渠道融合与泛家居化

——家居行业趋势发展展望

申万轻工小组

证券分析师：

周海晨 A0230511040036

屠亦婷 A0230512080003

研究支持：范张翔、丁智艳

2014.11.

SWS RESEARCH

英雄时代·申银万国2015战略年会

Age of Heroes – SWS Investment Strategy Meeting 2015

引言　我们身边的家居行业：传统也新兴

- **集中度低：万亿大行业，龙头企业占比极低**
  - 已经上市的家居公司内销收入： 2003年：欧派集团38.28亿元、大亚科技（圣象地板）36.93亿元、顾家家居17.12 亿元、索菲亚17.11亿元、美克家居 15.69亿元、曲美家具 9.99亿元，喜临门 6.49亿元，好莱客6.42亿元，宜华木业 6.09亿元，
- **品牌意识低：消费者天天接触，但没有形成品牌意识**
- **供应链效率低：生产、销售、购买各方，处境挣扎**
  - 消费者：看不懂又买得贵
  - 经销商：租金贵、客流少、不挣钱
  - 厂商：利润趋薄

- **未来存在变局可能？家居行业正吸引众多新兴资本进入，VC\PE投资热土：**
  - 雷军注资丽维家，打造家居业“小米”雷军：“丽维家、橱柜行业的小米，低价高配，**任何暴力和靠渠道的产业都有颠覆可能”**
  - 天图资本投资酷漫居；今日资本投资丽芙家居；合力投资、真格基金投资美灯会；加华伟业资本投资博洛尼家居等

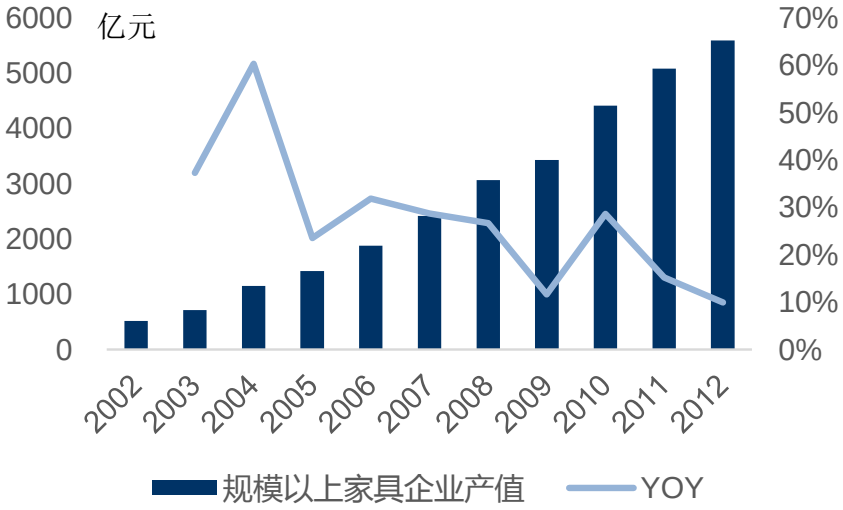
主要内容

1. 国内家居行业发展现状
2. 趋势一：品牌效应凸显
3. 趋势二：渠道O2O融合
4. 趋势三：泛家居化满足一站式需求
5. 趋势四：家居智能化引领新风潮

1.1 传统家居行业产业格局迎来分化

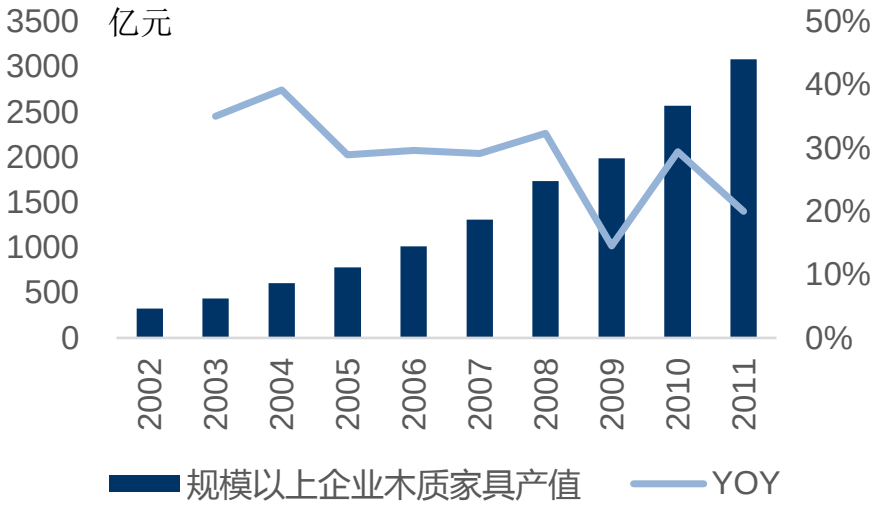
- **2010年后国内家具行业增速逐渐回落，行业面临转型升级需求**
  - 我国规模以上家具企业2012年总产值为5599.82亿元，02-12年CAGR 26.7%，木质家具规模以上企业2011年总产值为3084.97亿元，02-11年CAGR 28.5%
  - 国内家居行业粗放式的高速增长阶段基本结束，行业面临转型和升级的需求
  - 14年华南家居企业欠薪/倒闭潮：**海棠陶瓷**拖欠工资引发罢工；**富之岛**欠薪达8个月，合计千万元；**华仁实业**倒闭，百兰床垫被慕思收购；**华源轩**IPO受阻资金链断裂，深圳龙岗工厂申请破产

