



公司研究 | 深度报告 | 匠心家居 (301061.SZ)

匠心家居深度：盈科而进，臻于匠心

报告要点

本文主要探讨了匠心在美国中高端功能沙发市场快速提份额的动因，公司通过积累制造成本与效率优势，以及持续向设计创新投入最终打造强产品力，助力客户动销优化及自身拓客进程。再者作为公司品牌出海战略的关键一步，店中店模式探索顺利，若后续跑通后有望提升品牌影响力，进一步提振公司产品动销。持续看好匠心作为家居出口龙头的价值，围绕强产品力赋能客户驱动份额提升，且美国降息亦有望带动行业需求修复。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

匠心家居（301061.SZ）

2025-02-02

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

匠心家居深度：盈科而进，臻于匠心

匠心家居：功能沙发龙头，产品力牵引成长进阶

功能沙发出海龙头，强产品力牵引，客户品牌+自主品牌结合。公司以智能电动沙发为核心单品，占 74%（2023 年），其次为智能电动床及智能家具配件，2023 年收入占比 15%/10%。目前家具产品中自主品牌主要对应定位中高端的 Moto Motion 及定位高端的 Moto Living。公司战略性强化零售商类客户，2024 年前三季度零售商客户数占美国家具客户的 81.8%，为持续提升份额和强化自主品牌奠定基础。目前公司对美收入占比约 90%，其中越南产能基本覆盖对美出货，其余小部分从国内出货的是不涉税产品，已较好避免关税及贸易风险的负面影响。

财务概况：收入快速增长，盈利稳中向好，激励计划强化经营信心且目前完成度高。2023 年公司营收/归母净利润分别 19.2/4.1 亿元，2017 年以来 CAGR 为 14%/26%，2024 年前三季度分别同增 27%/34%。2021-2023 年间公司经营层面盈利水平稳步提高，剔除汇兑影响后归母净利润率从约 16.2%提升至 20.5%，2024 年延续向上。2023 年公司推出股权激励计划，收入和利润考核目标为复合 15%增速，2023 年如期达标，2024 年估计亦超额完成。

产品为核，代工突围：制造优势兼具高端基因，客户拓展加速

公司品牌定位中高端，且相对竞品追求更优的产品力、价格优势及消费体验。基于更优的设计外观+工艺品质叠加有竞争力的价格（公司产品相较 La-Z-Boy 整体便宜 1/3-1/2），公司在美国市场份额持续提升。拆解原因看：**1) 产品设计优势：**公司具备美国视野与需求洞察力，团队国际化程度高且吸纳大量业内优秀高管人才，2023-2024 年引入了多位美国软体产品或者家具零售商的资深人士。同时公司重视研发设计，上市以来的研发费用率一直处于 4.5%~7.0%之间，助力产品快速创新迭代的关键。美国以零售商为主的渠道结构给予强产品力企业脱颖而出的机会，以动销为导向，老客户逐步放量，新客户快速拓展。**2) 制造成本优势：**公司具备显著的人工与供应链成本优势，且伴随供应链垂直整合&降本提效，2021 年以来经营盈利率不断改善。

品牌出海，稳步探索——店中店模式助力品牌建设，进一步提升动销

店中店模式是品牌出海战略的关键一步，核心在于通过展示优化来提升动销，而逐渐形成品牌力得以进而赋能动销。公司凭借强产品力获得零售商客户认可，获得品牌推广与场景化展示空间，支撑店中店模式不断探索。目前公司聚焦于店态模型的优化，先质量再数量，2024 年以来推进顺利，前三季度已开出 150 多个中小规模的店中店，计划到 2025Q1 建成 500 家。样本门店销售额的提升效果明显，考虑公司大部分客户是零售商，后续开店空间及业绩弹性可期。

份额空间展望：在百亿美元规模的美国功能沙发行业中，公司按出货额估算份额仅约 4%，不论对标龙一 La-Z-Boy 约 17%份额，还是对标品类属性相似的床垫行业格局，预计中长期匠心在美国功能沙发市场尚有 3-5 倍空间。路径上，优质渠道类客户和同店均有较大扩展空间。

盈利预测：展望 2025 年在延续新扩渠道客户和同店增长的逻辑上，店中店及欧美降息周期是增量贡献，家居消费在美国属于利率敏感性，并且公司越南产能有扩张计划。中期视角，美国沙发市场规模大，匠心家居已摸索出一套能够持续提升份额的模式。预计公司 2024/2025 年归母净利润约 6.1/7.3 亿元，对应 PE 为 22.2/18.5x，给予“买入”评级。

风险提示

1、汇率、原材料大幅波动；2、公司产品力优势减弱或客户运营维护效果低于预期；3、国际贸易摩擦持续加剧；4、盈利预测不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	80.72
总股本(万股)	16,737
流通A股/B股(万股)	4,257/0
每股净资产(元)	19.78
近12月最高/最低价(元)	83.18/38.56

注：股价为 2025 年 1 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

匠心家居：功能沙发龙头，产品力牵引成长进阶	6
产品为核，代工突围：制造优势兼具高端基因，客户拓展加速	9
定位中高端，以设计和制造优势取胜	9
强产品力赋能客户，下游分散提供机会	17
品牌出海，稳步探索——店中店模式助力品牌建设，进一步提升动销	19
盈利预测：从美国功能沙发格局看公司空间	20
风险提示	24

图表目录

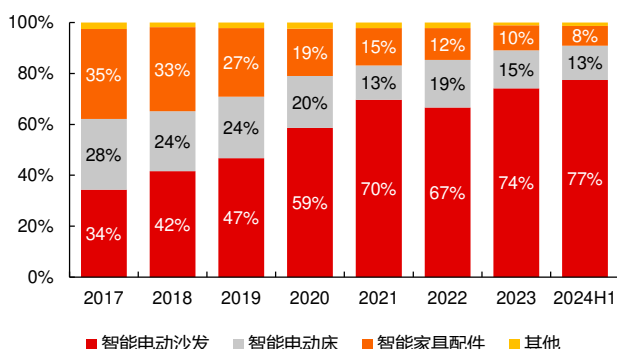
图 1：2024H1 公司智能电动沙发/智能电动床收入占比 77%/13%	6
图 2：公司主要产品系列图示	6
图 3：公司自主品牌及产品矩阵	6
图 4：目前公司家具销售中自主品牌销售占比估计超过 40%	7
图 5：2023 年公司美国/境外地区收入占比 88%/11%	7
图 6：2024 年前三季度公司合作零售商客户数量占美国家具客户比例升至 81.8%	7
图 7：2024 年前三季度公司营收 18.5 亿元（+27%）	8
图 8：2024 年前三季度公司归母净利润 4.3 亿元（+34%）	8
图 9：近年公司盈利水平趋于上行	8
图 10：2022 年以来销售费用率有所控制，汇兑对盈利有正向贡献	8
图 11：公司 2023 年限制性股票激励计划梳理	8
图 12：公司功能沙发定位为美国中高端品牌平替	9
图 13：匠心沙发基于强产品力得以在美国零售店中实现场景化展示，促进动销改善	10
图 14：美国沙发进口依赖度估计超 40%	10
图 15：美国沙发进口主要依赖中国和越南（占比 35%/34%）	10
图 16：公司越南出货额及占比	11
图 17：公司越南基地进阶梳理	11
图 18：2021 年以来公司经营层面盈利持续改善	11
图 19：智能家居配件销售客户结构（2020）	11
图 20：公司分享与美国客户的对接之道	12
图 21：近年公司广泛吸纳大量业内人才	13
图 22：公司研发投入力度大于其他代工公司及美国沙发品牌	14
图 23：公司不断积累专利，支撑产品推新	14
图 24：匠心创新推出影音沙发打造爆品	14
图 25：公司对产品设计与品质的高要求支撑品牌定位稳步向上	15
图 26：公司于 2023 年推出高端的 Moto Living 系列	15
图 27：匠心产品在美国零售商功能沙发品牌群中定位为中高端	16
图 28：2023 年公司前五大客户占比约 55%	17
图 29：公司合作全美 top100 家具零售商数量持续增长	17

图 30：公司头部客户梳理	18
图 31：美国家具零售业整体集中度不高（CR10 约为 42%，2023）	18
图 32：上世纪 Harden 品牌店中店场景展示	19
图 33：La-Z-Boy 店中店数量趋势（家）	19
图 34：公司正不断探索店中店内模式	19
图 35：公司店中店数量持续增长	20
图 36：2023 年美国功能沙发终端规模约 98 亿美元	21
图 37：2023 年美国功能沙发渗透率约 49.5%	21
图 38：2020 年美国功能沙发行业消费结构	21
图 39：2023 年美国功能沙发行业品牌 CR2 约 25%	21
图 40：近年匠心增速优于沙发龙头 La-Z-Boy 与 Ethan Allen 及美国家具零售	21
图 41：美国功能沙发和床垫行业头部企业销售额及份额对比	22
图 42：匠心越南集装箱 12 月发货量同增 106%	22
图 43：2025 年美国家居行业景气有望进入上行通道	23
图 44：公司盈利预测表	23
表 1：公司利润敏感性分析	24

