基于产业链视角，探讨疫后美国家居各环节演绎

2023 年 01 月 04 日

➢ **行业概览：家居需求受疫情影响有限，不过制造环节恢复相对漫长。**美国疫情始于 2020Q1，2020Q2 集中爆发，2020Q3-2021Q4 逐步放开，2022 年后美国全境放开。复盘防疫放开窗口：**1）需求端，**家具消费存刚需属性，防疫松动带来需求快速恢复，财政和货币政策共振推动美国地产景气度上行，我们观察到美国 2020 年 10 月-2022 年 10 月家具销售额 CAGR 为 3.87%，相比疫情前 CAGR 为 3.19%存在一定增长（备注：选取 2017 年 10 月-2019 年 10 月）。**2）供给端，本土供应阶段性承压，疫情放开后产能逐步恢复，不过开工率难以恢复至疫情前。**家居制造属于劳动密集型行业，疫情对劳动力恢复存持续性影响，故需求虽已超过疫情前水平，但生产恢复相对漫长。不过家具进口有效弥补国内生产空缺，2020 年后美国家居进口金额中枢出现明显上移，中国作为美国主要家居进口国，2021 年中国出口美国的床垫同比增长 22%，中国总家具出口额同增 26%。

➢ **细分板块：成品环节收入恢复滞后于零售环节，大宗涨价带来行业利润率下行。1）分阶段复苏情况。**第一阶段（20Q1）：泥沙俱下，线上占比高的企业影响较小。第二阶段（20Q2）：线上零售板块高增，线下零售板块回暖，成品家具压力依然较大。第三阶段（20Q3-21Q2）：地产高景气度是核心矛盾，各环节增速明显加速。第四阶段（21Q3 至今）：房地产热度降低，各板块增速放缓。**2）家居零售盈利能力稳定，成品家具毛利率明显下降。**毛利率方面，2020Q2 软体和厨卫及地板企业毛利率显著下滑，主要系工厂开工率不足导致生产、运输相关效率较低所致。2020Q3 毛利率回升随后持续略微下滑，主要系大宗商品价格提升所致。其中家居零售企业毛利率持续保持相对稳定水平，未受到疫情影响。电商企业毛利率随着规模快速扩张显著提升。

➢ **微观视角：家得宝/乐至宝/泰普尔-丝涟复苏节奏演绎。1）家得宝：零售企业受疫情影响较小，主要受供应链断裂影响。**20Q1 受开店时间缩短、中国供应链问题影响，供需双弱；20Q2-21Q1 门店恢复运营、线上收入高增；21Q2 至今持续受供应链断裂影响。**2）乐至宝：自产企业疫情前期受影响较大。**20Q1 由于关店、关厂收入受影响较大；20Q2 门店、工厂逐步恢复，但接单和交付之间存在 1 个月的时间差；20Q3-Q4 产能陆续恢复，但供应链断裂导致 TDI 供应不足，订单大量积压。21Q1-Q4 积压订单持续释放，但供应链问题始终存在。**3）泰普尔-丝涟：床垫生产人工成本占比低，地产高景气下恢复迅速。**20Q1 并未明显受到疫情影响，主要系终端零售压力传导需要一定时间；20Q2 收入下滑，随后在 20Q3-21Q4 持续高增回暖。床垫生产中人工需求低于沙发，叠加 20Q3-Q4 房地产高增带来的家具高需求，床垫企业恢复速度快于沙发企业。

➢ **投资建议：**当前时点我们继续看好国内家居板块，一方面疫情管控逐步放松，我们看好自动化程度高、生产效率优的头部企业率先受益；另一方面目前政策底已逐步显现，在保交楼和支持改善型住房的原则下，看好住房需求景气回升，考虑目前国内家居企业仍处于业绩底且估值合理偏低，继续推荐包括欧派家居、顾家家居、喜临门等零售渠道完善、产品力领先、供应链高效的龙头企业。

➢ **风险提示：**后续地产政策不及预期、下游需求不及预期、疫情负面影响

推荐 维持评级



分析师 徐皓亮
执业证书：S0100522110001
邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1.家居行业系列报告一：当政策底出现后，探究家居板块演绎-2023/01/03
2.白卡纸行业跟踪：基于供需平衡表，把握白卡纸赛道的一致预期与预期差-2022/12/16
3.潮玩行业深度报告：以日为鉴，探究顺逆周期下的潮玩起伏-2022/12/07
4.家居行业点评报告：第三支箭落地，22Q4 关注家居板块双击机会-2022/11/29
5.行业专题研究：离焦镜临床实验数据面面观-2022/11/23

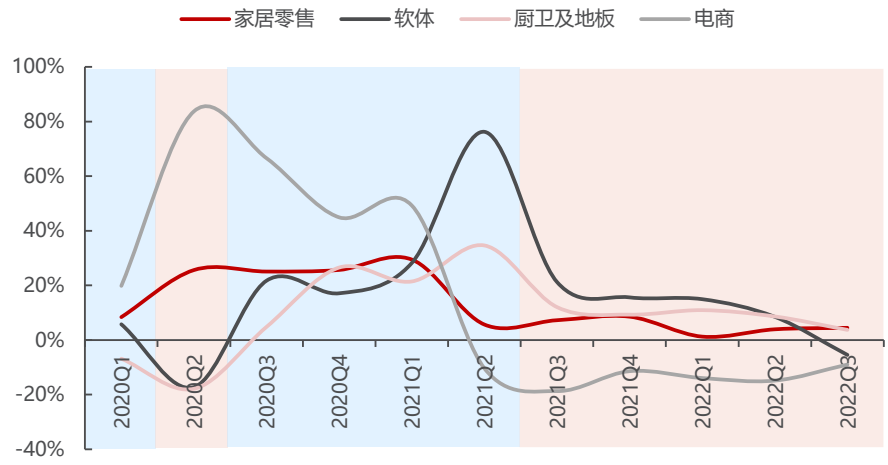
目录

1 前言 3
2 行业概览：家居需求受疫情影响有限，不过制造环节恢复相对漫长 4
2.1 美国疫情防控于 2020Q3 后逐步松动，2022 年全面放开 4
2.2 疫情管控期家居销售承压，放松后地产成为主要矛盾 4
3 细分板块：成品环节收入恢复滞后于零售环节，大宗涨价带来行业利润率下行 8
4 微观视角：家得宝/乐至宝/泰普尔-丝涟复苏节奏演绎 13
5 投资建议 15
6 风险提示 16
插图目录 17

