

纺织服装

证券研究报告

2019年03月24日

新增推荐梦洁股份，持续业绩拐点型公司及行业成长股

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120001
guobin@tfzq.com

于健 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090002
yujian@tfzq.com

本周核心组合: 美邦服饰/开润股份/南极电商/李宁/梦洁股份/森马服饰/海澜之家/九牧王。

- 业绩拐点组合: 美邦服饰, 李宁, 梦洁股份;
- 优质龙头组合: 森马服饰, 海澜之家, 安踏体育;
- 成长风格组合: 开润股份, 南极电商;
- 高股息率组合: 九牧王。

1、**板块数据:** 本周上证指数收于 3104.15 点, 较上周收盘上涨+2.73%; 深证成指收于 9879.22 点, 较上周收盘上涨+3.44%; 沪深 300 收于 3833.80 点, 较上周收盘上涨+2.37%; 申万纺织服装板块收于 2258.36 点, 较上周收盘上涨+4.95%。

2、行业数据及观点:

1-2 月份纺织服装行业社零数据增长 1.8%, 数据不高, 但在我们预期之内。2019 年 Q1 仍处于触底过程。原因系: 2018 年同期基数高。17 年冬季及 18 年春季天气冷, 销售旺, 但 18 年第四季度及 19 年春季的销售旺季天气不冷, 且天气冷时处于打折季, 所以会影响服装公司的整体收入。认为行业中公司第一季度处于边际向上改善的过程, 且这一过程将会持续, 对行业持看多观点。

我们认为目前行业基本面边际向上, 市场风险偏好提高、赚钱效应显现, 建议关注业绩拐点型公司, 以及成长风格个股及子行业, 以及估值较低的行业龙头。

- 1) **业绩拐点组合:** 我们预计美邦服饰、李宁 2019 年净利率不断上升, 在收入中低双位数的假设下, 预计净利润也会有较高增长。本周新增推荐梦洁股份, 预计在小店+“微商”模式下, 收入、净利润双提升。
- 2) **优质龙头组合:** 2018 年年报超预期的森马服饰、2019 年预计业绩见底复苏的海澜之家、业绩持续多年高增长的安踏体育, 预计估值仍有提升空间。
- 3) **成长风格:** 以开润股份、南极电商为代表的高弹性的成长属性公司, 预计 2019 年业绩继续高增长, 内生高增长可逐渐消化高估值。
- 4) **高股息率防御:** 此外, 由于行业尚在寻底过程中, 我们继续推荐高股息率的九牧王等标的, 做为防守品种。

重点公司推荐逻辑:

美邦服饰: 我们认为公司 18 年营收已经迎来收入拐点, 预计 19 年迎来净利率拐点。1) **品牌&产品升级:** 从 2016 年开始, 美邦、ME&CITY 品牌, 均采用“多元风格”策略, 为消费者提供高性价比、多种风格服饰, 至今表现效果较好。2) **渠道升级:** 公司通过大量开直营门店重塑品牌形象店, 以 1000 平以上的购物中心门店以及核心步行街店为主, 销量情况良好, 增强了加盟吸引力。预计 2019 年开始, 加盟商开店更加积极。3) **零售升级:** ① 1000 平以上加盟店, 输出标准化零售管理模式, 提高加盟商管理能力; ② 迭代新的加盟政策, 发展类似海澜之家男装的类直营模式, 增强渠道控制力。③ 供应链端尝试零售合作分成制方式, 将存货压力转嫁给上游供货商, 轻资产扩张且有利于提高盈利能力。4) **发布定增预案,** 计划定增 15 亿, 推进品牌升级与产品供应链转型项目, 为后续发展提供动力。5) 预计 2019 年净利率迎来拐点, 主要系: ① 17、18 年公司梳理渠道形象, 新开大量直营门店, 使费用端提高, 预计 2019 年新开店将以加盟店为主, 预计费用率大幅下降。② 预计 2019 年资产减值损失大幅下降 (2017/2018 资产减值损失分别为 4.53 亿/3.1 亿)。③ 管理效率提升, 预计管理费用率下降。5) **盈利预测:** 预计 2018-20 年净利润为 0.43/4.4/6.66 亿元, 18-20 年 EPS 为 0.02/0.18/0.27 元, 公司休闲服龙头品牌价值犹存, 且净利润处于拐点复苏期, 给予 2019 年 25X PE, 目标价 4.5 元

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:继续重点推荐美邦服饰, 提前布局龙头估值修改机会》 2019-03-17
- 2 《纺织服装-行业研究周报:继续推荐板块超跌业绩组合, 建议关注美邦服饰》 2019-03-10
- 3 《纺织服装-行业研究周报:优选成长风格以及低估值龙头标的》 2019-03-04

开润股份：1) 预计 2019 年 1-2 月收入增长约 40%，净利润增长 30%以上，实现高基数下快速增长，符合预期。2) **投资逻辑：**B2C：新品类：19 年产品持续迭代及新品占比提升拉高价格带与毛利率。新渠道：2019 年在维持线上持续增长前提下，将重点发力线下及海外渠道，全渠道快速扩张有望成为业绩增长驱动力之一。预计 19 年 B2C 营收增长 50%以上，净利率提高至 7%左右。B2B：国际化布局收购印尼优质代工厂，进入 NIKE 核心供应商体系并开拓品类，持续提高产品竞争力和盈利空间，预计 2019 年新增加约 2.4 亿元收入；原有客户订单结构有望进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，互联网新零售客户毛利率有望提升，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%以上。3) **盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 为 0.79/1.05/1.46 元，2018-2020 年归母净利润为 1.73/2.29/3.17 亿元，增速为 29.5%/32.4%/38.6%。

南极电商：1) 预计 Q1GMV 增速 50%左右。2) 公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，大规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，继续维持观点及推荐逻辑不变。3) 预计 2019 年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持 150%左右的高速增长。4) **盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 为 0.36/0.51/0.73 元，2018-2020 年归母净利润为 8.79/12.51/17.84 亿元，增速为 64.5%/42.3%/42.6%，目标价 12.4 元，对应 2019 年 24.3XPE。

李宁：1) 18 年营收 105.1 亿元 (+18.23%)，归母净利润 7.15 亿元 (+38.84%)，略超预期。18H2 营收 57.9 亿元 (+18.53%)，归母净利润 4.46 亿元 (+36.8%)。电商渠道业务快速发展，18 年增速达到 34%，拉动业绩快速增长。2) 毛利率 48.1% (+1p.p)，我们认为随着公司毛利率较高的直营和电商渠道占比的进一步提升；加之加盟渠道返点的持续调整；配合产品端产品结构的不断优化（新品占比不断提升，新品促销力度减少），公司毛利率水平仍有提升空间，预计未来两年公司毛利率每年提升 1p.p。3) 经营净利率提升 2.4p.p 至 7.4%，净利润率提升 1p.p 至 6.8%。我们认为公司毛利率在未来两年有望每年提升 1pct，同时在费用端的持续下降和内部管理效率持续提升的背景下，公司净利率有望持续提升。预计未来两年公司经营净利率每年提升 2pct 左右。4) 存货周转天数为 78 天，下降 2 天；应收账款周转天数为 74 天，同比下降 9 天，运营效率得到提升。

