下载日志已记录，仅供内部参考

曲美家居（603818.SH）

曲径连山海，美居焕新生

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,552	3,411	3,475	3,640	3,835
增长率 yoy（%）	-11.8	-4.0	1.9	4.8	5.4
归母净利润（百万元）	-163	-149	4	89	169
增长率 yoy（%）	46.5	8.7	102.9	1962.0	89.0
ROE（%）	-7.4	-6.9	0.2	4.0	7.0
EPS 最新摊薄（元）	-0.24	-0.22	0.01	0.13	0.25
P/E（倍）	-17.3	-18.9	649.4	31.5	16.7
P/B（倍）	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

公司为国内知名家居企业，业务结构可分为曲美本部和 Ekornes，2025 年曲美本部收入 7.02 亿元，Ekornes 收入 26.51 亿。

曲美：产品为基，IP 赋能，品牌焕新。1）创二代 IP 提升品牌曝光与知名度，2026 年将加强商业化落地带来业务增量。公司围绕“泽龙 Z”创始人 IP 构建线上内容资产，触达年轻消费者、提升品牌知名度，2025 年年报披露日粉丝突破 70 万，累计曝光量逾 10 亿次，2026 年将加强 IP 商业化落地，开展常态化直播带货，并拓展家居产品品类。**2）公司具备完善的产品矩阵，并持续升级迭代推新，以产品力把握流量机遇。**公司具备定制家具+成品家具+软装饰品等丰富的产品矩阵，可满足消费者全屋家具消费需求，同时持续进行产品创新，2025 年推出“新 B8 系列”产品，通过设计升级+供应链优化+空间方案化呈现，在不明显上移价格带的前提下提升消费者感知价值，产品竞争力强。

Ekornes：海外市场企稳回升，经营稳健修复。公司外销业务主要通过 Ekornes 子公司开展，其在全球拥有近 7000 家门店，8 家工厂，销售区域主要在欧美，2025 年 Ekornes 欧洲/北美收入占比分别为 50%/34%。**1）随着欧美家具消费市场逐步企稳回升，Ekornes 业绩有望持续改善。2）Ekornes 在全球拥有 8 大工厂，在全球供应链重塑的背景下，公司竞争力有望进一步凸显。**目前 Ekornes 已形成以挪威高端制造为核心、泰国/美国/立陶宛区域产能为补充的八大工厂生产布局。**3）拓品类贡献增量，非舒适椅产品渠道渗透率提升空间较大。**截至 2025 年末，公司电动椅产品渠道渗透率超过 50%，沙发产品渠道渗透率约 40%，餐椅及餐厅产品线渠道渗透率超过 20%。公司持续推动非舒适椅类产品渠道渗透率提升，带来增量贡献。

公司持续推进债务优化、盘活资产，财务费用有望改善，对盈利产生积极影响。近几年公司持续推进负债水平的降低和债务结构的优化，2026H1 末资产负债率/有息负债率下降至 65.24%/43.87%。公司 2025 年财务费用/财务费用率分别为 2.37 亿元/6.95%，2026H1 财务费用/财务费用率分别为 0.75 亿元/4.53%，财务费用对利润的拖累有所缓解。随着公司海外债务置换的完成，财务费用有望改善。公司持续推进降本增效与存量资产盘活工作，针对北京存量土地与厂房资产，一方面优化北京家具产能布局，腾出更多的可供出租空间，另一方面，通过不同地块的定位规

增持（首次评级）

股票信息

行业	轻工制造
2026 年 09 月 18 日收盘价(元)	4.10
总市值（百万元）	2,814.83
流通市值（百万元）	2,814.83
总股本（百万股）	686.54
流通股本（百万股）	686.54
近 3 月日均成交额(百万元)	100.18

作者



分析师 郭庆龙
SAC：S1070525120002
邮箱：guoqinglong@cgws.com



分析师 谭鹭
SAC：S1070526010003
邮箱：tanlu2@cgws.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

划与持续招商，打造差异化的租赁特色，持续提高资产收益。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.33、89.37、168.90 百万元，2026 年扭亏，2027-2028 年同比增速依次为+1961.98%、+88.99%，对应 PE 分别为 649.4、31.5、16.7 倍，PB（MRQ）为 1.5 倍。公司是国内知名家居企业，曲美本部业务通过“泽龙 Z”IP 商业化、品牌焕新与产品升级探索增量，Ekornes 在欧美需求回暖、品类渗透率提升的拉动下稳健增长。考虑到公司收入已经逐步企稳，同时公司持续优化债务、盘活资产，有望带动费用端优化，业绩修复潜力大，有望带动 2027-2028 年利润快速增长，并且目前 PB 处于较低水平，存在修复空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料成本上涨的风险，劳动力成本上升的风险，行业竞争加剧的风险，产品质量风险，关税风险，汇率波动风险，商誉、无形资产及资产组减值风险，利率波动风险，境外经营及管理的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

公司简介：专注设计美学的知名家居企业 5
曲美：品牌焕新，创二代 IP 赋能 7
行业：二手房回暖，有望拉动家居需求 7
公司：创新破局，创二代 IP 商业化落地有望加速 9
Ekornes：海外市场企稳回升，经营稳健修复 11
优化债务，盘活资产，改善报表 15
盈利预测与投资建议 16
风险提示 18

图表目录

图表 1：公司发展历程 5
图表 2：公司营业收入及增速 6
图表 3：公司归母净利润及增速 6
图表 4：公司费用率 6
图表 5：公司毛利率及净利率 6
图表 6：全国 20 城二手住宅月度成交套数（套，左轴）及同比增速（右轴） 7
图表 7：全国 100 城新房商品住宅月度成交面积（万平方米）走势 7
图表 8：百城新建住宅及二手住宅价格环比变化 8
图表 9：2026 年以来地产政策频发，提振市场信心 8
图表 10：公司国内收入（亿元）、增速及毛利率 10
图表 11：公司国内收入产品结构（亿元） 10
图表 12："泽龙 Z"内容资产的关键进展 10
图表 13：公司新 B8 产品 11
图表 14：Ekornes AS 旗下三大品牌 12
图表 15：Ekornes 营收（亿元）及增速 12
图表 16：Ekornes 毛利率 12
图表 17：Ekornes2025 年分区域收入（百万挪威克朗）及占比 13
图表 18：Ekornes2025 年分区域收入（百万挪威克朗）及占比细拆 13
图表 19：Ekornes 工厂自动化水平高 13
图表 20：Ekornes 工厂布局 13
图表 21：美国家具零售额及同比增速 14
图表 22：美国成屋销量及同比增速 14
图表 23：中国对欧盟家具出口金额及同比增速 14
图表 24：欧盟家具 HICP 14
图表 25：公司资产负债率和有息负债率 15
图表 26：公司负债结构 15
图表 27：公司财务费用和财务费用率 15

