

投资评级 优于大市 首次覆盖

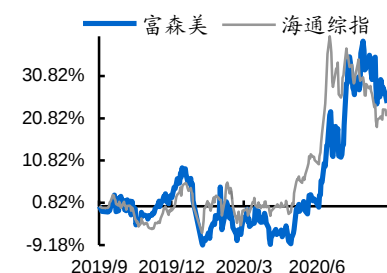
深耕优势区域，引领行业变革

股票数据

09 月 25 日收盘价(元)	14.18
52 周股价波动(元)	10.47-16.85
总股本/流通 A 股(百万股)	756/303
总市值/流通市值(百万元)	10727/4296

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.6	5.7	16.3
相对涨幅(%)	-9.6	4.2	5.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

分析师:高瑜

Tel:(021)23219415

Email:gy12362@htsec.com

证书:S0850519080003

联系人:马浩然

Tel:(021)23154138

Email:mhr13160@htsec.com

投资要点:

● **深耕成都辐射西南，家居建材连锁龙头。**公司主营招商制建材家居卖场，2019 年末自营卖场超 90 万平，委管卖场 51.6 万平，2019 年实现 16.2 亿元收入和 8 亿元净利，2016-19 年 CAGR 各 9.87%和 12.95%，稳健成长。①**区域：**以成都为中心辐射西南，成都消费活跃、辐射力强、产业带资源基础好，2019 年贡献 98%收入。②**模式：**以市场租赁及服务为主，2019 年收入占比 80%，物业自建自持，“选商-育商”模式完善，满足一站式需求。③**股权结构：**截至 1Q20 末，实控人刘兵、刘云华、刘义合计持股 79.26%，深耕行业，专业专注，管理层与核心骨干授予 1.12%股权激励，共享公司成长收益。

● **家居零售 4 万亿市场，集中度提升趋势明显。**①**空间：**家居零售市场规模自 2014 年超 4 万亿并稳定增长，2019 年规模以上建材家居卖场规模突破万亿，预计未来 5 年 CAGR 达 6.1%；“房住不炒”环境下房地产市场将稳中略增，存量房时代，二次装修将成为新增长点，2018 年存量房二次装修产值 6936 亿元，占比 34%，且增速最高 15.6%。参考日本经验，二次装修助力家居连锁龙头宜得利跨越周期成长。②**渠道：**2014-18 年家居行业线上渗透率由 2.9%增至 7.4%；但凭借转型及体验优势，线下卖场仍为主要渠道，2016 年占比 60.39%；③**集中度：**近年家居行业龙头加强与电商合作，并购退出明显增多，行业加速集中。

● **探索新业态模式，平台战略延伸产业链。**公司 2019 年升级“平台战略”，建构“富森美平台”连接厂商、顾客、商品及各种资源，以平台运营推动业务发展。①**卖场转型：**2018 年“拎包入住”作为第七大业态发布，次年 5 月落地，提供设计、施工、家具、软装等一体化服务。目前公司以设计为切入点，为各类用户提供装修及拎包入住服务，衔接服务链与产业链，带动平台销售。②**产业链整合：**向上依托成都产业带优势，启动“富森美+川派家具”战略和“成都家具工厂批发新基地”计划，打造高质平价市场。向下切入精装修万亿市场，增资控股四川建南装饰，与多家房企签订精装修合作协议。③**商户赋能：**设立保理及小贷公司，帮助商户解决融资难题，以产业基金方式赋能上下游增强生态粘性。④**全渠道运营：**2019 年推出“3+1”服务模型，以小程序、直播和社群营销打造更好的空间场景和服务场景。2020 年 3-6 月，组织直播近两百场，吸引成都地区用户 69 万人，驱动订单超 6 万单；4 月启动大家居直播战略，打造 1000 位行业及设计达人，带领各品牌迈进新零售店铺。

● **财务分析：成长稳健，回报优良。**公司坚持稳健成长，资产负债率 20%左右远低于同业，经营现金流充裕可覆盖资本开支；账面资产丰厚，物业采用成本法计量，保守估计 RNAV 为 292.8 亿元，价值显著低估；盈利能力强，调整后毛利率领先，销管费率低，股息率高，ROE 维持 14%以上显著优于同业。

● **盈利预测与估值。**预计 2020-2022 年归母净利润各 6.35 亿、8.13 亿、9.47 亿元，同比增长-20.7%、27.9%、16.6%。给予公司 2021 年归母净利润 20-25x PE，合理市值区间 163-203 亿元，对应 RNAV 折价 31%-44%，合理价值区间 21.5-26.9 元，首次给予“优于大市”投资评级。

● **风险提示：**房地产景气下行、竞争加剧、线上冲击、品牌方和地产商分流。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1421	1619	1284	1637	1914
(+/-)YoY(%)	13.0%	14.0%	-20.7%	27.5%	16.9%
净利润(百万元)	735	801	635	813	947
(+/-)YoY(%)	12.9%	9.0%	-20.7%	27.9%	16.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.97	1.06	0.84	1.07	1.25
毛利率(%)	70.1%	66.8%	63.7%	65.2%	66.0%
净资产收益率(%)	16.3%	16.1%	12.2%	14.8%	16.6%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 概况：深耕成都辐射西南，全国家居建材连锁龙头	5
1.1 做深做透成都市场，成就龙头地位	5
1.2 重资产一站式，强运营重服务	7
1.3 创始人专业专注，管理层有效激励	7
1.4 经营稳健，收入利润持续增长	8
2. 家居零售 4 万亿市场，集中度提升趋势明显	9
2.1 家居零售空间巨大，稳步成长	9
2.2 二次装修，下一个万亿市场风口	10
2.3 家居卖场仍为主要零售渠道	13
2.4 流量压力与渠道转型下，行业集中度提升	15
3. 探索新业态模式，平台战略延伸产业链	16
3.1 全方位多业态，多场景一站式服务	16
3.2 依托区域资源，做大产业带，做强孵化器	18
3.3 金融服务&股权投资，赋能上下游增强粘性	19
3.4 推动产业链整合，切入装修装饰业务	19
3.5 新零售新营销，如何融合线上发展？	20
4. 财务分析：成长稳健，回报优良	21
4.1 多模式稳步扩张，资产负债率低	21
4.2 账面资产丰厚，价值显著低估	23
4.3 盈利能力强，投资回报率高	24
5. 盈利预测与估值	25
5.1 预计 2020-2022 年 EPS 各 0.84 元、1.07 元和 1.25 元	25
5.2 给予合理市值区间 163 亿-203 亿元，合理价值区间 21.5 元-26.9 元	26
6. 风险提示	26
财务报表分析和预测	27

图目录

图 1	成都市 GDP（2010-2019 年）	5
图 2	成都市城镇居民人均可支配收入（2010-2019 年）	5
图 3	成都社会消费零售总额（2010-2019 年）	5
图 4	成都市城镇化率（2010-2019）	5
图 5	新一线城市+商业魅力综合评分（2018-2019）	6
图 6	十三五西部开发空间格局	6
图 7	成都中心城区主要装饰建材家居市场分布图	6
图 8	公司营业总收入及增速（2016-2019 年）	8
图 9	公司归母净利润及增速（2016-2019 年）	8
图 10	公司 2019 年主营业务收入分业务占比	9
图 11	公司 2019 年主营业务收入分地区占比	9
图 12	中国建材行业市场规模（2013-2019 年）	9
图 13	中国规模以上建材家居卖场销售额统计（2011-2019 年）	9
图 14	我国居民人均可支配收入及同比增速（2013-2019 年）	10
图 15	中国城市化率（2010-2019 年）	10
图 16	房屋新开工面积（2010-2019 年）	10
图 17	商品房销售面积（2010-2019 年）	10
图 18	中国住宅型商品房竣工面积（1999-1H2020）	10
图 19	中国建筑装饰行业住宅装饰业务产值（2010-2019 年）	11
图 20	2018 年中国住宅装饰市场结构	11
图 21	中国家装市场产值（2015-2020E）	11
图 22	中国家装市场产值结构（2015-2020E）	11
图 23	宜得利营业收入（2015-2019）	12
图 24	宜得利营业利润（2015-2019）	12
图 25	日本宜得利营业收入增速高于房屋新开工总面积增速（2000-2019）	12
图 26	宜得利旧房改造体验店	12
图 27	中国家居装饰及家具行业产业链	13
图 28	中国家居建材产业图谱	13
图 29	中国家居建材渠道	14
图 30	2016 家居装饰及家具行业零售渠道分布（销售入口径）	14

图 31	家居建材行业线上销售规模统计及预测 (2014-2019 年)	14
图 32	家居建材行业线上渗透率统计及预测 (% , 2014-2019 年)	14
图 33	中国建材家居市场面积统计	15
图 34	建材家居市场饱和状态 BHEI (2016-2019 年)	15
图 35	家居零售商场店铺数对比 (2007-2019 年)	15
图 36	“富森美+” 蓝图	16
图 37	富森美拎包入住新业态发布	17
图 38	富森美拎包入住战略	17
图 39	消费需求升级和富森美七大业态	18
图 40	富森美批发新基地	19
图 41	富森美六大举措赋能新基地	19
图 42	公司卖场累计租赁面积 (万平米, 2002-2017)	21
图 43	富森美营业收入分业务占比 (2016-2019)	22
图 44	美凯龙营业收入分业务占比 (2016-2019)	22
图 45	居然之家营业收入分业务占比 (2016-2019)	22
图 46	同行业资产负债率对比 (% , 2016-2019 年)	23
图 47	公司经营现金流与资本支出对比	23
图 48	2018 年成都市商业房地产成交均价 (元/平米)	23
图 49	同行业扣除公允价值后 ROE 对比 (% , 2016-2019 年)	25
图 50	同行业股息率对比 (% , 2016-2019 年)	25

表目录

表 1	公司家居卖场概况	7
表 2	公司股东持股情况 (截至 2020 年一季度末)	8
表 3	富森美针对不同需求采取的措施	16
表 4	公司已建卖场面积	21
表 5	自有物业与租赁物业家居卖场优劣势对比	22
表 6	2019 年末公司资产折旧/摊销情况 (亿元)	23
表 7	公司自有物业重估及 RNAV 情况	24
表 8	同行业主要盈利指标对比 (%)	24
表 9	公司分业务收入预测 (百万元)	25
表 10	专业市场行业可比公司估值 (20200925)	26

1. 概况：深耕成都辐射西南，全国家居建材连锁龙头

公司成立于 2000 年 12 月 7 日，2016 年 11 月 9 日在中小板上市，主营业务为招商制建材家居卖场，在成都、四川等西南地区拥有较高市场份额和行业影响力。截至 2019 年末，公司自营卖场面积超 90 万平米，入驻商户 3000 余户，加盟及委托管理卖场已开业运营的项目规模 51.60 万平米。

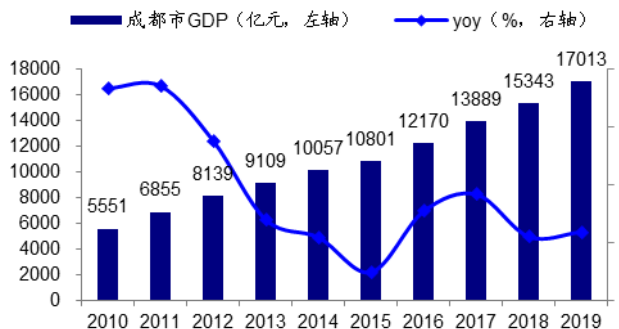
公司专注于装饰建材家居流通业务，凭借品牌优势和优质资产，通过差异化卖场定位、全品类产品服务、精细化运营管理、创新性营销策划，集聚了大量省级总代理商和品牌经销商，在行业景气度欠佳的情况下，主营业务连续 6 年逆势增长，交易额和市占率稳居区域首位，是行业公认的家家居建材连锁龙头。

1.1 做深做透成都市场，成就龙头地位

（1）以成都为中心辐射西南。公司坚持“核心区域密集布局”的经营战略，主要卖场均位于成都繁华商圈，并以成都为中心，辐射四川和大西南地区。而成都作为公司深耕的核心区域，具备以下三个显著特点：（A）消费基础好，成长潜力足；（B）区域辐射能力强；（C）产业基础好，产业带资源丰富。这为公司保持稳健成长和拓展延伸供应链、转型新模式提供了优势条件。

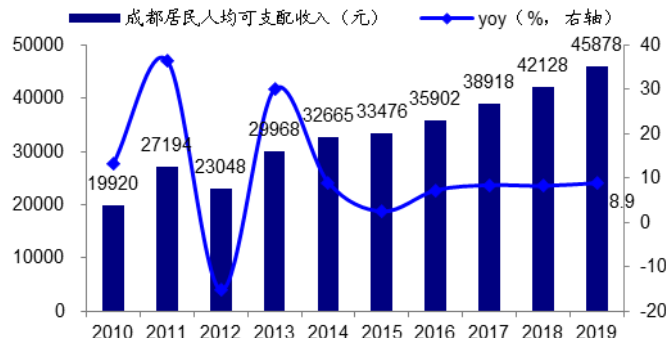
①区域经济及居民消费活跃，成长潜力足。2019 年成都 GDP 为 1.7 万亿元，同比增长 10.9%，2010 年以来 CAGR 达 13.3%；城镇居民人均可支配收入 4.59 万元，同比增长 8.9%，2010 年以来 CAGR 达 9.7%；社零总额 7478 亿元，同比增长 9.9%，2010 年以来 CAGR 达 13.0%，经济增长带动居民消费持续升级。同时城镇化率持续提升，2019 年达 74%，有效刺激成都“首店”经济加速发展，2019 年新增落户首店 473 家增长 136.5%，其中全球首店、中国首店 57 家，数量仅次于上海和北京。

