

603816.SH

买入

原评级: 未有评级

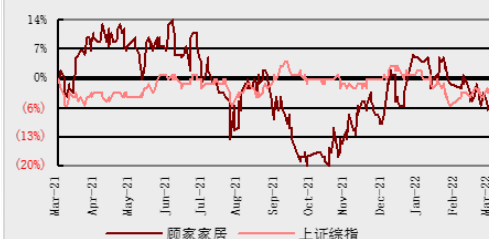
市场价格: 人民币 68.58

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 全球化拓展的家居龙头企业。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.4)	(5.7)	1.5	(6.5)
相对上证指数	(6.2)	(9.3)	5.0	(3.8)

发行股数(百万)	632
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	43,358
3个月日均交易额(人民币 百万)	271
主要股东(%)	
顾家集团有限公司	34

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 3 月 3 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家居用品

证券分析师: 郝帅
(8610)66229231
shuai.hao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

联系人: 杨雨钦
(8610)66229231
yuqin.yang@bocichina.com
一般证券业务证书编号: S1300121080061

顾家家居

推进全球化布局, 多元优势共筑龙头地位

在消费升级叠加龙头规模化优势的催化下, 软体家居行业格局不断优化。公司作为行业龙头依托产品渠道优势不断扩大市场份额。未来在全屋融合, 内外销发力的带动下, 业绩有望维持高速增长。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **推进全球化布局, 稳坐行业龙头。**公司以沙发业务起家, 分别于 2010、和 2017 年拓展床类、定制家居业务。公司在强化内销业务的同时积极拓展海外市场, 2020 年海外业务收入为 46.5 亿元, 占比为 36.7%。在内外销协同发力的推动下 2020 年公司总收入实现 14.2% 的逆势增长, 公司预计 2021 年全年实现净利润 16.5-17.3 亿元, 收入和净利润呈现双高增长。
- **软体家居行业格局优化。**1) **行业规模稳健增长:** 2020 年沙发/床垫规模分别为 666/708 亿元, 近年维持稳健增长态势, 随着未来渗透率提升叠加消费升级推动单价上行, 预计仍有较大提升空间。2) **行业格局持续优化:** 消费升级趋势促使品牌与产品体验感重要性提升, 龙头有望凭借优质产品以及规模化生产不断提升市场份额, 2020 年沙发 CR2 约为 13.8%, 床垫 CR5 约为 17.3%, 相较 2018 年 9.6% 与 12.1% 有较大幅度提升。
- **发力高潜产品, 内外销驱动收入高增。**1) **沙发业务:** 公司通过收购以及打造自主品牌培育功能沙发, 功能沙发近四年 CAGR 为 39.2%, 未来有望推动沙发业务稳健增长。2) **床垫业务:** 公司在发力中端床垫的同时推出多款高端明星产品, 床垫近五年内销 CAGR 为 32.7%, 未来有望维持高速增长放量态势。3) **外销业务:** 在美国地产需求高景气以及公司优质客户结构的支撑下外销收入有望实现长期稳健增长, 与内销形成双轮驱动。

盈利预测和估值

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 176.7/216.8/260.1 亿元, 归母净利润为 16.8/21.2/25.9 亿元, 对应 PE 分别为 26/21/17 倍。公司持续拓展渠道数量, 并优化门店, 有望扩大自身优势。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动、中美贸易战加剧、新品类拓展不达预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	11,094	12,666	17,669	21,681	26,008
变动(%)	21	14	39	23	20
净利润(人民币 百万)	1,161	845	1,676	2,117	2,590
全面摊薄每股收益(人民币)	1.929	1.337	2.651	3.348	4.096
变动(%)	(16.1)	(30.7)	98.3	26.3	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	36	51	26	21	17
价格/每股现金流量(倍)	19.4	19.9	19.4	17.4	14.9
每股现金流量(人民币)	3.53	3.45	3.53	3.95	4.59
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.4	31.0	15.5	11.7	9.3
每股股息(人民币)	1.140	0.789	0.663	0.837	1.024
股息率(%)	1.7	1.2	1.0	1.2	1.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1. 推进全球化布局，家居龙头快速成长	6
1.1 四十年深耕成就家居龙头地位.....	6
1.2 股权集中稳定，推行员工持股计划彰显发展信心.....	8
1.3 多年深耕加积极拓展铸就龙头地位	10
1.4 全球化产能布局匹配扩张战略.....	11
1.5 收入快速增长，费用率逐年优化	12
2. 推进年轻化战略，渠道产品共筑核心优势	14
2.1 多维度年轻化转型，提升品牌接受度.....	14
2.2 线下线上齐发力，多维度塑造渠道优势	17
2.3 构建品牌矩阵，覆盖消费需求.....	19
3. 沙发行业格局优化，多品类助力沙发高增	21
3.1 沙发行业稳健增长，功能化助力龙头拓展市场份额	21
3.2 立足优质产品拓展高潜功能沙发，未来有望维持高增	22
4. 消费升级助力龙头扩张，床垫业务依托爆款快速发展.....	24
4.1 床垫行业稳健增长，消费升级促进格局优化	24
4.2 依托爆款打开市场，坚持中端定位战略	25
5. 推进大家居战略，发力外销形成双轮驱动	28
5.1 布局全屋定制，拓展流量入口.....	28
5.2 高需求拉动境外业务，大客户战略保障业绩确定性	29
6. 盈利预测与估值讨论	31
风险提示.....	33

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司销售收入、净利润近五年呈较高增速，2020 年利润受一次性减值影响（单位：亿元）	6
图表 2. 公司旗下拥有六大产品系列覆盖消费需求	7
图表 3. 床类和定制家居业务收入占比逐步提升.....	7
图表 4. 中纤板价格指数走高.....	8
图表 5. 近两年 TDI/MDI 价格涨幅较大（单位：元/吨）	8
图表 6. 原材料占比较大	8
图表 7. 公司股权结构稳定.....	9
图表 8. 公司高管拥有丰富行业经验	9
图表 9. 核心管理人员增持股份彰显信心.....	10
图表 10. 公司向 25 名核心员工推出持股计划（单位：万元）	10
图表 11. 多年深耕加积极拓展铸就龙头地位.....	11
图表 12. 全球化产能布局匹配扩张战略（万平方米）	11
图表 13. 多品类战略推动总收入稳健增长（单位：亿元）	12
图表 14. 内外销高增助力公司快速扩张（单位：亿元）	12
图表 15. 公司各产品毛利率基本维持稳定.....	13
图表 16. 内贸毛利率下降	13
图表 17. 公司净利润快速增长，净利率有所波动（单位：亿元）	13
图表 18. 公司总费用率呈现改善趋势	13
图表 19. 泛 90 后逐步成为消费主力	14
图表 20. 床垫品牌与体验感重要性提升.....	14
图表 21. 颜值为消费者购买沙发主要考量因素	14
图表 22. 公司更换 Logo，打造年轻品牌.....	15
图表 23. 公司打造网络综艺节目 WULI 屋里变.....	15
图表 24. 公司独家冠名流量 IP“猫晚”	15
图表 25. 公司借助国漫 IP 大闹天宫推出联名沙发.....	15
图表 26. 公司打造潮流形象“顾家牛”	15
图表 27. 公司于微博、淘宝、抖音等平台粉丝数均大幅高于同行（单位：万人）	16
图表 28. 公司推出多款时尚颜值产品	16
图表 29. 公司自主及收购品牌门店数量快速增长（单位：家）	17

图表 30. 公司门店数量领跑行业（单位：家）	17
图表 31. 公司推出“1+N+X”的渠道模式促进门店融合	18
图表 32. 公司各品类单店收入快速增长（单位：万元）	18
图表 33. 全屋融合促进风格统一	18
图表 34. 整体套餐具有价格比较优势	18
图表 35. 公司推出全民任务挑战赛提升双十一关注度	19
图表 36. 总裁带货促进流量变现	19
图表 37. 公司双 11 销量常年位居行业前列	19
图表 38. 公司构建品牌矩阵匹配消费需求	20
图表 39. 我国沙发行业增速逐步趋稳（单位：亿元）	21
图表 40. 近五年我国新房市场增速相较之前有所放缓（单位：亿平方米）	21
图表 41. 我国沙发行业增速逐步趋稳（单位：亿元）	21
图表 42. 我国功能沙发渗透率快速提升	21
图表 43. 美国功能沙发渗透率较高	21
图表 44. 功能沙发匹配更多生活需求	22
图表 45. 我国沙发行业集中度稳步提升	22
图表 46. 公司具备多类别沙发产品	23
图表 47. 沙发业务为公司主要收入来源（单位：亿元）	23
图表 50. 我国床垫行业增速逐步趋稳（单位：亿元）	24
图表 51. 我国城镇化率呈逐年上涨趋势	24
图表 52. 公司研发“五感”睡眠系统提升用户体验	24
图表 53. 我国床垫行业集中度快速提升	25
图表 54. 美国床垫市场集中度较高	25
图表 55. 床类业务收入呈快速增长态势（单位：亿元）	25
图表 56. 公司持续优化门店形象	26
图表 57. 公司依靠爆款产品快速打开市场	26
图表 58. 公司淘宝爆款价格低于喜临门、慕思（单位：元）	26
图表 59. 公司推出多款明星高端床垫保持高端市场份额	27
图表 60. 全屋定制自主品牌门店	28
图表 61. 孕婴级板材提升产品竞争力	28
图表 62. 定制家居业务收入高速增长（单位：亿元）	28
图表 63. 公司具备多风格全屋定制产品	29
图表 64. 外销业务近年复合增速较高	29
图表 65. 2021 年美国成屋成交量指数有所上升	30
图表 66. 2021 年我国家具出口金额呈现高增	30

图表 67. 公司海外业务份额增长较快（单位：亿元）	30
图表 68. 公司深耕多国核心大客户	30
图表 69. 公司收入拆分表（单位：亿元）	31
图表 70. 公司盈利预测的主要假设	32
图表 71. 公司 PE 估值表（单位：亿元）	32

1. 推进全球化布局，家居龙头快速成长

1.1 四十年深耕成就家居龙头地位

公司深耕家居行业，打造龙头品牌。公司前身为顾家工坊，创立于1982年，主营业务为客厅及卧室中高端软体家具产品的研发、设计、生产与销售。2003年，公司推出“顾家工艺”品牌并于2010年升级为“顾家家居”。经过近40年深耕，公司在产品丰富度，设计工艺，渠道多元化方面具备深厚积淀，成为行业龙头。2021年前三季度，公司实现销售收入132.3亿元，同比增长54.8%，公司预计2021年全年实现净利润16.5-17.3亿元，同比增长95%-105%，收入与利润在行业竞争加剧背景下呈现良好增长势头。