梦洁股份：我们认为 19 年公司营收与净利润有望超预期。1) 收入：① “铺天盖地”（预计新开 1600 家社区门店“梦洁小店”，）计划使渠道迅速下沉，形成密集销售网络；打造“一屋好货”微信平台，为线下门店赋能，扩大收入规模。②传统线下渠道端：通过鼓励优秀经销商开展“5+3”全品牌集合店，提升品牌形象，扩大影响力，预计 19 年将新开 50 家集合店。③加码电商，19 年大力发展。预计 2019 年门店有望实现 4000 家以上，预计 19 年营收增长 20%以上。2) 净利润：19 年开店主要以加盟渠道为主，有利于费用下降；利用信息系统实现全面预算管理，制定标准，严控成本开支；我们认为公司 19 年净利润有望实现 2 亿元左右，净利率有望提升 2pct 至 6%左右。3) 盈利预测：预计 2018-2020 年营收 23.48 (+21.4%) /30.05 (+28%) /39.46 亿元 (+31.32%)；归母净利润 0.93 (+80.9%) /2.05 (+120.94%) /2.85 亿元 (+39.20%)。18-20 年 EPS 为 0.12 /0.26/ 0.37 元，对应 2019 年营收给予公司 2.12XPS，目标价为 8.17 元。

森马服饰：1) 2018 年业绩超预期：收入 157.2 亿元 (+30.7%)，归母净利 16.9 亿元 (+48.7%)。剔除 Kidiliz 并表后，我们认为森马 2018 年收入预计为 20%+，略超市场预期，主业扣非利润（剔除并表及长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉等一次性资产减值后）约 18 亿，较 17 年增长（50%-60%），大超市场预期。2) 预计 2018 年报表质量较 2018 年三季报有较明显边际改善，尤其是在经营现金流科目有望出现较大改善。3) 我们预计 2019 年总营收增长预计 15%-20%，其中童装保持 20-25%增长，休闲服产品品牌调整见效恢复 10%-15%营收增长，电商保持 30%增长。4) **盈利预测：**由于未公布年报，2018 年盈利预测未做调整，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.59/0.71/0.86 元，2018-2020 年归母净利润为 15.74/19.04/22.99 亿元，增速为 38.3%/21%/20.7%，目标价 17.75 元。

风险提示：人民币升值风险，终端需求疲软，库存风险，行业回暖、调整不达预期。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价(元)	投资	EPS(元)	P/E
----	----	--------	----	--------	-----

代码	名称	2019-03-22	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	36.90	买入	0.61	0.79	1.05	1.46	60.49	46.71	35.14	25.27
002127.SZ	南极电商	11.54	买入	0.22	0.36	0.51	0.73	52.45	32.06	22.63	15.81
02331.HK	李宁	12.70	买入		0.31	0.42	0.53		40.97	30.24	23.96
002563.SZ	森马服饰	11.71	买入	-0.86				-13.62			
601566.SH	九牧王	13.85	买入	0.86	1.10	0.94	1.06	16.10	12.59	14.73	13.07
02020.HK	安踏体育	51.75	买入								
603808.SH	歌力思	18.03	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	20.03	16.24	13.76	11.27
002269.SZ	美邦服饰	3.20	买入	-0.12	0.02	0.18	0.27	-26.67	160.00	17.78	11.85
002397.SZ	梦洁股份	5.39	买入	0.07	0.12	0.26	0.37	77.00	44.92	20.73	14.57

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，收盘价及市值截至3月22日，李宁及安踏体育收盘价单位为港元，1港币=0.8559人民币

1. 本周观点：新增推荐梦洁股份，持续业绩拐点型公司及行业成长股

1.1. 优选复苏拐点型，成长风格以及低估值龙头标的

行业数据及观点：本周新增推荐梦洁股份，预计在小店+“微商”模式下，收入、净利润双提升，重点推荐。行业来看，1-2月份纺织服装行业社零数据增长1.8%，数据不高，但在我们预期之内。对基本面的判断不变，2019年Q1仍处于触底过程。原因系：2018年同期基数高。17年冬季及18年春季天气冷，销售旺，但18年第四季度及19年春季的销售旺季天气不冷，且天气冷时处于打折季，所以会影响服装公司的整体收入。我们对于行业判断持看多观点，认为行业中公司第一季度处于边际向上改善的过程，且这一过程将会持续。从行业中公司终端数据来看，以某大型服装上市公司为例，其18年第三季度其收入呈现下滑态势，但是19年第一季度边际改善，收入呈低单位数增长。结合当前市场风格，市场风险偏好提高、赚钱效应显现，建议关注业绩拐点、成长风格个股以及具有成长性的细分行业（如体育服饰），以及预期业绩见底的有望受益估值修复的行业龙头：

我们认为目前行业基本面边际向上，市场风险偏好提高、赚钱效应显现，建议关注业绩拐点型公司，以及成长风格个股及子行业，以及估值较低的行业龙头。

1) 业绩拐点组合：我们预计美邦服饰、李宁2019年净利率不断上升，在收入中低双位数的假设下，预计净利润也会有较高增长。本周新增推荐梦洁股份，预计在小店+“微商”模式下，收入、净利润双提升。

2) 优质龙头组合：市场对消费行业2019年业绩见底已有预期，股价调整到位，近期市场风险偏好提升，有望迎来估值修复。我们认为板块内低估值龙头将受益，股价有望先于业绩反映，向上弹性较大。推荐：以及2018年年报超预期的森马服饰、2019年预计业绩见底复苏的海澜之家、2018年业绩超预期的运动服饰龙头安踏体育，预计估值仍有提升空间。

3) 成长风格组合：以开润股份、南极电商为代表的高弹性的成长属性公司，预计2019年业绩继续高增长，内生高增长可逐渐消化高估值。

4) 高股息率防御：此外，由于行业尚在寻底过程中，我们继续推荐高股息率的九牧王等标的，做为防守品种。

重点公司推荐逻辑：

- **美邦服饰：**我们认为公司18年营收已经迎来收入拐点，预计19年迎来净利率拐点。
 - 1) 品牌&产品升级：**从2016年开始，美邦、ME&CITY品牌，均采用“多元风格”策略，为消费者提供高性价比、多种风格服饰，至今表现效果较好。
 - 2) 渠道升级：**公司通过大量开直营门店重塑品牌形象店，以1000平以上的购物中心门店以及核心步行街店为主，销量情况良好，增强了加盟吸引力。预计2019年开始，加盟开店更加积极。
 - 3) 零售升级：**
 - ① 1000平以上加盟店，输出标准化零售管理模式，提高加盟商管理能力；
 - ② 迭代新的加盟政策，发展类似海澜之家男装的类直营模式，增强渠道控制力。
 - ③ 供应链端尝试零售合作分成制方式，将存货压力转嫁给上游供货商，轻资产扩张且有利于提高盈利能力。
 - 4) 发布定增预案，**计划定增15亿，推进品牌升级与产品供应链转型项目，为后续发展提供动力。
 - 5) 预计2019年净利率迎来拐点，**主要系：
 - ① 17、18年公司梳理渠道形象，新开大量直营门店，使费用端提高，预计2019年新开店将以加盟店为主，预计费用率大幅下降。
 - ② 预计2019年资产减值损失大幅下降（2017/2018资产减值损失分别为4.53亿/3.1亿）。
 - ③ 管理效率提升，预计管理费用率下降。。
 - 5) 盈利预测：**预计2018-20年净利润为0.43/4.4/6.66亿元，18-20年EPS为0.02/0.18/0.27元，公司休闲服龙头品牌价值犹存，且净利润处于拐点复苏期，给予2019年25X PE，目标价4.5元

- **开润股份：**
 - 1) 预计2019年1-2月收入增长约40%，净利润增长30%以上，实现高基数下快速增长，符合预期。**
 - 2) 投资逻辑：**B2C：新品类：19年产品持续迭代及新

品占比提升拉高价格带与毛利率。新渠道：2019年在维持线上持续快速增长前提下，将重点发力线下及海外渠道，全渠道快速扩张有望成为业绩增长驱动力之一。预计19年B2C营收增长50%以上，净利率提高至7%左右。**B2B**：国际化布局收购印尼优质代工厂，进入NIKE核心供应商体系并开拓品类，持续提高产品竞争力和盈利空间，预计2019年新增约2.4亿元收入；原有客户订单结构有望进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，互联网新零售客户毛利率有望提升，预计未来三年B2B收入CAGR 20%以上。**3) 盈利预测**：预计2018-2020年EPS为0.79/1.05/1.46元，2018-2020年归母净利润为1.73/2.29/3.17亿元，增速为29.5%/32.4%/38.6%。

- **南极电商**：1) 预计 Q1GMV 增速 50%左右。2) 公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 GMV 高速增长印证商业模式壁垒。另外，在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益低线城市消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，继续维持观点及推荐逻辑不变。3) 预计 2019 年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持 150%左右的高速增长。4) **盈利预测**：预计 2018-2020 年 EPS 为 0.36/0.51/0.73 元，2018-2020 年归母净利润为 8.79/12.51/17.84 亿元，增速为 64.5%/42.3%/42.6%，目标价 12.4 元，对应 2019 年 24.3XPE。
- **李宁**：18 年营收 105.1 亿元 (+18.23%)，归母净利润 7.15 亿元 (+38.84%)，略超预期。18H2 营收 57.9 亿元 (+18.53%)，归母净利润 4.46 亿元 (+36.8%)。电商渠道业务快速发展，18 年增速达到 34%，拉动业绩快速增长。2) 毛利率 48.1% (+1p.p)，我们认为随着公司毛利率较高的直营和电商渠道占比的进一步提升；加之加盟渠道返点的持续调整；配合产品端产品结构的不断优化（新品占比不断提升，新品促销力度减少），公司毛利率水平仍有提升空间，预计未来两年公司毛利率每年提升 1p.p。3) 经营净利率提升 2.4p.p 至 7.4%，净利润率提升 1p.p 至 6.8%。我们认为公司毛利率在未来两年有望每年提升 1pct，同时在费用端的持续下降和内部管理效率持续提升的背景下，公司净利率有望持续提升。预计未来两年公司经营净利率每年提升 2pct 左右。4) 存货周转天数为 78 天，下降 2 天；应收账款周转天数为 74 天，同比下降 9 天，运营效率得到提升。
- **梦洁股份**：我们认为 19 年公司营收与净利润有望超预期。1) 收入：① “铺天盖地”（预计新开 1600 家社区门店“梦洁小店”，）计划使渠道迅速下沉，形成密集销售网络；打造“一屋好货”微信平台，为线下门店赋能，扩大收入规模。②传统线下渠道端：通过鼓励优秀经销商开展“5+3”全品牌集合店，提升品牌形象，扩大影响力，预计 19 年将新开 50 家集合店。③加码电商，19 年大力发展。预计 2019 年门店有望实现 4000 家以上，预计 19 年营收增长 20%以上。2) 净利润：19 年开店主要以加盟渠道为主，有利于费用下降；利用信息系统实现全面预算管理，制定标准，严控成本开支；我们认为公司 19 年净利润有望实现 2 亿元左右，净利率有望提升 2pct 至 6%左右。3) 盈利预测：预计 2018-2020 年营收 23.48(+21.4%)/30.05(+28%)/39.46 亿元(+31.32%)；归母净利润 0.93(+80.9%)/2.05(+120.94%)/2.85 亿元(+39.20%)。18-20 年 EPS 为 0.12 /0.26/ 0.37 元，对应 2019 年营收给予公司 2.12XPS，目标价为 8.17 元。
- **森马服饰**：1) 2018 年业绩超预期：收入 157.2 亿元 (+30.7%)，归母净利 16.9 亿元 (+48.7%)。剔除 Kidiliz 并表后，我们认为森马 2018 年收入预计为 20%+，略超市场预期，主业扣非利润（剔除并表及长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉等一次性资产减值后）约 18 亿，较 17 年增长（50%-60%），大超市场预期。2) 预计 2018 年报表质量较 2018 年三季报有较明显边际改善，尤其是在经营现金流科目有望出现

较大改善。3) 我们预计 2019 年总营收增长预计 15%-20%，其中童装保持 20-25% 增长，休闲服产品品牌调整见效恢复 10%-15% 营收增长，电商保持 30% 增长。4) **盈利预测**：由于未公布年报，2018 年盈利预测未做调整，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.59/0.71/0.86 元，2018-2020 年归母净利润为 15.74/19.04/22.99 亿元，增速为 38.3%/21%/20.7%，目标价 17.75 元。

1.2. 推荐标的简述

本周核心组合：美邦服饰/开润股份/南极电商/李宁/梦洁股份/森马服饰/海澜之家/九牧王。

- 业绩拐点组合：美邦服饰，李宁，梦洁股份；
- 优质龙头组合：森马服饰，海澜之家，安踏体育；
- 成长风格组合：开润股份，南极电商；
- 高股息率组合：九牧王。

图 1：重点公司估值情况概览

证券简称	预测PE 2018	预测PE 2019	2018-2019 净利润 CAGR	预测净利润增长率 2018	预测净利润增长率 2019	净利润 2017 (百万元)	预测净利润均值 2018 (百万元)	预测净利润均值 2019 (百万元)	预测净利润均值 2020 (百万元)	总市值 (亿元)
美邦服饰*	187.4	18.3	926.3%	——	926.3%	-304.8	42.9	440.4	665.9	80.4
开润股份*△	46.5	35.1	30.9%	29.5%	32.4%	133.4	172.7	228.7	-	80.3
南极电商*△	32.0	22.6	53.0%	65.8%	41.2%	534.3	886.1	1,250.9	1,784.1	283.3
李宁*	30.8	23.1	33.5%	33.7%	33.2%	515.2	715.0	957.0	1,256.0	278.4
森马服饰*△	18.7	16.6	29.3%	48.7%	12.5%	1,137.9	1,692.6	1,903.9	2,298.8	316.2
九牧王*	12.6	14.8	4.5%	27.9%	-14.6%	494.1	632.1	539.6	610.0	79.6
安踏体育*△	27.5	21.9	29.3%	26.1%	21.4%	3,087.8	4,102.9	5,160.0	6,320.0	1,389.5
歌力思*	16.3	13.8	20.7%	23.7%	17.7%	302.3	373.9	440.2	539.2	60.8
新野纺织△	9.9	8.2	25.6%	31.7%	19.8%	292.2	384.7	460.8	551.6	38.0
维格娜丝△	11.3	9.6	30.8%	44.3%	18.7%	189.9	274.0	325.2	394.3	31.1
鲁泰A*	10.0	9.1	6.6%	4.0%	9.2%	841.2	875.2	955.5	1,071.8	87.3
华孚时尚△	14.9	12.1	25.4%	15.1%	22.9%	677.4	779.9	958.8	1,107.5	115.9
联发股份△	10.1	9.9	3.9%	5.7%	2.2%	360.3	380.8	389.0	414.0	38.5
航民股份	11.8	10.9	9.3%	10.4%	8.3%	573.6	633.4	685.7	749.2	75.0
安正时尚*	13.6	10.4	31.2%	32.0%	30.4%	273.1	360.4	470.1	573.1	49.1
孚日股份△	12.0	10.5	11.4%	9.5%	13.4%	410.2	449.0	509.0	567.0	53.7
太平鸟△	17.2	12.1	36.5%	22.7%	41.6%	456.3	560.0	793.2	943.5	96.2
富安娜△	15.3	12.2	16.3%	7.9%	25.2%	493.5	532.6	667.0	754.2	81.5
百隆东方*	20.1	12.6	20.0%	-10.3%	59.6%	487.7	437.5	698.3	827.9	88.1
海澜之家*	12.4	11.5	7.5%	6.5%	8.6%	3,328.9	3,545.3	3,849.9	4,309.4	441.2
水星家纺*	15.8	13.3	18.3%	17.6%	18.9%	257.3	302.8	359.9	426.3	48.0
罗莱生活*△	16.6	13.4	23.4%	22.5%	24.3%	427.9	524.0	651.3	763.8	87.1
七匹狼△	17.0	15.3	10.5%	9.8%	11.2%	316.6	347.6	386.5	427.1	58.9
汇洁股份△	22.0	14.7	5.6%	-25.5%	49.7%	222.3	165.7	248.0	272.0	36.4
伟星股份△	19.0	14.7	4.7%	-15.1%	29.0%	364.6	309.4	399.3	445.1	58.7
健盛集团*	19.5	15.5	48.6%	75.1%	26.2%	131.5	230.2	290.5	357.7	45.0
朗姿股份△	20.3	17.3	20.6%	11.6%	16.9%	187.6	209.3	244.7	284.0	42.4
搜于特△	25.6	20.9	-0.6%	-36.1%	22.3%	612.8	391.8	479.0	503.0	100.2
天创时尚	18.5	15.5	25.4%	31.0%	20.0%	187.9	246.1	295.4	321.4	45.6
比音勒芬△	26.5	20.8	40.6%	61.0%	27.2%	180.2	290.1	369.0	477.6	76.9

资料来源：Wind；盈利预测来源于 WIND 一致预期；

备注：1) 截至时间 2019 年 3 月 22 日；2) 表中*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；标注△的标的，其 18 年净利润来自于近期披露的业绩快报；标注*△的标的，其 18 年净利润来自近期披露的业绩快报，19-20 年盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来自于 Wind 2018-2019 净利润预测的均值；

2. 近期报告回顾

2.1. 美邦服饰：底部复苏，2019 年有望迎来净利润拐点

为什么我们现在时点推荐美邦服饰？

1、底部复苏逻辑：2016 年以来的三年时间，公司完成了品牌&产品升级、渠道升级、零售升级，发生了巨大边际改善，2018 年成为营收向上拐点。

2、预计 2019 年成为净利润拐点：预计大力发展加盟渠道，门店费用为主的费用显著下降，经营效率提升，存货减值损失下降，净利率有望提升至 5%，据业绩预告，2018 年仅 0.56%；我们认为公司业绩底已过，净利率有望在 3 年内恢复到约 10%。

3、对标李宁、波司登，预期差大。美邦同李宁、波司登类似，曾是细分行业龙头，因战略失误跌入低谷，但其品牌价值仍在，近年来通过自身改革，业绩恢复重获认可。在底部复苏过程中，拐点处预期差巨大，体现在股价方面有较大空间，我们认为现在时点是美邦的业绩拐点。

复盘：美邦服饰二十年沉浮史（1995-2015）

- **1995 年-2005 年：**品牌成立期，轻资产虚拟型经营优势显著，公司得到快速发展，并迅速成长为国内休闲服龙头企业。
- **2006 年-2011 年：**08 年上市后达到巅峰，但危机暗藏；截至 2011 年底，美邦市值达到 261 亿元，是品牌服装板块第一大市值公司。
- **2012 年-2015 年：**急于转型，未达预期；焦点转移，公司进入调整期。

改革：2016-2018 年，美邦重新回归聚焦主业，三年从品牌&产品、渠道、零售、供应链等多角度进行升级，2018 年迎来营收拐点。

- **品牌&产品升级：多元化。**1) Meters/bonwe 升级裂变五大风格，未来根据市场需求进行持续动态调整。2) 品牌矩阵梳理：集中资源发展 ME&CITY、Moomoo、ME&CITY KIDS 等高潜力品牌业务。
- **渠道升级：“购物中心”+“百城千店”。**即先多开直营购物中心大门店，树立形象标准后，增强对加盟商吸引力，再大规模向其推广
- **零售升级：**门店管理标准化，单店模型测试完成，迭代加盟政策，引入类直营模式管理，探索品牌授权式轻资产运营模式。
- **拟定增 15 亿，推进产品品牌升级和供应链升级及偿还银行贷款。**

拐点：预计 2019 年有望成为净利润拐点首年，净利率提升至 5%；后随改革红利释放，净利率有望在 2-3 年内恢复到约 10%。原因：大力发展加盟，收入提升，以门店费用为主的销售费用显著下降，经营效率提升，存货跌价等资产减值损失下降，管理财务费用下降。

首次覆盖，给予买入评级，目标价 4.5 元。预计 2018-20 年净利润为 0.43/4.4/6.66 亿元，18-20 年 EPS 为 0.02/0.18/0.27 元，公司休闲服龙头品牌价值犹存，且净利润处于拐点复苏期，给予 2019 年 25X PE，目标价 4.5 元

风险提示：加盟渠道推进低于预期，行业竞争加剧，库存、坏账增加

（报告摘自 2019 年 3 月 11 日《美邦服饰：底部复苏，2019 年有望迎来净利润拐点》）

2.2. 梦洁股份：“铺天盖地”计划打造全新新零售模式，预计 19 年业绩超预期高增长

为什么我们认为公司的营收规模在 19 年能够实现较快速的增长？

新零售端：“铺天盖地”计划使渠道迅速下沉，形成密集销售网络；通过线上平台为线下门店赋能，提升产品潜在消费力，扩大收入规模。

1) **线下渠道——“盖地”**：19 年公司计划新开 1600 家面积较小的社区门店“梦洁小店”，将渠道逐渐下沉至地级、县级市，店铺主要面向周围 3-5 公里的居民和消费者，形成密集的小店网络，从而使公司营收规模得到快速提升。

2) **线上渠道——“铺天”**：作为对于传统电商渠道的补充，公司通过打造“一屋好货”微信线上平台，为线下门店赋能，打造全新的新零售模式。利用微信社交平台的优势，通过众多具备营销能力的小 b 端对接广泛的 c 端客户群体，实现线上线下全面覆盖，扩大客户群体，提升会员粘性，深度挖掘消费购买潜力。

● **传统渠道端：线上加码布局扩大规模，提升品牌影响力；线下持续打造全品牌家居生活馆，提升品牌形象。**

1) **传统线下渠道端**：19 年通过鼓励优秀经销商开展“5+3”全品牌集合店，提升品牌形象，扩大影响力，18H1 公司全品牌集合店达到 44 个。我们预计公司 19 年将新开 50 家集合店。

2) **传统电商渠道端**：目前公司线上渠道收入占比不高，预计在 10%左右，规模不到 2 亿元，仍具备较大的提升空间。公司在 18 年加码布局线上渠道，提升线上渠道产品的推广及促销，扩大品牌的知名度和影响力，预计 19 年公司线上渠道（包括一屋好货渠道）将实现快速增长，规模持续提升。

我们认为 2019 年公司渠道门店有望实现 4000 家以上，拉动线下营收规模的快速增长；同时线上渠道（包括一屋好货平台）将实现快速增长，规模持续提升。由此我们预计公司 19 年营收有望实现 20%以上的增长，实现 30 亿左右的营收规模。

为什么公司净利润存在较大的弹性和空间？

主要系公司费用端压缩空间较大，有助于净利润的提升。

1) 相比于同行业其他可比上市公司，梦洁的销售费用率自 11 年以来，一直处于第一的位置，17 年高出第二名 10pct，费用端存在较大的压缩空间。

2) 19 年开店主要以加盟渠道为主，直营门店比例预计有所下降，有利于公司费用端的下降；

3) 利用信息系统实现全面预算管理，并制定开店等费用的相关计划和标准，严控成本开支；费用端的管控和核算将更为合理，有助于盈利能力的提升。

2018 年公司净利率为 3.95%，我们认为公司 19 年净利润有望实现 2 亿元左右，净利率有望提升 2pct 至 6%左右。

首次覆盖，给予“买入”评级，3-6 个月目标价 8.17 元。

我们预计 2018-2020 年公司实现营收 23.48 亿元(+21.4%)，30.05 亿元(+28%)，39.46 亿元(+31.32%)；实现归母净利润 0.93 亿元(+80.9%)，2.05 亿元(+120.94%)，2.85 亿元(+39.20%)。预计公司 18-20 年 EPS 为 0.12 元、0.26 元、0.37 元，对应 PE 为 42.63/19.30/13.86。我们根据家纺行业可比上市公司罗莱生活、水星家纺、富安娜进行 PS 估值。2019 年行业平均值为 2.12X，基于行业均值，对应 2019 年营收给予公司 2.12XPS，目标价为 8.17 元。

风险提示：终端消费疲软；线下梦洁小店拓展不及预期；加盟商存货风险；加盟商盈利不及预期导致大范围关店；线上一屋好货平台推广不及预期；线上传统电商布局不及预期。

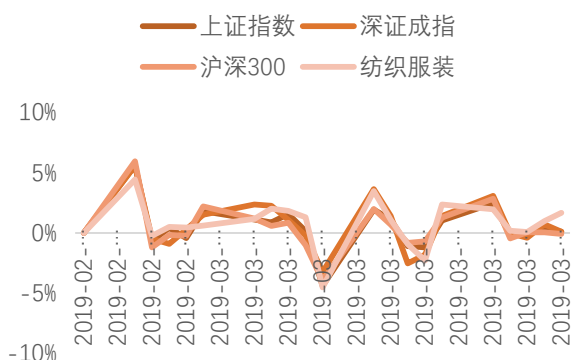
（报告摘自 2019 年 3 月 20 日《梦洁股份：“铺天盖地”计划打造全新新零售模式，预计 19 年业绩超预期高增长》）

3. 市场行情

3.1. 板块及个股涨跌幅

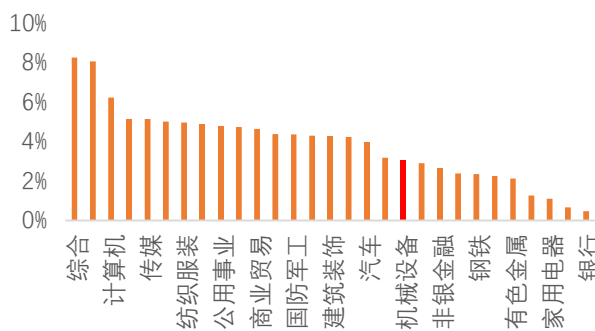
本周上证指数收于 3104.15 点，较上周收盘上涨+2.73%；深证成指收于 9879.22 点，较上周收盘上涨+3.44%；沪深 300 收于 3833.80 点，较上周收盘上涨+2.37%；申万纺织服装板块收于 2258.36 点，较上周收盘上涨+4.95%。

图 2：纺织服装板块月度走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

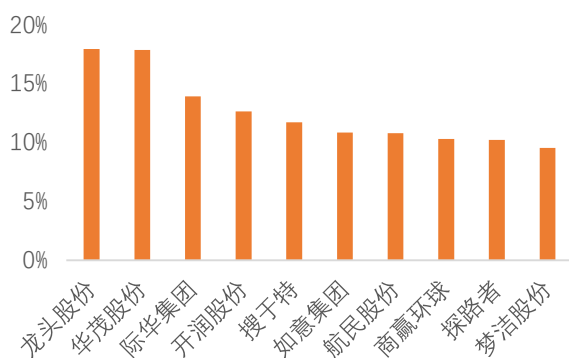
图 3：申万一级行业与沪深 300 周度涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

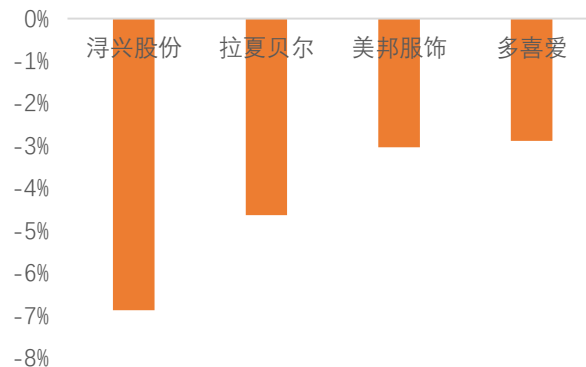
个股方面，龙头股份、华茂股份、际华集团、开润股份等涨幅居前；浔兴股份、拉夏贝尔、美邦服饰、多喜爱跌幅居前四。

图 4：纺织服装个股周涨幅前十名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：纺织服装个股周涨幅后四名 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 行业数据回顾

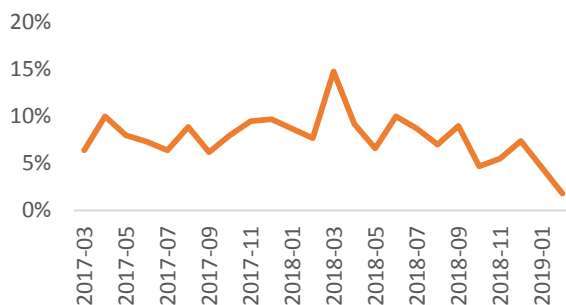
3.2.1. 零售端：2月零售数据边际改善，服装针织鞋帽行业增速环比上升

2019 年 1-2 月，社会消费品零售总额 66064 亿元，比上年增长 8.2% (扣除价格因素实际增长 7.1%)，增速与上年 12 月份持平，比 11 月份高 0.1pct。2018 年 12 月份，社会消费品零售总额 35893 亿元，同比增长 8.2%，环比提高 0.1pct。其中，限额以上单位消费品零售额 15084 亿元，增长 2.4%；2018 年 12 月份限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 7.40% (11 月为 5.50%，环比上升 1.9pct)，同比 2017 年 12 月下降 2.3pct。边际改善，处于筑底过程。继续关注终端数据，等待行业复苏。

图 6：2017 年至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额：当月同比 (%)

图 7：2017 年至今限额以上零售企业服装类零售额：当月同比 (%)

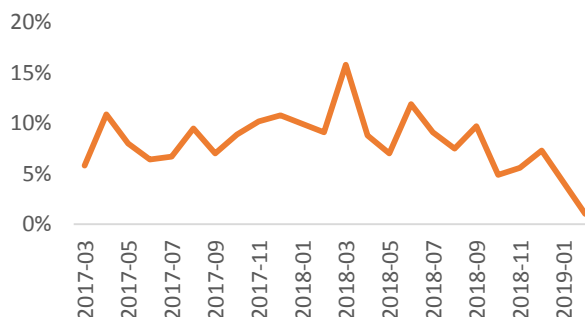
零售额：服装鞋帽针纺织品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2017 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额：当月同比 (%)

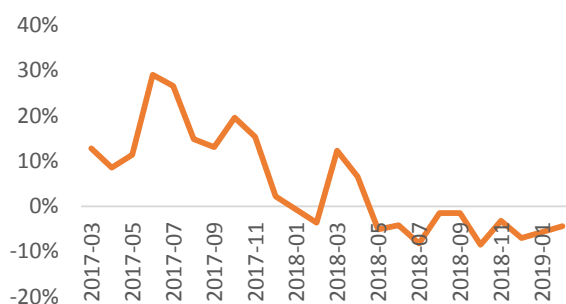
零售额：服装类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2017 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额：当月同比 (%)

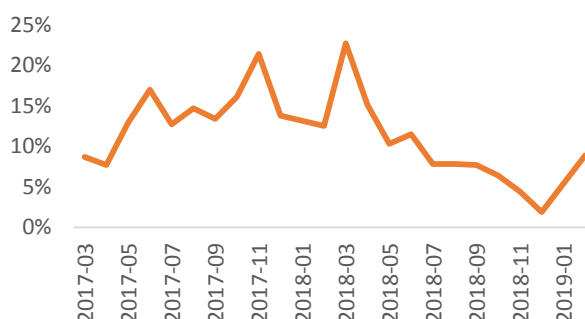
零售额：体育、娱乐用品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2011 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

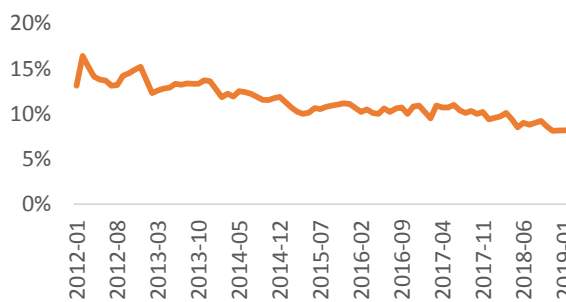
零售额：化妆品类：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

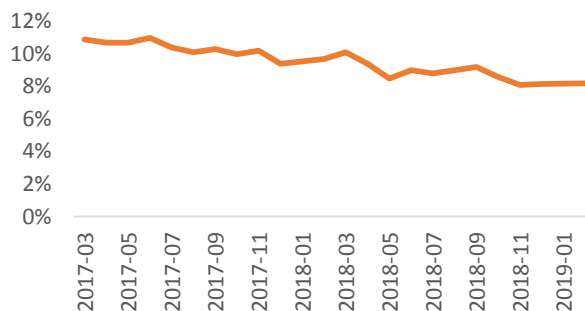
图 11：2017 年至今社会消费品零售总额：当月同比 (%)

社会消费品零售总额：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

社会消费品零售总额：当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2. 出口：纺织品出口及服装类出口均有较大幅度下降

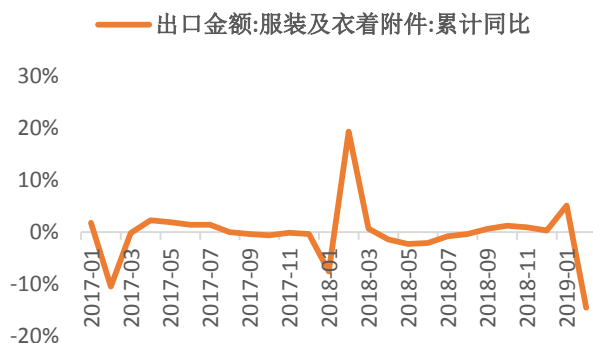
截至 2019 年 2 月，据海关总署发布的数据显示 2 月，我国纺织纱线、织物及制品出口 59.59 亿美元，同比下降-33.17%；累计出口 173.80 亿美元，同比下降-7.80%，同比 2018 年 2 月及环比 2019 年 1 月均出现较大幅度下降；服装及衣着附件 2 月的出口金额为 71.16 亿美元，同比下降-37.71%，累计出口 207.75 亿美元，同比下降-14.60%，同比 2018 年 2 月及环比 2019 年 1 月均出现较大幅度下降。主要系“春节效应”以及中美贸易协商不确定性因素影响，国内纺服产品出口承压，建议继续观望 3 月出口贸易额。

图 12：2011 年至今纺织品出口增速：累计同比 (%)

图 13：2017 年至今服装及衣着附件出口增速：累计同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.3. 上游: 上游原料价格小幅波动, 羊毛进口价格上涨明显

中国棉花综合价格指数: 117.36, 较上周下降-1.24%。

棉花进口价格: 2019年1月为1,990.40元/吨, 较12月份1,998.98元/吨, 下降-0.43%。

羊毛进口价格: 2019年1月为10,178.16元/吨, 较12月份9,910.23元/吨, 上涨+2.70%。

粘胶短纤、长丝价格: 粘胶短纤本周均价为13,050.00元/吨, 较上周相比下降-2.25%。粘胶长丝本周均价37,800元/吨, 与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格: 涤纶短纤本周均价为8,850.00元/吨, 较上周相比上涨1.72%。涤纶长丝POY本周均价为8,850.00元/吨, 较上周上涨8.26%。涤纶长丝FDY本周均价为10,050.00元/吨, 较上周上涨3.61%。涤纶长丝DTY本周均价为10,550.00元/吨, 较上周上涨3.43%。

国内棉布产量: 12月棉布产量47.60万吨, 同比下降-1.25%。

国内棉纱产量: 12月棉纱产量266.60万吨, 当月同比下降-2.27%。

图 14: 2017 年至今 Cotlook:A 价格走势 (美分/磅)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 2017 年至今中国棉花综合价格指数走势

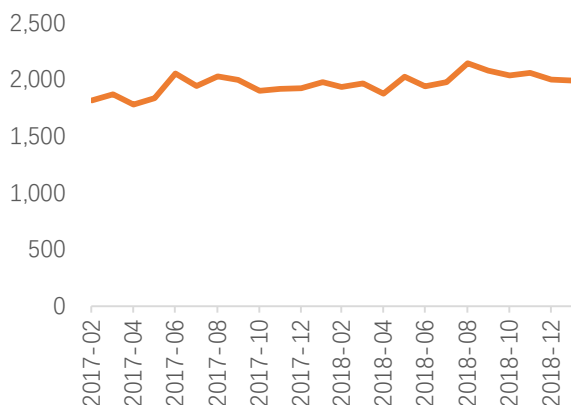


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 2017 年至今棉花进口平均单价走势单位: (美元/吨)

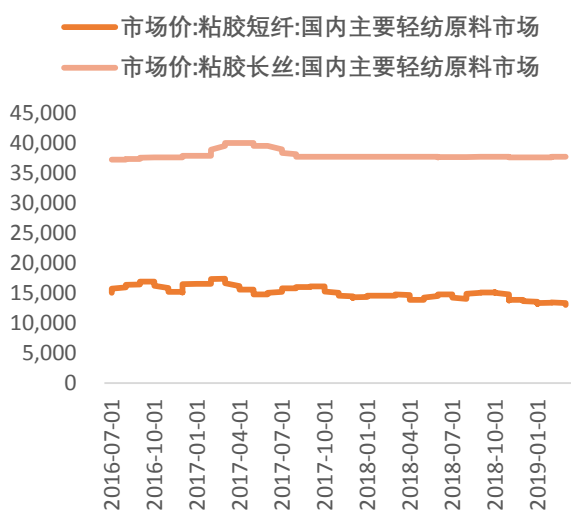
图 17: 2017 年至今羊毛进口平均单价走势单位: (美元/吨)

进口平均单价:棉花:当月值



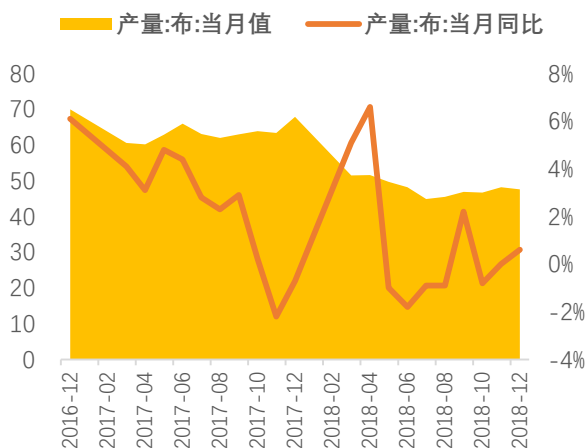
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2016 年初至今粘胶短纤、长丝价格走势(单位: 元/吨)



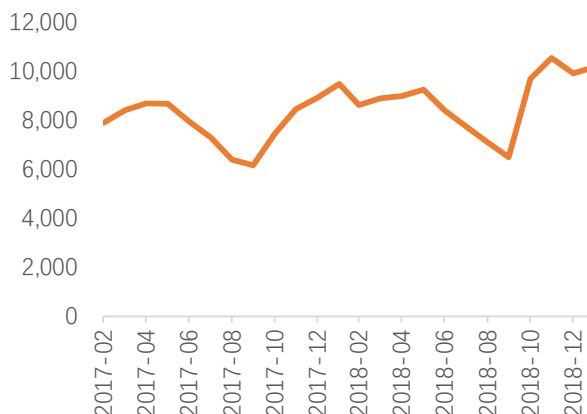
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2016 年至今国内棉布产量走势单位: (万吨)



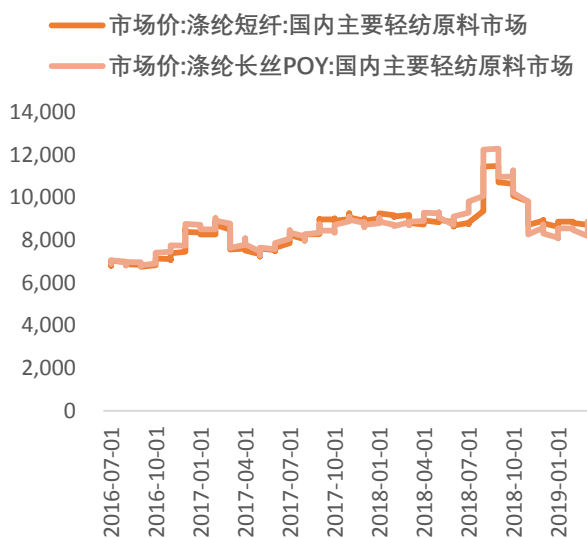
资料来源: Wind, 天风证券研究所

进口平均单价:羊毛:当月值



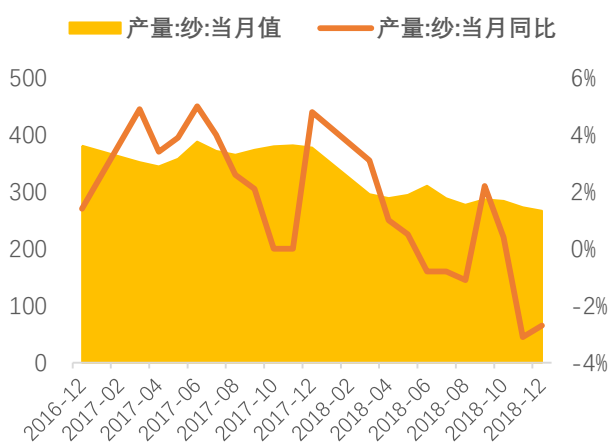
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016 年初至今涤纶短纤、长丝价格走势(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2016 年至今国内棉纱产量走势单位: (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

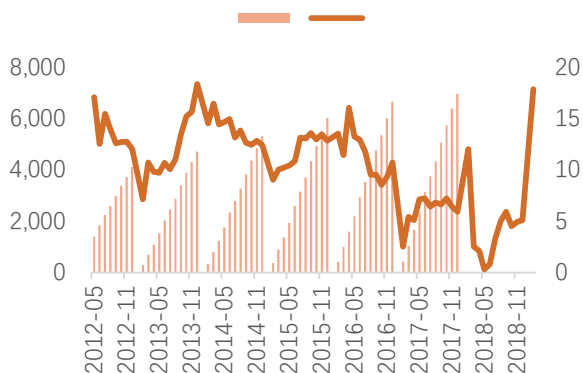
3.2.4. 行业投资: 纺织行业投资增速上升, 服装行业投资保持稳定

纺织行业固定资产投资: 2019 年 2 月, 纺织行业固定资产投资同比增长+17.8%, 较上月同

比增速有所上升 (+12.10pct)。

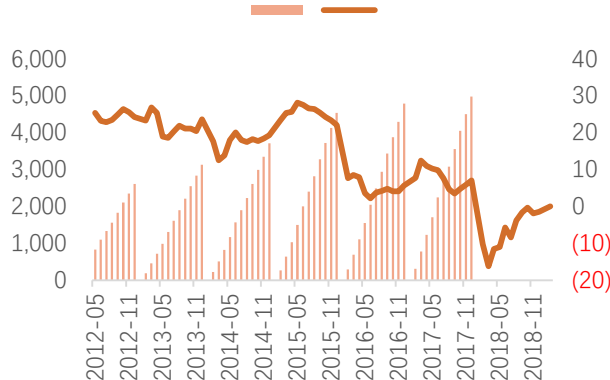
服装行业固定资产投资：2019年2月，纺织服装行业固定资产投资不变(2018年12月为同比下降-1.50%)。

图 22：2012 年至今纺织行业固定资产投资完成额及同比 (单位：亿元，%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2012 年至今服装行业固定资产投资完成额及同比 (单位：亿元，%)



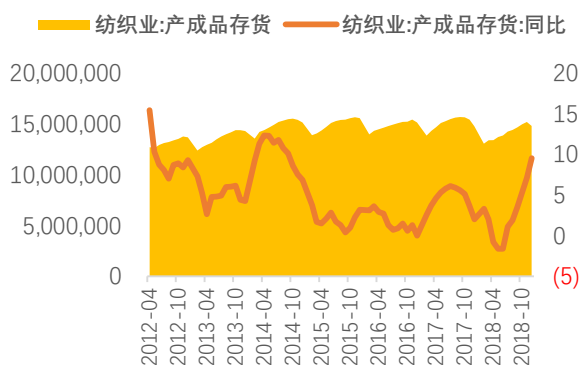
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.5. 行业库存情况：纺织业库存继续增长，服装行业库存增速放缓

纺织行业库存情况：2018年12月，纺织行业产成品库存 1,478.40 亿元，同比增长 9.50%，较上月增速有所增加 (+2.40pct)。

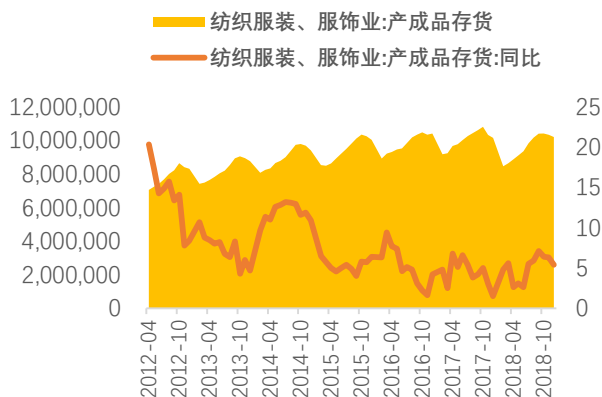
服装行业库存情况：2018年12月，服装行业产成品库存 1,020.30 亿元，同比增长 5.40%，较上月增速有所放缓 (-0.90pct)，库存量有所下降。

图 24：2012 年至今纺织行业库存情况及同比 (单位：万元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2012 年至今服装行业库存情况及同比 (单位：万元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 公司公告

3.3.1. A 股公告：

南极电商 (002127.SZ) 公司实际控制人于 2019 年 3 月 15 日解除质押股份 4245 万股，占公司股份总数的 1.73%

开润股份 (300577.SZ) 2019 年 3 月 18 日公司股东大会同意回购注销部分激励对象已获授但尚未解锁的限制性股票共 9.81 万股，这将导致公司注册资本由 217.61 百万元人民币减少为 217.52 百万元人民币。

健盛集团 (603558.SH) 公司本次限售股上市流通数量为 7050 万股，占公司总股本的

16.93%，上市流通时间为 2019 年 3 月 25 日。

嘉欣丝绸 (002404.SZ) 1) 2018 年年度报告公告：公司 2018 年度营业总收入为 31.81 亿元，同比增长 14.71%；扣非后归母净利润为 8334.81 万元，同比增长 609.17%。2) 开展 2019 年度外汇资金交易业务的公告：在 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间内，公司拟在银行办理的外汇资金交易业务，累计总额不超过 2 亿美元。

百隆东方 (601339.SH) 1) 2018 年年度报告：公司 2018 年度共实现营业收入 59.98 亿元，同比增长 0.77%，实现净利润 4.38 亿元，同比减少 10.30%。2) 2019 年度为子公司提供担保的公告：因公司生产发展需要，公司拟于 2019 年度为控股子公司提供总额不超过 78.43 亿元的保证担保

鲁泰 A (000726.SZ) 截至 2019 年 3 月 22 日，公司以集中竞价方式累计回购 B 股股份 6,448.08 万股，占总股本的 6.99%，成交价格区间为 8.63-9.63 港币/股，支付总金额为 5.59 亿港元。本次回购将减少注册资本 6448.08 万元，减少总股本 6448.08 万股。

奥康国际 (603001.SH) 近日公司股东许永坤通过集中竞价方式累计减持股份 200 万股；截至本公告日，许永坤持有公司股份 1,805 万股，占总股本的 4.50%。

拉夏贝尔 (603157.SH) 1) 2018 年度业绩预减更正暨业绩快报公告：2018 年年度公司营业收入为 101.76 亿元，同比下降 2.58%；归母净利润为 -1.56 亿元，同比下降 131.24%。2) 使用 A 股募集资金临时补充流动资金公告：为进一步提高募集资金使用效率，降低公司财务费用，公司拟使用 A 股闲置募集资金 5,000 万元暂时补充流动资金。

3.3.2 海外板块公告：

晶苑国际 (2232.HK) 重组前，公司控股股东罗氏夫妇共持有公司股份 2282.27 百万股。重组完成后，其将以各自名义分别持有 1141.14 百万股。

江南布衣 (3306.HK) 截至 2018 年 12 月 31 日止 6 个月的公司营业总收入为人民币 20.27 亿元，同比增长 22.60%；同期净利润为人民币 3.81 亿元，同比增长 22.09%。

耐克公司 (NKE.N) 截至 2019 年 2 月 28 日，公司累计收入为 289.33 亿美元，同比增长 9%；净利润为 30.40 亿美元，同比增长 282%。

李宁 (2331.HK) 截至 2018 年 12 月 31 日，公司累计收入为 105.11 亿元，同比增长 18.45%；归母净利润为 7.15 亿元，同比增长 38.84%。

4. 近期重要事项提醒

表 1：近期上市公司股东大会信息

日期	公司	地点	时间
3.25	起步股份	浙江省青田县油竹新区侨乡工业园区赤岩 3 号公司会议室	14:30
3.29	柏堡龙	普宁市流沙东街道新坛村新美路南侧大德北路西柏堡龙会议室	14:00
4.2	朗姿股份	北京市朝阳区西大望路 27 号大郊亭南街 3 号院 1 号楼 16 层会议室	14:00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 年内重点限售股解禁公司

表 2：年内限售股解禁公司明细

简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
			总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)	
浔兴股份	2019-01-04	4,800.00	35,800.00	31,000.00	86.59	35,800.00	35,800.00	100.00	定向增发机构配售股份
梦洁股份	2019-01-14	7,624.06	77,976.48	42,567.67	54.59	77,976.48	50,191.73	64.37	定向增发机

南极电商	2019-01-21	39,173.73	245,487.04	147,983.18	60.28	245,487.04	187,156.90	76.24	机构配售股份 定向增发机
富安娜	2019-02-26	29.34	87,444.32	50,941.52	58.26	87,444.32	50,970.86	58.29	机构配售股份 股权激励限 售股份
嘉欣丝绸	2019-03-06	5,702.36	57,767.36	40,204.21	69.60	57,767.36	45,906.58	79.47	定向增发机 机构配售股份
维格娜丝	2019-03-06	2,826.24	18,055.40	14,916.94	82.62	18,055.40	17,743.18	98.27	定向增发机 机构配售股份
维格娜丝	2019-03-13	2.40	18,055.40	17,743.18	98.27	18,055.40	17,745.58	98.28	定向增发机 股权激励限 售股份
天创时尚	2019-03-14	17,576.94	43,140.22	12,856.13	29.80	43,140.22	30,433.07	70.54	首发原股东 限售股份
健盛集团	2019-03-22	7,050.00	41,635.63	31,024.57	74.51	41,635.63	38,074.57	91.45	定向增发机 机构配售股份
报喜鸟	2019-05-06	3,842.81	121,761.19	110,741.89	90.95	121,761.19	114,584.70	94.11	股权激励限 售股份
罗莱生活	2019-06-06	92.70	75,440.91	70,030.94	92.83	75,440.91	70,123.64	92.95	股权激励限 售股份
摩登大道	2019-06-10	2,325.42	71,251.98	47,171.07	66.20	71,251.98	49,496.49	69.47	定向增发机 机构配售股份
伟星股份	2019-06-13	3,233.23	75,802.04	62,977.34	83.08	75,802.04	66,210.56	87.35	定向增发机 机构配售股份
梦洁股份	2019-06-20	1,650.00	77,976.48	50,191.73	64.37	77,976.48	51,841.73	66.48	股权激励限 售股份
摩登大道	2019-08-02	14,387.49	71,251.98	47,171.07	66.20	71,251.98	61,558.56	86.40	定向增发机 机构配售股份
如意集团	2019-08-16	3,051.47	26,171.56	23,041.60	88.04	26,171.56	26,093.07	99.70	定向增发机 机构配售股份
红豆股份	2019-08-30	3,689.98	253,325.69	249,635.71	98.54	253,325.69	253,325.69	100.00	定向增发机 机构配售股份
太平鸟	2019-09-16	172.78	48,075.93	20,049.38	41.70	48,075.93	20,222.16	42.06	股权激励限 售股份
商赢环球	2019-09-30	26,997.00	46,997.00	20,000.00	42.56	46,997.00	46,997.00	100.00	定向增发机 机构配售股份
开润股份	2019-12-23	15,225.56	21,761.49	6,414.57	29.48	21,761.49	21,640.14	99.44	首发原股东 限售股份
比音勒芬	2019-12-23	9,520.00	18,133.90	7,899.83	43.56	18,133.90	17,419.83	96.06	首发原股东 限售股份
申达股份	2019-12-26	9,791.40	85,229.13	71,024.28	83.33	85,229.13	80,815.68	94.82	定向增发机 机构配售股份
天创时尚	2019-12-26	701.34	43,140.22	30,433.07	70.54	43,140.22	31,134.41	72.17	定向增发机 机构配售股份

资料来源：wind、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com