2002-2012年家具工业产值CAGR为27%



资料来源：国家统计局，申万研究

2002-2012年木质家具工业产值CAGR为29%

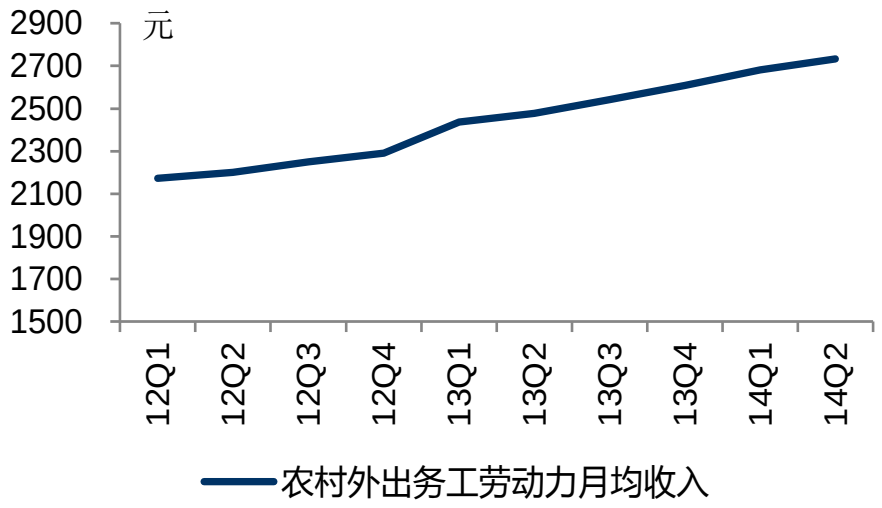


资料来源：国家统计局，申万研究

1.2 挑战之一：上游成本压力攀升，国内家具制造成本优势不再

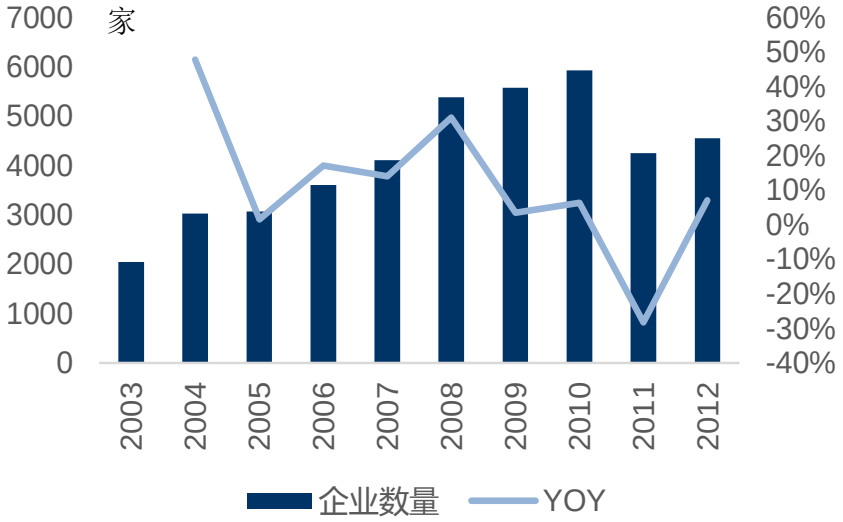
- **成本要素逐渐攀升，国内家具制造风光不再；产能逐步向东南亚转移**
  - 劳动力成本快速上升，OEM制造产能开始逐渐向东南亚国家转移
  - 越南和马来西亚生产实木雕刻类家具，人工成本仅为中国的1/3，土地成本也仅为1/3，成本优势十分显著
- **2010年之后企业数量下降，产业结构正在发生调整，行业出现整合趋势**

国内劳动力成本持续上涨



资料来源：国家统计局，申万研究

2010年后家具企业数量开始下降



资料来源：华通人，申万研究

1.2 挑战之二：下游受制于渠道卖场，品牌定价力弱

- **传统流通行业效率低下，成本高昂**
  - 家具作为弱消费品品牌，主要依托大卖场进行经营销售
  - 全国规模以上的建材家居卖场超过3000家。其中排名第一的红星美凯龙营业面积约为954.46万平方米，超过了德国家居卖场的总面积（约500万平方米）
  - 08年至今卖场每平米租金上涨了40%-50%
- **2012年开始，大量家具卖场因陷入困境关闭，行业迎来调整期**

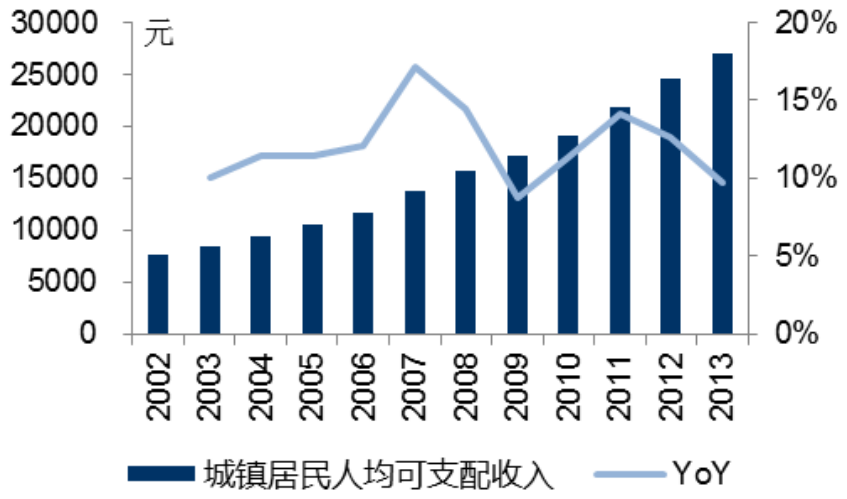
性质	连锁卖场	特征
内资	红星美凯龙	成立于2007年，截至13年底经营130家卖场，营业面积约954.46万平方米，网络覆盖25个地区的90个城市
	居然之家	成立于1999年3月，国有控股，为顾客提供装修设计、装饰材料、家具、家居用品及饰品等“一站式”服务
	区域流通企业	欧亚达家居、月星家居、香江家居（含金海马家居）及集美家居等其他国内家居建材流通企业经过多年的积累，在一个或多个区域内形成了较大的经营规模和影响力
外资	百安居	创立于1969年，1982年并入欧洲最大建材家居零售集团英国翠丰集团，翠丰集团全球拥有约900家连锁店，近8万名员工，年销售额超100亿英镑。1999年百安居开始进入中国内地
	宜家	创立于1943年，商场遍布41个国家，拥有12.7万名员工，年销售额超过231亿欧元。1998年宜家集团开始进入中国内地

