



Research and
Development Center

辛选入股直播铺路，母婴产业升级起步

—— 起步股份（603557.SH）深度报告

2020 年 10 月 08 日

汲肖飞

纺服&轻工行业分析师

辛选入股直播铺路，母婴产业升级起步

2020年10月8日

本期内容提要：

- ◆ **大众婴童鞋服龙头，销售以线下经销模式为主。**公司专注于童鞋、童装的研发、设计、生产、销售，旗下品牌 ABC KIDS 定位大众市场，已成为国内第四大童鞋品牌，2019 年公司童鞋、童装、童鞋 OEM 收入占比为 54%、34%、9%。公司采用纵向一体化业务模式，以线下经销模式为主，20H1 线上、线下收入占比为 5%、95%，经销、直营收入占比为 85%、15%。近年来公司收入增速有所放缓，主要由于门店外延增速收窄，20H1 受新冠肺炎疫情影响，公司收入同降 22%至 5.60 亿元，归母净利同降 38%至 6609.13 万元。
- ◆ **母婴产业市场规模大、竞争格局分散。**近年来婴童鞋服行业保持较快增速，2019 年中国童鞋、童装市场规模为 621 亿元、2391 亿元，同增 5.97%、14.37%。目前中国婴童鞋服行业集中度较低，杂牌仍占据较大市场份额，近年来头部品牌逐步扩大市占率，CR10 持续提升。从广义范围来看，2019 年中国孕婴童市场规模约为 3.50 万亿元，其中婴儿产品市场规模约为 1.5 亿元，母婴消费者支付意愿强，且近年来线上渠道收入增速显著较高，流量快速向线上转移。
- ◆ **辛选团队入股，联手整合母婴产业。**2020 年 9 月控股股东香港起步向辛选投资、张晓双转让公司 5%、5%的股权，公司与快手主播辛有志团队在母婴行业展开合作。1) 辛有志团队主播将借助粉丝流量优势为公司旗下品牌带货，推动线上收入增长。2) 双方成立合资公司，打造母婴行业新零售平台，在为外部母婴品牌带货的同时，整合行业优质供应链资源，全方位改造产品开发、订单生产、销售渠道、用户流量等环节，提供高性价比母婴产品。
- ◆ **不是“网红炒股”，看好双方合作。**辛选团队与公司的合作具备成功基础：1) 辛有志团队整合上游供应链，打造自有品牌，希望与起步合作切入母婴产业，打造成功标杆案例；2) 公司持续深耕母婴产业，20 年 4 月发行可转债升级信息系统、建设婴童用品渠道，且控股股东未趁辛巴入股后股价上涨而减持、反而提前终止减持计划；3) 双方绑定利益，辛选团队有激励减少主播带货分成比例、提高合资公司利润，实现资产升值；4) 看好中国母婴产业高性价比赛道，公司具有质量控制、供应链优势，辛选团队具有流量、用户运营优势，强强联合打造优质产品。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们看好公司与头部主播合作涉足直播电商赛道，业绩弹性较大，母婴行业空间广阔，公司定位大众市场、合作打造高性价比商品具有经验优势。未来公司将强化行业龙头地位，预计 2020-22 年 EPS 为 0.24/0.37/0.52 元。通过绝对及相对估值法计算公司合理股价为 17.00 元，对应 20 年 71 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级
- ◆ **股价催化剂：**公司业绩增长超预期、直播电商销售增长超预期等。
- ◆ **风险因素：**肺炎疫情风险、辛有志团队合作不达预期、依赖头部主播风险、库存减值风险等。

证券研究报告

公司研究——深度研究

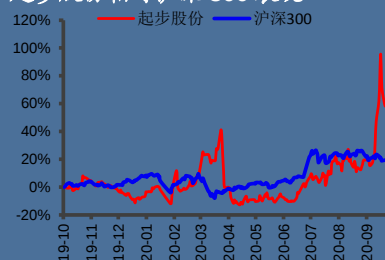
起步股份（603557.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

汲肖飞 纺服&轻工行业分析师
执业编号：S1500520080003
邮箱：jixiaofei@cindasc.com

起步股份相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.9.30）

收盘价（元）	13.53
52 周内股价波动区间(元)	16.99-6.86
最近一月涨跌幅(%)	1.29
总股本(亿股)	4.72
流通 A 股比例(%)	99.58
总市值(亿元)	63.86