匠心家居：功能沙发龙头，产品力牵引成长进阶

智能电动沙发代工龙头。公司创始于 2002 年，多年深耕智能家居设计研发及代工制造，目前已形成以智能电动沙发为核心单品、智能电动床及智能家具配件等产品补位的品类结构，2023 年分别占比 74%/15%/10%。公司于 2021 年在创业板上市，截至 2024Q3，公司实控人&董事长李小勤直接持股、通过自然人独资有限公司宁波随遇心蕊间接持股及参股共对应股份约 68.7%，其丈夫&一致行动人徐梅钧持股 1.5%，2019 年开展的员工持股计划平台共占股份 6.0%。

图 1：2024H1 公司智能电动沙发/智能电动床收入占比 77%/13%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：公司主要产品系列图示

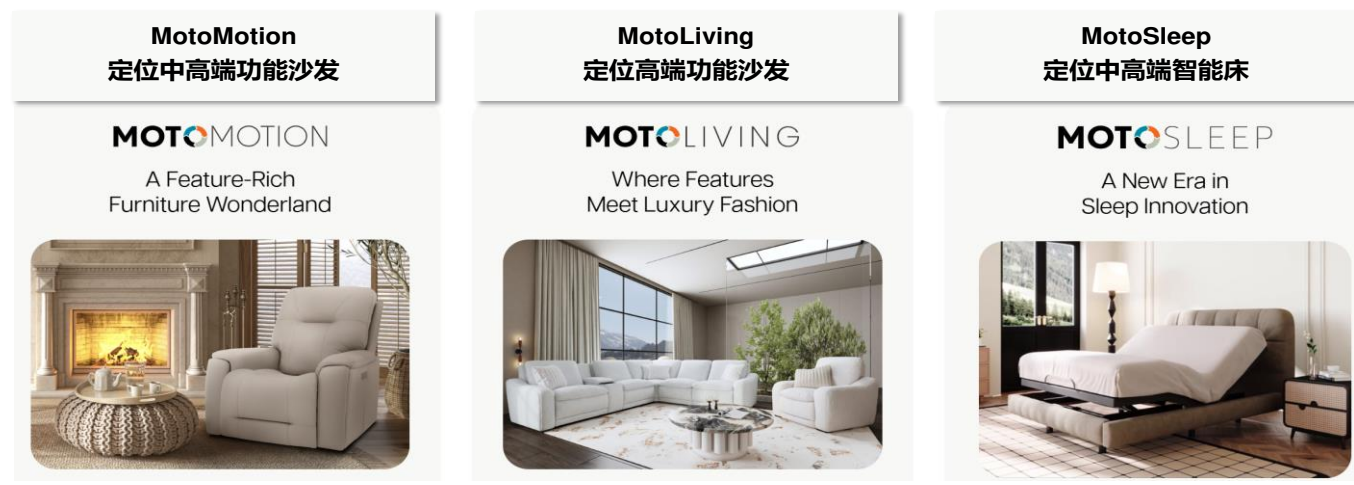
产品名称	具体品类	产品图示
智能电动沙发	智能单椅 组合沙发	
智能电动床	超薄床 可折叠床	
智能家具配件	机构件（骨架） 电机（动力源） 电控装置	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

业务结构：产品设计和制造为主，客户品牌+自主品牌结合。

1) 产品:智能电动沙发为核心，此外有智能电动床和智能家具配件。在智能电动沙发和电动床领域，公司以输出产品为核心，在传统贴客户品牌模式的基础上，近年与零售商积极沟通争取展示公司自有品牌，同时维持目前出货价格和结算方式。目前公司旗下品牌包括 Moto Motion、Moto Living、Moto Sleep 等，其中 Moto Living 为公司 2023 年 3 月推出的定位高端的新品牌，旨在与定位中高端的 Moto Motion 品牌形成互补，2023 年 8 月以来已实现出货。对于智能家具配件销售，公司完全采用品牌模式。

图 3：公司自主品牌及产品矩阵



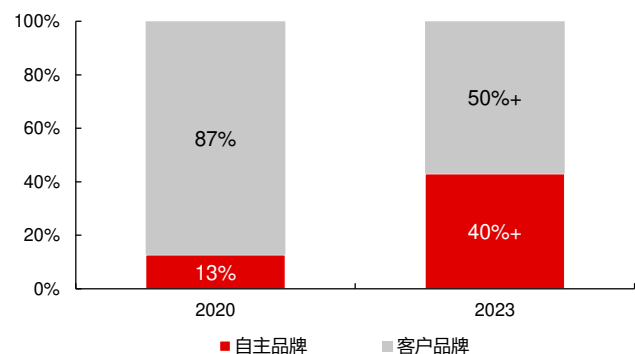
资料来源：公司官网，长江证券研究所

2) 客户：品牌企业及零售商兼具。客户维度，零售商基于动销&盈利优胜劣汰原则可以允许其他品牌进入&展示，给制造品牌商代工则为 ODM 模式，公司基于中长期自主品牌培育的考虑，正加大与零售商（Bob's Discount、American Signature 等）的合作。2024 年前三季度新增的 68 位客户均为零售商，期间公司对美国零售商收入占总收入比重达到 57.8%，美国家具客户中零售商的数量占比升至 81.8%，目前前 10 客户中有 7 个为零售商客户。

区域结构：市场以美国为主，制造出货以越南为主。

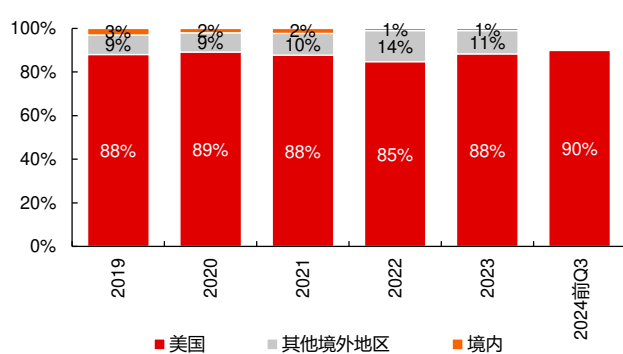
1) 收入维度：2024 年前三季度公司收入以美国为主（占比约 90%），以其他境外地区为辅（约 10%），后者主要包括加拿大、欧洲、澳洲等地。**2) 出货维度：**出于规避对美关税及满足客户要求，公司自 2019 年即开始布局越南产能，2024 年前三季度越南出货占比达到 84%，基本覆盖对美所有涉税产品（剩余部分包括不涉关税的医疗类产品及部分高端类产品），国内出货占比约 16%。

图 4：目前公司家具销售中自主品牌销售占比估计超过 40%



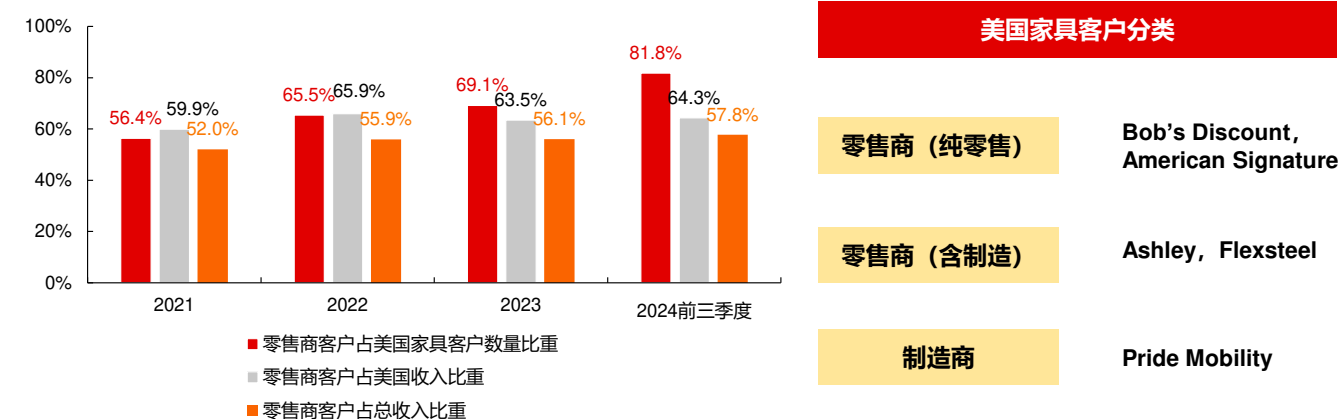
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2023 年公司美国/境外地区收入占比 88%/11%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2024 年前三季度公司合作零售商客户数量占美国家具客户比例升至 81.8%