资料来源：红星美凯龙招股说明书，申万研究

1.2 挑战之三：消费者需求升级，OEM企业措手不及

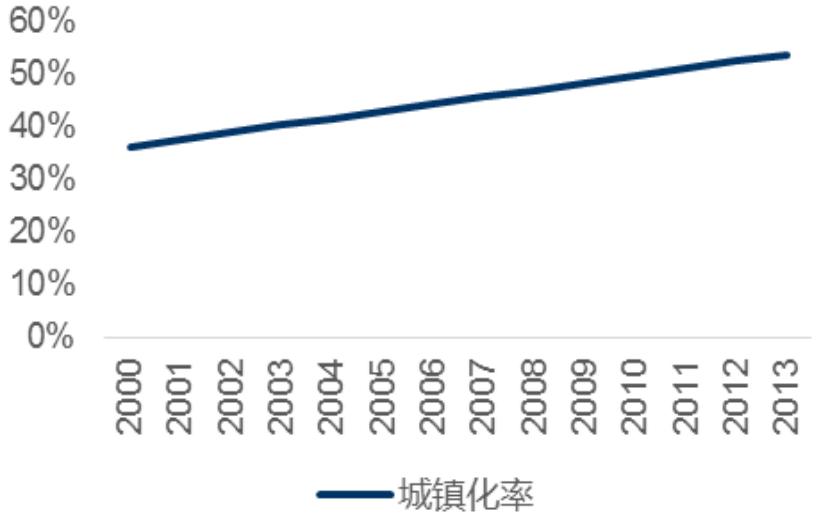
- **居民生活品质提升，催生对家具消费观念转变**
  - 经济快速发展，居民可支配收入水平不断提高（2013年城镇居民年人均可支配收入为2.7万元
  - **对家具的产品品质，由满足基本的使用功能，到更看重材料的环保、品牌定位和设计理念**
  - **服务型消费趋势明显**

2002-2013年城镇居民人均可支配收入CAGR为12%



资料来源：国家统计局，申万研究

2013年城镇化率达到53.7%



资料来源：国家统计局，申万研究

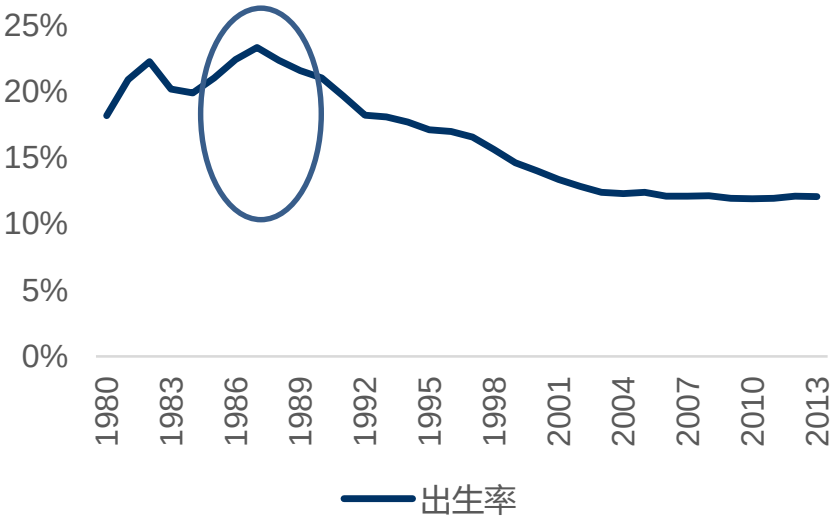
1.3 机遇远大于挑战 万亿市场拥抱行业龙头

人口结构带来增量需求

- 1985-1990年人口出生率保持21%以上，这一波“婴儿潮”步入购房和婚育年龄
- “单独二胎政策”逐渐放开，带来住房改善需求
- 2000年以后我国住宅销售步入高速增长期，二手房交易活跃度水涨船高，以每隔10-15年二次装修周期计算，庞大的二次装修市场即将开启
- 房价波动对家居消费需求的冲击

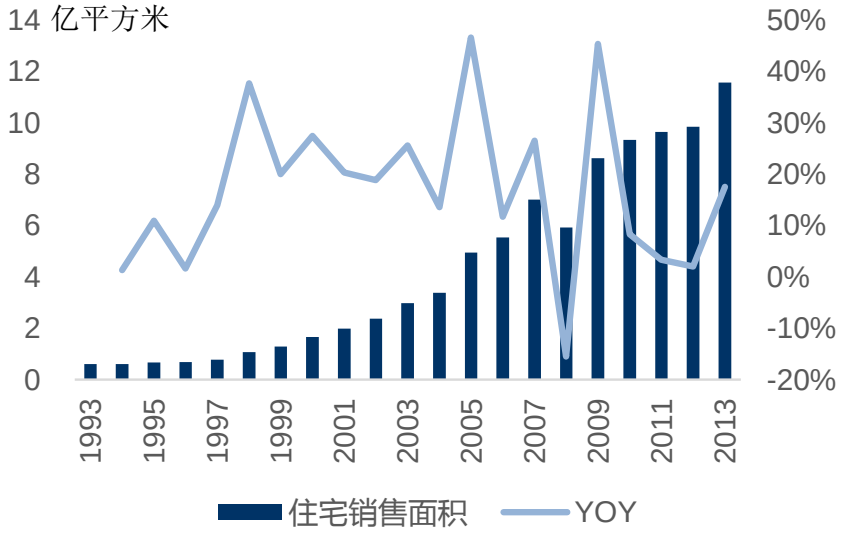
1985-1990年为中国人口出口高峰

结婚生子催生住房刚性需求



资料来源：国家统计局，申万研究

2000年以后我国住宅销售步入高速增长期



资料来源：国家统计局，申万研究

对消费者需求的深刻洞见
驱动家居行业经营模式的改变！

消费者需求	行业变局
追求信息透明、 寻求高性价比的产品和服务	趋势一：品牌效应凸显 趋势二：渠道O2O融合
配套需求 家装设计一体化与个性化	趋势三： 泛家居满足一站式消费需求
由制造向多元（安防、健康管理）服务需求	趋势四： 家居智能化引领消费需求