图表 1. 公司销售收入、净利润近五年呈较高增速，2020 年利润受一次性减值影响（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
销售收入	47.9	66.7	91.7	110.9	126.7	132.3
yoy	30.1%	39.0%	37.6%	20.9%	14.2%	54.8%
净利润	5.8	8.2	9.9	11.6	8.5	12.4
yoy	15.4%	43.0%	20.3%	17.4%	-27.2%	22.6%

资料来源：公司公告，中银证券

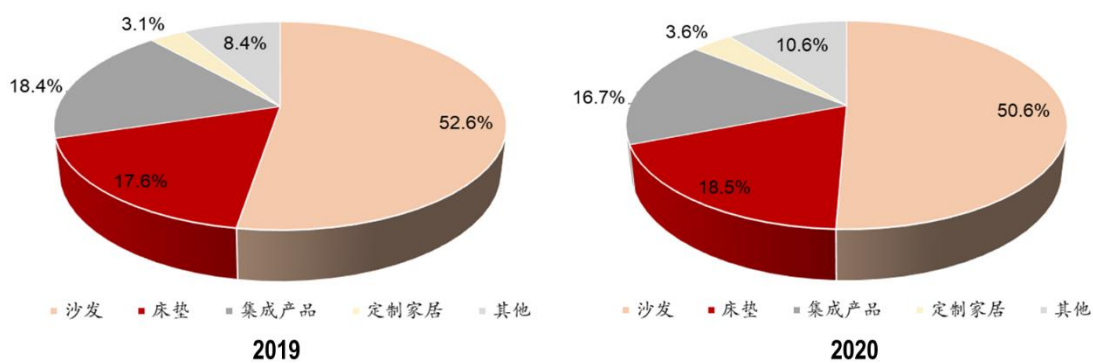
公司拓展产品品类匹配消费需求。公司以休闲沙发业务起家，分别于2010年和2017年拓展床类和定制家居业务。目前公司旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“全屋定制”等六大产品系列，在传统功能基础上渗透精致设计理念，彰显强大产品力。截止到2020年，沙发业务收入为64.1亿元，占比50.6%；床类业务收入为23.4亿元，占比18.5%；定制家居业务收入为4.6亿元，占比3.6%，床类产品及定制家居收入占比呈稳健提升态势。多品类布局助力公司覆盖消费需求，开拓多维成长曲线，公司有望依靠提前布局带来的产品和品牌力等优势持续享有行业红利，稳固龙头地位。

图表 2. 公司旗下拥有六大产品系列覆盖消费需求

产品系列	产品类别	产品图示
顾家工艺	休闲皮沙发	
顾家布艺	布艺沙发	
顾家功能	功能沙发	
睡眠中心	软床	
顾家床垫	床垫	
全屋定制	定制家居	

资料来源：公司公告，中银证券

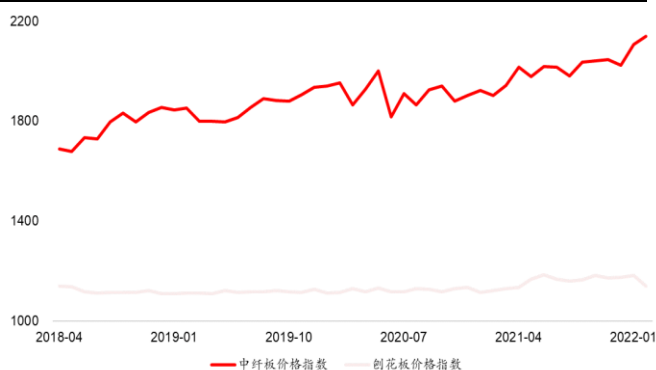
图表 3. 床类和定制家居业务收入占比逐步提升



资料来源：公司公告，中银证券

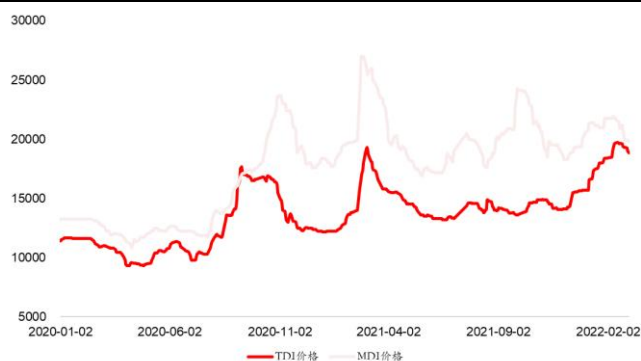
原材料价格上涨，公司有望通过提价缓解冲击。原材料是公司营业成本的主要组成部分，2020 年原材料成本占比 64.1%。公司主要原材料为皮革、海绵（TDI，MDI）、木材等。近年原材料价格呈上涨态势，对行业业绩造成一定压力，但整体对公司影响有限。一方面公司有多家长期合作供应商，并通过参股江苏金世缘乳胶及浙江圣诺盟顾家海绵使得采购价格上涨与原料短缺的风险相对可控，另一方面公司采取积极应对措施，适时启动季度锁价、延迟涨价及囤货等策略。公司于 2021Q4 在国内市场进行小幅度提价，有望进一步缓解原材料价格上涨带来的冲击。

图表 4. 中纤板价格指数走高



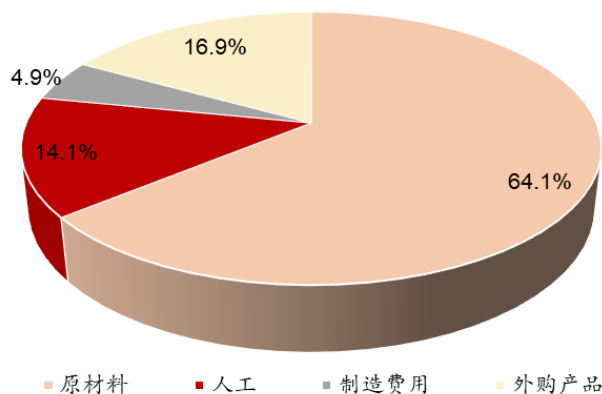
资料来源：中国木材价格指数网，万得，中银证券

图表 5. 近两年 TDI/MDI 价格涨幅较大（单位：元/吨）



资料来源：工商业联合会，万得，中银证券

图表 6. 原材料占比较大

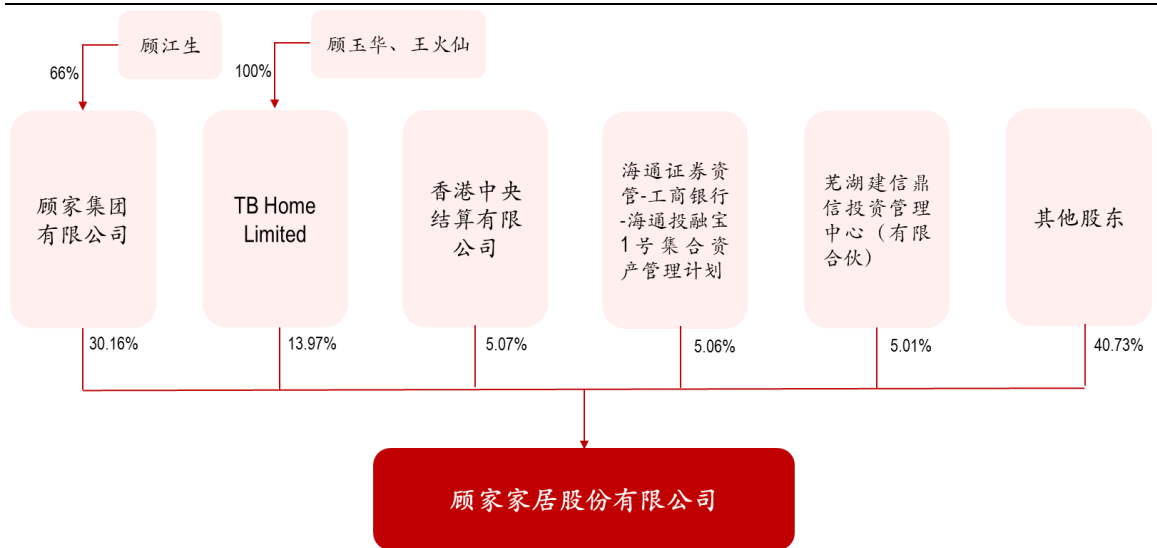


资料来源：公司公告，中银证券

1.2 股权集中稳定，推行员工持股计划彰显发展信心

股权较为集中，股权结构长期保持稳定。公司实际控制人顾江生出生于 1973 年，并于 2000 年接手企业。截止到 2021 年 11 月，顾江生控制的顾家集团有限公司与其父母顾玉华、王火仙控制的 TB home limited 共计持有股份 44.13%，股权结构长期保持稳定。

图表 7. 公司股权结构稳定



资料来源：万得，中银证券

管理层经验丰富，职业经理人经营水平优异。公司董事长顾江生，副总裁顾海龙等人多年来一直从事软体家居企业的经营管理，对行业发展规律和公司经营运作有较为深刻的认识。同时，公司通过市场化方式引进了李东来、刘春新等一批优秀的职业经理人，对行业的发展模式、人才管理、品牌建设、营销管理等方面有深入的理解，职业经理人优异的经营水平有力保障了公司快速稳健发展。

图表 8. 公司高管拥有丰富行业经验

姓名	职务	履历
顾江生	董事长	工商管理硕士。曾担任中国家具协会副理事长，中国家具协会沙发专业委员会主席团执行主席。全国工商联家居装饰业商会副会长，浙江家具协会副理事长，现任顾家家居股份有限公司董事长。
李东来	总裁	硕士。历任广东美的集团有限公司空调事业部总裁，广东美的电器股份有限公司副总裁等。2014年起任顾家家居股份有限公司董事兼总裁。
顾海龙	副总裁	曾任杭州庄盛家具制造有限公司总裁。2014年起任公司副总裁。
李云海	副总裁	历任美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理；2014年起任公司副总裁。
刘春新	副总裁，财务负责人	历任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；2014年起任公司副总裁兼财务负责人。
刘宏	副总裁	历任海龙家私业务经理，顾家工艺销售总监，副总经理，庄盛家具副总经理。2014年起任公司副总裁。
吴汉	副总裁	历任顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理兼财务负责人。2014年起任公司副总裁。
廖强	副总裁	历任广东美的集团分公司总经理，宁波奇帅电器总经理。2017年起任公司副总裁。
欧亚非	副总裁	曾任美的制冷家电集团区域销售公司总经理，顾家家居股份有限公司软床经营部总经理，卧室产品事业部总经理。2019年起任公司副总裁。
陈邦登	董事会秘书	历任财通证券股份有限公司营业部总经理。2019年起任公司董事会秘书。