图1 成都市 GDP（2010-2019 年）



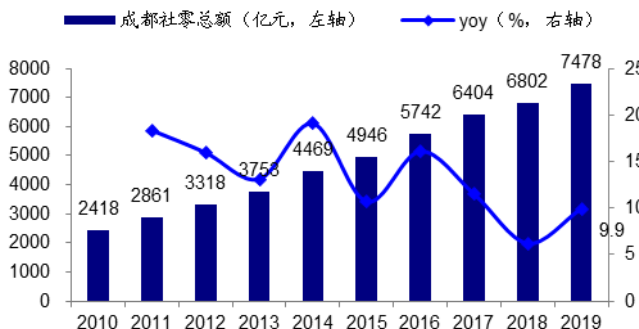
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图2 成都市城镇居民人均可支配收入（2010-2019 年）



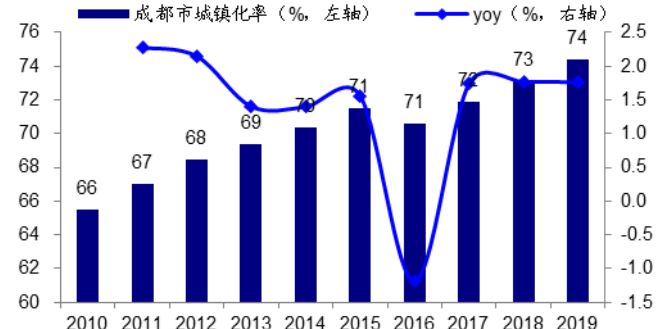
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图3 成都社会消费零售总额（2010-2019 年）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图4 成都市城镇化率（2010-2019 年）

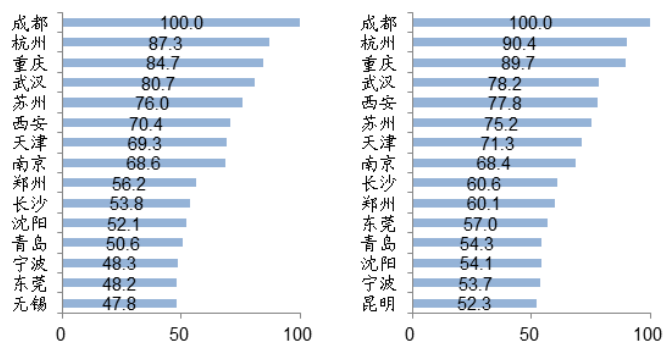


资料来源：四川省统计局，海通证券研究所

②区域辐射能力强。长期以来，成都是西南地区经济、文化和商贸中心，对四川省乃至包括重庆、云南、贵州、西藏的西南地区具有很强的辐射和影响作用。在第一财经周刊根据商业资源集聚度、城市枢纽性、城市人活跃度、生活方式多样性和未来可塑性五大指标对新一线城市的评选中，成都于2013、2016-19年得分最高，商业魅力排名同样位居新一线城市首位。

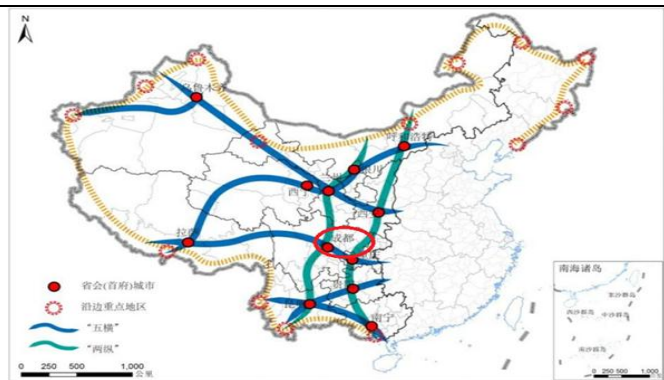
在装饰建材家居领域，主要品牌的四川省及西南大区经销商大多集中在成都，公司深耕当地积累大量实力强劲的品牌生产厂家和批发商，涉及一万多个品牌和三千多个服务商，有效支持公司增强卖场品牌影响力和渠道掌控力。

图5 新一线城市+商业魅力综合评分（2018-2019）



资料来源：第一财经，武侯发布搜狐号，海通证券研究所

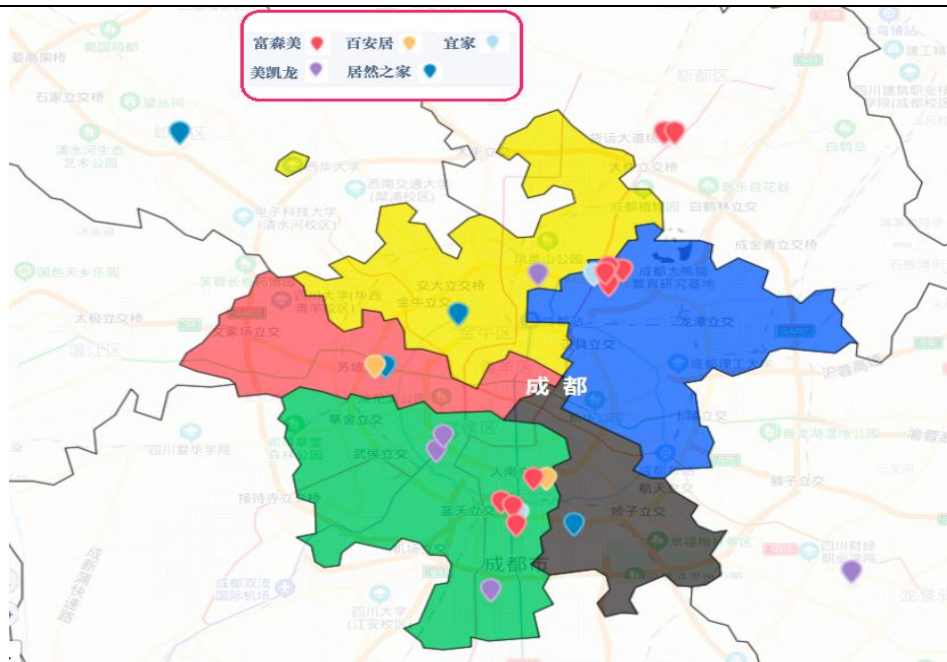
图6 十三五西部开发空间格局



资料来源：西部大开发“十三五规划”，海通证券研究所

③产业基础好，坐拥产业带丰富资源。成都是国内第三大家具产业基地，同时也是四大家具流通基地之一，拥有全友、掌上明珠、双虎等年销过十亿的知名家具品牌，掌上明珠、索菲亚等均在成都或周边设有制造基地。我们预计，随着家具产品的结构调整和品质升级，成都本地家具生产商和品牌商仍将选择本地卖场作为重要的实体销售和展示平台。良好的产业基础可保障公司卖场稳定经营，且为其后续进一步延伸供应链服务，推动转型变革提供优势条件。

图7 成都中心城区主要装饰建材家居市场分布图



资料来源：各公司官网，海通证券研究所

（2）优先布局核心区域，做深做透成都本地市场。自成立以来，公司的市场选址即定位于区域核心商圈，目前在成都拥有十个专业市场，主要位于市中心的城北（成华区、新都区）和城南（高新区）两大商圈。公司利用先发优势，抢占核心区

域，做深做透本地市场，凭借优越的市场位置，打开未来规模扩张和优化布局的空间，本地竞争优势明显。

表 1 公司家居卖场概况

年份	2002	2008	2011	2015		2016	2017	2019
名称	北门店	南门一店	南门二店	北门店	南门三店	进口馆	北门店	拎包入住馆
品类	装饰建材市场	建材	家具	家具馆	建材馆	软装	进口家具	家居名品街
定位	全系列	中高端	中高端	中高端	中高端	中高端	高端	整体解决方案

资料来源：公司招股说明书，公司 2016-2019 年报，海通证券研究所

（3）持续创新和丰富业态，成就全国家居零售龙头。公司对各卖场采取差异化业态组合，最大范围覆盖客户群体，满足不同客群的消费需求，为商户创造更多商机。公司坚持以创新驱动发展，持续创新和丰富业态，吸引消费者，助力众多合作品牌商成为全国销售冠军。具体来说：①公司创新性推出的街区式家居大店集群、情景样板体验店、线上线下融合、专为年轻人打造的特色商场等措施都对家居零售行业起到良好的示范作用。②拎包入住业态创新、精装新业务赛道开拓、打造川派家具等创举使公司成为家居零售行业标杆。③新大商战略和富森美“1+3+N”门窗品牌计划更是引领行业变局。

公司深耕家具零售多年，行业地位已取得广泛认可，2018 年荣登“中国十大家居连锁卖场”三甲，被四川省政府选为“四川名片”；2019 年被《每日经济新闻》评选为“新零售产业最具成长性公司”，被新浪家居评为“2019 年度最具投资价值品牌”，并荣膺 2019 年中国上市公司口碑榜“最具成长性新零售产业上市公司”和“厚报投资者责任先锋”。全国家居零售行业的龙头地位日渐稳固。

1.2 重资产一站式，强运营重服务

“自建自持自营”模式保证可持续发展。公司主要资产为位于核心商圈的自有物业，建筑面积超过 110 万平米。自建自持使公司可根据市场情况、商户需求和自身发展阶段，灵活调整经营和商场布局，保证可持续发展。目前公司在南北两大商圈，均通过精心布局和差异化市场定位，吸引成都及省内外商户入驻，满足消费者“一站式购齐”需要。

“选商-育商”积累优质稳定商户群。招商方面，公司精心挑选品牌形象好、优质商户入驻，提供市场增值服务和供应链金融服务，力求商户“招得进、留得住”。同时公司有严格的商户清退制度，对于经营业绩较差或售卖不合格商品的商户及时清退，维护自身品牌声誉。“选商-育商”的模式为公司积累了长期稳定的优质商户群，保证供给端稳定高效，帮助商户快速壮大，代理级别不断提升，双方共迎高成长。

集合营销低成本获客，扩大市场影响力。公司采取集合营销方式，以市场为主导，商户共同参与，降低单一商户成本的同时，扩大市场影响力。公司创办的“四川地板节、卫浴节、木门节”，产生“1+1>2”的倍增效应；之后的“中国香港国际家具购物节”、“美国家居文化节”等将家居营销与引进推广相结合，对接全球流行家居风尚。

1.3 创始人专业专注，管理层有效激励

实控人高比例持股。截至 1Q2020 末，实控人刘兵、刘云华、刘义合计持股 79.26%，控制能力强。同时，董事长刘兵于 2018.6.22 提出增持计划，增持比例合计 0.75%，展现出对公司价值的认可和未来发展的信心。

创始人从业经验丰富。董事长刘兵曾任成都金牛企材经营部负责人，1998 年起先后创办成都富森木业，郫县富森木业等，与刘云华、刘义共同创立富森美；董事长拥有丰富的商贸经营和企业管理经验，对装饰建材家居卖场行业有深刻的理解。

公司专注主业，深耕家居卖场。公司成立 20 年来始终专注家具主业，不断迭代升级业态及服务，在品牌影响力、产业链整合、精细化运营、差异化等领域形成核心优势。近年来稳步推进家居流通业维度、家居制造业维度、家居服务业维度的“三维”扩张战

略，致力于成为全能型的泛家居产业链服务商。

管理层股权激励，利益共享。2018 年公司实施员工股权激励计划，授予 144 名高管、中层管理人员和核心骨干共计 499.7 万股，占发行后总股本的 1.12%，行权价格为 14.83 元/股，与员工共享公司发展收益。

表 2 公司股东持股情况 (截至 2020 年一季度末)

股东名称	持股比例 (%)	持股数量 (万股)
刘兵	43.24	32710
刘云华	27.41	20735
刘义	8.61	6517
成都博源天鸿投资	0.92	695
陆股通	0.88	664
上海联创永津股权投资	0.77	580
公司回购专用证券账户	0.39	291
中证 500 交易型开放式指数基金	0.28	213
全国社保基金四一三组合	0.24	180
刘鹏俊	0.21	157
其他	17.05	12908
合计	100.00	75649

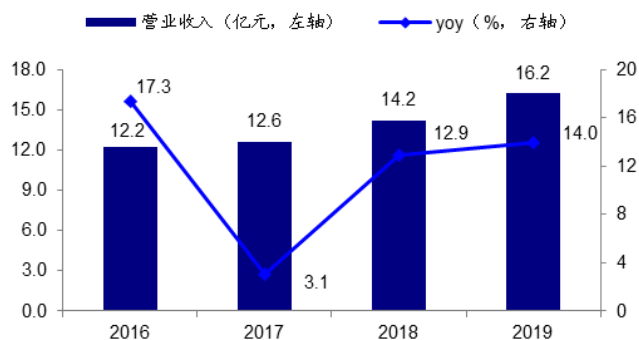
资料来源：公司 1Q20 季报，海通证券研究所

1.4 经营稳健，收入利润持续增长

2016-19 年收入和净利润 CAGR 各 9.87%、12.95%。2019 年公司实现收入 16.19 亿元，同比增长 13.96%，归母净利润 8.01 亿元，同比增长 8.97%，主因租金上涨、写字楼销售及现金管理等取得的收益增长，以及增资控股富森建南并表。