下载日志已记录，仅供内部参考

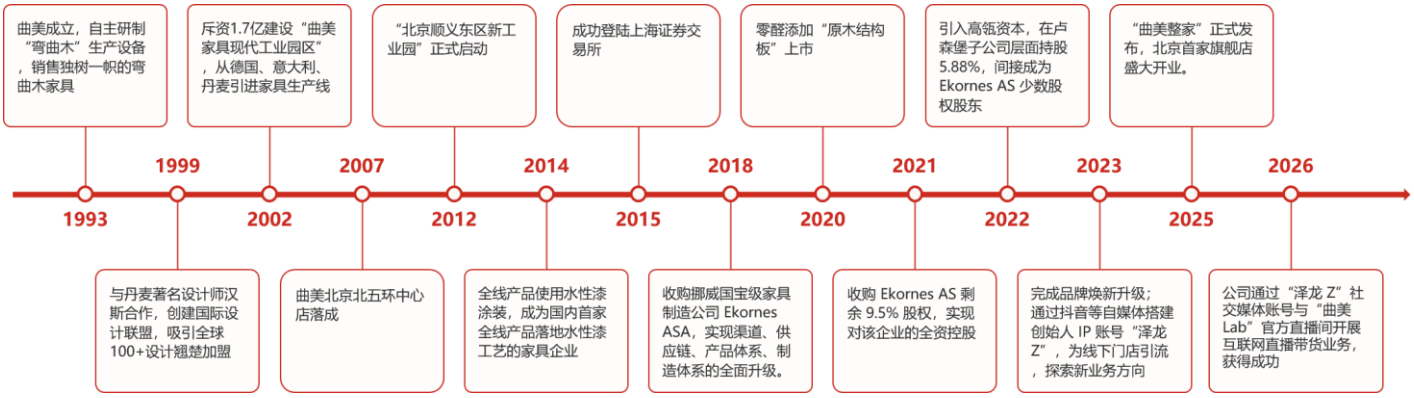
图表 28： 公司分业务预测 16
图表 29： 可比公司估值情况（数据更新至 2026 年 9 月 18 日收盘） 17

下载日志已记录，仅供内部参考

公司简介：专注设计美学的知名家居企业

公司曲美品牌专注设计美学，品牌焕新升级激发活力；并购 Ekornes 切入海外市场，形成内外销双轮驱动业务格局。公司为国内知名家居企业，于 2015 年在上海证券交易所上市。据公司 2025 年报，公司主要从事中高档民用家具及配套家居产品的研发、设计、生产和销售业务，为消费者提供全屋家具和家居用品解决方案。公司以家居产品的功能性、实用性、美观度为重点，让家居产品成为传达"简约、时尚、现代"的文化载体。据公司 2025 年报、2026 年半年报及公司官网，2018 年，公司收购挪威国宝级家具企业 Ekornes ASA 90.5%股权，通过外延并购拓展海外市场，增强公司全球竞争力。2023 年以来，公司推动品牌焕新升级，通过抖音等自媒体平台构建创始人 IP "泽龙 Z" 账号，提高曲美品牌曝光度，为线下门店进行引流，并尝试构建新的业务方向。2025 年，"曲美整家" 正式发布，北京首家旗舰店盛大开业。2026 年公司通过 "泽龙 Z" 社交媒体账号与 "曲美 Lab" 官方直播间开展互联网直播带货业务，获得成功。自 2026 年 5 月开始直播带货以来，单月收入屡创新高，5-6 月 GMV 分别突破 700 万、1100 万元，保持高速增长。

图表1：公司发展历程

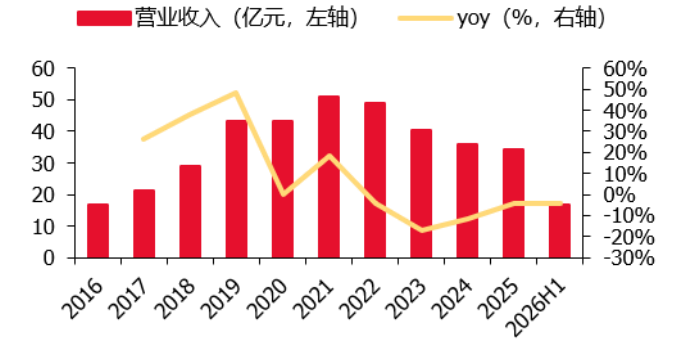


资料来源：公司官网，公司 2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

受国内外家具需求走弱影响，公司 2022-2025 年业绩承压，但收入降幅和利润亏损幅度正在持续收窄。2022 年以来，受国内家具需求走弱、海外消费承压等因素影响，公司收入下滑，但收入下滑幅度自 2023 年以来已经有明显收窄，2025 年收入同比-3.98%，2026H1 收入同比-4.2%。据公司 2025 年报，国内家具消费需求持续走弱，但海外市场稳步回暖，Ekornes AS 收入恢复增长，带动集团整体收入保持相对稳定。从归母净利润来看，受到收入下滑、固定成本及费用摊薄效果减弱影响，2023-2025 年公司处于亏损状态，但亏损金额逐步收窄，2025 年亏损 1.49 亿元，2026H1 亏损 0.73 亿元。

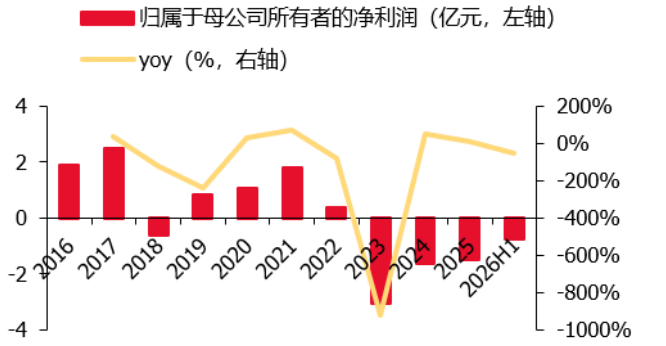
下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：公司营业收入及增速



资料来源：wind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表3：公司归母净利润及增速



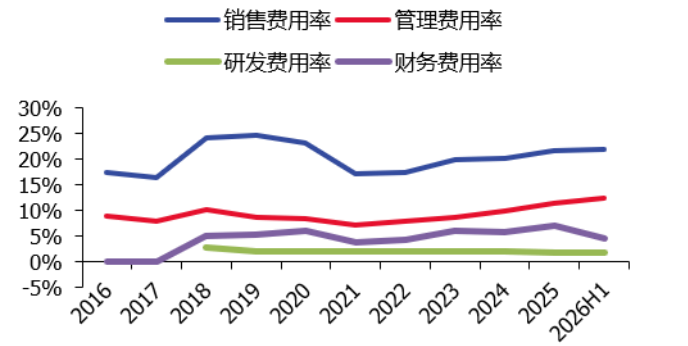
资料来源：wind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

毛利率自 2021 年后承压，2024-2025 年有所修复。公司销售毛利率 2016-2020 年基本维持在 38%-44%区间，2021-2023 年降至 35.83%、32.29%、31.84%，我们认为主要与国内外需求走弱、原材料及运输成本高企、海外市场消费疲软等因素有关。2024-2026H1 毛利率回升至 35%左右。据公司 2025 年报，原材料成本持续下行带动毛利率显著回升，海外市场家具消费需求有所回暖，Ekornes AS 经销商动销改善、渠道结构优化，推动其盈利能力恢复。

费用率整体抬升，财务费用率对利润形成较大压力，公司通过引入战略投资者、债务置换等措施改善财务费用。2016-2025 年，公司销售费用率由 17.35%提升至 21.76%，管理费用率由 8.98%提升至 11.35%，财务费用率由-0.07%提升至 6.96%，研发费用率则由 2018 年的 2.74%回落至 2025 年的 1.90%。其中提升幅度最明显的是财务费用，公司此前为收购 Ekornes 承担较高有息负债，相关财务费用压制净利润表现，公司积极通过引入战略投资者、债务置换等措施缓解财务费用压力。