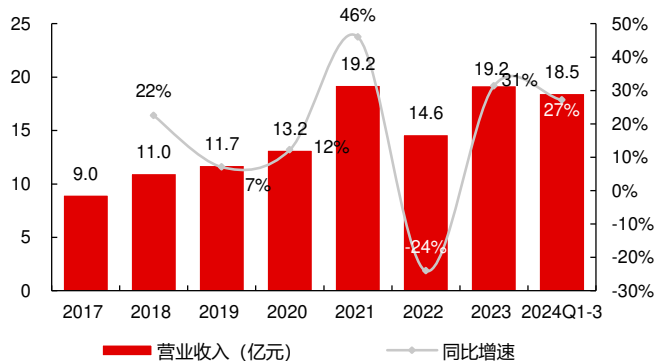


资料来源：Wind，长江证券研究所 注：当前零售商客户口径含部分兼具制造的客户，主要按是否能对其输出自主品牌为标准划分

收入实现较高增长，盈利稳中向好。2023 年公司营收/归母净利润分别 19.2/4.1 亿元，2017 年以来 CAGR 为 14%/26%，2024 年前三季度分别同增 27%/34%。2021-2023 年间公司经营层面盈利水平稳步提高，剔除汇兑影响后归母净利润率从约 16.2%提升至

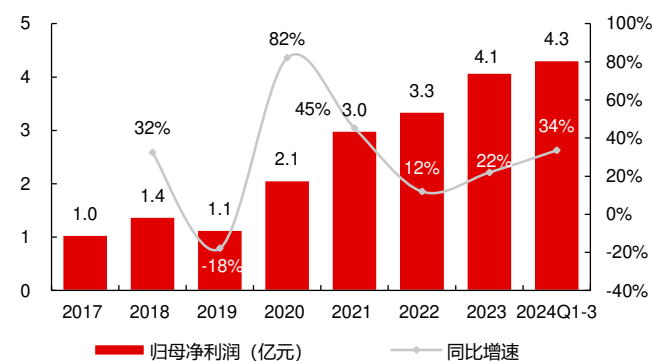
20.5%，2024 年延续向上，而 2023 年若进一步剔除股权激励方案实施在当年产生的约 0.17 亿元股份支付费用影响后，经营层面归母净利率为 21.3%。

图 7：2024 年前三季度公司营收 18.5 亿元（+27%）



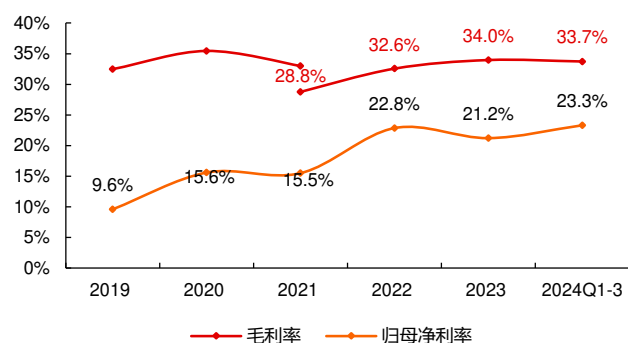
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2024 年前三季度公司归母净利润 4.3 亿元（+34%）



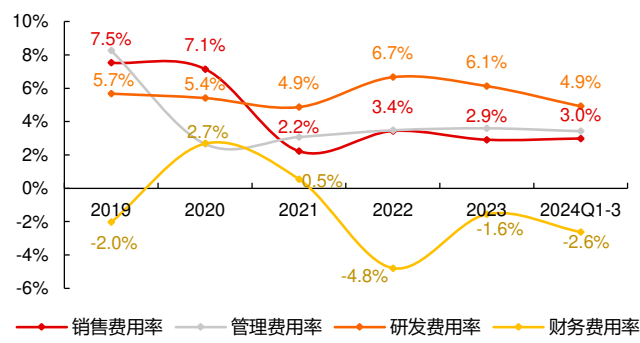
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：近年公司盈利水平趋于上行



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：2021 年将货代运输费调至成本项，因此呈现新老口径毛利率以增加可比性

图 10：2022 年以来销售费用率有所控制，汇兑对盈利有正向贡献



资料来源：Wind，长江证券研究所

股权激励：2023 年 4 月，公司推出限制性股票激励计划，拟覆盖高管、核心技术（业务）骨干共不超过 103 人，接续 2019 年所推的员工持股计划，持续激励团队。本轮股权激励计划对收入和利润考核的目标复合增速为 15%，2023 年均超额完成并成功解锁，按 2024 年前三季度表现看，预计全年目标达成无虞。

图 11：公司 2023 年限制性股票激励计划梳理

激励对象	激励方式	业绩考核目标	实际已达成情况
不超过103人，包括董事、高管、核心管理人员以及技术（业务）骨干	315.15万股授予价格 以2022年为基数： 为16.05元的限制性股票，约占本激励计划草案公告时总股本的2.46%	1) 营业收入：2023/2024/2025/2026年触发值对应增长率为10%/21%/33%/46%，目标值对应增长率为15%/32%/52%/75% 2) 归母净利润：2023/2024/2025/2026年触发值对应增长率为10%/21%/33%/46%，目标值对应增长率为15%/32%/52%/75%	以2022年为基数： 1) 营业收入：2023年增长率为31% 2) 归母净利润：2023年增长率为22% 以2022年前三季度为基数： 1) 营业收入：2024年前三季度增长率为67% 2) 归母净利润：2024年前三季度增长率为68%

资料来源：Wind，长江证券研究所

产品为核，代工突围：制造优势兼具高端基因，客户拓展加速

定位中高端，以设计和制造优势取胜

公司品牌定位中高端，避免过度价格竞争，且相对竞品追求更优的设计外观、工艺品质与消费体验。公司以制造起家，多年经营已凝聚领先的设计制造能力，从原材料、工艺、核心配件、外观、舒适性等全方面发力支撑产品中高端的价格定位，主要面向零售商抢占当地中高端品牌及代工厂份额，对于零售商而言，选品首先考虑动销和盈利，而匠心产品在与其它品牌（如 La-Z-Boy）相邻展示时，设计品质感+性价比的综合优势令匠心产品脱颖而出。价格层面，公司产品整体价位是 La-Z-Boy 类似产品的 1/2-2/3，具备性价比优势。基于此，零售门店更愿意给匠心产品以场景化展示空间来促进销售，而非传统的仓库式堆积模式。

图 12：公司功能沙发定位为美国中高端品牌平替

产品类型	布艺功能沙发 (Fabric)		皮质功能沙发 (Leather)	
品牌名称	Moto Motion	La-Z-boy	Moto Motion	La-Z-boy
产品名称	Lift Recliner with Power Headrest	Power Recliner W/ Headrest	TRIPLE POWER ZERO GRAVITY RECLINER	Lennon Leather Match Power Wall Recliner with Power Headrest and Lumbar
产品图示				
运动类型	电动躺椅	电动躺椅	电动躺椅	电动躺椅
功能特点	无间隙脚踏板、电动头枕	无间隙脚踏板、电动头枕	三重动力，含杯托，USB充电口	距墙几英寸以节省空间，USB充电口
尺寸	32" W、42" D、41" H	36" W、41" D、40" H	42" W、37" D、42" H	30.5" W、39.5" D、43" H
售价 (美元)	999	1248	1299	2100

资料来源：Pilgrim Furniture & Mattress City，Wayfair，Matter Brothers，长江证券研究所

图 13：匠心沙发基于强产品力得以在美国零售店中实现场景化展示，促进动销改善

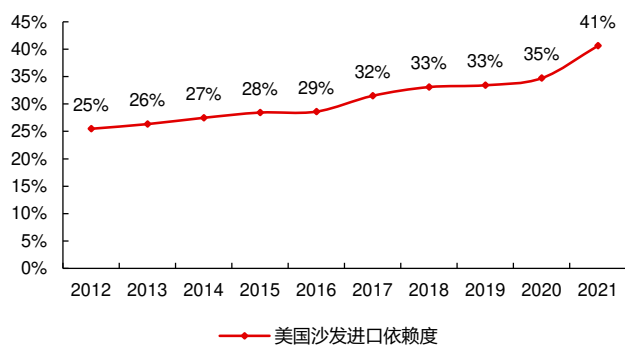


资料来源：公司公告，Dante Furniture 官网，长江证券研究所

1. 制造成本优势

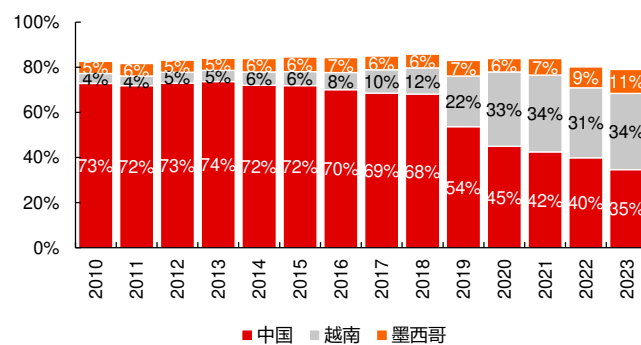
沙发为劳密集型产品，美国对外依赖度高。近年美国沙发产业的进口依赖度持续升高，估计目前已超过 40%；从结构上看，2018 年美对华发起涵盖家具等多品类的贸易战，头部公司加速海外产能布局节奏，尤其是以越南为代表的具备制造成本优势及以墨西哥为代表的具备交付速度优势的地区。2023 年美国沙发进口额中，中国/越南/墨西哥分占 35%/34%/11%，其中越南、墨西哥等地的产能也多为中国企业主导。

图 14：美国沙发进口依赖度估计超 40%



资料来源：美国商务部，长江证券研究所 注：由进口金额/（进口金额+国内产值）测算得到

图 15：美国沙发进口主要依赖中国和越南（占比 35%/34%）



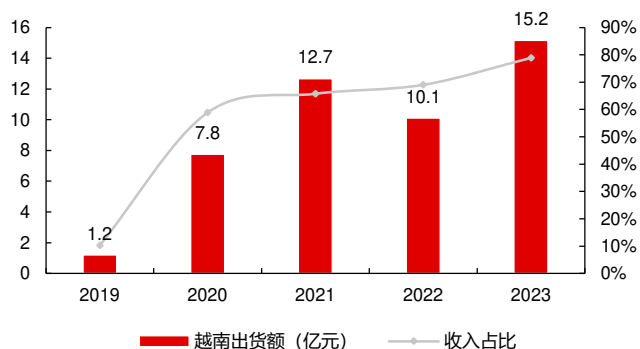
资料来源：Trade map，长江证券研究所

公司垂直整合供应链打造兼具成本及品质的综合优势，2019 年起前瞻布局越南产能。

- **有效控本：**因功能沙发零部件 SKU 众多，管理难度大、采购成本高，公司核心零部件自制有效降本。
- **品质护航：**保障核心功能配件制造、加工缝制等全流程闭环高要求且高效率完成，保障快速创新的持续落地，是强设计、重产权、高定价的关键支撑。而公司所自制的智能家居配件销往美国知名家具制造商，如 HomeStretch、Jackson Furniture 等，可见公司配件品质获业内认可。

越南产能已实现高效率：2019 年，公司成立匠心越南（MotoMotion Vietnam Limited Company），开始形成海外生产基地的布局，2023 年越南出货额达到 15.2 亿元，占总营收的 79%。公司越南工厂初期投产时，由于当地供应链不成熟，公司仍依赖自国内出口主要原材料和半成品，而伴随国内制造经验的迁移，坚持培育当地制造能力，2021 年越南基地实现核心配件自制，优势不断彰显，估计目前人效已接近国内水平。

图 16：公司越南出货额及占比



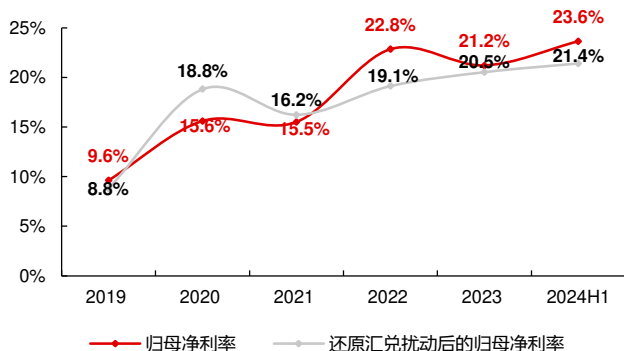
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：公司越南基地进阶梳理

时间	产能成熟进度
2019	H2初步投产，主要依赖自国内出口主要原材料和半成品加工制造
2020	部分配件转由匠心越南生产
2021	Q2金属制造工厂正式投入运营，实现核心配件自制（电机、线束、智能沙发铁架、智能床床架），并得以对美家具制造商销售
2022至今	完成所有出口美国、加拿大的家具类产品的生产

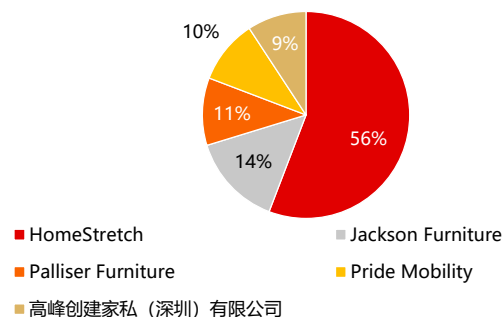
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：2021 年以来公司经营层面盈利持续改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：智能家居配件销售客户结构（2020）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2. 产品设计优势

在美国家具渠道商掌握话语权的商业模式中，动销是立足之本，尤其是中高端市场中，强设计带来的产品差异化是撬动动销的关键点，因而长久形成的品牌力固然是美国本土品牌的竞争壁垒，但产品力过硬的出口公司亦可在零售渠道中与品牌商同场竞技。

拆解公司在产品设计端能够脱颖而出的关键动因：

1) 美国视野+洞察需求：相较其他中国代工公司，匠心的“美国基因”更为突出，尊重人才，对于美国文化和消费特点有更深厚和一线的认知。

公司核心团队国际化程度高，公司董事长有十年以上在海外的生活工作经历，深谙与海外客户沟通合作方式，目前常驻美国，负责海外营销。公司研发设计、销售推广等团队以外籍员工居多，经营风格国际化程度高，截至 2022 年底，公司海外员工的占比超过 55%。举例而言：**1) 设计环节：**据公司 2021 年年报披露，公司产品设计在英国、美国、中国及越南共同完成，概念设计以英国、美国为主，而中国和越南团队主要负责概念的落地与实现。**2) 销售环节：**为打消客户与海外厂商对接时的担忧，公司自 2015 年起便在密西西比州组建售后服务中心，通过本土化的专业团队强化与客户的沟通协调，其中“全过程门到门”服务为公司创收约 18%（2022 年）；近年公司着手美国仓建设，旨在缩短交期与售后流程，优化客户与消费者体验。

图 20：公司分享与美国客户的对接之道

我们非常幸运，能与这些善良的客户建立如此深厚的友谊和合作关系。我们被邀请去参加他们子女的婚礼；访问他们公司时，我们被邀请住在老板家里，甚至和他们的子女及核心员工一起聚会、一起健身；他们公司有大型活动，也会邀请我们去参加，或为了公益（例如赞助美国心脏健康学会），或为了回馈他们的客户（最终的消费者）。

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：援引自公司 2024 年三季报

公司广泛吸纳大量美国家具业内成熟高管人才，为公司不同阶段的拓客营销提供动能，而其背后是公司开放分享的企业文化，以及偏美式的行政业务风格，在人才吸引、业务拓展、客户关系强化等方面拥有较其他竞争对手明显的优势。

图 21：近年公司广泛吸纳大量业内人才

在任高管	加入时间	任职	个人履历
Jack Copley	2014年3月	匠心美国总裁	在匠心美国历任主管（2014-2018）、高级副总裁（2018-2021）、总裁（2021-），先前任职于： 1. Sunice运营经理（2001-2005） 2. Pride Mobility产品经理（2005-2013） 3. CAI, LLC运营总经理（2013-2014）
Jackson Carpenter	2023年3月	匠心美国执行副总裁 (负责Moto Living新品牌)	SofaWorks创始人（2003-） 敏华美国区总裁（2019-2023）
Justin Smith	2024年12月	匠心美国销售执行副总裁 (负责Moto Motion业务)	1. 意大利皮革服饰品牌LeatherTrend代表（1998-2008） 2. 高端软体品牌Natuzzi产品研发（2008-2010） 3. 现代商务家具品牌Davis Furniture设计研发销售副总裁（2010-2012） 4. 家具品牌Z-LineDesigns皮革部门副总裁（2012-2013） 5. 顾家美国趋势销售部总裁（2013-2024）
Rick Sterzer	2024年12月	匠心美国销售执行副总裁 (负责Moto Sleep业务)	1. 床垫品牌Simmons Beddings、Serta Simmons Beddings历任区域主管到销售高级副总裁（1997-2018） 2. 卧室家具品牌Rize Home营销执行副总裁（2018-2023） 3. 床垫品牌Casper零售客户部副总裁（2023-2024）
Blake Patrick	2023年4月	匠心美国销售副总裁	1. City Furniture销售部门（2008-2009） 2. 床垫&家具品牌Southeastern Furniture销售代表（2009-2023）
David Hicks	2020年9月	匠心美国销售副总裁	1. 家具零售商Boyles Furniture的销售&设计部门 2. 中高端软体品牌Bradington-Young的全国销售经理（2006-2010） 3. 敏华美东（East Coast）营销副总（2011-2016） 4. 匠心美国营销副总（2016-2019） 5. 家具品牌Morris Holdings总裁（2019-2020）
Kevin Osborne	2024年12月	匠心美国销售副总裁 (管理Moto Sleep业务)	1. 床垫品牌Simmons Beddings、Serta Simmons Beddings销售副总裁（2009-2018） 2. 卧室家具品牌Rize Home销售副总裁（2018-2024）
Mike Vasko	2024年12月	匠心美国销售副总裁 (管理Moto Sleep业务)	1. 床垫品牌Serta Simmons Bedding销售部门（2003-2019） 2. 卧室家具品牌Rize Home销售主管、企业销售副总裁（2019-2024）
离任高管	任职时间	任职	个人履历
Shawn Cantrell	2019-2020	匠心美国总裁&CEO	目前在中国台湾家具品牌Lifestyle Enterprise's任上海地区软体总裁。供职匠心前曾历任Rooms To Go产品部门、A-America高级营销副总裁、Davis International销售副总裁、Prime Resources International总裁
Bo Morrison	2019-2023	匠心美国销售副总裁	目前任敏华美国销售副总裁。供职匠心前曾历任Berkline, LLC营销部门、Lane Home Furnishings软体部门主管、Ashley Furniture客户总监、Standard Furniture软体副总裁、Prime Resources International总裁
Stephen Allen Barr	2015-2018	匠心家居总经理	2018年逝世。 曾历任Ashley, Lackawanna Leather Corp, Krause's Furniture, 新加坡沙发品牌商华达利（HTL）美国运营总裁，敏华美国董事、总裁（2006-2015）

