

# 家居行业年报及一季报总结：内销龙头高股息率，外销拐点已现

2024年5月20日

看好/维持

轻工制造

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	常子杰 电话：010-66554040 邮箱：changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080005
分析师	沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523060001

## 投资摘要：

**家居板块收入利润双增，23年分红率提升。**2023年，家居用品板块营收2410.5亿元，同比+0.8%；归母净利润183.5亿元，同比+22.8%。收入受益国内消费场景恢复实现增长，其中23Q1因收入滞后于销售仍有下滑，Q2-Q4连续增长；利润端增速较高，各季度均正增长。24Q1收入利润继续提升，板块营收同比+10.3%，归母净利润同比+8.8%。收入受益于低基数，利润端延续增长。板块毛利率自23Q1起保持同比提升，受益于原材料价格回落及产能利用率提升，推动板块盈利能力提升。

**2023年板块分红比例提升，稳定50%以上**，利润恢复后分红比例提升有望强化板块投资价值。

**家居内销：高分红保护投资价值，地产政策起效可期。**2023年家居消费受益消费场景恢复+需求回补，复苏较好。2024年建材家居卖场销售额1-4月累计同比-12.2%，需求有所承压。从地产角度看，24年以来一、二手房销售均有下滑，竣工数据亦有回落，家居需求短期仍承压。2024年5月地产利好政策批量出台，包括杭州、西安全面取消限购；杭州临安区收购商品房作公租房；央行下调个人住房首付款及贷款利率等等。政策端出现超预期积极变化，我们看好地产销售向好。家居内销企业近期业绩较好，而估值已经普遍到低位，对悲观预期已有反映。低估值下，重点企业股息率平均达到4%左右。高股息率保证龙头公司的投资价值，行业集中度提升对冲部分需求压力。需求预期已至底部，地产政策推动预期回升可期。我们建议关注：1) 业绩确定性高、股息率水平高的一线龙头公司，包括**索菲亚、顾家家居、欧派家居**；2) 受益智能马桶品类渗透率提升的**瑞尔特**，有望逆势增长；3) 核心品类仍有发展空间的二线龙头公司，包括**志邦家居、金牌厨柜、喜临门**。

**家居外销：拐点已现，看好业绩持续向好。**2022年下半年以来，家具出口金额持续下滑。2023年11月起，家具出口数据恢复同比增长，24年1-4月家具出口金额累计同比增长10%；从企业角度看，重点外销企业在23Q4/24Q1收入普遍正增长，环比改善明显且增速高于行业。从家得宝和劳氏角度看，库存经过数季度的下降，在23财年末已回到21财年水平。因此我们认为去库存阶段结束，补库需求恢复常态。美国房屋销售24Q1已有环比改善，未来若美国降息实现，房屋回暖持续性可期，进而推动家居销售向好。家居低库存水平下若销售转好，出口订单持续增长值得期待。外销企业估值已回到中枢水平，后续业绩持续性成为关注重点，我们建议关注具备海外产能布局，在出口低谷期成功开拓新业务/客户的优质出口企业。

**风险提示：**海外家居需求不及预期，国内地产销售下滑超预期，原材料价格波动超预期。

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
匠心家居	3.18	3.84	4.67	5.63	23.56	19.51	16.04	13.31	3.07	
乐歌股份	2.03	1.43	1.66	1.93	8.44	11.99	10.33	8.88	1.74	
恒林股份	1.89	3.96	4.85	5.88	26.95	12.86	10.50	8.66	2.03	
永艺股份	0.89	1.02	1.25	1.48	13.89	12.12	9.89	8.35	1.89	
共创草坪	1.08	1.32	1.58	1.81	22.88	18.72	15.64	13.65	3.80	
欧派家居*	4.98	5.26	5.76	6.47	13.86	13.12	11.98	10.67	2.35	推荐
索菲亚*	1.38	1.53	1.69	1.89	13.81	12.46	11.28	10.08	2.59	推荐
志邦家居*	1.36	1.53	1.72	1.89	11.88	10.56	9.39	8.54	2.11	推荐
金牌厨柜*	1.89	2.19	2.52	2.78	12.28	10.60	9.21	8.35	1.31	推荐

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
顾家家居*	2.44	2.7	3.05	3.41	14.94	13.50	11.95	10.69	3.00	推荐
喜临门*	1.11	1.49	1.72	1.95	18.04	13.44	11.64	10.27	2.02	推荐
瑞尔特*	0.53	0.61	0.74	0.92	25.04	21.75	17.93	14.42	2.59	推荐