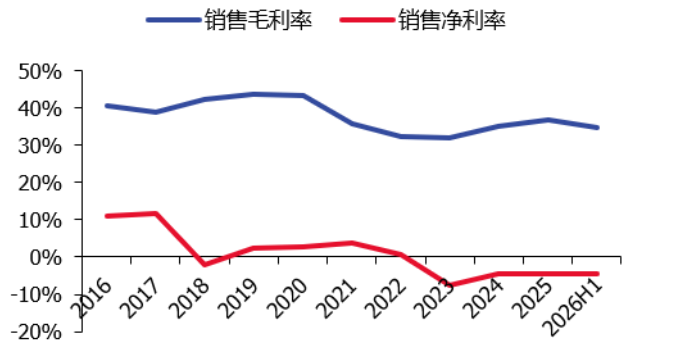
整体看，公司当前盈利修复的关键在于三点：一是国内主业通过产品创新、渠道改革、“泽龙 Z”等线上内容资产为线下门店赋能；二是海外 Ekornes 业务在欧美市场回暖、原材料成本回落背景下恢复增长；三是后续债务置换及利率下行若能落地，有望继续改善财务费用压力。

图表4：公司费用率



资料来源：wind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表5：公司毛利率及净利率



资料来源：wind，公司 2016-2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

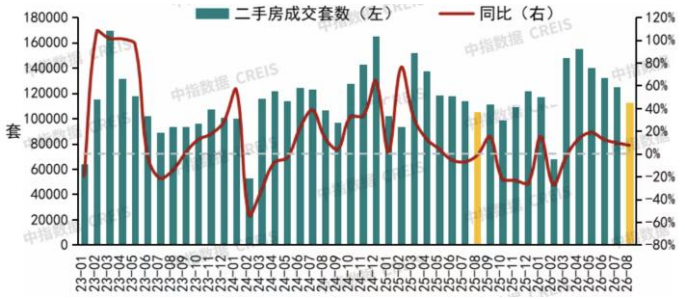
下载日志已记录，仅供内部参考

曲美：品牌焕新，创二代 IP 赋能

行业：二手房回暖，有望拉动家居需求

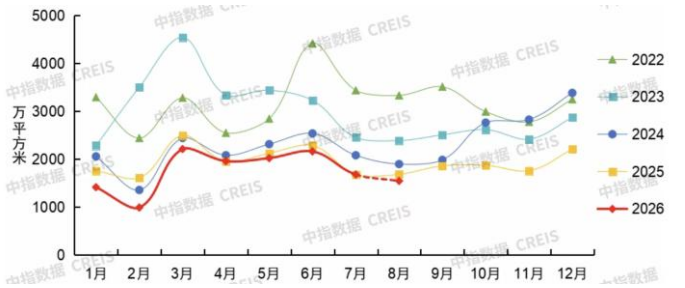
2026 年 1-8 月 20 城二手房成交套数同比增长 6.3%，市场有所回暖。根据中指研究院数据，8 月 20 城二手住宅成交 11.3 万套，环比下降 9.6%，同比增长 7.4%，增幅较上月收窄 2.1 个百分点，8 月二手房成交量环比有所回落，但同比延续增长态势。累计来看，1-8 月 20 城二手住宅成交 99.8 万套，同比增长 6.3%。新房方面，根据中指研究院初步统计，8 月重点 100 城新建商品住宅成交面积约 1500 万平米，环比下降约 7%，同比下降约 7%。其中，8 月一线城市同比增长 13%，二线城市同比下降 9%。累计来看，1-8 月 100 城新建商品住宅成交面积累计约 1.4 亿平米，同比下降 10%。

图表6：全国 20 城二手住宅月度成交套数（套，左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：中指数据 CREIS，长城证券产业金融研究院

图表7：全国 100 城新房商品住宅月度成交面积(万平方米)走势



资料来源：中指数据 CREIS，长城证券产业金融研究院

注：8 月为预估值

8 月百城二手房价格环比下跌 0.45%，2026 年以来二手房价格环比下跌趋势放缓。根据中国房地产指数系统百城价格指数，8 月百城二手住宅均价为 12527 元/平方米，环比下跌 0.45%，跌幅较上月扩大 0.01 个百分点，同比下跌 7.08%。分梯队看，8 月一线、二线及三四线城市二手住宅价格环比分别下跌 0.35%、0.54%、0.41%，一线城市环比跌幅较上月扩大 0.10 个百分点，二线城市环比跌幅较上月扩大 0.09 个百分点，三四线城市环比跌幅较上月收窄 0.07 个百分点。

8 月新房价格在核心城市部分改善楼盘入市带动下环比上涨 0.15%。新房方面，8 月百城新建住宅均价为 17255 元/平方米，环比上涨 0.15%，同比上涨 2.04%。8 月上海、杭州、成都、天津等部分重点城市仍有优质楼盘入市，带动百城新房价格环比继续结构性上涨，但市场整体仍呈现供给缩量、需求分化特征。分梯队看，8 月一线城市新建住宅价格环比上涨 0.39%，同比上涨 5.30%，其中上海、北京、广州环比分别上涨 0.53%、0.25%、0.13%，新房价格上涨仍主要来自于新入市高价楼盘带动；二线城市环比上涨 0.09%，同比上涨 1.74%；三四线代表城市环比下跌 0.12%，同比下跌 2.29%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：百城新建住宅及二手住宅价格环比变化



资料来源：中指数据 CREIS，长城证券产业金融研究院

2026 年以来地产政策频发，提振市场信心。2026 年开年，《求是》杂志发布文章《改善和稳定房地产市场预期》，客观分析了我国当前房地产市场存在的问题，提出要“以更有力更精准的举措，加强对房地产市场的宏观调控”，具体措施包括“保持政策力度、做好供给管理、加强信息和舆论引导”，为市场注入信心。随后 1 月底财联社报道“三条红线”政策放松；2 月上海陆续出台政策，包括启动收购二手房作为保租房、放松限购、提高公积金贷款额度等。5 月国务院印发《城市更新“十五五”规划》，这是我国首个以城市更新为主题的国家级中长期专项规划，明确了到 2030 年的目标指标、重点任务和政策举措。规划提出危旧房改造 50 万套（间）、城中村改造 4000 个、地下管网改造 36.5 万公里等重点任务，显示未来城市建设将从增量扩张进一步转向存量提质，有望为地产后周期板块带来需求增量。7 月国务院第 93 次常务会议通过《国务院关于修改〈住房公积金管理条例〉的决定》，要更好发挥住房公积金功能作用，拓宽提取和使用范围，扩大制度覆盖面，提升管理服务效能，更好满足居民多样化住房消费需求。8 月底，多部委同日密集发文，围绕商品住房销售制度、房地产信贷管理、资本市场融资等关键领域完善制度安排。

图表9：2026 年以来地产政策频发，提振市场信心

时间	事件	具体措施 / 说明
2026 年 1 月 1 日	《求是》发布文章《改善和稳定房地产市场预期》	文章客观分析了我国当前房地产市场存在的问题，认为“房地产带有显著的金融资产属性，关联性强、涉及面广、社会关注度高，加强预期管理对稳定房地产市场具有特殊重要性”，并提出要“以更有力更精准的举措，加强对房地产市场的宏观调控，持续改善和稳定房地产市场预期，尽可能缩短调整时间，熨平市场波动，推动房地产市场平稳健康高质量发展”，具体措施包括“保持政策力度、做好供给管理、加强信息和舆论引导”。
2026 年 1 月 28 日	财联社报道“三条红线”政策放松	1. 监管部门不再要求房企每月上报“三条红线”指标； 2. 部分出险房企需向总部所在城市专班组定期汇报资产负债率等财务指标。
2026 年 2 月 2 日	上海启动收购二手住房用于保障性租赁住房工作	1. 试点区域：浦东新区、静安区、徐汇区； 2. 收购房源：聚焦小户型（浦东优先内环内 / 2000 年前 / 70 平以