资料来源：万得，中银证券

核心管理人员增持股份，员工持股计划彰显发展信心。公司高管李东来、欧亚非均于 2021 年完成股份增持。其中李东来近两年连续增持，增持金额总计 3.0 亿元，持股比例从 1.62% 提升至 2.36%。欧亚非增持金额 0.6 亿元，持股比例从 0.15% 提升至 0.29%。同时，在公司于 2020 年完成 2017 年发布的第一次股权激励的目标后，公司于 2021 年 6 月推出员工持股计划 1087.9 万股，占公司总股本的 1.7%，转让目标为公司董事、高管、核心骨干员工等 25 人，成交金额 6.8 亿元，成交均价为 62.1 元/股，为当时股价的 90%。公司连续推出股权激励与员工持股计划体现出对长期发展的良好规划，对核心管理人员始终保持高激励措施。综合来看，核心管理人员增持股份以及员工持股计划的推行彰显了对公司前景的信心，绑定了核心管理层与公司的利益，有望促进公司业绩提升。

图表 9. 核心管理人员增持股份彰显信心

完成时间	姓名	增持金额 (万元)	增持股数 (万股)	增持前占总股本比	增持后占总股本比
2021 年 9 月	欧亚非	5988.98	87.65	0.15%	0.29%
2021 年 6 月	李东来	18997.10	241.71	1.98%	2.36%
2020 年 12 月	李东来	11074.76	225.41	1.62%	1.98%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 公司向 25 名核心员工推出持股计划 (单位：万元)

序号	持有人	出资额上限	预计占本员工持股计划比例
1	李东来	27500	55.00%
2	李云海	1515	3.03%
3	吴汉	1515	3.03%
4	刘春新	1515	3.03%
5	欧亚非	1015	2.03%
6	廖强	875	1.75%
7	刘宏	595	1.19%
8	陈邦灯	350	0.70%
核心员工 (共 17 人)		15120	30.24%
合计		50000	100.00%

资料来源：公司公告，中银证券

1.3 多年深耕加积极拓展铸就龙头地位

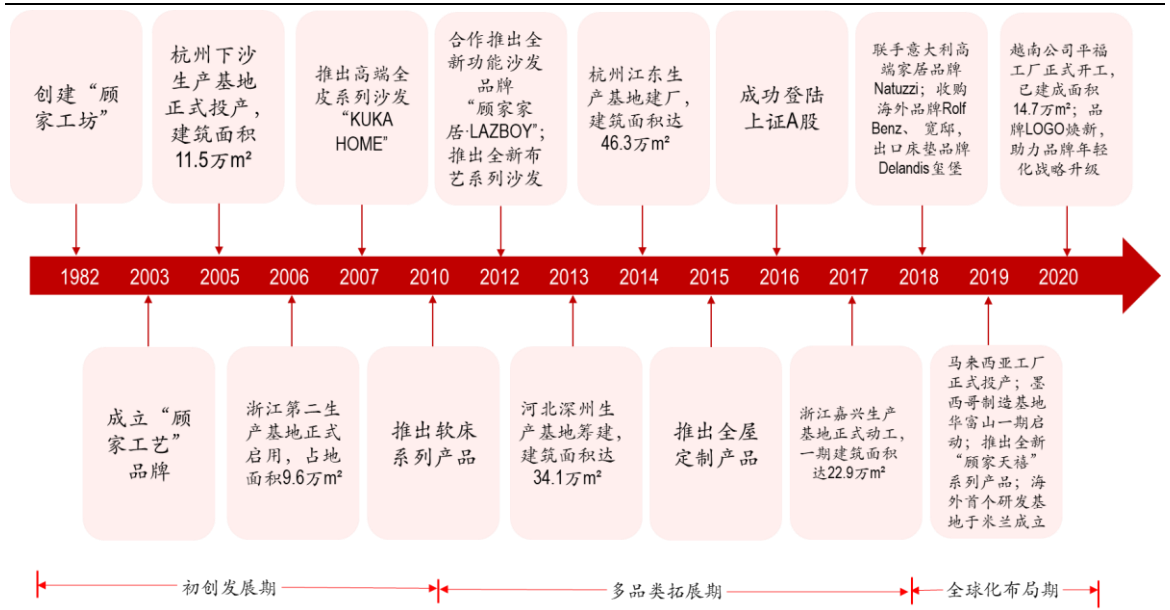
顾家家居 40 年的发展主要可以分为初创发展期，多品类拓展期和全球化布局期。

第一阶段 (1982-2009) 初创发展期：公司在初创期聚焦休闲沙发品类，积累沙发技术工艺，并投建生产基地实现量产。现任董事长顾江生于 2000 年接手企业并于 2003 年创立“顾家工艺”品牌，通过参加国际家居展会，推出高端全皮沙发品牌“KUKA HOME”快速提升产品影响力，逐步成为行业龙头。

第二阶段 (2010-2017) 多品类拓展期：在扎根休闲沙发品类后，公司拓展产品维度，分别于 2010、2012 和 2015 年拓展软床、功能及布艺沙发和全屋定制业务，受益于地产市场高增速，多品类战略顺利推行。截至 2017 年底，公司总收入为 66.7 亿元，同比增长 39.0%，沙发/软床业务五年复合增速分别为 21.6%/48.5%，在多品类战略的推动下公司收入规模高速增长，龙头地位得到巩固。

第三阶段 (2018-至今) 全球化布局期：随着国内市场竞争加剧，公司一方面推出“顾家天禧”等系列产品匹配更多需求，另一方面积极布局海外业务，创设第二成长曲线。公司在拓建越南、墨西哥生产基地的同时收购 Rolf Benz、宽邸等海外品牌以及出口床垫品牌“玺堡”。截至 2020 年，公司总收入为 126.7 亿，其中海外业务占比 36.7%。公司总收入在内外销合力推动下实现 14.2% 的逆势增长。

图表 11. 多年深耕加积极拓展铸就龙头地位



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

1.4 全球化产能布局匹配扩张战略

产能储备充足，匹配大体量业务需求。公司从地方性品牌扩张至全球化品牌得益于不断扩建产能，从杭州江东生产基地逐步扩张到越南、马来西亚等生产基地，目前已形成全球化产能布局。为拓展西南地区市场以及巩固华东地区的市场，公司分别在2021年8月和2021年9月于重庆市与杭州市投资建设生产基地项目，总计37.0亿元，此外公司于2021年12月计划在墨西哥以10.4亿元投资生产基地，彰显了公司扩张的信心，有望进一步提升软体家居产能，提升综合竞争力。截至2020年，公司拥有沙发产能约178.0万套，床垫产能约95.2万套，定制家居产能超200万平方米。公司各产品拥有充足产能匹配大体量业务需求。

全球化产能布局分散风险，有利于拓展市场份额。在疫情反复，贸易战导致不确定性增加的背景下，公司全球化产能有利于分散风险。相比之下，中小企业由于产能位置的局限性，难以通过转移生产化解不利影响，因此受影响相对较大，公司则可以凭借产能分布广泛优势加速吸收订单。综合来看，公司的全球化产能布局有望助力拓展市场份额。

图表 12. 全球化产能布局匹配扩张战略（万平方米）

地区	建筑面积	在建产能	项目进度（截至2021H1）
河北深州	34.1	-	-
湖北黄冈	31.6	60万标准套软体及400万方定制家居（一期） 12万标准套产品和500万方定制家居产品（二期）	48.82%（一期） 7.50%（二期）
浙江江东	46.3	1000万方定制家居产品	51.00%
浙江嘉兴	22.9	80万标准套软体家具产品	87.98%
浙江下沙	11.5	-	-
浙江钱塘	10.5	100万套软体家居及配套产业	-
重庆江津	19.6	达纲时产值约25亿元	-
越南	35.7	45万标准套软体家具（一期） 50万标准套家具产品（二期）	90.00%（一期） 42.00%（二期）
马来西亚	-	-	-
德国	-	-	-
墨西哥	36.4	达纲时产值约30.19亿元	-

资料来源：公司公告，中银证券

1.5 收入快速增长，费用率逐年优化

1.5.1 内外销齐发力，收入快速增长

多品类战略加内外销齐发力推动总收入快速增长。2020 年公司实现销售收入 126.7 亿元，同比增长 14.2%。2016-2020 年公司销售收入复合增长率为 28.0%。公司销售收入呈现高速增长态势一方面因为随着公司多品类战略持续推进，床类、定制家居等产品高速放量以及公司推出明星系列产品促进品牌力加码。另一方面，公司积极推进海外业务，收购的出口床垫品牌玺堡、德国顶级家居品牌 Rolf Benz 等对外销增长起到了较强的促进作用。2021 年前三季度总收入为 132.2 亿元，同比增长 54.8%，公司预计 2021 年全年实现净利润 16.5-17.3 亿元，同比增长 95%-105%。依靠主营产品沙发的强劲表现以及内外销协同发力，公司销售收入实现了高速增长。

图表 13. 多品类战略推动总收入稳健增长（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
总收入	47.9	66.7	91.7	110.9	126.7	132.2
yoy	30.1%	39.0%	37.6%	20.9%	14.2%	54.8%
沙发	28.4	36.9	51.4	58.3	64.1	68.2
yoy	-	30.0%	39.3%	13.3%	10.0%	-
占比	59.2%	55.4%	56.1%	52.6%	50.6%	51.6%
床类产品	6.5	8.9	11.3	19.5	23.4	23.2
yoy	-	36.3%	27.8%	72.5%	19.7%	-
占比	13.6%	13.3%	12.3%	17.6%	18.5%	17.6%
集成产品	9.5	12.4	16.1	19.1	22.2	21.7
yoy	-	31.4%	29.6%	18.4%	16.7%	-
占比	19.7%	18.6%	17.6%	17.2%	17.6%	16.4%
定制家具	-	0.9	2.1	3.4	4.6	4.7
yoy	-	-	145.8%	61.7%	32.9%	-
占比	-	1.3%	2.3%	3.1%	3.6%	3.6%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 内外销高增助力公司快速扩张（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
境内	44.3	56.7	64.9	80.1	82.0
yoy	38.6%	28.0%	14.3%	23.5%	50.0%
占比	66.5%	61.8%	58.5%	63.3%	62.0%
境外	22.3	35.0	46.1	46.5	50.3
yoy	40.5%	56.7%	31.7%	1.0%	60.4%
占比	33.5%	38.2%	41.5%	36.7%	38.0%