资料来源：信达证券研发中心
信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,399	1,523	1,387	1,981	2,462
增长率 YoY %	4.4%	8.9%	-8.9%	42.8%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	181	143	113	177	245
增长率 YoY%	-7.1%	-21.1%	-20.4%	55.7%	38.6%
毛利率%	35.6%	32.6%	32.8%	32.7%	33.4%
净资产收益率 ROE%	11.7%	8.5%	6.3%	9.0%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.30	0.24	0.37	0.52
市盈率 P/E(倍)	35.34	44.80	56.30	36.15	26.08
市净率 P/B(倍)	4.12	3.81	3.57	3.25	2.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 09 月 30 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司概况：大众化定位的婴童鞋服行业龙头	1
基本情况：产业链一体化的婴童鞋服行业龙头	1
财务分析：近年来收入保持增长，20H1 疫情影响业绩表现	3
公司治理：实控人持股比例高，辛选系受让 10% 股权	5
行业分析：大行业小公司，母婴产业整合在即	6
婴童鞋服行业：景气度相对较高，行业集中度待提升	6
母婴行业：市场规模较大，线上渠道增长亮眼	8
辛巴入股做什么：携手起步整合母婴产业	9
辛巴入股：头部主播整合供应链、打造自有品牌	9
合作方式：两大方式展开合作，打造母婴行业新零售平台	11
辛巴入股怎么看：不是“网红炒股”，具备成功要素	13
辛巴团队诉求：涉足广阔母婴市场，打造合作标杆案例	13
起步股份诉求：母婴产业大有可为，控股股东未高位减持	14
激励机制：双方绑定利益，有望推动合资公司业绩增长	16
解决痛点：强强联手，夯实婴童产业高性价比优势	16
盈利预测、估值与投资评级	17
盈利预测及假设	17
估值与投资评级	18
风险因素	19

表 目 录

表 1：公司产品品质控制流程较为严格	17
表 2：可比公司 EPS 及估值对比	19

图 目 录

图 1：公司成立以来发展历程	2
图 2：2019 年公司收入结构	2
图 3：近年来公司分业务收入及同比增速（单位：百万元）	2
图 4：公司童鞋采用纵向一体化业务模式	3
图 5：近年来公司收入同比增长情况	4
图 6：近年来公司门店数量及单店收入变化情况	4
图 7：近年来公司毛利率变化情况	4
图 8：近年来公司期间费用率变化情况	4
图 9：近年来公司净利及同比增速	5
图 10：近年来公司存货规模及存货周转率	5
图 11：公司股权结构情况	6
图 12：近年来我国童装市场规模及同比增速	7
图 13：近年来我国童鞋市场规模及同比增速	7
图 14：近年来中国童鞋、童装市场 CR10 持续提升	8
图 15：近年来代表性品牌童鞋市场份额变化情况	8
图 16：中国母婴行业市场规模及预测	8
图 17：中国母婴行业细分市场情况	8
图 18：中国母婴品类线上线下渠道销售额同比增速	9
图 19：母婴消费人群注重产品健康与品质	9
图 20：2019 年后辛有志部分直播带货金额数据	10
图 21：2020 年 618 达人带货榜前十情况	10
图 22：辛有志严选产品定价处于较低水平	10
图 23：辛有志打造广州直播基地整合供应链	10
图 24：辛有志粉丝分布情况（2020 年 10 月）	11
图 25：辛有志打造直播电商平台满足高性价比需求	11
图 26：近年来公司电商收入增长情况	12
图 27：2020 年 8 月 18 日公司与央视合作直播带货	12
图 28：公司将与辛选团队在母婴产业链合作	13
图 29：头部带货主播“出圈”扩大影响力	14
图 30：辛有志打造自有品牌“辛有志严选”	14
图 31：公司联合阿里巴巴等推出儿童足踝健康监测产品	15
图 32：公司打造儿童足踝新零售产品	15
图 33：公司发行可转债的主要用途	16
图 34：公司打造婴童用品销售网络	16