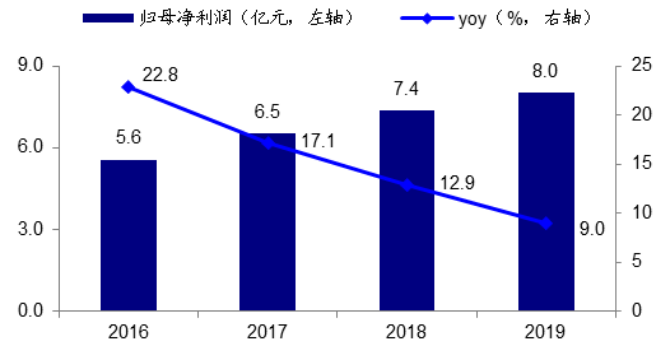
①分业务：公司收入主要由市场租赁及服务、写字楼销售、装饰装修工程构成，2019 年占比各 80%、14%、3%。其中写字楼销售增长较快，2019 年增长 163.01%。②分地区：成都是主要来源，2019 年占比达 98%，省内其他地区及重庆、云南各 1.7%和 0.4%。

图8 公司营业总收入及增速 (2016-2019 年)



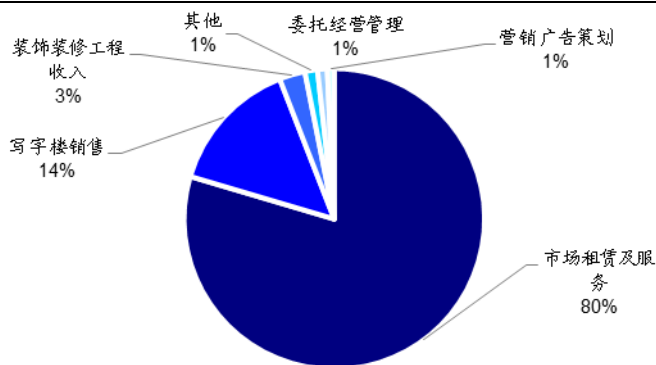
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 公司归母净利润及增速 (2016-2019 年)



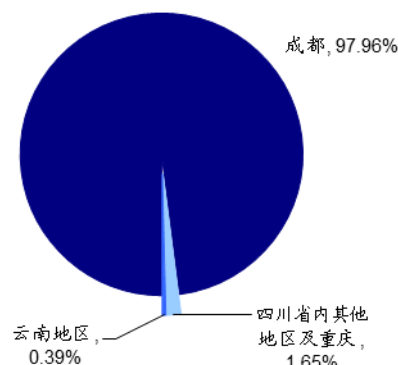
资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 公司 2019 年主营业务收入分业务占比



资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

图11 公司 2019 年主营业务收入分地区占比



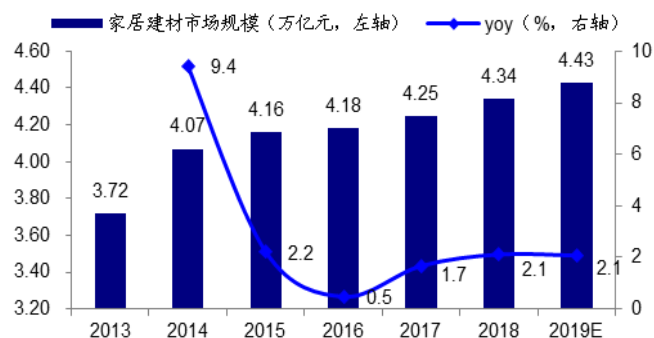
资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

2. 家居零售 4 万亿市场，集中度提升趋势明显

2.1 家居零售空间巨大，稳步成长

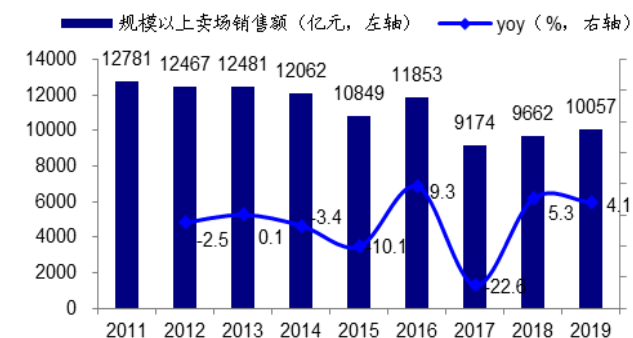
中国家居零售市场规模约 4 万亿。据家装建材协会数据，家居建材市场总规模自 2014 年起突破 4 万亿元，近年稳定增长，预计 2019 年达 4.43 万亿元，其中规模以上建材家居卖场 2019 年过万亿，同比增长 4.1%。据弗若斯特沙利文的统计，2019 年我国家居装饰零售销售额达 3.6 万亿元，同比增长 8.9%，未来五年 CAGR 有望达 6.1%。

图12 中国建材行业市场规模（2013-2019 年）



资料来源：中国家装建材协会，海通证券研究所

图13 中国规模以上建材家居卖场销售额统计（2011-2019 年）

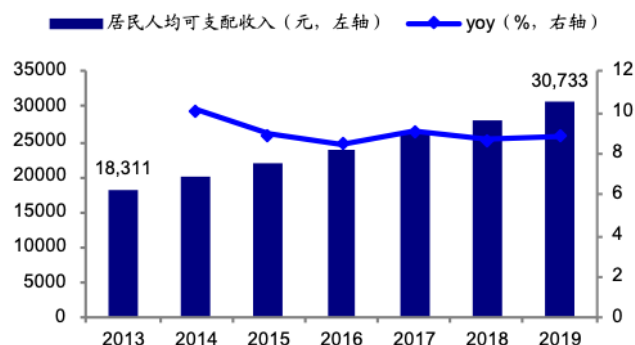


资料来源：中国家装建材协会，海通证券研究所

居民收入增长及城镇化率提升，为家居零售行业提供基础动力。2013-19 年，我国城镇居民可支配收入从 1.83 万元提升到 3.07 万元，CAGR 达 9.01%，居民消费能力大幅提升，中产阶级群体不断扩容，汽车、房产等大额耐用消费品普及度提高。此外，我国城镇化率从 2010 年 49.95%提高至 60.6%，相比 2018 年美国和日本 81.26%和 91.62%，我国城镇化率仍有提升空间。据联合国《世界人口展望 2019》预计，2030 年中国城镇常住人口将达 10.3 亿，以 2019 年末城镇人口数 8.48 亿计算，未来 10 年将有 1.82 亿新增城镇人口，城镇人口增加将带动房地产市场平稳发展。

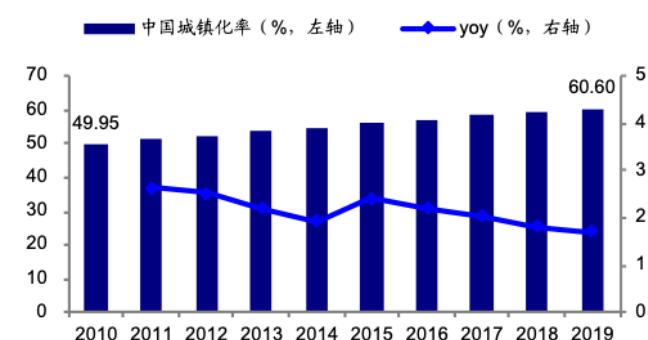
近几年国家坚持“房住不炒”的调控主基调，推动房地产去库存，将大量投资/投机性存量空置房转化为居住房，2010-19 年，房屋新开工面积 CAGR 仅 3.71%，但商品房销售面积 CAGR 达 5.63%。我们判断房地产市场将整体保持稳中略增的趋势，新房装修及存量房改造将共同驱动家具零售行业继续增长。

图14 我国居民人均可支配收入及同比增速(2013-2019年)



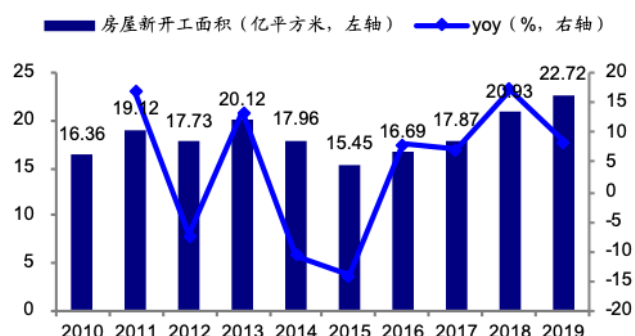
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图15 中国城市化率(2010-2019年)



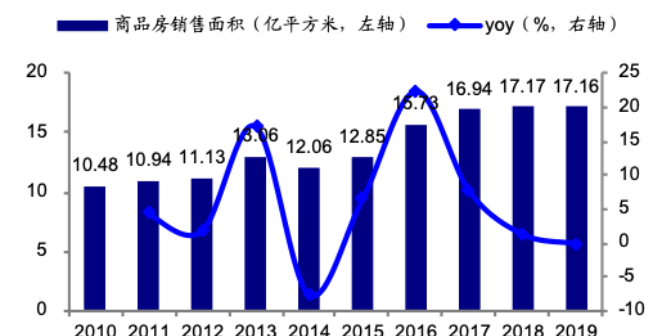
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图16 房屋新开工面积(2010-2019年)



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图17 商品房销售面积(2010-2019年)

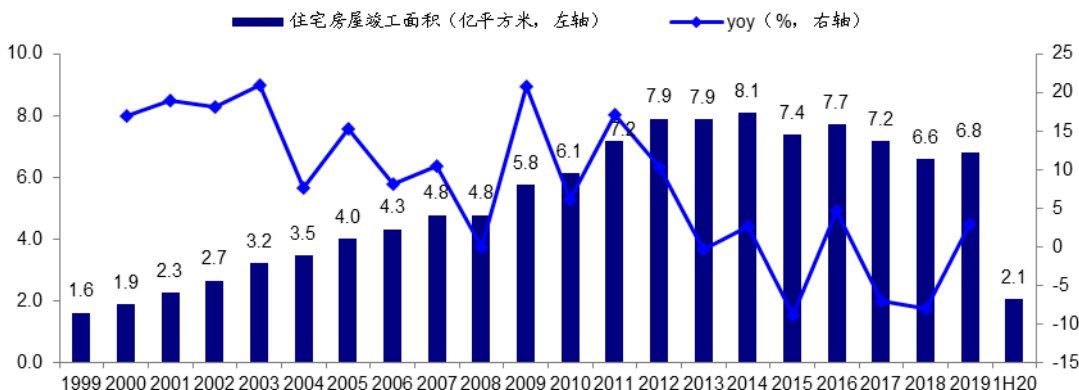


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

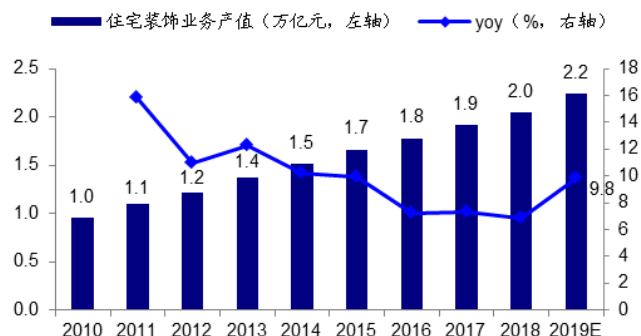
2.2 二次装修，下一个万亿市场风口

存量房时代，二次装修将成为家居零售主要增长点。1998 年我国实行住房分配货币化改革后，新增建筑面积爆发式增长，1999 年至 2020 年 6 月累计完工的住宅面积超过 113.7 亿平米。2013-17 年是住宅商品房销售高速增长期，根据住宅装修周期一般 8-12 年测算，二次装修正逐渐进入快速释放阶段。据中国建筑装饰协会数据，2010-18 年，我国住宅装饰完工产值从 9500 亿元增至 2.04 万亿元，CAGR 达 10.02%。2018 年精装修成品房、新建毛坯房、存量房二次装修产值各 8541 亿、4923 亿、6936 亿元，占比各 42%、24%、34%，其中存量房二次装修增速最高达 15.60%，毛坯房增速降至 10.91%。

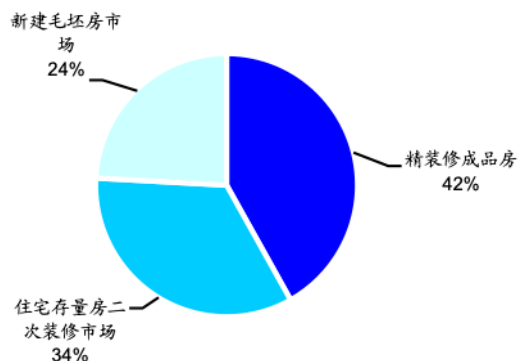
图18 中国住宅型商品房竣工面积(1999-1H2020)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 中国建筑装饰行业住宅装饰业务产值（2010-2019年）


