



顾家家居 (603816): 全品类+多品牌布局大家居, 改革赋能激活渠道新动力

全品类+多品牌布局大家居战略, 产品矩阵兼具深度和广度。顾家产品矩阵扩张契合公司大家居发展战略, 外购品牌助力公司布局中高端及全品类市场, 自主品牌持续向低线市场扩张。当前, 外购品牌基本梳理完毕, 公司的渠道资源和管理能力将持续为外购品牌赋能。自主品牌方面, 顾家先后推出惠尚、天禧系列, 产品价格带向下扩张; 同时公司推出了定制家具业务, 全方位满足消费者“一站式”购物需求。

区域零售中心转型提升经营效率, 1+N+X 模式激活渠道新动力。区域零售中心的推行使得公司的营销重心前置, 公司能够更加迅速、细致、个性化地做好各区域的市场推广; 分销系统信息化也将大幅提升管理效率。当前公司处于渠道整合的成长期, 在区域的划分和人员的管理上都有着严格的考核、淘汰制度。同时, 开大店策略满足消费者“一站式”购买需求, 激活公司渠道新动力, 大幅提升门店坪效, 高效推动渠道下沉。未来公司有望维持当前扩店趋势, 资源或将向低线市场倾斜。

海外订单头部企业集中, 海外品牌培育成熟公司或将持续受益。公司战略眼光锁定全球市场, 在越南、马来西亚、墨西哥均有海外产能布局。短期来看, 随着海外经济生产活动的恢复, 家具类产品海外订单有望持续修复。中长期来看, 近年来受贸易摩擦及反倾销影响, 家居行业中小产能大量出清, 提前进行海外产能布局的龙头企业将占据先发优势, 订单有望持续向头部企业集中。同时, 顾家海外市场品牌培育较为成熟, 全球化发展战略下, 公司优势或将逐步体现。

盈利预测及投资评级: 预计公司 20-22 年实现营收 121.23/141.26/164.80 亿元, EPS 为 2.17/2.62/3.06 元, 对应的 PE 分别为 29.41x/24.35x/20.85x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示: 原材料价格上涨风险, 国内、海外市场的需求不及预期等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,172.12	11,093.59	12,123.28	14,125.77	16,479.54
增长率 (%)	37.61%	20.95%	9.28%	16.52%	16.66%
净归母利润 (百万元)	989.36	1,161.16	1,310.97	1,595.61	1,873.39
增长率 (%)	20.29%	17.37%	12.90%	21.71%	17.41%
净资产收益率 (%)	21.15%	19.66%	18.32%	17.85%	17.09%
每股收益(元)	2.36	1.98	2.17	2.62	3.06
PE	27.01	32.20	29.41	24.35	20.85
PB	5.86	6.50	5.63	4.51	3.68

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2020 年 11 月 3 日

推荐/首次

顾家家居

公司报告

公司简介:

顾家家居股份有限公司远销 120 余个国家和地区, 拥有 6000 多家品牌专卖店, 为全球超千万家庭提供美好生活。旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”七大产品系列, 与战略合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发、收购美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“DeLandis 堡堡”组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵, 坚持以用户为中心, 围绕用户需求持续创新, 并创立行业首个家居服务品牌“顾家关爱”, 为用户提供一站式全生命周期服务。

未来 3-6 个月重大事项提示:

2020-11-3 之后的 6 个月内, TBHome 将采用协议转让方式进行减持不超过公司 5.06% 的股份。

交易数据

52 周股价区间 (元)	68.41-33.13
总市值 (亿元)	394.12
流通市值 (亿元)	387.49
总股本/流通 A 股 (万股)	63,241/62,178
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.52

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 王长龙

010-66554087

wangcl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050001

目 录

1. 顾家家居: 软体家具龙头迈进大家居时代	4
1.1 全品类+多品牌+全球化, 软体龙头布局大家居时代.....	4
1.2 股权结构稳定, 股权激励提升团队积极性	5
1.3 沙发产品为核心业务, 境内外市场增长稳定	6
2. 沙发行业: 市场规模平稳扩张, 竞争格局有望持续改善	7
2.1 行业市场规模平稳增长, 产品出口量持续扩张	7
2.2 功能沙发需求强劲, 细分赛道呈现高景气	7
2.3 行业集中度较低, 竞争格局有望持续改善	8
3. 公司分析: 全品类+多品牌布局大家居, 改革赋能渠道显现新动力	10
3.1 产品力: 全品类+多品牌布局大家居, 产品矩阵兼具广度与深度	10
3.2 渠道力: 区域零售中心转型提升经营效率, 1+N+X 模式激活渠道新动力	13
3.3 海外市场: 海外产能布局占先发, 订单持续向龙头企业集中	16
4. 投资建议与投资评级	17
4.1 投资建议	17
4.2 投资评级	19
5. 风险提示	19
相关报告汇总	21

插图目录

图 1: 顾家家居发展历程	4
图 2: 公司产能分布情况	4
图 3: 公司股权结构图	5
图 4: 公司营业收入及增长情况	6
图 5: 公司归母净利润及增长情况	6
图 6: 分产品各品类营收占比情况	6
图 7: 分区域销售及增速情况	6
图 8: 我国沙发行业市场规模及增速情况	7
图 9: 我国沙发产量、出口量及增速情况	7
图 10: 功能沙发及传统沙发市场规模情况	8
图 11: 中国及美国功能沙发渗透率情况	8
图 12: 城市与农村人均住宅建筑面积变化情况	8
图 13: 功能沙发使用场景宣传图片	8
图 14: 国内沙发市场集中度情况	9
图 15: 美国沙发市场集中度情况	9
图 16: 国内功能沙发市场集中度情况	9
图 17: 美国功能沙发市场集中度情况	9
图 18: 家居企业单位数量情况	10

图 19: 家居企业亏损单位数量情况	10
图 20: 顾家家居产品矩阵及品牌分布情况	10
图 21: 同行业公司资产负债率对比情况	11
图 22: 同行业公司现金流利息保障倍数对比情况	11
图 23: 顾家全屋定制宣传图片	12
图 24: 淘宝旗舰店产品陈列价格带分布情况	12
图 25: 淘宝旗舰店产品销售价格带情况	12
图 26: 分产品毛利率水平变化情况	13
图 27: 境内境外毛利率水平变化情况	13
图 28: 顾家生活店区域展示情况	14
图 29: 顾家生活店举办社区活动情况	14
图 30: 顾家生活店一层平面图	14
图 31: 顾家生活店二层平面图	14
图 32: 近年来公司门店数量变化情况	15
图 33: 2019 年软体家具公司门店数量情况	15
图 34: 2019 年双十一淘宝平台转换器销售额情况	15
图 35: 2019 年双十一淘宝平台墙壁开关销售额情况	15
图 36: 2019 年双十一淘宝平台转换器销售额情况	16
图 37: 2019 年双十一淘宝平台墙壁开关销售额情况	16
图 38: 2019 年公司境内、境外销售占比情况	16
图 39: 今年境内境外公司销售及增速情况	16
图 40: 家具出口金额累计同比变化情况	17
图 41: 美国市场新建住房销售情况	17

表格目录

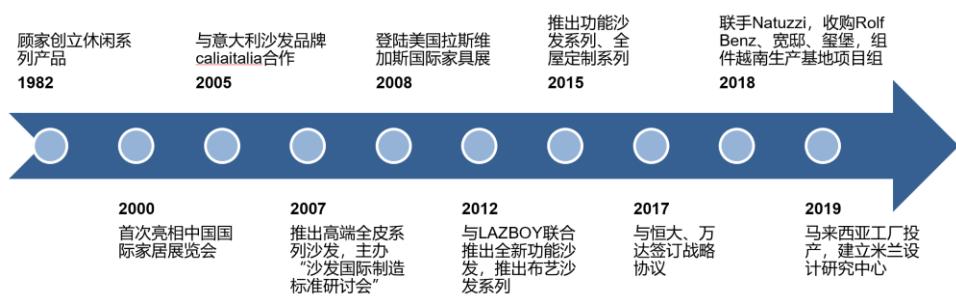
表 1: 公司高管层职业经理人信息	5
表 2: 股权激励解锁条件	6
表 3: 顾家家居旗下各品牌合作情况	11
表 4: 公司海外产能布局情况	17
表 5: 顾家家居业务拆分	18

1. 顾家家居：软体家具龙头迈进大家居时代

1.1 全品类+多品牌+全球化，软体龙头布局大家居时代

顾家家居成立于 1982 年，是我国软体家具龙头企业。公司专注于客餐厅、卧室以及全屋定制家居产品的研究、开发和销售。目前公司产品远销 120 多个国家和地区，拥有 6000 多家品牌专卖店；旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”六大产品系列，与自有品牌“东方荟”、合作品牌“LAZBOY”、收购品牌“Natuzzi”“ROLF BENZ”“宽邸”“Delandis 堡堡”组成了较为饱满的产品矩阵。

图1：顾家家居发展历程



资料来源：公司官网，网络整理，东兴证券研究所

公司产能布局日趋完善，全球化布局提升企业竞争力。顾家在河北深州、浙江杭州+江东合计拥有产能 245 万标准套，并在武汉黄冈、杭州嘉兴、越南分别规划建设产能 60 万标准套、80 万标准套、45 万标准套，并在黄冈和浙江分别建设 400 万方定制家居和 1000 万方定制智能家居项目。项目全部投产后，公司将拥有产能 430 万标准套及 1400 万方定制家居。同时，为应对反倾销及中美贸易不确定关系，顾家计划在马来西亚、墨西哥开设工厂。全球布局提升企业竞争实力，助力公司产品实现“走出去，引进来”。

图2：公司产能分布情况

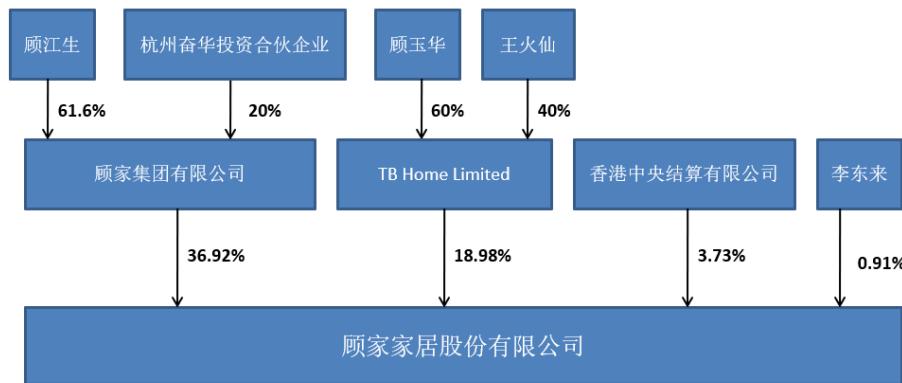


资料来源：东兴证券研究所

1.2 股权结构稳定, 股权激励提升团队积极性

家族企业股权结构稳定。顾家家居为典型家族企业, 实际控制人顾江生持有顾家集团有限公司 61.6%的股份, 顾家集团有限公司持有顾家家居股份有限公司 36.92%的股份; 其父母顾玉华、王火仙通过 TB home Limited 持有顾家家居股份有限公司 18.98%的股份, 股权结构稳定。

图3: 公司股权结构图



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

顾家较早引入职业经理人管理模式。顾家在 2012 年就开始引入职业经理人管理制度, 在家居企业中推行较早。公司先后聘请了李东来、李云海、刘春生、刘宏、廖强、欧亚非等职业经理人, 打造出了业内优秀、年轻的管理团队。从公司近年来的发展情况来看, 顾家集团对于顾家公司的管理团队较为信任与支持, 双方在战略上保持了较好的协同一致。

表1: 公司高管层职业经理人信息

姓名	职务	年龄	任职日期	任职经历
李东来	总裁	46	2014. 12	历任广东美的集团有限公司空调销售公司营销管理科科长, 空调事业部营运发展部总监, 冰箱事业部总裁, 空调事业部总裁, 广东美的电器股份有限公司副总裁
李云海	副总裁	46	2014. 12	历任中国光大银行武汉分行科员, 美的集团空调事业部营运发展部总监, 美的集团制冷家电集团营运管理部总监, 美的集团冰箱事业部总裁助理
刘春新	财务负责人	51	2014. 12	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
刘宏	副总裁	53	2014. 12	历任重庆富安百货销售科科长, 浙江银泰百货营业部总监, 总经理助理
廖强	副总裁	44	2017. 10	历任广东美的集团分公司总经理, 青岛海尔空调事业部本部本部长助理兼华南, 西南大区总监, 深圳中建担保集团总裁, 宁波奇帅电器总经理
欧亚非	副总裁	41	2019. 12	曾任美的空调事业部培训经理, 美的冰箱事业部营运管理部总监, 美的空调事业部国内营销公司管理部总监, 美的制冷家电集团区域销售公司总经理

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司通过股权激励政策对公司内部核心人员给予激励, 深度绑定管理人员、核心技术人员等员工与公司之间的利益关系。顾家相继在 2017 年、2018 年实施股权激励计划, 并在 2019 年 9 月启动股份回购计划拟用 3-6 亿元进行回购用于股权激励, 形成公司和人员利益的深度绑定。截至 2020 年上半年, 公司回购金额累计超过 4.2 亿元。

表2: 股权激励解锁条件

解锁条件	2018 年	2019 年	2020 年
营收较 16 年增长率	44%	73%	107%
净利润较 16 年增长率	32%	52%	75%
营收实际增长率	91%	131%	
净利润实际增长率	76%	113%	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 沙发产品为核心业务, 境内外市场增长稳定

近年来, 公司营业收入保持了较高增速, 2015-2019 年 CAGR 为 28.65%; 归母净利润增速同样较为稳定, 2015-2019 年 CAGR 为 23.57%。根据公司 2020H1 数据, 沙发产品营收占比高达 49.7%, 为公司核心业务支撑, 床类产品、集成产品为公司第二、第三大业务, 营收占比分别为 18.6% 和 17.8%, 定制家具目前占比相对较低, 仅为 2.8%。分地区来看, 近年来境内、境外市场增长稳定。但今年上半年受疫情影响, 境内和境外的营收增速均有所下滑, 营收增速分别为 10.02% 和 -19.7%, 营收占比分别为 65.7% 和 34.3%。整体来看, 境外销售受到疫情冲击更大。下半年随着海外经济活动的恢复, 海外订单情况正在持续修复。

图4: 公司营业收入及增长情况



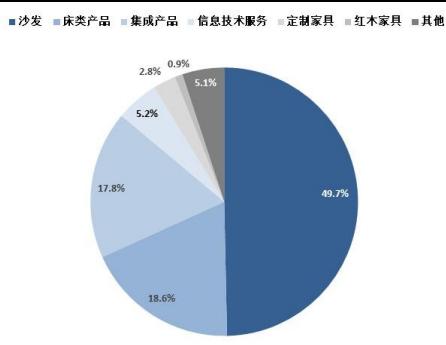
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图5: 公司归母净利润及增长情况



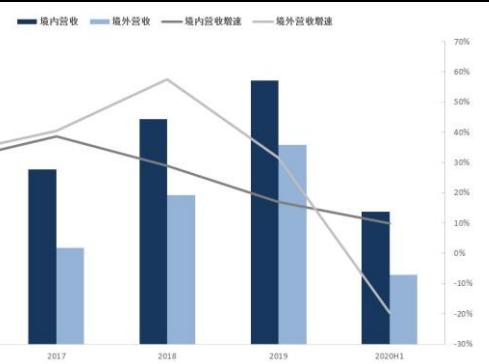
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图6: 分产品各品类营收占比情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图7: 分区域销售及增速情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

2. 沙发行业: 市场规模平稳扩张, 竞争格局有望持续改善

2.1 行业市场规模平稳增长, 产品出口量持续扩张

近年来我国沙发行业市场规模维持了较为平稳的扩张趋势。市场规模由 2009 年的 239.48 亿元增长至 2018 年的 545.74 亿元, CAGR 高达 9.58%。近年来, 受地产政策趋严影响, 地产后周期产业链增速放缓, 沙发行业市场增速也有所回落, 但仍保持了 5% 左右的增速。随着经济生产的恢复、稳定, 去年以来新开工面积与竣工面积增速剪刀差的修复趋势有望延续, 下半年下游需求有望回暖并延续至明年。我们预计 2020 年, 沙发行业市场规模将突破 600 亿元。

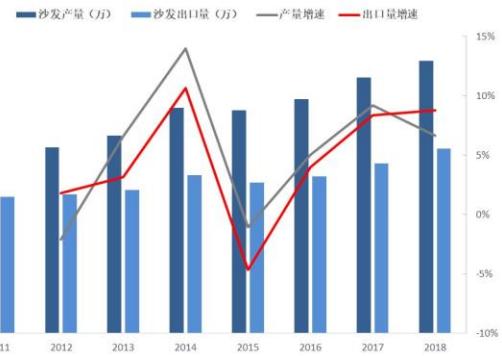
我国是沙发出口大国, 沙发出口量占比产量超过三分之二。从全球市场来看, 2016 年中国沙发出口额高达 114 亿美元, 占全球沙发出口额的 54%。我国沙发主要出口至北美、欧洲、亚洲地区, 分别占我国沙发出口总值的 35%, 12%, 11%。一方面, 欧美等发达地区国家追求生活品质升级与相对高频的更新需求旺盛; 另一方面, 亚洲地区等发展中国家经济发展迅速, 购买力持续提升, 同样刺激相关产品消费。近年来, 在我国沙发产量增速有所回落的背景下, 沙发出口量始终维持了较高的增速水平, 2018 年沙发出口量增速高达 8.78%。

图8: 我国沙发行业市场规模及增速情况



资料来源: 智研咨询, 东兴证券研究所

图9: 我国沙发产量、出口量及增速情况

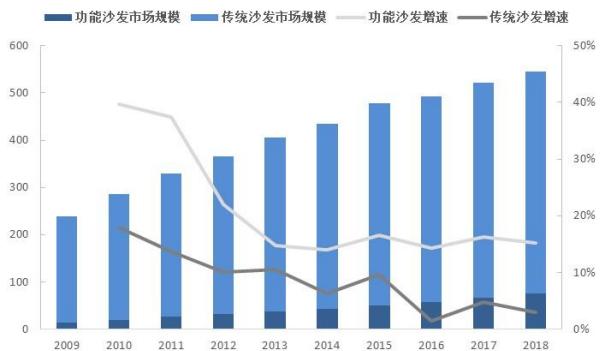


资料来源: 智研咨询, 东兴证券研究所

2.2 功能沙发需求强劲, 细分赛道呈现高景气

功能沙发维持高增速, 渗透率对比美国市场仍有较大提升空间。分品类来看, 功能沙发维持了高于行业整体的市场规模增速, 市场规模由 2009 年的 13.89 亿元增长至 2018 年的 75.94 亿元, CAGR 高达 20.77%; 并且功能性沙发占比不断提升, 由 2009 年的 5.8% 提升至 2018 年的 13.9%。截至 2018 年, 我国的功能沙发市场渗透率仅为 13%, 与美国超过 40% 的渗透率存在较大的提升空间。一方面, 美国是功能沙发的发源地, 市场教育更加成熟; 另一方面, 美国人均收入较高, 对于功能沙发的接受度更高。

图10: 功能沙发及传统沙发市场规模情况



资料来源: 智研咨询, 东兴证券研究所

图11: 中国及美国功能沙发渗透率情况



资料来源: Euromonitor, 东兴证券研究

我们认为当前功能沙发的需求支撑主要来自两个方面:

- 随着人均住宅面积的提升, 消费者愿意去考虑体积相对较大的功能性沙发。受城镇化及改善性住宅需求的影响, 近年来人均住房面积始终呈现出增长趋势。2018年我国城镇人均住房面积及农村人均住房面积分别实现39平方米和47.3平方米。功能性沙发与普通沙发相比, 普遍较为“臃肿”, 住房面积的增长大大降低了功能性沙发走进居民家庭的硬性门槛。
- 消费者对于沙发的舒适性、个性化更加看中。当前, 沙发承载的不仅仅是会客功能或者看电视功能, 随着娱乐方式的变化, 消费者在数码产品、社交软件等娱乐方式上花费的时间越来越多, 功能沙发的可调整、易移动等功能, 为消费者提供了舒适的娱乐空间; 同时随着“宅经济”的兴起, 消费者对于“个人”体验更加关注, 功能沙发较好的提升了个人用户体验, 满足消费者个性化的追求。

图12: 城市与农村人均住宅建筑面积变化情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图13: 功能沙发使用场景宣传图片



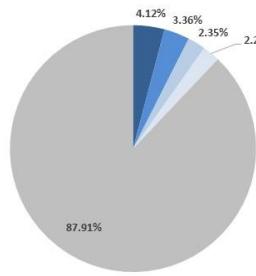
资料来源: 网络整理, 东兴证券研究

2.3 行业集中度较低, 竞争格局有望持续改善

中国沙发行业市场集中度仍有较大的提升空间。从行业的格局来看, 当前我国沙发行业市场集中度不高, CR4仅为12.1%; 敏华控股、顾家家居、华达利、左右家私市场份额占比分别为4.12%、3.36%、2.35%、2.27%, 头部集团之间差距并不明显。相比之下, 美国沙发行业历史悠久, 行业经历了数轮洗牌后, 市场集中度较高, CR4高达51%, 龙头公司LAZBOY占比为21%。

图14: 国内沙发市场集中度情况

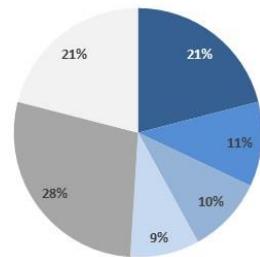
■ 敏华控股 ■ 顾家家居 ■ 华达利 ■ 左右家私 ■ 其他



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

图15: 美国沙发市场集中度情况

■ LAZBOY ■ ASHLEY ■ MANWAH ■ LANE ■ TOP5-10 ■ 其他



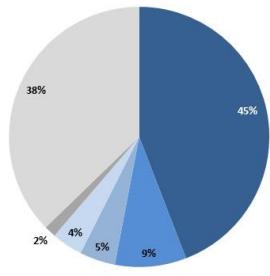
资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究

功能沙发竞争格局更优。当前我国功能沙发市场集中度较高, CR5 高达 62%,甚至高于美国 54%的 CR5 水平。其中, 敏华控股市场份额为 45%, 占据市场绝对龙头地位; 顾家家居旗下代理品牌 LAZBOY 排名第二, 市占率为 9%; Milan&Design 排名第三, 市占率为 5%。

功能沙发细分赛道龙头企业优势明显。一方面, 消费者对于功能沙发的性能和安全性更加看中, 龙头企业受益于自身的品牌力; 另一方面, 功能沙发相比于普通沙发款式更加集中, 龙头企业通过对功能沙发核心技术的掌握, 更加容易实现标准化生产, 规模优势明显。同时, 功能沙发在国内的推广相比于普通沙发更加靠后, 市场教育及产品推广都处于初期阶段, 龙头企业无论是在传统渠道、还是新兴渠道, 都占据了先发优势, 资金优势在产品营销端同样有所体现。

图16: 国内功能沙发市场集中度情况

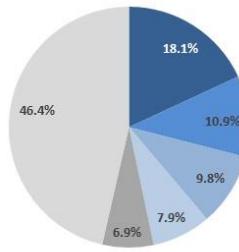
■ 敏华控股 ■ LAZBOY ■ Milan&Design ■ 法雷尔 ■ Natuzzi ■ 其他



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

图17: 美国功能沙发市场集中度情况

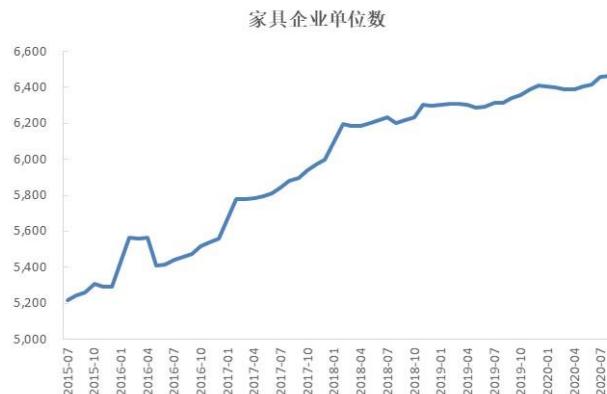
■ LAZBOY ■ ASHLEY ■ MANWAH ■ JACKSON ■ HERITAGE ■ 其他



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究

沙发及功能沙发行业的市场集中度仍有望进一步提升。对比欧美国家, 当前集中度仍有较大提升空间。随着人均收入的提升, 消费者对于沙发的性能不仅仅聚焦于坐、卧等使用功能, 沙发的装饰性、舒适性越来越受到消费者的关注。龙头企业在产品设计、研发等方面优势明显。在渠道下沉的过程中, 由于红星美凯龙、居然之家对于进入的企业门槛要求较高, 对于中小企业也形成了天然壁垒。同时, 随着中美贸易摩擦的不断升级, 叠加今年全球性疫情的影响, 大量中小企业出清, 家居行业企业单位数上涨趋势明显放缓并出现回撤, 亏损企业数显著上升, 订单将向具有海外产能的龙头企业进一步集中。

图18: 家居企业单位数量情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图19: 家居企业亏损单位数量情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究

3. 公司分析: 全品类+多品牌布局大家居, 改革赋能渠道显现新动力

3.1 产品力: 全品类+多品牌布局大家居, 产品矩阵兼具广度与深度

以沙发为核心, 产品矩阵兼具广度与深度。从顾家的产品矩阵来看, 公司产品以沙发为核心, 包括皮沙发、布艺沙发、功能沙发、软床、床垫、集成配套产品、全屋定制、红木家具等, 全方位满足消费者多元化需求。品牌方面, 公司旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”等七大产品系列, 同时拥有自有品牌“东方荟”(新中式), 美国功能沙发合作品牌 LAZBOY; 同时, 顾家在 2018 年收购多家国内外知名家居品牌, 意大利 Natuzzi、德国 Rolf Benz、美式家具品牌宽邸、出口床垫品牌玺堡, 深化了公司产品的深度, 实现中高端市场的全覆盖。

图20: 顾家家居产品矩阵及品牌分布情况



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

品牌收购助力公司产品升级, 海内外开疆拓土。顾家在 2018 年进行了多次收购, 叠加近年来的不断布局, 成功的将海外品牌引入国内, 实现产品高端化, 并将国内的产品销售到海外。早在 2012 年初, 顾家即与 LAZBOY 签署战略合作协议, 获得 LAZBOY 在中国地区的独家经销权, 通过顾家的渠道优势, 加速了海外高端功能沙发 LAZBOY 在国内的推广。顾家在 2018 年又先后收购了 6 家家居企业, 接手意大利品牌 Natuzzi、卡文家居、班尔奇, 不断丰富国内市场的产品品类; 收购玺堡家居、优先家居、Rolf Benz, 扩充公司海外销售产品与渠道。

近年来大规模的收购动作让公司的商誉有所累计, 但从收购公司的经营情况来看, 整体风险相对可控。商誉较高的几家公司中, 纳图兹在国内市场维持了较好的销售和开店趋势; 玺堡家居由于美国床垫行业第二轮反倾销即将受到波及, 但公司已经提前准备, 或将做出战略调整; 优先家居则保持了一贯较优的海外市场销售情况。

表3: 顾家家居旗下各品牌合作情况

公司	产品	合作时间	合作方式	金额	商誉 (亿元)
LAZBOY	功能沙发	2012. 3	中国地区的独家经销权	-	-
纳图兹	中高端沙发	2018. 1. 10	成立合资公司	6500 万欧元	3.61
玺堡家居	外销床垫	2018. 11. 13	收购	42429 万元	2.45
优先家居	外销家具	2018. 7. 11	收购	2886 万美元	1.04
Rolf Benz	欧洲沙发品牌	2018. 2. 28	收购	4273 万欧元	0.54
班尔奇	全屋定制	2018. 1. 18	收购	5600 万元	0.3
卡文家居	美式家具	2018. 10. 23	收购	5100 万元	0.4

资料来源: WIND, 网络整理, 东兴证券研究所

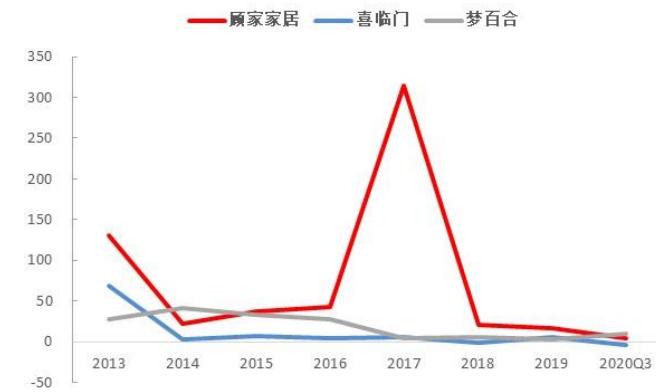
虽然大量的并购给公司的债务带来了一定压力, 但目前来看整体风险可控。与同行业对比, 2018 年由于进行了大量的收购, 顾家资产负债率升至 52.28%, 随后逐年递减, 2020Q3 资产负债率降至 40.94%, 与可比公司相比, 始终位于合理、偏低水平。从现金流利息保障倍数指标来看, 顾家家居同样长期维持高于可比公司水平。

图21: 同行业公司资产负债率对比情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图22: 同行业公司现金流利息保障倍数对比情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究

定制家具纳入公司长远规划, 为家居战略重要一环。为了满足消费者的一站式购物需求, 同时更好的发展全品类大家居战略, 顾家培育了定制家具业务。今年起公司发力定制家具业务推广, 线下采取顾家定制和融合店结合的模式, 由专业的软装设计师为客户服务。上半年定制家具业务实现营收 1.35 亿元, 收入占比 2.8%。

当前, 消费者对于装修风格的整体性和匹配度越来越看重, 定制与软体的协同性逐步显现。定制家具业务也将作为顾家未来发展重点, 长远规划营收占比目标接近两成。

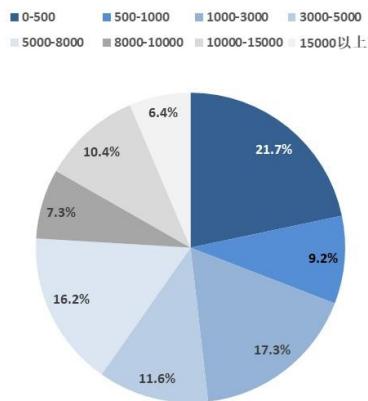
图23: 顾家全屋定制宣传图片



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

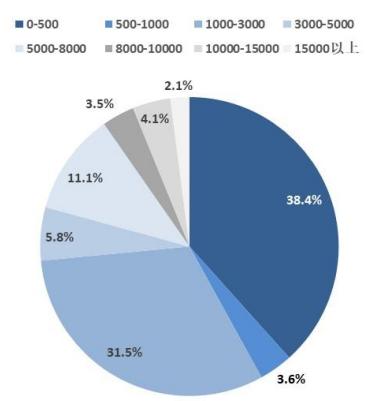
产品价格带下探, 发力中低端市场。近年来, 顾家不断推动品牌年轻化变革, 公司于今年的第七季“816 全民顾家日”推出惠尚 2.0 系列, 涵盖客厅、餐厅、卧室、全屋定制等一系列产品, 价格带向下扩张, 助力公司进一步扩大中低端市场份额。从淘宝平台的销售数据来看, 顾家家居淘宝官方旗舰店中, 低价格区间产品数量占比较高, 低于 3000 元的产品数量占比接近 50%; 销量数据方面, 低价格区间同样占比较高, 其中 0-500 元产品占比为 38.4%, 1000-3000 元产品占比为 31.5%, 8000 元以上产品占比仅为 9.7%。

图24: 淘宝旗舰店产品陈列价格带分布情况



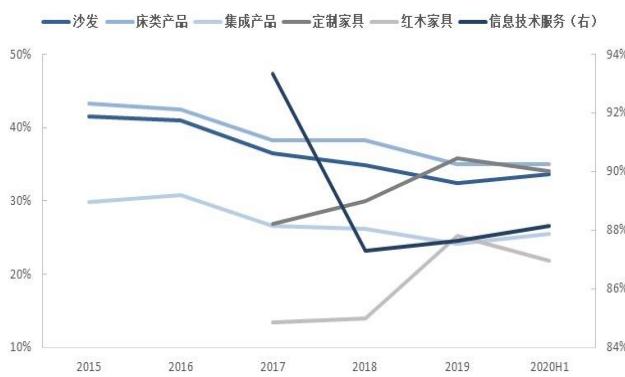
资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

图25: 淘宝旗舰店产品销售价格带情况

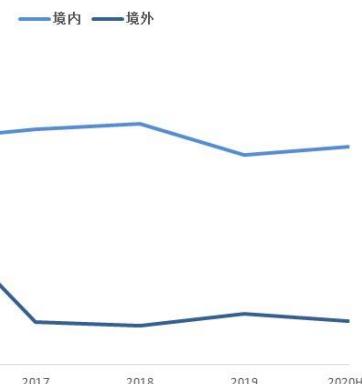


资料来源: 淘数据, 东兴证券研究

大家居战略加持规模化优势, 各类产品盈利水平有望反弹。近年来公司各品类产品毛利率均有所下滑。2017 年主要是受原材料价格波动的影响, 18、19 年的中美贸易摩擦及床垫反倾销同样拖累了公司的盈利水平。由于海外市场产品以 ODM 为主, 受限于价格调整的即时性和海外市场的议价能力, 境外市场毛利率下滑幅明显。同时, 由于近年来公司产品结构的调整, 市场战略向中低端市场倾斜, 先后推出了惠尚、惠致、天禧等亲民产品系列, 同样对公司的毛利率水平有所影响。分具体产品来看, 沙发和床类产品作为公司的主营业务, 毛利率水平相对较高; 定制家具作为近年来公司重点扶持业务, 盈利水平持续改善。我们认为, 在公司大家居战略下随着客单价的提升和规模化优势在未来的逐步体现, 未来公司毛利率有望触底反弹。

图26: 分产品毛利率水平变化情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图27: 境内境外毛利率水平变化情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究

3.2 渠道力: 区域零售中心转型提升经营效率, 1+N+X 模式激活渠道新动力

区域零售中心搭建进入成长期, 助力公司商业模式转型大幅提升管理效率。2018 年公司推出区域零售中心转型, 截止目前共建设了 26 个区域零售中心, 区域零售中心搭建工作基本完成。相较于此前的产品事业部模式, 区域零售中心推动了公司从制造模式到零售模式的商业模式变革——使得公司的营销重心更加前置, 要求各个中心更迅速、细致的做好活动的策划、推进、总结, 同时也加大了对经销商的扶持力度。同时, 区域零售转型还包括门店分销系统的信息化, 加强仓储、物流的管理效率, 让公司精准掌握终端零售情况, 对零售转型提供了强有力的数据支撑。当前, 对于区域零售中心布局顾家仍在不断的调整, 根据不同区域的业绩情况进行合并、分离; 团队管理方面, 公司实行放权管理, 每个区域设有区域负责人, 同时对负责人考核进行调整、淘汰。

1+N+X 布局, 店态全面升级激活渠道新动力。 截止目前, 公司拥有两家顾家生活店。杭州城北店为直营店, 拥有 3500 平方米的双层空间, 已于 2019 年 5 月正式营业; 济南店采用经销模式, 同样拥有 2600 多平方米的双层空间, 于 2020 年 6 月正式营业。顾家生活馆涵盖了 1:1 还原户型实景的样板房及情景空间, 并带有书店、儿童玩乐区、游乐场、咖啡店等多样化功能区域; 汇聚了现代、轻奢、美式、新中式等各种装修风格的同时, 还融入了多个网红打卡设计区域。顾家生活馆除了展示沙发、软床、床垫、全屋定制等产品以外, 还融入了设计装修服务以及餐具、配饰等生活小件, 定期举办生活体验社区活动, 全方位满足消费者“一站式”购物体验。顾家通过店态的升级, 赋予了渠道全新动力。

大店模式提升门店坪效, 高效推动渠道下沉。 当前消费者对于家具的需求不仅仅是实用性、性价比等因素决定, 家具产品的设计感、个性化、整体性在购买决策中的影响越来越大。大店策略不仅仅能满足消费者的“一站式”购买需求, 更能够较好的展示出各品类家居产品的统一设计感、协调性, 有效的提升购买率和客单价。尤其是在购买力水平相对较弱的三四线城市, 大店模式能够较好的改善单品类门店坪效不足的状况, 高效推动渠道下沉。同时, 定制家具业务与软体家具业务协同性较强, 大店模式也能够更好的推动定制家具业务的展开。

图28: 顾家生活店区域展示情况



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图29: 顾家生活店举办社区活动情况



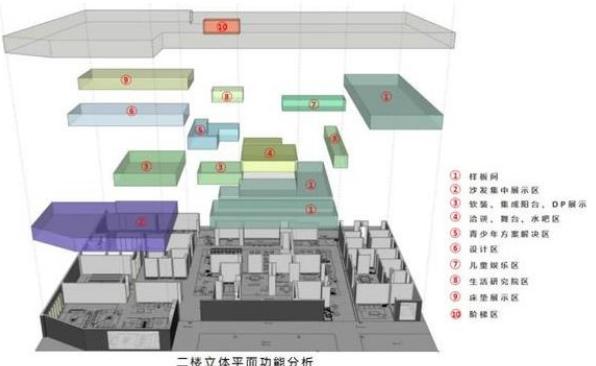
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究

图30: 顾家生活店一层平面图



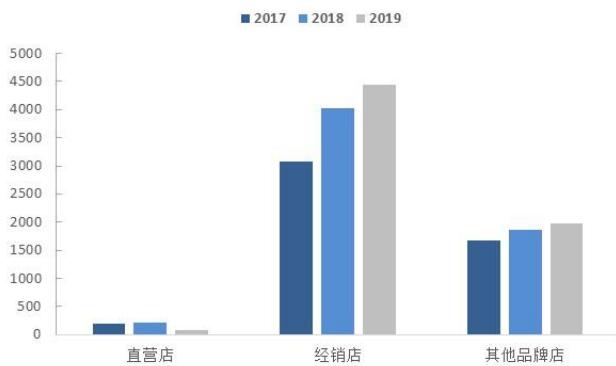
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图31: 顾家生活店二层平面图

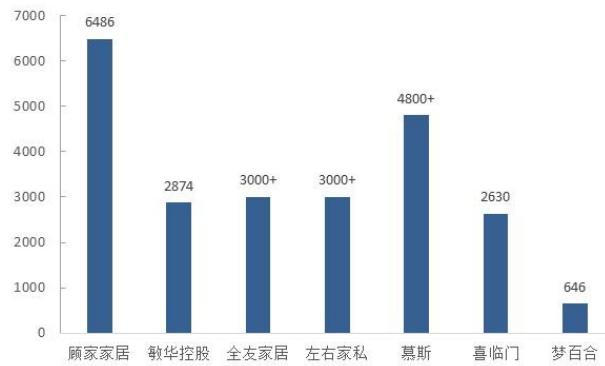


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究

门店优势明显, 助力公司渠道下沉。传统渠道方面, 截至 2019 年底, 顾家共拥有 6486 家品牌专卖店, 是软体家居行业中门店数量最多的龙头。顾家拥有自主品牌门店 4518 家, 其中自营店 84 家, 经销门店 4434 家, 拥有其他品牌门店 1968 家。近年来顾家始终维持着门店扩张趋势, 尤其是经销商的扩张迅速, 预计 2020 年全年净增门店 500 家左右。虽然近年来家居行业衍生出工装、整装、购物中心、电商等新兴渠道, 但传统的家具卖场仍为当前的主要渠道入口。家具企业借助居然之家、红星美凯龙等家具卖场扩张趋势, 迅速向低线市场下沉。与同行业可比公司对比, 顾家门店数量优势明显, 门店数大幅领先竞争对手。未来, 渠道扩张仍然是公司工作的重点之一, 渠道铺设资源或将向低线市场倾斜。

图32：近年来公司门店数量变化情况


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图33：2019年软体家具公司门店数量情况


资料来源：公司财报，公司官网，网络整理，东兴证券研究

积极创新，把握新兴渠道中的新机会。近年来家居行业衍生出工装、整装、购物中心、电商等新兴渠道。

- **战略性拥抱工程渠道，引流效果显著。**虽然软体家具企业的工程业务占比较小，顾家仍然战略性的与恒大、绿城、万科等地产商建立合作关系，通过样板房等方式进行引流，提升客户转化率。2019年顾家直营共进驻20多个小区，成交总户数和总金额显著增长。
- **新渠道促进渠道下沉。**顾家持续进驻新物业，拓展百货商场、百安居、苏宁、商超等新渠道，进驻空白城市百余个。
- **发力电商渠道，树立品牌形象。**今年八月，顾家举办了第七届816全民顾家日，通过抖音直播、小红书、微博、电梯广告等线上线下结合的多样化宣传方式引流，零售录单25.36亿元，同比增长高达50%。同时，顾家家居在2018、2019年连续两年独家冠名天猫双11晚会，并与天猫平台多方面开展合作，包括天猫直播、天猫超级品牌日等，不断加大公司线上销售渠道的建设力度。从2019年双十一销售数据来看，顾家家居单月销量高达6.28亿元，在所有住宅家居类品牌中排名第三。同时随着疫情影响的减弱，线上销售数据持续改善。截至今年9月，顾家家居淘宝线上累计销售额为6.40亿元，维持了较好的上升趋势，其中9月销售额较去年同期增长了136%。

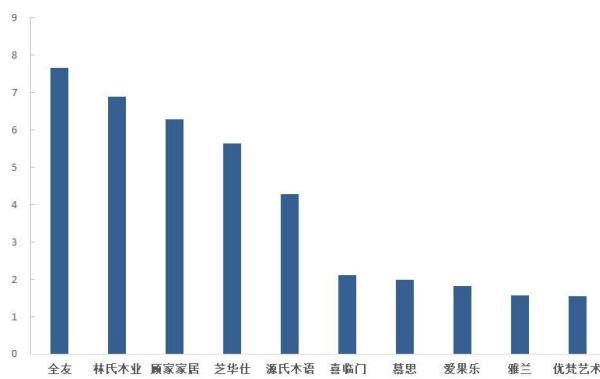
图34：2019年双十一淘宝平台转换器销售额情况


资料来源：淘数据，东兴证券研究所

图35：2019年双十一淘宝平台墙壁开关销售额情况

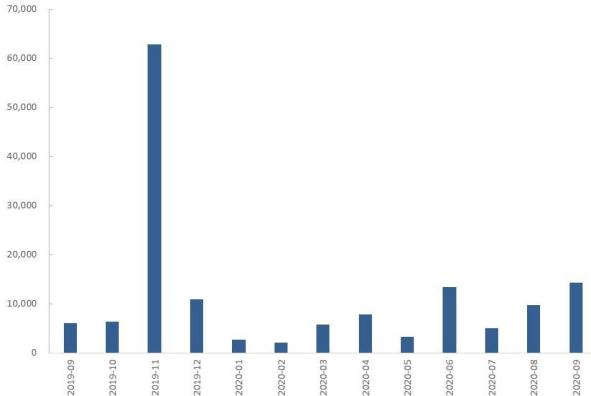

资料来源：淘数据，东兴证券研究

图36: 2019年双十一淘宝平台转换器销售额情况



资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

图37: 2019年双十一淘宝平台墙壁开关销售额情况

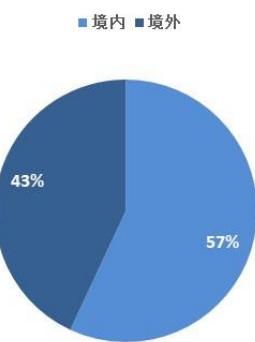


资料来源: 淘数据, 东兴证券研究

3.3 海外市场: 海外产能布局占先发, 订单持续向龙头企业集中

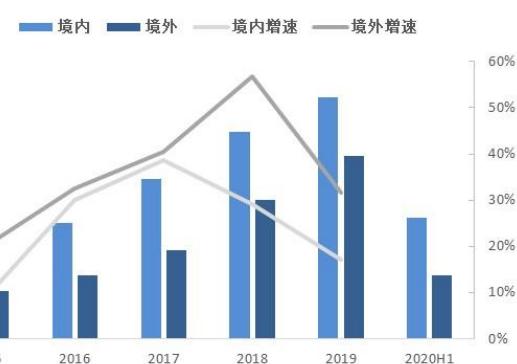
大客户战略开拓海外市场。分区域来看, 2019年顾家境外销售实现46.08亿元, 占比高达43%, 主要销往美国、欧洲及亚太地区, 其中美国地区占比约为60%; 今年上半年受疫情影响, 海外订单受阻, 境外销售占比下滑9个百分点至34%。当前, 顾家的境外销售采取“ODM+经销+直营”业务模式和FOB付款模式, 以ODM为主推行大客户战略; 公司通过展会、商务谈判等方式获取客户, 并根据客户订单进行设计、生产、发货及后续收款。近年来, 顾家通过国际家具展会等方式, 提升了和Costco、Macy's等卖场以及Haverty、R&F家具品牌的合作。产品方面, 境外产品以功能沙发为主, 床垫品牌堡堡为辅。近年来, 公司持续加大海外市场新产品的资源投入, 保持欧式现代、美式现代产品优势的同时, 创新投入美式过渡风格产品, 19年新材料开发成功率和下单总款式数等核心指标均有所改进。

图38: 2019年公司境内、境外销售占比情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图39: 今年境内境外公司销售及增速情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究

战略眼光长远, 顾家锁定全球市场。除去美国市场, 顾家同时也在新加坡、澳大利亚、英国、日本、韩国等其他国家有所布局, 旗下纳图兹、Rolf Benz、优先家居等收购品牌在海外市场均较为成熟。多品牌战略让顾家在国际家居市场上具备一定的竞争力。

产能全球化布局应对贸易不确定性风险。为弱化中美贸易战及反倾销等不确定性风险, 顾家积极筹建海外工厂, 扩大产能的同时优化了产品出口结构。中美较高的关税和反倾销税率出清了一部分中小企业, 海外订单

有望向海外产能布局完善的龙头企业转移。当前, 顾家越南基地年产 45 万套软体家具产品项目已于今年一季度开工建设, 一期项目计划在四季度竣工投产, 项目整体预计 2024 年底前达纲; 墨西哥公司已经投产美国市场定制类快消品, 未来或将加大投产力度。

表4: 公司海外产能布局情况

海外工厂	项目	进度
越南	45 万标准套软体家具项目	一期项目预计 20Q4 竣工投产, 二期项目 20Q3 开工, 整体预计 2024 年底前完毕
马来西亚	玺堡工厂	受美国反倾销影响, 或将做出调整
墨西哥	-	达成合作谈判, 当前投产美国市场定制类快消品

资料来源: 公司公告, 网络整理, 东兴证券研究所

海外市场需求回暖, 订单有望向拥有海外产能的龙头企业集中。从出口数据来看, 家具类产品出口累计同比于 9 月转正, 预示着海外经济活动的恢复。同时, 美国作为全球家具主要进口市场, 其房地产数据也都恢复良好, 新建住房销售数据自 6 月起显著提升。房地产数据的恢复也将有效的刺激后周期产品需求, 家具类产品海外订单有望持续修复。近年来贸易摩擦及反倾销导致中小产能大量出清, 订单有望向拥有海外产能的龙头企业集中。

图40: 家具出口金额累计同比变化情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图41: 美国市场新建住房销售情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究

4. 投资建议与投资评级

4.1 投资建议

全品类+多品牌布局大家居战略, 产品矩阵兼具深度和广度。顾家产品矩阵扩张契合公司大家居发展战略, 外购品牌助力公司布局中高端及全品类市场, 自主品牌持续向下线市场扩张。当前, 外购品牌基本梳理完毕, 公司的渠道资源和管理能力将持续为外购品牌赋能。自主品牌方面, 顾家先后推出惠尚、天禧系列, 产品价格带持续向下扩张; 同时公司推出了定制家具业务, 全方位满足消费者“一站式”购物需求。

区域零售中心转型提升经营效率, 1+N+X 模式激活渠道新动力。区域零售中心的推行使得公司的营销重心前置, 公司能够更加迅速、细致、个性化的做好各区域的市场推广; 分销系统的信息化也将大幅提升管理效率。当前公司处于渠道整合的成长期, 在区域的划分和人员的管理上都有着严格的考核、淘汰制度。同时, 开大店策略使得公司渠道活力再次被激活, 大幅提升门店坪效的同时, 高效推动渠道下沉。未来公司有望维持当

前扩店趋势, 资源或将向低线市场倾斜。

海外订单头部企业集中, 海外品牌培育成熟公司或将持续受益。顾家战略眼光锁定全球市场, 同时在越南、马来西亚、墨西哥均有海外产能布局。短期来看, 随着海外经济生产活动的恢复, 家具类产品海外订单有望持续修复。中长期来看, 近年来受贸易摩擦及反倾销影响, 家居行业中小产能大量出清, 提前进行海外产能布局的龙头企业将占据先发优势, 订单有望持续向头部企业集中。同时, 顾家海外市场品牌培育较为成熟, 全球化发展战略下, 公司优势或将逐步体现。

表5: 顾家家居业务拆分

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	(百万元)	4794.52	6665.44	9172.12	11093.60	12123.28	14125.77	16479.54
yoY	(%)		39.02%	37.61%	20.95%	9.28%	16.52%	16.66%
沙发-盈利情况								
营业收入	(百万元)	2,839.61	3,692.49	5,144.16	5,830.82	6005.74	6906.61	8011.66
yoY	(%)		30.04%	39.31%	13.35%	3.00%	15.00%	16.00%
营业成本	(百万元)	1,675.97	2,346.21	3,350.60	3,939.80	4018.60	4581.20	5268.38
yoY	(%)		39.99%	42.81%	17.58%	2.00%	14.00%	15.00%
毛利率	(%)	40.98%	36.46%	34.87%	32.43%	33.09%	33.67%	34.24%
床类产品-盈利情况								
营业收入	(百万元)	649.85	885.80	1,132.03	1,952.84	2441.05	2929.26	3515.11
yoY	(%)		36.31%	27.80%	72.51%	25.00%	20.00%	20.00%
营业成本	(百万元)	374.27	547.24	699.28	1,268.35	1572.75	1871.58	2227.18
yoY	(%)		46.22%	27.78%	81.38%	24.00%	19.00%	19.00%
毛利率	(%)	42.41%	38.22%	38.23%	35.05%	35.57%	36.11%	36.64%
集成产品-盈利情况								
营业收入	(百万元)	728.39	978.37	1,292.35	1,906.19	2001.50	2261.69	2533.10
yoY	(%)		34.32%	32.09%	47.50%	5.00%	13.00%	12.00%
营业成本	(百万元)	504.34	718.71	953.74	1,445.12	1502.92	1683.28	1868.44
yoY	(%)		42.51%	32.70%	51.52%	4.00%	12.00%	11.00%
毛利率	(%)	30.76%	26.54%	26.20%	24.19%	24.91%	25.57%	26.24%
定制家具-盈利情况								
营业收入	(百万元)		86.30	212.10	343.00	411.60	514.50	643.13
yoY	(%)			145.77%	61.72%	20.00%	25.00%	25.00%
营业成本	(百万元)		63.12	148.55	220.30	268.77	333.27	413.25
yoY	(%)			135.35%	48.30%	22.00%	24.00%	24.00%
毛利率	(%)		26.86%	29.96%	35.77%	34.70%	35.22%	35.74%
红木家具-盈利情况								
营业收入	(百万元)		112.87	158.10	143.21	143.21	150.37	157.89
yoY	(%)			40.07%	-9.42%	0.00%	5.00%	5.00%
营业成本	(百万元)		97.69	136.05	106.99	110.20	114.61	119.19
yoY	(%)			39.27%	-21.36%	3.00%	4.00%	4.00%
毛利率	(%)		13.45%	13.95%	25.29%	23.05%	23.78%	24.51%

信息技术服务—盈利情况							
营业收入	(百万元)	174.10	332.19	405.27	607.91	851.07	1106.39
yoy	(%)		90.80%	22.00%	50.00%	40.00%	30.00%
营业成本	(百万元)	11.59	42.17	50.13	87.73	138.61	206.53
yoy	(%)		263.85%	18.88%	75.00%	58.00%	49.00%
毛利率	(%)	93.34%	87.31%	87.63%	85.57%	83.71%	81.33%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

4.2 投资评级

预计公司 2020-2022 年实现营收 121.23/141.26/164.80 亿元，同比+9.28%/+16.52%/+16.66%，实现归母净利润 13.11/15.96/18.73 亿元，同比+12.90%/+21.71%/+17.41%，EPS 为 2.17/2.62/3.06 元，对应的 PE 分别为 28.75x/23.80x/20.38x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

5. 风险提示

宏观经济变动风险，原材料价格上涨风险，国内市场需求不及预期，海外市场恢复不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E				
流动资产合计	4943	6113	8206	10594	13357	营业收入	9172	11094	12123	14126	16480				
货币资金	1592	2958	5044	6995	9239	营业成本	5836	7226	7785	8984	10413				
应收账款	932	1012	1163	1355	1580	营业税金及附加	82	79	85	99	115				
其他应收款	144	129	141	164	191	营业费用	1789	2073	2243	2613	3049				
预付款项	43	55	63	72	82	管理费用	244	292	315	367	428				
存货	1162	1266	1386	1600	1854	财务费用	25	104	18	3	-3				
其他流动资产	893	183	183	183	183	研发费用	137	198	230	268	313				
非流动资产合计	5557	6147	5862	5784	5579	资产减值损失	16.73	-8.00	5.00	5.00	5.00				
长期股权投资	290	239	11	11	11	公允价值变动收益	-1.44	17.88	0.00	0.00	0.00				
固定资产	1458	1854	1803	1724	1563	投资净收益	106.03	139.63	122.83	131.23	127.03				
无形资产	688	755	714	677	641	加: 其他收益	11.24	30.77	20.00	20.00	20.00				
其他非流动资产	3	11	15	13	14	营业利润	1158	1292	1585	1937	2307				
资产总计	10500	12260	14068	16378	18936	营业外收入	177.59	240.28	208.94	224.61	216.77				
流动负债合计	3594	4498	4554	4795	5082	营业外支出	17.42	9.98	13.70	11.84	12.77				
短期借款	120	287	0	0	0	利润总额	1318	1522	1780	2150	2511				
应付账款	899	1280	1386	1600	1854	所得税	312	302	410	495	578				
预收款项	1009	1492	1504	1518	1535	净利润	1007	1220	1371	1656	1933				
一年内到期的非流动负债	52	326	326	326	326	少数股东损益	17	59	60	60	60				
非流动负债合计	1895	1462	1579	1802	1990	归属母公司净利润	989	1161	1311	1596	1873				
长期借款	1067	474	674	874	1074	主要财务比率									
应付债券	778	837	800	800	800	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E					
负债合计	5489	5959	6133	6597	7072	成长能力									
少数股东权益	333	394	454	514	574	营业收入增长	37.61%	20.95%	9.28%	16.52%	16.66%				
实收资本(或股本)	430	602	632	632	632	营业利润增长	38.58%	11.53%	22.71%	22.21%	19.07%				
资本公积	2323	2205	2205	2205	2205	归属于母公司净利润增长	20.29%	17.37%	12.90%	21.71%	17.41%				
未分配利润	1843	2512	3561	4838	6336	获利能力									
归属母公司股东权益合计	4678	5906	7155	8941	10964	毛利率(%)	36.37%	34.86%	35.78%	36.40%	36.81%				
负债和所有者权益	10500	12260	14068	16378	18936	净利率(%)	10.97%	11.00%	11.31%	11.72%	11.73%				
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润(%)	9.42%	9.47%	9.32%	9.74%	9.89%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E					ROE(%)	21.15%	19.66%	18.32%	17.85%	17.09%
经营活动现金流	1010	2124	1493	1591	1776	偿债能力									
净利润	1007	1220	1371	1656	1933	资产负债率(%)	52%	49%	44%	40%	37%				
折旧摊销	142.99	207.23	219.04	219.64	217.38	流动比率	1.38	1.36	1.80	2.21	2.63				
财务费用	25	104	18	3	-3	速动比率	1.05	1.08	1.50	1.88	2.26				
应收账款减少	-505	-80	-151	-192	-226	营运能力									
预收款项增加	48	484	12	14	16	总资产周转率	1.08	0.97	0.92	0.93	0.93				
投资活动现金流	-1985	305	901	403	546	应收账款周转率	13	11	11	11	11				
公允价值变动收益	-1	18	0	0	0	应付账款周转率	12.67	10.18	9.09	9.46	9.54				
长期投资减少	0	0	228	0	0	每股指标(元)									
投资收益	106	140	123	131	127	每股收益(最新摊薄)	2.36	1.98	2.17	2.62	3.06				
筹资活动现金流	1587	-1046	-308	-43	-78	每股净现金流(最新摊薄)	1.42	2.30	3.30	3.08	3.55				
应付债券增加	778	58	-37	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.87	9.81	11.31	14.14	17.34				
长期借款增加	1067	-593	200	200	200	估值比率									
普通股增加	2	172	31	0	0	P/E	27.01	32.20	29.41	24.35	20.85				
资本公积增加	-89	-118	0	0	0	P/B	5.86	6.50	5.63	4.51	3.68				
现金净增加额	612	1383	2086	1951	2244	EV/EBITDA	21.43	23.90	20.59	16.49	13.28				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	美国床垫行业启示: 渠道助力企业抢占市场份额, 产品研发为核心竞争力——床垫行业深度报告	2020-01-10

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王长龙

美国南加州大学经济学硕士, 本科毕业于西安交通大学, 2018 年加入东兴证券研究所, 从事策略&轻工制造研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526