1 前言

本篇报告我们复盘了美国疫情爆发至今，家居产业及各个环节演绎，旨在探讨：美国家居产业供需受疫情影响程度以及恢复节奏？家居各细分板块在防疫放松后改善的核心驱动力？主要结论：1）家居需求端伴随防疫放松可快速恢复，而供给端恢复则需要更长时间；2）成品环节收入恢复滞后于零售环节，大宗涨价带来行业毛利率下行；3）复盘家得宝、乐至宝等上市企业：疫情对零售类企业影响更多来自供应链，对成品类企业影响更多来自劳动力损伤，故国内生产且劳动密集型企业受影响更大。

图1：美国家居各板块季度收入同比增速情况



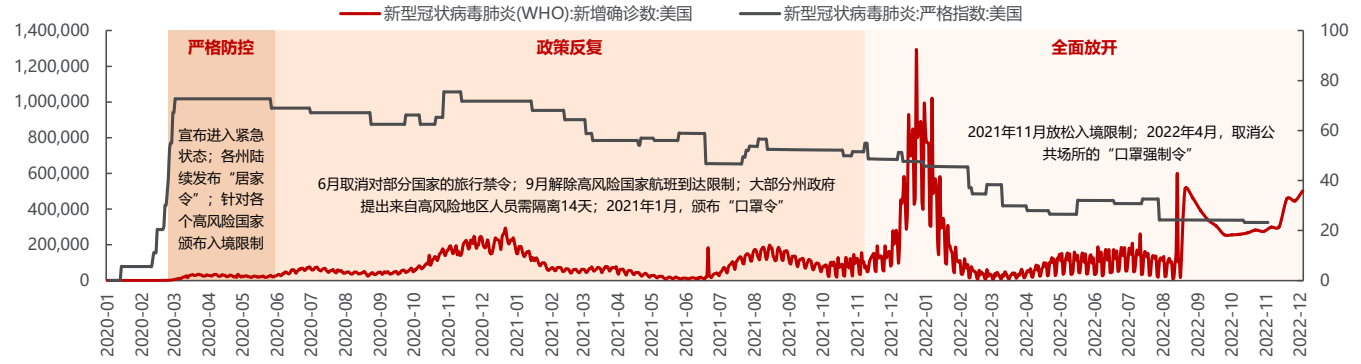
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 行业概览：家居需求受疫情影响有限，不过制造环节恢复相对漫长

2.1 美国疫情防控于 2020Q3 后逐步松动，2022 年全面放开

美国疫情始于 2020 年 3 月，2020Q2 集中爆发。随后在 2020 年 10 月-2021 年 1 月、2021 年 7 月-10 月、2021 年 12 月-2022 年 2 月、2022 年 9 月至今经历多个爆发阶段。根据美国新冠防控严格指数（备注：严格指数是衡量国家疫情防控严格程度的综合指标，综合考虑了政府九种防控措施的严格程度：学校封闭、办公场所封闭、取消公共活动、限制人群聚集、关闭公共交通、居家隔离政策、公共宣传政策、国内以及国际出行限制），**大致经历严格防控、政策反复和全面放开三个阶段：1）2020Q2**，伴随疫情的爆发，美国各州陆续发布居家令并针对高风险区域，在此期间美国新冠严格指数超过 70；**2）2020Q3-2021Q4**，美国逐步取消部分国家旅行限制，不过考虑确诊人数波动，政策持续反复，不过整体趋于松动；**3）2022 年后，**美国全面放开，一方面放松入境限制，另一方面取消公共场所口罩强制令。

图2：美国疫情发展情况及疫情防控阶段（左轴单位：人）



资料来源：WHO，Wind，民生证券研究院（确诊人数数据截至 2022 年 12 月 23 日；严格指数数据截至 2022 年 11 月 22 日）

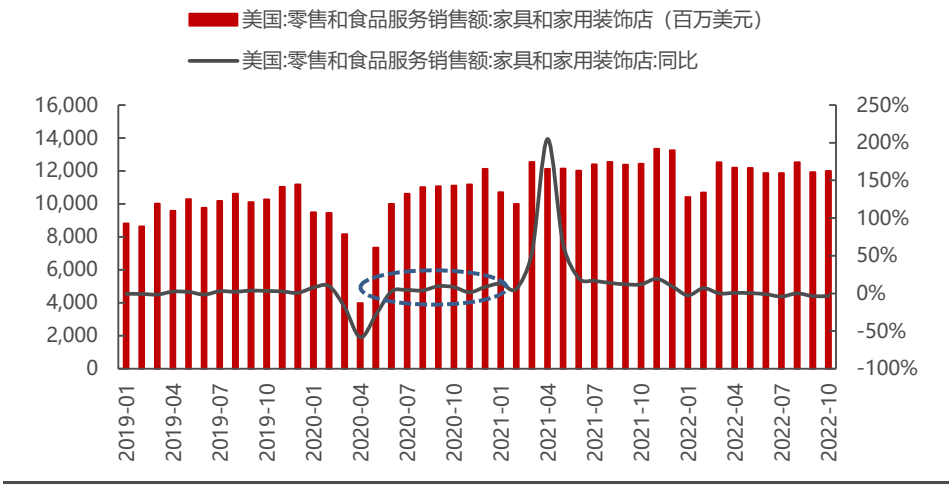
2.2 疫情管控期家居销售承压，放松后地产成为主要矛盾

2.2.1 需求端：疫情管控对家居消费节奏产生扰动，防疫松动带来需求快速恢复

家具消费存刚需属性，防疫松动带来需求快速恢复。家具及装修产品存刚需属性，**防疫政策常态化后家具销售恢复较为迅速且不受确诊人数扰动**，如伴随 20Q3 后美国防疫松动，家居需求快速恢复，**即使如 20Q4/21Q3/22Q1 美国新冠确诊**