资料来源：公司公告，中银证券

1.5.2 毛利率呈现波动，净利率受非经营性因素影响

公司毛利率水平呈现下降趋势。公司近两年毛利率相较之前下滑较明显，主要系公司与玺堡、纳图兹、Rolf Benz 等多个品牌并表以及低毛利率境外业务收入占比提升，截至 2019 年 H1，公司并表前收入占并表后收入 79.9%，并表对公司财务信息产生较大影响。2021 年前三季度公司毛利率为 28.9%，同比下降 5.5%，主要系会计准则变化（约-3.0pct）以及代收海运运费造成收入成本同数额增加（约-2.0pct），若剔除影响，毛利率水平基本维持稳定。随着公司在终端提价对冲高原材料价格及海运费叠加定制家居等产品规模效应逐步释放，公司整体毛利率水平有望呈现稳中略升态势。

图表 15. 公司各产品毛利率基本维持稳定

	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
总体毛利率	40.4%	37.3%	36.4%	34.9%	35.2%	34.4%	28.9%
沙发	41.0%	36.5%	34.9%	32.4%	32.6%	-	-
床类	42.4%	38.2%	38.2%	35.1%	35.6%	-	-
集成产品	31.7%	27.3%	26.7%	24.2%	24.2%	-	-
定制家具	-	26.9%	30.0%	35.8%	35.8%	-	-
红木家具	-	13.5%	13.9%	25.3%	21.6%	-	-

资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 内贸毛利率下降

	2016	2017	2018	2019	2020
总体毛利率	40.4%	37.3%	36.4%	34.9%	35.2%
境内	41.4%	42.4%	42.9%	39.9%	40.1%
境外	34.3%	24.0%	23.6%	24.8%	24.2%

资料来源：公司公告，中银证券

净利润快速增长，净利率产生非经营性波动。2016-2019 年净利润复合增速为 23.6%，呈现快速增长势头。2020 年公司净利润为 8.5 亿元，同比减少 27.2%，净利率为 6.8%，主要系 2020Q4 一次性商誉减值，若剔除影响，净利率水平维持稳定。2021 年前三季度净利润为 12.4 亿元，同比增长 22.6%，净利率为 9.5%。净利率水平下降主要系毛利率水平下降以及政府补助递延至 Q4。

图表 17. 公司净利润快速增长，净利率有所波动（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
净利润	5.8	8.2	9.9	11.6	8.5	12.4
yoy	15.4%	43.0%	20.3%	17.4%	-27.2%	22.6%
净利率	11.9%	12.5%	11.0%	11.0%	6.8%	9.5% (yoy -2.9pct)

资料来源：公司公告，中银证券

1.5.3 销售费用率下降，总费用率维持稳定

销售及管理费用率逐步改善，总费用率保持稳定。除 2020 年海运费上升导致销售费用率同比提升外，公司近三年销售及管理费用率呈现改善态势，主要系公司费用精准投放以及管理效率提升。公司研发费用率近年有所提升，从 2017 年 1.1% 提升至 2020 年 1.6% 并逐步趋于稳定，主要系公司加大研发力度以匹配境内外市场需求，增加竞争力。2021 年前三季度销售/管理/研发费用率为 14.1%/2.0%/1.5%，同比-4.1pct/-0.8pct/+0.0pct，销售及管理费用率继续保持下降趋势。综合来看，在公司不断优化管理体系以及规模效应释放的共同推动下，公司总费用率有望维持稳中下降趋势。

图表 18. 公司总费用率呈现改善趋势

	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
销售费用率	21.0%	19.5%	18.7%	19.7%	18.2%	14.1%
管理费用率	3.0%	2.7%	2.6%	2.3%	2.8%	2.0%
研发费用率	1.1%	1.5%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
财务费用率	0.7%	0.3%	0.9%	1.0%	0.9%	0.1%
总费用率	25.8%	23.9%	24.0%	24.7%	23.4%	17.6%

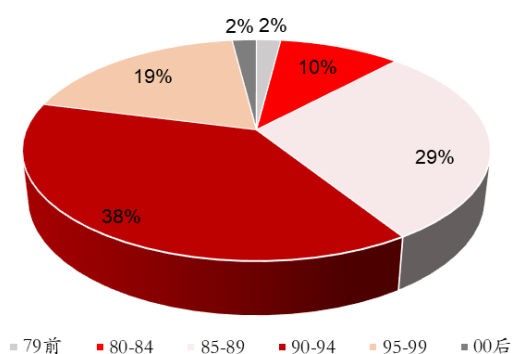
资料来源：公司公告，中银证券

2. 推进年轻化战略，渠道产品共筑核心优势

2.1 多维度年轻化转型，提升品牌接受度

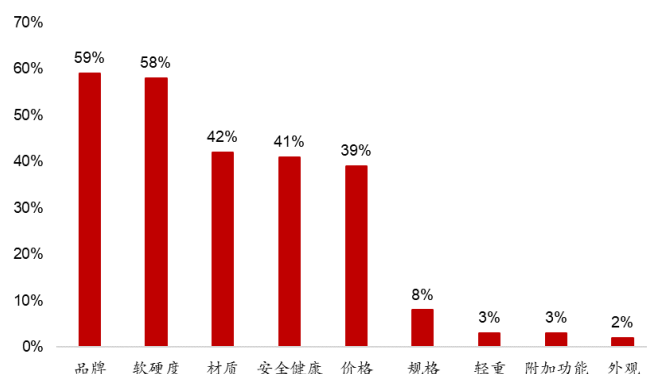
年轻化趋势显现，品牌与体验感重要性提升。随着泛 90 后逐步成为消费主力，消费者对产品关注的重心发生转移，颜值、品牌、软硬度替代价格和材质成为消费者购买沙发和床垫等软体家居的首要考量因素，反映出了消费者关注重心逐步从性价比转移到品牌与体验感，消费品年轻化趋势显现。我们认为关注重心转变一方面是因为人均家居产品消费水平提升相对减弱了消费者对价格与质量的关注度，另一方面，由于软体家居的贴身属性，顾客消费与健康意识升级，加强了对个人心理与生理体验的要求。为顺应年轻化趋势，公司进行了 Logo、产品、营销模式等多维度年轻化创新，有望提升品牌接受度，增强综合竞争力。

图表 19. 泛 90 后逐步成为消费主力



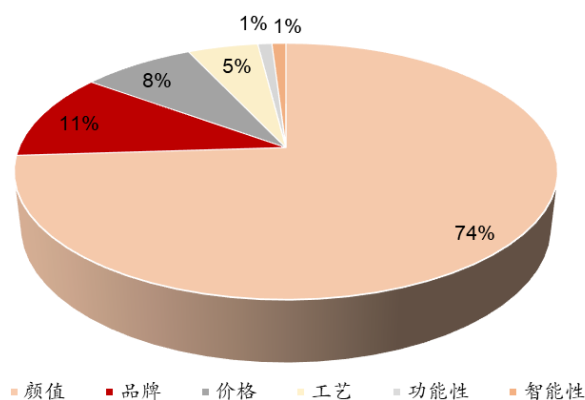
资料来源：天猫 2021 床垫白皮书，中银证券

图表 20. 床垫品牌与体验感重要性提升



资料来源：天猫 2021 床垫白皮书，中银证券

图表 21. 颜值为消费者购买沙发主要考量因素



资料来源：中国布艺沙发消费指数，中银证券

更换品牌 Logo，打造年轻面貌。为迎合年轻消费者，公司于 2020 年 3 月更换新 Logo，新 Logo 的形象特点由原版的经典、沉重转变为简洁与活泼。公司对 Logo 的改变显示出公司打造年轻品牌的决心，此举助力年轻化战略推进，有望从外观上更好地匹配年轻化消费需求，提升品牌、门店形象以及产品的一致性，提升品牌接受度。

图表 22. 公司更换 Logo，打造年轻品牌



资料来源：公司官网，中银证券

携手流量 IP，推进时尚营销。公司顺应新零售趋势，依靠在爱奇艺、天猫等平台布局打造时尚流量 IP，进一步加深了消费者对公司年轻化品牌的印象。2016 年公司打造网络综艺节目“WULI 屋里变”，将明星、设计师和家装改造等元素，通过符合年轻人感官的新玩法组合，使消费者感受到家装带来的温馨与乐趣，赢得了消费者对公司品牌的重新认识。此外，公司在 2018/2019 年双 11 独家冠名“猫晚”，并于 2020 年推出潮流形象“顾家牛”，传递坚毅忠诚，善于服务，乐于付出的品牌价值观，拉近与年轻消费群体距离。截止 2021 年 11 月，公司于微博、淘宝、抖音等平台粉丝数均大幅高于同行，反映了公司在新兴平台的领先布局。随着公司继续推进时尚营销，有望进一步提升品牌知名度，强化消费者对公司年轻化品牌的认知。

图表 23. 公司打造网络综艺节目 WULI 屋里变



资料来源：百度图片，中银证券

图表 24. 公司独家冠名流量 IP“猫晚”



资料来源：百度图片，中银证券

图表 25. 公司借助国漫 IP 大闹天宫推出联名沙发



资料来源：百度图片，中银证券

图表 26. 公司打造潮流形象“顾家牛”



资料来源：百度图片，中银证券

图表 27. 公司于微博、淘宝、抖音等平台粉丝数均大幅高于同行（单位：万人）

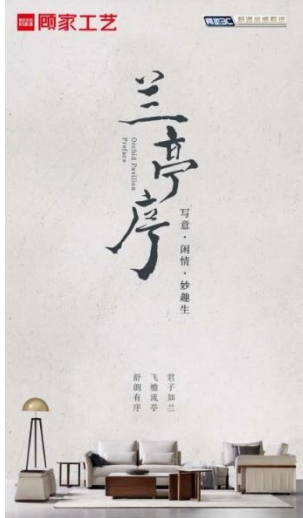


	顾家家居	喜临门	梦百合	慕思
淘宝	370	295	19	158
微博	143	34	32	41
抖音	75	43	8	22

资料来源：微博，淘宝，抖音，中银证券

注：表格数据为 2021 年 12 月统计

结合年轻化设计理念，推出多款颜值产品。在产品端，公司结合了年轻化设计理念，不断推陈出新，迎合年轻消费需求。公司先后推出了“颜执”、“兰亭序”、“漫步西雅图”、“博登湖床垫”等多款颜值与舒适性俱佳的软体家居产品，在传统功能基础上突出文艺、个性及自由等时尚元素，更容易与年轻消费群体产生共鸣。2020 年 4 月公司推出时尚品牌“天禧派”，聚焦年轻消费群体。公司打造的年轻态产品顺应了年轻化发展战略，有望助力公司提升产品接受度，增强整体品牌力。

图表 28. 公司推出多款时尚颜值产品

产品类别	产品名称	产品图示
沙发	颜执	
沙发	兰亭序	
沙发	漫步西雅图	
床垫	博登湖	

资料来源：百度图片，中银证券

2.2 线下线上齐发力，多维度塑造渠道优势

2.2.1 下沉渠道拓店，加大融合店比例

下沉渠道拓店，门店数量领跑行业。公司通过培育自主品牌与收购拓展门店数量，加大品牌影响力，一方面公司加快中低端系列渠道布局，通过与居然之家、红星美凯龙等家居卖场龙头签订协议以及持有卖场股份实现绑定，跟随家居卖场龙头下沉市场开店以抢占低线市场的份额。另一方面，公司近年积极收购其他家居品牌。截至 2020 年底，顾家的自有品牌经销店数量从 2017 年末的 3266 家增加到了 4434 家。其他品牌的门店数从 2017 年的 1669 家扩大到了 2020 年的 1844 家，2020 年公司门店总数达 6691 家，领跑行业。公司的渠道优势释放“店多吸客”效应，即通过加大品牌曝光度提升品牌认知度及接受度，增强品牌影响力，与中小品牌拉开差距。

图表 29. 公司自主及收购品牌门店数量快速增长（单位：家）

	2017	2018	2019	2020
自主品牌	3266	4222	4543	4847
其他品牌	1669	1854	1943	1844
总计	4935	6076	6486	6691

资料来源：公司公告，中银证券

图表 30. 公司门店数量领跑行业（单位：家）

	2017	2018	2019	2020
顾家家居	4935	6076	6486	6691
敏华控股	1933	2357	2997	4122
喜临门	1807	2387	2620	2843
梦百合	191	239	578	831
慕思	-	-	-	3500+

资料来源：公司公告，万得，中银证券

加大融合店比例，单店收入快速提升。2019 年公司推出“1+N+X”的渠道模式，即“融合大店（约 1500 平方米）+单品类专业店（约 200-600 平米）+新兴业态门店”，在培育公司定制家居渠道的基础上，依托优质软体经销商，实现“软体+定制家居”的融合发展，促进资源叠加与产品导流。公司严格控制新开店面积，增加大面积门店比例。2021 年前三季度 2000 平方米以上门店数约 93 家，同比增长约 200%，体现出公司加强大面积门店建设力度。

图表 31. 公司推出“1+N+X”的渠道模式促进门店融合

门店类别	门店业态	产品图示
1	主要为生活馆、融合大店等，平均面积为 1500 平方米以上。	
N	数量最多的单品类专业店，平均面积约为 200-600 平方米。	
X	新渠道探索，包括苏宁、百货商场、社区店、整装门店等。	

资料来源：公司公告，公司官网，百度图片，中银证券

在产品展示上，大面积门店有助于优化店内陈设，使得来访顾客可以更直观地感受到产品的美感，推动转化率提升。在产品组合上，公司将定制家居与软体家居结合具备两方面优势，一方面在于可以实现整体家居风格的一致。另一方面，可以推出整体销售套餐，在价格竞争中取得比较优势。截至 2020 年，沙发/床垫/定制家居门店单店收入分别为 90.7/165.0/98.3 万元，两年复合增速分别为 12.2%/42.5%/21.1%，实现快速增长。综合来看大面积门店带来了优质购物体验，提升公司整体品牌形象，并推动软体家居与定制家居的双向导流，促进单店收入提升，造就了公司的龙头地位。

图表 32. 公司各品类单店收入快速增长（单位：万元）

	2018	2019	2020	两年 CAGR
沙发	72.1	87.2	90.7	12.2%
床垫	81.2	96.2	165.0	42.5%
定制家居	67.0	71.0	98.3	21.1%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 33. 全屋融合促进风格统一



资料来源：公司官网，中银证券

图表 34. 整体套餐具有价格比较优势



资料来源：百度图片，中银证券

2.2.2 把握线上渠道，推进流量变现

公司积极把握线上渠道机遇，推动流量变现。在携手多个流量 IP，加大曝光度的同时，公司在各平台积极开展直播与销售活动，提升转化率。除传统电商平台外，公司积极布局抖音、小红书等新兴平台，推出全民挑战赛等活动，在提高软体家居产品关注度的同时，传递顾家双十一狂欢购物季信息。截至 2021 年 11 月，公司在抖音发起的双 11 话题总播放量 4.7 亿次，共产生了 1.4 万个视频，视频点赞量 188 万。公司双 11 全平台销售额累计突破 6.5 亿元，同比增长 78%，多年位居行业前列。公司打造的线上商业闭环有望持续扩大优势，增加线上份额，提升渠道综合竞争力。

图表 35. 公司推出全民任务挑战赛提升双十一关注度



资料来源：抖音，中银证券

图表 36. 总裁带货促进流量变现



资料来源：百度图片，中银证券

图表 37. 公司双 11 销量常年位居行业前列

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
第一名	林氏木业	林氏木业	全友家居	林氏木业	林氏木业	林氏木业
第二名	全友家居	全友家居	林氏木业	芝华仕	全友家居	源氏木语
第三名	顾家家居	顾家家居	芝华士	顾家家居	源氏木语	全友家居
第四名	雅兰	喜临门	顾家家居	源氏木语	喜临门	喜临门
第五名	华日家居	芝华仕	维达	全友家居	顾家家居	芝华仕
第六名	aok 多喜爱	雅兰	欧派家居	慕思	芝华仕	顾家家居
第七名	芝华士	左右沙发	源氏木语	雅兰	爱果乐	慕思
第八名	拉菲曼尼	卫诗理	水星	爱果乐	雅兰	雅兰
第九名	卫诗理	华日	威露士	喜临门	左右沙发	爱果乐
第十名	光明家居	aok 多喜爱	九牧	护童	慕思	原始原素

资料来源：天猫，公司公告，中银证券

2.3 构建品牌矩阵，覆盖消费需求

公司搭建品牌矩阵匹配消费需求。在拓展多品类同时，公司逐步构建品牌矩阵，拓宽价格带，一方面公司培育了自主品牌“KUKA HOME”、“天禧派”和“东方荟”，另一方面公司合作推出美式沙发品牌“顾家家居·LA-Z-BOY”，收购意大利品牌“Natuzzi”，德国品牌“ROLF BENZ”，出口家具品牌“优先家居”和出口床垫品牌“Delandis 玺堡”。公司通过搭建品牌矩阵覆盖从高端到大众市场的消费需求，助力提升产品市占率，巩固龙头地位。

图表 38. 公司构建品牌矩阵匹配消费需求

品牌	品牌属性	系列	产品	定位
顾家家居	自主	顾家工艺	皮沙发	中高端
顾家家居	自主	顾家布艺	布艺沙发、床	中高端
顾家家居	自主	顾家功能	功能沙发	中高端
顾家家居	自主	睡眠中心	皮床、床垫	中高端
顾家家居	自主	顾家床垫	床、床垫	中高端
顾家家居	自主	全屋定制	全屋定制	中高端
顾家家居	自主	惠尚	床、床垫、沙发等	中低端
顾家家居	自主	惠致	沙发、床、按摩椅等	中低端
天禧派	自主	-	床垫、床、沙发	中低端
东方荟	自主	-	红木家具	高端
LA-Z-BOY	合作	-	功能沙发	高端
Natuzzi	收购	-	沙发、扶手椅、床	高端
Rolf Benz	收购	-	单椅、沙发	高端
玺堡	收购	-	床垫	-
班尔奇	收购	-	全屋定制	中高端
优先家居	收购	-	定制沙发等	中高端

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

3. 沙发行业格局优化，多品类助力沙发高增

3.1 沙发行业稳健增长，功能化助力龙头拓展市场份额

我国沙发行业呈现稳健增长态势。我国沙发行业需求来源主要为新房装修与二手房翻新，随着新房市场增速逐步下降，沙发行业呈现平稳增长势头。2020 年我国沙发市场规模约为 666 亿元，2016-2020 年复合增长率为 7.7%，高于家具制造业近五年 2.7% 的复合增速。我们认为沙发行业增长优于家居全行业一方面因为 沙发更换周期相较于传统的硬装主材以及厨衣柜等产品更短，因此沙发二手房翻新需求量相对更高，可以适度抵御新房增速下降带来的冲击。另一方面，沙发可设计空间较大，随着消费者对传统功能外要求提高，出厂单价逐步上升。我们预计未来我国沙发市场将维持稳健增长态势。

图表 39. 我国沙发行业增速逐步趋稳（单位：亿元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
我国沙发行业市场规模	285	329	365	405	434	460	485	552	594	610	666
yoy	19.2%	15.3%	11.0%	11.0%	7.0%	6.0%	5.4%	13.8%	7.6%	2.7%	9.2%
家具制造业市场规模	3793	4992	5439	6463	7187	7873	8560	9056	9445	9587	9012
yoy	30.3%	31.6%	8.9%	18.8%	11.2%	9.5%	8.7%	5.8%	4.3%	1.5%	-6.0%

资料来源：国家统计局，智研咨询，中银证券

图表 40. 近五年我国新房市场增速相较之前有所放缓（单位：亿平方米）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
我国新房销售面积	9.3	9.7	9.8	11.6	10.5	11.2	13.8	14.5	14.8	15.0	15.5	15.7
yoy	8.3%	3.9%	1.5%	17.5%	-9.1%	6.9%	22.4%	5.3%	2.2%	1.5%	3.2%	1.1%