主要内容

1. 国内家居行业发展现状
2. 趋势一：品牌效应凸显
3. 趋势二：渠道O2O融合
4. 趋势三：泛家居化满足一站式需求
5. 趋势四：家居智能化引领新风潮

2.1 英雄时代，家居细分领域诞生龙头企业

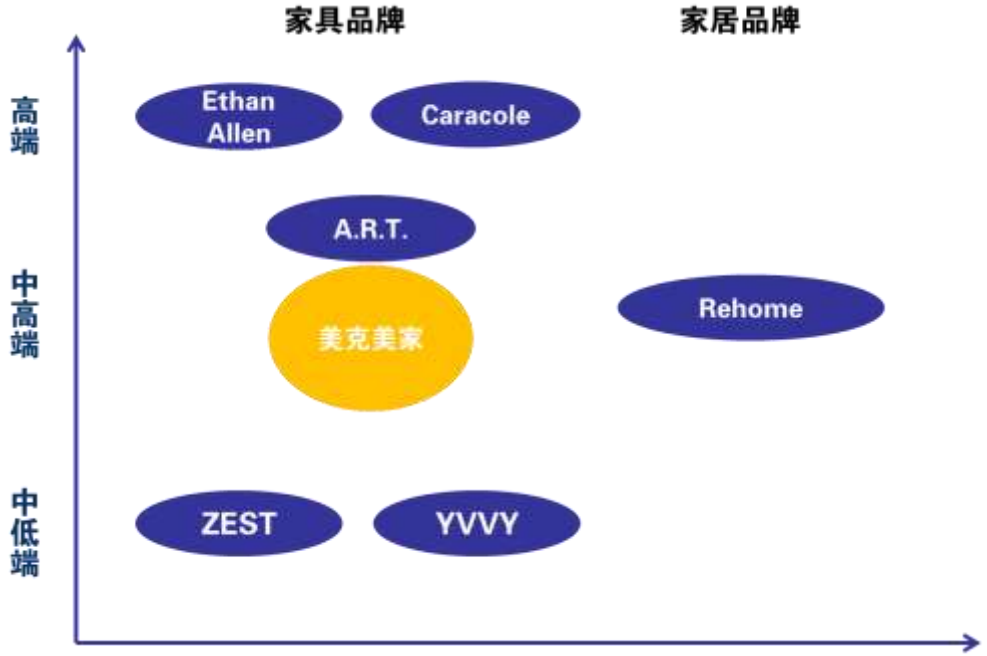
- 行业变革，品牌效应凸显，家居各细分领域诞生龙头企业
- 品牌的背后：产品与消费者口碑，互联网时代，用户的认知成本下降，单纯投入费用广告的营销模式是无本之木

全品类家居	美克家居	美克·美家 MarkorFurnishings
	宜华木业	YiHua
定制家居	索菲亚	索菲亚衣柜 全屋家具定制
	欧派集团	OPPEIN 欧派
	好莱客	HOLiKE 好莱客 全屋原态定制
床垫	喜临门	Sleemon 喜临门
地板	大亚科技	Power Dekor 圣象地板

2.2 美克家居：2002年自建品牌，2014年多品牌战略

- **2002年自建主品牌“美克美家”，直营体系为主**
- **2014年多品牌战略全面升级，品牌布局覆盖所有消费层次和个性需求的客户群体**
  - 主品牌美克美家定位中高端，子品牌包括高端品牌 Ethan Allen、Caracole，纯正美式家具品牌A.R.T.，针对年轻客户的酷炫风格品牌YVVY，色彩亮丽针对年轻客户的品牌ZEST，家居品牌Rehome

美克家居多品牌战略



资料来源：申万研究

2.3 索菲亚：连续四年蝉联定制衣柜第一品牌

- **2003年以定制衣柜起家，蝉联2011-2014年中国整体衣柜十大品牌第一名**
  - 衣柜行业品牌认知构建竞争门槛，口碑营销为主要宣传方式。定制家居中选择定制衣柜和衣帽间消费者占比达33%，超过2/3的消费者向朋友、同事等了解装修及家具信息，接近一半的消费者通过朋友的口碑推荐了解到索菲亚
- **2014年7月与法国排名第一的Schmidt橱柜合作，推出“司米”整体橱柜**

索菲亚蝉联2011-2014年中国整体衣柜十大品牌第一名

排名	2011	2012	2013	2014
1	索菲亚	索菲亚	索菲亚	索菲亚
2	好莱客	好莱客	好莱客	好莱客
3	劳卡	艾依格	艾依格	艾依格
4	诺维家	诺维家	诺维家	德维尔
5	梵帝尼	梵帝尼	梵帝尼	梵帝尼
6	亚丹	亚丹	亚丹	亚丹
7	百得胜	百得胜	德维尔	欧派
8	伊百丽	伊百丽	雅迪斯	维意
9	卡喏亚	欧琳	欧派	博克曼
10	科凡	圆邦	科凡	科凡