投资聚焦

核心逻辑：公司是国内婴童鞋服行业龙头，近年来收入保持稳步增长，20H1 受新冠肺炎疫情影响业绩下滑。20 年 9 月控股股东向辛选团队转让 10% 股权，公司与快手头部主播辛有志团队深度合作，打造母婴行业新零售平台。母婴行业市场空间大、格局分散，双方一方面进行直播带货、提升公司线上收入，另一方面成立合资公司，在为外部母婴品牌直播带货的同时，探索整合母婴行业供应链，打造高性价比母婴产品，满足大众市场需求。我们看好直播电商赛道长期成长性，头部主播借助流量优势、规模效应可向产业链上游延伸，公司与辛有志团队合作有望提升母婴产业效率，带动业绩增长。

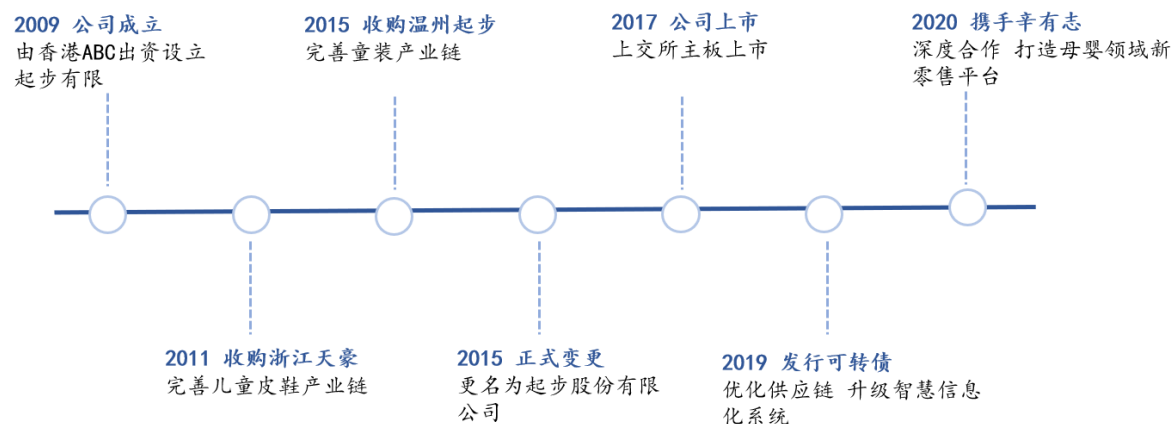
与市场不同的观点：市场部分投资者担心公司迎合直播电商概念、与网红联手炒作股价，且此前未有类似合作案例，成长逻辑尚缺梳理。我们认为：1) 母婴行业市场空间大，龙头集中度低，中国家长在注重母婴品质、消费投入较大的同时，也部分为产业的低效率支付溢价，行业存在效率优化、性价比提升的空间；2) 公司与辛有志团队将共同改造研发、生产、销售等流程，提高产业链反应速度，对接行业优质供应链，借助规模效应降低产业链成本，打造高性价比母婴产品，成长逻辑较为合理；3) 双方在诉求上较为一致，辛有志团队希望涉足母婴市场、打造合作标杆，起步股份希望提升业绩、夯实行业龙头地位，且股权合作将双方利益绑定，合作意愿较强；4) 20 年 8 月控股股东计划减持不超过总股本的 6%，20 年 9 月减持 1114.92 万股，占总股本的 2.36%，减持均价为 10.28 元/股。9 月 30 日控股股东提前终止减持计划，从减持均价来看，减持时间主要在 9 月 16 日公告股权转让协议之前，公告后股价大幅上涨，控股股东未趁机大幅减持，而是提前终止减持计划，彰显对公司未来发展信心。因此我们认为公司不是为迎合网红概念配合减持，未来将持续投入推动婴童业务发展。

公司概况：大众化定位的婴童鞋服行业龙头

基本情况：产业链一体化的婴童鞋服行业龙头

公司前身起步有限成立于 2009 年，专注于童鞋、童装、儿童服饰配饰等产品的研发、设计、生产和销售。公司创立自有品牌 ABC KIDS，定位大众市场，为 3-13 岁儿童提供高性价比产品，已经成长为国内第四大童鞋品牌。2017 年公司成功登陆资本市场，2018 年收购韩国青少年潮流运动品牌 EXR 中国区品牌所有权。2019 年 8 月公司公告拟发行可转债，募资不超过 5.20 亿元用于智慧信息化系统升级改造、母婴用品销售网络建设等。2020 年 9 月控股股东香港起步向辛选投资、张晓双分别转让 5%、5% 的股份，转让总价为 4.32 亿元，公司将与快手头部主播辛有志团队深度合作，打造母婴领域新零售平台。