资料来源：国家统计局，中银证券

沙发功能化趋势显现。功能沙发在普通沙发的基础上，新增转向、摇摆、按摩及储藏等功能，在产品舒适度、保健功能等方面优于传统沙发，其渗透率在消费升级背景下快速提升。2020 年我国功能沙发规模约为 96.3 亿元，2016-2020 年复合增速为 14.2%，高于传统沙发。功能沙发渗透率从 2011 年 8.1% 提升至 2020 年 15.9%，呈现快速提升势头，但与美国约 48% 的功能沙发渗透率仍有差距。我们预计功能沙发产品将保持高速增长态势。

图表 41. 我国沙发行业增速逐步趋稳（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
功能沙发规模	32.5	37.3	42.5	49.6	56.7	65.9	75.9	87.7	96.3
yoy	22.0%	14.7%	14.0%	16.6%	14.3%	16.3%	15.3%	15.5%	9.9%
传统沙发规模	332.9	368.1	391.4	410.4	428.4	486.1	518.1	522.3	569.7
yoy	10.0%	10.6%	6.3%	4.9%	4.4%	13.5%	6.6%	0.8%	9.1%

资料来源：智研咨询，中银证券

图表 42. 我国功能沙发渗透率快速提升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国功能沙发渗透率	8.1%	8.9%	9.2%	9.8%	10.4%	11.5%	12.6%	13.9%	15.0%	15.9%

资料来源：智研咨询，中银证券

图表 43. 美国功能沙发渗透率较高

	2016	2017	2018	2019	2020
美国功能沙发渗透率	47.2%	47.3%	47.5%	47.8%	48.0%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 44. 功能沙发匹配更多生活需求



资料来源：公司官网，中银证券

功能化趋势助力优化行业格局。我国沙发市场集中度较低，主要因为过去人均家居产品消费水平较低，地方性中小企业即可满足消费者需求。随着消费者需求升级带来的功能化趋势显现，龙头公司逐步形成品牌与技术壁垒，压缩中小企业份额，我国沙发行业集中度稳步提升。我们以顾家家居与敏华控股的内销收入计算市场份额，2020 年沙发行业 CR2 约为 13.8%，相较 2016 年 8.1% 的水平有较大幅度提升。随着顾家家居等龙头公司发力功能沙发，依托优质品牌与产品力构筑壁垒，提升产品接受度，我们预计龙头公司将继续扩大市场份额，行业集中度将稳步提升。

图表 45. 我国沙发行业集中度稳步提升

	2016	2017	2018	2019	2020
顾家家居市占率	3.3%	3.6%	3.8%	4.6%	5.1%
敏华控股市占率	4.8%	5.6%	5.8%	6.2%	8.7%
CR2	8.1%	9.2%	9.6%	10.8%	13.8%

资料来源：公司公告，万得，中国产业信息网，智研咨询，中银证券

3.2 立足优质产品拓展高潜功能沙发，未来有望维持高增

公司打造出行业明星沙发品牌。公司以休闲沙发业务起家，逐步拓展布艺与功能沙发。历经近 40 年深耕，公司在沙发材质、外观、功能设计等方面均有深厚积淀。近年公司开启年轻化转型，打造品牌、产品、店态一体化以强化消费者对公司品牌印象。同时公司陆续推出多款明星产品，在市场上保持较强竞争力。截至 2020 年，公司沙发业务收入规模为 64.1 亿元，同比增长 10.0%，占比 50.6%，为公司主要收入来源。

图表 46. 公司具备多类别沙发产品

沙发类别	主要材质	产品图示
休闲	牛皮、海绵、丝绵、 绒丝、羽绒等	
布艺	科技布、仿棉麻、海绵、 丝绵、珍珠棉等	
功能	牛皮、海绵、绒丝等	

资料来源：公司官网，中银证券

图表 47. 沙发业务为公司主要收入来源（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
沙发	28.4	36.9	51.4	58.3	64.1
yoy	22.5%	30.0%	39.3%	13.3%	10.0%
占比	59.2%	55.4%	56.1%	52.6%	50.6%

资料来源：公司公告，中银证券

休闲布艺沙发加速拓店，带动收入稳健增长。休闲布艺沙发推出时间较早，产品接受度较高。近年公司加速拓展渠道数量，增加产品和品牌曝光度。过去四年休闲/布艺沙发门店数量平均每年增加 201/208 家。在渠道高速拓展的带动下，休闲/布艺沙发近四年收入复合增速分别为 9.3%/25.1%。随着地产行业增速下降叠加疫情带来的不确定性增强，行业竞争加剧，中小企业关店比例增加，有望加速龙头公司入驻红星美凯龙等大流量卖场，我们预计传统沙发门店数量仍将保持高速增长态势，带动收入实现稳健增长。

功能沙发加速培育，收入有望维持高增。由于功能沙发发展前景较好，渗透率稳步增长，公司加大功能沙发培育力度，一方面与美国知名品牌 LA-Z-BOY 开展合作，另一方面培育自主品牌。在公司大力投入下，功能沙发依托传统沙发优质产品渠道快速提升接受度。2020 年功能沙发收入为 5.2 亿元，占沙发收入比重的 15.3%，4 年复合增速为 39.2%，呈现快速增长态势，其中自主品牌功能沙发收入约为 2.1 亿元，4 年复合增速为 51.4%，反映出市场接受度的快速提升，但与功能沙发龙头敏华控股超 50 亿元收入仍有较大差距。我们认为功能沙发有望在渠道与单店共同驱动下维持高速放量态势。

4. 消费升级助力龙头扩张，床垫业务依托爆款快速发展

4.1 床垫行业稳健增长，消费升级促进格局优化

我国床垫行业呈现稳健增长态势。我国床垫行业需求来源主要为新房销售与存量房翻新，随着新房市场增速逐步下降，床垫行业呈现平稳增长势头。2020 年我国床垫市场规模约为 708 亿元，2016-2020 年复合增长率为 7.9%，高于家具制造业近五年 2.7% 的复合增速。我们认为床垫行业增长优于家居全行业一方面因为床垫更换周期相较于传统的硬装主材以及厨衣柜等产品更短，由二手房翻新产生的需求量相对更高，因此可以适度抵御地产增速下降带来的冲击。另一方面，床垫目前渗透率相对较低，未来有望保持快速放量趋势，同时原材料价格上涨以及消费升级趋势共同驱动床垫产品平均价格带上移。综合来看，我们预计未来我国床垫市场将维持稳健增长态势。

图表 50. 我国床垫行业增速逐步趋稳（单位：亿元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
我国床垫行业市场规模	262	304	343	374	418	484	505	549	614	665	708
yoy	26.2%	15.9%	13.1%	8.8%	11.8%	15.9%	4.3%	8.7%	11.8%	8.3%	6.5%
家具制造业市场规模	3793	4992	5439	6463	7187	7873	8560	9056	9445	9587	9012
yoy	30.3%	31.6%	8.9%	18.8%	11.2%	9.5%	8.7%	5.8%	4.3%	1.5%	-6.0%

资料来源：国家统计局，智研咨询，中银证券

消费者对床垫产品认知程度提升，床垫渗透率有望稳步增长。由于过去人均家居产品消费水平较低以及消费者对床垫功能认知不足，床垫消费往往以“附赠”形式存在，渗透率水平较低。根据 CSIL 数据，2019 年我国床垫渗透率约为 60%，相较发达国家 85% 仍有较大提升空间。随着我国城镇化率的上升，消费者对床垫的认知水平有望得到提高，床垫在低线城市的普及度有望提升。

图表 51. 我国城镇化率呈逐年上涨趋势

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
城镇化率	49.7%	51.3%	52.6%	53.7%	54.8%	56.1%	57.4%	58.0%	59.6%	60.6%	63.9%

资料来源：国家统计局，中银证券

消费升级叠加龙头规模化生产优势助力优化行业格局。随着消费升级趋势显现，消费者对床垫产品的品牌与体验要求提高。根据天猫 2021 床垫白皮书，品牌跃居消费者购买床垫考虑因素第一位。随着顾家家居等龙头公司持续优化产品渠道，提升品牌力，我们认为龙头公司市场份额有望不断提升。同时，相比定制家居等产品，床垫产品具有更强的标准化和规模化属性，龙头企业的规模化优势有望降低制造成本，提高运营效率，提升公司综合竞争力，从而扩大市场规模。

图表 52. 公司研发“五感”睡眠系统提升用户体验



资料来源：公司官网，中银证券

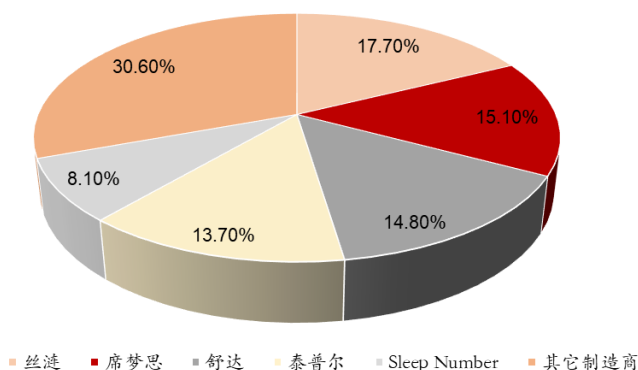
床垫行业集中度不断提升。我国床垫市场集中度较低，主要因为过去人均家居产品消费水平较低，对床垫认知水平较低，地方性中小企业即可满足消费者需求。随着消费者需求升级带来了健康化趋势以及龙头公司扩大规模化优势，我国床垫行业集中度稳步提升。我们以国内上市公司床垫内销收入计算市场份额，2020 年床垫行业 CR5 约为 17.3%，相较 2018 年 12.1% 的水平有较大幅度提升，但相比美国床垫行业 69.4% 的集中度还有较大提升空间。随着顾家家居等龙头公司持续打造品牌力，提升产品接受度，我们预计龙头公司将继续扩大市场份额，行业集中度将快速提升。

图表 53. 我国床垫行业集中度快速提升

	2018	2019	2020
慕思	5.2%	5.7%	6.2%
喜临门	4.0%	4.4%	5.4%
敏华控股	0.7%	1.7%	2.7%
顾家家居	1.6%	1.9%	2.3%
梦百合	0.6%	0.7%	0.7%
CR5	12.1%	14.4%	17.3%

资料来源：公司公告，万得，智研咨询，中银证券

图表 54. 美国床垫市场集中度较高



资料来源：Furniture Today，中银证券

4.2 依托爆款打开市场，坚持中端定位战略

依托沙发优势拓展床垫业务，收入规模呈现高速增长态势。公司于 2010 年拓展软床业务后持续经营以提升产品品牌接受度。一方面公司通过设计更时尚、专业、高效的睡眠中心改善门店品牌形象。另一方面，公司通过推出顾家一号床垫等爆款产品，依靠降噪与性价比等优势快速打入市场。经过 10 多年发展，公司在床垫材质、体验感等方面已有较为深厚积淀，为业务发展壮大奠定坚实基础。截至 2020 年，公司床类业务收入为 23.4 亿元，同比增长 19.7%，占比 18.5%，呈快速增长态势。

图表 55. 床类业务收入呈快速增长态势（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
床类产品	6.5	8.9	11.3	19.5	23.4	23.2
yoy	-	36.3%	27.8%	72.5%	19.7%	-
占比	13.6%	13.3%	12.3%	17.6%	18.5%	17.6%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 公司持续优化门店形象



资料来源：百度图片，中银证券

图表 57. 公司依靠爆款产品快速打开市场



资料来源：公司官网，中银证券

聚焦中高端床垫，内销收入快速增长。基于我国床垫行业消费现状，公司在拓展价格带覆盖消费需求的同时重点发力拓展中端床垫市场份额，与喜临门、慕思等国内床垫龙头形成差异化竞争。同时，公司推出多款高端明星床垫产品并推进高端床垫产品推广项目，保持高端床垫的市场份额。在中高端产品合力推动下，公司床垫内销收入实现快速增长。截至 2020 年，公司床垫内销收入约为 16.5 亿元，五年复合增速为 32.7%，对比国内床垫龙头公司仍有较大空间。随着公司坚持发力中端市场，并优化门店提升品牌形象，我们预计床垫业务将维持高速增长态势。

图表 58. 公司淘宝爆款价格低于喜临门、慕思（单位：元）

	爆款价格带（淘宝销量前三）
顾家家居	1400-2500
喜临门	3300-5000
慕思	3000-6500

资料来源：淘宝，中银证券

图表 59. 公司推出多款明星高端床垫保持高端市场份额

床垫名称	床垫价格	产品图示
孝心垫	约 6000 元	
博登湖	约 8500 元	
华尔兹	约 19000 元	
贝加尔湖	约 25000 元	

资料来源：公司官网，中银证券

5. 推进大家居战略，发力外销形成双轮驱动

5.1 布局全屋定制，拓展流量入口

依托软体产品优势拓展全屋定制，收入规模高速增长。公司稳步发展软体家居业务的同时，以自主品牌加并购班尔奇双轮驱动的模式布局全屋定制，推进大家居战略，拓展流量入口，促进全品类协同发展。公司采取“定位孕婴级无醛添加”的板材差异化竞争策略，提升全屋定制品牌力。截至 2020 年，公司实现定制家居收入 4.6 亿元，同比增长 32.9%，其中自主品牌收入约为 3.4 亿元，同比增长 61.5%，班尔奇收入约为 1.1 亿元，定制家居业务规模实现高速增长。

图表 60. 全屋定制自主品牌门店



资料来源：小红书，中银证券

图表 61. 孕婴级板材提升产品竞争力



资料来源：公司官网，中银证券

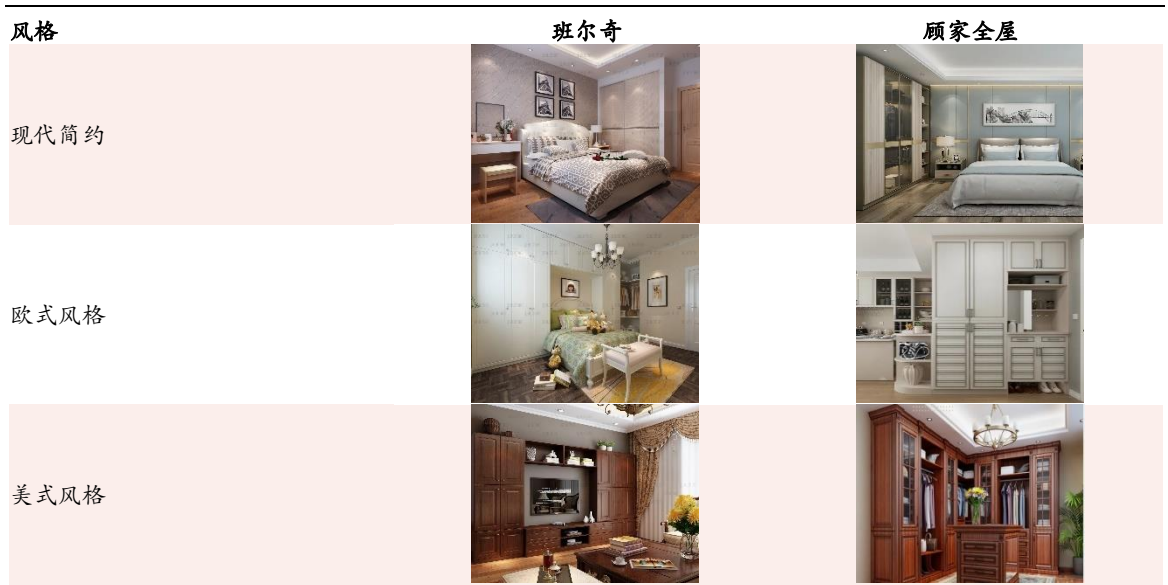
图表 62. 定制家居业务收入高速增长（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020
定制家具	0.9	2.1	3.4	4.6
yoy	-	145.8%	61.7%	32.9%
占总收入比重	1.3%	2.3%	3.1%	3.6%
自主品牌	0.9	1.3	2.1	3.4
yoy	-	55.4%	58.8%	61.5%
占定制家居收入比重	100.0%	63.2%	62.1%	75.4%
班尔奇	-	0.8	1.3	1.1
yoy	-	-	66.7%	-13.9%
占定制家居收入比重	-	36.8%	37.9%	24.6%

资料来源：公司公告，中银证券

业务逐步迈入增长期，未来空间较大。由于定制家居与软体家居的生产服务模式不同，转型初期面临一定阻力。随着公司持续投入，定制家居业务逐步进入快速放量阶段。一方面公司依靠收购班尔奇获取优质生产服务经验，另一方面，公司依托软体家居的产品渠道优势快速提升定制家居产品曝光度和接受度。目前公司自主品牌定制家居收入规模较小，相比定制家居龙头公司仍有较大提升空间，我们认为公司定制家居业务有望依靠渠道、价格等优势维持高速态势。

图表 63. 公司具备多风格全屋定制产品



资料来源：公司官网，中银证券

5.2 高需求拉动境外业务，大客户战略保障业绩确定性

公司外销业务呈现快速增长势头，并有望延续。除发展国内市场外，公司积极拓展全球市场，形成双轮驱动之势。公司在米兰、斯图加特等海外城市设立了时尚和技术的研发中心，并与日本 Nendo 设计工作室、米兰理工大学等展开合作，逐步提升产品与海外消费者需求的贴合度。2020 年公司外销收入达 46.5 亿元，四年复合增速为 31.8%，呈现高速增长态势。我们认为在境外高需求的拉动以及公司大客户战略的影响下，海外收入有较大的增长空间以及稳定性。

图表 64. 外销业务近年复合增速较高

	2016	2017	2018	2019	2020
境外收入	15.9	22.3	35.0	46.1	46.5
yoy	-	40.5%	56.7%	31.7%	1.0%
占比	33.1%	33.5%	38.2%	41.5%	36.7%

资料来源：公司公告，中银证券

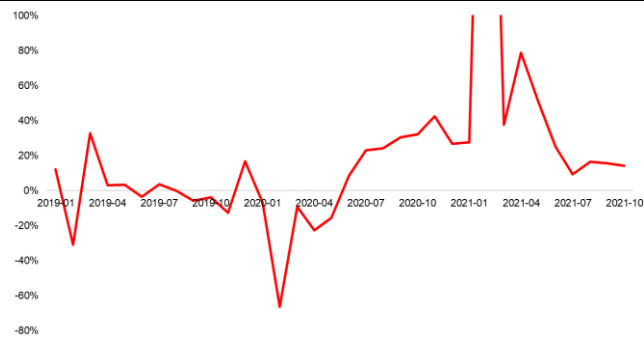
海外需求高增，份额向龙头集中。美国为中国外最大的软体家居消费市场，对公司外销业务影响较大。随着 2021 年美国成屋成交量持续上升，对家居的需求也逐步增加。2021 年我国家具及其零件出口总额达 738.3 亿美元，同比增长 26.4%，呈现快速上升趋势。同时，由于公司拥有多个海外生产基地以减小反倾销带来的影响以及凭借优质品牌更容易与国外公司达成合作关系，公司外销市场份额不断提升。2020 年公司外销业务占我国软体家居总出口比例从 2016 年 1.2% 提升至 2.5%，呈现快速提升态势。综合来看，我们认为海外家居需求的提升有望为公司海外业务提供较大发展空间。

图表 65. 2021 年美国成屋成交量指数有所上升



资料来源：全美房地产经纪商协会，万得，中银证券

图表 66. 2021 年我国家具出口金额呈现高增



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 67. 公司海外业务份额增长较快（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
我国软体家居出口金额	1290.0	1409.7	1546.5	1591.9	1831.1
公司海外业务收入	15.9	22.3	35.0	46.1	46.5
占比	1.2%	1.6%	2.3%	2.9%	2.5%

资料来源：海关总署，智研咨询，公司公告，中银证券

深耕核心大客户，保障业绩稳定性。公司境外业务主要为美国、加拿大等八国大客户提供 ODM 代工业务。公司深耕 Costco、Macys、Euromarket Designs 等核心大客户，同时开拓 Haverly、Flexsteel、R&F 等潜力大客户，通过较好解决大客户产能等方面的问题，与众多大客户建立起良好关系，成为公司拓展海外业务的着力点。在坚持大客户战略的同时，公司也关注小客户的培训，促进小客户向大客户的转变。我们认为公司确立的大客户战略提升了海外业务的稳定性，增强了海外需求复苏的背景下公司出口收入的确定性。

图表 68. 公司深耕多国核心大客户

客户名称	国家
Costco	美国
Macys	美国
Haverly	美国
Flexsteel	美国
Euromarket Designs	美国
FURNITURE CORP	美国
ART VAN FURNITURE	美国
Hanssem	韩国
Sunpan Modern Home	加拿大
Service Trading S,A DEC.V	墨西哥

资料来源：公司公告，中银证券

6. 盈利预测与估值讨论

沙发业务：公司沙发业务收入主要由内销与外销共同驱动，随着公司发力功能沙发以及推动外销业务，预计 2021-2023 年收入分别为 87.8/106.6/128.0 亿元，同比增长 36.9%/21.3%/20.2%。

床类业务：公司床类业务收入主要由内销与外销共同驱动，随着公司持续提升品牌力并发力中端市场，预计 2021-2023 年收入分别为 33.4/40.8/49.3 亿元，同比增长 42.7%/22.3%/20.8%。

集成产品业务：公司集成产品主要为沙发、床垫销售时附带的配套产品。预计 2021-2023 年收入分别为 31.1/38.2/45.0 亿元，同比增长 40.0%/22.8%/17.8%。

定制家具业务：定制家具业务由于起步较晚且生产服务模式与软体家居有差异目前体量较小，随着业务逐步买入高速增长期，定制家居产品有望实现高速放量，预计 2021-2023 年收入分别为 7.8/10.7/13.9 亿元，同比增长 71.5%/37.2%/29.9%。

图表 69. 公司收入拆分表（单位：亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（亿元）	110.9	126.7	176.7	216.8	260.1
yoy	20.9%	14.2%	39.5%	22.7%	20.0%
沙发	58.3	64.1	87.8	106.5	128.0
yoy	13.3%	10.0%	36.9%	21.3%	20.2%
床类	19.5	23.4	33.4	40.8	49.3
yoy	72.5%	19.7%	42.7%	22.3%	20.8%
集成产品	19.1	22.2	31.1	38.2	45.0
yoy	18.4%	16.7%	40.0%	22.8%	17.8%
定制家具	3.4	4.6	7.8	10.7	13.9
yoy	61.7%	32.9%	71.5%	37.2%	29.9%
红木家具	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
yoy	-9.4%	-21.3%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
其他主营收入	1.2	1.3	1.6	1.9	2.3
yoy	2.0%	7.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

毛利率：受到会计准则变化以及代收海运费的影响，预计公司毛利率在下滑后维持稳定，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 29.6%/30.1%/30.3%。

费用率：随着公司持续优化销售及管理费用率，我们预计 2021-2023 年公司销售费用率为 14.6%/14.1%/13.9%，管理费用率为 2.0%/1.9%/1.8%，研发费用率为 1.5%/1.6%/1.7%。

综合来看，预计公司 2021-2023 年营收分别为 176.7/216.8/260.1 亿元，同比增长 39.5%/22.7%/20.0%；归母净利润为 16.8/21.2/25.9 亿元，同比增长 98.3%/26.3%/22.3%。

图表 70. 公司盈利预测的主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	110.9	126.7	176.7	216.8	260.1
yoy (%)	20.9%	14.2%	39.5%	22.7%	20.0%
毛利率 (%)	34.9%	35.2%	29.6%	30.1%	30.3%
费用率 (%)	24.0%	24.7%	18.1%	18.2%	17.9%
销售费用率 (%)	18.7%	19.7%	14.6%	14.1%	13.9%
管理费用率 (%)	2.6%	2.3%	2.0%	1.9%	1.8%
研发费用率 (%)	1.8%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
财务费用率 (%)	0.9%	1.0%	0.1%	0.6%	0.5%
营业利润率 (%)	11.6%	8.2%	12.5%	12.8%	13.1%
所得税率 (%)	19.8%	27.5%	22.0%	22.0%	22.0%
归母净利润 (%)	11.6	8.5	16.8	21.2	25.9
yoy(%)	17.4%	-27.2%	98.3%	26.3%	22.3%
净利润率 (%)	11.0%	6.8%	9.7%	10.0%	10.2%
EPS (元)	1.93	1.34	2.65	3.35	4.10

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

我们选取国内其他软体及定制家居企业作为其可比公司。当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 26/21/17 倍, 对比行业平均值 23/19/15 倍, 考虑到公司在产品渠道等方面具有比较优势, 盈利能力不断增强。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 71. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	净利润				净利润同增速				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
敏华控股	1999.HK	9.23	15.6	19.7	24.5	30.1	17.5	26.0	24.9	22.4	33.2	15.0	12.0	9.8
喜临门	603008.SH	33.94	3.1	5.5	7.1	9.2	-17.6	74.8	30.2	29.6	23.9	24.0	18.4	14.2
欧派家居	603833.SH	129.07	20.6	27.5	33.2	39.6	12.1	33.1	20.9	19.2	39.2	28.6	23.7	19.9
行业平均			12.0	17.4	21.5	26.2	-3.8	58.1	25.6	23.4	37.3	23.4	18.7	15.3
顾家家居	603816.SH	68.58	8.5	16.8	21.2	25.9	-27.2	98.3	26.3	22.3	52.7	25.7	20.5	16.7

资料来源: 万得, 中银证券, 顾家家居采用预测数据, 其余公司盈利预测皆来自万得预期。

注: 股价及 PE 均对应 3 月 3 日收盘数据

风险提示

原材料价格波动：原材料为公司成本主要组成部分，若未来产生波动，可能对公司毛利率产生一定影响。

中美贸易摩擦加剧：海外业务为公司收入重要组成部分，如果未来中美贸易摩擦加剧，可能对公司海外业务收入与盈利水平造成负面影响。

新品类拓展不达预期：床类产品和定制家居等业务为公司第二成长曲线，若未来发展不及预期，可能对公司收入增长带来直接影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	11,094	12,666	17,669	21,681	26,008
销售成本	(7,305)	(8,274)	(12,528)	(15,279)	(18,273)
经营费用	(2,168)	(3,046)	(2,494)	(2,920)	(3,407)
息税折旧前利润	1,620	1,346	2,646	3,482	4,328
折旧及摊销	(207)	(253)	(451)	(568)	(706)
经营利润(息税前利润)	1,413	1,093	2,195	2,914	3,621
净利息收入/(费用)	131	193	60	193	193
其他收益/(损失)	412	540	283	382	383
税前利润	1,522	1,195	2,203	2,782	3,404
所得税	(302)	(328)	(485)	(612)	(749)
少数股东权益	(59)	(21)	(42)	(53)	(65)
净利润	1,161	845	1,676	2,117	2,590
核心净利润	1,451	1,025	1,718	2,170	2,655
每股收益(人民币)	1.93	1.34	2.65	3.35	4.10
核心每股收益(人民币)	2.41	1.62	2.72	3.43	4.20
每股股息(人民币)	1.140	0.789	0.663	0.837	1.024
收入增长(%)	21	14	39	23	20
息税前利润增长(%)	17	(23)	101	33	24
息税折旧前利润增长(%)	20	(17)	97	32	24
每股收益增长(%)	(16)	(31)	98	26	22
核心每股收益增长(%)	(11)	(33)	68	26	22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,522	1,195	2,203	2,782	3,404
折旧与摊销	207	253	451	568	706
净利息费用	(104)	(132)	(10)	(132)	(132)
运营资本变动	588	625	484	117	(37)
税金	(242)	(307)	(443)	(559)	(684)
其他经营现金流	154	546	(453)	(279)	(354)
经营活动产生的现金流	2,124	2,180	2,231	2,497	2,904
购买固定资产净值	(463)	(815)	(807)	(1,033)	(1,344)
投资减少/增加	82	(513)	192	192	192
其他投资现金流	686	(116)	(1,045)	(1,077)	(1,078)
投资活动产生的现金流	305	(1,444)	(1,660)	(1,919)	(2,229)
净增权益	3,221	4,618	4,568	4,369	3,758
净增债务	(426)	(128)	0	0	0
支付股息	686	499	419	529	648
其他融资现金流	(2,646)	(3,750)	(2,246)	(2,847)	(2,764)
融资活动产生的现金流	(1,046)	(1,364)	188	(302)	(100)
现金变动	1,383	(627)	760	276	575
期初现金	1,592	2,958	2,241	3,001	3,277
公司自由现金流	2,456	797	622	639	736
权益自由现金流	1,902	586	562	555	652

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,958	2,241	3,001	3,277	3,851
应收帐款	1,012	1,109	1,171	1,238	1,499
库存	1,266	1,871	1,961	2,041	2,373
其他流动资产	55	89	103	114	128
流动资产总计	6,113	6,360	9,923	10,713	11,823
固定资产	1,854	2,691	3,498	4,547	5,911
无形资产	1,582	1,076	1,076	1,060	1,039
其他长期资产	385	202	275	333	396
长期资产总计	6,147	6,678	5,483	6,718	8,312
总资产	12,260	13,038	15,406	17,431	20,135
应付帐款	1,309	1,543	1,864	1,927	2,194
短期债务	287	233	233	233	233
其他流动负债	2,902	3,629	3,868	4,085	4,417
流动负债总计	4,498	5,405	5,964	6,246	6,845
长期借款	474	400	400	400	400
其他长期负债	987	129	129	129	129
股本	602	632	632	632	632
储备	5,108	6,504	7,916	9,659	11,764
股东权益	6,301	7,104	8,912	10,656	12,761
少数股东权益	394	364	364	364	364
总负债及权益	12,260	13,038	15,406	17,431	20,135
每股帐面价值(人民币)	10.47	11.23	14.09	16.85	20.18
每股有形资产(人民币)	7.81	9.49	12.31	15.05	18.36
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.65)	(2.54)	(3.74)	(4.18)	(5.09)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.6	10.6	15.0	16.1	16.6
息税前利润率(%)	12.7	8.6	12.4	13.4	13.9
税前利润率(%)	13.7	9.4	12.5	12.8	13.1
净利率(%)	10.5	6.7	9.5	9.8	10.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.7	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	11.0	13.1	36.6	34.8	43.3
速动比率(倍)	1.1	0.8	1.3	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	36	51	26	21	17
核心业务市盈率(倍)	28.4	42.3	25.2	20.0	16.3
市净率(倍)	6.6	6.1	4.9	4.1	3.4
价格/现金流(倍)	19.4	19.9	19.4	17.4	14.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.4	31.0	15.5	11.7	9.3
周转率					
存货周转天数	57.0	70.1	51.0	46.6	43.0
应收帐款周转天数	57.1	57.8	49.6	43.0	39.2
应付帐款周转天数	21.5	22.3	19.3	16.3	15.4
回报率					
股息支付率(%)	59.1	59.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	36.9	23.8	37.6	39.7	40.6
资产收益率(%)	17.0	11.7	21.7	25.5	27.5
已运用资本收益率(%)	7.8	5.2	8.5	9.1	9.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371