下载日志已记录，仅供内部参考

时间	事件	具体措施 / 说明
		下 / 400 万以内)、交通便捷、配套成熟； 3. 置换规则：浦东同步购同区新房，静安置换本区商品房； 4. 价格：按市场或评估价；5. 资金来源：财政资金 + 企业自有资金 + 银行贷款。
2026 年 2 月 25 日	上海市五部门联合印发《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》，自 2026 年 2 月 26 日起施行	1. 进一步调减住房限购政策； 2. 优化住房公积金贷款政策，提高住房公积金最高贷款额度，优化贷款套数认定，扩大多子女家庭购房支持范围； 3. 完善个人住房房产税政策。
2026 年 5 月 28 日	国务院印发《城市更新"十五五"规划》	这是我国首个以城市更新为主题的国家级中长期专项规划，明确了到 2030 年的目标指标、重点任务和政策举措。规划提出危旧房改造 50 万套（间）、城中村改造 4000 个、地下管网改造 36.5 万公里等重点任务，显示未来城市建设将从增量扩张进一步转向存量提质。
2026 年 8 月 10 日（公布日期）	《国务院关于修改<住房公积金管理条例>的决定》	要更好发挥住房公积金功能作用，拓宽提取和使用范围，扩大制度覆盖面，提升管理服务效能，更好满足居民多样化住房消费需求。
2026 年 8 月 28 日	住建部、自然资源部、金融监管总局发布《关于完善商品住房销售制度的通知》	提出各地要完善商品住房预售管理，明确各地要有力有序推行商品住房现房销售，要求各地要同步完善相关配套政策措施，强化政策协同和衔接。
	央行、金融监管总局联合印发《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》	围绕房地产开发、建设、销售、运营全链条，改进优化房地产信贷体系。
	证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》	优化房企股票、债券、资产支持证券和不动产投资信托基金等融资制度。上述政策从住房销售、银行信贷和资本市场融资等方面协同发力，进一步完善房地产发展新模式的制度体系。

资料来源：求是网，财联社，中指研究院，上海住建部，中国政府网，长城证券产业金融研究院

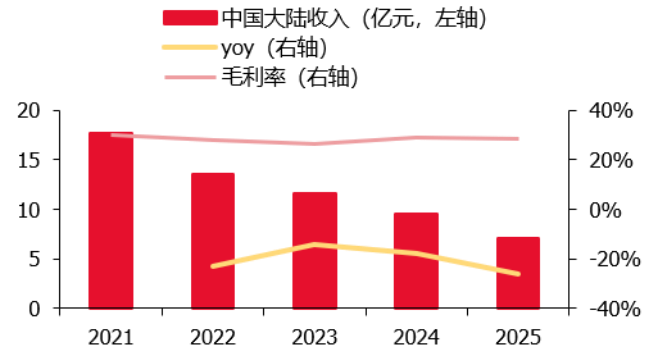
我们认为，2026 年以来二手房成交回暖、价格降幅收窄，市场或正处于筑底修复阶段，叠加政策预期，市场信心边际改善。若地产企稳，一方面将带动家居需求企稳，另一方面也可带动消费信心恢复，激发存量装修、局部改造需求。

公司：创新破局，创二代 IP 商业化落地有望加速

国内业务承压，公司通过模式创新、业务创新、产品创新寻求增量。受国内家具消费需求疲软影响，公司国内收入自 2021 年以来持续下降，2025 年公司国内收入 7.02 亿元，同比-26.11%；其中定制家具、成品家具、饰品及其他收入分别为 4.22、2.28、0.52 亿元。据公司 2025 年报，公司国内业务通过模式创新、业务创新、产品创新，持续提升服务能力，公司围绕 "泽龙 Z" 创始人 IP 构建线上内容资产，同时打造曲美整家新模式，提高消费者在装修与家居产品购买过程中的全流程服务体验，创新业务"曲美智家"，为消费者提供构建智慧家庭的全案服务，推出全新升级的"新 B8"系列产品，提升产品质价比。

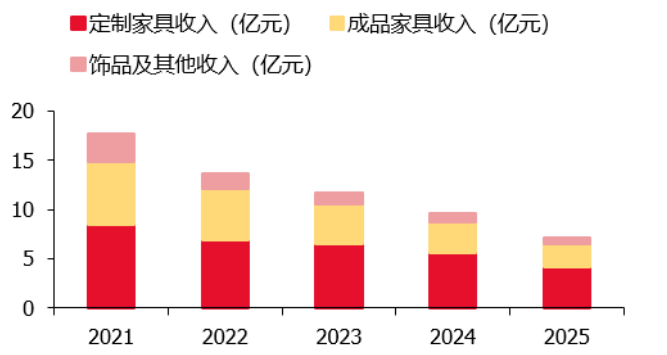
下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：公司国内收入（亿元）、增速及毛利率



资料来源：wind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表11：公司国内收入产品结构（亿元）



资料来源：wind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

1、围绕创二代 IP“泽龙 Z”构建线上内容资产，赋能国内业务。

“泽龙 Z”IP 快速破圈，触达年轻消费者、提升品牌知名度。据公司 2025 年报，公司紧抓新媒体流量与消费场景变革机遇，围绕创二代 IP“泽龙 Z”深度布局线上内容资产，有效实现了对国内主营业务的全面赋能。据南方都市报、搜狐网及公司 2025 年报，”泽龙 Z”账号于 2024 年 4 月发布首条抖音短视频，依靠“负二代”等鲜明人格标签快速破圈；到 2025 年 1 月 5 日已达 28.8 万粉丝，随后在 2025 年继续放大，2025 年年报披露日粉丝突破 70 万，累计曝光量逾 10 亿次。“泽龙 Z”IP 不仅显著提升了曲美品牌在年轻消费群体中的认知度与品牌年轻化价值，更通过高信任度的自然流量有效降低了传统付费广告的营销费比，优化了整体营销成本结构。同时，公司成功打通“线上内容种草至线下门店体验”的营销链路，将海量线上流量精准导入线下门店，直接拉升了门店客流量。

加强 IP 商业化落地，开展常态化直播带货，并拓展家居产品品类。据公司 2025 年报，2026 年公司计划全面推进该 IP 的商业化落地，依托抖音及全网电商平台开展常态化直播带货，并重点拓展强电商属性的家居生活周边品类，进一步拓宽利润来源。据公司 2026 年半年报，2026H1 公司通过“泽龙 Z”社交媒体账号与“曲美 Lab”官方直播间开展互联网直播带货业务，获得成功。自 2026 年 5 月份开始直播带货以来，单月收入屡创新高，5-6 月 GMV 分别突破 700 万、1100 万元，保持高速增长。产品种类上，以家居用品为核心，开发多种适合线上销售的产品品类，包括枕头、夏凉被、香薰等多个爆款。公司已完成直播带货业务供应链与买手团队的构建，更多 SKU 将逐步上线。与此同时，随着“泽龙 Z”账号粉丝数量的持续增长与“红姨”账号在未来的逐步商业化，预计互联网直播带货业务有望保持高速增长。

图表12：“泽龙 Z”内容资产的关键进展

时间节点	核心数据/事件	对国内业务的意义
2024 年 4 月	发布首条抖音短视频	正式启动创始人 IP 运营
2025 年 1 月 5 日	28.8 万粉丝、79 个作品	建立稳定内容分发能力
2025 年年报披露日	70 万+粉丝、10 亿+曝光	成为品牌自然流量核心入口
2026 年规划	常态化直播带货，拓展枕头、夏凉被、香薰等周边品类	从品牌传播进入商业化变现阶段

资料来源：南方都市网，搜狐网，公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

公司具备定制家具+成品家具+软装饰品等丰富的产品矩阵，可满足消费者全屋家具消费需求。1）公司通过定制家具与成品家具自产，能够将定制产品与成品家具的色系、造型、工艺打通，使全屋家具方案具备整体性。2）公司不断优化家居用品业务的供应链和零售店面管理体系，持续提高家居用品的性价比，推动自营家居用品业务的发展。另一方面，公司持续对窗帘、壁纸等家用软装产品进行升级，通过供应链优化，提高产品性价比。

公司亦持续进行产品创新，提升产品竞争力。据公司 2025 年报，秉承以"一个空间，多种生活场景，多种使用功能"为核心，结合曲美强大的产品美学设计能力，公司于 2025 年重磅推出"曲美新 B8 系列"产品，在设计美学与空间呈现上对标国际顶奢家具品牌，为大众消费者提供越级的空间体验。定价方面，新 B8 系列全面对标曲美现有产品的价格带，大幅提高了产品性价比，进一步提升公司产品竞争力。公司通过设计升级+供应链优化+空间方案化呈现，在不明显上移价格带的前提下提升消费者感知价值。

图表13：公司新 B8 产品



资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

Ekornes：海外市场企稳回升，经营稳健修复

Ekornes AS 是公司子公司，是一家全球化的品牌家具研发、制造和销售企业。Ekornes AS 创立于 1934 年，总部位于挪威 Ikornnes，主要开发、制造舒适椅、沙发和床垫产品，并通过全球的家具商店、进口商和零售商销售旗下产品。截至公司 2025 年报披露日，Ekornes AS 公司在全球拥有近 7000 家门店，8 家工厂，旗下品牌包括 Stressless、IMG、Svane 和 Ekornes Contract 等。其中 Stressless 是全球知名的舒适椅品牌，被誉为"全世界最舒服的椅子"，销售规模在全球高端舒适椅品牌中处于领先位置，Stressless 品牌依靠舒适椅和沙发产品享誉全球 40 余年，具有丰富的历史文化底蕴。Ekornes®和 Svane®品牌则在挪威最为知名。IMG 主要在美国和澳大利亚销售。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：Ekornes AS 旗下三大品牌



Stressless®

The Stressless® product range includes an extensive collection of Stressless® armchairs, in addition to Stressless® Dining, Stressless® Office and Stressless® sofas. Every Stressless® is a premium product of high quality.

IMG

A passion for designing and producing furniture that provides world-class comfort with good ergonomic support.

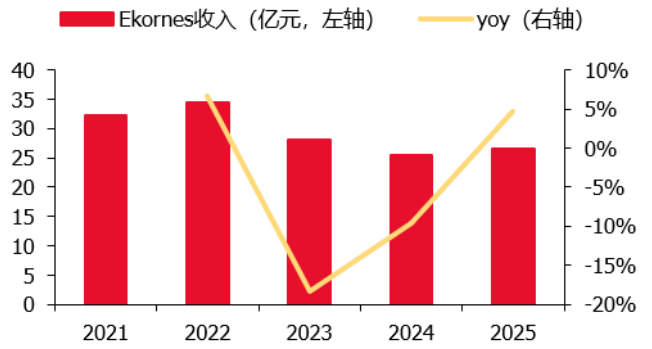
Svane®

Svane was the Norwegian furniture industry's first real brand name. There is a close link between correct posture and the quality of your sleep and rest.

资料来源：Ekornes 官网，长城证券产业金融研究院

Ekornes 2025 年收入企稳回升，毛利率已经显著修复。受市场需求影响，Ekornes 2023-2024 年收入下滑，2025 年开始恢复至正增长，Ekornes 2025 年收入为 26.51 亿元，同比+4.72%；毛利率方面，随着原材料成本下降，2022-2023 年毛利率在 34-35%之间，2024-2025 年毛利率持续恢复至 37.98%、39.46%。

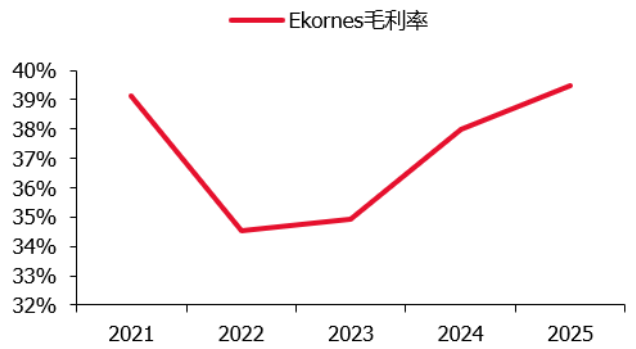
图表15：Ekornes 营收（亿元）及增速



资料来源：wind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

注：2024-2025 年数据为公司年报中披露的“Ekornes 旗下产品”口径；2021-2023 年数据为公司年报中披露的 Stressless、IMG、Svane 三品牌相加口径。

图表16：Ekornes 毛利率



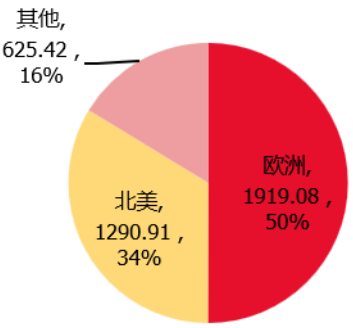
资料来源：wind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

注：2024-2025 年数据为公司年报中披露的“Ekornes 旗下产品”口径；2021-2023 年数据为公司年报中披露的 Stressless、IMG、Svane 三品牌相加口径。

Ekornes 销售区域主要在欧洲，其次是北美。从分区域收入结构来看，2025 年 Ekornes 欧洲/北美/其他收入占比分别为 50%/34%/16%。

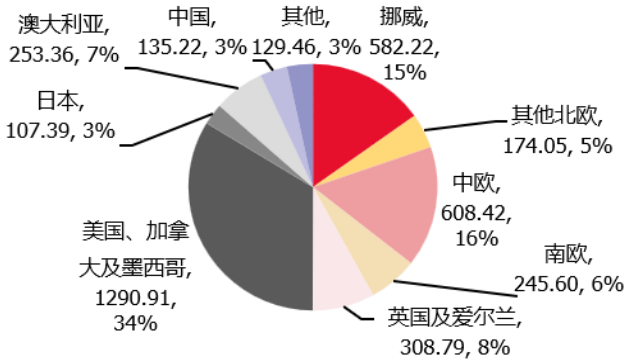
下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：Ekornes2025 年分区域收入（百万挪威克朗）及占比



资料来源：Ekornes2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表18：Ekornes2025 年分区域收入（百万挪威克朗）及占比细拆



资料来源：Ekornes2025 年报，长城证券产业金融研究院

Ekornes 已形成以挪威高端制造为核心、泰国/美国/立陶宛区域产能为补充的八大工厂生产布局，供应链韧性强。据公司 2025 年报，Ekornes 采用订单式生产和批量式生产相结合的生产模式，生产自动化水平极高，主要生产环节依靠数控机器人实现了自动化生产。此外，在国内主要依靠手工操作的装订、喷漆、打磨等环节，Ekornes 均已实现了生产自动化。Ekornes 在全球拥有 8 家工厂，包括 5 家位于挪威的工厂，1 家位于泰国的工厂，1 家位于立陶宛的工厂和 1 家位于美国的工厂。其中，挪威工厂实现了数字化、信息化、自动化生产，生产效率在业内具有明显的领先优势；立陶宛工厂、泰国工厂具备天然的人工、土地和配套供应链的成本优势，使得公司在产品成本方面具备更强的竞争力；北美工厂以半成品组装为主，能够帮助公司大幅缩短北美市场的交货周期，整体提升公司在北美地区的市场竞争力，并有效降低北美关税对公司成本的影响。