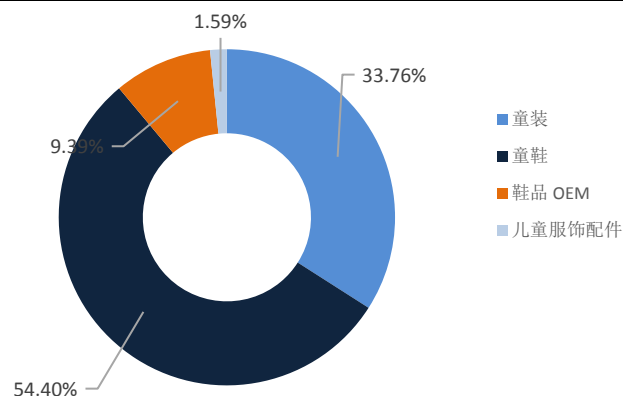
图 1: 公司成立以来发展历程



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

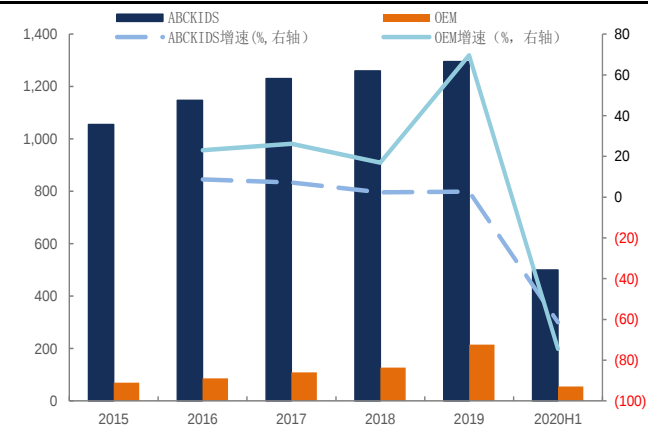
从收入结构来看, 公司以自有品牌童鞋销售为主, 并有部分童鞋代工业务, 2019 年童鞋、童装、鞋品 OEM、儿童服饰配件收入占比为 54.40%、33.76%、9.39%、1.59%。公司童鞋主要分为皮鞋、运动鞋, 以运动鞋为主, 每季度童鞋、童装分别上新 200~300 款, 配饰作为销售补充, 鞋类产品定价为 100~200 元, 价格较为亲民。近年来公司 ABC KIDS 品牌面临竞争压力, 门店增速有所放缓, 童装、童鞋收入增速放缓, 鞋品 OEM 收入增速相对较高。2020H1 受疫情影响, 公司线下收入同比下降, 渠道出现净关店, 导致整体收入同比下滑。

图 2: 2019 年公司收入结构



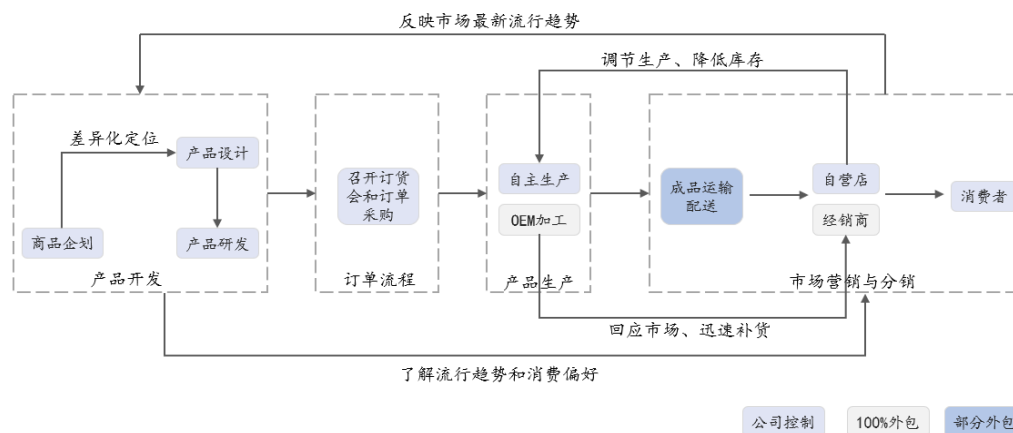
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 近年来公司分业务收入及同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

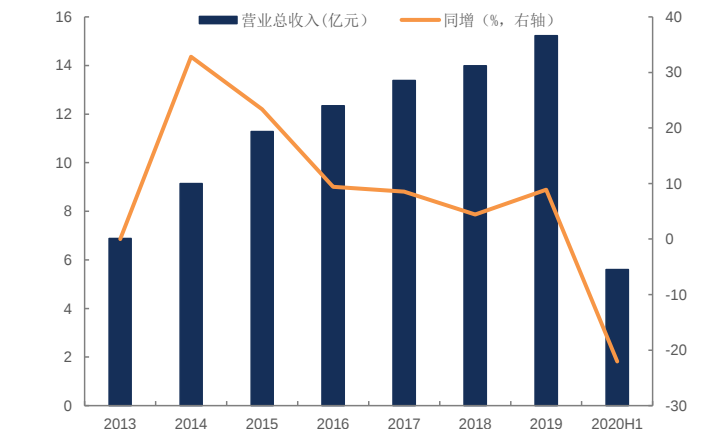
图 4: 公司童鞋采用纵向一体化业务模式



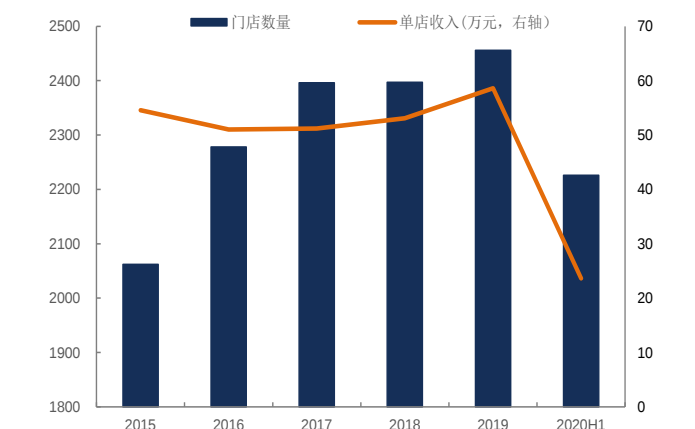
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

财务分析：近年来收入保持增长，20H1 疫情影响业绩表现

近年来公司收入保持增长，2013-19 年收入由 6.88 亿元增至 15.23 亿元，年均复合增速为 14.16%，驱动力主要为门店数量外延扩张、线上收入增长。2015 年后公司收入增速有所放缓，主要由于童鞋行业增速有所放缓，且运动、休闲等成人装品牌加速布局童装童鞋市场、行业竞争加剧，公司 ABC KIDS 品牌门店外延增速有所放缓，单店收入基本保持稳定，2015-19 年门店数量同增 9.39%、10.48%、5.18%、0.04%、2.46%。2020H1 受疫情影响，公司线下客流大幅减少，渠道出现净关店，收入同比下滑 22.03%。

图 5：近年来公司收入同比增长情况


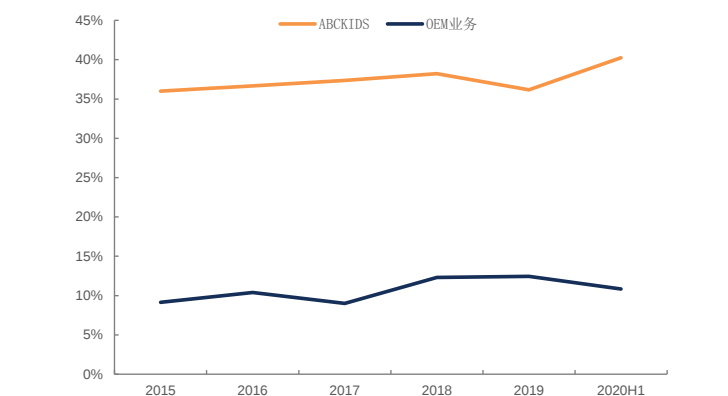
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：近年来公司门店数量及单店收入变化情况