资料来源：中华衣柜网，申万研究

主要内容

1. 国内家居行业发展现状
2. 趋势一：品牌效应凸显
3. 趋势二：渠道O2O融合
4. 趋势三：泛家居化满足一站式需求
5. 趋势四：家居智能化引领新风潮

3.1 产品特征与渠道偏好分析

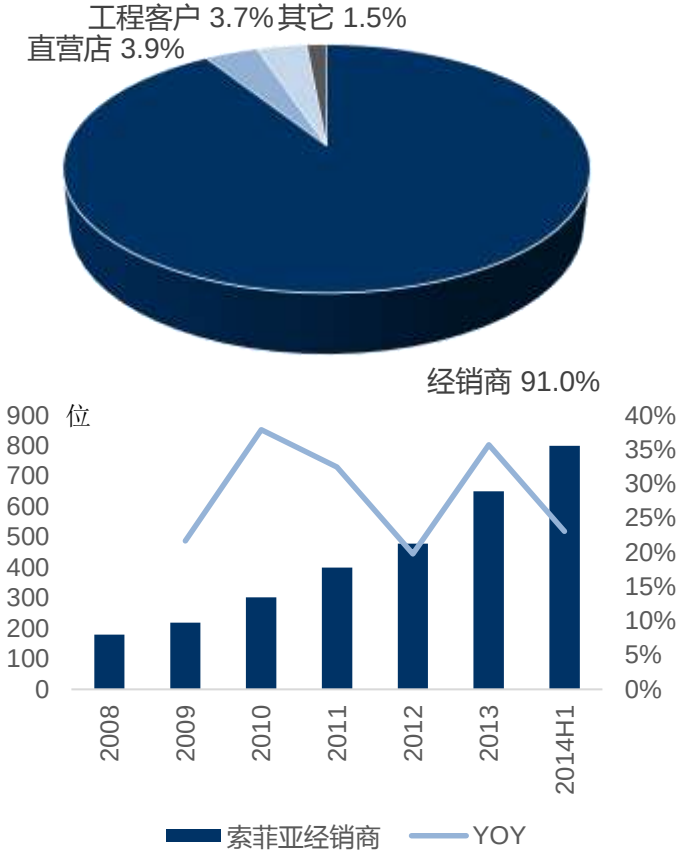
线下渠道	高端家具	单件价值高、实木类、强调线下体验和服务
线上渠道	低价值小件	灯具、墙纸、马赛克、浴室五金、开关面板、软装装饰品等
	单品类	沙发、床垫等；构造简单，由尺寸定义
	板式家具	款式简洁
O2O融合	范围最广泛	定制家居，拥有线下渠道线上平台的全品类家居

3.2 线下渠道：加盟模式为主，渠道持续下沉拓展

索菲亚&欧派：经销商专卖店渠道为主，线下渠道下沉拓展

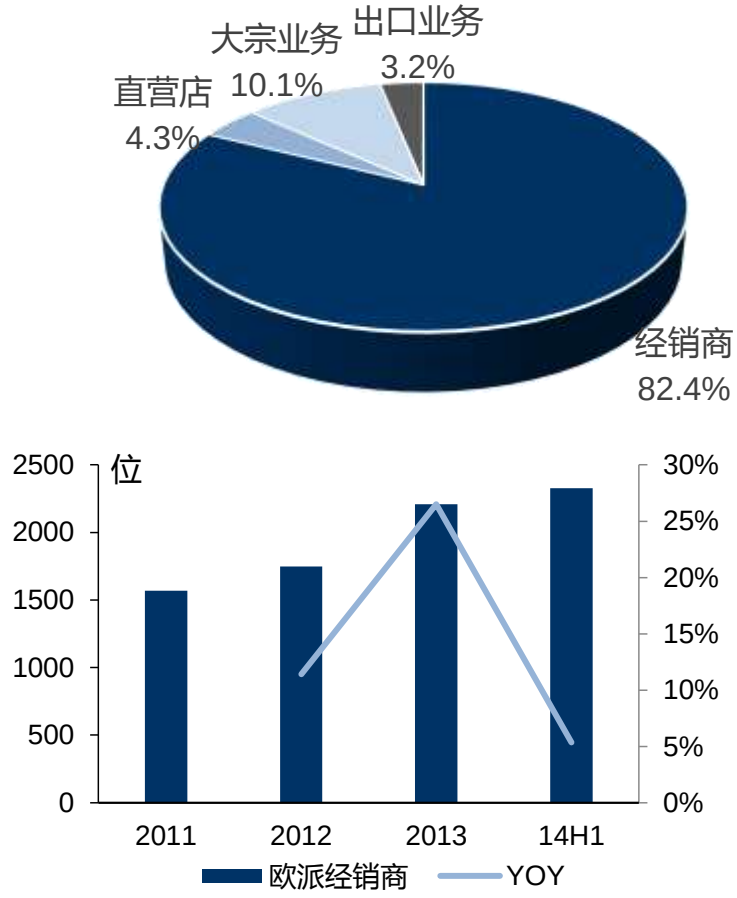
- 索菲亚2013年经销商渠道收入占比91%，经销商800位、专卖店1400家
- 欧派2014H1经销商渠道收入占比82%，经销商2328位、专卖店3555家

索菲亚



资料来源：公司公告，申万研究

欧派



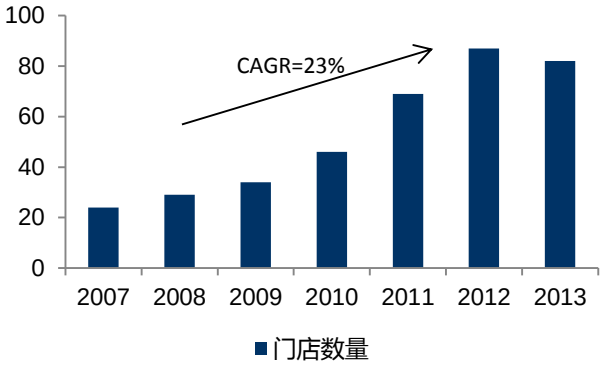
资料来源：公司公告，申万研究

3.3 线下渠道：打造强势主品牌，直营+加盟加快步伐

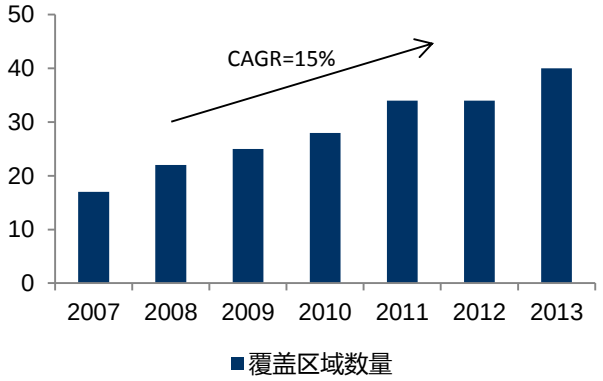
美克家居：2002年起布局国内连锁直营网络，子品牌“直营+加盟”加快步伐

- 形成我国最大的家具连锁零售网络之一；13年底共82家门店，美克美家73家，A.R.T. 6家，ZEST 2家，YVVY 1家；3个配送中心、29个服务中心覆盖40个城市