图表19：Ekornes 工厂自动化水平高



资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表20：Ekornes 工厂布局



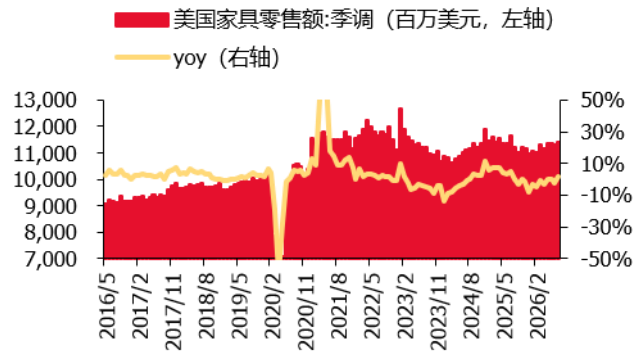
资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

欧美家具消费市场逐步企稳回升，有望带动公司业绩改善。

美国家具零售市场 2026 年稳中略降，当前成屋销量处于底部区间，未来地产成交修复有望带动地产后周期家具需求向上。从美国市场来看，长期来看，美国家具零售额总体呈增长趋势。从美国成屋销量来看，2022-2023 年美国进入加息周期，导致成屋销量下跌，2024 年至今成屋销量在 400 万套左右浮动，仍处于低位区间，若未来利率下降，则有望拉动成屋销量，从而拉动地产后周期的家具消费需求。

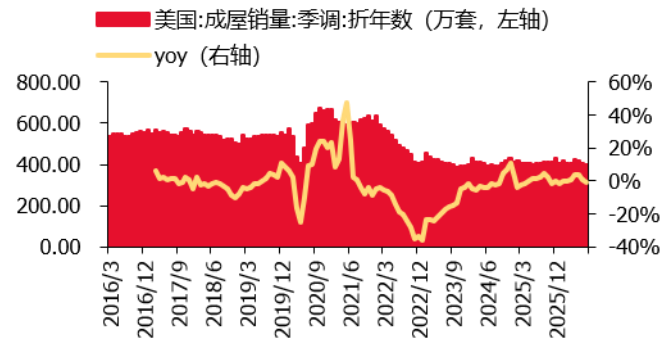
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：美国家具零售额及同比增速



资料来源：wind，美国人口普查局，长城证券产业金融研究院

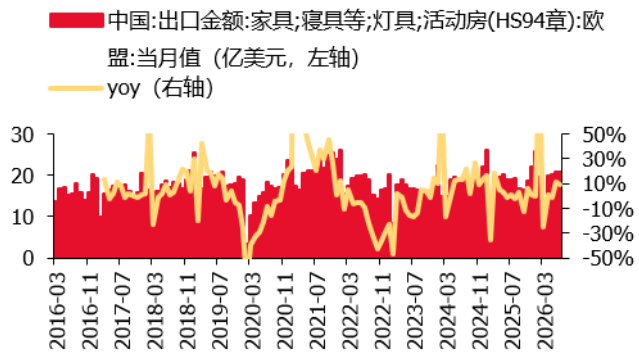
图表22：美国成屋销量及同比增速



资料来源：wind，全美房地产经纪人协会，长城证券产业金融研究院

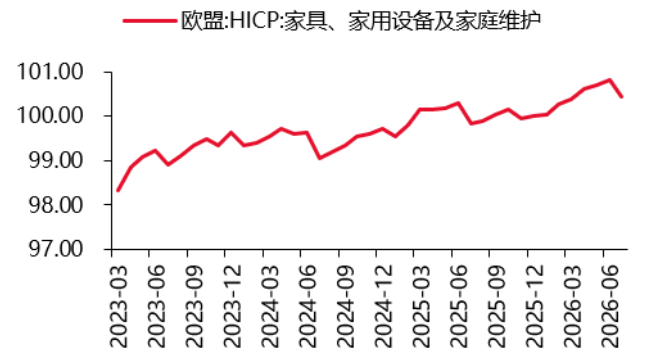
欧洲家具需求企稳回升。从我国对欧盟家具出口数据来看，我国 2026 年 1-7 月对欧盟家具出口金额为 139.26 亿美元，同比+7.06%，欧洲家具需求呈现修复趋势；从欧盟家具 HICP（欧盟调和消费者物价指数，Harmonised Index of Consumer Prices）从 2023 年至今持续向上，亦显示欧洲居民家具购买力与消费信心正在修复，行业景气度回升。

图表23：中国对欧盟家具出口金额及同比增速



资料来源：wind，海关总署，长城证券产业金融研究院

图表24：欧盟家具 HICP



资料来源：wind，欧盟统计局，长城证券产业金融研究院

公司在产品方面积极推新品、拓品类，有望带动业绩增长。

1、 **新品上市：**据公司 2025 年报，Stressless 品牌全新"康菲"系列产品 2025 年上市，"康菲"系列产品对现有舒适椅架构和重力系统进行了全面的升级，采用航天级的舒适材料，进一步提升产品舒适度，为 Stressless 产品矩阵带来新的亮点。

2、 **拓品类：**据公司 2025 年报，截至 2025 年末，公司电动椅产品渠道渗透率超过 50%，沙发产品渠道渗透率约 40%，餐椅及餐厅产品线渠道渗透率超过 20%。公司持续推动非舒适椅类产品渠道渗透率提升，带来增量贡献。

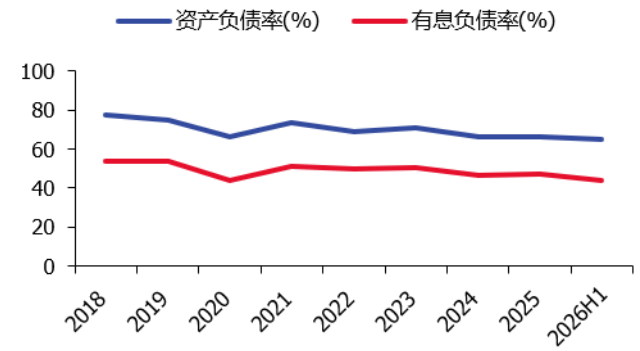
3、 **产品优化：**据公司 2025 年报，公司针对电机产品通过技术方案与产品设计优化，售后问题显著减少，性价比有所提升，产品力明显增强。

下载日志已记录，仅供内部参考

优化债务，盘活资产，改善报表

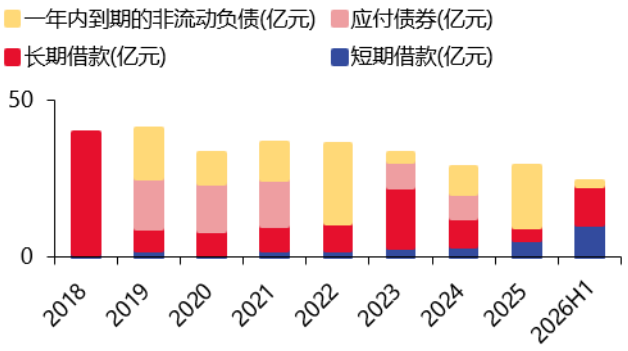
公司持续推进债务优化，财务费用有望改善，对盈利产生积极影响。公司收购 Ekornes 产生的融资导致公司 2018 年资产负债率/有息负债率达到 77.73%/53.95%，近几年公司持续推进负债水平的降低和债务结构的优化，2025 年资产负债率/有息负债率已经下降至 66.34%/47.17%，2026H1 末资产负债率/有息负债率进一步下降至 65.24%/43.87%。公司 2025 年财务费用/财务费用率分别为 2.37 亿元/6.95%，2026H1 财务费用/财务费用率分别为 0.75 亿元/4.53%，财务费用对公司利润的拖累有所缓解。据公司 2025 年报，随着公司海外债务置换的完成，公司财务费用预计将得到大幅改善，对公司整体的盈利能力产生积极影响。

图表25：公司资产负债率和有息负债率



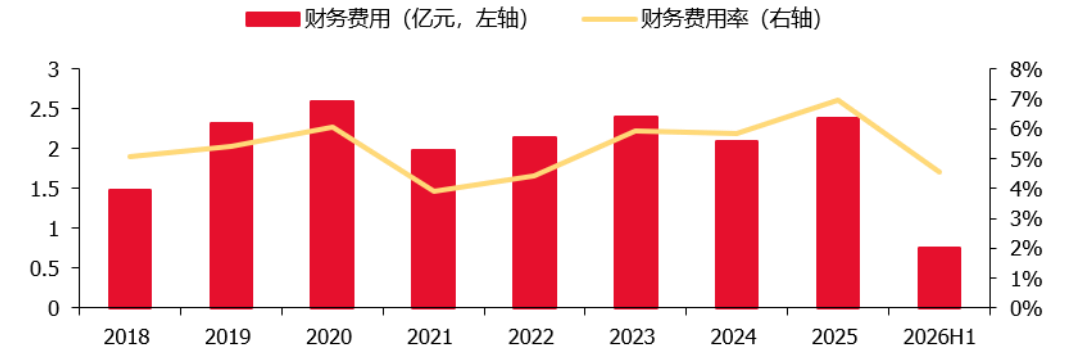
资料来源：wind，公司 2018-2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表26：公司负债结构



资料来源：wind，公司 2018-2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表27：公司财务费用和财务费用率



资料来源：wind，公司 2018-2025 年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

公司同步进行降本增效与资产盘活，改善盈利能力。据公司 2025 年报，公司以实现盈利为核心目标，持续推进降本增效与存量资产盘活工作。在传统主业升级与新业务孵化的进程中，公司通过组织架构优化、费用预算统筹及人力资源精细化管控，有效压降整体运营成本和各项费用，提升组织人效；同时，针对北京地区的存量土地与厂房资产，一方面通过北京家具产能的优化布局，腾出更多的可供出租空间，另一方面，通过不同地块的定位规划与持续招商，打造差异化的租赁特色，持续提高资产收益。据公司 2026 年 4 月 30 日发布的闲置厂房出租的公告，公司将位于北京市顺义区南彩镇彩祥东路 11

下载日志已记录，仅供内部参考

号院南彩工业园区、北京市顺义区坞里路 68 号院、北京市朝阳区顺黄路 217 号院内的自有闲置厂房对外出租，出租厂房总建筑面积不超过 120,000.00 平方米。**我们认为，随着公司债务优化、降本增效及资产盘活持续推进，公司盈利能力存在较大改善空间。**

盈利预测与投资建议

1）曲美本部业务：受国内地产后周期需求疲软、行业景气度下行影响，公司国内业务阶段性承压，公司将通过产品创新、品牌焕新、发挥曲美"全品类+一站式+独立大店"商业模式的优势，不断提高产品力、消费者品牌认知和曲美自身经营水平。

收入方面，我们预计 2026-2028 年定制家具收入同比增速依次为-25.00%、-10.00%、0.00%；成品家具收入同比增速依次为-20.00%、-5.00%、3.00%；饰品及其他收入同比增速依次为 0.00%、5.00%、5.00%。

毛利率方面，我们预计 2026-2028 年定制家具毛利率依次为 34.42%、34.92%、35.42%；成品家具毛利率依次为 16.24%、16.74%、17.24%；饰品及其他毛利率依次为 27.13%、27.18%、27.23%。

2）Ekornes 旗下产品：收入方面，Ekornes 依托长期积累的品牌力、全球化的渠道布局、高端产品矩阵持续迭代以及内部运营效率优化，在海外家具市场弱复苏环境下保持稳健增长态势。我们预计 2026-2028 年 Ekornes 旗下产品收入同比增速依次为 8.00%、7.00%、6.00%。毛利率方面，随着产品结构升级与规模效应持续释放，带动盈利水平稳步提升，我们预计 2026-2028 年毛利率依次为 39.96%、40.46%、40.96%。

综上，我们预计 2026-2028 年公司营业总收入依次为 3474.51、3639.79、3834.71 百万元，同比增速依次为+1.87%、+4.76%、+5.36%；归母净利润依次为 4.33、89.37、168.90 百万元，2026 年扭亏，2027-2028 年同比增速依次为+1961.98%、+88.99%。

图表28：公司分业务预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
定制家具					
收入（百万元）	557.59	421.53	316.14	284.53	284.53
yoy		-24.40%	-25.00%	-10.00%	0.00%
毛利率	34.05%	35.42%	34.42%	34.92%	35.42%
成品家具					
收入（百万元）	322.16	228.45	182.76	173.62	178.83
yoy		-29.09%	-20.00%	-5.00%	3.00%
毛利率	21.17%	16.74%	16.24%	16.74%	17.24%
饰品及其他					
收入（百万元）	70.87	52.44	52.44	55.06	57.81
yoy		-26.01%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	26.98%	27.08%	27.13%	27.18%	27.23%
Ekornes 旗下产品					
收入（百万元）	2531.12	2650.65	2862.70	3063.09	3246.87
yoy		4.72%	8.00%	7.00%	6.00%

下载日志已记录，仅供内部参考

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	37.98%	39.46%	39.96%	40.46%	40.96%
其他业务					
收入（百万元）	70.29	57.59	60.47	63.49	66.67
yoy		-18.07%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	16.11%	19.83%	19.83%	19.83%	19.83%
合计					
营业收入(百万元)	**3552.04**	**3410.65**	**3474.51**	**3639.79**	**3834.71**
yoy		**-3.98%**	**1.87%**	**4.76%**	**5.36%**
归母净利润(百万元)	**-162.77**	**-148.67**	**4.33**	**89.37**	**168.90**
yoy		**8.67%**	**扭亏**	**1961.98%**	**88.99%**

资料来源：wind，公司 2024-2025 年报，长城证券产业金融研究院

我们选取申万三级行业同属成品家居行业的致欧科技、梦百合、麒盛科技、匠心家居、永艺股份、恒林股份作为可比公司，参考 wind 一致预测数据，截至 2026 年 9 月 18 日收盘，可比公司 2026 年 PE 估值为 20.8 倍，PB（MRQ）估值为 1.8 倍。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.33、89.37、168.90 百万元，2026 年扭亏，2027-2028 年同比增速依次为+1961.98%、+88.99%，对应 PE 分别为 649.4、31.5、16.7 倍，PB（MRQ）为 1.5 倍。

公司是国内知名家居企业，曲美本部业务通过“泽龙 Z”IP 商业化、品牌焕新与产品升级探索增量，Ekornes 在欧美需求回暖、品类渗透率提升的拉动下稳健增长。考虑到公司收入已经逐步企稳，同时公司持续优化债务、盘活资产，有望带动费用端优化，业绩修复潜力大，有望带动 2027-2028 年利润快速增长，并且目前 PB 处于较低水平，存在修复空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表29：可比公司估值情况（数据更新至 2026 年 9 月 18 日收盘）