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于 iFinD 一致预期；东兴证券研究所

## 目 录

1. 家居板块 23 年报&24 一季报总结：收入利润保持增长，分红率显著提升	5
2. 家居内销：高分红保护投资价值，地产政策起效可期	6
2.1 家居与地产需求仍有承压，期待地产政策效果	6
2.2 投资建议：低估值反应悲观预期，高股息率保护投资价值	8
3. 家居外销：拐点已现，看好业绩持续向好	9
3.1 出口环比改善明显，海外地产销售回暖+库存低位助力订单具备持续性	9
3.2 估值在低位，关注海外有产能布局的优质出口企业	11
4. 风险提示	12
相关报告汇总	13

## 插图目录

图 1：家居板块收入近四个季度持续增长	5
图 2：家居板块利润端自 23 年以来持续增长	5
图 3：家居板块毛利率变化	5
图 4：家居板块净利率变化	5
图 5：家居板块管理费用率变化	6
图 6：家居板块销售费用率变化	6
图 7：按整体法计算，23 年分红比例接近 60%	6
图 8：按整体法计算，23 年分红比例超过 70%	6
图 9：家居卖场销售额 24 年有所回落	7
图 10：家具社零 24 年 3 月后增速环比回落	7
图 11：12 城周度二手房销售面积及同比情况	7
图 12：月度商品房销售面积变化情况	7
图 13：月度商品房销售额变化情况	8
图 14：月度住宅竣工面积变化情况	8
图 15：家具及其零件出口金额当月值及同比	9
图 16：家得宝存货变化	10
图 17：劳氏存货变化	10
图 18：美国成屋销售环比改善	10
图 19：美国新建住房销售环比改善	10
图 20：皮革价格 24 年同比微涨	11
图 21：聚合 MDI 价格 24 年同比变化不大	11
图 22：纤维板期货价格 24 年同比微涨	11
图 23：不锈钢期货价格 24 年同比下跌	11
图 24：海运费 24 年有所上涨	11
图 25：美元兑人民币汇率维持高位	11

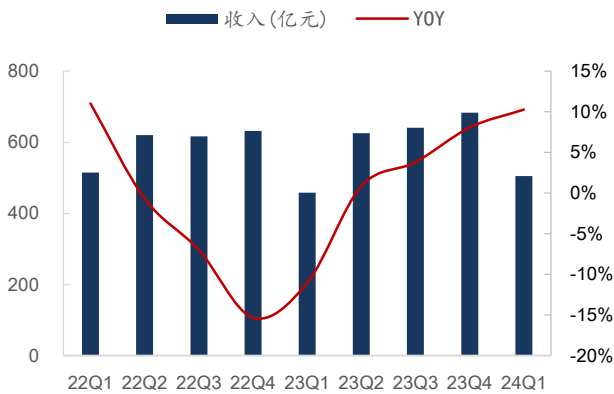
## 表格目录

表 1：重点公司估值情况（5月15日） .....	8
表 2：部分出口公司逐季收入增速 .....	9
表 3：部分出口公司业绩及估值情况（截至5月15日） .....	12

## 1. 家居板块 23 年报&24 一季报总结：收入利润保持增长，分红率显著提升

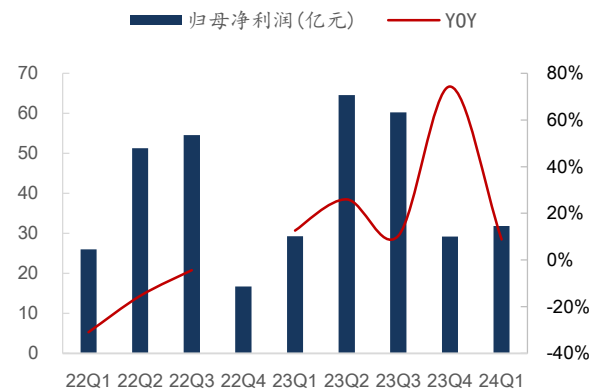
2023 年家居板块稳步增长。2023 年家居用品板块营收 2410.5 亿元，同比+0.8%；归母净利润 183.5 亿元，同比+22.8%。23 年消费场景完全恢复，家居板块收入端实现微增。其中 23Q1 因收入滞后于终端销售仍有下滑，Q2-Q4 同比增速持续环比提升，叠加外销回暖，带动全年实现增长。23 年利润端增速较高，各季度均保持正增长，主要受益于毛利率的提升。24Q1 收入利润均继续提升，家居用品板块营收同比+10.3%，归母净利润同比+8.8%。收入增长受益于低基数，而利润端在上期增长的背景下仍实现增长，板块盈利能力依然保持稳健。

图1：家居板块收入近四个季度持续增长



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：家居板块利润端自 23 年以来持续增长

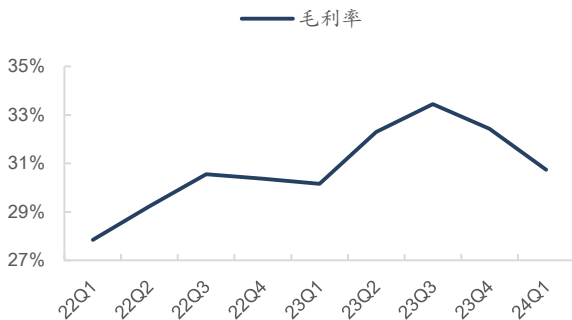


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：22Q4 归母净利润同比增长 316%

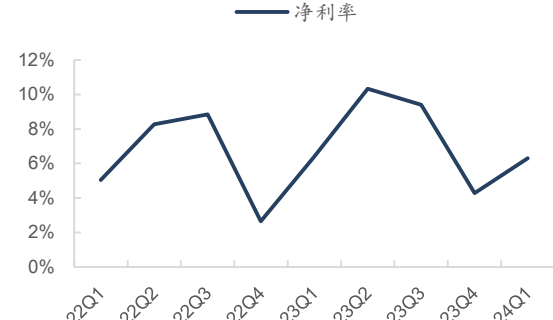
拆分利润率看：毛利率 2023 年为 32.2%，同比+2.7pct，各季度均实现同比增长。23 年原材料价格普遍处于低位，24Q1 板块毛利率在部分原材料价格有回升的情况下，依然同比增长。费用率方面，2023 年销售和管理费用率分别同比+0.7、+0.1pct，均有所提升。24Q1 费用率继续延续提升态势，环比同比均有增长。综合看，2023 年家居用品板块净利率为 7.6%，同比+1.4pct，增长明显，受益于毛利率的提升；24Q1 净利率同比微降。

图3：家居板块毛利率变化



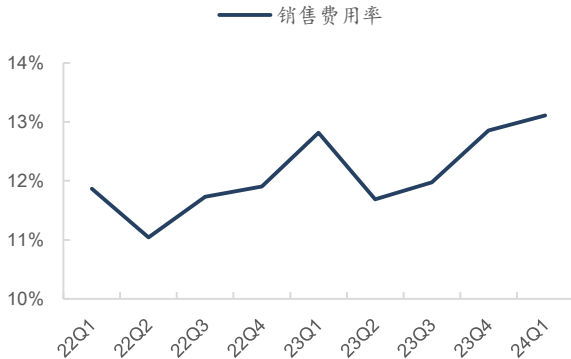
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：家居板块净利率变化



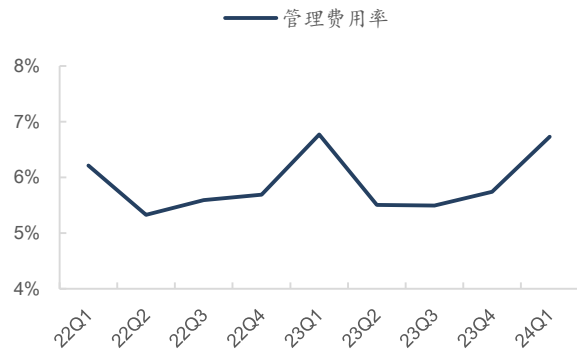
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：家居板块管理费用率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

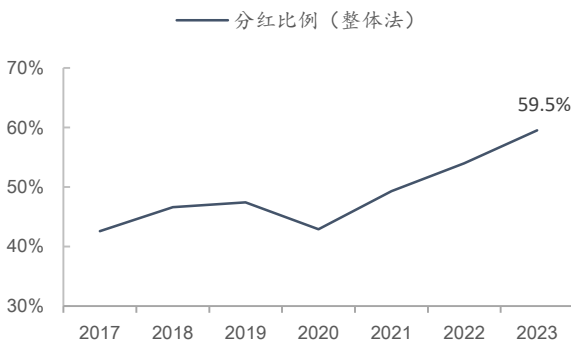
图6：家居板块销售费用率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

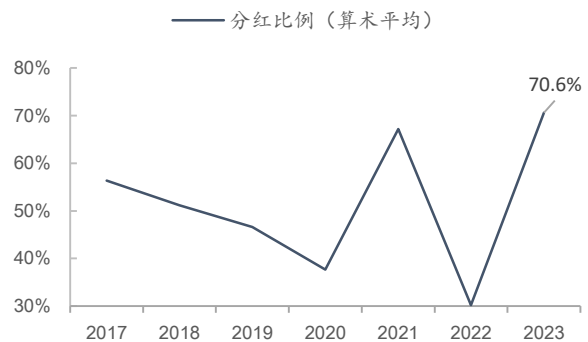
分红率提升明显。家居用品板块 2023 年分红比例达到近年来的最高水平，按照整体法计算接近 60%，按算术平均法计算超过 70%。2023 年是利润恢复的一年，分红比例的提升有望强化板块投资价值。

图7：按整体法计算，23 年分红比例接近 60%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：按整体法计算，23 年分红比例超过 70%



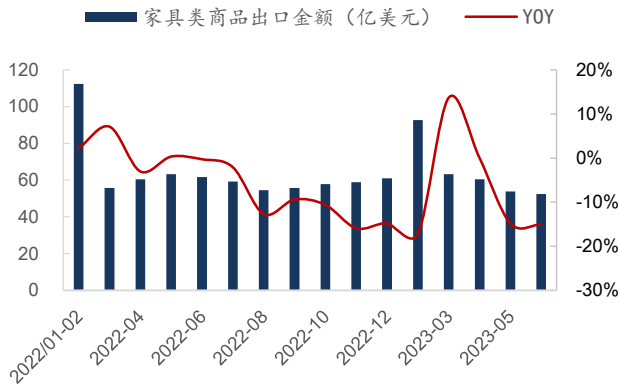
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 家居内销：高分红保护投资价值，地产政策起效可期

### 2.1 家居与地产需求仍有承压，期待地产政策效果

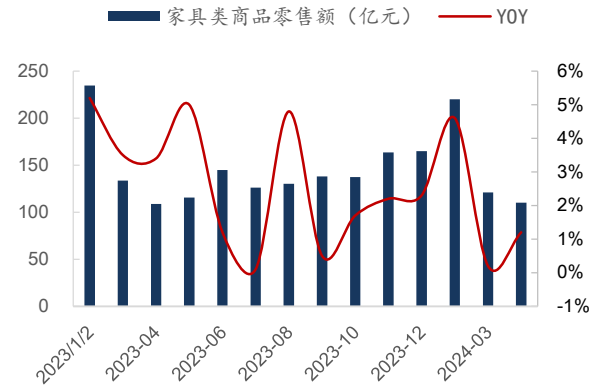
家居需求 23 年复苏，24 年有所承压。2023 年在消费场景恢复+需求回补的加持下，家具消费复苏明显，建材家居卖场销售额自 3 月以来持续保持增长，23 全年同比增长 33.5%。2024 年在高基数下销售额有所下滑，1-4 月累计同比-12.2%，其中 4 月同比-32.1%。此外家具社零 24 年 3 月同比+0.2%，4 月同比 1.2%，增速也有回落。

图9：家居卖场销售额 24 年有所回落



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

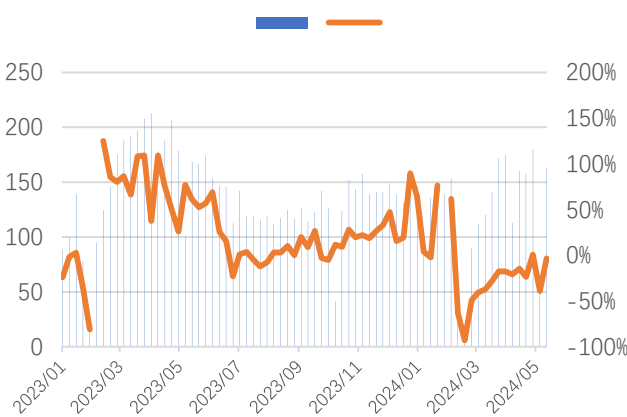
图10：家具社零 24 年 3 月后增速环比回落



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

一、二手房销售均有下滑，竣工数据 24 年亦有下滑，地产政策效果值得期待。进入 2024 年以来，一、二手房销售面积均呈现不同程度的下滑，一手房销售依然延续较高的同比下滑速度，二手房表现较优，但在高基数的影响下依然下滑。竣工数据 23 年受益保交楼支撑实现增长，24 年开始亦有所回落。竣工数据承压叠加家居近期较高的基数水平，家居需求仍将承压。2024 年 5 月地产利好政策批量出台，包括杭州、西安全面取消限购；杭州临安区收购商品房作公租房；央行下调个人住房首付款及贷款利率等等。考虑到政策端的超预期积极变化，我们看好地产销售向好。