2007-2013年门店数量CAGR为23%



2007-2013年覆盖区域数量CAGR为15%



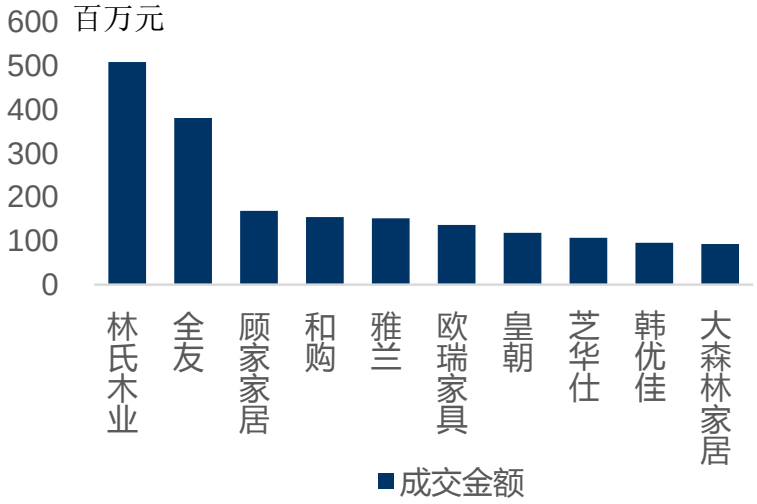
品牌	门店数		品牌定位	渠道
	2013	2014E		
美克美家	73	99	中高端美式家具	直营
A.R.T.	6	23	纯正美式风格家具	直营+加盟，卖场独立店、卖场店中店
ZEST	2	30	色彩亮丽针对25-35岁年轻客户	直营+加盟，卖场店中店
YVVY	1	2	酷炫风格	直营
Rehome		7	包含饰品和家具的整体家居方案	
Ethan Allen			高端美式家具	利用美克美家直营店渠道
Caracole				

资料来源：公司公告，申万研究

3.4 线上渠道：适用于高性价比的标准化产品

- **2013年有统计的天猫平台家具品牌1930个，年销售总额为92.80亿元，平均销售额480.83万元**
- **低价值小件物品：灯具、墙纸、马赛克、浴室五金、开关面板、软装装饰品**
- **单品类产品：沙发、床垫等**
  - 沙发：顾家家居、芝华仕；床垫：雅兰、穗宝
- **板式家具：打造互联网品牌的板式家具**
  - 林氏木业（网络家具销售第一品牌）、和购（互联网田园家具）

2013年天猫平台家具品牌排名

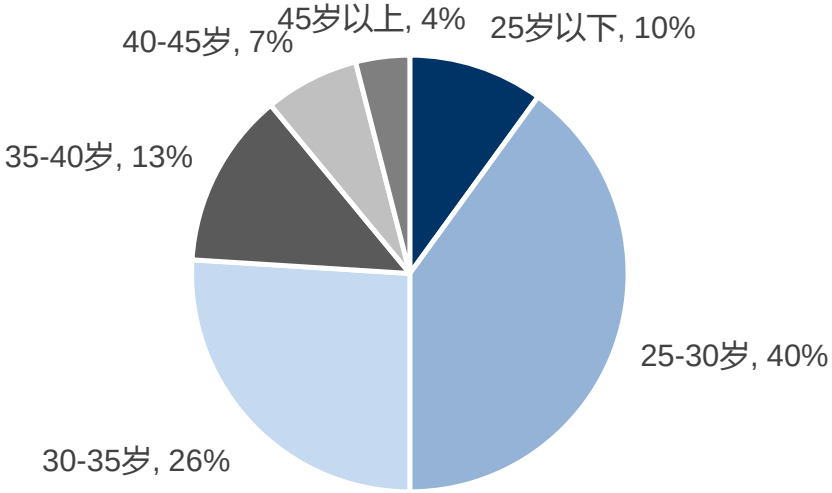


资料来源：泛家居网数据研究中心，申万研究

3.5 O2O融合：线上导流线下成交，O2O引领新潮流

- **O2O：将线上的便利和价格优势与线下的体验和服务相结合**
  - 线上线下一体，打造全新的购物体验；
  - 线上：虚拟体验系统，通过评价、用户口碑，建立透明价格体系，消灭信息不对称性；
  - 线下：材质、实物体验

家居消费者趋于年轻化、互联网化

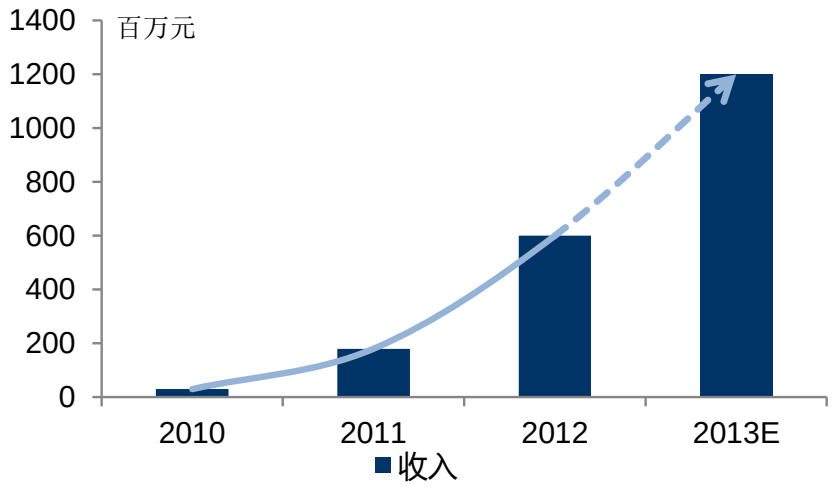


资料来源：搜房家居研究中心，网络资料整理，申万研究

3.6 美乐乐：国内家居电商典型代表企业

- **美乐乐：搭建开放平台，成长性领先的家居电商**
  - **合作模式：**直接采购、委托OEM代工、开放平台。开放平台占比目前30%，未来有望进一步提升至70%（合作方：宜华家居、曲美家具、喜临门、梦百合等）
  - **四大优势：**物业费用只有传统卖场的1/3；覆盖面比传统家居卖场大10倍；空间利用率高，线上：线下SKU为10:1；根据网上流量开设新店，风险低。**两大机遇：**80后到婚育年龄，年轻消费者网上够买占比增加；线下门店租金占零售成本30-40%