资料来源：中国建筑装饰行业协会，海通证券研究所

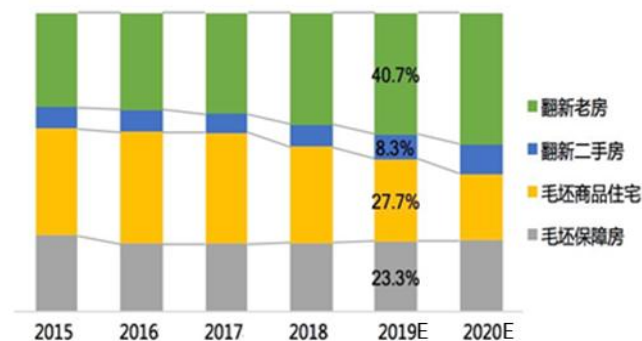
图20 2018年中国住宅装饰市场结构


资料来源：中国建筑装饰行业协会，海通证券研究所

据奥维云网估算，2019-20年家装行业产值各约1.64万亿、1.63万亿元，家装市场单位面积均价约为1086.8元/平米和1133.9元/平米，均价提升主要源于整装占比提升，以及人工材料成本的上涨。从家装产值结构来看，2019年毛坯房、老房、二手房占比各51%、40.7%、8.3%，毛坯房占比持续下降，老房翻新持续上升，2019年已经突破40%，预计2020年有望突破44%，据此测算至2020年二次装修规模将达到7172亿元。我们认为，未来巨大的存量房二次装修市场将成为家居零售行业增长的重要看点。

图21 中国家装市场产值（2015-2020E）


资料来源：奥维云网（AVC），海通证券研究所

图22 中国家装市场产值结构（2015-2020E）


资料来源：奥维云网（AVC），海通证券研究所

需求主体替代升级，增加二次装修频次。①80/90后开始独立居住，大多选择自有旧宅或购置二手房。年轻群体更追求设计感，带来二次装修需求。②“二胎”政策全面放开，二孩家庭对房屋空间及配套设施会提出更高要求，但由于住宅价格不断上涨带来购买压力，许多家庭选择翻新现有住房。③中产阶级不断扩容，中产阶级更注重生活品质，智能、环保和更时尚的装修风格吸引中产阶级家庭进行更高频次的二次装修。我们认为，多种类型二次装修需求汇集将推动市场不断扩大，对冲房地产政策收紧带来的冲击，有望成为家居零售市场的下一个风口。

参考日本经验，二次装修助力龙头宜得利跨越周期。成立于1967年的宜得利是日本最大的家居装饰连锁店，1989年在日本札幌证交所上市，2020FY集团营收6422亿日元（约424亿RMB），同比增长5.6%，营业利润1074亿日元（约71亿RMB），同比增长6.7%，收入连续33年正增长，CAGR达14.4%。截至2019年末，门店数量607家，其中日本本土541家，海外66家。

图23 宜得利营业收入 (2015-2019)



资料来源：宜得利公司官网，海通证券研究所

图24 宜得利营业利润 (2015-2019)

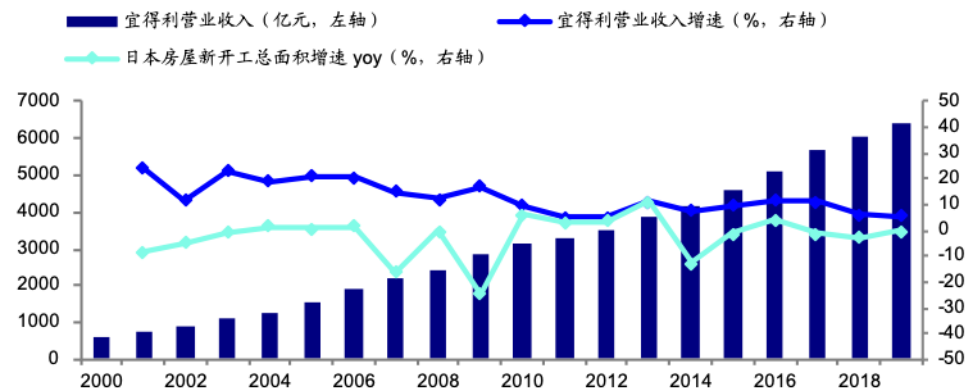


资料来源：宜得利公司官网，海通证券研究所

日本经济于 20 世纪 80 年代中后期进入泡沫时期，1991 年泡沫破裂后步入漫长平台期，经济持续低迷。2001-19 年，日本新房开工面积从 1.1 亿平米降至 0.8 亿平米，降幅 27%；同期，宜得利收入稳健增长，CAGR 达 12.37%，明显优于新房开工表现。

宜得利增长动力来自长期坚持的平价策略、持续品类扩张、全流程把控的 SPA 模式及业态的创新。自 2007 年开始，宜得利宣布进入旧房改造市场，推出翻新换貌的“旧房改造综合服务”作为公司 6 大业态之一，从整体厨房、浴室、洗面台、洗手间等卫浴厨改造，到更换壁纸、地板及家具和饰品的搭配布置，提供满足顾客需求的方案，同时承揽从施工管理到售后服务的全部工程。公司还为旧房改造业务设立了专门的体验展厅，制定详细流程、预算清单和案例参考。旧房改造业务有效助力公司整体业绩增长。

图25 日本宜得利营业收入增速高于房屋新开工总面积增速 (2000-2019)



资料来源：Wind，宜得利 2019 年报，海通证券研究所

图26 宜得利旧房改造体验店

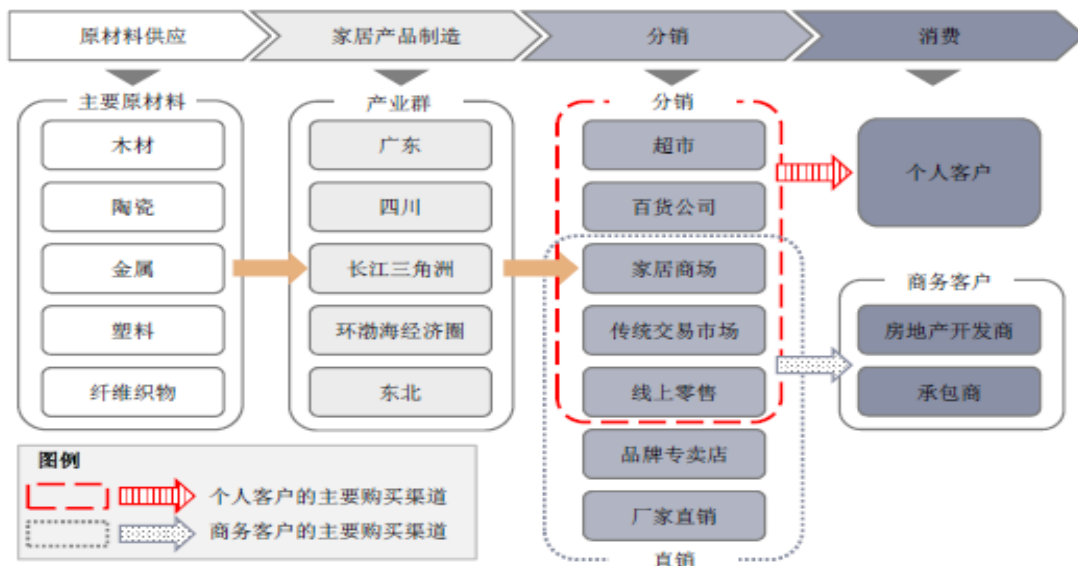


资料来源：宜得利公司官网，海通证券研究所

2.3 家居卖场仍为主要零售渠道

家居产业链从源头到终端包括原材料供应、家居产品制造、分销和直销等环节，产品范围广，种类多，进入门槛低，呈现大行业小企业的特点，渠道在产业链中有较强话语权。目前中国装饰建材家居的渠道终端分为线上和线下，线下包括家居卖场、品牌直营和经销专卖，线上包括家装品牌官网和综合电商平台，家居卖场仍为主要零售渠道。

图27 中国家居装饰及家具行业产业链



资料来源：美凯龙招股书，海通证券研究所

图28 中国家居建材产业图谱



资料来源：亿欧，海通证券研究所

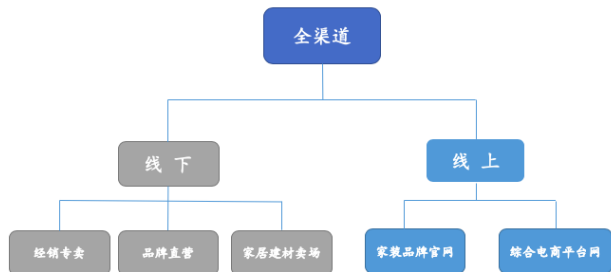
电商兴起前，家居卖场占有绝对优势。随着 1998 年中国住房市场化改革开启，房地产投资和购房热潮出现，大众对于装修和家居用品的需求攀升，90 年代末开始出现品牌性、小规模连锁化企业。得益于市场和渠道红利，家居零售渠道迅速发展，家居卖场由于选择面广、管理规范、产品质量有保证，对消费者产生较强的吸引力；对商户而言，家居卖场能有效地聚集人气，商品销售量较大，并且在商店规模、品牌优势、销售渠道等方面也优于其他业态：

- ①家居卖场单体规模较大，经营面积多在一万至数十万平米，展示和感受功能优于品牌直营和经销专卖店。
- ②家居卖场以商场品牌进行整体宣传，形成明显的品牌效应，引领当地消费潮流。
- ③家居卖场聚集一级代理商，建材家居市场由一级代理商主导流通

渠道，生产厂家对其依赖性较强，一级代理商通过批发方式将产品销售给经销商。

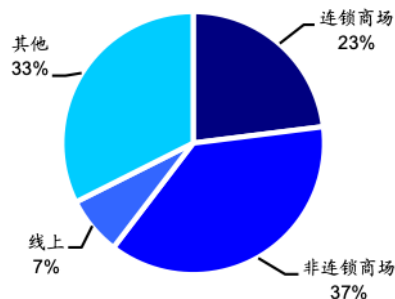
在电商进入家居零售行业之前，家居卖场占有绝对优势。据弗若斯特沙利文统计，2016 年我国家居卖场销售占比达到 60.39%，是家居零售的核心渠道。

图29 中国家居建材渠道



资料来源：亿欧，海通证券研究所整理

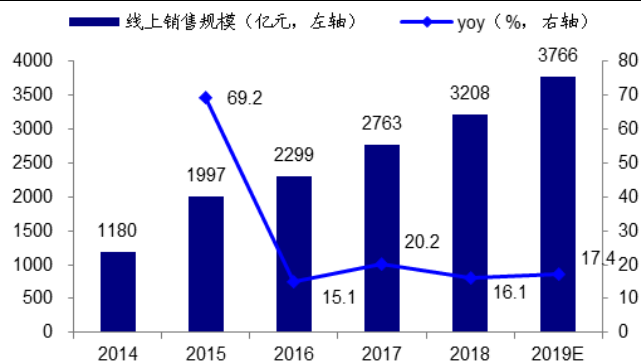
图30 2016 家居装饰及家具行业零售渠道分布（销售入口口径）



资料来源：美凯龙招股书，海通证券研究所

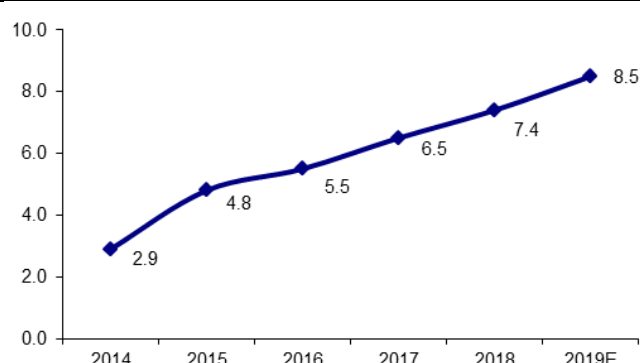
电商崛起后，家居卖场行业性红利逐渐消失。随着天猫、京东等综合电商平台提供家具网购服务，线上渠道分流部分线下客源。2009 年以来，越来越多的传统家居建材企业开始进入电商领域。家居建材行业线上销售额从 2009 年的 177 亿元增至 2018 年的 3207.9 亿元，CAGR 达 38%，明显高于线下增速。2014-18 年，家居行业线上渗透率由 2.9%提高至 7.4%，预测 2019 年将增至 8.5%。线上冲击使部分卖场门店经营出现困难，区域型家居卖场大量关闭，跨国家家居卖场陆续撤出中国。

图31 家居建材行业线上销售规模统计及预测（2014-2019 年）



资料来源：华经情报网，海通证券研究所

图32 家居建材行业线上渗透率统计及预测（%，2014-2019 年）



资料来源：华经情报网，海通证券研究所

行业特点和转型变革，家居卖场仍为主要渠道。①家居消费的特殊性在于，消费者购买的不仅仅是单品，还需要考虑和其他单品及整个空间的搭配，消费频次低、客单价高、决策链条长、注重体验度，而线下门店可提供更好的场景体验和配送、安装等服务，售后也更为便捷。因此线上平台会一定程度分流实体门店的客源，但无法将其完全取代。