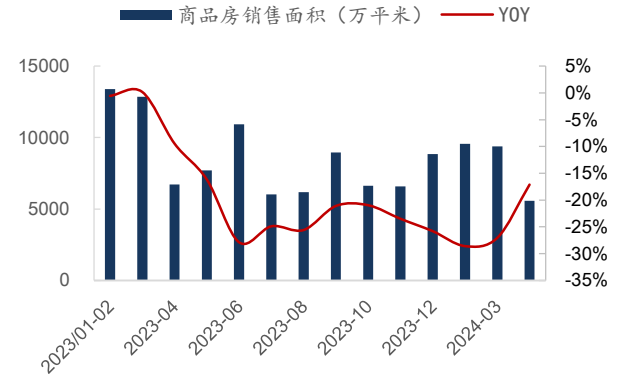
图11：12 城周度二手房销售面积及同比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：数据断口处对应上半年春节周，同比增速过大因此剔除

图12：月度商品房销售面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：月度商品房销售额变化情况

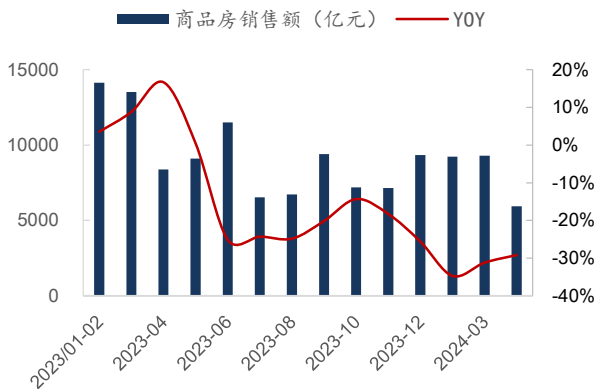
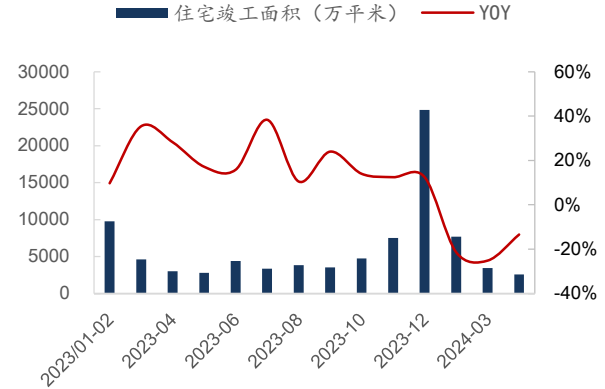


图14：月度住宅竣工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.2 投资建议：低估值反应悲观预期，高股息率保护投资价值

重点公司估值普遍处于低位，股息率达到较高水平。家居企业在2023年及24Q1仍普遍较好的业绩表现，主要是受益于消费场景的恢复、地产竣工的增长以及原材料价格的回落。PE估值已经普遍到了低位，龙头企业PETTM在13倍左右，五年分位数多家在10以下，较低的估值反映了悲观预期。当前仅瑞尔特凭借强劲的智能马桶业务带动估值达到高位。在低估值的背景下，重点企业股息率普遍达到较高水平，达到4%左右(按5月15日收盘价计算)，此外如金牌厨柜等拟于2024年进行中期分红。

表1：重点公司估值情况（5月15日）

证券名称	2023年		2024Q1		PE-TTM	PE分位数	分红率	股息率
	收入YOY	归母YOY	收入YOY	归母YOY				
欧派家居*	1.3%	12.9%	1.4%	43.0%	13.6	6	55.1%	4.0%
索菲亚*	3.9%	18.5%	17.0%	58.6%	13.4	16	75.5%	5.2%
志邦家居*	13.5%	10.8%	1.8%	-8.4%	11.6	4	51.4%	4.3%
金牌厨柜*	2.6%	5.4%	11.4%	11.2%	11.5	7	31.4%	2.6%
顾家家居*	6.7%	10.7%	10.0%	5.0%	14.2	3	56.3%	3.8%
喜临门*	10.7%	80.5%	20.0%	20.2%	16.6	20	90.8%	5.1%
慕思股份	-4.0%	13.2%	25.5%	39.5%	17.0	28	64.4%	3.6%
瑞尔特*	11.5%	3.6%	32.3%	47.1%	23.5	93	47.8%	1.9%
好太太	22.2%	49.7%	5.7%	15.1%	18.0	26	37.0%	2.0%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：标星号为覆盖公司；部分公司分红率包含现金回购金额