病例达到阶段性高点，同期家居消费并未出现承压迹象，反而伴随 2020 年后美国住房销售景气上行，家具增速中枢出现上移。

图3：美国家具零售额及增速



资料来源：Wind，美国商务部普查局，民生证券研究院

图4：美国成屋销售套数增速



资料来源：Wind，全美地产经纪商协会，民生证券研究院

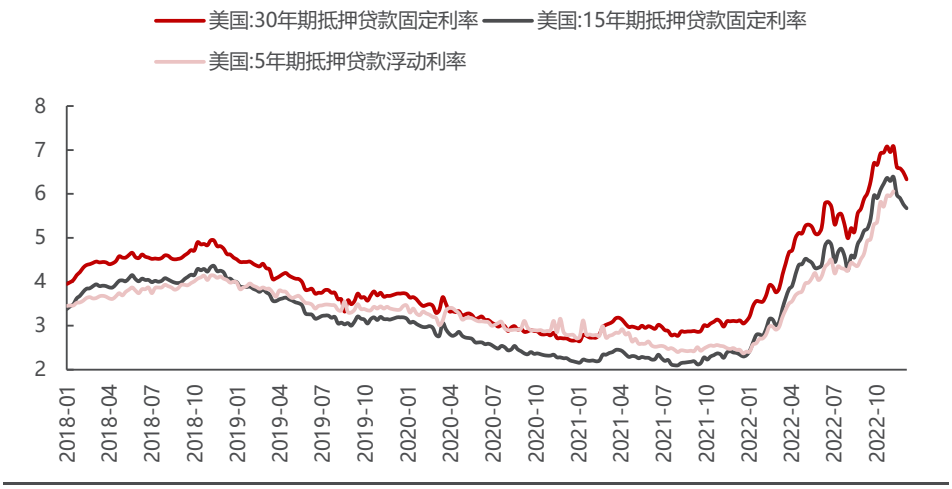
图5：美国新建住房销售套数增速



资料来源：Wind，美国商务部普查局，民生证券研究院

财政和货币政策共振推动美国地产景气度上行，家居销售因此受益。2020 年初至 2021 年底，美国量化宽松的财政和货币政策使得房贷利率处于低位，房屋景气度持续上行，主要体现为房价上涨且房租上涨。**在此背景下，我们观察到美国 2020 年 10 月-2022 年 10 月家具销售额 CAGR 为 3.87%，相比疫情前（备注：选取 2017 年 10 月-2019 年 10 月家居零售额）CAGR 为 3.19%存在明显上移。**

图6：美国房贷利率走势（%）



资料来源：Wind，房地美，民生证券研究院

图7：美国房价走势（%）



资料来源：Wind，标准普尔，民生证券研究院

图8：美国房屋租金走势（%）



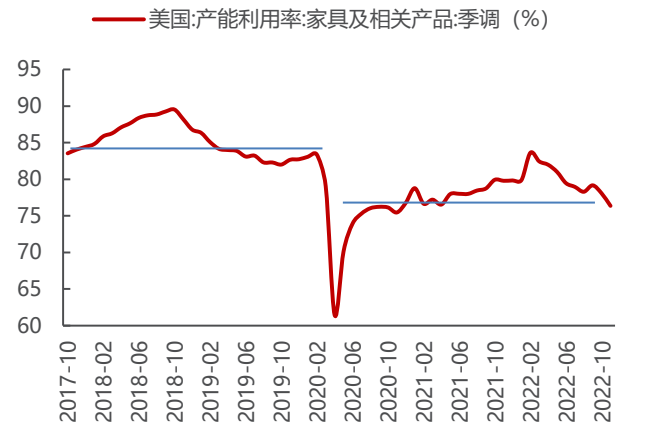
资料来源：Wind，美国劳工部，民生证券研究院

2.2.2 供给端：本土供应阶段性承压，管控放开后产能恢复但难回疫前水平

产能利用率滞后政策放开 2 个季度，不过暂时难以回到前期高点。疫情爆发后美国家具及相关产品产能利用率从 2020 年 1 月的 80%+降至 4 月的 61%，在疫情管控政策放松后持续进入恢复期，恢复周期约 2 个季度，不过依然明显低于疫情前水平，**我们判断家居制造属于劳动密集型行业，疫情对劳动力恢复存持续性影响，故需求虽已超过疫情前水平，但生产恢复相对漫长。**不过家具进口有效弥补国内生产空缺，**2020 年后美国家居进口金额中枢出现明显上移，根据美国商务部数据：2019 年美国平均每月进口金额为 42 亿美元，到了 2021 年该数值达到 50 亿美元。**该趋势亦可以从国内海关数据得到佐证：2021 年美国进口床垫中 35%来

自中国，2021 年中国出口美国的床垫同比增长 22%，中国总家具出口额同增 26%，其中 21H1 同增 55%。

图9：产能利用率滞后政策放开一个季度恢复高位



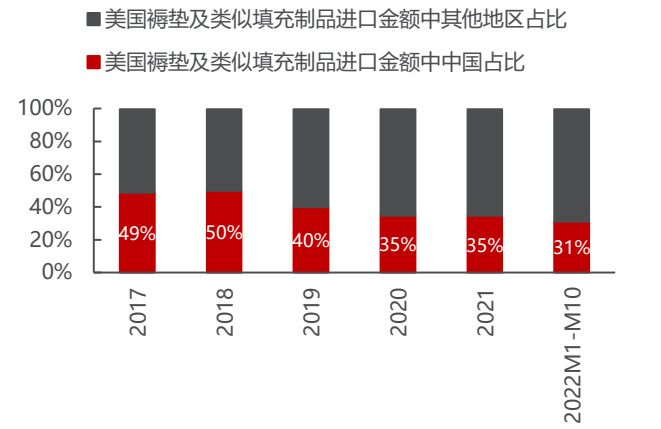
来源：Wind，美联储，民生证券研究院

图10：20Q3 家具进口金额显著提升



资料来源：Wind，美国商务部普查局，民生证券研究院

图11：2021 年美国床垫进口约三分之一来自中国



资料来源：Wind，美国商务部普查局，民生证券研究院

图12：20Q4-21Q3 中国家具出口额持续增长



资料来源：Wind，海关总署，民生证券研究院

3 细分板块：成品环节收入恢复滞后于零售环节，大宗涨价带来行业利润率下行

疫情后家居各板块复苏复盘：

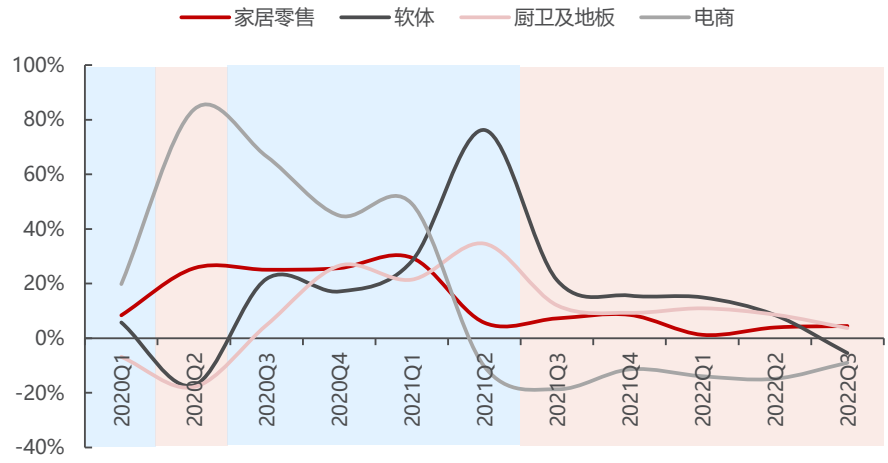
第一阶段（2020Q1）：泥沙俱下，家居子板块承压。

第二阶段（2020Q2）：线上零售板块高增，线下零售板块回暖，成品家具压力依然较大。

第三阶段（2020Q3-2021Q2）：疫情逐步放开叠加房地产繁荣，各板块快速上行。

第四阶段（2021Q3 至今）：房地产热度降低，各板块增速放缓。

图13：美国家居各板块季度收入同比增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

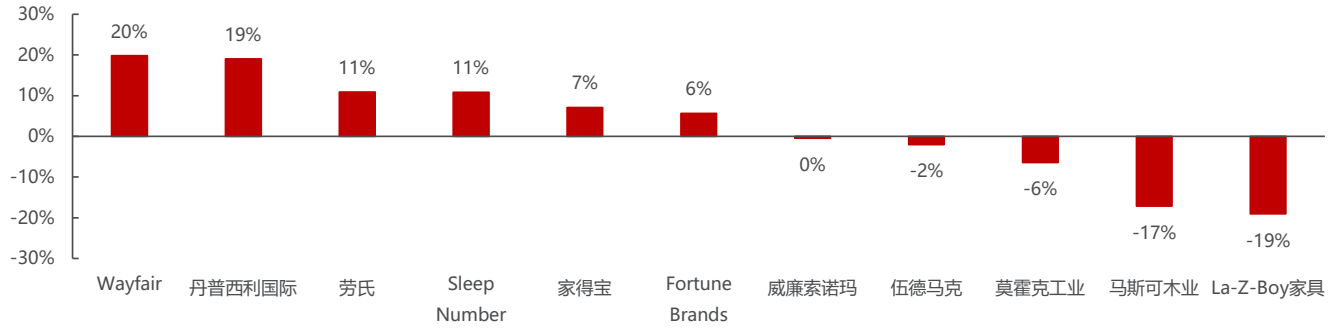
图14：美国各板块主要家居企业季度收入同比增速

年份		2019		2020										2021										2022									
月份		11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
家居零售	家得宝	-3%		7%				23%			23%			25%		33%				8%			10%			11%		4%				7%			6%			
家居零售	劳氏	2%		11%				30%			28%			27%		24%				1%			3%			5%		-3%				0%			2%			
家居零售	威廉索诺玛	0%		0%				9%			22%			24%		42%				31%			16%			9%		8%				10%			7%			
软体家居	La-Z-Boy家具	2%		-19%				-31%			3%			-1%		41%				84%			25%			22%		32%				15%			6%			
软体家居	丹普西利国际			19%				-8%			38%			21%		27%				76%			20%			29%		19%				4%			-6%			
软体家居	Sleep Number			11%				-20%			12%			29%		20%				70%			21%			-13%		-7%				13%			-16%			
厨柜	伍德马克	3%		-2%				-9%			5%			9%		19%				13%			1%			6%		6%				23%			24%			
卫浴	马斯可木业			-17%				-22%			2%			102%		25%				24%			11%			9%		12%				8%			0%			
卫浴	Fortune Brands			6%				-9%			13%			13%		26%				41%			20%			18%		8%				9%			3%			
地板	莫霍克工业			-6%				-21%			2%			9%		17%				44%			9%			5%		13%				7%			4%			
电商	Wayfair			20%				84%			67%			45%		49%				-10%			-19%			-11%		-14%				-15%			-9%			

资料来源：Wind，民生证券研究院

第一阶段（20Q1）：泥沙俱下，线上占比高的企业影响较小。20Q1 美国开始出现疫情，各线下门店陆续缩短营业时间、闭店，疫情突然冲击下各板块企业均受到不同程度的影响。从收入增速来看，**线上零售企业 Wayfair、产品偏小件和标准化的零售企业家得宝、劳氏及线上销售占比高的 Sleep Number 收入保持增长，而更为依赖线下服务及安装的卫浴、地板、功能沙发板块企业收入下滑较为严重。**

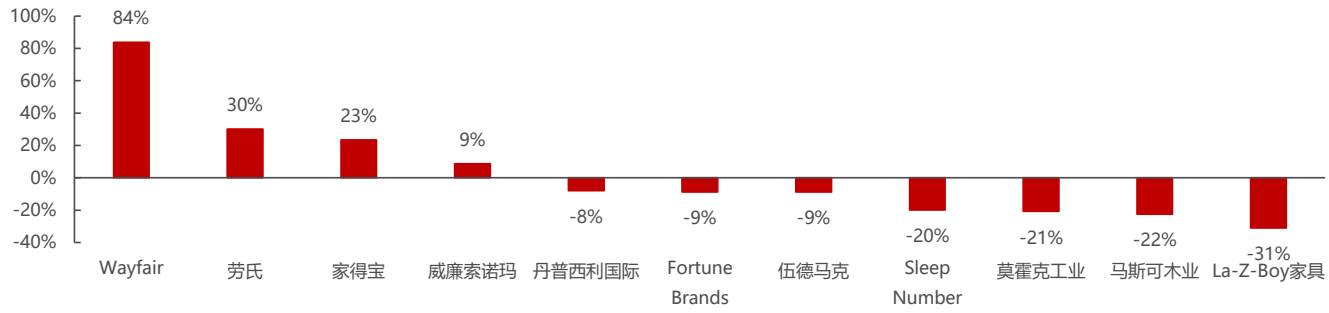
图15：美国各板块主要家居企业 20Q1 季度收入同比增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二阶段（20Q2）：线上零售板块受益高增，线下零售企业复苏，成品家具压力依然较大。20Q2 美国疫情爆发，品牌端企业均由于开工率不足、线下服务安装受影响等原因收入下滑。而线上零售企业 Wayfair 受益，收入同增 84%，同时产品更为标准化、SKU 更多的零售企业劳氏、家得宝、威廉索诺玛收入维持增长，其中劳氏和家得宝收入增速显著高于往年同期，主要系当期美国房地产市场繁荣，带来家具、装修需求旺盛所致。

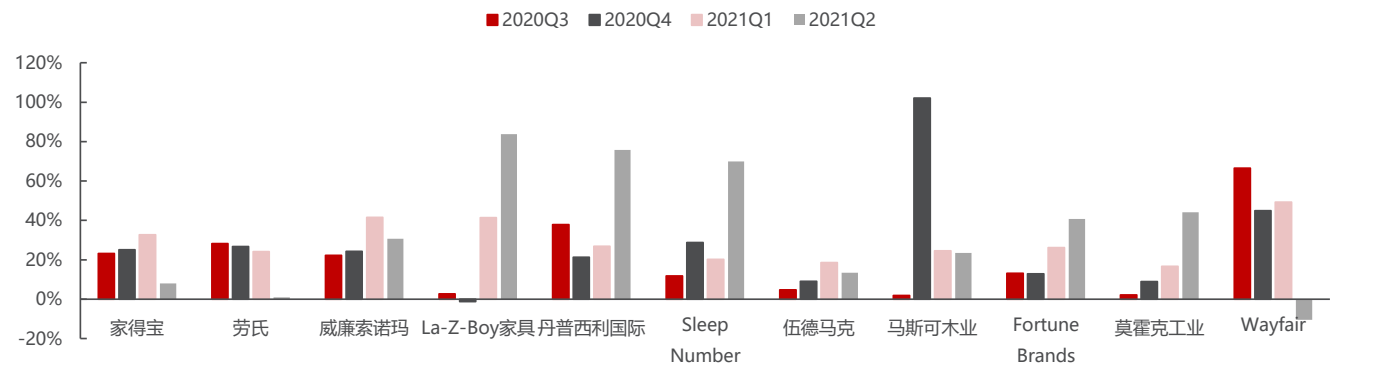
图16：美国各板块主要家居企业 20Q2 季度收入同比增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

第三阶段（20Q3-21Q2）：地产高景气度是核心矛盾，各环节增速明显加速。20Q3-21Q2，美国疫情防控政策逐步放松，产能利用率逐步恢复到疫情前水平，线下门店开业时间逐步趋于正常，成品家具行业开始复苏。同时，同一时期内货币宽松政策带来房地产市场热度持续走高，装修和家具需求旺盛，线下家具消费回暖较快。

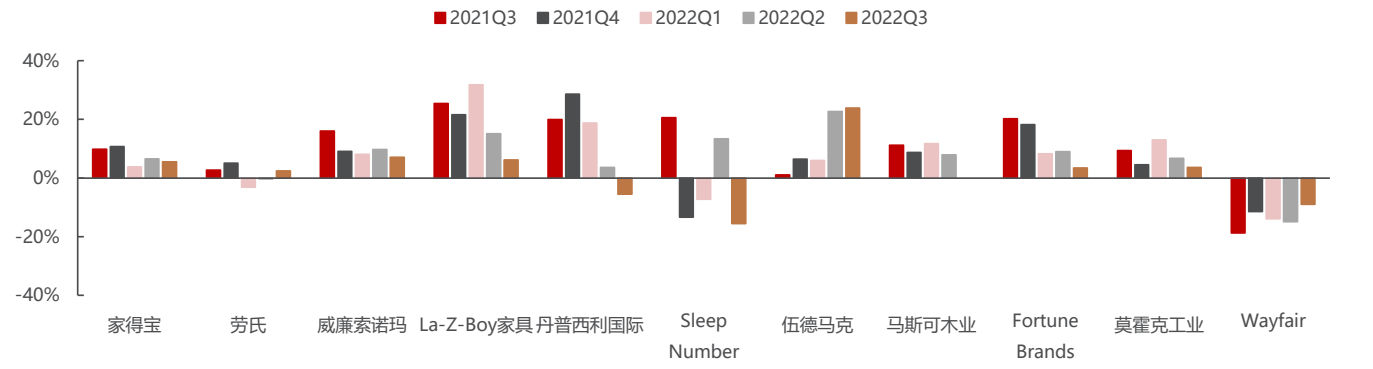
图17：美国各板块主要家居企业 20Q3-21Q2 季度收入同比增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

第四阶段（21Q3 至今）：房地产热度降低，各板块增速放缓。21Q3 至今，美联储多次加息政策导致房贷利率持续上行，房价走低，房地产市场降温，家具、装修需求走弱。这一阶段内美国疫情防控政策全面放开，疫情对家居市场基本没有影响，而地产走低带来的家居需求减弱导致线下家具零售走弱，线上 Wayfair 收入持续下滑，可见线下依然是家居销售的主要途径。

图18：美国各板块主要家居企业 21Q3-22Q3 季度收入同比增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

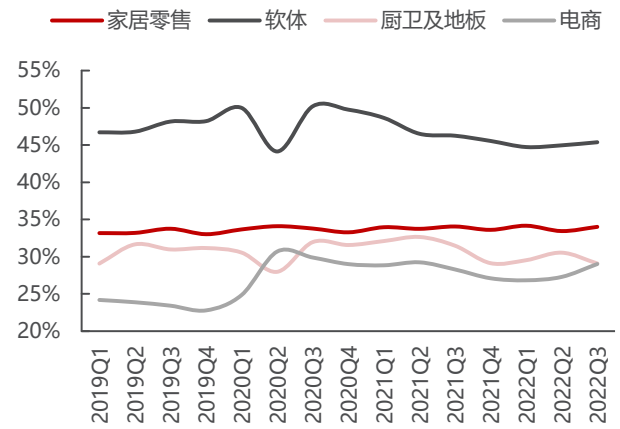
家居零售盈利能力稳定，成品家具毛利率明显下降。毛利率方面，2020Q2 软体和厨卫及地板企业毛利率显著下滑，**主要系工厂开工率不足导致生产、运输相关效率较低所致。**2020Q3 毛利率回升随后持续略微下滑，**主要系大宗商品价格提升所致。**其中家居零售企业毛利率持续保持相对稳定水平，未受到疫情影响。电商企业毛利率随着规模快速扩张有显著提升，不过对于软体、厨卫及地板企业 2020Q2 毛利率中枢出现下行，主因：

- **疫情带来运费大幅上行。**2021 年 Q2 航运价格开始走高，至 2021 年 10 月达到最高，同期洛杉矶港平均停靠时间达 20-25 天(恢复后为 0-5 天)，

美国供应链问题严重。

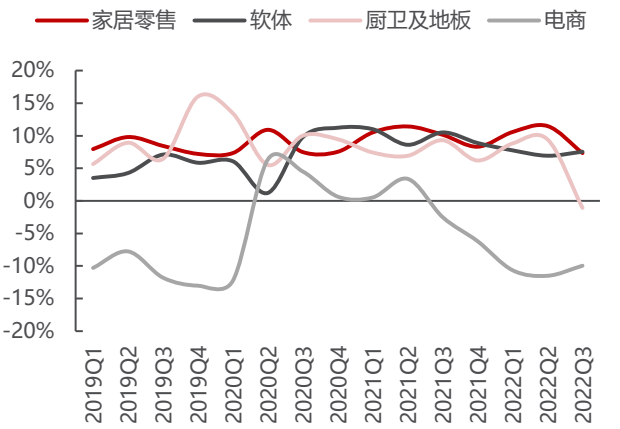
- **TDI、MDI 涨价：**2020 年 4 月 3 日-2022 年 10 月 17 日，TDI 价格从 9333 元/吨上涨至 27167 元/吨，上涨幅度达 191%；2020 年 4 月 8 日-2021 年 2 月 25 日 MDI 价格从 11050 元/吨上涨至 27625 元/吨，上涨幅度达 150%。
- **木材价格逐步走高：**2020 年 4 月 3 日-2021 年 5 月 7 日，木材价格从 264 美元/板英尺上升至 1686 美元/板英尺，上涨幅度达 539%，且是 2005 年以来木材价格首次大幅上涨。

图19：美国家居各板块毛利率变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图20：美国家居各板块净利率变化



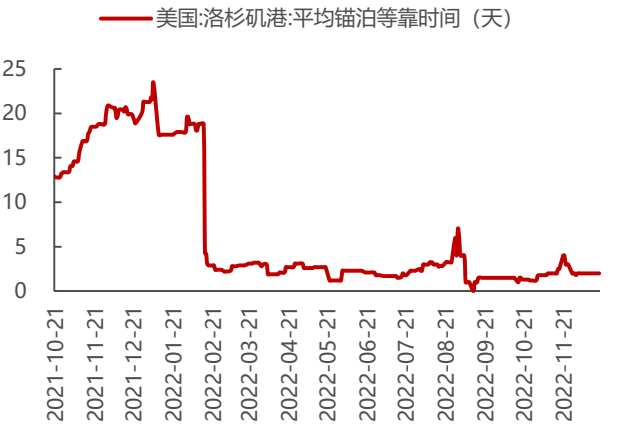
资料来源：Wind，民生证券研究院

图21：航运价格上升



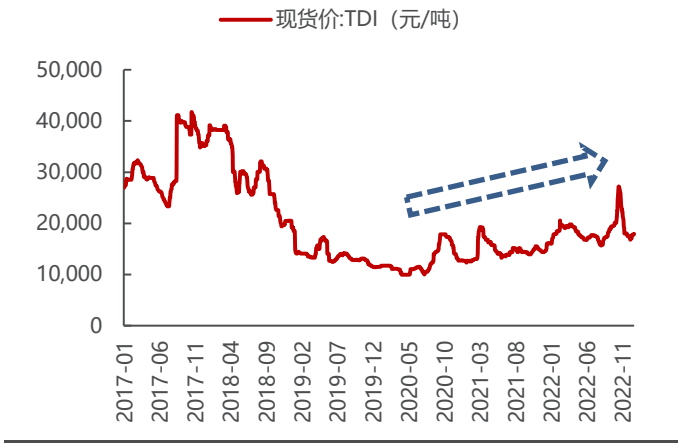
资料来源：Wind，波罗的海航运交易所，民生证券研究院

图22：洛杉矶港等待时间明显提升



资料来源：Wind，Port of Hamburg，民生证券研究院

图23：美国疫情期间 TDI 价格持续上涨



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图24：美国疫情期间 MDI 价格持续上涨



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图25：美国疫情期间木材价格持续上涨

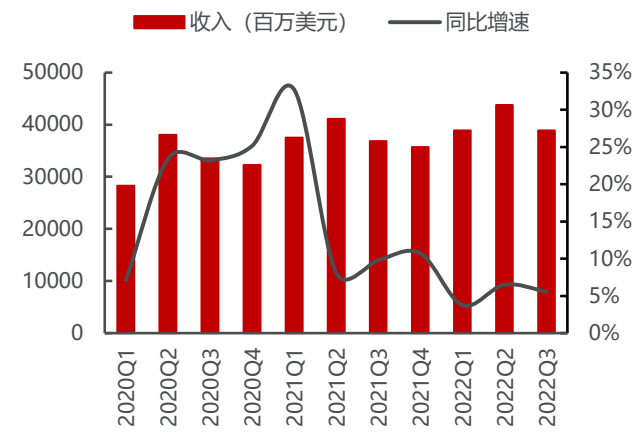


资料来源：同花顺，商务部，民生证券研究院

4 微观视角：家得宝/乐至宝/泰普尔-丝涟复苏节奏演绎

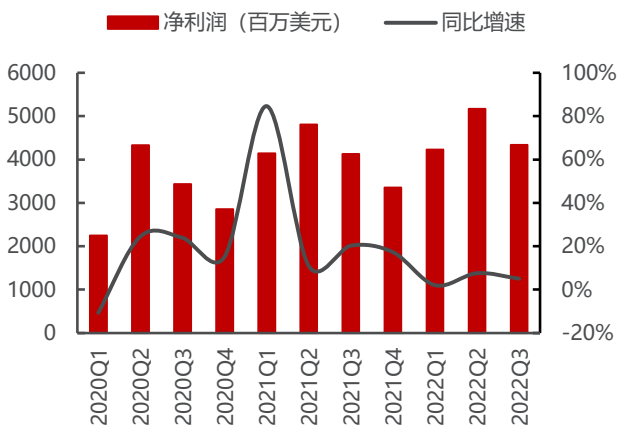
家得宝：零售企业受疫情影响较小，主要受供应链断裂影响。2020Q1 受开店时间缩短、中国供应链问题影响，供需双弱；同时厨房、浴室、地板等依赖上门服务的品类走弱，收入增速放缓。2020Q2-2021Q1，门店恢复运营、线上收入高增（持续同增 80-100%），客单数持续回升，开始稳定增长，受疫情影响较小。2021Q2 至今，持续受供应链断裂影响，从各地采购商品的途径断裂，大量缺货，业绩增长缓慢。期间除了 20Q1 及 21Q1 利润增速受影响较大外，其余各期利润增速较为稳定。

图26：家得宝收入及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

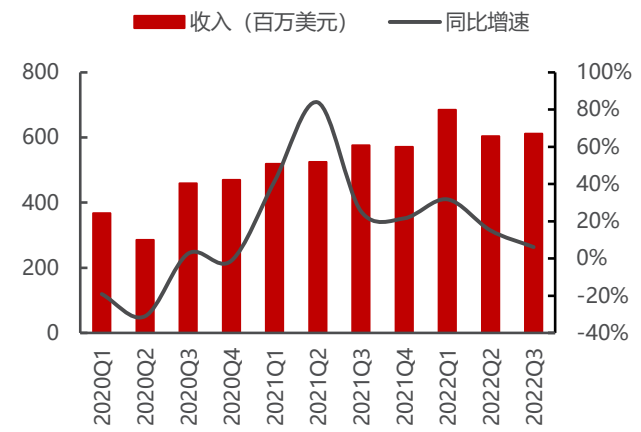
图27：家得宝利润及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

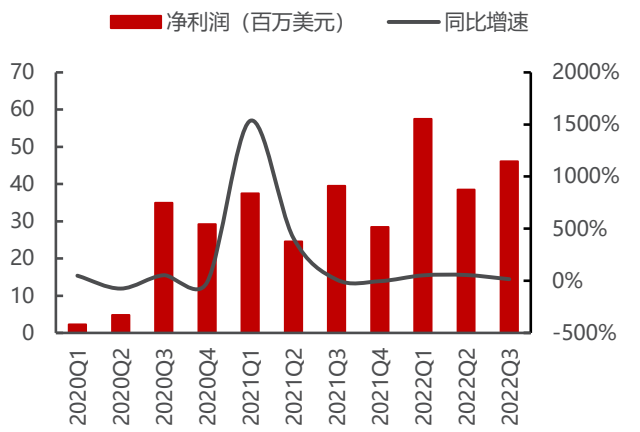
乐至宝：自产企业疫情前期受影响较大。收入方面，2020Q1 疫情初期由于关店、关厂，收入受影响较大。2020Q2 门店、工厂逐步恢复，但由于门店接单和交付之间存在 1 个月的时间差，20Q2 相当于仅 2 个月业绩。2020Q3-Q4 产能陆续恢复，但供应链断裂导致 TDI 供应不足，订单大量积压，公司通过开新厂等增加产能。2021Q1-2021Q4 积压订单持续释放，产能持续回暖，但供应链问题始终存在。利润方面，2019Q1 受终止养老金计划影响利润异常（计提 0.33 亿美元费用），剔除影响后 2020Q1 利润同比下滑 90%左右，随后逐步恢复。

图28：乐至宝收入及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

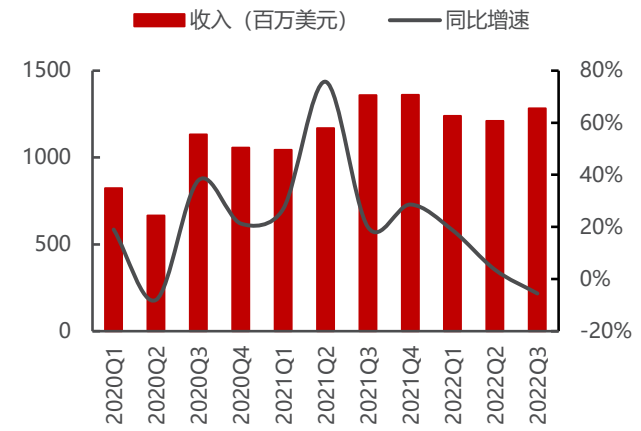
图29：乐至宝利润及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

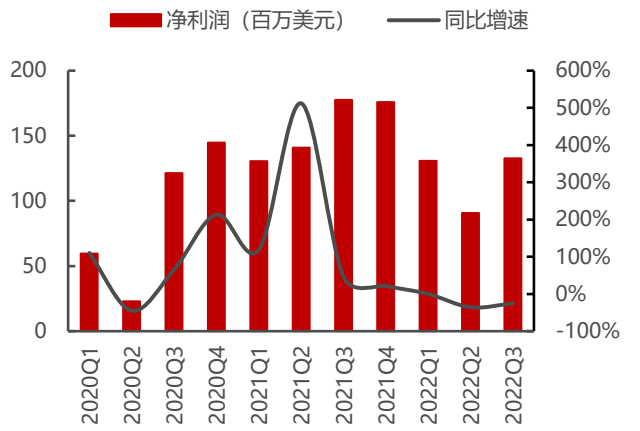
泰普尔-丝涟：床垫生产人工成本占比低，地产高景气下恢复迅速。收入端，2020Q1 泰普尔-丝涟收入增速 19%，并未明显受到疫情影响，主要系其作为制造企业，终端零售压力传导需要一定时间。2020Q2 疫情爆发后，泰普尔-丝涟收入同比下滑 8%，随后在 2020Q3-2021Q4 持续高增回暖，其收入下降幅度明显低于乐至宝，且恢复速度快于乐至宝一个季度。主要系二者同样作为制造企业，但床垫生产中人工需求低于沙发，2021 财年乐至宝和泰普尔-丝涟员工数基本一致，而泰普尔-丝涟收入约为乐至宝的两倍，对人力需求较低带来泰普尔-丝涟产能恢复快于乐至宝。叠加 2020Q3-Q4 房地产高增带来的家具高需求，床垫企业泰普尔-丝涟恢复速度快于沙发企业乐至宝。

图30：泰普尔-丝涟收入及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图31：泰普尔-丝涟利润及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

5 投资建议

复盘美国疫情防控演绎，伴随管控放松叠加地产景气进入上行周期，我们看到家居需求快速上行，行业供给端则受制于产能恢复较慢，不过进口增加可有效弥补这一缺口。分板块来看，家居零售企业恢复较快，而制造企业恢复较慢，其中本土生产且人工占比较高的企业受影响尤为明显。

当前时点我们继续看好国内家居板块，一方面疫情管控逐步放松，我们看好自动化程度高、生产效率优的头部企业率先受益；另一方面目前政策底已逐步显现，在保交楼和支持改善型住房的原则下，看好住房需求景气回升，考虑目前国内家居企业仍处于业绩底且估值合理偏低，继续推荐包括欧派家居、顾家家居、喜临门等零售渠道完善、产品力领先、供应链高效的龙头企业。

6 风险提示

1）后续地产政策不及预期：当前针对地产开发商融资、并购并未明显推动，存在落地进度不及预期风险。

2）下游需求不及预期：当前地产销售数据同比仍较大幅度下滑，环比未明显改善，存在新房家居市场需求不及预期的风险。

3）疫情负面影响：疫情管控趋势向好，但影响的卖场线下客流以及施工进度何时恢复正常仍存在不确定性。

插图目录

图 1： 美国家居各板块季度收入同比增速情况 3
图 2： 美国疫情发展情况及疫情防控阶段（左轴单位：人） 4
图 3： 美国家具零售额及增速 5
图 4： 美国成屋销售套数增速 5
图 5： 美国新建住房销售套数增速 5
图 6： 美国房贷利率走势（%） 6
图 7： 美国房价走势（%） 6
图 8： 美国房屋租金走势（%） 6
图 9： 产能利用率滞后政策放开一个季度恢复高位 7
图 10： 20Q3 家具进口金额显著提升 7
图 11： 2021 年美国床垫进口约三分之一来自中国 7
图 12： 20Q4-21Q3 中国家具出口额持续增长 7
图 13： 美国家居各板块季度收入同比增速情况 8
图 14： 美国各板块主要家居企业季度收入同比增速 8
图 15： 美国各板块主要家居企业 20Q1 季度收入同比增速情况 9
图 16： 美国各板块主要家居企业 20Q2 季度收入同比增速情况 9
图 17： 美国各板块主要家居企业 20Q3-21Q2 季度收入同比增速情况 10
图 18： 美国各板块主要家居企业 21Q3-22Q3 季度收入同比增速情况 10
图 19： 美国家居各板块毛利率变化 11
图 20： 美国家居各板块净利率变化 11
图 21： 航运价格上升 11
图 22： 洛杉矶港等待时间明显提升 11
图 23： 美国疫情期间 TDI 价格持续上涨 12
图 24： 美国疫情期间 MDI 价格持续上涨 12
图 25： 美国疫情期间木材价格持续上涨 12
图 26： 家得宝收入及增速 13
图 27： 家得宝利润及增速 13
图 28： 乐至宝收入及增速 14
图 29： 乐至宝利润及增速 14
图 30： 泰普尔-丝涟收入及增速 14
图 31： 泰普尔-丝涟利润及增速 14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026