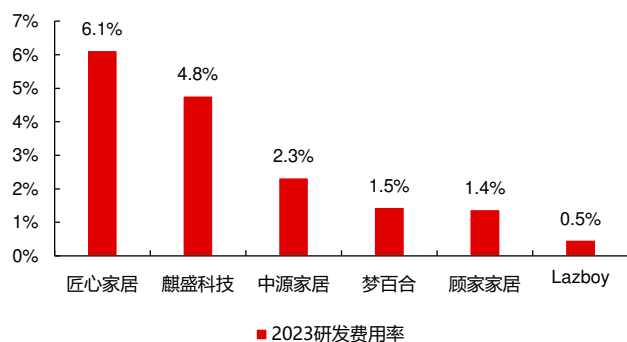
资料来源：Furniture Today, LinkedIn, 长江证券研究所

2) 重视产品+强调研发：公司坚持长期产品主义，大力投研发打磨产品。

公司对产品品质要求高，内部强调设计创新和专利意识，持续大力研发投入，2023 年公司研发费用率达到 6.1%，显著高于其他软体代工公司及国内外沙发品牌商；专利数量不断积累，亦正是由于在美国中高端渠道市场较好的专利保护环境，公司得以专注产品创新和专利开发。

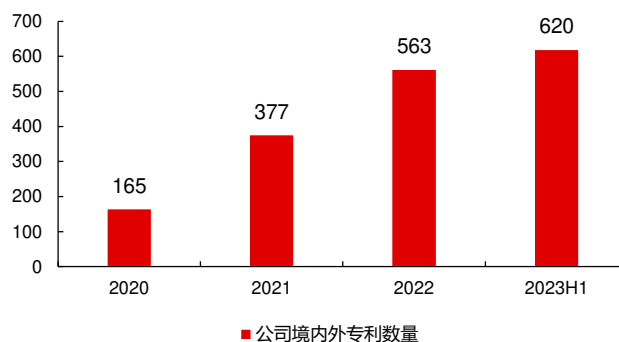
在产品迭代方面，公司锚定年轻群体为目标客户，积极迎合其消费需求。主要依赖两类方式：1) 功能创新，包括明显的差异化打造，如推出影音沙发（搭载音响与震动模块，使得观影过程“身临其境”）在中高端市场中反馈出色，以及功能微创新，如在 USB 接口的基础上迎合需求增设 Type C 接口、优化增设快充、无线充等功能。2) 快速把握终端需求趋势，针对性优化款式、颜色、面料等，并将市场反馈良好的系列推广给更多零售商。综合而言，公司相较美国品牌洞察需求更敏锐、产品迭代更灵活。而持续的产品迭代升级为公司谈价增加空间，且有助于产品结构优化。

图 22：公司研发投入力度大于其他代工公司及美国沙发品牌



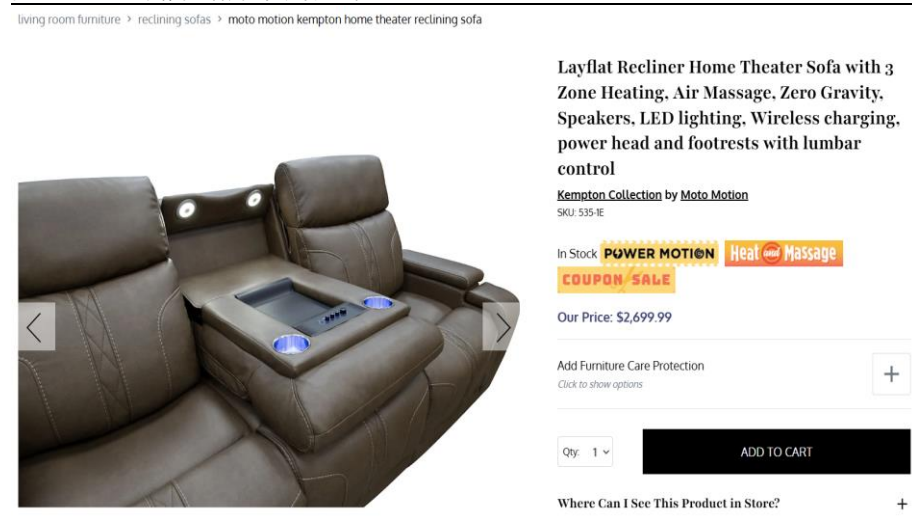
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：公司不断积累专利，支撑产品推新



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：匠心创新推出影音沙发打造爆品



资料来源：Royal Furniture 官网，长江证券研究所

强产品力支撑：1) 品牌中高端定位；2) 高端系列品牌推广。目前公司在零售商内部的中高端定位已然确立，以美国家具零售商 Mathis Home 的功能沙发品牌矩阵中，匠心品牌仅覆盖 1000-2000 美元的中高端价格带，而 Heritage Leather、Boulevard 等品牌多集中在 1500 美元以下（尤其是 1000 美元以下价格带），La-Z-Boy 和 Ashley 品牌各价格带布局相对较为均衡。公司 **2023 年 4 月推出定位高端的 Moto Living 系列**，拓宽客群覆盖度，与当前定位中高端的 Moto Motion 系列形成互补，主流价位在 5000-6000 美金，约是主流 Moto Motion 系列的 1.5 倍。客户中口碑反馈良好，估计目前有一半左右的新增客户均有采购 Moto Living 系列。

图 25：公司对产品设计与品质的高要求支撑品牌定位稳步向上



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：公司于 2023 年推出高端的 Moto Living 系列



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：匠心产品在美国零售商功能沙发品牌群中定位为中高端

价格带 (美元, 会员价口径)	Moto Motion	La-Z-Boy	Ashley	Heritage Leather	Boulevard	Simon Li
1000-		超过5款SKU	超过5款SKU	超过5款SKU	超过5款SKU	
		 La-Z-Boy Rocking Recliner \$704 \$599	 Ashley Markridge Power Lift Recliner \$703 \$598	 Heritage Leather Power Home Theater Recliner \$693 \$590	 Boulevard Gray Power Motion Chair \$704 \$599	
		 La-Z-Boy James Recliner \$1,055 \$897	 Ashley Freyburg Power Recliner Walnut \$892.28	 Heritage Leather Leather Power Recliner \$952 \$810	 Boulevard Hampton Power Swivel Recliner \$1,033 \$879	
1000-1300	 Moto Motion Capetone Zero Gravity Recliner \$1,409 \$1,198		 Ashley Francisco Power Recliner \$1,264 \$1,075	 Heritage Leather Softee Zero Gravity Recliner \$1,510 \$1,284	 Boulevard Chestnut Swivel Recliner \$1,223 \$1,040	 Boulevard Danish Canal Power Recliner \$1,364 \$1,160
1300-1500		 La-Z-Boy Randall, Chocolate Leather Recliner \$1,753 \$1,491	 Ashley McCaskill Oversized Power Recliner \$1,577.15 \$1,341		 Boulevard Slate Zerogravity Power Recliner \$1,626 \$1,383	 Simon Li Power Power Glider Recliner \$1,545 \$1,314
1500+	 Moto Motion Stevens Zero Gravity Recliner \$2,058 \$1,750	 La-Z-Boy Gregson Power Recliner With Head Lumbar \$1,998 \$1,699	 Ashley Galahad Simlar Power Recliner \$1,880 \$1,598			 Simon Li Vitor Graph Power Recliner \$1,671 \$1,421

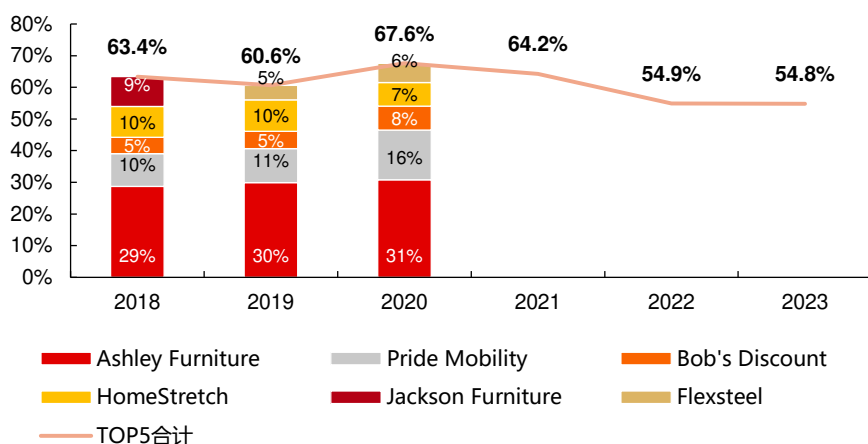
资料来源：Mathis Home 品牌官网，长江证券研究所

强产品力赋能客户，下游分散提供机会

公司收入端实现可观增长,其核心在于背靠强产品力推动老客户持续放量&新客户拓展:

1) 老客户放量：深化合作，对头部客户收入增长提速。过去 5 年间，公司对前五大客户总收入的复合增速约 9%，而若剔除公司对 Ashely 主动合作量的扰动（减少 OEM 及低盈利业务占比），公司对其他头部客户增势良好，2024 年前三季度公司与前十大客户（除一家例外）的交易额均实现同比增长，增幅在 4%-317%不等，且其中 3 位增幅超 50%，2 位超 200%。

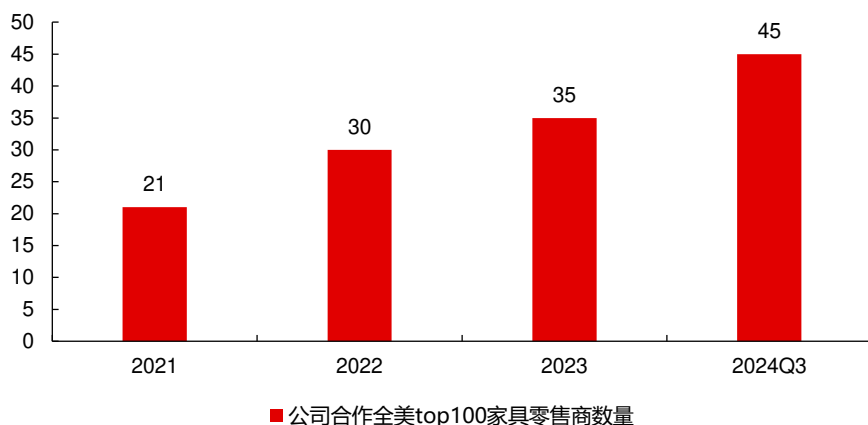
图 28：2023 年公司前五大客户占比约 55%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2) 新客户拓展：零售商为重点，求量亦求质。公司 2023 年拓得 34 位新客户，其中 32 位是零售商（含 5 位全美 top100 家具零售商），2024 年前三季度公司拓得 68 位新客户且均是零售商（含 10 位全美 top100 家具零售商），较 23 年增量翻倍。

图 29：公司合作全美 top100 家具零售商数量持续增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

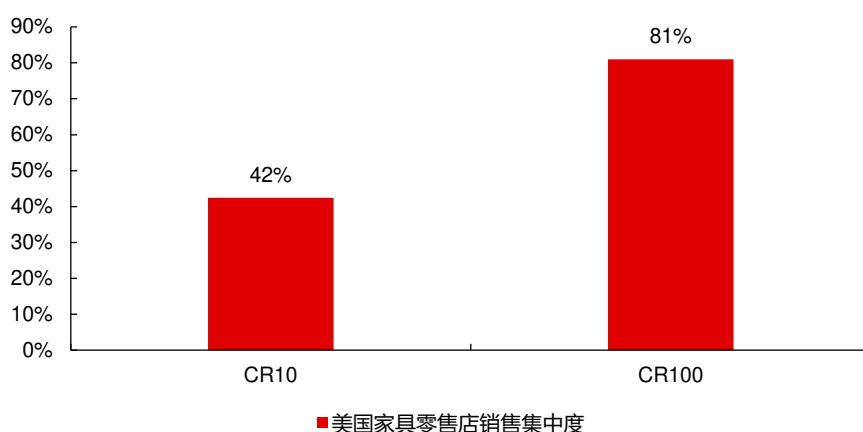
图 30：公司头部客户梳理

客户名称	开始合作时间	是否为2022年度全美Top100家居零售商（及排名）	收入占比（2020）
Ashley Furniture	2015	1	30.8%
Pride Mobility	2003		15.8%
Bob's Discount	2016	8	7.6%
HomeStretch Furniture	2014		7.5%
Flexsteel Industries	2014		6.1%
Jackson Furniture	2011		
Hooker Furniture	2013		
American Signature	2016	15	
Factory Direct	2016		
R. C. Willey	2011		
Mor Furniture	2015	36	
Raymours	2017	10	
Badcock	2019	26	
Palliser Furniture	2016		

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：根据资料可得性，表中仅列示 2020 年公司部分头部客户，估计近年公司对 Ashley 的收入占比逐年下降

美国家具零售渠道的分散性为公司放量&巩固优势创造外部机会。公司依托产品研发设计能力不断拓客户，且逐步提高在客户中的份额，而美国家具零售业 CR10/CR100 约为 42%/81%，有一定的分散度，为公司持续拓客户奠定基础。目前美国大量家具零售商为区域性品牌，全美 top10、top50、top100 级别家具零售商收入约为 19 亿美元、2 亿美元、0.4 亿美元，而 2023 年公司对第 5 大客户收入为 1.2 亿元人民币，测算估计目前公司仍有诸多头部优质零售商有较大拓展空间。截至 2024Q3，公司对全美 top100 级家具零售商覆盖度已近半。

图 31：美国家具零售业整体集中度不高（CR10 约为 42%，2023）



资料来源：Furniture Today，长江证券研究所

品牌出海，稳步探索——店中店模式助力品牌建设，进一步提升动销

美国家具行业内店中店模式由来已久，可追溯至上世纪 80 年代，由于以 La-Z-Boy、Thomasville 等为代表的家具制造品牌商基本不拥有自主销售渠道，因而为在零售门店中争取实现更高的店效及进一步强化产品&品牌展示，多基于既有品牌力及产品体系与零售商谈得品牌产品的场景化展示，且具备排他性的展区（Gallery，即店中店）亦有助于进一步强化消费者对品牌的认知。

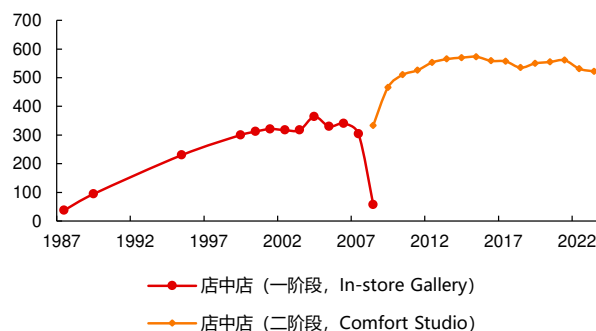
图 32：上世纪 Harden 品牌店中店场景展示



Harden's Home Studio offers retailers a small footprint for displaying Harden's products, fabric choices and finish options.

资料来源：Home Furnishing Business，长江证券研究所

图 33：La-Z-Boy 店中店数量趋势（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

匠心店中店模式是品牌出海战略的关键一步，核心在于通过展示优化来提升动销，而逐渐形成品牌力得以进而赋能动销。匠心店中店模式（MOTO Gallery）沿袭向零售商卖断出货模式的合作结算模式，仍以出货价结算，且库存管理、营销推广等多由零售商负责，而与零售商沟通划定特定区域用于匠心产品的场景化展示和品牌推广，一般为 2-3 组沙发搭配茶几与电子显示屏（Display，用于宣传匠心品牌及介绍产品），占地面积一般在 20-30 平。公司在品牌出海路径上严控营销推广投入，店中店模式的增量费用主要为电子显示屏及其他宣传物料（货架、海报等）。

图 34：公司正不断探索店中店内模式

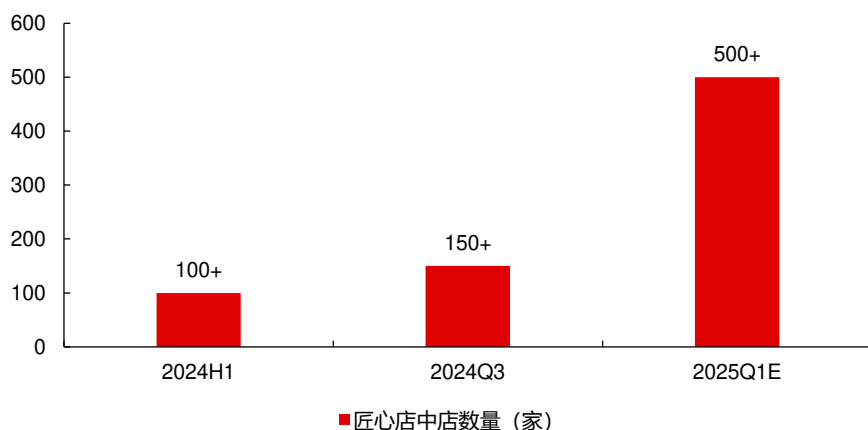


MOTO MOTION 当地时间2024年8月6日在客户的家具零售店拍摄的MOTO Gallery

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：援引自公司 2024 年中报

目前聚焦店态模型打造优化，2024 年以来进展顺利。当前公司正加快探索跑通单店模型，致力于管理能力及半径的优化，包括信息化+大数据体系建设赋能客户的需求-库存管理，目前了解到最早一批合作店中店的客户反馈销售增势出色，彰显店中店模式提升品牌形象和促进销售方面的成效不断兑现。开店进度层面，2024 年前三季度公司已在美国零售门店内建成了 150 多个中小规模的店中店，且截至 2024Q3 公司已收到 300 多家客户门店的合作申请，公司计划到 2025Q1 建成接近甚至超过 500 家店中店，整体持续稳步推进。

图 35：公司店中店数量持续增长



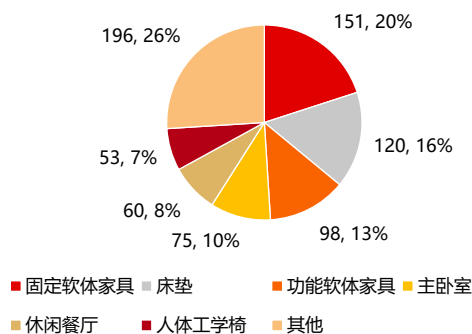
资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利预测：从美国功能沙发格局看公司空间

美国功能沙发行业规模百亿美元，龙一 La-Z-Boy 份额约 17%。据 Furniture Today 与美国人口普查局数据推算，2023 年美国软体家居行业（沙发+躺椅）终端规模约 248 亿美元，其中功能沙发规模约 98 亿美元；据欧睿国际数据，2023 年美国沙发行业中功能沙发渗透率约 49.5%，同比基本持平。趋势上，美国沙发行业已趋于成熟，整体呈稳中有升趋势，短期景气度与房屋销售及当期居民消费力有关（后者与消费贷利率负相关）。价格结构上，据今日家居统计，单价 1000 美元以下、1000-2000 美元、2000 美元以上三个区间消费占比大致为 32%/35%/33%（2020）。

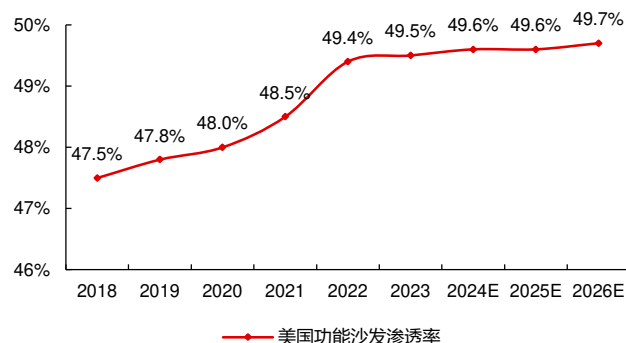
格局维度，估计 2023 年美国功能沙发行业品牌 CR2 约 25%，其中龙一 La-Z-Boy、龙二 Ashley 份额分别约 17%、8%，匠心份额约 4%。从近年趋势上看，匠心成长表现显著优于美国头部品牌及行业整体，2018-2023 年 6 年间，匠心、La-Z-Boy、Ethan Allen、美国家具零售 CAGR 分别为 14%/4%/-3%/3%，彰显公司出色的成长性。

图 36：2023 年美国功能沙发终端规模约 98 亿美元



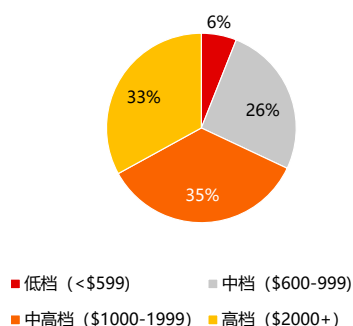
资料来源：Furniture Today，美国人口普查局，长江证券研究所 注：表中固定软体家居包括固定沙发和躺椅，功能软体家具即指功能沙发

图 37：2023 年美国功能沙发渗透率约 49.5%



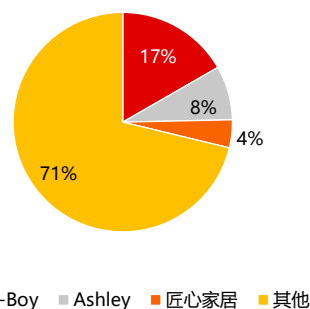
资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

图 38：2020 年美国功能沙发行业消费结构



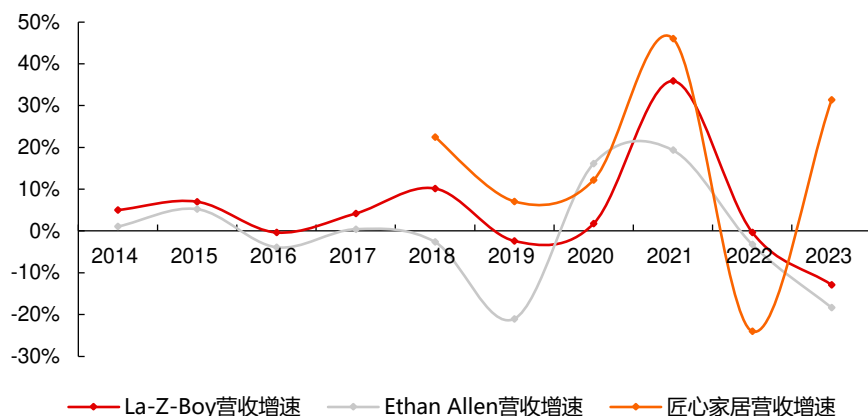
资料来源：Furniture Today，长江证券研究所

图 39：2023 年美国功能沙发行业品牌 CR2 约 25%



资料来源：各公司公告，今日家居，长江证券研究所 注：为团队测算口径

图 40：近年匠心增速优于沙发龙头 La-Z-Boy 与 Ethan Allen 及美国家具零售



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：La-Z-Boy 和 Ethan Allen 财年分别结束于 4 月和 6 月，将其财年数据对应至上个自然年作对比处理（如 La-Z-Boy 2023 年增速取其 2023/5-2024/4 财年数据）

份额角度匠心美国功能沙发规模增长预计尚有 3-5 倍空间。展望后续空间，目前匠心功能沙发产品在美国终端销售占比约 4%，相较行业龙头 La-Z-Boy 的 17%尚有超过 3 倍的空间，相较另一家功能沙发制造龙头敏华控股的 10%尚有约 1.5 倍的空间，而基于匠心高端兼具性价比的差异化竞争定位及不断强化的竞争优势，份额逐步提升超过 La-Z-Boy 亦可验证中期待。另外，镜鉴同样功能属性较强&标准化程度较高的床垫品类，美国头部 3 个品牌份额基本均超过 10%，而公司维度龙一 Sealy Simmons 份额达到 25%（2020），相较之下匠心成长空间十分可观。

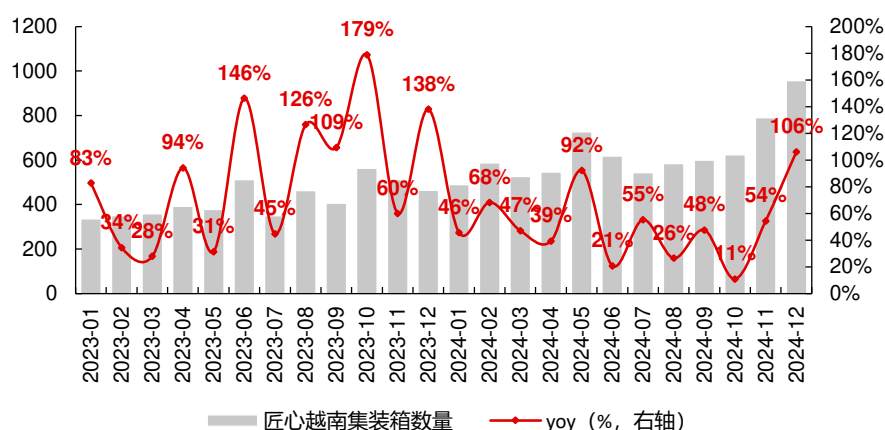
图 41：美国功能沙发和床垫行业头部企业销售额及份额对比

美国功能沙发行业			美国床垫行业		
企业名称	终端功能沙发销售额 (亿美元, 2023)	市占率	企业名称	终端床垫销售额 (亿美元, 2020)	市占率
La-Z-Boy (品牌&产品维度)	16	17%	Sealy (品牌维度)	33	15%
敏华控股 (产品维度)	9	10%	Tempur-Pedic (品牌维度)	28	12%
Ashley (品牌维度)	8	8%	Simmons (品牌维度)	22	10%
匠心家居 (产品维度)	4	4%	Serta (品牌维度)	19	9%
行业整体	98	100%	行业整体	224	100%

资料来源：各公司公告，今日家居，长江证券研究所 注：假设美国功能沙发和床垫出厂到终端加价倍率均为 2x；假设敏华北美沙发销售中功能沙发占比 90%

持续看好公司强产品力赋能客户驱动份额提升，且如若美国后续继续降息公司有望随之受益。“新产品+新客户”助力代工趋势延续性，“高端品牌平替”定位下零售客户拓展&放量顺利。店中店模式在低增量投入前提下快速拓展，且兼顾管理能力提升节奏稳步推进。公司越南基地可完全覆盖对美涉税产品，且后续亦有扩产规划。据三方数据，12 月越南集装箱发货量创新高，同增 106%（11 月同增 54%），环增 21%，出货趋势延续较优景气。

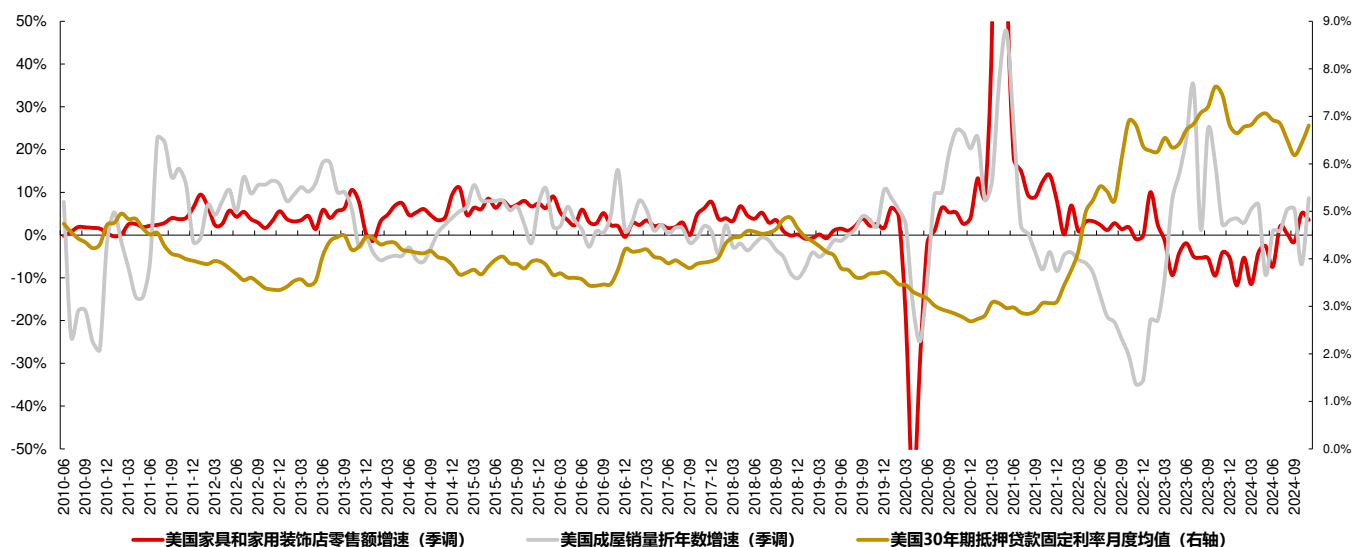
图 42：匠心越南集装箱 12 月发货量同增 106%



资料来源：Import Yeti，长江证券研究所

展望美国家居行业，2025 年有望步入景气上行通道。复盘可知，美国家居需求为利率敏感型市场，与利率显著负相关。2024 年美国已进入降息周期，美国地产销售，家居等耐用品需求迎来修复趋势。

图 43：2025 年美国家居行业景气有望进入上行通道



资料来源：Wind，长江证券研究所

预计公司 2024/2025 年归母净利润约 6.1/7.3 亿元，对应 PE 为 22.2/18.5x，给予“买入”评级。

图 44：公司盈利预测表

项目	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1921	2552	3202	4001
yoy	31%	33%	25%	25%
归母净利润 (百万元)	407	610	730	914
yoy	22%	50%	20%	25%
毛利率	34.0%	34.3%	34.9%	35.3%
销售费用率	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
管理费用率	3.6%	3.3%	3.5%	3.6%
研发费用率	6.1%	4.9%	5.0%	5.0%
财务费用率	-1.6%	-2.8%	-1.4%	-1.2%
归母净利率	21.2%	23.9%	22.8%	22.8%
EPS	3.2	3.6	4.4	5.5
PE	42.5	22.2	18.5	14.8

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：表中 PE 对应 2025 年 1 月 27 日收盘价

风险提示

1、汇率、原材料大幅波动：若人民币大幅升值或者原材料大幅上涨，可能会对公司盈利能力形成负向影响。

2、公司产品力优势减弱或客户运营维护效果低于预期：若公司高端兼具性价比的定位优势减弱，如研发设计打造的高端化与差异化持续性不及预期，或公司与客户间的合作关系因多方面原因产生扰动，均会影响公司收入持续快速增长的趋势。

3、国际贸易摩擦持续加剧：若美国对中国企业持续加征关税或采取更激进的贸易保护政策，或对公司业务拓展及盈利水平形成一定扰动。

4、盈利预测不及预期风险：在对公司进行盈利预测时，我们基于公司自身情况和所处行业环境做出了系列假设，我们认为公司能够持续围绕强产品力拓客户，且在既有客户中创造更多增量。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 25.5/32.0/40.0 亿元，分别同增 33%/25%/25%；归母净利润为 6.1/7.3/9.1 亿元，分别同增 50%/20%/25%。若国际贸易形势恶化，或公司产品力优势减弱或客户运营维护效果低于预期，将对公司收入与盈利产生较大影响，或存在盈利预测不及预期风险。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。在悲观假设下，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 24.4/28.1/32.3 亿元，分别同增 27%/15%/15%；归母净利润为 5.3/6.1/7.0 亿元，分别同增 30%/15%/15%。

表 1：公司利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	25.52	32.02	40.01	24.40	28.06	32.27
YoY	33%	25%	25%	27%	15%	15%
毛利率	34.3%	34.9%	35.3%	34.0%	34.0%	34.0%
归母净利润	6.10	7.30	9.14	5.30	6.09	7.00
YoY	50%	20%	25%	30%	15%	15%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1921	2552	3202	4001	货币资金	866	1462	2117	2958
营业成本	1269	1676	2085	2590	交易性金融资产	907	907	907	907
毛利	652	876	1117	1411	应收账款	273	363	456	569
%营业收入	34%	34%	35%	35%	存货	255	337	420	521
营业税金及附加	8	11	14	17	预付账款	3	5	6	7
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	912	916	921	927
销售费用	56	74	96	120	流动资产合计	3217	3990	4825	5889
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	69	84	112	144	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	3%	4%	4%	固定资产合计	142	148	174	187
研发费用	118	125	160	200	无形资产	33	32	31	30
%营业收入	6%	5%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-30	-71	-46	-48	递延所得税资产	21	21	21	21
%营业收入	-2%	-3%	-1%	-1%	其他非流动资产	148	155	161	168
加: 资产减值损失	-3	0	0	0	资产总计	3561	4346	5212	6295
信用减值损失	-9	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	242	319	397	493
投资收益	48	54	67	84	预收账款	4	5	6	7
营业利润	476	717	859	1075	应付职工薪酬	28	37	47	58
%营业收入	25%	28%	27%	27%	应交税费	19	25	32	40
营业外收支	4	0	0	0	其他流动负债	166	208	249	301
利润总额	479	717	859	1075	流动负债合计	459	594	731	899
%营业收入	25%	28%	27%	27%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	72	107	129	161	应付债券	0	0	0	0
净利润	407	610	730	914	递延所得税负债	5	5	5	5
归属于母公司所有者的净利润	407	610	730	914	其他非流动负债	93	93	93	93
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	557	693	829	998
EPS (元)	3.18	3.64	4.36	5.46	归属于母公司所有者权益	3004	3653	4383	5297
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	3004	3653	4383	5297
经营活动现金流净额	530	665	780	949	负债及股东权益	3561	4346	5212	6295
取得投资收益收回现金	54	54	67	84	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-36	-160	-190	-189	每股收益	3.18	3.64	4.36	5.46
其他	-219	0	0	0	每股经营现金流	3.17	3.98	4.66	5.67
投资活动现金流净额	-201	-106	-122	-105	市盈率	15.64	22.16	18.51	14.78
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.77	3.70	3.08	2.55
股权融资	0	39	0	0	EV/EBITDA	12.23	15.31	11.85	8.91
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	11.4%	14.0%	14.0%	14.5%
筹资成本	-128	-3	-3	-3	净资产收益率	13.6%	16.7%	16.7%	17.3%
其他	-45	0	0	0	净利率	21.2%	23.9%	22.8%	22.8%
筹资活动现金流净额	-173	37	-3	-3	资产负债率	15.6%	15.9%	15.9%	15.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	156	596	655	841	总资产周转率	0.54	0.59	0.61	0.64

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。