美乐乐营业收入快速增长



资料来源：公司资料，申万研究

300多家体验馆遍布全国190余座城市

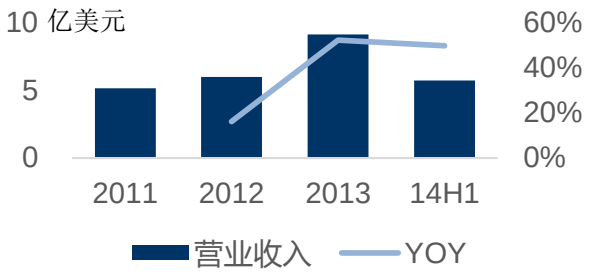
资料来源：公司资料，申万研究

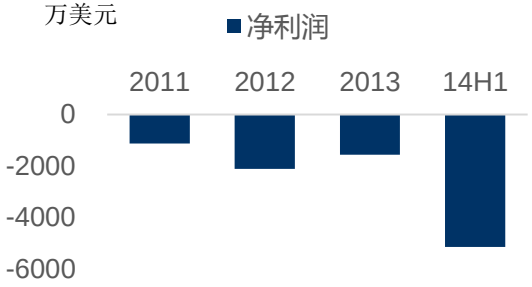
3.7 Wayfair：全美最大家居电商购物平台

Wayfair：美国最大的中端家居电商

- 美国家居市场规模2013年为2330亿美元，在线销售渗透率为7%；Wayfair占美国电商销售比重5.4%
- 2002年成立，2003-2013年CAGR 61.3%；超700万个产品，与1.2万个品牌合作，业务范围覆盖美国、加拿大、德国、英国、澳大利亚、法国、新西兰等
- 旗下拥有五大品牌：Wayfair.com, Joss & Main, AllModern, DwellStudio， Birch Lane
- 2014年10月2日登陆纽交所，11月14日市值为2.42亿美元

2014H1收入5.74亿美元，因广告投入大幅增加，亏损5140万美元





品牌	风格定位
Wayfair.com	旗舰品牌，覆盖全品类家居产品
Joss & Main	闪购品牌
AllModern	现代家居风格品牌
DwellStudio	现代家居工作室
Birch Lane	经典传统风格，针对中高端客户

资料来源：公司招股书，申万研究

3.8 线上导流线下成交，O2O引领新潮流

- **O2O模式：最终强调整个供应链体系的可持续发展，上游供应商、企业自身和下游渠道的和谐共赢**
  - 酷漫居：主打动漫儿童家居，基于O2O平台整合动漫衍生产品和服务
  - 齐家网：O2O链条前移，通过与当地经销商合作开启家装O2O
  - 索菲亚：线上激发购买欲望，线下依托经销商完成交易。通过公司旗舰店及天猫网站，可以提供“在线预约设计师”——“专业测量师免费上门测量”——“免费设计个性化衣柜”——“专业报价系统免费报价”——“免费送货安装”等全套服务，方便客户的购买过程

线上导流：多方面提升品牌影响力，激发购买欲望

资料来源：公司网站、申万研究

网站导流，在线免费预约设计师，上门测量

资料来源：天猫“索菲亚”旗舰店、申万研究

主要内容

1. 国内家居行业发展现状
2. 趋势一：品牌效应凸显
3. 趋势二：渠道O2O融合
4. 趋势三：泛家居化满足一站式需求
5. 趋势四：家居智能化引领新风潮

SWS RESEARCH

4.1 泛家居化：满足一站式需求，提升客单价

- **消费者：彰显独立、统一、升级、个性等专属标签，满足一站式需求**
  - 满足风格和设计理念一致的一站式采购需求：独立（每一件家具都是独立设计）；统一（全屋风格一致）；升级（健康和环保的绿色化）；个性（实现消费者对家的构想）

- **企业：有效提升客单价，增强品牌知名度**
  - 通过加强配套产品销售，横向拓展产品范围，纵向“产品+服务”模式延伸等方式，提供更佳客户消费体验同时提升业绩

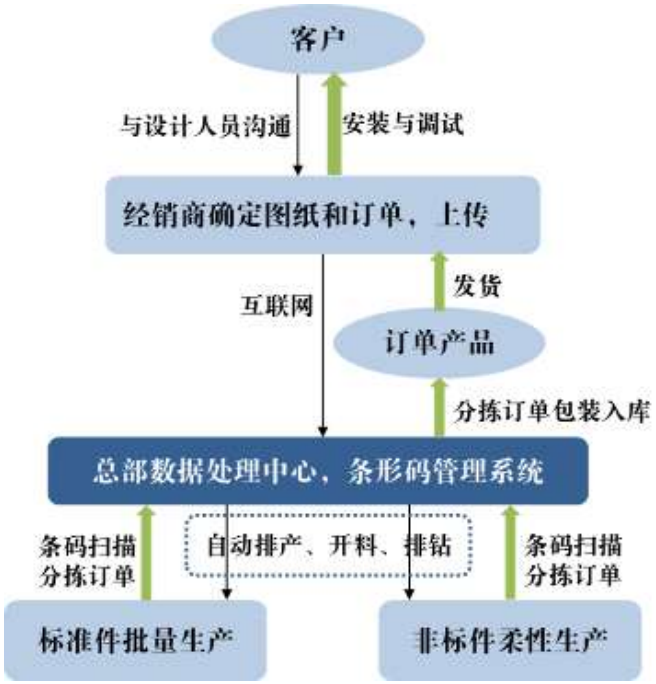
- **定制家居：按需驱动的C2B定制模式，重构供应链体系**
  - 消费者：个性化设计、标准化和规模化生产充分满足DIY消费需求
  - 经销商：订单式轻资产模式，占用资金少，存货风险小
  - 厂商：第一时间接触到消费者个性化需求的大数据信息，有助于公司有的放矢的调整销售方式和目标，尽快做出反应