②家居卖场本身的进化，过去行业将线上与线下简单对立起来，淘宝进军家居业时，引起家居卖场联合抵制，但是随着用户网购习惯的养成和消费理念的变化，家居卖场不再完全担忧线上分流，而是思考如何搭上互联网的快车，抢占全渠道融合先机。

③线上平台重新审视线下渠道，阿里以战略投资的形式入股中国两大线下家居卖场居然之家和红星美凯龙，帮助线下卖场朝着智慧卖场的方向发展，通过战略合作的形式在多方面进行技术赋能。无论是电商平台还是线下家居卖场，都认识到线下渠道仍是家具零售不可取代的主要消费场景。

2.4 流量压力与渠道转型下，行业集中度提升

建材家居卖场面临客流量下滑压力。①**建材卖场过度饱和。**经过 30 年快速发展，特别是近十几年的野蛮生长，家居卖场开始面临“商能过剩”的危机。据中国建筑材料流通协会统计，2012-19 年，全国 4 万平方米以上的建材家居市场面积实现翻倍，市场在 2016 年即已饱和，2018-19 年连续过饱和。②**渠道多元化使家居卖场流量危机加剧。**从房地产企业碧桂园、恒大、万科等打造的“拎包入住”计划到家居电商崛起，从全屋定制的欧派、索菲亚、尚品宅配等的“整装”蓝海，到海澜之家、小米等跨界探索，均加大家居卖场的经营压力。《2019 年建材家居市场发展现状调研报告》显示，**超过 7 成的卖场遇到客流量明显下滑的困境。**③**更青睐线上的 80/90 后成为消费主力，80/90 后对家装家居需求占总体的 62%，懒的逛、没时间等因素使得线上消费成为他们的首选。**

图33 中国建材家居市场面积统计



资料来源：中国建材流通协会，海通证券研究所

图34 建材家居市场饱和状态 BHEI (2016-2019 年)

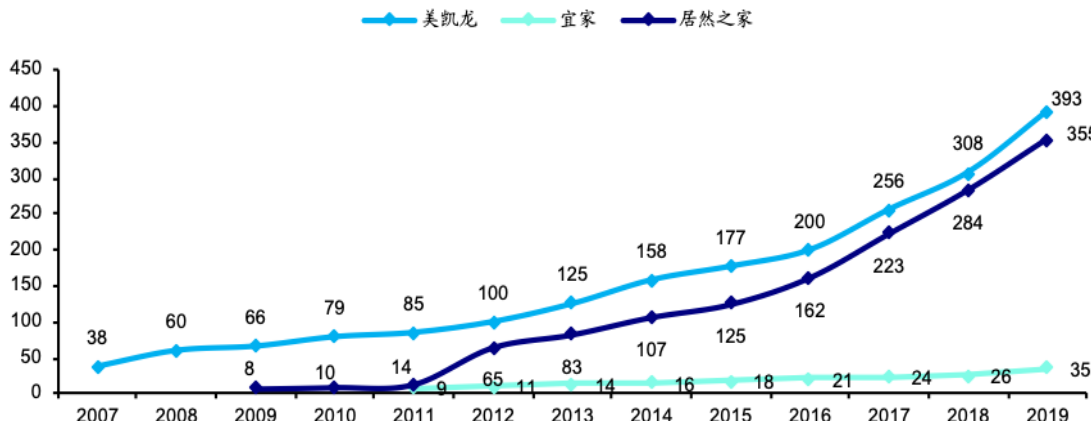


资料来源：中国建材流通协会，海通证券研究所

建材家居卖场的转型升级。建材家居卖场在“流量困境”下纷纷开启转型升级的步伐。①**居然之家和阿里合作**，率先完成全链路数字化，实现了生鲜超市、餐饮影院、体育健身、儿童娱乐、居家养老、数码智能等大消费业态的全布局；②**红星美凯龙和腾讯合作**，联手推出全球家居智慧营销平台 IMP；③**曲美家居联合京东试水无界零售**；④**宜家推出电商小程序**，并从 2020 年开始尝试在上海市中心开设小型卖场，旨在将现有大卖场无所不包的购买体验转换为小型卖场方便快捷更切合需求的体验感。

综合来看，家居卖场在“新零售”渠道变革上的形式主要包括：①**线上线下融合**、②**多种业态的融合**、③**场景化/情景化营销**、④**大数据等先进科技赋能**。整体变革思路都是从不同角度提升消费体验，引入流量以满足当前年轻群体的个性化、高频次、重体验、一站式采购等需求，从各方面吸引人气逐步回流。

图35 家居零售商场店铺数对比 (2007-2019 年)



资料来源：亿欧，各公司 2019 年报，宜家官网，海通证券研究所

强者恒强，集中度提升。《2019 年建材家居市场发展现状调研报告》显示，在市场

需求减少和卖场供应过剩的背景下，依然有 12.79%、11.63%的企业将进行本土扩张和外埠扩张，特别是红星美凯龙和居然之家两大龙头，近年均加快开店步伐。行业并购及关闭退出明显增多。此外，随着红星美凯龙、居然之家和阿里的合作，家居行业的新零售改造也在提速，一二线城市中产消费者的细分需求得到更好满足，三线以下城市的消费者则将更快被覆盖到，伴随的是落后的本地化家居卖场加速被淘汰，行业集中度进一步提升。

3. 探索新业态模式，平台战略延伸产业链

作为行业内具备敏锐力与创新意识的家居零售龙头，富森美不断根据消费需求的变化，探索家居零售新业态和新模式，依托自身完整的供应链体系，通过共建共享平台资源，满足消费者对品质化和个性化的要求，赋能商户共同发展。

①平台打造方面，公司根据需求端变化对产品结构 and 业态做出战略调整，以更有效地链接供需两侧，通过更丰富的业态提供更环保和智能的产品，以及更符合年轻人需求的服务内容，改善购买体验；②平台资源整合方面，公司依托供应链优势（一万多个工厂、三千多个服务商以及成都家居产业带、门窗厂产业带），利用新店态、新模式、新零售进行复制；③平台运营方面，富森美通过网上商城、网红直播基地、线下线下融合等实现全渠道运营，以数字化升级为纽带，打通“人-货-场”消费链路，重新定义家居新零售。④商户赋能方面，公司通过切入家装、供应链金融、进出口贸易服务等业务，整合平台资源，不断助力商家可持续发展。

公司不仅仅定位为家居卖场和渠道服务商，而是致力于发展为全能型泛家居产业链服务商，是融合供应链、装修和拎包入住等模式的创新者。

表 3 富森美针对不同需求采取的措施

需求端	主要战略	资源整合	商户赋能
多样化	丰富业态，产业带联合	进口商，头部家居品牌，四川家具产业带、门窗产业带	供应链金融、大商策略、四川家具批发城、门窗联盟、进出口贸易服务
精装修	精装战略	控股建南，家装联盟，幸福联盟	家装联盟和商户签订战略合作协议、消费金融
消费升级	智能家居、健康家居	海尔，云米，欧瑞博，国美，苏宁，松下	智慧独立大店、家居家电融合
年轻化	年轻化战略	科华（针对年轻人）、拎包入住馆、拎包入住到小区	组建青年团，举办青年家居生活节
互联网+	全渠道战略	团购、网上商城、直播、小程序	搭建网红直播基地、卖场数字化升级、线上线下融合

资料来源：公司 2017、2019 年报，公司官网，新浪家居，搜狐网，海通证券研究所

图 36 “富森美+”蓝图



资料来源：大材研究，海通证券研究所

3.1 全方位多业态，多场景一站式服务

深耕成都，做深做透本地市场。经过 20 年的发展，公司在成都的卖场形成了极其周密的分层，可以锁定几乎所有的需求层次与客群。每个新店的设立都迎合和引导了当时消费升级的需求，门店布局大致可分为三个阶段：

第一阶段（2002-2011年）：大多数家庭拥有第一套商品房，消费需求主要是实用性功能家居产品，富森美在这个时期开设了：①北门店，经营建材批发和零售；②北门店二店，当时西南最大的建材馆和家具馆；③南门一店和南门二店，经营中高档建材和家具。这一时期公司的主要业态为大物流批发和精品家居馆。通过南北布局，覆盖成都中心城区人群；通过不同层次产品定位，覆盖不同消费群体，并打造一站式服务。

第二阶段（2011-2016年）：随着居民生活水平提高，家居产品需求除实用性外，还增加了品味和质感，富森美在这个时期开设了：①南门三店，以经营中高档软装、灯饰产品为主，引导消费者家居审美，满足软装潢的消费需求。②针对高端客户，开设了面积约3万平方米的富森美家居进口馆，是亚洲极为罕见、中国屈指可数的进口家居Mall之一。进口馆拥有众多进口品牌，产地来自意大利、美国、德国、法国、西班牙、瑞典、瑞士、丹麦、葡萄牙、日本等国家。③随着家居品牌壮大，在北门开创式设立了街区式建材家居大店集群名品街，携手多品类家居企业打造家居大店，如中国第一个奥普家居大店，索菲亚家居大店，金牌家居大店等，以及作为海尔西南第一店的海尔智家独立大店，苏宁易购3000平电器大店等，形成了建材、家具、软装、装饰品牌等大店构成的大店集群。④打造富森创意大厦，做好商家配套服务。

第三阶段（2017年-至今）：精装房和线上渠道冲击，家居卖场流量急剧下降，新挑战下，公司迅速转型新零售：

①扩大品类，向泛家居转型。2018年开张的富森美科华是公司首次针对年轻族群打造的一站式家居卖场。商场根据年轻人生活习惯与消费需求，用四层空间将超150个家居品牌，划分为健康馆、懒人馆、乐活馆和定制馆。产品种类丰富，其中不乏智能家居、独立设计师品牌、全屋定制、睡眠中心等。与其它门店不同，科华店主打年轻时尚，以更为年轻化、更具设计感、更符合当下审美的购买体验打造全新家居卖场。

②以消费需求为引领，变革推出拎包入住业务。作为公司第七大业态，拎包入住是以新青年消费者为中心，以时尚美学设计为基础，将基装、主材、家具、软装、电器等结合，提供从设计、施工、软装到验收的一站式家装服务。拎包入住推出标志着富森美已从传统的家居卖场转变为泛家居服务商，从提供产品升级到提供服务。公司将拎包入住作为集团子品牌独立化运营，确立“为您一体化打造全屋空间”的品牌理念，制定长期发展战略，从1.0服务型平台向2.0运营型平台和3.0平台型运营迈进。

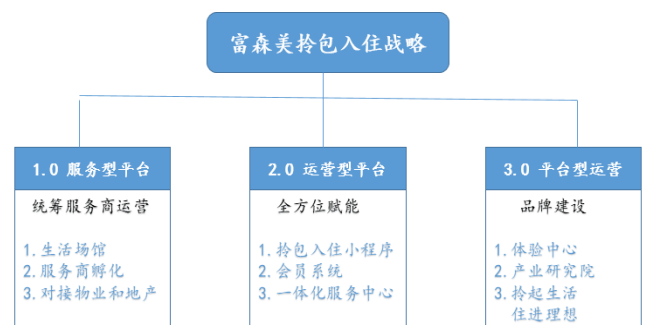
2019年5月底，公司3.5万平拎包入住馆开业。全友、帝标、掌上明珠、松下电器、喜鹊生活等多家企业入驻。拎包入住馆以高颜值的生活方式展示、创新型的商业模式、一站式的装修服务，在业内持续掀起流量级话题，吸引了年轻消费者的关注，成为网红打卡地。另外公司还专门成立了富森美·美家生活中心，以更好触达消费社区，以社群板块为依托，整合品牌商资源，对接物业公司和地产公司展开更深入的合作。在成都的优势楼盘，公司已打造出共计20余处不同风格的拎包入住样板间；同时也在楼盘精准业务上全线发力，深度介入大成都范围内的小区团购业务。品牌产品-商场-线下样板间将被有效串联，形成灵活的家居消费新生态，成为公司全新的“造血”增长点。

图37 富森美拎包入住新业态发布



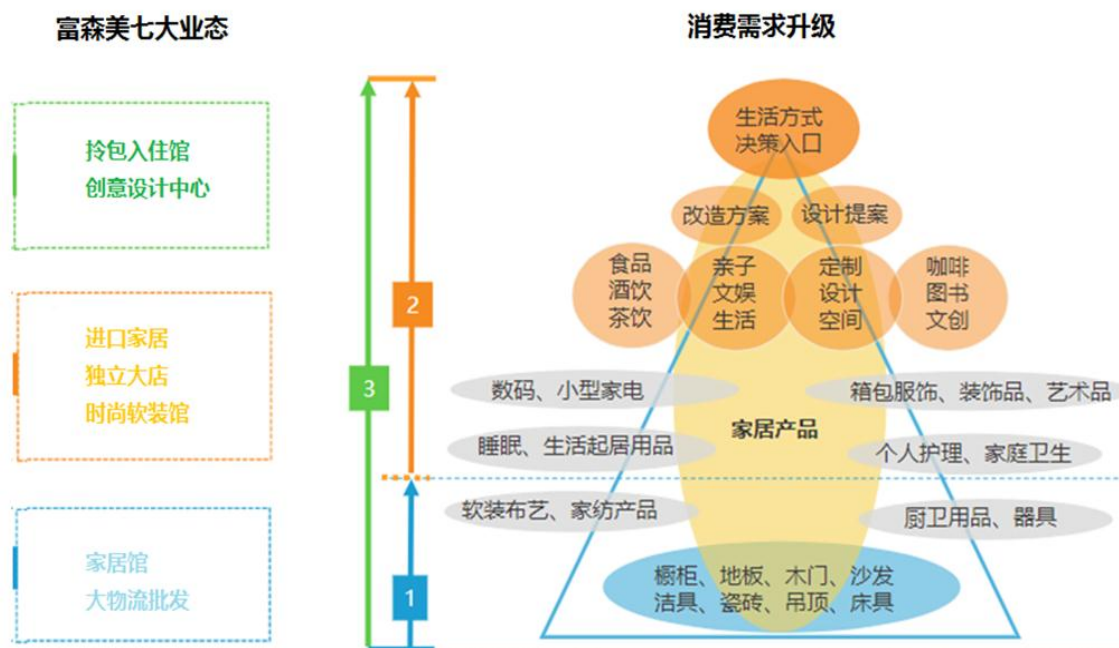
资料来源：公司官网，海通证券研究所

图38 富森美拎包入住战略



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图39 消费需求升级和富森美七大业态



资料来源：亿欧，公司 2019 年报，海通证券研究所

3.2 依托区域资源，做大产业带，做强孵化器

打造成成都家具工厂批发新基地。以成都为主要承载地的川派家具制造集群，长期稳居中国三大家具制造基地之列，全国影响力强，每年吸引大量商家到成都挑选品牌或采购。近年川派家具制造企业推进定位升级、设计升级、品牌升级，成为行业发展新亮点。

①公司发挥“地利”优势，2019 年启动“富森美+川派家具”战略，通过与全友、掌上明珠、双虎、南方、帝标等川派头部企业，以及四川省家具进出口商会、成都市家具行业商会进行战略合作，引入川派家具资源，丰富品类供给。

②2020 年公司正式推出“成都家具工厂批发新基地”计划，该计划规划面积 30 万平方米，将依托成都 1000 家家具制造企业，连接成都家具制造产业带与全国家具市场，将基地打造为全国商家了解成都品牌、采购成都家具的桥头堡。同时通过“一件也批发”，为消费者提供高质平价的好家具。

公司在“高质高价”进口家具市场已较成熟，打造批发新基地有望助力公司发展“**高质平价**”家具市场，拓宽业务边界、打造新增长点。新基地位于富森美北市场，不仅有近 20 年的建材批发基因，同时还有全国首创的拎包入住馆、家居大店集群、M2B 建材批发市场，丰富的业态组合为成都家具提供更高效率的批发通路；每年超 200 万的零售客群、大量设计师客群、工程师客群及全国经销商客群，都将为基地带来庞大流量。我们认为，未来基地将有效赋能本地家具企业，增进合作关系，为公司后续扩张提供支持。

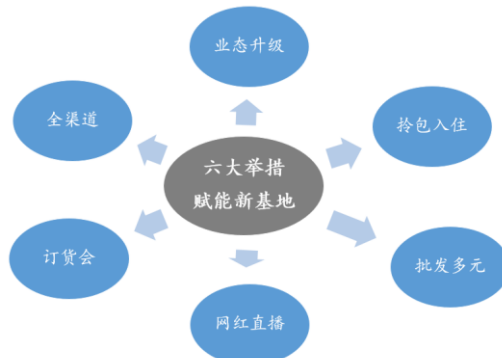
“富森美·成都家具工厂批发新基地”打造新场景、导入新模式、创造新连接，帮助“成都家具制造产业带”场景落地和品牌升级，让成都家具更高效地连接全国、乃至全球的家居市场，有望助力川派家具在中国家具市场实现弯道超车。

图40 富森美批发新基地



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图41 富森美六大举措赋能新基地



资料来源：公司官网，海通证券研究所

1+3+N 规划，孵化平台门窗品牌。在“空间经济”的新消费背景下，门窗行业面临新的挑战。富森美家居平台目前已入驻包括一线品牌在内的上百个门窗品牌，总经营面积超 2 万平米，汇聚了飞宇门窗、米兰之窗、欧哲门窗等众多全国销冠大店。

公司 2020 年发布“1+3+N”门窗品牌计划，即通过“1 个基地”、“3 年计划”和“N 种可能”打造富森美门窗品牌孵化基地。①**1 个基地**：将构建南北 2 个中心。北富森美衔接全国主要门窗品牌，成为辐射云贵川渝的品牌营销中心以及大中型工程和地产开发商项目承接地；南富森美链接 1000+ 中高端设计师，打造高端零售中心，辐射 10 万+高净值人群。②**3 年计划**：未来 3 年将助力平台诞生至少 1 个亿元级大店，建设至少 20 个两千万级红店，发展至少 50 个千万级旗舰店。③**N 种可能**：门窗行业在富森美将诞生无限可能，抢占“门窗定制”价值新高地，发展出独具特色的“富森美门窗营销新模式”。

家居品牌的发展壮大，离不开泛家居各领域的共同努力，两个基地的打造显示出公司不仅是家居流通业的资源提供者，更是与品牌共同探索新业态模式升级的思考者、服务者与共创者，对家居卖场的长远发展和行业的转型发展提供了坚实基础和前瞻机会。

3.3 金融服务&股权投资，赋能上下游增强粘性

推出供应链金融服务，为商户赋能。公司自上市以来，经营业绩稳健，现金流充裕。为解决商户融资难问题，同时盘活闲置资金，公司通过多种供应链金融服务赋能商户：①**设立保理公司**：2018 年公司以自有资金 1 亿元，投资设立全资商业保理公司。通过承购上下游经营商的应收账款，解决部分卖场商户的融资难题，减轻应收账款压力。②**小贷服务**：2019 公司以 5 亿元成立小贷公司，围绕卖场商户在泛家居产业链上的资金需求开展信贷业务。通过提供短期小额信贷资金，解决商户低成本流动资金需求，同时也有利于提高公司投资收益水平。③**2020 年新冠疫情发生后**，公司与商户共克时艰，宣布免租 1 个月，同时推出一揽子支持计划，包括设立富森美抱团奋进指挥部，组织 200 多个核心大商组建 20 多个战队，合力应对困难。与农业银行携手，首批提供 2 亿元助力资金，为富森美商户量身定制“富森营 e 贷”专属信贷服务。

参设川经基金，主投电子企业。为获取新业务发展机会和新的利润增长点，公司与实控人刘兵分别出资 2 亿、1 亿元共同参与投资川经基金，以股权方式投资新型电子元器件、精密电子组件等行业的企业。首个投资公司成都宏明电子，主要产品包括民用和军用电子设备，已计划 A 股上市，2019 年 10 月完成辅导备案。

居时代基金投资泛家居行业。2018 年公司联合上海月星家居、武汉金马凯旋等，出资 10 亿元成立居时代（成都）股权投资基金，其中公司认缴 2.6 亿元，主要投资泛家居行业具有高成长性的优秀企业，加速产业链整合，分享企业成长与行业整合带来的投资收益。

3.4 推动产业链整合，切入装修装饰业务

切入精装修万亿市场，抢占新建商品房流量。2019 年公司入股四川建南装饰 51% 股权，建南在公装与精装领域实力较强，主要给商场、办公楼、酒店、医院、学校、精装房、别墅及住宅提供室内外装饰装修，2018 年实现收入 8394 万元。2019 年建南与成都万华投资、朗基地产等地产企业，签订精装修合作协议：①发挥富森美供应链整合的传统优势，**打通装修出海口**，让体系内的材料能直接供应到装修市场，破解精装房普及带来的分流挑战。②**抢客行动前置**，早一步占据新建商品房流量，通过小区样板房将商户和装修家庭对接，给商户带来订单，稳定主营业务。③精装房市场规模达万亿，若建南在装修业务上快速成长，**打造一流建装品牌**，有望成为公司未来业绩弹性来源。

联合同业重塑行业新形象，供应链大会对接平台资源。传统家装行业的最大痛点是透明度问题，为了提供诚信、系统、高品质的装修服务，公司推动富森美平台上的 20 家优质家装公司联合成立“幸福家装联盟”，公布三大承诺欢迎政府与媒体监督：①消费者不满意，第一时间无条件退换装修定金；②24 小时内解决顾客问题；③开通 12315 消费者投诉直通车。公司后续又牵头发布了健康家装新标准和幸福家装白皮书，推出市场公约，规范市场行为。富森美首届供应链大会，集合幸福家装联盟和 300 家辅材、建材、家具软装企业共建战略合作。供应商进入该供应链体系，可享受精准引流带来的业务增长；家装企业则可借助富森美平台，优化供应链，降低采购风险与成本。公司一直努力跳出卖场单一业务的局限，希望激活各方力量，强强联合，突破卖场增长天花板。

打通设计装修服务链，探索智能家居新赛道。公司推出的楼宇式创客创意商务平台“富森创意”，以设计为入口，整合公装、家装、整装和建材家居供应链，实现资源叠加和供给互补，通过为各类客户提供设计装修及拎包入住服务，打通产业链与服务链，有效带动平台建材家居销售。此外，在智能家居领域，公司与海尔合作打造“海尔 001 号店”**小店模式**，全国首创智慧家居新体验，未来双方还将融合 5G 新技术，打造“西南第一智能产业链”。

成立工长俱乐部，家装迈入新时代。新零售的核心在于沟通链路的扁平化，富森美与新浪家居一道成立工长俱乐部，以具有专业属性的工长作为连接消费者与品牌商的纽带，打通销售链条。工长凭借过硬的专业技术以及高效沟通赢得顾客普遍青睐，尤其是年轻消费群体。公司将明星工长与卖场内核心商家组建“工长之家”，为工长提供便利的工作环境，实现品牌、工长、消费者三赢。

3.5 新零售新营销，如何融合线上发展？

线上线下加速融合，场景+直播推进互联网战略。作为转型先锋，公司早在 2011 年即成立子公司卢博豪斯从事电商业务。早期线上化进程依次经历**网上商城、O2O、智慧卖场建设等**，2017 年涉足网红直播，2018 年启用小程序营销，举办富森美全民抖音挑战赛，并于 2020 年上线第四个小程序“富森美在线”，构建数字化运营管理中台，让“获客-转化-留存-促活-裂变”更简单、更顺畅。“富森美在线”小程序允许商户独立运营、蓄客和直播，上线仅几个月，吸引商家超 2700 家，导购达 2.2 万个，用户数超 63 万，订单达 10 万个。公司互联网战略以场景+直播为抓手，凭借线下 3000+ 商户的丰富实物场景，打造家居网红直播基地，2020 年 3-6 月共组织直播近 200 场，吸引成都地区用户 69 万人，产生订单超 6 万单，4 月启动大家居直播战略，将打造 1000 位用户信任的行业达人及设计达人，带领所有品牌迈进新零售店铺，**为平台商户嫁接优质直播资源，助其进入场景营销快车道。**2020 年 7 月，卢博豪斯获得增值电信业务经营许可证，与网络文化经营许可证，保障公司相关业务顺利开展。

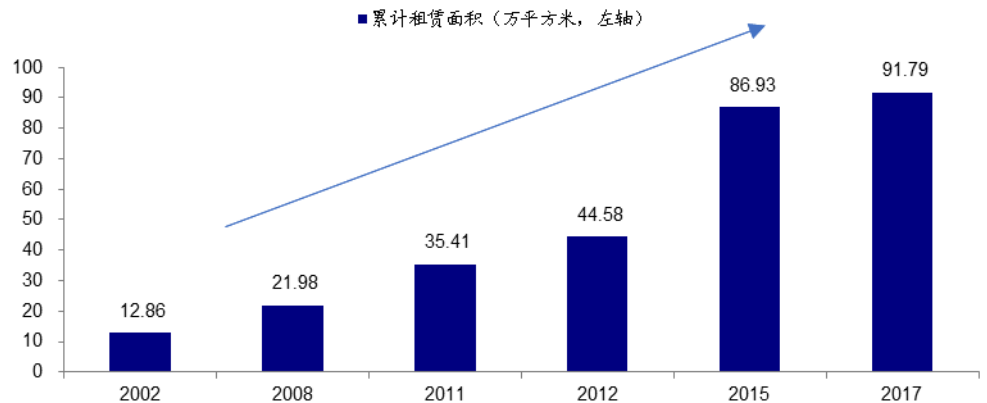
卖场数字化改造，打造新零售体系。由于家居产品低频消费的特殊性，同一门店的客户信息复用度不高，裂变能力不强。富森美进行的数字化升级可有效解决这一问题，新零售卖场可实现对到店客户信息的数字化采集，通过客户进店动线分析，判断潜在需求，再通过平台信息流，为可能满足消费需求的商家匹配线索。数字化升级后，公司与商户由过去单纯的出租关系，变成更紧密的服务共赢关系，公司也拉近了与消费者的距离，提升了对市场的快速响应能力。未来公司将从三方面继续完善新零售体系：①**重点发展“货找人”，通过卖场、社群、社交媒体、电商、自媒体等全域触达并转化用户；②线上线下无缝连接；③搜集和打通线下数据、订单数据和社交媒体数据等。**此外，还将发力场景、社交和内容，深化私域流量建设，布局全域流量平台。

4. 财务分析：成长稳健，回报优良

4.1 多模式稳步扩张，资产负债率低

核心区域密集布局，稳健扩张。公司建材家居卖场分为自有卖场和加盟及委托管理卖场两大类。截至 2019 年末，公司自营卖场面积超 90 万平米，加盟及委托管理卖场面积为 51.60 万平米。公司秉承“核心区域密集布局，稳健扩张”的战略，先后在成都的成华区、高新区、新都区、天府区批租 1028 亩商业服务用地，2019 年末高新区、新都区和成华区都已完成或部分完成自营卖场建设，天府区富森美家的乐园正在建设中，总面积为 16 万平米，规划总投资不低于 10 亿元，公司预计 2021 年完工。

图42 公司卖场累计租赁面积（万平方米，2002-2017）



资料来源：公司 2017 年报，公司招股书，海通证券研究所

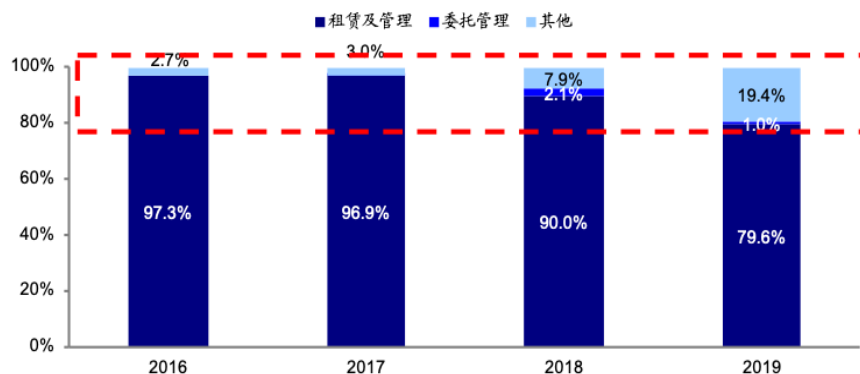
表 4 公司已建卖场面积

卖场	面积（万平方米）
北门店（含板材区）	12.86
北门二店	26.93
北门三店	4.86
南门一店	9.12
南门二店	13.43
南门三店	11.82
新都家居汽配市场一期	9.17
新都家居汽配市场二期	3.60
合计	91.79

资料来源：公司招股书，公司 2017 年报，海通证券研究所

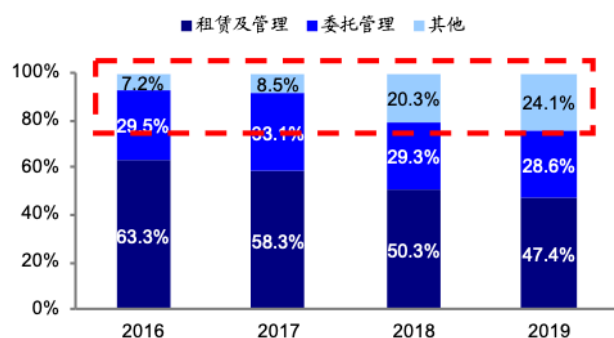
自有物业形成竞争优势。与美凯龙和居然之家两大龙头相比，富森美收入主要来自自有卖场，上市后各年收入占比平均达 90%以上。与租赁物业卖场相比，自建物业便于公司根据市场需求持续创新业态，早期占据的黄金地段也成为护城河。随着公司拎包入住业务的推进、成都家具工厂批发新基地的建成以精装修业务发展，我们预计自有商场将继续为公司带来稳定的业绩增长。

图43 富森美营业收入分业务占比（2016-2019）



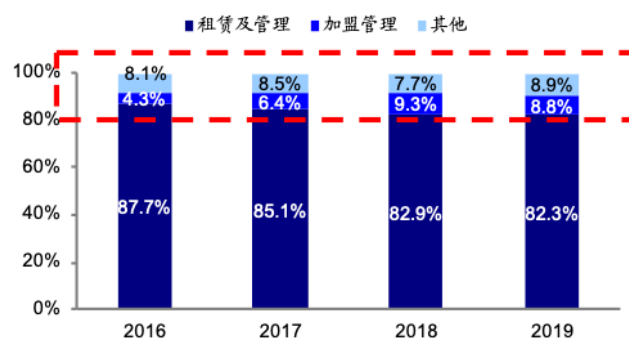
资料来源：公司 2016-2019 年报，海通证券研究所

图44 美凯龙营业收入分业务占比（2016-2019）



资料来源：wind，海通证券研究所

图45 居然之家营业收入分业务占比（2016-2019）



资料来源：wind，居然之家 2016-2019 年报，海通证券研究所

表 5 自有物业与租赁物业家居卖场优劣势对比

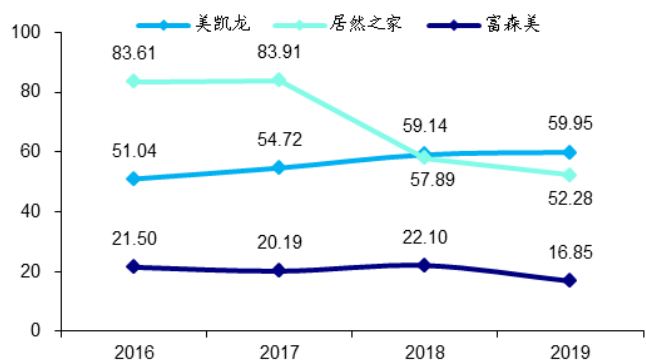
	自有物业	租赁物业
优势	物业升值有利于再融资与扩张 市场低迷时稳定性显著，抗风险能力强	租赁期内费用稳定 初始投资小，投资回收期短
劣势	初始投资大，回收周期长 建设/投资周期长，扩张较慢	无法获取物业升值受益 租赁期满存在经营风险，如租金上涨/不续租等

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

资产质量优，负债率远低于同业。公司坚持稳健成长战略，出租率一直维持高位，保障盈利稳定。对于委管业务，公司重视合作伙伴的选择和当地的市场环境，一切以商户的持续发展为出发点，进行可行性考量，委管业务始终做到可控扩张。业务的稳定增长形成良性循环，资产负债率远低于美凯龙和居然之家。

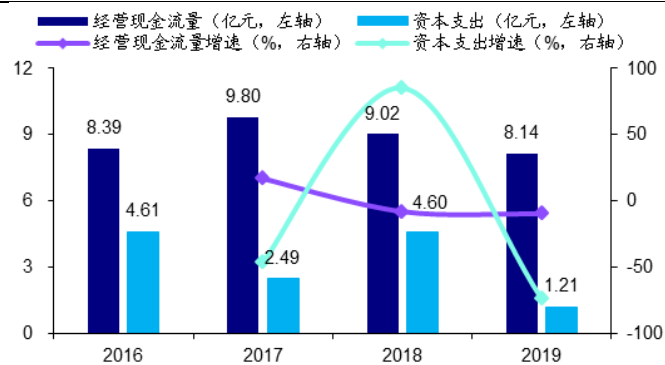
整体现金充裕，经营现金流可覆盖资本支出。公司近年经营现金流和资本性支出（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金）有所波动，但经营现金流始终高于资本性支出，保障了资产负债状况整体较优，以及充足资金支持资本投入。

图46 同行业资产负债率对比（%，2016-2019年）



资料来源：wind，各公司 2016-2019 年报，海通证券研究所

图47 公司经营现金流与资本支出对比



资料来源：wind，海通证券研究所

4.2 账面资产丰厚，价值显著低估

公司账面资产丰厚。2019 年末，公司总资产中，经营资产由投资性房地产 19.3 亿元（32.19%）和无形资产（土地）13.6 亿元（22.61%）构成，占比合计 54.80%，是公司创造收入的核心资产；交易性金融资产 10.6 亿元（17.64%），大多为固定收益类投资，安全系数高，风险小；货币资金高达 8.9 亿元（14.92%）。

资产隐性价值高。①**投资性房地产**，行业龙头红星美凯龙的投资性房地产采用公允价值计量，房产每年无需折旧，还可享受房地产价格整体上涨带来的公允价值提升。2019 年末，美凯龙拥有投资性房地产高达 851 亿元。富森美的投资性房地产采用成本计量，价值不随房地产价格波动，每年需计提折旧，2019 年末账面价值 19.3 亿元，累计折旧 10.9 亿元，未计提前账面价值为 30.2 亿元，计提折旧比率 36%，对应 10.9 亿元可以视作隐形资产。②**无形资产**，账面价值 13.6 亿元，基本由土地使用权构成，计价同样采用成本模式，2019 年末累计摊销 2.7 亿元，未计提的资产原值为 16.3 亿元，计提比率 16.6%，对应 2.7 亿元可以视作隐性价值。

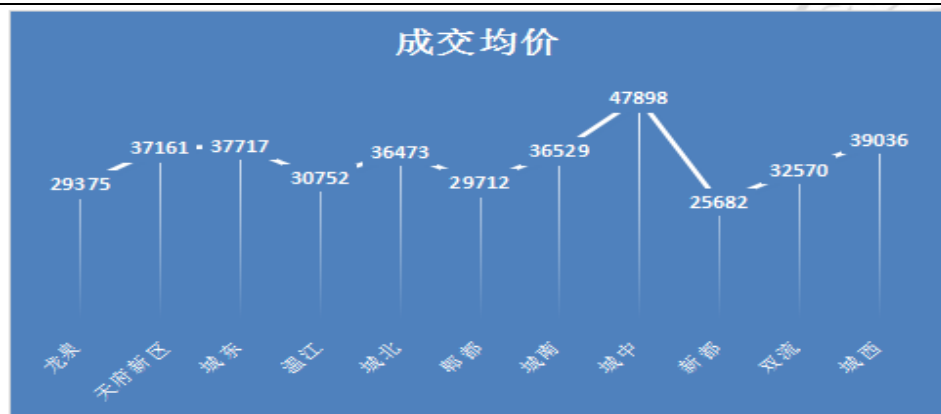
表 6 2019 年末公司资产折旧/摊销情况（亿元）

	账面价值	累计折旧/摊销	未计提前账面原值	2019 年折旧/摊销
投资性房地产	19.3	10.9	30.2	1.6
土地使用权	13.5	2.7	16.3	0.4

资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

③**北门店容积率调整**，2012 年北门店市场土地的容积率从 0.46 调整为 3.0，根据公司 2019 年报表述，按尚未使用的容积率指标计算，预计有 50 万平方米左右的建筑规模提升空间，可用于改扩建，按楼面地价 7000 元/平方米（保守）计算，估价高达 35 亿元。

图48 2018 年成都市商业房地产成交均价（元/平方米）



资料来源：搜狐，海通证券研究所

物业重估价值高。2019 年末公司自有物业面积超过 90 万平米，据搜房网数据，2018 年成都范围内新商业房地产成交均价为 3.3 万元/平米，其中城北、城南、新都各 3.6、3.7、2.6 万元/平米。公司物业重估单价按成都均价 70%（折旧）进行估算，测算得物业重估价值 224.8 亿元，考虑北门店容积率调整后增加的建筑面积空间以及土地使用权价值，RNAV 为 292.8 亿元（每股 RNAV 为 38.7 元）。

表 7 公司自有物业重估及 RNAV 情况

门店	开业时间(年)	自有物业面积 (万平米)	新商业地产成交单价 (万元/平米)	重估单价 (万元/平米)	资产价值 (亿元)
北门店（含板桥区）	2002	12.86	3.6	2.6	32.83
北门店二店	2015	26.93	3.6	2.6	68.76
北门店三店	2017	4.86	3.6	2.6	12.41
南门店一店	2008	9.12	3.7	2.6	23.32
南门店二店	2011	13.43	3.7	2.6	34.35
南门店三店卖场	2015	6.1	3.7	2.6	15.59
南门店三店配套办公楼	2015	5.72	3.7	2.6	14.63
新都家居汽配市场一期	2013	9.17	2.6	1.8	16.48
新都家居汽配市场二期	2018	3.60	2.6	1.8	6.47
合计		91.79			
物业重估价值（亿元）					224.84
北门店容积率调整的重估价值（亿元）		50		0.7	35
土地重估价值（亿元）					13.53
现金+结构性存款（亿元）					19.51
有息负债（亿元）					0.1
RNAV（亿元）					292.8
每股 RNAV（元）					38.7

资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

注：2012 年北门店容积率由 0.46 调整为 3.0，按尚未使用的容积率指标计算，有 50 万平左右的建筑面积提升空间；土地重估价值为 2019 年末土地使用权账面价值

4.3 盈利能力强，投资回报率高

实际毛利率高于同业，销管费率较低。①丰富的业态和黄金地段的位置，使富森美盈利能力保持高水平，毛利率保持 65%以上。由于公司投资性房地产折旧和土地使用权摊销全部计入营业成本，而同行业其他公司并无此成本，公司扣除折旧和摊销成本后的实际毛利率达到 80%以上，远高于美凯龙（均 68%）和居然之家（均 41%）。

②精细化管理和集中式营销使管理费用和销售费用较低，充裕的现金使财务费用率为负，期间费率处于较低水平。③净利率稳定在 50%左右。由于公司投资性房地产以成本入账，美凯龙、居然之家以公允价值入账，考虑扣除公允价值计量的投资性房地产的非经常损益，富森美经调整净利率几乎可达美凯龙的两倍。

表 8 同行业主要盈利指标对比（%）

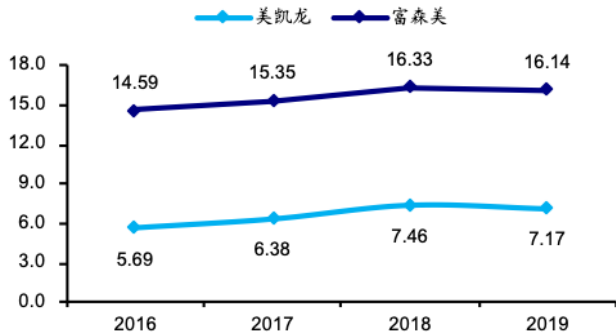
	富森美			美凯龙			居然之家		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
毛利率	68.96	70.08	66.75	71.14	66.20	65.17	39.27	44.41	46.75
实际毛利率	84.54	84.44	79.31	71.14	66.20	65.17	39.27	44.41	46.75
销售费用率	0.16	0.13	0.15	13.81	11.94	13.91	9.60	7.86	8.00
管理费用率	3.45	3.79	3.83	12.43	10.77	10.87	4.48	4.18	5.05
财务费用率	-0.07	-0.38	-0.51	10.33	10.77	13.72	0.55	1.35	0.63
期间费用率	3.54	3.54	3.47	36.57	33.48	38.50	14.63	13.39	13.68
实际期间费用率	19.12	17.90	16.03	36.57	33.48	38.50	14.63	13.39	13.68
净利率	51.75	51.73	49.50	39.03	33.04	28.45	15.21	23.31	34.68
扣除公允价值后的净利率	51.75	51.73	49.50	25.37	23.46	21.17	15.15	21.99	34.55

资料来源：wind，各公司 2017-2019 年报，海通证券研究所

公司 ROE 较高，股息率行业最高。①ROE 维持 14%以上，美凯龙同样以自有物业为主，相比之下 ROE 约 10%、扣除公允价值后的 ROE 约 7%；2019 年公司资产周转率 0.28 次处于行业中游，权益乘数 1.24 倍，净利率 49.5%，远高于居然之家和美凯龙（均

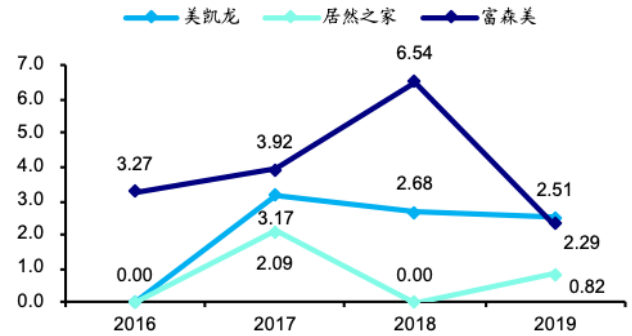
30%)，推动 ROE 高于同业。②公司上市以来，一直维持较高分红比率，股息率行业最高，2018 年高达 6.54%，高于居然之家和美凯龙（低于 3%）。

图49 同行业扣除公允价值后 ROE 对比（%，2016-2019 年）



资料来源：wind，各公司 2016-2019 年报，海通证券研究所

图50 同行业股息率对比（%，2016-2019 年）



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 预计 2020-2022 年 EPS 各 0.84 元、1.07 元和 1.25 元

基于以上对公司业务经营及财务指标的分析与判断，我们进一步作如下假设：

①**市场租赁及服务**：考虑到公司 30 万平米的“成都家具工厂批发新基地”的启动、“新大商战略”的推进，以及 2020 年新冠肺炎疫情影响，我们预计 2020-2022 年收入各增长-18%、25%和 15%，毛利率各为 68%、70%和 71%。

②**装修装饰工程**：公司的品牌优势、供应链资源、人脉积累为控股子公司富森建南的装修业务带来较快增长，特别是与当地主要房地产公司达成合作协议，使公司快速切入精装修业务。我们预计公司 2020-2022 年收入分别增长 40%、30%和 45%，毛利率各为 11%、12%和 13%。

③**营销广告策划**：我们预计公司 2020-2022 年收入分别增长-25%、20%和 10%，毛利率各为 47%、48%和 55%。

④**委托经营管理**：我们预计公司 2020-2022 年收入分别增长-20%、20%和 30%，毛利率各为 67%、70%和 73%。

⑤**写字楼销售**：我们预计公司 2020-2022 年收入分别增长-50%、50%和 15%，毛利率各为 55%、57%和 63%。

综上，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 12.84 亿元、16.37 亿元、19.14 亿元，归母净利润分别为 6.35 亿元、8.13 亿元、9.47 亿元，2020-2022 年 EPS 分别为 0.84 元、1.07 元和 1.25 元。

表 9 公司分业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务	1252	1322	1363	1143	1430	1671
yoy (%)		5.59	3.10	-16.18	25.18	16.84
毛利率 (%)	69.12	71.03	68.48	64.68	66.52	66.80
市场租赁及服务	1220	1279	1289	1057	1322	1520
yoy (%)		4.88	0.78	-18.00	25.00	15.00
毛利率 (%)	69.88	70.86	70.68	68.00	70.00	71.00
营销广告策划	31	13	12	9	11	12
yoy (%)		-57.93	-7.13	-25.00	20.00	10.00

毛利率 (%)	41.88	74.84	47.27	47.00	48.00	55.00
委托经营管理	1	30	17	13	16	21
yoy (%)		2694.07	-43.55	-20.00	20.00	30.00
毛利率 (%)	0.86	76.59	66.83	67.00	70.00	73.00
装饰装修工程			45	63	82	118
yoy (%)				40.00	30.00	45.00
毛利率 (%)			11.66	11.00	12.00	13.00
其他业务	6	99	256	141	207	243
yoy (%)		1601.53	159.05	-44.92	46.62	17.25
毛利率 (%)	31.68	57.49	57.57	55.85	55.95	60.84
写字楼销售		89	235	117	176	202
yoy (%)			163.01	-50.00	50.00	15.00
毛利率 (%)		59.51	56.40	55.00	57.00	63.00
其他	6	10	22	24	31	40
yoy (%)		67.49	122.79	10.00	30.00	30.00
毛利率 (%)	31.68	39.01	70.16	60.00	50.00	50.00
总收入	1258	1421	1619	1284	1637	1914
yoy (%)		12.92	13.96	-20.73	27.53	16.90
毛利率 (%)	68.96	70.08	66.75	63.71	65.18	66.04

资料来源：公司 2017-2019 年报，海通证券研究所

5.2 给予合理市值区间 163 亿-203 亿元，合理价值区间 21.5 元-26.9 元

考虑到公司作为西南家居零售龙头，不断探索家居零售新业态和新模式，依托自身完整的供应链体系，通过共建共享平台资源，赋能商户共同发展，公司未来发展空间巨大。参考同业，给予公司 2021 年 8.13 亿元归母净利润 20-25x PE，合理市值区间 163-203 亿元，对应 RNAV 折价 31%-44%，合理价值区间 21.5-26.9 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

表 10 专业市场行业可比公司估值（20200925）

简称	美凯龙	小商品城	王府井	居然之家	行业平均
PE（倍，2021）	7.01	25.44	39.24	18.12	22.45
PS（倍，2021）	1.71	6.53	2.46	3.99	3.67

资料来源：wind，海通证券研究所

注：盈利预测取 Wind 一致预期

6. 风险提示

（1）**房地产景气度下行**。房地产市场是家居零售的上游市场，经过多年的发展，房地产的刚需需求减少，房地产不景气会导致装修需求不足，从而使家居卖场销售不佳，最终导致家居卖场租赁业务的减少，从而给公司业务带来不确定性。

（2）**行业竞争加剧**。全国性家居卖场在品牌、供应链渠道、规模等方面都具备一定的优势。成都作为新一线城市的首位，是全国性家居卖场的必争之地，其在成都的扩张将会对公司造成一定的冲击。

（3）**线上渠道冲击**。互联网巨头和家居零售巨头的强强联合，使互联网企业线上业务能力得到提升，越来越多的年轻人倾向于线上采购。公司作为区域性卖场，线上履约能力受限，不利于公司未来业务的增长。

（4）**品牌方和地产商分流**。头部家居品牌经过多年发展，已经有能力在全国范围进行零售布局，加上泛家居业务的发展，家居卖场不再是唯一渠道，综合性商场和独立大店都将分流家居卖场的业务；精装房业务的发展使房地产商向下游拓展，介入家居拎包入住业务，进一步减少家居卖场的零售业务。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1619	1284	1637	1914
每股收益	1.06	0.84	1.07	1.25	营业成本	538	466	570	650
每股净资产	6.56	6.90	7.27	7.53	毛利率%	66.8%	63.7%	65.2%	66.0%
每股经营现金流	1.08	0.80	0.99	1.35	营业税金及附加	119	95	121	138
每股股利	0.00	0.50	0.70	1.00	营业税金率%	7.4%	7.4%	7.4%	7.2%
价值评估 (倍)					营业费用	2	2	2	2
P/E	13.39	16.89	13.20	11.33	营业费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
P/B	2.16	2.06	1.95	1.88	管理费用	62	51	65	71
P/S	6.62	8.36	6.55	5.60	管理费用率%	3.8%	4.0%	4.0%	3.7%
EV/EBITDA	7.58	12.56	9.67	8.02	EBIT	897	670	878	1053
股息率%	0.0%	3.5%	4.9%	7.1%	财务费用	-8	-9	-11	-12
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
毛利率	66.8%	63.7%	65.2%	66.0%	资产减值损失	0	4	2	2
净利润率	49.5%	49.5%	49.6%	49.5%	投资收益	49	10	10	10
净资产收益率	16.1%	12.2%	14.8%	16.6%	营业利润	958	755	968	1128
资产回报率	13.4%	10.3%	12.7%	14.2%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	24.6%	17.9%	22.4%	26.5%	利润总额	960	755	968	1128
盈利增长 (%)					EBITDA	1146	771	988	1172
营业收入增长率	14.0%	-20.7%	27.5%	16.9%	所得税	158	121	155	181
EBIT 增长率	6.5%	-25.4%	31.2%	19.9%	有效所得税率%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	9.0%	-20.7%	27.9%	16.6%	少数股东损益	0	-1	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	801	635	813	947
资产负债率	16.8%	15.1%	13.7%	14.1%					
流动比率	2.4	2.8	3.1	3.1	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.2	2.6	2.9	2.9	货币资金	894	1051	1174	1323
现金比率	0.9	1.1	1.4	1.4	应收账款及应收票据	29	28	31	38
经营效率指标					存货	186	166	203	231
应收帐款周转天数	3.8	8.0	7.0	7.3	其它流动资产	1290	1290	1300	1313
存货周转天数	117.6	130.0	130.0	130.0	流动资产合计	2399	2535	2708	2906
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.8	5.2	6.9	7.9	固定资产	256	235	236	247
					在建工程	42	62	82	102
					无形资产	1355	1330	1304	1279
					非流动资产合计	3594	3633	3693	3749
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	5993	6168	6401	6655
净利润	801	635	813	947	短期借款	7	0	0	0
少数股东损益	0	-1	0	0	应付票据及应付账款	62	64	70	75
非现金支出	249	106	111	122	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-47	-75	-75	-60	其它流动负债	930	855	798	856
营运资金变动	-190	-57	-102	11	流动负债合计	999	919	869	931
经营活动现金流	814	608	747	1020	长期借款	3	3	3	3
资产	-121	-75	-105	-125	其它长期负债	7	7	7	7
投资	-56	-65	-65	-50	非流动负债合计	10	10	10	10
其他	50	75	75	60	负债总计	1010	929	879	941
投资活动现金流	-128	-65	-95	-115	实收资本	756	756	756	756
债权募资	-17	-7	0	0	归属于母公司所有者权益	4962	5219	5502	5693
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	21	20	20	20
其他	-395	-379	-530	-757	负债和所有者权益合计	5993	6168	6401	6655
融资活动现金流	-412	-386	-530	-757					
现金净流量	274	157	123	149					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业，社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业
高瑜 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：广州酒家,中国东方教育,九毛九,华熙生物,滔搏,安克创新,海底捞,永辉超市,步步高,周大生,美吉姆,重庆百货,王府井,锦江酒店,美团点评-W,小米集团-W,九美股份,红旗连锁,科锐国际,阿里巴巴-SW,爱婴室,家家悦,丽人丽妆,天虹股份,苏宁易购,宋城演艺,中公教育,中国中免,良品铺子

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzz12149@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱超明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
联系人
杨蒙 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 l f z11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 z x j12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyx11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
程云鹤 cyh13230@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com