，以京东、天猫为首的电商巨头纷纷寻求线下实体零售业务的变革。2018 年 8 月上线的曲美京东之家旗舰店为消费者提供“一层百货、二层家具、三层家装”的一站式购物空间，依托京东的用户画像和曲美家居的完善供应链实现平台转型升级。此外，天猫也与索菲亚联合推出索菲亚生活体验馆，馆内以先进科技打造线下体验区，消费者可通过 AR 扫码投影感受家装效果，也可实现“刷脸”下单，增强线上消费者粘性。

图18：曲美京东之家旗舰店



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图19：索菲亚天猫智慧门店



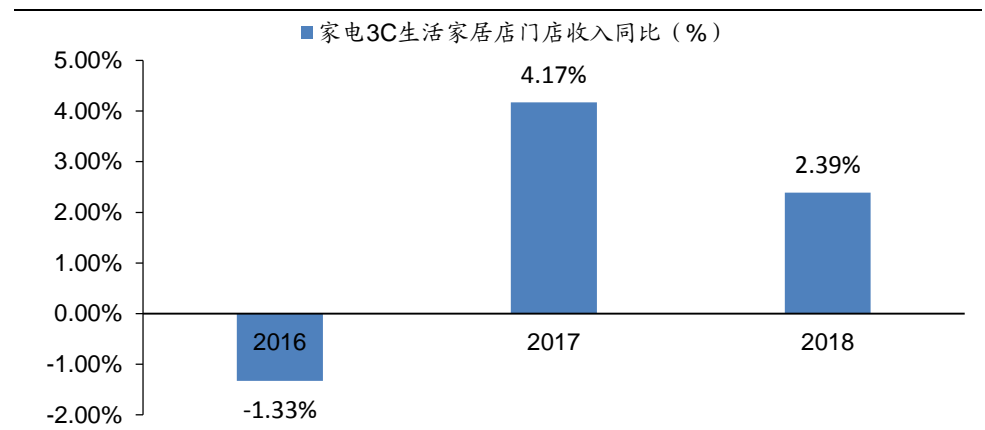
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

3.2.2 “流量+品牌”之零售场景增量

家具企业希望借助零售渠道商的流量优势，实现渠道互补，拓展客户接触面。渠道商除了满足客户需求外，也希望借助家具企业处于装修入口的优势，为厨电、空调等旗下产品引流，实现共赢。

苏宁易购与顾家家居联手打造“全屋定制”新业态。2018年11月30日，苏宁零售云与顾家家居首家合作门店——苏宁零售云&顾家家居联合门店在徐州市大庙镇开业。该门店融合了家电、3C、家具等众多品类，并通过零售云数字工具有效连接苏宁易购线上产品，减轻门店此前库存压力和经营风险，同时为县镇消费者带去以“家”为核心的标准化、品牌化消费体验。此次苏宁与顾家的合作，完善了苏宁零售云的线下多业态分布，而顾家则借助苏宁在渠道、供应链和数据方面的优势，补强了顾家在县镇级市场的渠道短板，扩大了客户覆盖面。

图20：苏宁生活家居店收入同比稳步提升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

国美零售启动“柜电一体”项目，通过将优质的橱柜及厨电品牌引入国美的核心门店，方便消费者的一站式购物需求。2018年国美零售签下了欧派、志邦、金牌三家橱柜品牌，并与法国FBD集团正式签约，取得欧洲最大橱柜厨电零售连锁品牌IXINA在中国的独家代理权。据国美零售2018年年度业绩报告显示，家庭整体解决方案、厨电一体化等新业务交易总额（GMV）同比提升116%，新业务收入占比已提升至4.7%，表现靓丽。国美与欧派、志邦、金牌等品牌建立深度战略合作，将业务范围从单一家电向“家·生活”拓展，同时依托家具品牌处于装修入口的优势，为原有业务引流。而橱柜企业今年受地产景气度下滑、精装修占比提升影响，客流承压，借助国美与家具企业差异化的渠道布局和流量优势，或为橱柜企业带来新收入增长点。

3.2.3 “流量+品牌”之家居卖场场景增量

传统家具卖场如居然之家意在为其租户带来流量上的突破，凸显平台价值，提升对其租户的赋能。阿里巴巴与居然之家的协作，是互联网、零售与家具行业平台之间的优势互补，家具企业有望受益于平台与平台之间的强强联手。

阿里入股居然之家，大消费业态扭转家居卖场困境。2月11日，阿里巴巴以及关联投资方入股居然之家，共同打造家居零售新模式，通过与阿里巴巴的深度融合，居然之家将在从物业管理型企业向大数据驱动型企业转型上持续发力，实现从“大家居”向“大消费”转型。

2018年8月，居然之家与盒马首个合作门店正式落地，面积超4300平米，共计拥有7000余种产品。居然之家意在借助盒马的聚客优势，在家居卖场中引入当下流量聚集的体验式消费业态，借助高频餐饮消费人流，带动家具的低频消费，扭转家具卖场的客流下滑困境，新增流量入口。而盒马则相中居然之家全国230家左右的卖场资源，缓解盒马未来高速拓展中实体店资源的瓶颈，双方取长补短，实现双赢。

图21：盒马鲜生落地于居然之家



数据来源：居然之家官网、广发证券发展研究中心

整体来看，国内有效渠道场景拓展虽然迅速，但仍处于刚起步阶段，同时此前在过去几年未曾萌生的有效场景，如存量小区、互联网家装平台等等，从场景分类看渠道数量空间还非常远大，随着空白有效渠道的填充，“有效渠道数量玻璃天花板”将随之被打破，进一步打开行业增长空间。

4. 对国内企业渠道的启示

4.1 国内犹可追

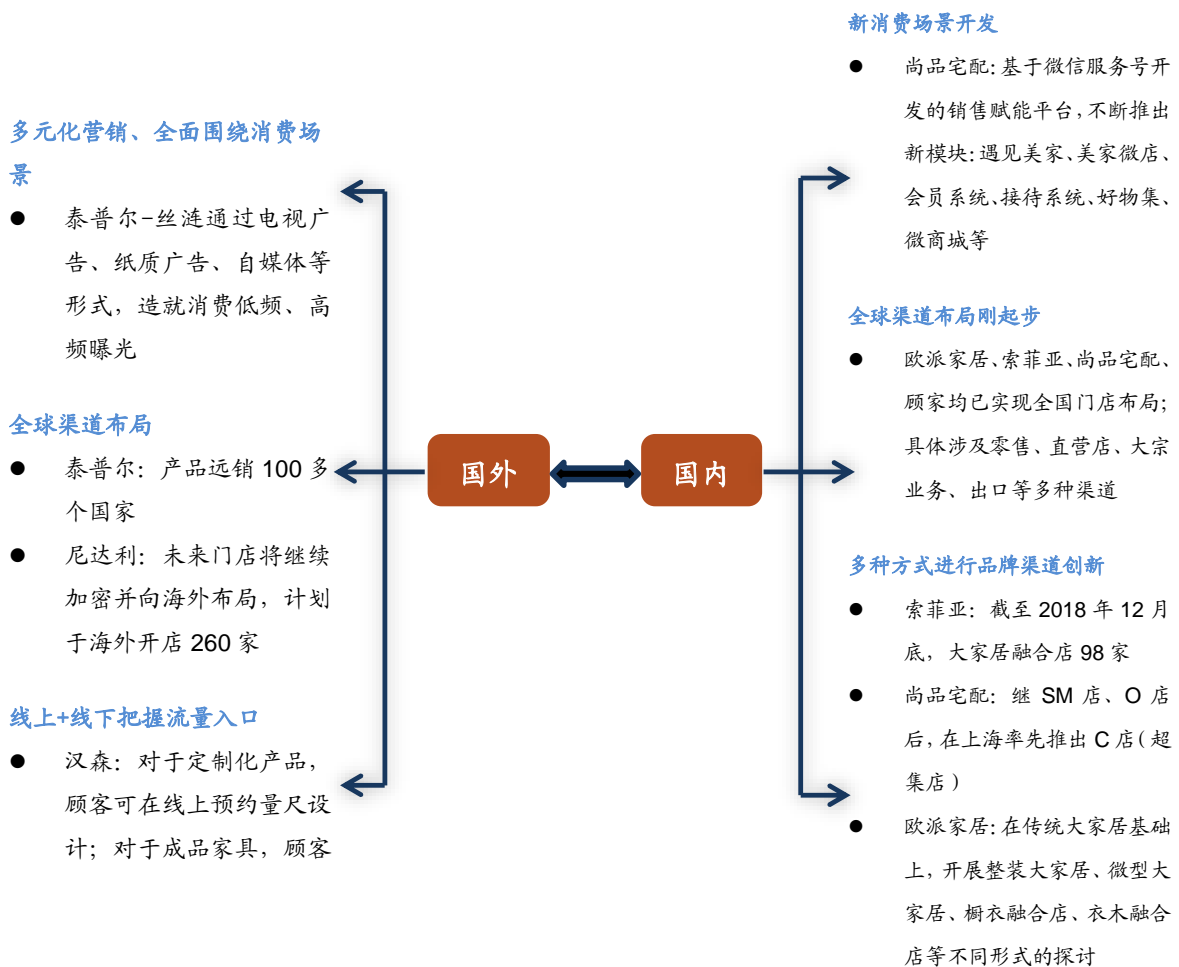
相比国外家居龙头企业的渠道布局，国内家具领军企业渠道较为单一，未来仍有较大成长空间。在海外渠道方面，目前欧派家居、尚品宅配、志邦家居等企业刚刚开始海外业务的拓展，未来可借鉴海外龙头企业的经验，通过铺设海外渠道，扩大销售版图；在线上渠道方面，国内家具企业自2017年开始布局，起步较晚，仅有个别企业在微信服务号、微商城等渠道有所布局。电商渠道作为国内家具企业未来渠道发展的突破口，龙头企业可通过自身对电商流量的把控，制衡于经销商，提升渠道话语权。另外，全装修行业的持续发展，使大宗渠道未来仍具有较大的成长空间。总结来看，外贸出口、线上渠道、和大宗渠道将成为未来渠道拓展的主要方向。

表3: 家具公司渠道情况对比

| 公司名称 | 细分渠道 |
|------|---------------------------|
| 欧派家居 | 经销渠道、直营商场、大宗业务、外贸出口、电商渠道 |
| 索菲亚 | 经销渠道、直营专卖店、大宗业务、整装业务、电商渠道 |
| 尚品宅配 | 直营渠道、经销渠道、线上渠道 |
| 顾家家居 | 直营渠道、经销渠道、出口模式 |
| 金牌厨柜 | 经销模式、直营模式、大宗业务、出口模式 |
| 志邦家居 | 经销模式、直营模式、大宗业务、出口模式 |
| 喜临门 | 零售渠道、线上渠道、大宗业务、出口渠道 |

数据来源: 各上市公司 2018 年半年报、广发证券发展研究中心

图 22: 国内外家具龙头渠道对比



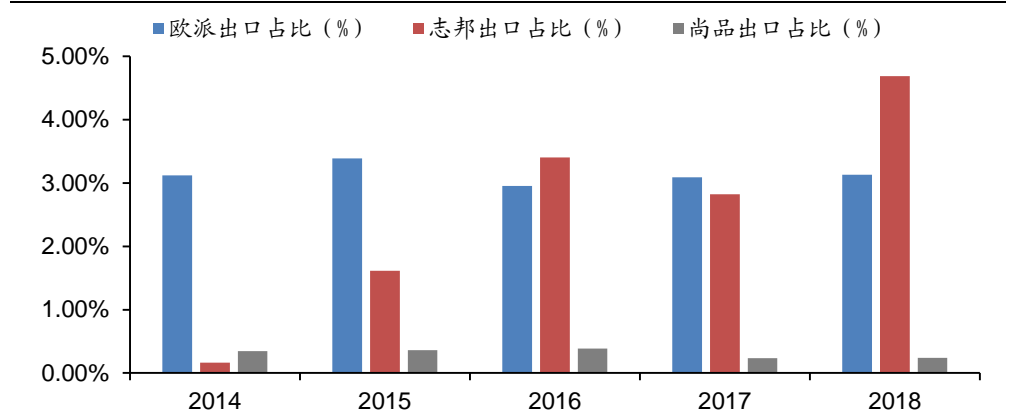
数据来源: 公司官网、公司公告、广发证券发展研究中心

对于现阶段的国内家具企业来说, 传统渠道早已无法满足对流量的需求, 各类渠道的拓展势在必行。参考海外优秀企业的发展历程, 预计外贸出口、线上渠道、和大宗渠道将会成为未来渠道拓展的主要方向。

4.1.1 出口渠道

定制家具企业的出口收入占比普遍较低，虽然近几年以欧派、尚品为首的家具龙头纷纷通过大宗或经销模式开始了海外布局，但上述企业出口收入占销售收入的比率不到 5%，仍远远低于同类型的海外龙头。此外，定制家具个性化的订单需求也在一定程度上限制了海外销售的灵活性，导致大多数定制家具企业仍采取与成品家具相近的销售模式，在出口交易中丧失了其独特的竞争优势。

图23：定制家具企业出口收入占比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

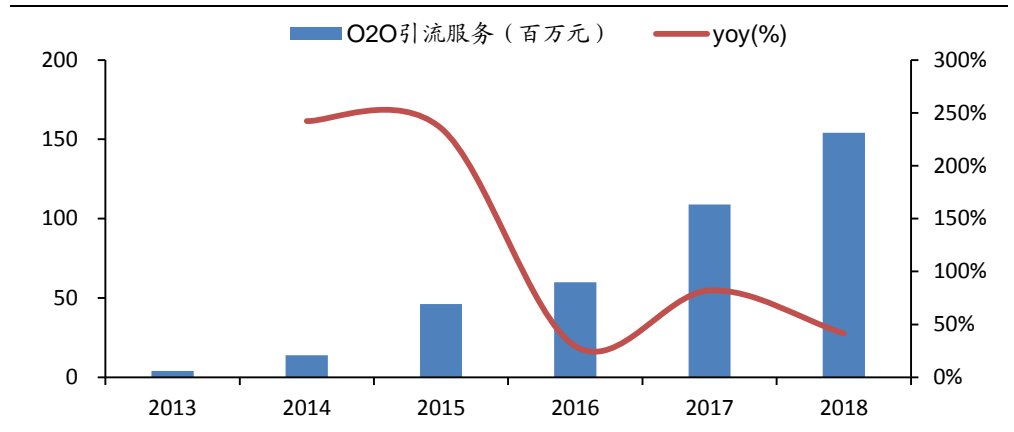
4.1.2 线上渠道

不同于出口渠道的快速增长，此前国内家具龙头在自有线上渠道建设上表现出较低的积极性，主要一方面是由于家具行业大概率仍需在实体店完成销售，另一方面，布局电商渠道前期需要大量资本投入，且短时间无法保证回报。因此，当整体行业流量并不短缺时，家具企业对电商渠道的布局并不积极。

作为线上业务的开拓者，尚品宅配于 2007 年推出新居网作为商品的官方网站商城，为消费者提供线上体验、上门量尺等服务。2012 年，公司尝试将新居网与外地加盟店结合，并通过与百度、阿里巴巴、腾讯、360 等互联网企业合作，将定制家具的潜在消费者引流至新居网，再通过新居网电子商城向两大品牌引流。在为线下引流的同时，新居网向加盟商按照其向终端消费者实现的收款额以一定比例收取引流服务费。此后，公司通过上市募投进一步促进新居网互联网营销 O2O 推广平台项目，2017 年公司引流服务费较 2016 年增长了 82%，线上流量价值凸显，同时在相当一定程度上也扭转了行业对线上渠道的忽视。自 2017 年起，各大家具上市公司也纷纷尝试线上布局。

从国内家具企业披露的 2017 年年报数据来看，除尚品和欧派以外的大部分企业仍没有对电商渠道收入进行披露，在一定程度上反映出上述企业自建线上渠道的滞后。电商可作为国内家居企业未来渠道发展的突破口，龙头企业可通过自身对电商流量的把控，制衡于经销商，提升渠道话语权。

图24: 尚品宅配O2O引流服务收入

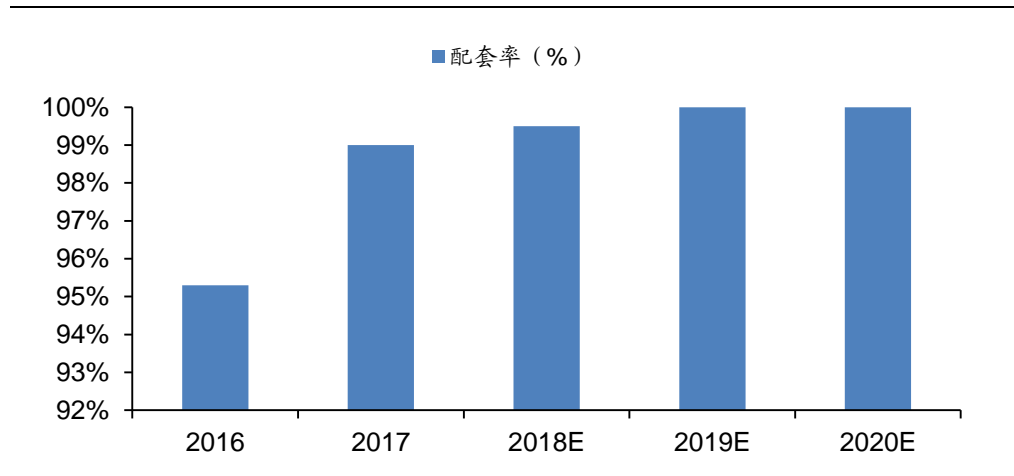


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

4.1.3 大宗渠道

近年来国家政策频出、各省市纷纷响应，积极推进住宅商品房全装修进程。2017年4月住建部发布《建筑业发展十三五规划》，提出建筑节能及绿色建筑发展目标，到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%。全装修行业持续发展的势头短期内不会改变，未来具有较大的成长空间。全装修行业的发展推动了以橱柜、衣柜为首的大宗业务的发展。近年来，精装房中橱柜配套率逐年升高，2017年已达到99%，预计2019年这一数值将达到100%。

图25: 全装修市场橱柜行业配套率



数据来源: 奥维云网 (AVC) 监测数据、广发证券发展研究中心

对于橱柜行业而言，目前零售端压力较大，领军企业欧派家居、志邦厨柜等企业近年来在大宗渠道端收入持续增加，并且在销售收入占比也呈上扬趋势。未来拓展大宗渠道将成为定制橱柜企业的新发力点，发展大宗业务的家居企业可借此助力销售的进一步提升。

4.2 哪些企业从中能享受最大优势?

有品牌力的龙头企业。从传统渠道的拓展上来看，行业内龙头企业品牌力、生产实力强，资金实力雄厚，具备开拓新渠道的基础（如海外、线上、大宗渠道），而电商、零售商等新渠道方面，从目前的合作趋势来看，苏宁、国美，腾讯、阿里，都愿意优先与品牌力优势明显的行业龙头企业合作，预计如欧派家居、索菲

亚、尚品宅配、顾家家居、敏华控股等行业龙头，将持续受益于马太效应，进一步加固自身渠道护城河，最终使得新增流量仅被龙头企业互相瓜分，助力渠道集中度提升。

相关标的：

欧派家居：看好公司拥有较高的品牌知名度、强大的营销网络以及丰富的定制化生产经验，整装大家居渠道有望打开公司新的流量入口。预计公司2019-2020年营业收入分别为138.75、162.62亿元，归母净利润分别为18.88、22.92亿元，对应2019年PE为22倍，维持公司“买入”评级。

索菲亚：持续推动大家居战略，渠道下沉加密奠定收入增长基础，回购计划彰显公司信心。随着销售网点拓展、橱柜业务改善、新营销手段推进，预计公司2019-2021年实现营收86.43、102.10亿元，归母净利润为11.07、12.89亿元，对应2019年PE为14倍，维持公司买入评级。

尚品宅配：“第二代全屋定制”精准定位客户需求推动客单价提升，无锡生产基地保障未来产能投放，整装业务打开收入增长空间，加盟店比例不断提高改善费用率。预计2019-2020年归母净利润分别为5.98、7.4亿元，对应2019年PE为26倍，维持买入评级。

顾家家居：持续看好公司：1) 多品类、多层次产品战略逐步落地，产品力进一步增强；2) 投资并购布局海内外市场和产业链，打造全球品牌影响力；3) 新建产能投产满足未来需求；4) 信息化系统推进助力管理、运营效率持续提升。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，对应2019年PE为14倍，维持买入评级。

敏华控股：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，对应2019年PE为10倍，维持买入评级。

表4：相关海外可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 单位 | 当前股价 | | EPS | | | PE | | |
|-----------|-------|----|------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| | | | (2019/8/9) | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | |
| TPX.US | 泰普尔丝涟 | 美元 | 79.57 | 2.96 | 3.50 | 5.28 | 26.88 | 22.73 | 15.07 | |
| HD.US | 家得宝 | 美元 | 210.02 | 7.46 | 9.90 | 10.12 | 28.15 | 21.21 | 20.75 | |
| 9843.JP | 尼达利 | 日元 | 14.74k | 574.49 | 608.05 | 660.92 | 25.66 | 24.24 | 22.30 | |
| 009240.KS | 汉森 | 韩元 | 63.6k | 3.82k | 2.60k | 3.64k | 16.65 | 24.46 | 17.47 | |

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

注：美、日、韩股标的盈利预测来自 Bloomberg 一致预测，EPS 单位分别为美元、日元、韩元；因存在时差，美、日、韩股最新收盘价时间均为 2019/8/9。

5. 风险提示

房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

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：资深分析师，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：资深分析师，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。