- **由设计引导全屋定制，3D设计虚拟云体验**

4.2 索菲亚：战略转型“定制家”，引领全屋定制潮流

- **索菲亚：战略转型“定制家”，引领全屋定制潮流**
  - ***定制衣柜就是索菲亚*** 升级为 ***定制家·索菲亚***
  - 2012H2以来基于卧室系列、书房系列推出客厅系列和餐厅系列
  - 2013年客单价约1.6万元，其中定制衣柜占比80%，配套家具占比20%
  - 司米橱柜横空出世，法国智慧助力中国成就

经销商订单式经营模式，以消费者为中心的C2B模式



资料来源：公司资料，申万研究

资料来源：公司网站，申万研究

4.3 泛家居企业：泛家居化拓展优势，开启新增长极

美克家居：加强配套产品销售，提升客单价

- 加强床垫、窗帘、家居饰品（全球外部采购计划组成部分）、软装等配套产品的销售，完善购物体验 & 提升客单价，客单价为5.6万元，同比增长30%

宜华木业：外延收购，“服务+产品”模式战略布局“泛家居”领域

- 收购高端酒店软装饰领域第一梯队品牌 ***恒安兴*** 100%股权（兼具自主品牌和装饰风格系列，服务逾百家国内外高端酒店客户，O2O渠道有效融合），拓展千亿软装饰领域
- 增资收购中国第一个拓展空间家具品牌及第一个整体书房品牌 ***多维尚书家居*** 51%股权（主要产品为多功能家具、板式定制书柜衣柜及其他配套家具），快速切入多功能家具细分领域

喜临门：“一体两翼”经营框架有序发展，受益产业并购整合

- 形成床垫主业、儿童家具（迪士尼、哆啦A梦、Hello Kitty授权）、智能床垫“一体两翼”
- 携手蝶彩资产管理（上海）有限公司，加快实施国内外产业并购整合，提升产业运作效率

主要内容

1. 国内家居行业发展现状
2. 趋势一：品牌效应凸显
3. 趋势二：渠道O2O融合
4. 趋势三：泛家居化满足一站式需求
5. 趋势四：家居智能化引领新风潮

SWS RESEARCH

5.1 未来展望：家具智能化构成智能家居重要板块

■ 智能家居：赋予家居更多的功能定位与用途，让生活变得更简单

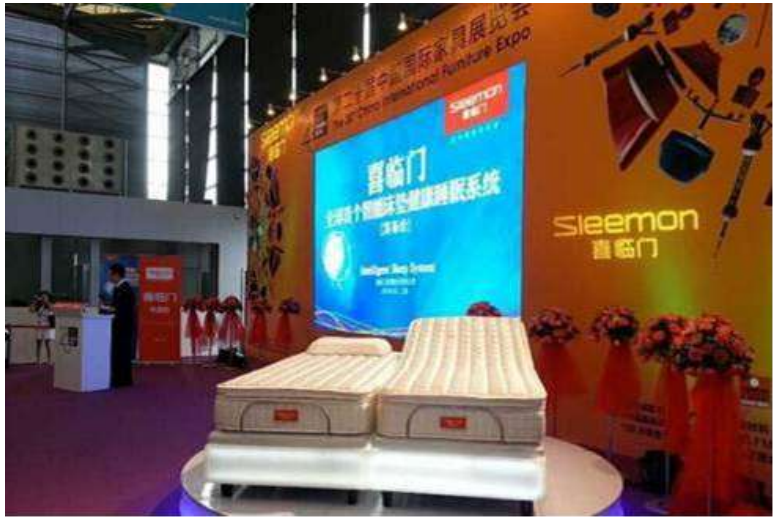
- 以住宅为平台，利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术等将与家居生活有关的设施集成，构建高效的住宅设施与家庭日程事务管理系统，提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性，并实现环保节能的居住环境

智能单品	→	智能系统集成	→	智能家居平台
硬件销售收入	⟹	硬件+服务	⟹	入口价值

资料来源：网络资料整理，申万研究

5.2 发展现状：智能床垫先行，打造家居智能平台

- **喜临门：“硬件+软件+入口”构建云端服务系统，由制造商变身健康生活服务商，拓展健康睡眠产业链**
  - 携手和而泰（002402.SZ），智能床垫具有呼吸暂停干预、睡眠体检和云端日记、全程助眠三大功能
  - 未来可**与其他智能家居产品共同创造卧室微气候，后续衍生医疗服务**，创造更多跨业协作前景
  - 构建云端系统服务平台和医疗级专业服务团队，提供在线咨询、健康指南、娱乐互动、医疗协同等服务，信息平台和流量入口，数字化交互引入产业协作，以“硬件+软件+入口”的颠覆式商业模式进入超过1500亿的睡眠健康产业
- **恒康家居：携手合杰医疗科技，推出睡眠监测+睡眠建议的全球领先智能床垫**



资料来源：公司资料，申万研究

资料来源：公司资料，申万研究

5.3 资本市场：产业资本战略投资，助力家居行业发展

- **行业新动态：产业资本战略投资，互联网思维与传统家居行业结合**

时间	融资企业	投资机构	投资金额	行业
2009年8月	尚品宅配	达晨创投	7000万元人民币	定制家居
2013年5月	具像家居Watchhhh		1000万人民币	实景三维重建技术让商品3D数据化
2013年7月	丽芙家居	今日资本	3000万美元	家具和家居用品
2013年12月	BroadLink	京东商城		智能家居
2014年3月	博洛尼家居	加华伟业	2000万美元	整体橱柜等
2014年7月	南京物联		亿元以上	智能家居
2014年9月	丽维家	小米	千万级人民币	小米思维的互联网木匠

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持(underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究·拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed

申万研究微信订阅号

申万研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司

周海晨 zhouhc@swsresearch.com

屠亦婷 tuyt@swsresearch.com

研究支持：范张翔 fanzx@swsresearch.com

研究支持：丁智艳 dingzy@swsresearch.com