**投资建议：**国内家居及地产需求尚未转暖，但地产政策的超预期密集出台有望推动地产需求企稳。家居板块优质企业估值普遍来到低位，已反映了未来的悲观预期。高水平股息率保证龙头公司的投资价值，行业集中度提升对冲部分需求压力，需求预期已至底部，地产政策超预期有望推动板块估值抬升。当前阶段，我们建议关注：1) 一线龙头公司，包括索菲亚、顾家家居、欧派家居。整家布局领先，渠道优势较强，业绩确定性高，股息率水平高；2) 受益智能马桶品类渗透率提升的瑞尔特。线上布局打开自有品牌知名度，线下拓



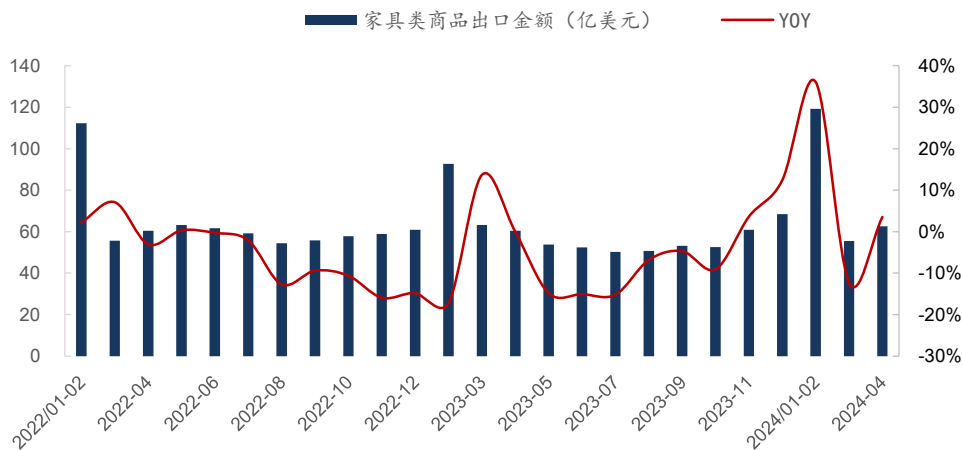
展有望继续带来增量；3) 二线龙头公司，包括志邦家居、金牌厨柜、喜临门。核心品类仍有发展空间，同时品类拓展推进顺利，成长空间与发展确定性兼具。

### 3. 家居外销：拐点已现，看好业绩持续向好

#### 3.1 出口环比改善明显，海外地产销售回暖+库存低位助力订单具备持续性

出口数据向好，企业端收入高增。自 22 年下半年以来，家具出口金额持续下滑，海外零售商进入到去库存阶段。23 年 11 月起，家具出口数据恢复同比增长，24 年 1-4 月家具出口金额累计同比增长 10%；而从外销企业业绩角度看，重点企业在 23Q4/24Q1 收入普遍正增长且环比改善明显，仅海象新材受产品溯源影响有所下滑。行业及企业端数据均验证海外零售商清库存已近尾声，补库需求逐步恢复。而企业端收入增速普遍优于行业，我们推测主要因企业通过海外工厂发货占比提升以及份额的提升。

图15：家具及其零件出口金额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

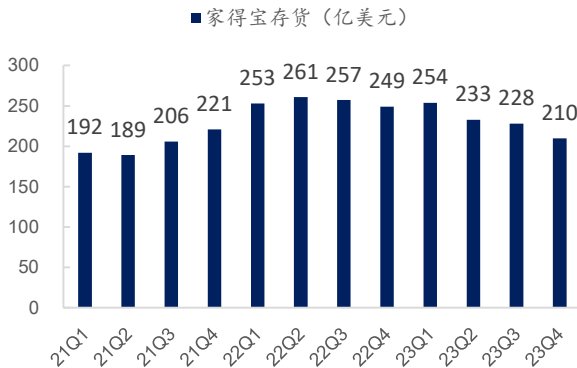
表2：部分出口公司逐季收入增速

证券名称	主营产品类	单季度收入同比增速					外销收入占比 (23 年报)
		24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	
匠心家居	功能沙发	31%	32%	56%	62%	-7%	99%
海象新材	PVC 地板	-30%	-26%	-30%	-11%	7%	99%
致欧科技	家居多品类	45%	45%	14%	0%	-11%	99%
乐歌股份	人体工学产品	41%	36%	32%	12%	4%	92%
麒盛科技	电动床	8%	30%	27%	20%	-6%	89%
共创草坪	休闲草	23%	5%	1%	12%	-18%	88%
恒林股份	办公椅	39%	28%	27%	26%	21%	81%
梦百合	床垫	7%	16%	7%	-2%	-21%	79%
永艺股份	办公椅	23%	20%	-1%	-30%	-31%	74%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

海外零售商库存继续下降，出口订单持续性可期。从零售商库存角度看，家得宝和劳氏作为美国规模最大的家居相关零售商，2023 财年库存逐季降低。截至四季度两家库存已有明显回落，均恢复至 2021 财年水平。终端库存回到健康水平，补库需求恢复常态，我们看好出口订单的持续性回暖。

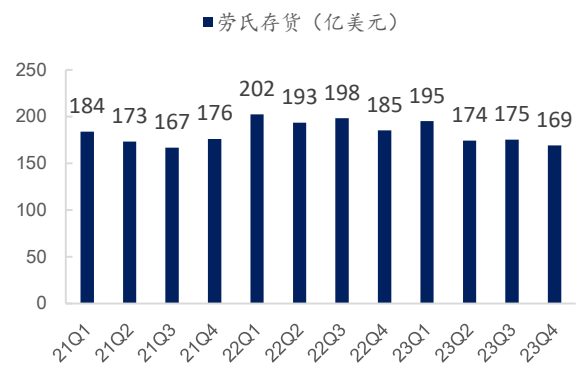
图16：家得宝存货变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：23Q4 截至 2024/1/28，以此类推

图17：劳氏存货变化

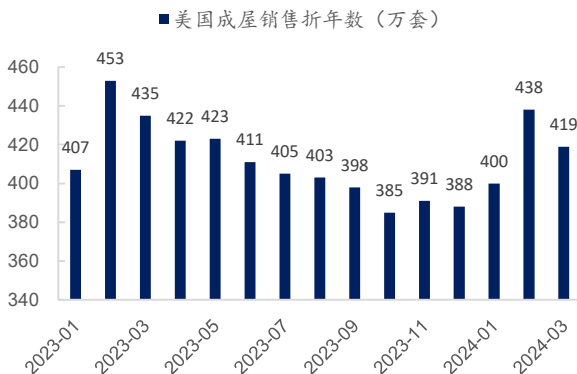


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：23Q4 截至 2024/2/2，以此类推

美国房屋销售回暖，有望助力家居需求回升。2024 年美国成屋销售环比改善明显，需求有所回升，同时新建住房亦有改善迹象，美国需求韧性较好。中期来看，未来若美国实现降息，住宅需求受益于购房成本下降及经济活跃度上升，回暖持续性可期。美国住房以成屋销售为主，需求回升有望带动家具换新需求，从而推动家居零售商销售向好。若销售端转好叠加当前的低库存水平，出口订单持续增长值得期待。

图18：美国成屋销售环比改善



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

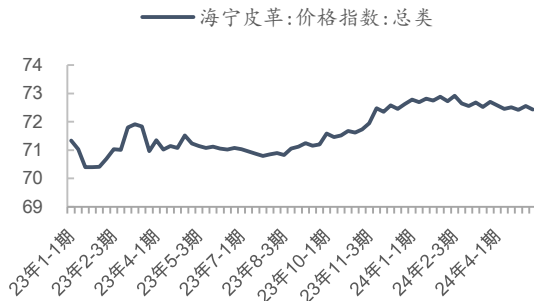
图19：美国新建住房销售环比改善



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

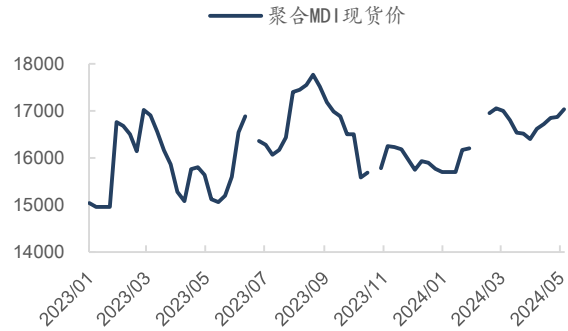
原材料价格变动不大，海运费上涨对毛利率影响可控。2024 年家居原材料价格整体变化不大，皮革、纤维板、聚合 MDI 价格同比仅微涨；而 TDI、不锈钢价格同比下降。我们预计 24 年原材料价格波动对家居企业毛利率影响较小。汇率方面，24 年人民币汇率平稳，保持在较低水平。海运费在 24 年有所上涨，但考虑到多数企业为 FOB 模式，预计对利润率影响可控。

图20：皮革价格 24 年同比微涨



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：聚合 MDI 价格 24 年同比变化不大



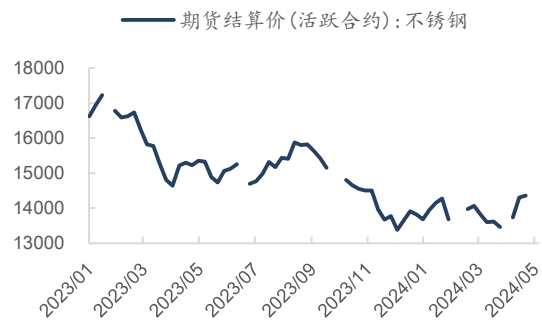
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：纤维板期货价格 24 年同比微涨



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：不锈钢期货价格 24 年同比下跌



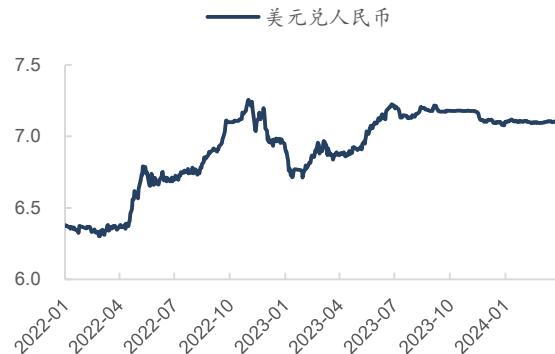
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图24：海运费 24 年有所上涨



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：美元兑人民币汇率维持高位



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.2 估值在低位，关注海外有产能布局的优质出口企业

出口业绩回暖带动估值回升。我们统计了 8 家外销企业，24Q1 均实现收入利润的双增长（乐歌股份、永艺股份 24Q1 扣非分别同比+100%、21.6%），增速普遍在双位数以上，业绩得以较好的恢复。在业绩的带动下，8 家企业 PE-TTM 普遍回到 20 倍水平，平均五年分位数已达到 50 左右，PB 平均估值分位数与 PE 相差不大，匠心家居、恒林股份估值已近五年新高水平。估值已普遍回至五年中枢水平，展望未来，我们认为业绩增长的持续性将是关注的重点。

表3：部分出口公司业绩及估值情况（截至 5 月 15 日）

证券名称	2023 年		2024Q1		PE-TTM	五年分位数	PB-MRQ	五年分位数
	收入 YOY	归母 YOY	收入 YOY	归母 YOY				
匠心家居	31.4%	21.8%	30.7%	58.0%	21.2	97	3.1	95
致欧科技	11.3%	65.1%	45.3%	15.1%	25.6	53	3.4	66
乐歌股份	21.6%	189.7%	40.8%	-79.9%	16.9	26	1.7	8
麒盛科技	16.5%	625.2%	8.5%	88.0%	20.3	65	1.4	26
共创草坪	-0.4%	-3.5%	23.1%	29.4%	21.6	34	3.8	20
恒林股份	25.8%	-26.6%	39.0%	31.2%	24.6	96	2.0	82
梦百合	-0.5%	157.7%	7.1%	18.2%	45.2	63	1.3	1
永艺股份	-12.7%	-11.1%	23.0%	-17.5%	14.2	42	1.9	31

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**投资建议：**家居出口数据回暖，外销企业业绩已有明显改善。海外零售商库存依然低位，我们认为补库需求恢复常态，出口订单具备持续性。美国房屋销售环比向好，将逐步支撑家居换新需求，而未来随着降息的到来房屋销售有望持续好转。在收入端积极的同时，成本端波动不大。家居外销企业在业绩的增长带动下估值已回到中枢水平，我们看好海外家居需求的修复将助力业绩端持续增长，长期看有成本制造优势的消费制造业领域仍有较强竞争力。我们建议关注具备海外产能布局，在出口低谷期成功开拓新业务/客户的优质出口企业。

## 4. 风险提示

海外家居需求不及预期，国内地产销售下滑超预期，原材料价格波动超预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	轻工制造行业：文化纸涨价落地，关注纸企旺季盈利表现	2024-03-01
行业普通报告	轻工制造行业：美国1月成屋销售乐观，有望支撑家居需求	2024-02-29
行业普通报告	家居行业：LPR下调有望提振地产销售，家居需求预期改善可期	2024-02-23
行业普通报告	轻工制造行业：CCER交易市场启动，关注林业碳汇发展	2024-01-31
行业普通报告	家居行业：12月家居出口增长提速，外销有望持续向好	2024-01-26
行业普通报告	家居行业：海外家具库存改善，补库需求有望带动外销持续向暖	2023-12-28
行业普通报告	东兴轻纺&商社周观点：京沪地产政策放宽，同时关注家居外销改善	2023-12-19
行业普通报告	家居行业：11月出口数据回暖，出口业务高弹性值得期待	2023-12-14
行业普通报告	东兴轻纺&商社周观点：整装模式持续拓展，家具出口有望向好	2023-12-14
行业普通报告	东兴轻纺&商社周观点：关注地产政策效果，看好家居外销业绩弹性	2023-12-08

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526