代码	公司简称	市值（亿元）	PE（倍）				PB-MRQ（倍）
			2025A	2026E	2027E	2028E	
301376.SZ	致欧科技	90.4	26.9	18.7	14.8	12.2	2.6
603313.SH	梦百合	38.9	-	42.5	15.2	11.5	1.1
603610.SH	麒盛科技	48.4	46.1	23.6	18.2	12.9	1.6
301061.SZ	匠心家居	120.6	14.1	15.0	12.3	10.5	2.8
603600.SH	永艺股份	33.5	14.4	10.4	8.3	6.8	1.5
603661.SH	恒林股份	45.4	27.7	14.3	9.4	7.7	1.2
	平均值		25.8	20.8	13.0	10.3	1.8
603818.SH	曲美家居	28.1	-	649.4	31.5	16.7	1.5

资料来源：wind，各公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

注：可比公司归母净利润及估值为 wind 一致预期，曲美家居为我们预计。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1、原材料成本上涨的风险：公司生产家居产品的主要原材料包括板材、木材、五金件、油漆等，由于直接材料占公司生产成本比重较高，原材料价格变动会对公司生产成本造成直接影响。如果未来国内原材料价格大幅上涨，将增加公司产品的成本，对公司盈利水平产生不利影响。

2、劳动力成本上升的风险：随着人力资源的不断紧张，人力成本亦不断增加。未来如果人力成本持续上升或剧烈波动，可能会影响公司的经营业绩和盈利能力。

3、行业竞争加剧的风险：在行业需求增长乏力的背景下，家具行业的竞争压力逐渐增大，可能对公司的收入和利润产生不利影响。

4、产品质量风险：产品质量关乎企业的品牌形象、产品购物体验、消费者口碑的好坏，如果未来公司在原材料检验、生产过程管控、运输过程及销售过程管控中出现问题，导致产品质量下降，将对公司经营发展带来不利的影响。

5、关税风险：若关税水平明显提高，将增加全球贸易成本，推高贸易壁垒，对公司海外业务造成不利影响。

6、汇率波动风险：公司存在一定比例海外业务以及海外资产，汇率波动会影响公司收入以及公司所持货币资金的价值。

7、商誉、无形资产及资产组减值风险：若 Ekornes 后续业务发展未能改善，经营情况恶化，公司可能面临商誉、无形资产及相关资产组减值的风险，从而对公司经营业绩造成不利影响。

8、利率波动风险：公司的利率风险主要产生于银行借款等带息债务。于 2026 年 6 月 30 日，公司带息债务主要为挪威克朗浮动计价的借款，金额为 12.96 亿元，利率波动可能对公司业绩产生一定影响。

9、境外经营及管理的风险：公司境外收入占比较高，境外子公司主要经营地包括挪威、德国、美国等，境外销售市场分布于全球多个区域，包括欧洲、北美等地区。多国家、地区的境外经营受地缘政治、所在地政策及国际化人才培养、管理能力等因素的影响较大。公司主要经营地及销售区域的政治、经济环境等宏观因素若出现不利变化，可能会对公司的业绩产生一定负面影响。同时，公司也可能面临由于经营所在地不可抗力因素导致公司正常经营管理受影响的风险，如所在地发生自然灾害、地缘冲突、人员罢工等。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2060	1902	2042	2048	2224
现金	886	766	781	818	862
应收票据及应收账款	427	380	458	425	496
其他应收款	74	25	77	29	83
预付账款	17	21	18	23	20
存货	585	597	593	640	648
其他流动资产	71	113	116	113	117
非流动资产	4497	4584	4284	4004	3730
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	1088	1037	933	830	725
无形资产	1831	1850	1668	1507	1342
其他非流动资产	1576	1696	1680	1665	1660
资产总计	6557	6486	6326	6052	5953
流动负债	1936	3175	2131	2086	2137
短期借款	357	553	1087	1039	1065
应付票据及应付账款	268	218	269	249	283
其他流动负债	1311	2404	775	797	789
非流动负债	2401	1128	2008	1688	1368
长期借款	1672	400	1280	960	640
其他非流动负债	729	728	728	728	728
负债合计	4337	4303	4139	3774	3505
少数股东权益	120	126	126	127	128
股本	689	687	687	687	687
资本公积	1168	1156	1156	1156	1156
留存收益	589	441	445	535	706
归属母公司股东权益	2099	2058	2062	2151	2320
负债和股东权益	6557	6486	6326	6052	5953

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	586	572	172	342	243
净利润	-165	-150	4	90	170
折旧摊销	243	237	202	202	192
财务费用	208	237	133	85	60
投资损失	14	-20	-20	-20	-20
营运资金变动	98	123	-124	-6	-148
其他经营现金流	188	145	-23	-10	-12
投资活动现金流	-37	-9	180	148	156
资本支出	64	56	-99	-78	-82
长期投资	0	1	-1	-0.02	-0.2
其他投资现金流	27	45	81	70	74
筹资活动现金流	-341	-720	-1021	-370	-353
短期借款	58	196	534	-47	26
长期借款	-1085	-1272	880	-320	-320
普通股增加	104	-2	0	0	0
资本公积增加	367	-11	0	0	0
其他筹资现金流	215	370	-2435	-3	-59
现金净增加额	165	-121	-669	119	45

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3552	3411	3475	3640	3835
营业成本	2302	2152	2166	2245	2344
营业税金及附加	14	13	13	13	14
销售费用	715	742	752	781	815
管理费用	352	387	408	410	412
研发费用	75	65	63	62	61
财务费用	208	237	133	85	60
资产和信用减值损失	-93	-37	-38	-40	-42
其他收益	23	13	22	21	20
公允价值变动收益	-29	33	33	33	33
投资净收益	-14	20	20	20	20
资产处置收益	41	-2	29	17	21
营业利润	-187	-159	5	95	179
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	-187	-157	5	95	179
所得税	-23	-8	0	5	9
净利润	-165	-150	4	90	170
少数股东损益	-2	-1	0	1	1
归属母公司净利润	-163	-149	4	89	169
EBITDA	283	304	319	367	423
EPS（元/股）	-0.24	-0.22	0.01	0.13	0.25

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	-11.8	-4.0	1.9	4.8	5.4
营业利润（%）	44.0	15.1	103.1	1848.8	88.1
归属母公司净利润（%）	46.5	8.7	102.9	1962.0	89.0
获利能力					
毛利率（%）	35.2	36.9	37.7	38.3	38.9
净利率（%）	-4.6	-4.4	0.1	2.5	4.4
ROE（%）	-7.4	-6.9	0.2	4.0	7.0
ROIC（%）	0.7	1.3	2.3	3.5	5.0
偿债能力					
资产负债率（%）	66.1	66.3	65.4	62.4	58.9
净负债比率（%）	91.6	99.5	89.3	68.0	49.5
流动比率	1.1	0.6	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.4	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	8.0	8.5	8.3	8.2	8.3
应付账款周转率	8.2	8.9	8.9	8.7	8.8
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	-0.24	-0.22	0.01	0.13	0.25
每股经营现金流（最新摊薄）	0.85	0.83	0.25	0.50	0.35
每股净资产（最新摊薄）	3.06	3.00	3.00	3.13	3.38
估值比率					
P/E	-17.3	-18.9	649.4	31.5	16.7
P/B	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.6	16.8	15.4	12.2	9.8

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES