

恒林股份 (603661)

家用轻工/轻工制造

发布时间: 2021-03-01

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

引进 LO 搭建团队, 迎接办公家具解决方案赛道爆发

报告摘要:

80 年代欧美出现开放式办公和办公家具解决方案的需求。生产效率是办公家具升级的主要推动力, 随着战后欧美国家第三产业特别是专业服务行业占比提升, 欧美企业需要雇佣更多设计研发、市场等方面的专业人才, 这部分员工的工作具有非模块化的特征, 很难标准化, 在工作中需要大量的沟通和外勤, 因此衍生出开放式办公的需求, 办公家具厂开始转型为整体办公家具解决方案提供商以满足开放式办公需求。与此同时, 以 WeWork 为首的共享办公规模扩大后, 将进一步惠及全球中小企业, 使中小企业可以享受到之前无法获取的开放式办公环境, 为办公家具解决方案带来了更大的市场机遇。

办公家具解决方案提供商的行业集中度高, 国内市场前景广阔。美国办公家具市场规模是 150 亿美元左右, CR3 为 54%。办公家具解决方案提供商需要在各个家具品类下都有产品线, 才能满足开放式办公的设计需求, 因此达标的家具厂商较少。办公家具解决方案提供商集中度高于办公家具行业, 目前 steelcase 市占率接近 50%, Steelcase/ Herman Miller/ HNI 三家上市公司的市场份额占比超过 80%。我国人均办公家具费用低于美国, 2019 年我国办公家具市场规模是 130.69 亿美元。国内办公家具解决方案需求较小, 随着我国人均 GDP 提升, 以及 IT/ 法律/ 商务等专业服务产业比重提高, 我国办公家具解决方案需求将快速增长。

引进 Lista Office, 注重技术工艺研发及内销团队建设。Lista Office 是瑞士一家领先的专业办公环境解决方案提供商及办公家具制造商。平均每年为 30 万平方米的空间提供办公环境解决方案, 以市场份额位居瑞士行业第一。LO 在设计开放式空间的同时注重个人隐私性和灵活拆装性, 引进 Lista Office 有助于提升设计能力。目前国内家具行业设计研发参差不齐, 公司注重技术研发, 搭建内销团队, 打造内销长卖产品, 提升企业竞争力。

投资建议: 我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 3.71/ 5.02/ 6.06 元, 当前股价对应 2020~2022 年 PE 分别为 15.4 倍/ 11.4 倍/ 9.4 倍, 给予“买入”评级。

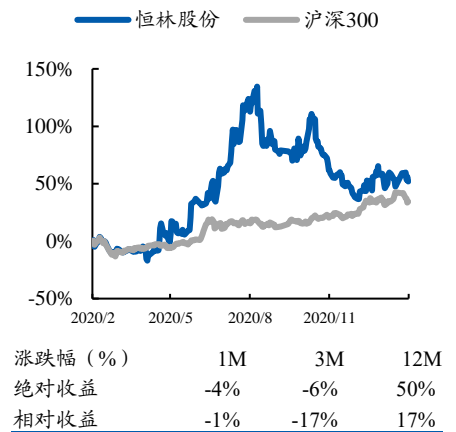
风险提示: 原材料成本波动, 中美贸易摩擦, 跨境电商不及预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,318	2,904	4,551	5,634	6,647
(+/-)%	22.25%	25.28%	56.73%	23.81%	17.98%
归属母公司净利润	171	243	371	502	606
(+/-)%	3.15%	42.38%	52.59%	35.18%	20.60%
每股收益 (元)	1.71	2.43	3.71	5.02	6.06
市盈率	17.35	18.05	15.38	11.38	9.44
市净率	1.31	1.74	1.98	1.68	1.43
净资产收益率 (%)	7.56%	9.65%	12.84%	14.79%	15.14%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	100	100	100	100	100

股票数据 2021/02/26

6 个月目标价 (元)	85.34
收盘价 (元)	57.13
12 个月股价区间 (元)	31.68~89.00
总市值 (百万元)	5,770.00
总股本 (百万股)	100
A 股 (百万股)	100
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



相关报告

- 《恒林股份: 办公家具出口继续发力, 四季度业绩高速增长》 --20210203
- 《恒林股份: Q3 业绩亮眼, 需求高景气;& 跨境电商布局迎收获》 --20201101
- 《恒林股份: 从代工到品牌, 多元化大家居布局成长可期》 --20200830
- 《恒林股份: 现金收购厨博士, 开拓精装工程渠道》 --20200514

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001
18016035291 tangkai@nesc.cn

证券分析师: 钟天皓

执业证书编号: S0550520070002
15706668370 zhongth@nesc.cn

目 录

1.	开放式办公伴生整体办公家具解决方案	5
1.1.	办公室发展史伴随着生产效率的提升	5
1.2.	美英去工业化后非模块化工作占比提升	7
1.3.	共享办公为中小企业提供开放式办公环境	10
2.	国内整体办公家具解决方案方兴未艾	16
2.1.	美国办公家具解决方案提供商行业集中度高	16
2.1.1.	STEELCASE	19
2.1.2.	Herman Miller.....	20
2.1.3.	HNI.....	22
2.1.4.	Haworth	24
2.2.	国内第三产业专业客户数量有很大增长空间	24
3.	Lista Office 国产化	29
3.1.	将 Lista Office 引入国内有助于补全设计短板	29
3.2.	注重研发解决国产化中的技术工艺难题	32
4.	盈利预测及投资建议	35

图表目录

图 1:	美第奇家族的办公厅	5
图 2:	20 世纪初打字员人均办公面积约 1 平米	6
图 3:	60 年代的格子间.....	6
图 4:	开放式办公环境	7
图 5:	2019 年英国三大产业结构.....	8
图 6:	二战后美国产业结构变化趋势	9
图 7:	微笑曲线两端的工作拥有非模块化的特征	10
图 8:	美国 1947-2019 年小企业数量 (万家)	11
图 9:	2019 年美国小企业占比	11
图 10:	美国小企业寿命	11
图 11:	2019.11-2020.11 美国中小企业乐观指数.....	11
图 12:	WeWork2017-2022 年会员数.....	12
图 13:	WeWork2018-2022 年网点数.....	12
图 14:	WeWork 发展历史	12
图 15:	WeWork 实景图	13
图 16:	WeWork2016-2019H 营业收入及增速.....	13
图 17:	WeWork2016-2019H 归母净利润及增速.....	13
图 18:	WeWork2016-2019H 销售净利率及 EBITDA/营业收入	14
图 19:	美国办公家具行业集中度	18
图 20:	美国办公家具解决方案提供商集中度	18

图 21: steelcase 办公解决方案.....	19
图 22: Steelcase 2010-2020 年营业收入及增速.....	20
图 23: Steelcase 2012-2020 年毛利及毛利率.....	20
图 24: Steelcase 2012-2020 年细分业务收入及占比.....	20
图 25: Steelcase 2012-2020 年分地区收入及占比.....	20
图 26: 查尔斯 & 蕾·伊姆斯 夫妇.....	21
图 27: Eames 夫妇设代表作品.....	21
图 28: Herman Miller 办公解决方案.....	21
图 29: HM 净收入及增速.....	22
图 30: HM 毛利及增速.....	22
图 31: Herman Miller 整合家具业务收入及比.....	22
图 32: Herman Miller 整合家具业务分地区占比.....	22
图 33: HNI 品牌.....	23
图 34: 2010-2019 年 HNI 营业收入及增速.....	23
图 35: 2010-2019 年 HNI 毛利及毛利率.....	23
图 36: 2010-2019 年整体办公解决业务收入.....	24
图 37: 2015-2035 年中国 GDP 及增速.....	26
图 38: 2015-2035 年网民规模及增速.....	27
图 39: 2015-2035 年信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 及增速.....	27
图 40: 2015-2035 年律师人数及增速.....	28
图 41: 2015-2035 年法律服务产值及增速.....	28
图 42: 2015-2035 年租赁及商务服务业 GDP 及增速.....	29
图 43: Lista Office 发展历史.....	30
图 44: 恒林股份收购 Lista Office 概览.....	30
图 45: LO 整体案例示意图.....	31
图 46: LO Mindport 工作站.....	31
图 47: Lista Motion XXL 会议桌.....	32
图 48: 钢质办公家具生产工艺流程.....	32
图 49: Aluminum Group Chair, 1958.....	33
图 50: Aeron Chair, 1994.....	33
图 51: 成型面棉 24 工位发模具.....	34
图 52: 自动封膜机.....	34
图 53: 智能生产管理系统.....	35
表 1: 不同时期的办公室与办公家具.....	5
表 2: 美英新自由主义政策方向相同.....	8
表 3: WeWork 2016-2018 年利润表.....	14
表 4: EBITDA 租金弹性系数表.....	15
表 5: EBITDA 装修费用弹性系数表.....	15
表 6: WeWork 2019-2022 年 EBITDA 预测.....	16
表 7: 美国办公设备需求人数 (按行业划分).....	17
表 8: 美国办公家具人均费用 (复购年限考虑到租约影响).....	17
表 9: 海外办公家具公司情况比较.....	18
表 10: 中国办公设备需求人数 (按行业划分).....	25
表 11: 中国办公家具人均费用.....	25

表 12: 2017-2019 年恒林股份研发费用	34
表 13: 可比公司估值表	36

1. 开放式办公伴生整体办公家具解决方案

1.1. 办公室发展史伴随着生产效率的提升

生产效率是办公家具升级的主要推动力。办公区域和办公家具是人们在工作时最直接使用到的办公环境，随着人们对于办公效率的不断追求，新颖的办公理念不断出现，人们希望获取更为舒适的办公环境，以获取更高的效率：从最初的无固定场所，到高密度办公环境和格子间，再到开放式办公和居家办公，一步步推动着办公区域和办公家具的进步。

表 1: 不同时期的办公室与办公家具

时期	办公室环境	办公家具设计元素
文艺复兴	私人办公室	精美做工
二次工业革命	高密度办公位	无设计元素，批量化生产
冷战时期	格子间	融入人体工程学
现代	开放式办公、居家办公	舒适性配件

数据来源：东北证券

文艺复兴（15-19 世纪）：办公室最早的雏形是中世纪的教堂，这个时期的办公场所只属于社会地位很高的修道士。文艺复兴时代兴起的商人阶级开始在住所以外的工作站办公，这一阶段的办公家具与住宅中的家具区别不大。世界上真正意义上第一个专业办公室是乌菲兹美术馆（Galleria degli Uffizi）。乌菲兹美术馆所在的宫殿原是显赫一时的美第奇家族办公的地方，“乌菲兹”（Uffizi）一词即意大利文“办公厅”的意思。

图 1: 美第奇家族的办公厅



数据来源：《办公空间发展简史》，东北证券

二次工业革命（19 世纪后期-20 世纪中期）：16 世纪就出现了办公室的雏形，但一直到 19 世纪初期，办公室还不是一个流行的工作场所。19 世纪中期欧美国家大概只有不到 5% 的劳动力在办公室谋生。二次工业革命爆发后，电力工业、通讯行业、石油工业、化学工业等新行业带来了大量的新兴工作岗位。同时一系列新发明的诞生，大幅提升了企业的运营管理能力：电梯和抽水马桶的诞生使得企业在

一幢大楼中办公成为了可能；电报的诞生缩短了通讯时间；电灯的诞生改善了市内办公的照明环境。于是欧美国家办公人员的急剧增加，从而导致了办公工作的规模化增长。办公家具的需求快速增长，催生出各种各样的办公家具企业也如同雨后春笋般崛起。

图 2：20 世纪初打字员人均办公面积约 1 平米



数据来源：《办公空间发展简史》，东北证券

冷战时期（20 世纪 50-80 年代）：此时办公室职员在工作性质上与一般的工人无异，基本不需要团队协作和创造性的工作，办公室职员不满于拥挤和嘈杂的办公环境，在苏联外部宣传压力之下，西方企业开始改善职员的办公环境。格子间办公室在 1967 年推出，整个办公空间用模组化和格子状的空间设计来达到有效和完善的管理。最初的格子间的隔板有 120 度的夹角，其目的是利用半局限的格子让公司中的个体拥有相对独立的思考空间，却又不会完全封闭于集体。

图 3：60 年代的格子间



数据来源：《办公空间发展简史》，东北证券

现代（80年代后）：硅谷一直在引领办公室的新潮流，崇尚开放协作式办公的硅谷才逐渐开始挥别格子间。打破了上司与普通员工间的层级结构，营造出平等、合作、创新的工作氛围。员工在开放式办公环境下可以完成很多事情：工作、健身、吃饭、购物、休憩、交流。这样的办公室会使员工更能长时间保持高效的工作。

图 4：开放式办公环境



数据来源：《办公空间发展简史》，东北证券

1.2. 美英去工业化后非模块化工作占比提升

需要开放式办公的非模块化工作大多集中在第三产业。通常的三大产业是联合国使用的分类方法：第一产业包括农业、林业、牧业和渔业；第二产业包括制造业、采掘业、建筑业和公共工程、水电油气、医药制造；第三产业包括商业、金融、交通运输、通讯、教育、服务业及其他非物质生产部门。其中信息通讯、商业服务、金融、法律等专业服务行业中非模块化工作较多，对开放式办公和办公室整体解决方案的需求更大。

战后产业趋势是第三产业占比提升，第一、第二产业占比下降。二战后，随着社会经济和科学进步，国民经济各部门的产值和就业人员的比例不断发生变化。其变化趋势是：起初是第一产业的比重不断下降，第二产业的比重不断上升，第三产业的比重也不断上升；随后包括第一、第二产业的物质生产部门的比重都不同程度下降，第三产业的比重持续上升。这种变化趋势在发达国家比较突出。发达国家第三产业的产值和就业人口的比重一般都在 50% 以上，成为规模最大、增长最快的产业。而在发展中国家除新型工业化国家和地区以外，总的说来其产业结构层次都相对落后，转变的进程也不快。但从变化趋势看，发达国家同发展中国家基本上是一致的。

80年代英美两国实行新自由主义政策，进一步加速了去工业化。在撒切尔和里根上台之前，两国的经济停滞和通货膨胀并存。80年代后撒切尔、里根改革使英美经济走出“滞胀”困境，促进其经济的恢复和发展。市场化政策加速了企业家将产业转出国内，寻找生产资料价格洼地的进程，加快了英美去工业化的速度。

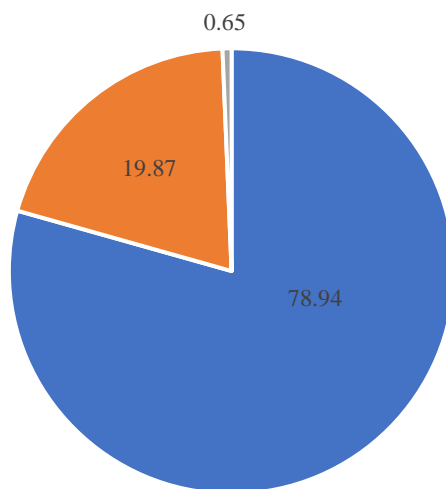
表 2: 美英新自由主义政策方向相同

	内外政策	力推自由市场经济	社会福利	减税	军事
英国	对国有企业实行私有化	解除政府对市场的调控和监管，其中包括对金融的监管 ²	打击和削弱工会力量 削减社会福利	主要是对大公司和富人减税 取消汇率管制，实行汇率自由浮动	推行旨在削弱和瓦解苏联的政策
美国	大市场”和“小政府	大力减少政府对市场的干预 解除政府对市场调控和监管	削减社会福利支出 镇压工会领导的罢工运动	降低税率 主要是大幅度降低富人所得税税率	推动“星球大战”计划 大幅度增加军费支出

数据来源：东北证券

英国大力发展第三产业，第一、二产业岗位减少。自1985年以来，英国市场共提供了350万个新的就业岗位，其中超过一半是服务行业，而农业、采矿业和制造业在20年内共失去232万个就业岗位。在英国就业总量中，采矿业只占2.5%，农业和其他农业相关行业占1.5%，相比之下，商业和金融行业则增加了200万个就业岗位，增幅为71%。英国在产业调整中，积极发展金融、财会、信息技术、教育、房地产等第三产业，减少对农业、采矿业和制造业等第一、第二产业的投资和优惠政策，第三产业得到快速发展，为国民经济发展注入新生力量。截止2019年，英国第三产业占比已从冷战后期的70%提升至79%，第二产业从29%下降至20%。

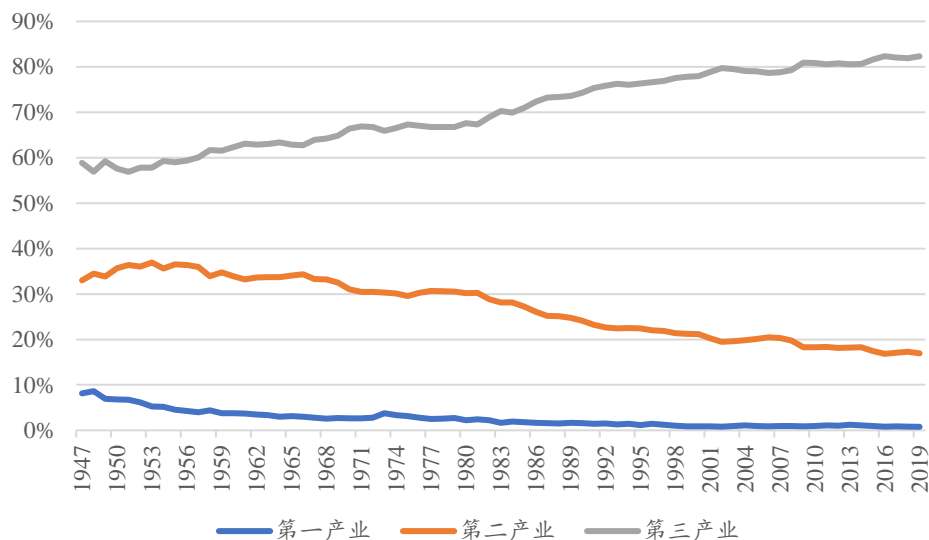
图 5: 2019年英国三大产业结构



数据来源：wind，东北证券

美国产业结构在 80 年代出现了去工业化。美国去工业化主要发生在 1980 年-2000 年。1980 年美国第二产业占比 30%，第三产业占比 68%，2000 年美国第二产业占比降至 21%，第三产业占比达 78%，2019 年美国第二产业占比降至 17%，第三产业占比升至 82%。

图 6：二战后美国产业结构变化趋势

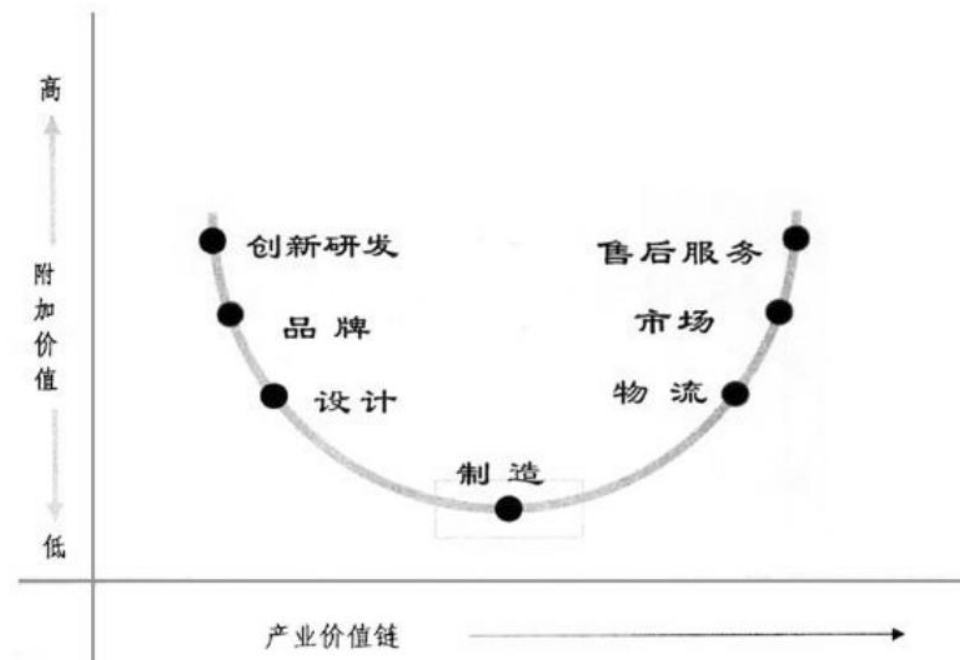


数据来源：wind，东北证券

美国聚焦创新产业，注重人力资本培养。20 世纪 80 年代，美国面对来自日本和德国迅速崛起的强大制造力和技术赶超威胁，开始大力推行一系列产业技术政策措施，旨在加强创新网络建设，将科研与生产相结合，促进应用性技术的开发与推广，同时致力于推进创新要素的市场化改革。美国在这一阶段的产业政策不仅在宏大社会挑战的驱使下，开始注重对战略性新兴产业优先领域的培育和支持，而且重视人力资本培养，扩大在人才上的教育投入和办公环境改善，以适应新兴产业对于高技能劳动力的需要。

去工业化后企业向微笑曲线两端延伸，提供更多非模块化工作。随着经济的变革，国民经济总值从第二产业的制造业的降低，第三产业的陡增，通过这样的曲线发展，形成了著名的微笑曲线。产业经济学中的“微笑曲线”表明，加工制造位于产业链附加值曲线的最底端，利润相对薄弱，企业如果要获得更多的附加值，就必须向两端延伸——一方面向前端的品牌设计及创新研发延伸，一方面向后端的市场销售、物流传播延伸。总体而言，愈向两边走，企业获得的附加值就越多。企业向微笑曲线两端延伸，需要雇佣更多设计研发、市场等方面的专业人才，这部分员工的工作具有非模块化的特征，很难标准化，在工作中需要大量的沟通和外勤，因此衍生出开放式办公的需求。

图 7：微笑曲线两端的工作拥有非模块化的特征



数据来源：《微笑曲线应用》，东北证券

1.3. 共享办公为中小企业提供开放式办公环境

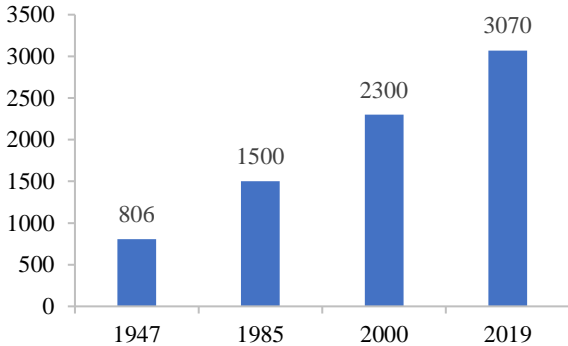
长期以来小企业很难负担开放式办公装修。在专业服务行业中，有许多细分小行业里的公司规模都比较小，通常不会租用整层办公楼，而是与其他小公司共用一层办公楼。这部分小公司数量极大，但是难以负担一整层楼的开放式办公装修，wework等共享办公模式的诞生，为这些小公司带来了享受开放式办公的机会。

小企业是美国经济的重要组成部分。按照美国联邦政府 2000 年 5 月 15 日最新发布、10 月 1 日正式生效的《小企业规模标准》，美国的小企业是根据不同的行业，按照雇员人数、企业资本金和企业规模来划分的。一般行业，雇员在 500 人以下或企业资本金在 500 万美元以下的为小企业；特殊行业，如石油加工、航空货运、海洋货运等，雇员人数不超过 1500 人，资本金不超过 2750 万美元的为小企业。美国中小企业代表了 99% 的雇主；雇佣了 52% 的工人；雇佣了 61% 的领取失业救济的工人；雇佣了 38% 的高技术行业的工人；提供了所有的新工作岗位；提供了 51% 的私营企业产值；代表了 96% 的出口商；获得了联邦政府合同额的 35%，对美国经济的发展有着不可忽视的重要作用。

小企业从战后迅速发展，是美国技术创新的重要力量。美国小企业在战后获得迅速发展，1947 年，小企业总数不超过 806 万家，1985 年便达到 1500 万家，到 2000 年已超过 2300 万家，截止 2019 年，全美约有 3070 万家小企业，占美国企业总数的 99.9%。据 SBA2019 年公布的数据显示，小企业每年为美国新增 150 万个就业岗位，占据美国新增就业岗位的 64%。同时，小企业广泛分布在美国各个行业中，雇员小于 500 人的小企业主要集中在建筑业、专业和科技服务业、零售业、住宿和餐饮服务业等服务业行业。美国小企业具有很强的发明创造力，小企业的人均创新发

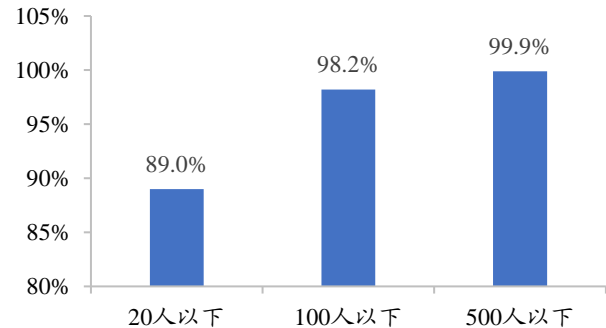
明是大企业的两倍,而且小企业科技成果推出快,科技投资回收期约比大公司短 1/4, 小企业发展新技术新产品的效率高于大企业。

图 8: 美国 1947-2019 年小企业数量 (万家)



数据来源: 美国小企业管理局, 东北证券

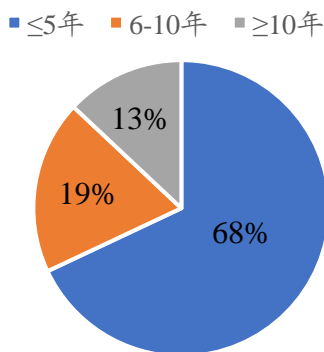
图 9: 2019 年美国小企业占比



数据来源: 美国小企业管理局, 东北证券

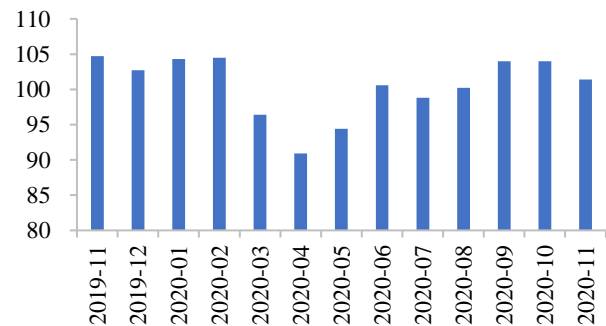
美国小企业寿命较短, 急需性价比较高的办公环境。在美国的小企业中, 约有 68% 在第一个 5 年内倒闭, 19% 可存活 6-10 年, 只有 13% 寿命超过 10 年。近年来, 倒闭和破产的小企业每年占小企业总数的 14% 左右, 新增和重组的大约为 16%, 每年净增加 2% 左右。不确定性是影响小企业生存和发展的主要因素, 当出现经济危机、政治风波、技术变革、重大灾难等不确定事件时, 小企业很可能面临无法获利、现金流断裂等情形, 从而不得不裁员、暂停甚至终止运营。受新冠肺炎疫情影响, 截至 11 月 16 日, 新泽西州今年已有 31.2% 的小企业关门, 根据美国银行调查, 美国小企业信心在 2020 年第 3 季度降至 4 年最低水平。在这种状况下, 小企业需要可以满足日常办公交流需求, 同时要求初创前几年租金水平较低的办公场所。

图 10: 美国小企业寿命



数据来源: 美国小企业管理局, 东北证券

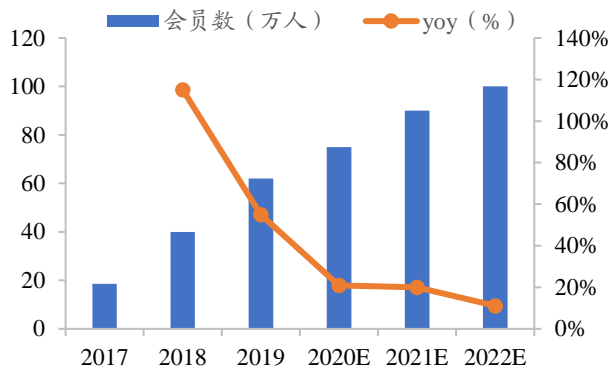
图 11: 2019.11-2020.11 美国中小企业乐观指数



数据来源: WIND, 东北证券

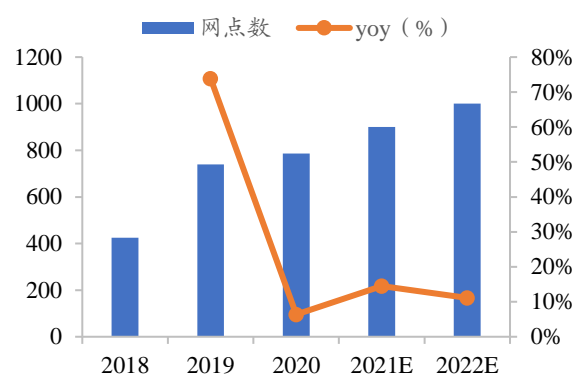
WeWork 专注打造灵活办公, 提供节约成本的办公环境解决方案。WeWork 最早于 2011 年 4 月向纽约市的创业人士提供服务, 采用“二房东+管家”的运营模式, 把酒店模式引入办公租赁市场, 解决了中小公司和楼盘业主的共同困境。WeWork 在拿到面积较大的套内空间后, 切割成面积更小的隔间, 根据用户需求重新装修改造, 并提供专业的配套设施服务。WeWork 发展迅速, 截止 2020 年底, WeWork 在全球 120 个城市拥有 786 个已开业和即将推出的办公空间。会员数 2017 年为 18.6 万, 2018 年为 40.1 万, 2019 年 6 月份达到 52.7 万, 复合增长率达到 63.96%。

图 12: WeWork2017-2022 年会员数



数据来源: 东北证券

图 13: WeWork2018-2022 年网点数



数据来源: 东北证券

图 14: WeWork 发展历史



数据来源: 东北证券

WeWork 为创业团队和中小企业带来“弹性+社交+氛围”三重价值。对于创业团队以及中小企业来说,入驻 WeWork 可以省去租约、押金、装修、水电网络等成本顾虑,既可以快速启动,集中资源在业务开发及拓展上;当创业团队面临失败风险时,也可以快速撤退而没有后顾之忧。同时, WeWork 提供的公共空间和社群活动也让员工身边不仅仅坐着是同事,还可能是潜在客户和合作伙伴。最后, WeWork 通过办公环境整体解决方案也为入驻企业提供了装潢优美、设施完善、温馨舒适的办公氛围,提高了入驻企业的工作效率和员工满意度,而这种办公环境整体解决方案是大多创业团队及中小企业不太能在前期负担的固定成本。

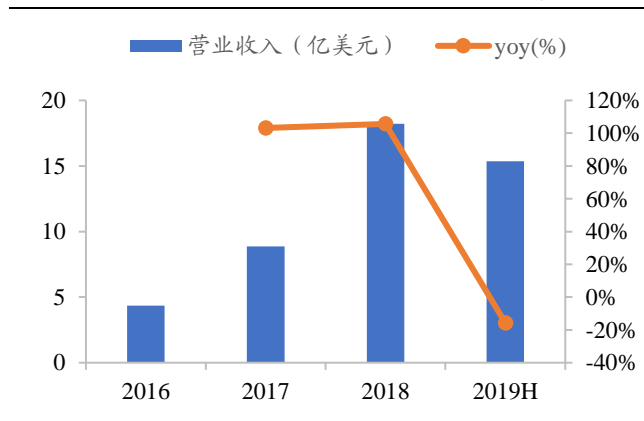
图 15: WeWork 实景图



数据来源: 东北证券

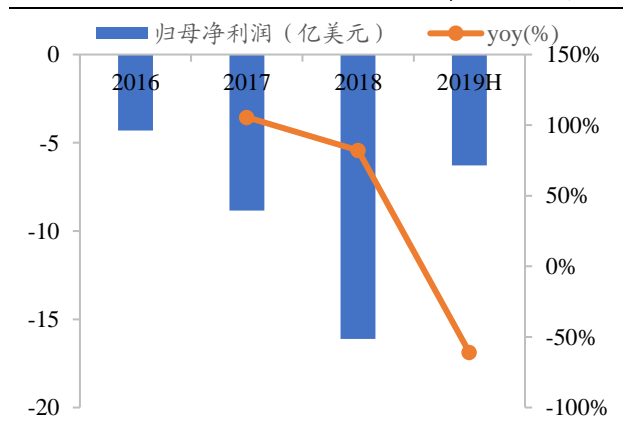
WeWork 净亏损和销售额均快速扩大, 尚未走向盈利。从 2016 年到 2018 年, WeWork 营业收入从 4.36 亿美元上升至 18.22 亿美元, 复合增长率达到 104.42%, 2019 年上半年销售额也达到了 15.35 亿美元。销售额快速扩大的同时, WeWork 净亏损也不断增加。WeWork 2016 年净亏损为 4.30 亿美元, 2018 年净亏损扩大至 19.28 亿美元, 复合增长率达到 111.79%。WeWork 主要收入来源为会员费和会员入驻租金, 2018 年会员费和工位使用费占到了营业收入 88% 的比重。一方面, WeWork 为了抢占核心商圈地段的地产, 通常会开出更高的年租金或租期更长的合同从而赢得业主青睐, 这使租金成本大大上升; 另一方面, WeWork 常常采用租金补贴、首年租金减免优惠的方式吸引客户。扩快扩张导致租金成本不断攀升, 而收入端的大打折扣则无法覆盖租金以及装修、销售、管理等费用的上升, 从而导致亏损不断扩大。

图 16: WeWork 2016-2019H 营业收入及增速



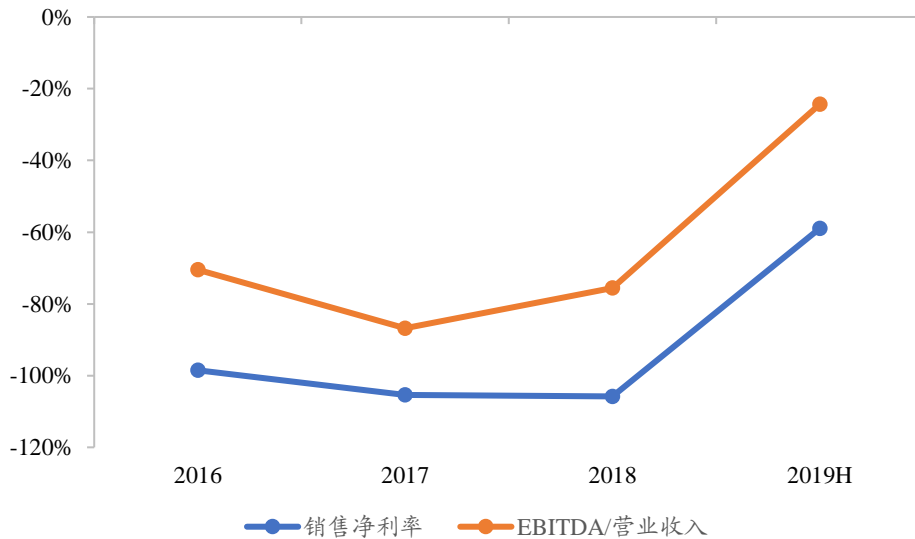
数据来源: wework 招股说明书, 东北证券

图 17: WeWork 2016-2019H 归母净利润及增速



数据来源: wework 招股说明书, 东北证券

图 18: WeWork2016-2019H 销售净利率及 EBITDA/营业收入



数据来源: wework 招股说明书, 东北证券

若需实现盈利, WeWork 需降低租金及装修费用。WeWork 费用支出主要可以划分为六个部分: 租金, 其他营运费用、装修费用、获客成本、网点运营费用以及管理费用。其中刚性费用包括获客成本和网点运营费用; 弹性费用包括租金以及装修费用。获客成本取决于会员数量, 为刚性需求, 会随着会员数量的增加而线性增加。虽然 WeWork 通过老客户推荐新客户的方式可以部分减少获客成本, 但通过第三方中介渠道取得的获客成本有不断上升的趋势, 据了解 WeWork 给予第三方中介的渠道费用已经由两年前首年租金的 20% 提高到 50%, 并在 2018 年 10 月提升至 100%。网点营运费用则取决于网点数量, 也为刚性需求, 随着 WeWork 在全世界各个城市的网点布局, WeWork 需在各个城市及各个网点分配适量的管理人员并进行相应的设施配备, 而不会因为网点的增加而减少单位网点的费用支出。

表 3: WeWork 2016-2018 年利润表

	2016	2017	2018
收入 (亿美元)	4.36	8.86	18.22
费用 (亿美元)			
租金 (亿美元)	4.33	8.15	15.21
租金/收入	99.33%	91.99%	83.50%
其他营运费用 (亿美元)	---	0.02	1.07
装修费用 (亿美元)	1.16	1.31	3.58
获客成本 (亿美元)	0.43	1.43	3.79
网点运营费用 (亿美元)	0.35	1.10	4.77
管理费用 (亿美元)	1.15	4.54	3.57
EBITDA (亿美元)	-3.07	-7.69	-13.77
EBITDA/收入	-70.47%	-86.79%	-75.61%

数据来源: wework 招股说明书, 东北证券

租金对盈利的弹性较大。租金是费用的重要构成部分，从2016年到2018年，租金占收入的比重分别为99.33%、91.99%以及83.50%，有逐渐下降的趋势。与传统转租上相比，WeWork与业主签订的租约周期较长，普遍周期在15-20年左右，较长的租约可以使WeWork以较低的租金成本获取资产；同时，WeWork与业务积极开展分成模式，在这种情况下，业主会支付翻新和建设办公室的费用，同时给予更大的租金优惠，以换取会员利润的50%分成。随着WeWork开发市场的成熟、分成模式的逐步推进以及给予客户的租金优惠的逐渐减小，租金所占收入比重有望降到80%-60%，从而实现租金成本最小化。以2018年WeWork租金费用为基准，分别按照2018年租金5%、10%及15%的比例进行上下调整，计算得出EBITDA租金弹性系数为1.10，即若一定时期内租金下降1倍，则盈利可以提高1.1倍。

表 4: EBITDA 租金弹性系数表

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
租金变化后金额 (亿美元)	12.93	13.69	14.45	15.21	15.97	16.73	17.49
收入 (亿美元)	20.50	19.74	18.98	18.22	17.46	16.70	15.94
EBITDA (亿美元)	-11.49	-12.25	-13.01	-13.77	-14.53	-15.29	-16.05
EBITDA 变化率	-16.57%	-11.05%	-5.52%	0	5.52%	11.05%	16.57%
EBITDA 租金弹性系数	1.10	1.10	1.10	---	1.10	1.10	1.10

数据来源: wework 招股说明书, 东北证券

装修费用对盈利的弹性较小。装修费用即翻新建设办公空间的费用，随着办公环境整体解决方案在世界各个地区的发展与应用以及WeWork市场的不断扩大；单位面积的装修费用有逐渐下降的趋势，实现规模效应。以2018年WeWork装修费用为基准，分别按照2018年装修费用5%、10%及15%的比例进行上下调整，计算得出EBITDA租金弹性系数为0.26，即若一定时期内租金下降1倍，则盈利可以提高0.26倍。

表 5: EBITDA 装修费用弹性系数表

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
装修费用变化后金额 (亿美元)	3.04	3.22	3.40	3.58	3.76	3.94	4.12
收入 (亿美元)	18.76	18.58	18.40	18.22	18.04	17.86	17.68
EBITDA (亿美元)	-13.23	-13.41	-13.59	-13.77	-13.95	-14.13	-14.31
EBITDA 变化率	-3.90%	-2.60%	-1.30%	0	1.30%	2.60%	3.90%
EBITDA 租金弹性系数	0.26	0.26	0.26	---	0.26	0.26	0.26

数据来源: wework 招股说明书, 东北证券

随着单位租金和单位装修费用的下降，WeWork盈利能力有所改善。WeWork2018-2020年网点数分别为425、739和786，可见随着网点布局的完善以及疫情的影响，网点布局速度有明显的下降，因此预计2021和2022年网点数分别为900和1000，则以2018年网点运营费用为基准，2019-2022年网点运营费用随着网点数量增加分别线性增加为8.30亿美元、8.83亿美元、10.11亿美元及11.23亿美元；而装修费用一方面随着网点布局速度的放缓而下降；另一方面由于办公环境整体解决方案提供商的增加而WeWork作为采购商获得议价能力的提高，从而进一步降低装修费用。WeWork2017-2019年会员数分别为18.6万、40.1万和62万，会员增长速度也有明显的放缓，因此预计2020-2022年会员数量分别为75万、90万和100万，则以2018

年获客成本为基准，2019-2022 年获客成本分别为 5.87 亿美元、7.10 亿美元、7.57 亿美元和 9.47 亿美元，会员增长速度的放缓也将影响收入增长，预计至 2022 年亏损逐年减小，盈利能力有所改善。

表 6: WeWork 2019-2022 年 EBITDA 预测

	2019	2020	2021	2022
收入 (亿美元)	30.00	36.00	43.20	51.84
费用 (亿美元)				
租金 (亿美元)	24.00	27.00	30.24	31.10
租金/收入	80%	75%	70%	60%
其他营运费用 (亿美元)	1.09	1.11	1.13	1.16
装修费用 (亿美元)	6.22	6.62	7.58	8.42
获客成本 (亿美元)	5.87	7.10	7.57	9.47
网点运营费用 (亿美元)	8.30	8.83	10.11	11.23
管理费用 (亿美元)	3.68	3.79	3.91	4.02
EBITDA (亿美元)	-19.16	-18.50	-17.34	-13.56
EBITDA/收入	-63.88%	-51.25%	-40.14%	-26.16%

数据来源: wework 招股说明书, 东北证券

WeWork 财务状况改善后有助于为全球中小企业提供优质办公环境。今年受到疫情影响，WeWork 财务状况改善不及预期，但我们认为中小企业开放式办公需求始终存在，且随着生产效率的提升，中小企业这种需求会越来越多，在 WeWork 财务状况改善后，其规模也将扩大，进一步惠及全球中小企业，同时为办公家具解决方案带来了更大的市场机遇。

2. 国内整体办公家具解决方案方兴未艾

2.1. 美国办公家具解决方案提供商行业集中度高

美国办公家具客户集中在第三产业。办公家具使用范围主要集中于办公室场景中；因此，相比第一产业，第二产业和第三产业成为了消费办公家具的主力军，其中第三产业是中流砥柱。在美国，约 82% 的非农就业人员从事第三产业，为办公家具市场带来了广阔的市场空间。在这些行业中，信息产业、金融产业、专业与商业服务产业以及政府部门中，使用办公家具的人数占比最高；采矿业、伐木业、制造业、建筑业中，使用办公家具的人数占比最低。截止 2019 年，美国办公家具使用人数约为 11425.5 万人。

表 7: 2019 年美国办公设备需求人数 (按行业划分)

	就业人数 (万人)	办公家具使用比例	需求人数 (万人)
采矿业和伐木业	72	35%	25
建筑业	756	35%	264.4
制造业	1287	35%	450.3
批发业	593	50%	296.7
零售业	1567	50%	783.6
交通运输业和仓储业	566	60%	339.4
公共事业	55	80%	43.8
信息业	288	95%	273.9
金融业	881	95%	837.3
专业性和商务性服务	2150	95%	2042.8
教育和医疗服务	2447	95%	2324.2
交际休闲业	1678	70%	1174.9
其他服务	593	70%	414.8
政府部门	2268	95%	2154.5
总计	15200		11425.5

数据来源: 美国劳工统计局, 东北证券

美国人均办公家具费用较高。在常规办公室环境中, 办公家具主要包括办公椅、办公桌、储物柜、文件柜、会议桌、沙发和茶几等。假设办公椅每人使用 1.5 个, 办公桌、储物柜和文件柜每人使用 1 个, 会议桌和茶几等家具每五人共享 1 个, 沙发则每十人共享 1 个。假设办公家具复购年限为 5 年, 但考虑到沙发和茶几使用人数多且使用频率高, 将复购年限分别调整为 3 年和 4 年。上述办公家具人均费用从高到低依次为办公桌、办公椅、会议桌、文件柜、沙发、储物柜和茶几, 人均总费用约为 132.5 美元。将该数据与先前计算得出的办公家具使用人数相乘, 美国办公家具市场规模是 151.39 亿美元。

表 8: 美国办公家具人均费用 (复购年限考虑到租约影响)

办公家具	人均需求数量	复购年限	单价 (美元)	合计
办公椅	1.5	5	90	27
办公桌	1	5	270	54
储物柜	1	5	30	6
文件柜	1	5	70	14
会议桌	0.2	5	450	18
沙发	0.1	3	300	10
茶几	0.2	4	70	3.5
人均总价 (美元)				132.5

数据来源: 美国亚马逊 (参考 2021 年年初数据), 东北证券

美国办公家具行业格局稳定。目前美国办公家具市场中的头部企业为 Steelcase/Herman Miller/HNI/Haworth。四家企业均创立于美国去工业化之前, 最初均以

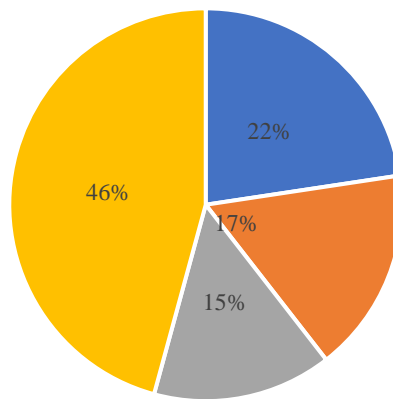
某一种办公家具品类为切入点，在 80 年代以后转型成为办公家具解决方案提供商。目前 Steelcase/ Herman Miller/ HNI 三家公司的市场份额占比超过 50%。

表 9: 海外办公家具公司情况比较

	创立时间	公司特色
STEELCASE	创立于 1912 年	办公环境整体解决方案 设计先驱
Herman Miller	创立于 1923 年	设计趋势，人体工学，至今无人可替代
HNI	创立于 1944 年	品牌集合 重视品牌领导性和品牌运营
Haworth	创立于 1948 年	重视创新与研发，铺展厅，做客户体验

数据来源：东北证券

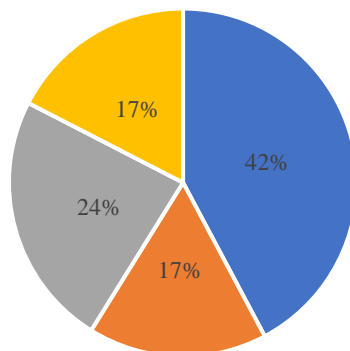
图 19: 美国办公家具行业集中度



数据来源：公司公告，东北证券

办公家具解决方案提供商集中度较高。家具厂商一般只需要精通于某一个家具品类，例如专精于办公桌或者办公椅，但办公家具解决方案提供商需要在各个家具品类下都有产品线，才能满足开放式办公的设计需求。因此达标的家具厂商较少，办公家具解决方案提供商集中度高于办公家具行业，目前 steelcase 市占率接近 50%，Steelcase/ Herman Miller/ HNI 三家上市公司的市场份额占比超过 80%。

图 20: 美国办公家具解决方案提供商集中度



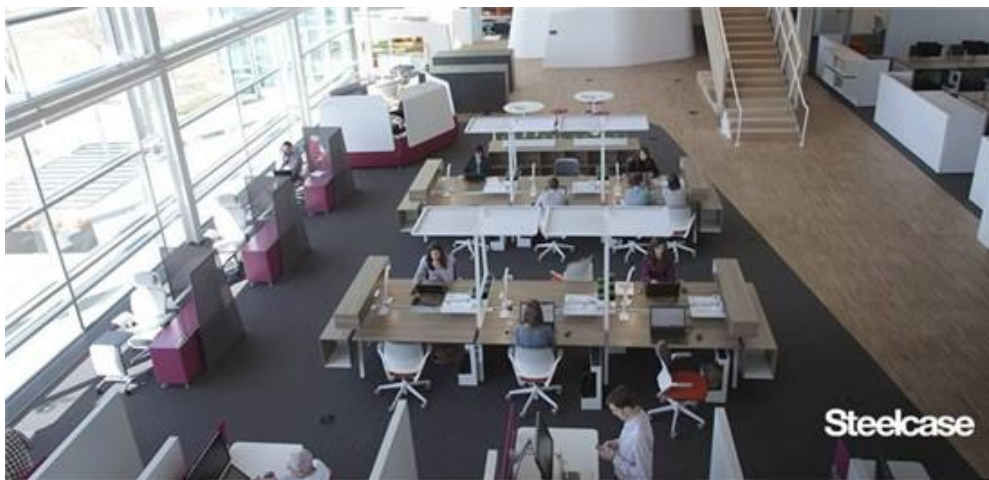
数据来源：公司公告，东北证券

2.1.1. STEELCASE

Steelcase 是办公家具行业及办公空间设计趋势的风向标。全球最大办公家具生产商 Steelcase，创立于 1912 年，总部在美国密歇根州。主要生产办公家具，并为教育，医疗保健，零售业设计及生产办公环境建筑和技术商品。在过去的 108 年里，Steelcase 公司已经帮助世界各个行业中的领先企业打造出卓越出众的体验。Steelcase 签约的项目来自全球统购协议的 GE、Google、Facebook 等客户。

从金属垃圾桶转变为办公家具整体解决方案。1912 年成立的 Steelcase 起初只是一家生产金属垃圾桶为主的小办公家具作坊。在美国，人们对于雪茄的热爱常常引发办公室火灾，Steelcase 使用金属垃圾桶解决了这一安全隐患，并且申请了首项专利，然后店铺选址在誉为“家具城市”的地方美国密歇根州，做为业务基地，7 年之后开始建设经销网络，开始提供办公桌，储物柜和其他产品，并以此开始了自己的商业旅程。90 年代之后，数字技术的发展开始改变商业办公的方式。Steelcase 敏锐地捕捉到了这一趋势，它开始把更多精力放在了办公空间设计上，走上了品牌的业务转型之路。整体办公环境解决方案，以及教育和医疗方向都是 Steelcase 目前正在拓宽的领域。

图 21: steelcase 办公解决方案



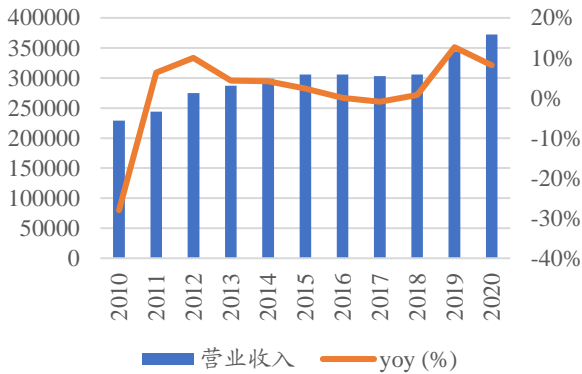
数据来源：公司官网，东北证券

Steelcase 品牌：Steelcase 品牌家族包括 Steelcase, Coalesse, Designtex, Turnstone, Smith System, Orangebox 和 AMQ。他们共同带来各种建筑、家具和科技产品及服务等综合解决方案，专为践行人类承诺、支持社会、经济和环境可持续性而设计。

营业收入：Steelcase 的营业收入主要包括办公家具产品的销售及相关服务收入。公司 2019 年营业收入增长至 37.2 亿美元，为近 20 年来最高。较 2018 年的 34.4 亿美元同比增长 8.15%，对比 2009 年的 22.9 亿美元，10 年 CAGR 约为 5%。增长的动力来自各部门的收入增加以及销售成本和运营费用占收入百分比的降低。得益于公司的定价优势，2020 年的销售成本占收入的百分比与 2019 年相比下降了 1%。

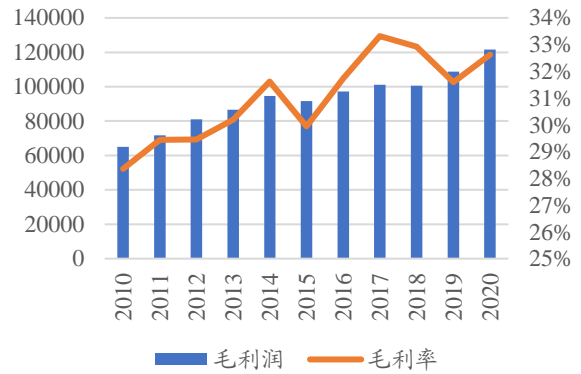
毛利及毛利率：Steelcase 2019 和 2018 的毛利润分别为 12.2 亿美元和 10.9 亿美元，分别同比增长 11.70% 和 8.13%，对比 2009 年的 6.5 亿美元，10 年 CAGR 为 6.46%。毛利率由 2018 年的 31.60% 增长至 2019 年的 32.63%。

图 22: Steelcase 2010-2020 年营业收入及增速



资料来源：公司年报，东北证券

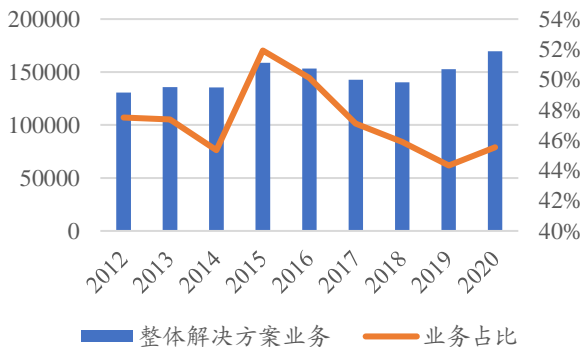
图 23: Steelcase 2012-2020 年毛利及毛利率



资料来源：公司年报，东北证券

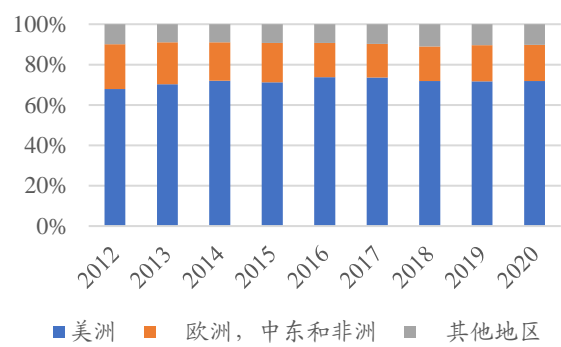
业务拆分：整体解决方案业务占比最高，达总业务量的 46%，2019 年实现 16.95 亿美元的销售收入，同比增长 11.09%。美洲地区是公司最大的收入来源，占总收入的 71.8%，其次占比最高的是欧洲，中东和非洲地区，占总营收的 18.0%，世界其他地区占比为 10.2%。近十年各地区收入所占比例较为稳定。

图 24: Steelcase 2012-2020 年细分业务收入及占比



资料来源：公司年报，东北证券

图 25: Steelcase 2012-2020 年分地区收入及占比



资料来源：公司年报，东北证券

2.1.2. Herman Miller

赫曼米勒精于人体工学椅设计。世界顶级办公家具品牌 Herman Miller 是美国最主要的家具与室内设计厂商之一。公司是推动家具产品现代化变革的先行者之一。公司认为设计是企业经济的一个有机组成部分。该公司在 20 世纪 60 年代首创的“屏风工作位系统”，直到今天仍在全球被广泛使用。几乎在同一时期，Herman Miller 与 Charles and Ray Eames 等一批当时的著名设计师合作推出的许多座椅在今天都依然被认为是家具设计史上的不朽传奇。目前公司客户包括：国外顶尖 IT 公司、平安科

技、Facebook、百事公司等。

图 26: 查尔斯 & 蕾·伊姆斯 夫妇



资料来源: 东北证券

图 27: Eames 夫妇设计代表作品



资料来源: 东北证券

赫曼米勒从人体工学椅切入办公家具整体解决方案。Herman Miller 于 1923 年由德·普雷 (D.J. De Pree) 创立, 其前身为 1905 年创立的 Michigan Star, Star 家具公司 (Star Furniture Company), 主要生产高品质的传统风格卧室套房家具。1950 年, Herman Miller 推出由查尔斯 & 蕾·伊姆斯 (Charles & Ray Eames) 设计的全球首款压模成型的伊姆斯压模玻璃纤维座椅。1986 年, Herman Miller 推出宜所空间系统 (Ethospace)。2011 年, Herman Miller 收购 Posh。2012 年, Herman Miller 推出经典系列 Herman Miller Collection, 集合纯正的现代设计满足各种空间的设计需求。

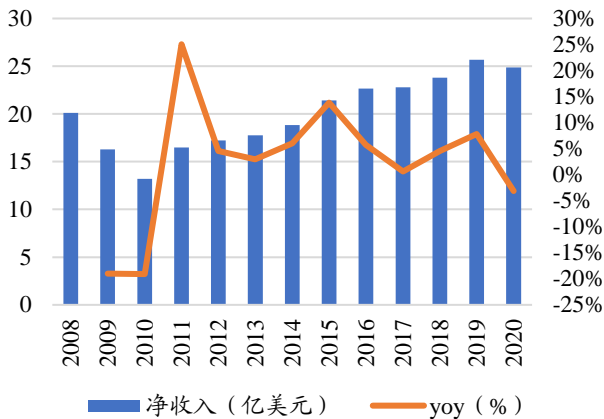
图 28: Herman Miller 办公解决方案



数据来源: 公司官网, 东北证券

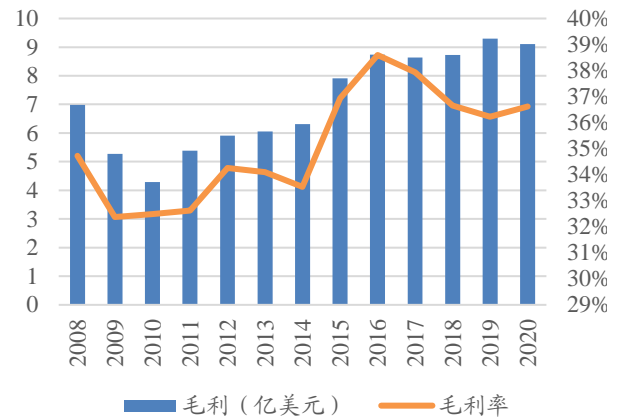
收入与利润: Herman Miller 净收入在 2008 年到 2010 年出现下滑, 从 20.12 亿美元减少到 13.19 亿美元, 此后公司净收入总体保持逐年递增趋势, 2020 年增长到 24.87 亿美元。公司的毛利润同净收入走向一致, 在 2008 年至 2010 年间, 毛利润从 6.99 亿美元跌至 4.29 亿美元, 但此后毛利润整体保持上升趋势, 2020 年为 9.11 亿美元。

图 29: HM 净收入及增速



资料来源: 公司年报, 东北证券

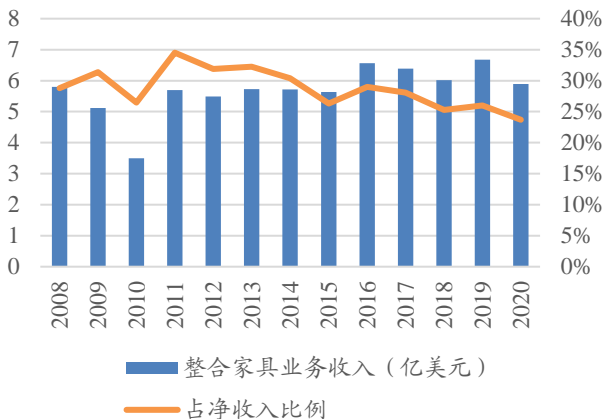
图 30: HM 毛利及增速



资料来源: 公司年报, 东北证券

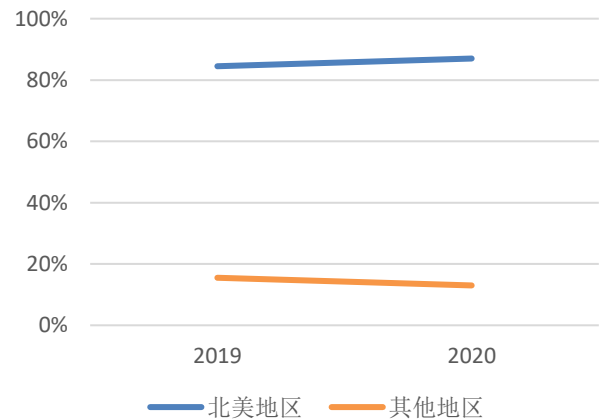
业务拆分: Herman Miller 的整合家具业务近 13 年的净收入保持在 5.89 亿美元左右, 占总净收入的 28.96% 左右。近两年, 该业务 80% 以上的净收入来源于北美地区。

图 31: Herman Miller 整合家具业务收入及比



资料来源: 公司年报, 东北证券

图 32: Herman Miller 整合家具业务分地区占比

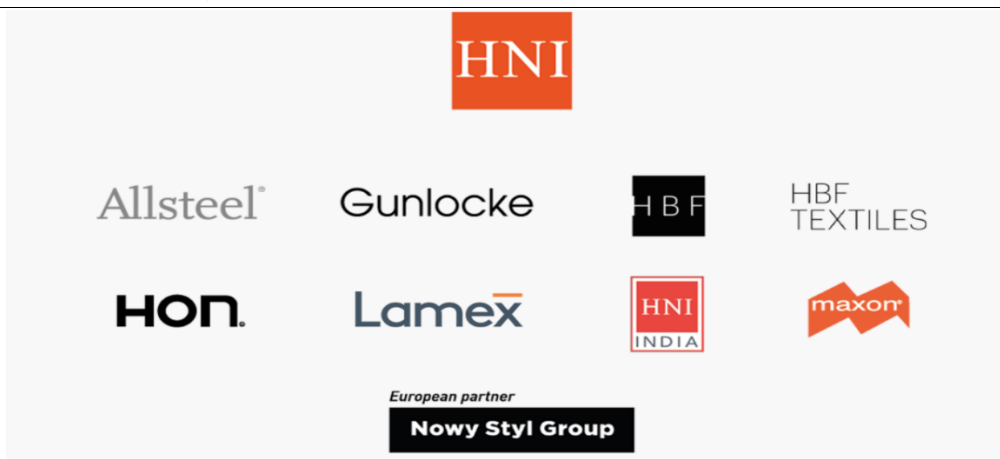


资料来源: 公司年报, 东北证券

2.1.3. HNI

HNI 是世界最大的办公家具公司之一。1944 年, HNI 创设于美国爱荷华州马斯卡廷 (Muscatine), 是世界最大的办公家具公司之一, 业务遍及 150 个国家和地区。公司是也是壁炉产品供应商。公司向经销商, 批发商, 全国办公产品分销商, 终端用户, 以及联邦, 州和地方政府销售各种办公家具产品系列。

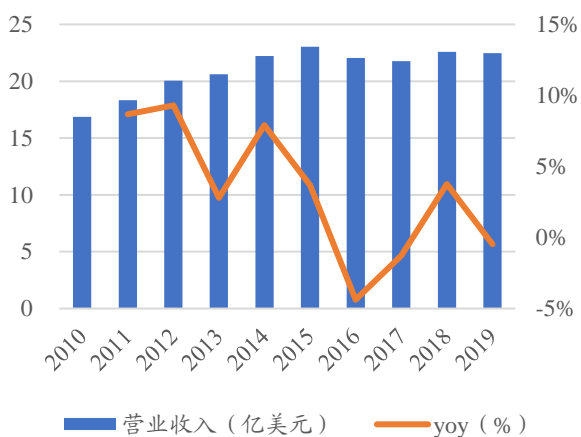
图 33: HNI 品牌



数据来源: 公司官网, 东北证券

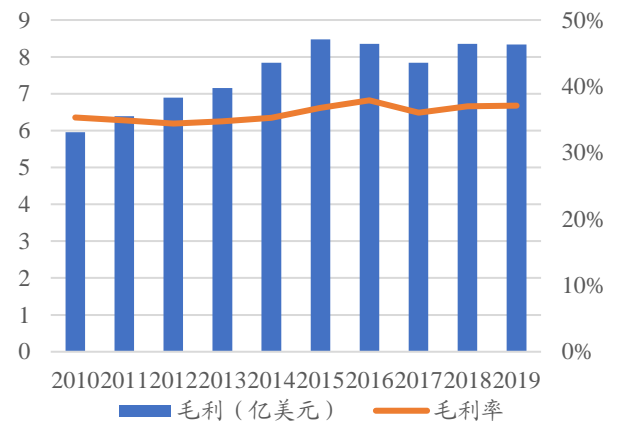
收入与利润: 公司营收整体呈上升趋势。从 2010 到 2019 年, 营业收入从 16.87 亿美元增长至 22.47 亿美元。同时, 近十年来, 公司产品毛利率较为稳定, 保持在 35% 左右。

图 34: 2010-2019 年 HNI 营业收入及增速



资料来源: 公司年报, 东北证券

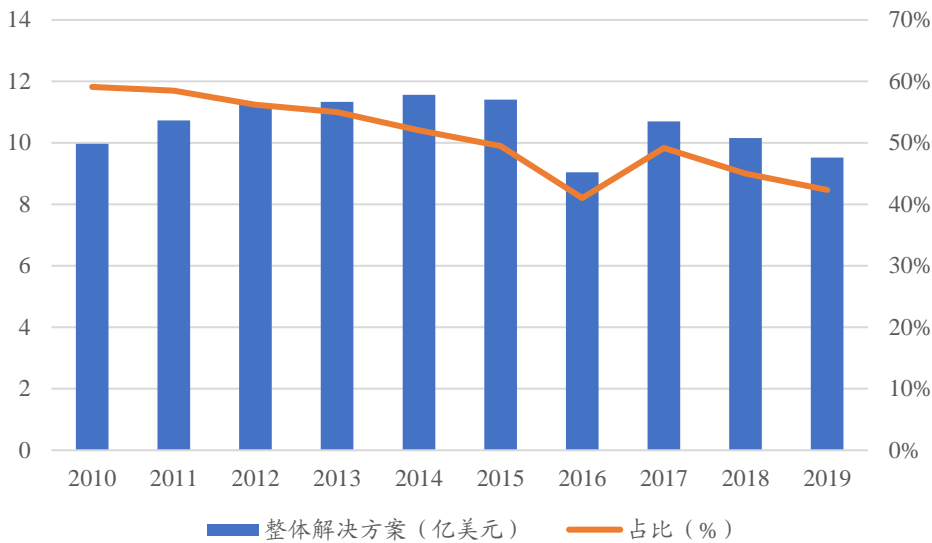
图 35: 2010-2019 年 HNI 毛利及毛利率



资料来源: 公司年报, 东北证券

业务拆分: 2010 年-2019 年 HNI 整体解决方案业务占比略有下降, 2019 年 HNI 整体解决方案业务收入 9.52 亿元, 占总收入的 42.4%。

图 36: 2010-2019 年整体办公解决业务收入



数据来源: 公司年报, 东北证券

2.1.4. Haworth

Haworth 是灵活空间设计的代表。 1948 年成立于美国的 Haworth 是当今全球最知名的办公家具企业之一。总部位于美国密歇根州。该公司从上世纪 80 年代初便开始为客户提供办公空间整体解决方案, 并在 80 年代中晚期开始向北美、欧洲及亚洲等市场快速扩张。Haworth 始终重视创新与研发, 在办公家具发展史上, 公司注重灵活办公设计, 包括“移动化办公系统”、“工作位内部走线系统”等创新均为该公司首先推出。

2.2. 国内第三产业专业客户数量有很大增长空间

中国非农就业人口中第三产业从业人数占比偏低, 办公家具使用比例较低。 在中国, 约 64% 的非农就业人口从事第三产业, 在这些产业中, 信息传输, 软件和信息技术服务业、金融业、科学研究和技术服务业、公共管理、社会保障和社会组织使用办公家具人数占该行业总人数比例较高; 采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业、交通运输、仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业使用办公家具人数占该行业总人数比例较低。截止 2019 年, 中国办公家具使用人数约为 3.67 亿人。中国非农就业人口约为美国的 4.45 倍, 但是中国办公家具使用人数约为美国的 3.21 倍, 这一差异是由于美国第三产业从业人数占比高于中国的, 同时第三产业, 特别是专业服务行业, 是办公家具消费的中流砥柱。

表 10: 2019 年中国办公设备需求人数 (按行业划分)

	就业人数 (万人)	办公家具使用比例	需求人数 (万人)
采矿业	736	35%	257.6
制造业	13572	35%	4750.2
电力、热力、燃气及水生产和供应业	746	35%	261.1
建筑业	6566	35%	2298.1
交通运输、仓储和邮政业	2681	35%	938.35
信息传输、软件和信息技术服务业	911	95%	865.45
批发和零售业	17050	40%	6820
住宿和餐饮业	3825	50%	1912.5
金融业	1651	95%	1568.45
房地产业	1021	95%	969.95
租赁和商务服务业	4709	75%	3531.75
科学研究和技术服务业	868	95%	824.6
水利、环境和公共设施管理业	489	75%	366.75
居民服务、修理和其他服务业	2725	75%	2043.75
教育业	3819	95%	3628.05
卫生和社会工作	2012	80%	1609.6
文化、体育和娱乐业	303	80%	242.4
公共管理、社会保障和社会组织	3980	95%	3781
总计	67664		36669.6

数据来源: 国家统计局, 东北证券

中国人均办公家具费用较低。中国办公室中办公家具同样包括办公椅、办公桌、储物柜、文件柜、会议桌、沙发和茶几等, 且每款家具的人均需求量相同。在中国, 上述办公家具人均费用从高到低依次为办公桌、办公椅、储物柜、文件柜、会议桌、沙发和茶几, 人均总费用约为 137 美元。将该数据与先前计算得出的办公家具使用人数相乘, 预估中国办公家具市场规模是 130.69 亿美元。中国办公家具使用人数是美国的 3.21 倍, 但其市场规模却低于美国, 主要原因是美国的人均办公家具费用总价显著高于中国, 其人均费用约为中国的 3.72 倍。

表 11: 中国办公家具人均费用

办公家具	人均需求数量	复购年限	单价 (人民币)	合计
办公椅	1.5	5	150	45
办公桌	1	5	300	60
储物柜	1	5	200	40
文件柜	1	5	200	40
会议桌	0.2	5	500	20
沙发	0.1	3	500	16.7
茶几	0.2	4	200	10
人均总价 (美元)				35.6

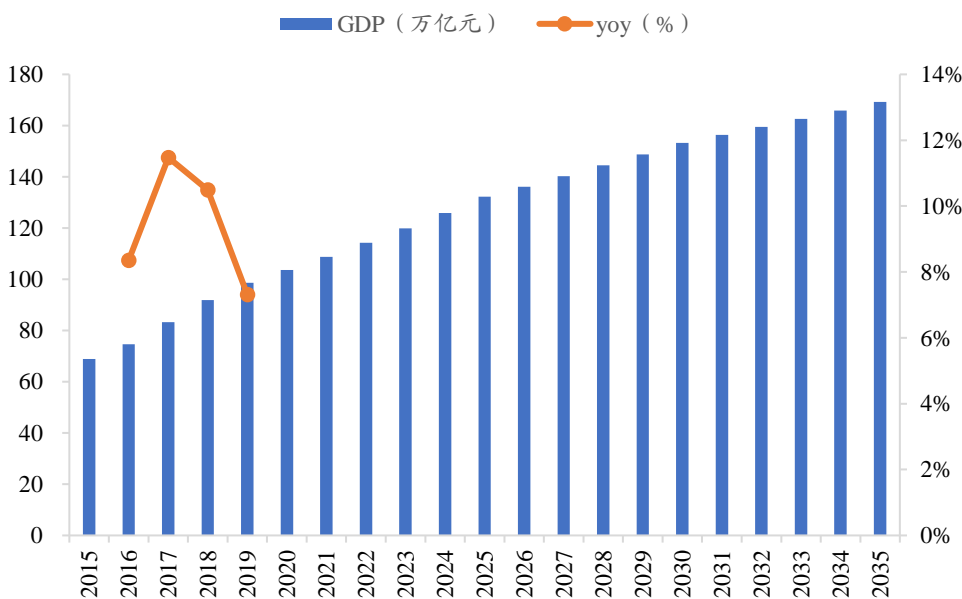
数据来源: 天猫 (参考 2021 年年初数据), 东北证券

国内整体办公家具需求正在爆发前夜。虽然国内整体办公家具需求还较小，但随着我国持续发展，国内第三产业发展，特别是 IT、法律、商务等专业服务产值占比提升，国内整体办公家具需求将快速爆发，为国内办公家具厂商带来巨大的机遇。

短期内，疫情带来经济发展的不确定性。短期内，由于受到疫情的持续性影响，中国在发展时会面临着后疫情时代带来的趋势性、深层次和结构性的变化，国家在经济发展时将会面对较大的不确定性。

在长期，中国 GDP 将继续增长。由日韩等后发达国家的历史 GDP 增速表现推断未来中国 GDP 未来增速：中国与日本和韩国一致，均属于后发国家。中国目前正处于从发展中国家向发达国家转变的阶段，而日韩已跻身进入了发达国家的行列，因此日韩在不同发展阶段所呈现的 GDP 增长表现，对分析中国的 GDP 未来长期增长情况有借鉴意义。根据日韩的历史表现，结合中国自身 GDP 增速趋势，预计至 2035 年，当中国人均 GDP 将达到中等发达国家水平。IT、法律、商务等专业服务的发展速度将高于整体 GDP 增速。

图 37：2015-2035 年中国 GDP 及增速



数据来源：国家统计局，东北证券

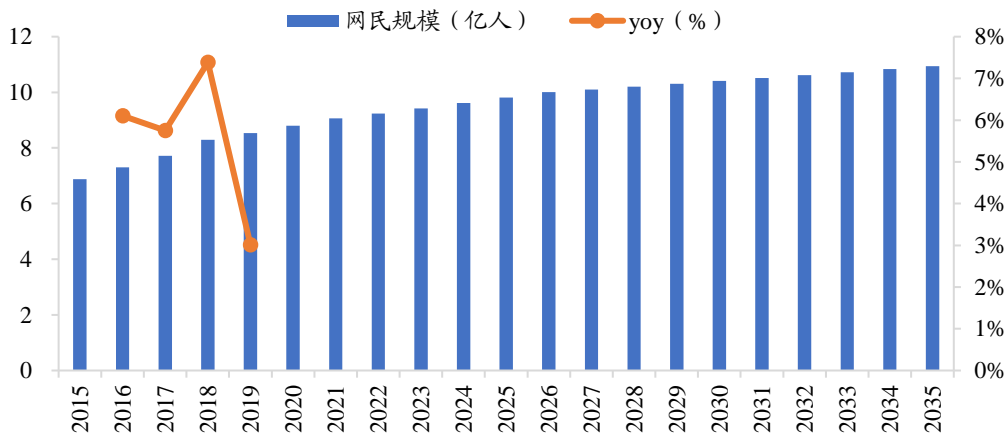
注：我们预期 2020 年 GDP 增速为 2.5%，2021-2025 年复合增速为 5%，2026-2030 年复合增速为 3%，2031-2035 年复合增速为 2%。

未来，IT 服务市场趋向于深层次、数字化和标准化，预计增速不会放缓。中国的 IT 服务经历了从“服务规范化到服务个性化”的发展，正在进入“服务绩效化”的新阶段，并将逐步走向“服务标准化”，中国 IT 服务业已进入快速发展期。同时，以大数据、云计算、区块链、人工智能为代表的新兴技术将推动金融、政企、电信等领域的数字化转型，是未来 IT 产业发展的新趋势。

网民规模以及网民人均 GDP 的增长推动未来 IT 服务业产值的扩大。2015 年网民规模达到 6.88 亿人，占 2015 年年末总人口的 50.05%，2019 年网民规模为 8.54 亿

人，占 2019 年年末总人口的 61.00%，复合增长率达到 5.55%，网民规模趋于饱和，因此预计 2020-2035 年度网民规模增速将有小幅下降，整体呈现增速放缓的态势，并落在 1%-4% 的区间内。同时，根据 2015-2019 年信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 及网民规模，推算得出 2015-2019 年网民人均 IT 产值由 2546.05 元上升至 3827.83 元，复合增长率达到 10.73%。

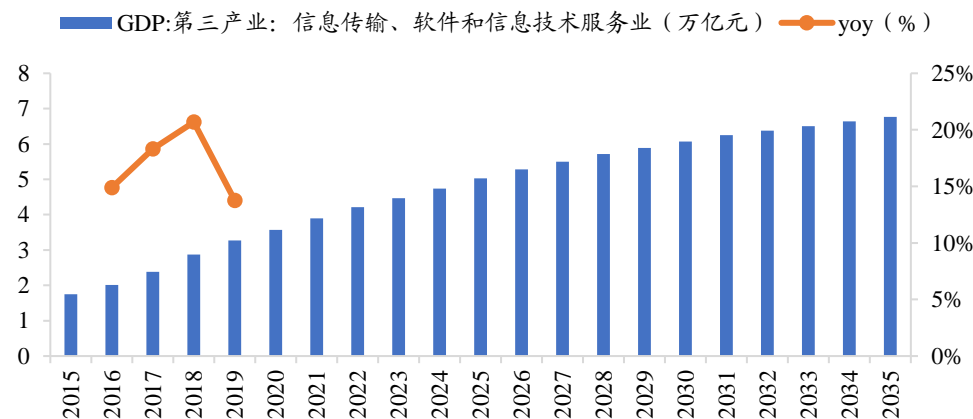
图 38: 2015-2035 年网民规模及增速



数据来源：国家统计局，东北证券

注：预期 2020-2026 年网民规模年增速为 2%，2027-2035 年网民规模年增速为 1%。

图 39: 2015-2035 年信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 及增速



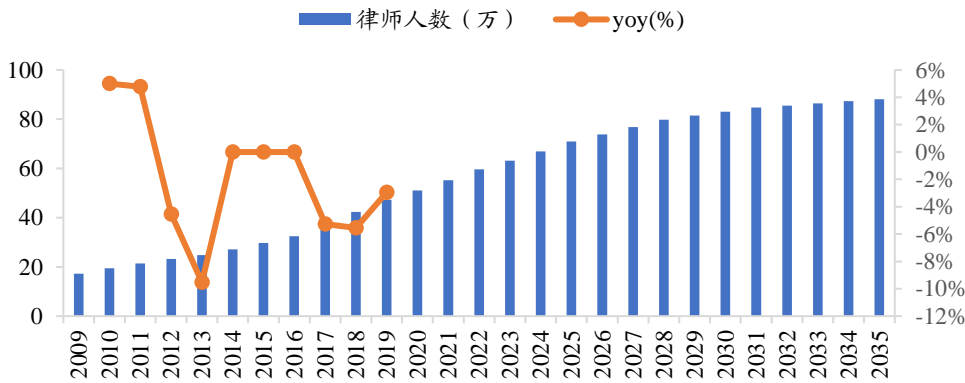
数据来源：国家统计局，东北证券

注：IT 行业产值预测基于网民规模及网民人均贡献产值预期，预期 2020-2022 年网民人均贡献产值年增速为 6%，2023-2025 年增速为 4%，2026-2028 年增速为 3%，2029-2031 年增速为 2%，2032-2035 年增速为 1%。

法律从业人数和法律市场的扩大使得法律服务的产值不断增加。法律从业人数从 2009 年的 17.3 万人，增加至 2019 年的 47.3 万人，复合增长率达到 10.58%，法律从业人数快速增加。尽管从业人数的增加使得律师的平均收入不断下降，从 2009 年到 2019 年，律师平均年收入从 20 万元不断下降至 16.5 万元，但是法律市场本身在持续扩大，根据司法部 2017-2019 年公布的诉讼案件和非诉讼案件的数据显示，2017-2019 年诉讼案件从 465 万件增加为 610.8 万件，非诉讼案件从 2017 年的 89.4 万件

增加为 2019 年度的 133.6 万件，法律市场中的法律服务需求不断增加。因此，预计在 2020-2035 年间，法律服务产值呈现增加的趋势。

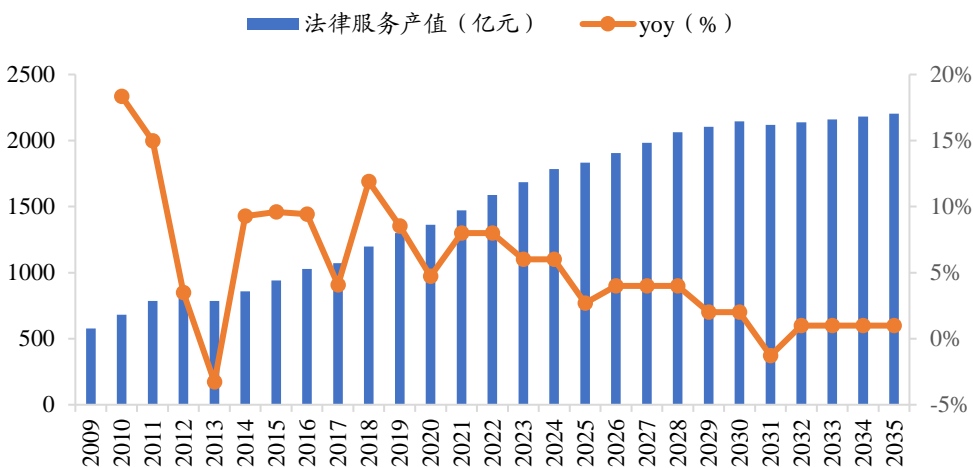
图 40: 2015-2035 年律师人数及增速



数据来源：国家统计局，东北证券

注：预期 2020-2022 年律师人数年增速为 8%，2023-2025 年增速为 6%，2026-2028 年增速为 4%，2029-2031 年增速为 2%，2032-2035 年增速为 1%。

图 41: 2015-2035 年法律服务产值及增速

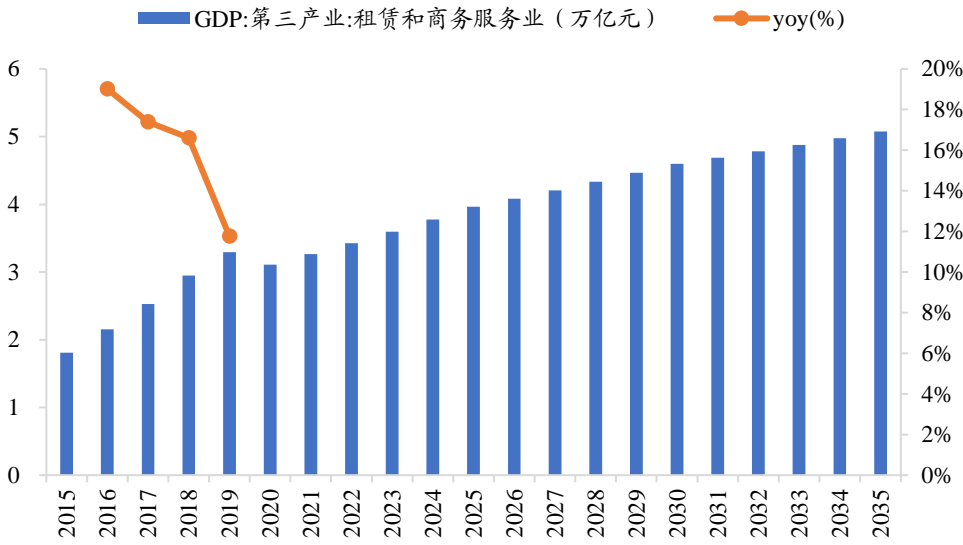


数据来源：国家统计局，东北证券

注：法律产值预测基于律师人数，律师人均贡献产值，在 2019 年人均贡献 27.5 万元的基础上，我们预期 2020-2024 年人均贡献 26.7 万，2025-2030 年人均贡献 25.8 万，2031-2035 年人均贡献 25 万。

中国商务服务业发展与美日等国家对标，产值将持续扩大。从 2015 年到 2019 年，中国租赁及商务服务业 GDP 从 18089.70 亿元上升至 32933.50 亿元，复合增长率达到 16.16%，占总 GDP 比重由 2.63% 上升至 3.34%。对标美国租赁及商务服务业，发现从 2007 年到 2018 年，租赁及商务服务业 GDP 占总 GDP 比重始终维持在 3% 左右上下浮动，最低占比 2.82% (2009)，最高占比为 3.12% (2018)。因此，推测 2020-2035 年度中国租赁及商务服务业 GDP 占比将维持在中国总 GDP 3% 左右。

图 42: 2015-2035 年租赁及商务服务业 GDP 及增速



数据来源: 东北证券

注: 我们假设商务服务业占 GDP 比重保持 3%

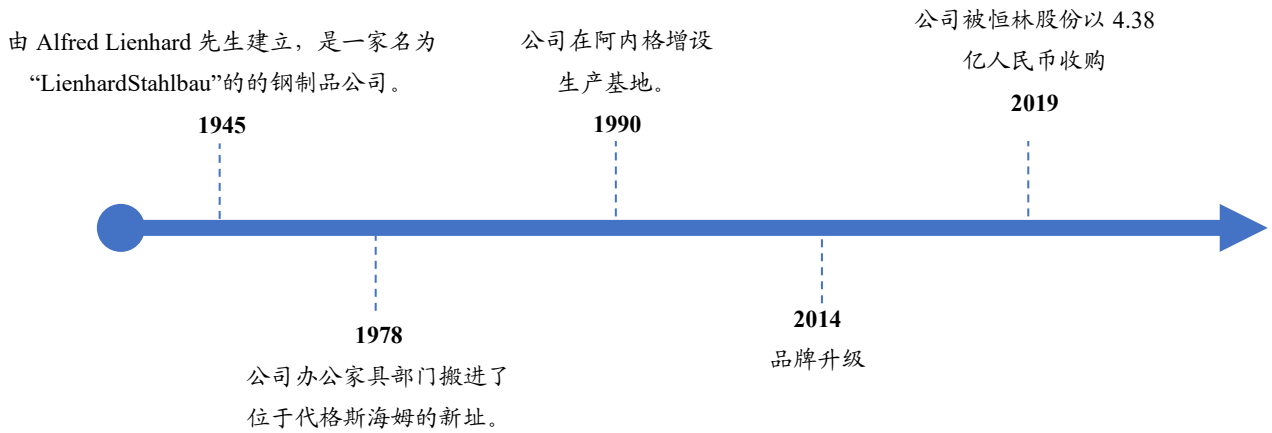
整体办公家具解决方案行业预测: 预计至 2035 年 IT/ 法律服务/ 商务服务的 GDP 将达到 6.8/ 0.22/ 5.1 万亿元, 总计 12 万亿元, 大于 2019 年美国专业服务合计 GDP (约 11 万亿元人民币), 考虑到随着中小企业在未来将更多受益于共享办公模式, 中国 2035 年整体办公家具市场预计是美国 2019 年市场的 1.2-1.5 倍, 即 250-300 亿元 (不考虑人民币升值及通货膨胀)。由于办公家具解决方案提供商集中度很高, 国内头部企业将有 25-50% 的市场份额, 即每年 60-150 亿元的整体办公家具解决业务收入。

3. Lista Office 国产化

3.1. 将 Lista Office 引入国内有助于补全设计短板

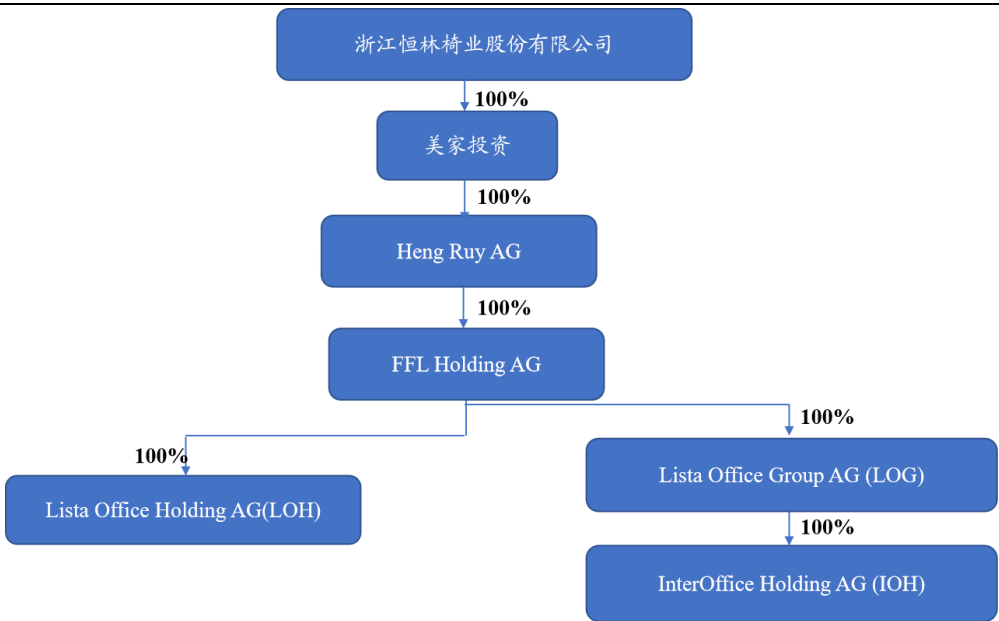
Lista Office 为欧洲领先的办公行业解决商。 Lista Office 是瑞士一家领先的专业办公环境结局方案提供商及办公家具制造商。平均每年为 30 万平方米的空间提供办公环境解决方案, 以 25% 的市场份额位居瑞士行业第一, 在欧洲排名第 13 位。Lista Office 前身创立于 1945 年, 其前身由 Alfred Lienhard 先生建立, 是一家名为“LienhardStahlbau”(Lienhard 钢材) 的个人经营的钢制品公司。公司逐渐发展壮大, 1978 年, 公司办公家具部门搬进了位于代格斯海姆的新址。1990 年, 公司在阿内格增设生产基地, 至今在瑞士拥有代格斯海姆以及阿内格两大高端全自动化生产基地、研发设计中心和产品检测中心, 在产品设计和研发方面有着核心的竞争优势。2019 年 6 月 3 日, 国内办公椅龙头制造商恒林股份以现金 6,388 万瑞士法郎(折合人民币约 4.38 亿元)收购 lista office, 成为恒林跨国子公司, 引领恒林拓宽欧洲市场, 向办公环境解决方案领域发展。

图 43: Lista Office 发展历史



数据来源：东北证券

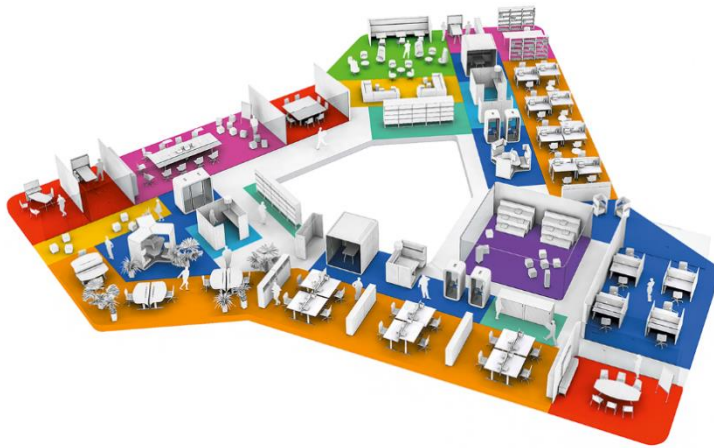
图 44: 恒林股份收购 Lista Office 概览



数据来源：东北证券

LO 在设计开放式空间的同时注重个人隐私性和灵活拆装性。现代化的办公方式要求企业有不同的工作区，每个工作区都可以最佳地适应特定活动的要求，每个员工可以在短时间内找到适合多人协作办公的区域，也能找到不被他人打扰的私人办公空间，这就需要在设计时兼顾个人隐私性和灵活拆装性。

图 45: LO 整体案例示意图



数据来源: Lista Office 产品介绍, 东北证券

LO 致力于为用户提供公共办公区内的隐秘性工作空间。LO 在设计公共区域家具时, 善于运用隔断式设计, 营造出个人私密空间。例如 LO Mindport 工作站试图在一个开放性的办公区域创建一个独立的工作空间, 用于各种不同的用途。客户员工可以在里面集中精力, 免受其他员工的打扰。可以畅通无阻地与同事进行交流。出色的内部设计和隔音处理给客户员工一个安静的港湾。局部屏蔽的工作挡板用于临时的私密性工作或进行数字通讯。此外, LO Mindport 工作站易于装配和拆卸, 不需要直接连接到建筑物的通风系统。基于这些创新设计, 产品曾于 2012 年荣获德国红点产品设计奖。

图 46: LO Mindport 工作站



数据来源: Lista Office 产品介绍, 东北证券

LO 致力于为团队和项目工作提供灵活拆装的办公家具。LO 将家具配置系统模块化, 用户可以按照需要的规范配置和组装, 家具类型, 高度, 附件等任意单独模块都可随时扩展。在桌类产品中, LO 为用户提供坚固的合成树脂桌面或实木桌面两种选择, 边缘轮廓可选择笔直或斜切两种模式。另外, 电子接口被巧妙地隐藏在桌体中, 也使工作台在视觉上更显轻盈。桌类核心产品 Lista Motion XXL 的概念极具进步性, 但对工艺标准依然非常严格: 注重材料的质量和耐用性, 制造的完美性和精确性。

图 47: Lista Motion XXL 会议桌



数据来源: Lista Office 产品介绍, 东北证券

引入 **Lista Office** 的产品将提升公司产品力与设计能力。LO 为开放式办公空间提供了非常适合的解决方案, 这是目前国内家具企所欠缺的。恒林在引入 LO 后, 将借鉴 LO 的优秀设计, 提升自身的产品力。

3.2. 注重研发解决国产化中的技术工艺难题

国内家具同质化问题严重, 新产品研发难度高。办公家具的主要材料是钢板和木材, 其中钢制家具属于薄板加工, 是冷压板经过一系列冷加工工艺, 辅以焊接, 形成高强度结构制成的家具产品。对折弯工艺要求极高, 板材弯曲件的模具结构也相当复杂。我国大多数办公家具厂商更倾向于注重销量和质量, 不愿在研发阶段做过多的投资。因此我国钢制办公家具市场上产品款式单一, 产品大多为方正结构, 缺少优美的弧形设计, 档次差距不明显。

图 48: 钢质办公家具生产工艺流程



数据来源: 《家具》, 东北证券

国内家具模具不标准, 材料浪费严重。传统的家具生产厂商在产品开发需要制作大量的模具, 前期投入大。而办公家具虽然种类不多, 但尺寸变化很大, 产品一经改型, 旧模具就基本处于报废状态。由于生产厂家在设计研发阶段缺少管理和规划, 盲目进行开发生产, 导致设计和生产之间对接的流程复杂, 也使得新产品的创建和生产周期过长, 难以维持公司的竞争力。

公司开始大力发展内销业务。市场上大多数厂商缺少产品规划，也不按照国标生产，导致内销市场长期充斥着低端产品。目前恒林已经开始大力发展国内的销售板块，包括 LO、传统的办公桌椅、板式家具等。公司内部正在孵化内销团队，从纯出口转成国际和国内两个市场并行，国内市场比较有力的补充起来：在线上端，2021 年公司会重点建设国内电商渠道；在线下端，公司将建设整体解决方案设计展厅。

加大研发投入力度，提升公司技术壁垒。在搭建内销团队的同时，公司也注重家具研发设计。办公家具设计需要涵盖的方面很多，包括工程、机械结构、力学、美学等方面，测试项目多，设计研发要求高。办公家具行业初期研发投入较多，但办公家具产品的品类有限，产品更新换代周期长，研发红利长期优势明显，SKU 稳定性强。以 Herman Miller 的经典产品为例，1958 年设计的 Aluminum Group Chair 开创了人体工学椅，其靠背和椅面倾斜角度是相互独立的，由此创造出了全新的肢体活动范围；1994 年设计的 Aeron Chair 使用了一整块特制的曲面来作为座椅的靠背，腰枕的出现让人们在使用电脑的过程中把腰部挺直得以实现，从而使腰椎的损害大大减小，此外这把椅子还设计了抽出式腿垫，方便人们午休。这两款产品均有 20-30 年的长卖历史。

图 49: Aluminum Group Chair, 1958



资料来源：东北证券

图 50: Aeron Chair, 1994



资料来源：东北证券

公司坚持以科技创新作为企业发展路线，着力改进生产制造工艺。以公司的主要产品办公座椅的制造为例，为了应对座椅产品种类变化多样、生产线频繁重构和切换、自动化及智能化程度较低等生产难题，公司研发了一套基于多传感器融合和机器人辅助实现智能制造单元集成控制技术、对智能化生产线的状态数据分层采集技术、和信息化集成技术的座椅智能制造系统。有效提高了座椅的生产效率，满足客户的离散制造需求，降低了用工和生产成本。

近年来公司研发体系正开花结果。公司初期阶段以 OEM、ODM 生产制造为主，自主知识产权和研发设计成果的发展暂时落后于生产力和产品品质的提升。近年来，公司持续加大设计研发的资金投入，增加专业人才数量，持续的研发创新投

入是公司保持产品竞争优势的重要保证，促使公司从 OEM、ODM 模式到以 OBM 等创造高附加值的转变。截至 2020 年，公司累积申报境内专利 650 项，其中发明专利 14 项、实用新型专利 166 项、外观专利 470 项，境外专利 39 项，并参与起草了十二个国家标准、六个轻工行业标准、两个浙江制造团体标准。

家具行业研发红利期长。2019 年，公司研发费用达 10921.47 万元，对比 2018 年的 9779.92 万元，同比增长 11.67%，研发人员数量占公司总人数的 8.45%。

表 12：2017-2019 年恒林股份研发费用

	2017	2018	2019
研发费用(万元)	8,473.3	9,779.9	10,921.5
同比增长		15.42%	11.67%
营业收入	189,589.4	231,781.1	290,373.7
研发费用率	4.47%	4.22%	3.76%

数据来源：公司公告，东北证券

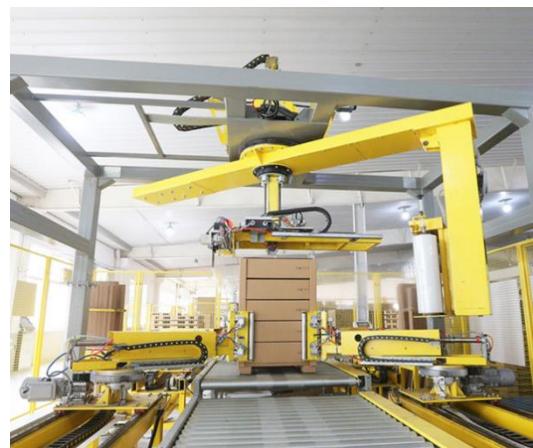
打造数字化工厂，提升生产效率。公司目前着力提升自动化水平，将现有的外向轮、气压棒、塑胶、弯管等产业链集中制造，满足客户小批量、多品种，定制化制造需求，完善智能制造信息系统，特别 ASP、MES、PLM 等信息平台的集成技术、信息系统和生产线之间的数据收集分析技术及整体解决方案，对生产数据全程把控，数量定额，智能取配。实现真正的数字化工厂，打造制造端闭环，有利于公司减少用工成本、提升生产效率。

图 51：成型面棉 24 工位发模具



数据来源：公司官网，东北证券

图 52：自动封膜机



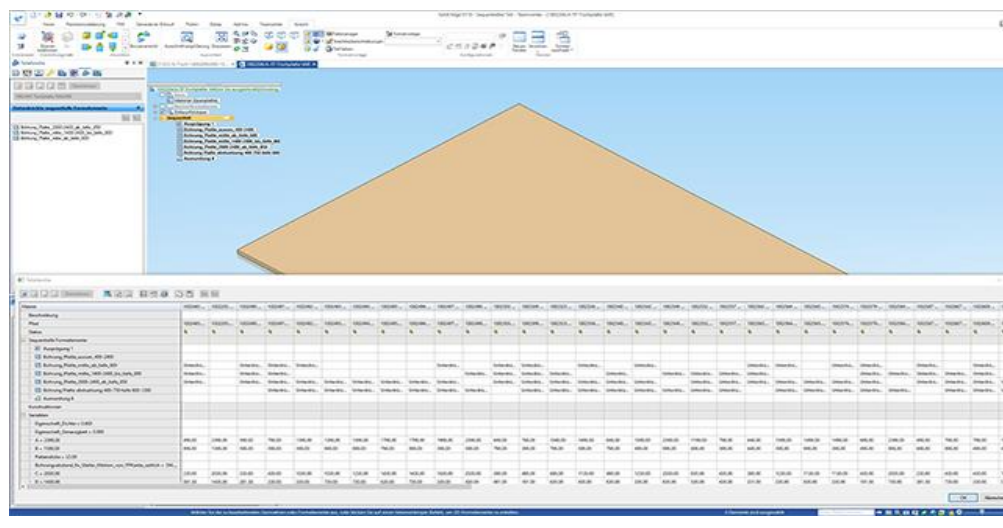
数据来源：公司官网，东北证券

利用国外完善的研发体系。为了解决国内家具产品的诸多问题，恒林股份将加大研发力度，在加大投入的同时，将部分研发工作放在国外完成。

LO 利用智能生产管理系统，标准化配件节省成本。LO 通过智能生产管理系统，为所有产品搭建一个数据平台，将产品标准化、模块化、系列化。平台内创建零件群数据源，使产品的生产数据可以随着产品尺寸及材料的要求更快更轻松的更改。例如 LO 的 NEXT 办公收纳柜，拼装组件高度标准化，用户可以根据自己的使用需求拼装成任意尺寸、颜色和材质，也可以选择封闭式或开放式结构。LO 通过革命性的

生产管理创新，不仅提高了家具生产的效率，还使生产过程减少了错误和返工，进而为公司节省了大量生产成本。

图 53: 智能生产管理系统



数据来源: LO, 西门子官网, 东北证券

注重技术工艺持续创新。在研发设计方面，LO 的工程部门划分为两个小组，一组负责基础工程和系列化产品开发，另一组负责定制设计任务，并与多所高校及科学家合作，可以将最新的研究成果转化为创新性生产技术。LO 不但能够为客户提供办公家具的设计、研发、制造和集成一体化办公环境解决方案，同时还可提供声学、美学设计组合型的办公环境解决方案。

4. 盈利预测及投资建议

盈利预测与投资建议：公司目前业务主要分为办公椅、沙发、按摩椅以及环境整体解决方案四部分（厨博士收购仍未完成，暂不考虑）。

1) 办公椅、沙发、按摩椅：海外疫情反复，海外消费者居家办公时间延长（部分企业已宣布居家办公至 2021 年年中），今年下半年至明年上半年办公家具需求有望持续维持高位，预计营收增速可达 30%以上。未来 2-3 年看，海外电商渗透率提升催化公司跨境电商业务高增长，从而拉动营收维持 20%左右增速。

2) 环境整体解决方案：Lista Office 在瑞士市场市占率高，整体增速相对较慢。疫情下 Lista Office 业绩受损预，疫情过后有望恢复。未来主要增量在于借助中国供应链优化成本，降低产品价格逐步切入我国市场。预计整体维持 10%的增长中枢。

基于以上假设，预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 3.71/5.02/6.06 元，当前股价对应 2020~2022 年 PE 分别为 15.4 倍/ 11.4 倍/ 9.4 倍。

相对估值法：采取可比公司估值法，公司 2021 年目标价 85.34。

选取乐歌股份、永艺股份作为公司可比公司，我们认为公司作为办公家具解决方案提供商，市场天花板更高，成长性更好，应给予更高的估值，参考乐歌股份的估值，我们给予公司 2021 年 17 倍估值，对应目标价 85.34 元。

表 13: 可比公司估值表

公司	总市值(亿元)	股价(元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
恒林股份	57.13	57.13	3.71	5.02	6.06	15.4	11.4	9.4
乐歌股份	51.67	37.20	1.55	2.19	2.95	24.0	17.0	12.6
永艺股份	36.73	12.14	0.86	1.09	1.34	14.2	11.1	9.0
平均估值						17.9	13.1	10.4

数据来源: Wind, 东北证券

注: 恒林股份预测数据来自模型预测, 乐歌股份、永艺股份预测数据来自 wind 一致预期, 行情数据为 2021 年 2 月 26 日收盘数据

风险提示: 原材料成本波动, 中美贸易摩擦, 跨境电商不及预期, 存在业绩预测和估值判断不达预期的风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	567	598	875	1,290
交易性金融资产	196	196	196	196
应收款项	582	913	1,130	1,333
存货	419	617	756	888
其他流动资产	134	191	229	266
流动资产合计	1,899	2,515	3,186	3,973
可供出售金融资产				
长期投资净额	276	276	276	276
固定资产	960	1,056	1,144	1,223
无形资产	146	118	85	51
商誉	13	13	13	13
非流动资产合计	1,846	1,941	2,017	2,078
资产总计	3,744	4,455	5,203	6,052
短期借款	58	29	15	7
应付款项	574	846	1,036	1,218
预收款项	49	76	94	111
一年内到期的非流动负债	29	29	29	29
流动负债合计	838	1,172	1,410	1,644
长期借款	224	224	224	224
其他长期负债	82	82	82	82
长期负债合计	305	305	305	305
负债合计	1,144	1,478	1,716	1,949
归属于母公司股东权益合计	2,521	2,892	3,394	4,000
少数股东权益	79	85	93	102
负债和股东权益总计	3,744	4,455	5,203	6,052

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,904	4,551	5,634	6,647
营业成本	2,179	3,209	3,932	4,622
营业税金及附加	15	28	32	38
资产减值损失	-9	0	0	0
销售费用	195	546	676	798
管理费用	163	256	317	374
财务费用	-7	3	1	1
公允价值变动净收益	7	0	0	0
投资净收益	38	60	74	87
营业利润	280	424	575	697
营业外收支净额	6	6	6	6
利润总额	287	430	581	703
所得税	39	53	72	88
净利润	247	377	510	615
归属于母公司净利润	243	371	502	606
少数股东损益	4	6	8	10

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	247	377	510	615
资产减值准备	41	0	0	0
折旧及摊销	57	83	94	106
公允价值变动损失	-7	0	0	0
财务费用	1	3	1	1
投资损失	-38	-60	-74	-87
运营资本变动	-15	-222	-142	-131
其他	-1	-5	-5	-5
经营活动净现金流量	286	176	385	498
投资活动净现金流量	-365	-113	-92	-75
融资活动净现金流量	222	-32	-16	-8
企业自由现金流	23	422	468	559

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	2.43	3.71	5.02	6.06
每股净资产 (元)	25.21	28.92	33.94	40.00
每股经营性现金流量	2.86	1.76	3.85	4.98
成长性指标				
营业收入增长率	25.3%	56.7%	23.8%	18.0%
净利润增长率	42.4%	52.6%	35.2%	20.6%
盈利能力指标				
毛利率	25.0%	29.5%	30.2%	30.5%
净利润率	8.4%	8.2%	8.9%	9.1%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	72.18	72.18	72.18	72.18
存货周转率 (次)	70.15	70.15	70.15	70.15
偿债能力指标				
资产负债率	30.6%	33.2%	33.0%	32.2%
流动比率	2.26	2.15	2.26	2.42
速动比率	1.71	1.56	1.66	1.82
费用率指标				
销售费用率	6.7%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用率	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
财务费用率	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	18.05	15.38	11.38	9.44
P/B (倍)	1.74	1.98	1.68	1.43
P/S (倍)	1.97	1.26	1.01	0.86
净资产收益率	9.7%	12.8%	14.8%	15.1%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

钟天皓: 中国人民大学保险学硕士, 中南财经政法大学保险本科, 现任东北证券轻工行业分析师。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深300指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn