

# 拐点向上持续验证，新曲美迎来蝶变绽放

## 曲美家居(603818)

### 新曲美：聚焦“时尚家居”，全品类与全渠道共发力。

公司是国内知名的中高端家具品牌，2019年以来，公司聚焦时尚家居赛道，全品类、全渠道发力。产品方面，全面转型“时尚家居”品牌，专注于80后、90后提供外形时尚、品质环保、性价比高的家居全产品线。渠道方面，积极推进“三新营销”战略，加大零售渠道门店开拓及升级，提升单店收入，经销渠道收入增长迅速，此外，紧抓精装房高景气及存量房占比提升的机遇，积极发展大宗业务及家装业务。预计新曲美将持续受益于竣工数据的持续改善以及自身全面转型效应发挥，预计未来两年收入保持20%以上增长。

### Ekornes：再出发，迈入快速成长期。

2018年公司完成收购Ekornes，带来整体收入规模的大幅提升。2019年以来公司进行管理层改革，更换首席执行官、首席财务官、研发负责人等部分高管，战略发展方向更加迎合市场趋势；产品方面，围绕时尚度和性价比两大核心指标，不断推出适合消费者需求的舒适椅及非舒适椅产品，产品品类不断创新；渠道方面，持续进行升级，并不断打开OEM、ODM市场渠道，有效提升生产效率。此外，在保持海外市场稳步发展的基础上，顺应国内消费升级趋势，加速新开国内门店，国内市场有望保持快速增长；产能方面，在全球拥有挪威、美国、越南、泰国、立陶宛等生产基地，全球化产能布局，充分利用全球化产业分工资源优势，且自动化水平较高，生产效率及成本优势领先。通过管理层改革、产品研发、渠道战略转型以及全球化产能布局&成本优化，我们认为，Ekornes迈入快速成长期，未来发展可期。

### 财务费用持续改善，利润端向好。

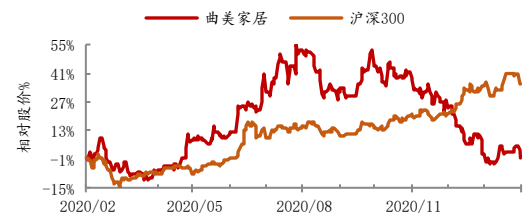
2018年曲美以46.41亿挪威克朗（约37亿人民币）现金收购Ekornes 90.5%的股份，有息负债的大幅提升，带来利息支出的攀升，2018、2019年公司利息支出1.39亿元、2.93亿元，对公司整体利润端压力较大。2019年以来公司通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低了有息负债规模，截至2020年9月底，公司短期借款、一年内到期的非流动负债分别为0.39、8.85亿元，较2019年底分别下降了1.70、6.71亿元，带来财务费用改善，分季度来看，2020Q3财务费用为0.51亿元，环比下降52%；财务费用率为4.42%，环比下降7.25pct。随着公司经营向好以及债务结构优化，预计财务费用将进一步改善，带来盈利能力提升。

### 投资建议：

考虑到20年业绩受疫情影响，业绩将于2021年开始释放，调整

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	7.33
股票代码：	603818
52周最高价/最低价：	11.7/6.44
总市值(亿)	42.73
自由流通市值(亿)	42.54
自由流通股数(百万)	580.40



#### 分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

#### 分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

#### 分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

#### 相关研究

1. 【华西轻工】曲美家居(603818.SH)点评报告：拐点向上，新曲美Q4业绩增速显著  
2021.01.28
2. 【华西轻工】曲美家居(603818.SH)点评报告：Q3业绩快速回升，验证拐点向上；新曲美继续发力  
2020.10.22
3. 【华西轻工】曲美家居(603818.SH)点评报告：二季度国内市场双位数增长，海外市场有望改善；业绩处于拐点期  
2020.09.03

此前盈利预测，2020-2022 年营业收入分别由 43.99、53.14、62.64 亿元调整至 42.42、53.03、63.78 亿元；归母净利润分别由 1.35、3.49、4.57 亿元调整至 1.20、3.48、5.18 亿元，对应 PE 分别为 36 倍、12 倍、8 倍。新曲美正在起积极变化，根据公司业绩预告，2020 年归母净利润 1.00-1.30 亿元，同比增长 21.72%-58.24%，拐点已经开始显现，预计业绩将逐步在 2021 年释放，且公司 21 年 PE 估值约 12 倍，低于同行平均水平，且公司 21 年 PE 估值位于上市以来的低位，维持“买入”评级。

### 风险提示：

财务费用改善不及预期；并购整合不及预期；地产销售、竣工不及预期；行业竞争加剧风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,892	4,279	4,242	5,303	6,378
YoY (%)	37.9%	48.0%	-0.9%	25.0%	20.3%
归母净利润(百万元)	-59	82	120	348	518
YoY (%)	-124.0%	239.1%	45.8%	190.8%	48.8%
毛利率 (%)	42.4%	43.6%	44.2%	44.9%	45.2%
每股收益 (元)	-0.10	0.14	0.21	0.60	0.89
ROE	-4.4%	5.5%	5.3%	13.3%	16.5%
市盈率	-72.34	52.01	35.66	12.26	8.24

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

一、 投资逻辑及图解曲美.....	5
1. 新曲美投资逻辑：业绩拐点向上，估值处于低位.....	5
2. 图解曲美-数据跟踪.....	5
二、 品牌新定义，新曲美升级为“时尚家居”品牌.....	7
1. 核心竞争力：新曲美，品牌、产品、渠道构建竞争壁垒.....	7
2. 直营+经销共发力，持续受益竣工改善.....	9
3. 紧抓精装修高景气度机遇，大宗业务有望快速发展.....	11
4. 存量房时代逐步到来，积极开拓家装业务.....	12
三、 Ekornes 再出发，迈入快速成长期.....	13
1. 新变化，新管理层：更加迎合市场趋势.....	14
2. 聚焦时尚度和性价比两大核心指标，产品品类不断创新.....	14
3. 全球化产能布局，成本优势显著.....	15
4. 打开 OEM、ODM 市场渠道，发展态势良好.....	16
5. 顺应消费升级趋势，大力开拓国内市场.....	16
四、 财务费用持续改善，利润端向好.....	17
五、 投资建议.....	19
1. 盈利预测.....	19
2. 估值分析.....	20
六、 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1 推荐逻辑：财务费用改善，中长期看好新曲美与 Ekornes 协同发挥.....	5
图 2 Ekornes 并表后收入持续提升.....	6
图 3 19 年归母净利润扭亏为盈，持续向好.....	6
图 4 盈利拐点显现.....	6
图 5 财务费用改善.....	6
图 6 19 年 Ekornes 系列产品贡献收入约 6 成.....	7
图 7 Ekornes 系列产品毛利率高于曲美系列产品.....	7
图 8 新曲美战略，从制造向品牌升级.....	8
图 9 荣获多项大奖.....	8
图 10 悦时系列、嘉炫系列.....	8
图 11 拥有资深设计师近 50 位，其中国外设计师 40 位.....	8
图 12 你+生活馆，提供空间美学.....	9
图 13 居+生活馆，回归居住本真.....	9
图 14 经销渠道是公司主要收入来源.....	9
图 15 主要业务毛利率保持高位.....	9
图 16 2021 年将迎来竣工的集中交付.....	10
图 17 BHI 平稳复苏.....	10
图 18 经销渠道收入占比持续提升.....	10
图 19 19 年直营店毛利率 72%，经销店毛利率 42%.....	10
图 20 门店持续增加（家）.....	11
图 21 19 年单店收入同比提升（万元/家）.....	11
图 22 精装修市场仍处于较高景气.....	12
图 23 我国精装渗透率较发达地区仍有较大提升空间.....	12
图 24 2019 年受资金压力影响，大宗业务有所缩减.....	12
图 25 大宗业务毛利率保持 50% 以上.....	12
图 26 主要城市存量房交易占比提升.....	13
图 27 二手房翻新改造需求大.....	13

图 28 管家装引领家装 6.0 时代 .....	13
图 29 管家装具有产品、管理、系统研发、供应链等优势 .....	13
图 30 新管理层，新变化 .....	14
图 31 思特莱斯 2020 系列：光环舒适椅 .....	15
图 32 思特莱斯 2020 系列：艾米莉沙发 .....	15
图 33 Ekornes 全球化产能布局 .....	15
图 34 Ekornes 产量大幅提升（万件） .....	16
图 35 Ekornes 销售均价略有下滑（元/件） .....	16
图 36 居民可支配收入逐年提升 .....	17
图 37 年轻家装消费者拥有自己的消费主张和审美品味 .....	17
图 38 Stressless 品牌以独立开店模式迅速布局 .....	17
图 39 IMG 品牌以线下线上相结合模式快速打开国内市场 .....	17
图 40 收购 Ekornes 时资金来源 .....	18
图 41 有息负债规模逐年下降（亿元） .....	18
图 42 利息支出有望改善 .....	18
图 43 经营性现金流可用于偿债 .....	18
图 44 多措并举，有效降低有息负债规模 .....	19
图 45 业绩分拆 .....	20
图 46 可比公司估值分析 .....	20

## 一、投资逻辑及图解曲美

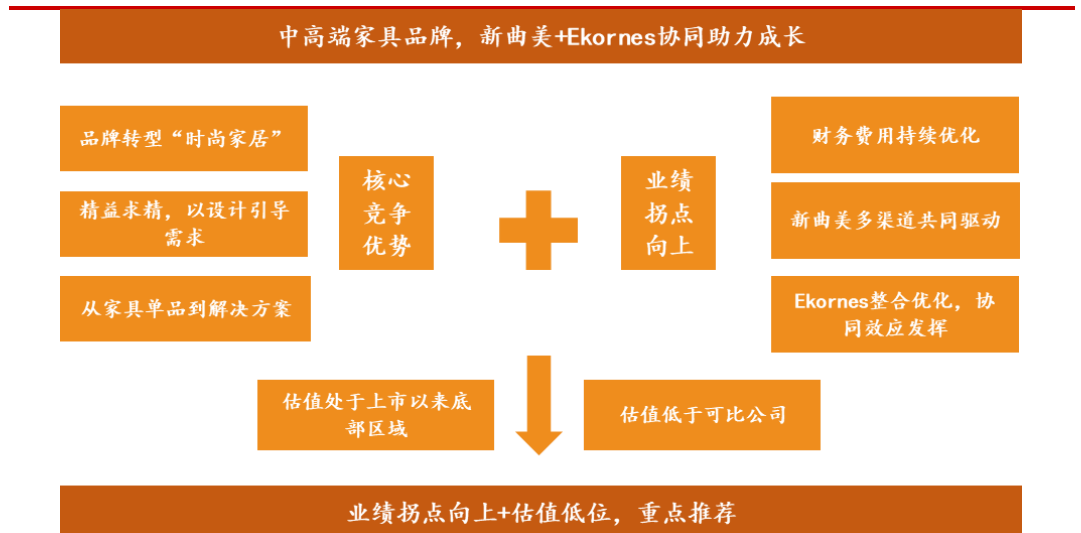
### 1. 新曲美投资逻辑：业绩拐点向上，估值处于低位

公司是国内知名的中高端家具品牌，2018 年完成收购 Ekornes，持续看好公司定制+成品+软装配饰的曲美系列品类布局、Ekornes 与曲美品牌的协同效应以及“三新”战略对营销端的赋能驱动未来成长，具体来看：

- **新曲美：聚焦“时尚家居”，全品类与全渠道共发力。**2019 年，公司定位时尚家居赛道，全面转型“时尚家居”品牌，通过品牌、产品、渠道等转型升级，重塑品牌价值。公司通过零售、定制以及家装等渠道共同驱动，业绩增长可期。
- **Ekornes：再出发，迈入快速成长期。**2018 年完成收购 Ekornes，与曲美品牌形成良好的相互背书、相互支撑的效益。2019 年以来公司通过管理层改革，更换首席执行官、首席财务官、研发负责人等部分高管，更加迎合市场渠道，产品研发及渠道升级逐渐向时尚家居战略转型，此外，在保持海外市场稳步发展的基础上，顺应国内消费升级趋势，加速新开国内门店，国内市场有望保持快速增长。
- **财务费用优化，利润端向好。**公司通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低了有息负债规模，财务费用持续优化，带来盈利的好转。

新曲美正在起积极变化，拐点已经开始显现，预计业绩将逐步在 2021 年释放。从估值角度看，公司 21 年 PE 估值约 12 倍，低于同行平均水平，且公司 21 年 PE 估值位于上市以来的低位，维持“买入”评级。

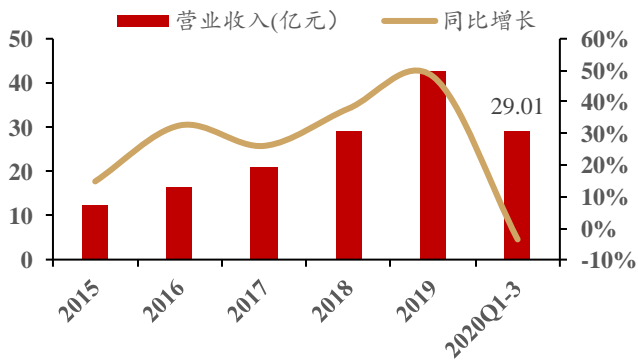
图 1 推荐逻辑：财务费用改善，中长期看好新曲美与 Ekornes 协同发挥



资料来源：华西证券研究所整理

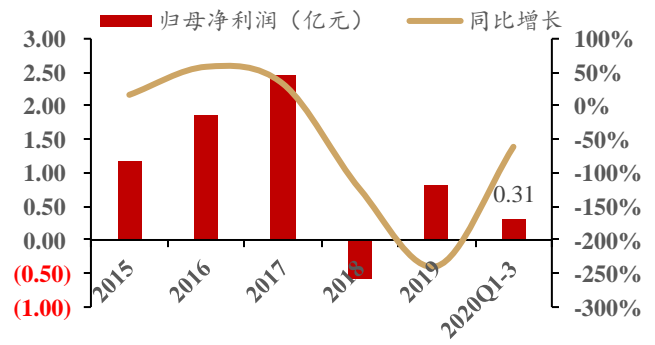
### 2. 图解曲美-数据跟踪

图 2 Ekornes 并表后收入持续提升



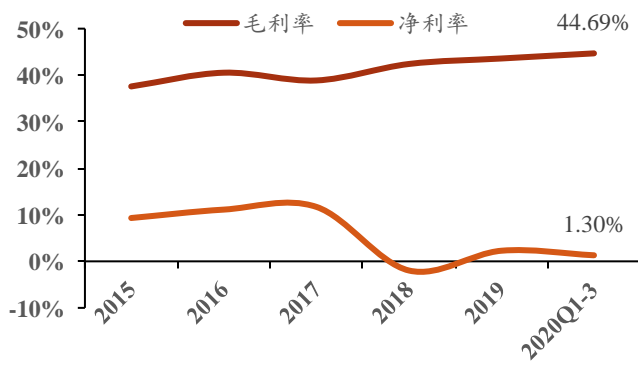
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19 年归母净利润扭亏为盈，持续向好



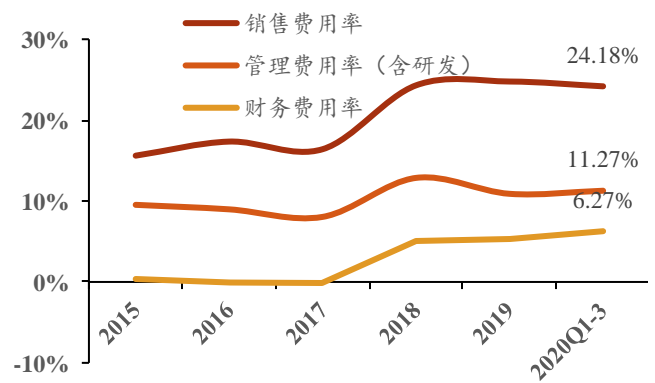
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 盈利拐点显现



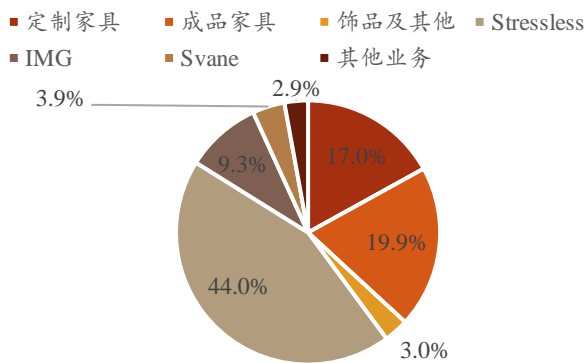
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 财务费用改善



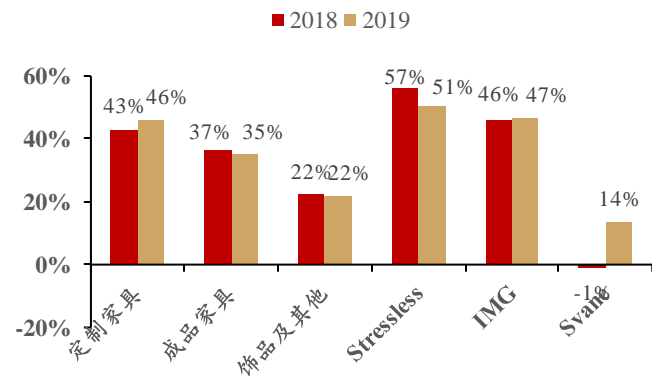
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 19 年 Ekornes 系列产品贡献收入约 6 成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 Ekornes 系列产品毛利率高于曲美系列产品



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 二、品牌新定义，新曲美升级为“时尚家居”品牌

曲美家居主要从事中高端民用家具及配套家居产品的研发、设计、生产和销售业务，2015 年提出“新曲美”战略，不断从制造向品牌升级，2019 年以来公司通过“时尚家居”战略转型与“三新”营销战略持续落地，有效提升了在国内市场的竞争力。

### 1. 核心竞争力：新曲美，品牌、产品、渠道构建竞争壁垒

曲美家居经过多年的发展，在品牌、产品、渠道等优势构建核心竞争力，在家具行业内成为领先品牌。

**新曲美，做年轻人喜欢的“时尚家居”品牌。**公司成立于 1993 年，拥有近 30 年的品牌历史，目前是国内知名的中高端家具品牌。2008 年荣获“中国家具行业十大领军品牌”称号，2015 年提出“新曲美”战略，从制造品牌向商业品牌升级。2019 年，公司定位时尚家居赛道，全面转型“时尚家居”品牌，通过家具产品与软装设计相结合，以拎包入住的服务形式，专注为 80 后、90 后提供外形时尚、品质环保、性价比高的家居产品，推动品牌转型升级，重塑品牌价值。



图 8 新曲美战略，从制造向品牌升级

**新产品**

- 以设计为核心，形成了“定制+成品+软装”的多品类、多层次产品矩阵；
- 打造特色精品生活馆模式：“你+生活馆”、“居+生活馆”，满足不同消费层级需求；

**新模式**

- 将OAO设计服务模式导入终端店，采用CRM平台完善终端店面数据管理；实现IPAD端、一体机和PC端数据共享、多屏联动；
- “你+生活馆”模式陆续替换老店，打造定位于四五线城市的“居+生活馆”；

**新价值**

- 推出“空间由你而定”的产品和服务策略，提供全方位升级的大家居产品内容；
- 打造“你+生活馆”终端体验模式，提供高品质美学标准的空间解决方案；

资料来源：公司公告，华西证券研究所

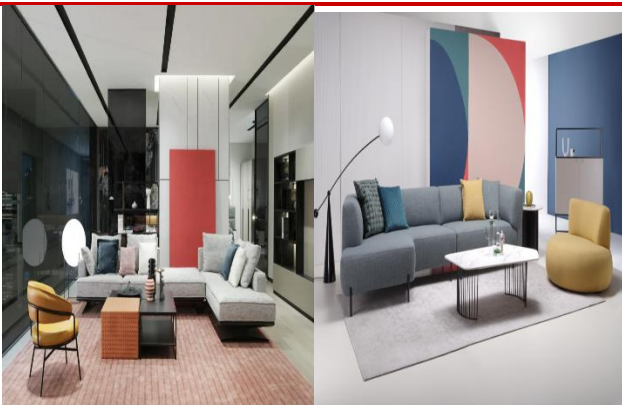
图 9 荣获多项大奖



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**提供全品类家居用品，产品深化转型。**公司拥有强大的全品类家具生产能力，产品线涵盖成品家具、定制家具、软装饰品等全屋家居用品。公司拥有强大的产品设计和研发能力，是国内家具企业中最先引入设计美学的品牌，从独具特色的弯曲木工艺到完善的质量管理体系先进的生产设备精湛的工艺流程、严格的环保标准以及专业的检测机制，一直坚守精益求精的“工匠精神”，多次斩获德国 IF 设计奖、红点奖，中国红星设计奖，拥有资深设计师近 50 位，不断为消费者提供更好的生活品质产品。2019 年以来公司持续推进“时尚家居”战略，2020 年推动时尚家居“悦时”、“嘉炫”系列上样，产品端不断升级。

图 10 悦时系列、嘉炫系列



资料来源：公司官方公众号，华西证券研究所

图 11 拥有资深设计师近 50 位，其中国外设计师 40 位



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**推出空间解决方案，从家具到生活方式。**随着 8090 后逐渐成为家具消费市场的主力军，消费需求也开始从单品向全屋拓展，一站式采购需求突起，驱动家居企业不断向大家居发展，销售内容也逐渐从单品向空间解决方案演变。曲美家居布局领先，2012 年成立笔八家居，将有限定制服务与消费者自主设计体验相结合，打开了曲美“成品+定制”的产品路线；2016 年，曲美开启“你+生活馆”，以 8 大生活馆作为产品支撑，增设不同主题、不同风格的情景体验间、样板间、咖啡馆、VD 体验区等，提供不同生活方式的全方位产品；2018 年，曲美与京东共同打造家居零售新物种-曲美北五环超级门店，覆盖整个家装流程各类产品和服务需求，形成“整装+定制+成品+软装+生活”的全新模式。公司不断从家具品牌向生活方式品牌转型，形成了曲美系列你+生活馆、居+生活馆、B8 全屋定制、万物及凡希品牌等多元化矩阵，为用户提



供一站式高端家居空间定制解决方案。2020 年成功上市 B8 时尚定制家居新升级系列，后续公司计划推出更多系列的时尚家居产品，从产品端深化转型。

图 12 你+生活馆，提供空间美学



资料来源：公司官网，华西证券研究所

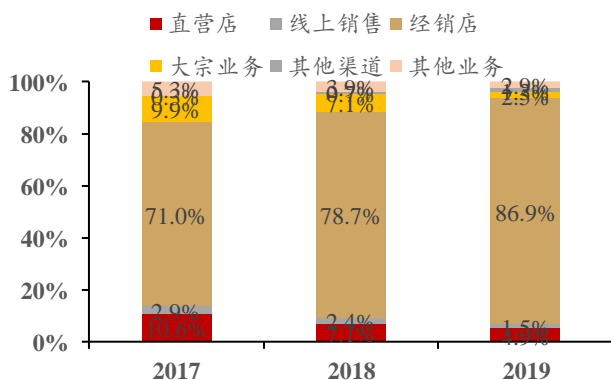
图 13 居+生活馆，回归居住本真



资料来源：公司官网，华西证券研究所

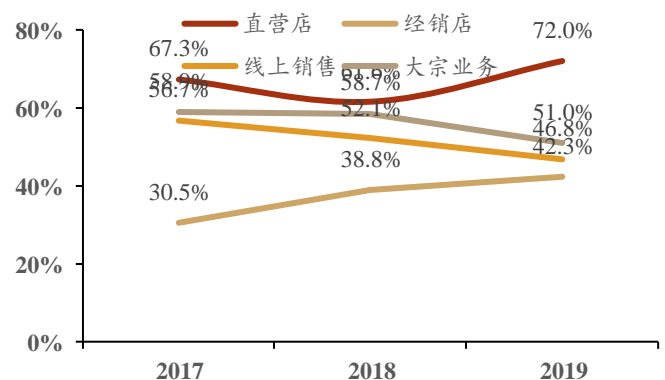
**多渠道协同发展。**公司采取经销渠道为主、直营和线上渠道为辅，工程、出口等多渠道协同发展的商业模式。2019 年公司经销、直营、线上销售、大宗业务以及其他渠道收入分别为 37.19、2.12、0.64、1.08、0.54 亿元，占总收入比重分别为 86.9%、4.9%、1.5%、2.5%、1.3%，经销渠道仍是公司的主要收入来源。

图 14 经销渠道是公司主要收入来源



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 主要业务毛利率保持高位

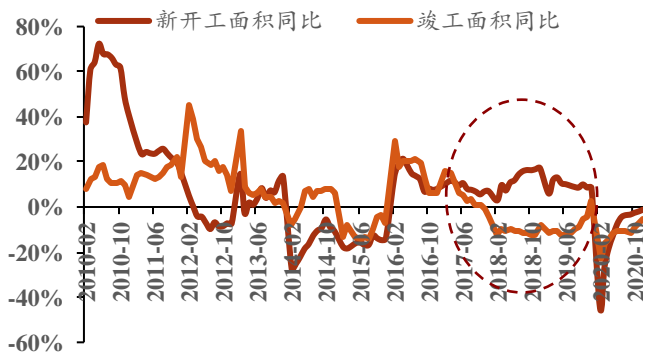


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 直营+经销共发力，持续受益竣工改善

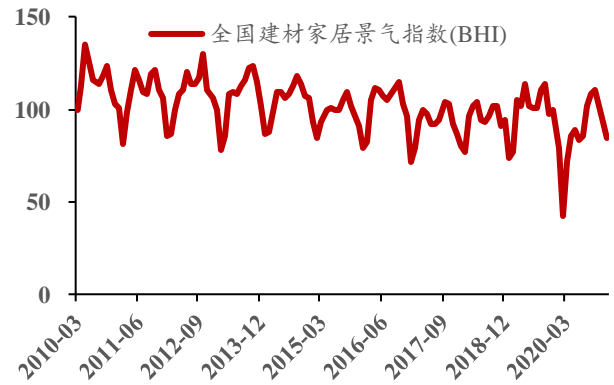
**21 年有望迎来竣工大年，家具需求持续改善。**本轮新开工与竣工的分化出现在 2017 年 8 月，到目前为止，竣工与新开工实际背离超过 3 年。2020 年受疫情影响，房企竣工有所延迟，但随着疫情得以控制，在交付压力下，2020 年 10 月以来竣工数据持续改善，行业景气度不断提升。在交付压力下，竣工与新开工不可能长期背离，预计 2021 年有望迎来竣工大年，从而带来下游家居需求改善。从全国建材家居景气指数来看，随着疫情得以控制，2020 年 3 月以来 BHI 环比持续改善，建材家居市场保持平稳复苏态势。

图 16 2021 年将迎来竣工的集中交付



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

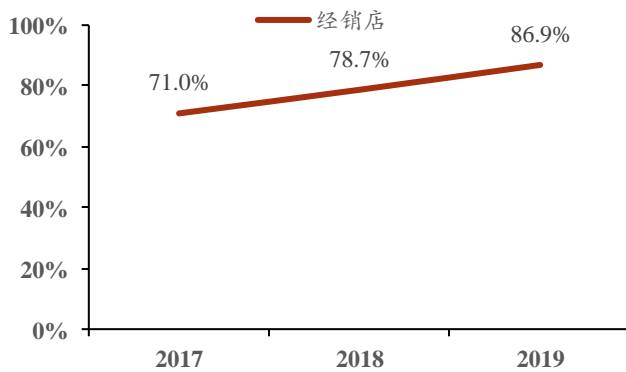
图 17 BHI 平稳复苏



资料来源：商务部，华西证券研究所

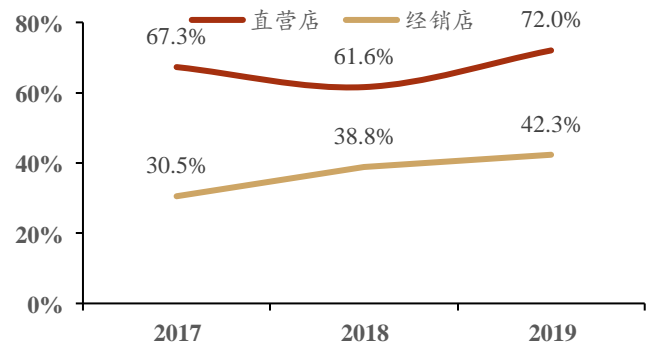
曲美创新性的推出“你+生活馆”系列空间解决方案，从为消费者提供家具产品发展至提供生活方式。零售渠道主要采取经销、直营双模式，2019 年经销店、直营店收入分别为 37.19、2.12 亿元，同比增长分别为 63%、3%，经销渠道为公司主要零售渠道，且近几年在新曲美持续推进“时尚家居”战略、“三新营销”战略，公司加大门店开拓，提升单店收入，经销店收入增长迅速，2017-2019 年经销店收入年复合增速达 58%。毛利率方面，公司在产品端、销售端积极配合时尚家居战略转型，将你+、居+、B8 的产品精选、合并，淘汰无效 SKU，聚焦优质产品，销售渠道也逐渐转型为时尚家居店，且在生产端持续优化供应链，淘汰无效 SKU、材料价格谈判以及优化生产工艺，进一步降低生产成本，带来渠道毛利率的提升，2019 年经销店、直营店毛利率分别为 42.3%、72.0%，同比提升 3.50pct、10.44pct。

图 18 经销渠道收入占比持续提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 19 年直营店毛利率 72%，经销店毛利率 42%

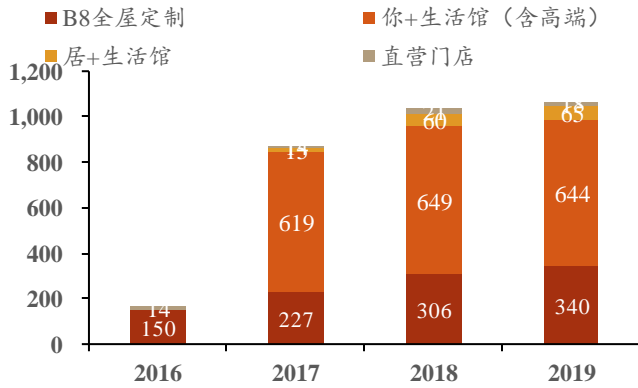


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司在全国范围内拥有 200 多家面积超 1000 平方米的大型家居门店，20 多年来积累了丰富的门店运营管理经验、场景化营销经验和多品类家具销售经验，使公司在大家居时代的渠道竞争中保持领先地位。2019Q3 以来公司推动销售渠道的升级转型，销售渠道逐渐转型为时尚家居店，一方面持续向低线城市下沉，将低线城市+基础人口确定为曲美的渠道下沉方向，截至 2019 年底，经销门店约 1049 家，直营门店 18 家，其中你+、居+、B8 门店分别为 644 家、65 家、340 家，2019 年净增 31 家专卖店。随着行业需求回暖以及公司经营提升，我们预计 2021 年公司净增加 100 家以上门店，积极扩张；另一方面快速推动存量店面的焕新工作，计划 2020 年完成大部分门店的

时尚家居形象升级工作，保证“时尚家居”转型战略有效落地。此外，公司在产品端不断推出高性价比时尚家居产品，满足低线城市消费需求，带来整体单店收入的提升，2019年公司经销店、直营店单店收入分别为355、1176万元，同比增长58%、20%。随着新曲美时尚家居战略的不断推进，零售渠道的持续优化升级，单店收入有望持续提升。

图 20 门店持续增加（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 19 年单店收入同比提升（万元/家）



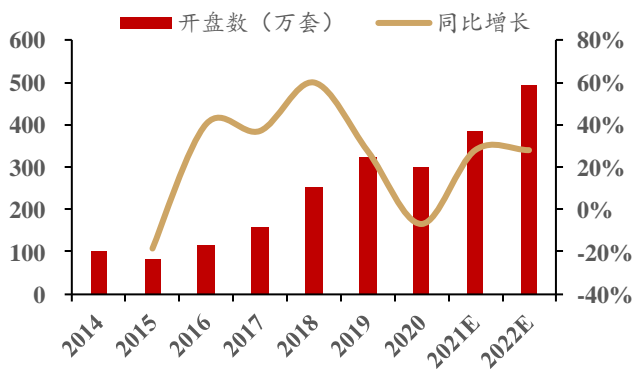
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 紧抓精装修高景气度机遇，大宗业务有望快速发展

**21 年有望迎来竣工大年，B 端家具高增长。**根据奥维云网统计，2015 年至 2019 年，国内精装修住宅开盘套数由 82 万套上升至 320 万套，年均复合增长率为 41%。2020 年受疫情影响，精装修市场地产施工进度延后，全年精装修住宅开盘套数为 300.9 万套，同比下滑 6%。随着疫情的逐步得以控制，2020Q2 以来竣工数据持续改善，精装修市场逐步复苏，预计在交付压力下，2021 年有望迎来竣工大年，家具 B 端市场将快速发展，根据奥维云网预测，2021 年、2022 年新开盘精装房项目预计分别达 388 万套、495 万套，未来两年将保持 28% 的同比增长。

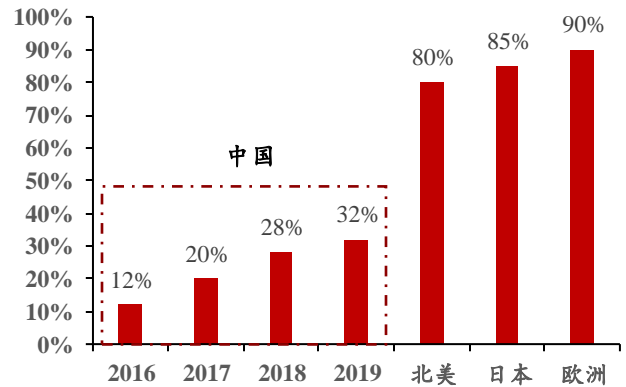
**精装房渗透率持续提升，未来发展空间巨大。**中期角度，精装渗透率仍有较大提升空间。2016 年国内精装修渗透率为 12%，2019 年上升至 32%；但对比北美、日本、欧洲等发达地区 80-90% 以上的比例，我国精装修渗透率仍有较大提升空间。2020 年以来多省市针对装修标准虚高、装修材料以次充好等精装乱象，在样板间监管、全装修住宅合同、全装修住宅质量等方面作出了规范，政策趋向于精细化，在保障购房者权益的同时，也有助于精装修市场长期稳定与发展，推动地方精装修目标的实施及落地，从而快速提升精装渗透率。

图 22 精装修市场仍处于较高景气



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 23 我国精装渗透率较发达地区仍有较大提升空间

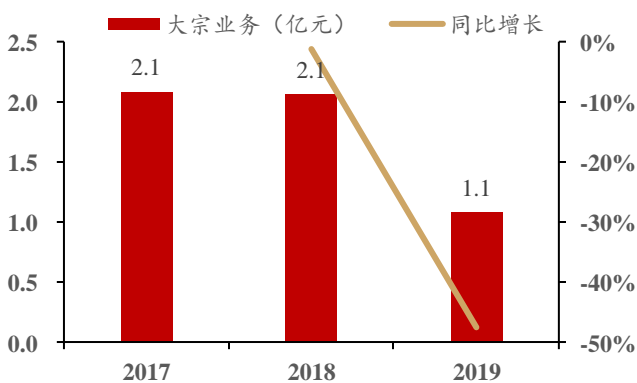


资料来源：智研咨询，华西证券研究所

**紧抓精装修市场高景气机遇，积极发展大宗业务。**公司先后与万科、恒大、业之峰、金螳螂装饰、百安居等地产公司、装饰公司、建材公司建立业务合作，2017 年公司恒大家居产业园合资设立河南恒大曲美公司，总投资 2.3 亿元，注册资本 1 亿元，公司持有 60% 的股权，恒大持有 40% 的股权，深入推进公司地产大宗业务的发展。2017-2018 年大宗业务销售额均保持在 2 亿元以上，2018 年下半年公司完成收购 Ekornes，导致资金压力大幅提升，因此，2019 年公司缩减大宗业务，调整客户结构，大宗业务销售额为 1.08 亿元，同比下滑 47.55%。

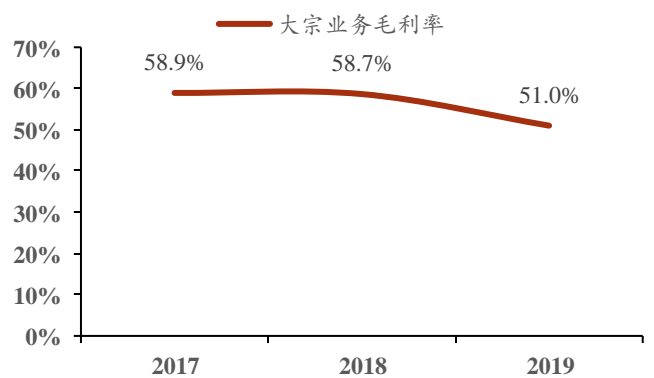
目前来看，公司大宗业务进行较大调整：1) 业务模式方面，公司大宗业务由此前的零售经销商交由专业的大宗渠道团队负责，专业服务和交付能力大幅提升；2) 客户方面，目前公司大宗业务客户以保利、融通、华润等优质地产大客户为主，客户资源优质。我们预计随着公司后续有息负债规模的持续下降，公司资产负债率恢复正常水平，资金压力逐渐得以缓解，大宗业务有望得以快速发展，成为公司主要增长点之一。

图 24 2019 年受资金压力影响，大宗业务有所缩减



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 大宗业务毛利率保持 50% 以上



资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 4. 存量房时代逐步到来，积极开拓家装业务

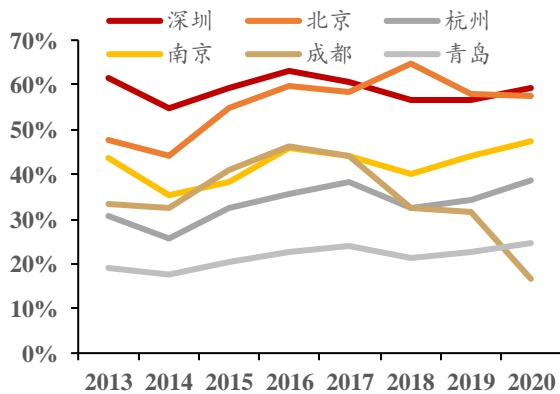
近年来，除精装房快速发展外，以二手房和翻新房为主的存量房也逐渐成为房市交易的主流对象，二手房交易占比持续提升，部分一线城市二手房占比甚至超过 60%。存量房交易占比的提升，也不断推动全国家居市场从新房装修向存量房时代过渡，据

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



腾讯家居，2019 年互联网家装中老房/二手房翻新占比达 31%，且主要为一二线城市用户居多。

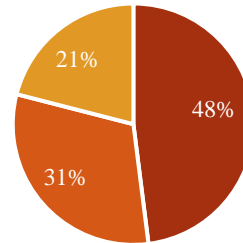
图 26 主要城市存量房交易占比提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 27 二手房翻新改造需求大

■ 新房装修 ■ 老房/二手房翻新 ■ 局部装修



资料来源：《2019 年互联网家装用户洞察白皮书》，华西证券研究所

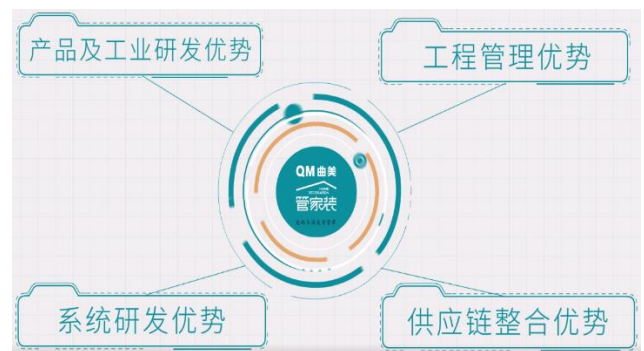
二手房装修订单多以局部改造、翻新为主，需求往往融合了家具更新、水电微改造、墙面屋顶翻新等多种“跨领域”服务，渠道主要以整装公司为主。公司积极布局家装市场，2018 年设立子公司北京曲美装饰有限公司，开创了“管家装”全案家装连锁品牌，正式从原有家具领域向整装领域探索。管家装依托曲美集团品牌影响力，凭借自身的产品及工艺研发优势、工程管理优势、系统研发优势、供应链整合优势，强势开拓家装行业全案营销·私人定制、拎包入住市场。2019 年公司开始对家装业务线下渠道进行开拓，新开家装门店 14 家，我们预计 20 年公司家装门店新开 70-80 家，预计 21 年新增 150 家以上的家装门店，截至 21 年底，家装门店累计超过 200 家，家装业务迎来快速增长，有望成为新的利润增长点。

图 28 管家装引领家装 6.0 时代



资料来源：曲美管家装官方公众号，华西证券研究所

图 29 管家装具有产品、管理、系统研发、供应链等优势



资料来源：曲美管家装官方公众号，华西证券研究所

### 三、Ekornes 再出发，迈入快速成长期

Ekornes 公司创立于 1934 年，是挪威国宝级躺椅公司，在全球拥有 28 家销售子公司，超过 5000 家零售商门店，10 家工厂，旗下品牌包括 Stressless、IMG、Svane、Ekornes Contract，构建了不同地域、不同价位的品牌矩阵。差异化的品牌产品矩阵

帮助公司覆盖更多的消费群体，占领更广阔的市场空间。2018年8月，曲美完成对 Ekornes 的要约收购，通过子公司持有 Ekornes 90.5% 的股份。

## 1. 新变化，新管理层：更加迎合市场趋势

2019年以来，首席执行官、首席财务官、研发负责人等部分高管进行更换，新入高管在家居设施、木材建筑类行业、跨国公司等方面具有十余年的工作经验，有助于迎合市场需求。而销售、采购、生产等业务线的核心负责人与业务骨干则继续保留在 Ekornes 公司体内，其中主要 Stressless 工程经理及模型设计专家均已加入 Ekornes 公司超 20 年，团队成员较为稳定，有助于公司生产经营的首要目标逐渐从各层的接管过渡至协同效应的全面释放。

图 30 新管理层，新变化

姓名	职位	加入时间	工作经历
Roger Lunde	CEO	2020年2月	在挪威不同行业公司拥有十余年的管理职位经验。曾担任 SaintGobain/Brødrene Dahl 公司首席执行官，其中，SaintGobain 是世界工业集团百强公司，在巴黎、巴西、伦敦等多地上市；Brødrene Dahl 是挪威最大的家居设施批发商，涵盖了从浴室家具到加热装置产品。
Mette Toft Bjørgen	CFO	2019年10月	拥有十余年的财务、战略运营经验。曾就职于 Statoil ASA 公司首席分析师和首席财务官、Viken Skog SA 公司首席财务官。其中 Statoil ASA 前身为挪威国家石油公司，作为跨国能源公司，在 36 个国家开展业务；Viken Skog SA 建筑材料和生物燃料行业公司，生产和供应木材建筑类产品、生物燃料以及相关产品和服务。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 聚焦时尚度和性价比两大核心指标，产品品类不断创新

Ekornes 旗下拥有 Stressless、IMG、Svane、Ekornes Contract 等品牌，其中，Stressless 是全球知名的舒适椅品牌，享誉全球 40 余年，具有丰富的历史文化底蕴；IMG 定位为“引领市场潮流、高性价比”的舒适椅产品，为消费者提供高质量、高舒适度、高性价比的舒适椅和配套家具产品，是 Stressless 品牌在中高端市场的有效补充；Svane 主要为床垫品牌。差异化的品牌产品矩阵有效覆盖更多的消费群体，占领更广阔的市场空间。

2019 年以来公司对 Ekornes 全球业务进行梳理，在产品研发方面制定新产品策略，不断优化产品研发体系。一方面，更换研发负责人并对团队成员进行优化，且与法拉利设计工作室合作，开发出时尚、舒适、性价比更高的舒适椅新品，如具有加热功能的“Max”、“Mike”系列舒适椅；另一方面，开发 Stressless 品牌软体沙发、茶几、餐桌椅等非舒适椅类成品家具，大力推动非舒适椅类客厅产品在零售终端的上样，在生产端陆续实现挪威工厂本地化的生产，预计未来非舒适椅产品保持高速增长。IMG 和 Svane 品牌的新品研发也将围绕时尚度和性价比等两个核心展开，从而有效提升 Ekornes 产品力。



图 31 思特莱斯 2020 系列：光环舒适椅



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 32 思特莱斯 2020 系列：艾米莉沙发



资料来源：Stressless 官网，华西证券研究所

### 3. 全球化产能布局，成本优势显著

Ekornes 在全球拥有 10 家工厂，其中 Stressless、Svane 和 Ekornes Contract 品牌旗下拥有 6 家工厂（位于挪威、美国），IMG 品牌旗下拥有 4 家工厂（位于泰国、越南、立陶宛）。

公司挪威工厂在生产过程中广泛使用工业机器人，2016 年 Ekornes 工厂投入使用缝纫机器人，进一步提升公司的生产自动化水平，Stressless 产品线日均产量约 1500 把椅子以上，在提高生产效率的同时，产品尺寸精度等把控更为精确。另外，公司对欧洲及北美地区销售额占营业收入 8 成以上，挪威及美国工厂的设立，有助于快速相应当地市场需求，更好的维护在欧洲及北美地区的核心地位，立陶宛工厂的建成投产，有助于增强核心竞争力，且立陶宛位于欧洲，木材加工为其优势产业，土地成本、人员成本也较低，有助于进一步降低生产成本。而泰国、越南等东南亚工厂的设立，有效满足澳大利亚、新西兰以及亚洲其他地区消费需求，为国内市场开拓也奠定了产能基础。而且，泰国、越南等东南亚地区成本较低，对欧美地区销售也不存在关税等问题。

图 33 Ekornes 全球化产能布局

工厂	地址	备注
Aure 工厂 2	挪威	Stressless 沙发座椅及其他家具产品所使用的层压板；Ekornes 系列固定靠背沙发
Tynes 工厂	挪威	木制零部件及层压板的生产
Grodås 工厂	挪威	木制零部件生产
Fetsund 工厂	挪威	Svane 零部件生产及组装
美国 Morganton 工厂	美国	零部件组装与缝纫，专供美国市场
IMG 泰国工厂	泰国	木制层压板扶手椅、木制零部件、钢架、模塑泡沫零部件
IMG 越南工厂 1	越南	带脚垫的扶手椅和沙发、固定靠背沙发
IMG 越南工厂 2	越南	木制零部件、钢铁零部件和机械装置
IMG 立陶宛工厂	立陶宛	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

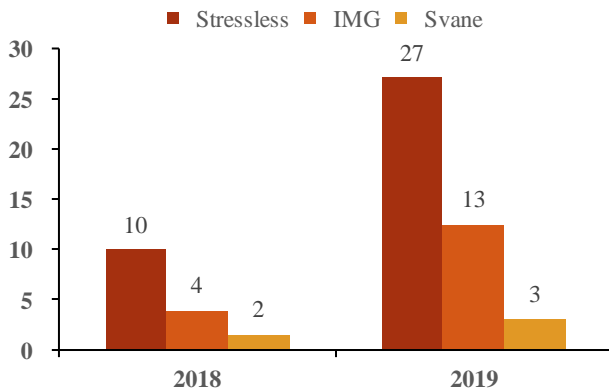
原材料采购方面，公司原材料采购主要分为常规原材料采购和战略材料采购两种不同模式。其中，常规原材料采购主要为公司研发、生产及采购等部门联合对钢、胶合板、纤维、泡沫化工物资、布料、皮革等常规原材料确定供应商，且定期对供应商进行评估，每次采购原料选择性价比最优供应商进行合作或者按照长协发送采购订单，降低成本。而战略材料采购主要为对资本投入较大、产品特殊定制的如“多功能沙发”

的机械装置、铝制基座等原材料，公司一般与供应商保持长期合作关系。近几年来，Ekornes 纵向整合加强，部分战略原料转为自行生产，有效降低生产成本。

#### 4. 打开 OEM、ODM 市场渠道，发展态势良好

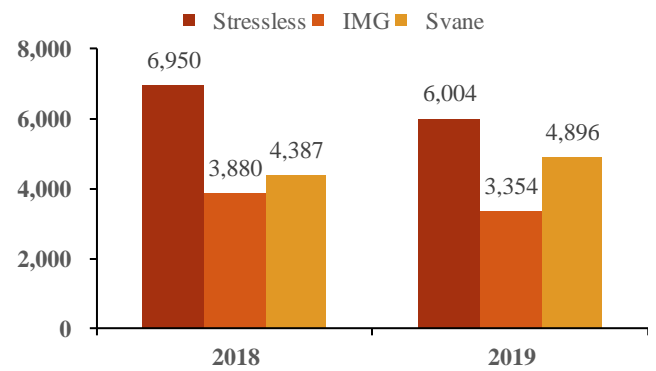
公司在全球拥有 10 家工厂，位于欧洲、美国以及东南亚地区，后续也将建设立陶宛工厂，产能布局合理、充足，且挪威等工厂自动化水平较高，生产效率较高，在软体类家具生产方面有较强的生产、成本和质量优势。为进一步发挥 Ekornes 全球工厂产能优势，2020 年以来，Ekornes 积极对外开拓 OEM、ODM 类业务，主要为 Costco、G plan 等大型的渠道商进行代加工业务，产量大幅提升，销售均价略有下降。截至 2020 年 6 月底，Ekornes 软床、床垫、沙发类订单超过 2 亿挪威克朗（约 1.5 亿元人民币），发展态势良好。

图 34 Ekornes 产量大幅提升（万件）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 35 Ekornes 销售均价略有下滑（元/件）

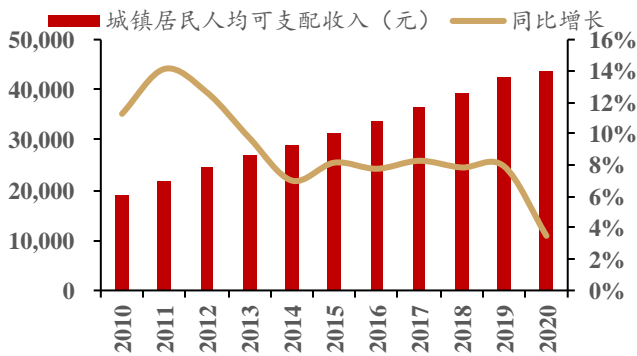


资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 5. 顺应消费升级趋势，大力开拓国内市场

伴随我国城市化进程的发展、国际贸易发展，我国居民可支配收入逐年增加，2020 年我国城镇居民人均可支配收入达 4.38 万元，2010-2020 年年复合增速达 8.7%。其次，90 后逐渐成为消费主力军，在家具消费选择时，更为追求家具颜值和风格，据 CBNDData，在各色风格中，90 后消费者更为倾向于北欧、日式及轻奢的风格。随着人均可支配收入的提升、消费习惯的改变，消费者对品牌和品质的追求日益增加，消费升级逐渐成为趋势。

图 36 居民可支配收入逐年提升



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 37 年轻家装消费者拥有自己的消费主张和审美品味



资料来源：CBNData，华西证券研究所

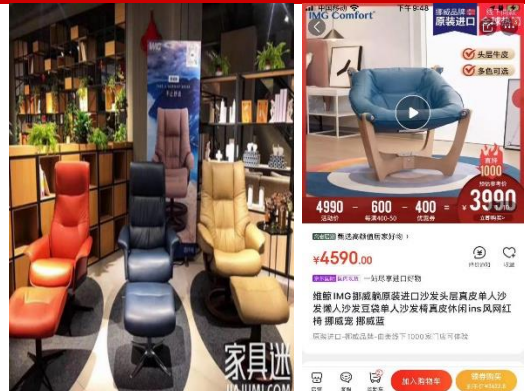
随着国内消费不断提升，海外高端家居品牌也越来越受消费者欢迎。Stressless 以“世界上最舒服的椅子”形象享誉全球，多个全球名人人手一把，中高端品牌的市场定位与国内消费升级的趋势相吻合，公司顺应消费升级趋势，大力开拓 Ekornes 国内市场。2018 年以来，Ekornes 借助曲美在国内的渠道资源和市场运营经验，在 Stressless、IMG 双品牌的带动下，Ekornes 中国市场高速发展。2019 年，Ekornes 中国市场取得突破式增长，Stressless 品牌以独立招商、独立开店的模式快速进行布局，对其经销政策、物流时效、市场政策等方面进行本土优化升级，同店销售和招商速度得以提升；IMG 品牌则以线上线下相结合模式快速打开国内市场，开拓了超过 700 个销售体验点，国内市场首年便实现超 5000 万元的销售额。2020Q1 受疫情影响，Ekornes 中国市场开拓速度有所放缓，Q2 以来随着疫情的改善，中国区域市场销售迅速反弹，截至 6 月底，Stressless 中国销售订单同比增速已经超过 30%。截至 2020 年 6 月底，Stressless 在国内拥有品牌旗舰店超过 60 家，IMG 全国体验点数量超过 800 家，预计随着国内疫情的逐步消退，Ekornes 中国开店速度将加快，在中国市场将继续发挥整合红利，21 年业绩预计高增长。

图 38 Stressless 品牌以独立开店模式迅速布局



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 39 IMG 品牌以线下线上相结合模式快速打开国内市场



资料来源：公司官网，家具迷，京东，华西证券研究所

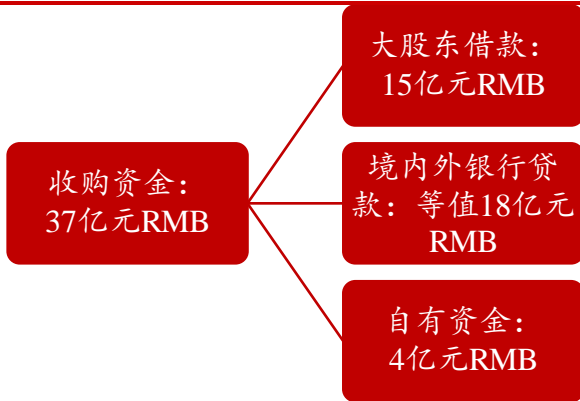
#### 四、财务费用持续改善，利润端向好

2018 年曲美以 46.41 亿挪威克朗（约 37 亿元人民币）现金收购 Ekornes 90.5% 的股份，现金收购资金来源于股东借款、境内外商业银行贷款以及自有资金等，带来

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

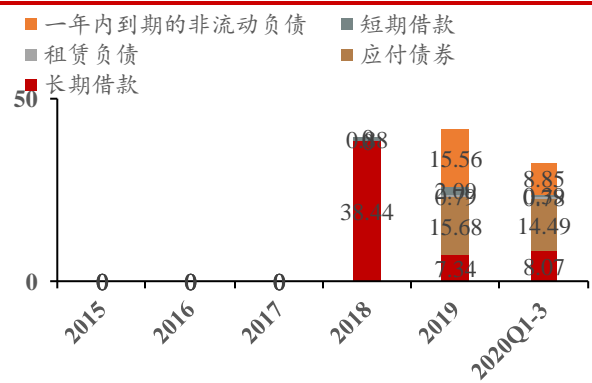
公司有息负债的大幅提升，2017-2019 年公司短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、租赁负债等合计分别为 0、39.32、41.46 亿元。有息负债的大幅增加，带来利息支出的攀升，2018 年公司利息支出 1.39 亿元，2019 年利息支出攀升至 2.93 亿元，利息支出的增加，对公司整体利润端压力较大，2017-2019 年公司净利润分别为 2.46、-0.57、0.98 亿元，2018 年净利润同比下降幅度较大。

图 40 收购 Ekornes 时资金来源



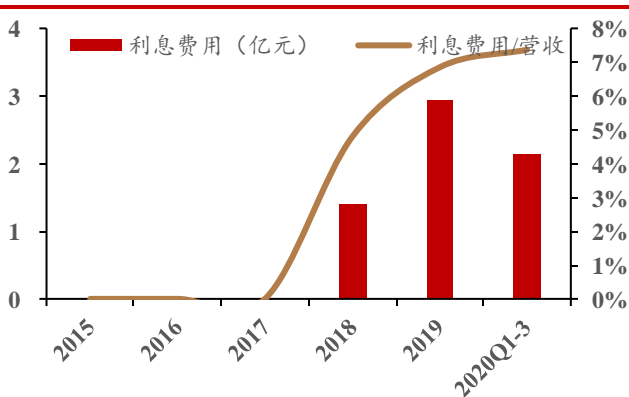
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 41 有息负债规模逐年下降（亿元）



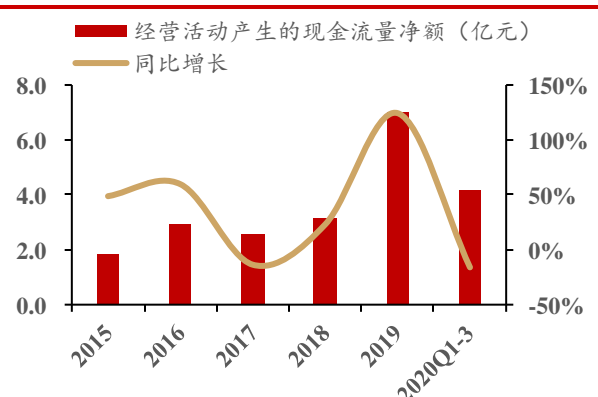
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 42 利息支出有望改善



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 43 经营性现金流可用于偿债



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低了有息负债规模，截至 2020 年 9 月底，公司短期借款、一年内到期的非流动负债分别为 0.39、8.85 亿元，较 2019 年底分别下降了 1.70、6.71 亿元，有息负债规模的快速下降，带来财务费用的优化，分季度看，2020Q3 财务费用为 0.51 亿元，环比下降 52%；财务费用率为 4.42%，环比下降 7.25pct，带来盈利的好转。

图 44 多措并举，有效降低有息负债规模

项目	具体内容
境外公司债发行	2019年完成20亿挪威克朗公司债发行，票面利率约6%，发行期限4.5年，偿还大股东15亿元借款（利率约9.3%）
引入战投	2020年引入张家港产业资本，转让款3.34亿元，偿还股权质押融资
非公开发行	2020年非公开发行，募集资金净额6.30亿元，置换此前用于收购对价的预先投入自筹资金
经营性现金流偿债	2019年经营活动现金流量净额为7.01亿元，可以部分偿债

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 五、投资建议

### 1. 盈利预测

关键假设：

收入端：受益于地产竣工、销售数据的改善，家居行业消费需求提升。公司不断升级自身产品、渠道、服务等、发挥与 Ekornes 协同效应，有助于收入规模的逐渐扩大，其中预计定制家居保持较快发展，成品家居稳健增长。

盈利端：受产品结构变化影响，整体毛利率略有波动；净利率持续受益良好的期间费用率管控，尤其是财务费用的改善，持续好转。

根据以上假设，考虑到 20 年业绩受疫情影响，业绩将于 2021 年开始释放，调整此前盈利预测，2020-2022 年营业收入分别由 43.99、53.14、62.64 亿元调整至 42.42、53.03、63.78 亿元；归母净利润分别由 1.35、3.49、4.57 亿元调整至 1.20、3.48、5.18 亿元。



图 45 业绩分析

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入 (亿元)	21.0	28.9	42.8	42.4	53.0	63.8
yoy	26%	38%	48%	-1%	25%	20%
毛利率	38.9%	42.4%	43.6%	44.2%	44.9%	45.2%
<b>定制家具</b>						
收入 (亿元)	4.2	5.9	7.3	8.2	11.1	13.8
yoy		40%	22%	13%	35%	24%
毛利率	38.7%	40.4%	45.9%	45.5%	46.0%	46.5%
<b>成品家具</b>						
收入 (亿元)	14.1	11.6	8.5	8.0	9.1	10.8
yoy		-18%	-27%	-6%	14%	18%
毛利率		36.5%	34.9%	39.9%	41.8%	44.3%
<b>饰品及其他</b>						
收入 (亿元)	1.5	1.0	1.3	1.6	2.0	2.4
yoy		-36%	34%	24%	25%	21%
毛利率		22.3%	21.7%	21.0%	22.0%	22.5%
<b>Stressless</b>						
收入 (亿元)		7.3	18.8	18.2	21.4	24.1
yoy			158%	-4%	18%	13%
毛利率		56.5%	50.7%	50.2%	51.0%	51.0%
<b>IMG</b>						
收入 (亿元)		1.4	4.0	3.5	5.4	7.4
yoy			177%	-12%	55%	37%
毛利率		46.0%	46.5%	45.0%	45.5%	46.0%
<b>Svane</b>						
收入 (亿元)		0.5	1.7	1.6	2.6	3.9
yoy			212%	-5%	64%	47%
毛利率		-1.0%	13.5%	20.0%	22.0%	23.0%
<b>其他业务</b>						
收入 (亿元)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
yoy	867%	2%	7%	5%	3%	3%
毛利率	47.6%	41.9%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%

资料来源: Wind, 华西证券研究所预测

## 2. 估值分析

选取同行业上市公司作为可比公司进行估值分析, 考虑到公司 2020 年业绩仍处于拐点期, 2021 年业绩将逐渐体现, 因此, 对比 2021 年可比公司平均 PE 为 23 倍, 公司目前估值处于低位。

图 46 可比公司估值分析

证券代码	证券简称	最新价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
603816.SH	顾家家居	76.98	486.74	1.84	2.09	2.48	42	37	31
603313.SH	梦百合	43.11	161.71	1.12	1.35	2.11	38	32	20
300729.SZ	乐歌股份	38.92	54.06	0.72	1.49	2.09	54	26	19
	平均值			1.23	1.64	2.23	45	32	23
603818.SH	曲美家居	7.33	42.73	0.14	0.21	0.60	52	36	12

资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 最新日期为 2021 年 2 月 23 日

考虑到 20 年业绩受疫情影响, 业绩将于 2021 年开始释放, 调整此前盈利预测, 2020-2022 年营业收入分别由 43.99、53.14、62.64 亿元调整至 42.42、53.03、63.78 亿元; 归母净利润分别由 1.35、3.49、4.57 亿元调整至 1.20、3.48、5.18 亿



元，对应 PE 分别为 36 倍、12 倍、8 倍。新曲美正在起积极变化，根据公司业绩预告，2020 年归母净利润 1.00-1.30 亿元，同比增长 21.72%-58.24%，拐点已经开始显现，预计业绩将逐步在 2021 年释放，且公司 21 年 PE 估值约 12 倍，低于同行平均水平，且公司 21 年 PE 估值位于上市以来的低位，维持“买入”评级。

## 六、风险提示

财务费用改善不及预期。公司现金收购 Ekornes，导致有息负债规模的大幅提升，财务费用高企，使得盈利大幅下降。公司积极应对，通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低了有息负债规模，财务费用逐季改善，带来盈利的好转，若后续改善不及预期，可能会对利润端的改善产生一定影响。

并购整合不及预期。Ekornes 与曲美并购整合效果不及预期，可能会影响公司整体业绩。

地产销售、竣工不及预期。公司所处家具行业与地产行业具有一定的关联性，若地产销售数据、竣工数据不及预期，可能造成对家具的需求减弱，从而影响行业及公司的经营业绩。

行业竞争加剧风险。2017 年以来行业内大中型家具公司集中上市，家具行业产能、渠道迅速扩张，行业竞争激烈，若行业竞争加剧，可能造成行业整体盈利水平的下降。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,279	4,242	5,303	6,378	净利润	98	126	359	534
YoY (%)	48.0%	-0.9%	25.0%	20.3%	折旧和摊销	309	228	229	231
营业成本	2,414	2,366	2,922	3,494	营运资金变动	83	62	34	-107
营业税金及附加	18	18	23	27	经营活动现金流	701	666	822	791
销售费用	1,060	1,015	1,225	1,474	资本开支	-246	121	41	62
管理费用	375	386	447	537	投资	0	0	0	0
财务费用	231	245	161	102	投资活动现金流	-267	120	20	44
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	13	94	0	0
投资收益	-17	-1	-21	-18	债务募资	288	-111	-128	-505
营业利润	107	139	424	630	筹资活动现金流	-161	-489	-1,207	-1,222
营业外收支	-3	9	-1	-1	现金净流量	362	297	-365	-387
利润总额	104	148	423	629	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	7	22	63	94	<b>成长能力</b>				
净利润	98	126	359	534	营业收入增长率	48.0%	-0.9%	25.0%	20.3%
归属于母公司净利润	82	120	348	518	净利润增长率	239.1%	45.8%	190.8%	48.8%
YoY (%)	239.1%	45.8%	190.8%	48.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.14	0.21	0.60	0.89	毛利率	43.6%	44.2%	44.9%	45.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	2.3%	3.0%	6.8%	8.4%
货币资金	657	954	588	201	总资产收益率 ROA	1.1%	1.6%	4.8%	7.6%
预付款项	48	57	71	80	净资产收益率 ROE	5.5%	5.3%	13.3%	16.5%
存货	669	681	825	986	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	526	540	608	678	流动比率	<b>0.72</b>	<b>1.19</b>	<b>1.39</b>	<b>1.36</b>
流动资产合计	1,899	2,232	2,092	1,945	速动比率	0.45	0.80	0.79	0.61
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.25	0.51	0.39	0.14
固定资产	1,802	1,675	1,527	1,368	资产负债率	74.8%	64.7%	57.8%	47.3%
无形资产	2,510	2,479	2,447	2,406	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	5,818	5,480	5,210	4,920	总资产周转率	0.55	0.55	0.73	0.93
资产合计	7,717	7,712	7,303	6,864	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	209	38	10	5	每股收益	0.14	0.21	0.60	0.89
应付账款及票据	318	312	385	460	每股净资产	2.58	3.91	4.51	5.40
其他流动负债	2,096	1,524	1,111	968	每股经营现金流	1.20	1.14	1.41	1.36
流动负债合计	2,623	1,874	1,506	1,433	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	734	794	694	194	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,418	2,318	2,018	1,618	PE	52.01	35.66	12.26	8.24
非流动负债合计	3,152	3,112	2,712	1,812	PB	3.25	2.15	1.87	1.56
负债合计	5,775	4,986	4,217	3,245					
股本	489	583	583	583					
少数股东权益	441	447	458	474					
股东权益合计	1,942	2,726	3,085	3,619					
负债和股东权益合计	7,717	7,712	7,303	6,864					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。