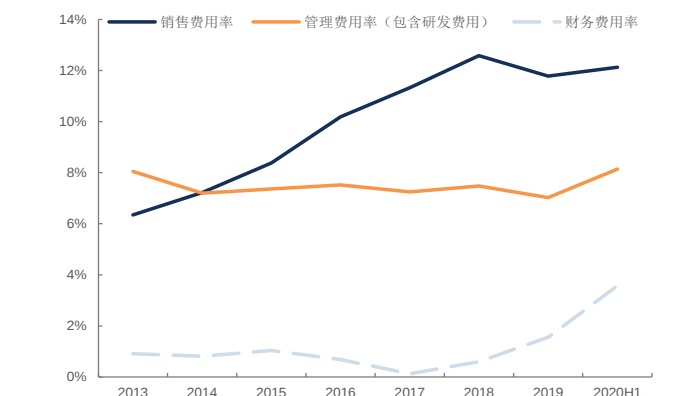
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率方面，近年来公司毛利率基本保持稳定，2019 年受公司库存清理力度加大、高毛利率线上和直营渠道收入占比下降影响，毛利率同比下降 3.00PCT 至 32.60%。20H1 公司缩减加盟渠道层级、提高给终端加盟商的批发折扣，毛利率同增 1.37PCT 至 37.19%。分业务来看，公司 ABC KIDS、童鞋 OEM 业务毛利率基本保持稳定，2019 年自有品牌毛利率同比下降。

费用率方面，近年来公司销售费用率保持增长，主要由于直营渠道拓展、电商营销费用增加及人员薪酬增加等因素。公司管理费用率稳中有降，主要由于公司加强费用管控。公司财务费用率基本保持稳定，2019 年及 20H1 公司财务费用率增加，主要由于短期借款增加及 20 年 4 月公司完成发行可转债。

图 7：近年来公司毛利率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

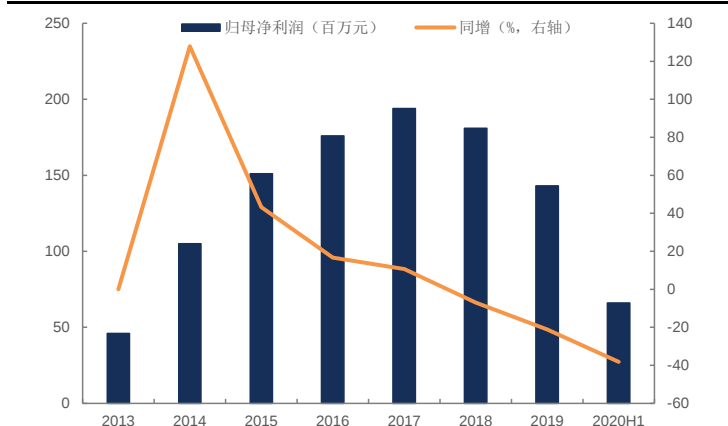
图 8：近年来公司期间费用率变化情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

净利润方面，2014-17 年公司净利同比保持增长，2018-19 年净利同比下降，主要由于公司销售费用率提升、存货等资产减值损失增加。20H1 受疫情影响，公司费用率显著增加，导致净利同比下降 38.15%至 6609.13 万元。

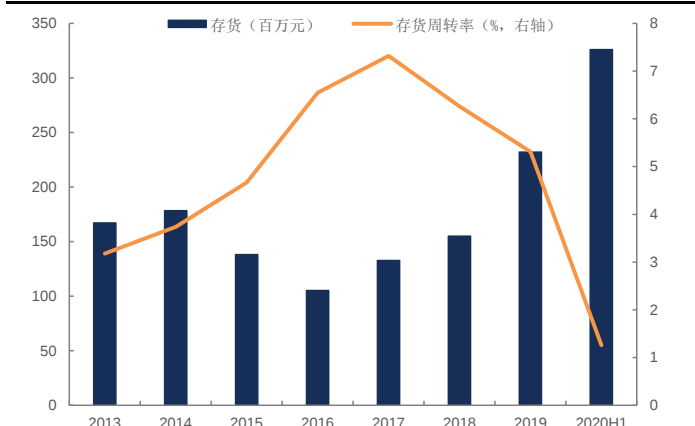
存货方面，2016 年后公司存货持续增长，主要由于直营、电商渠道扩张以及经销业务规模扩大，存货周转速度有所放缓。公司持续加强供应链柔性化，通过产业链一体化控制库存风险。

图 9：近年来公司净利及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：近年来公司存货规模及存货周转率

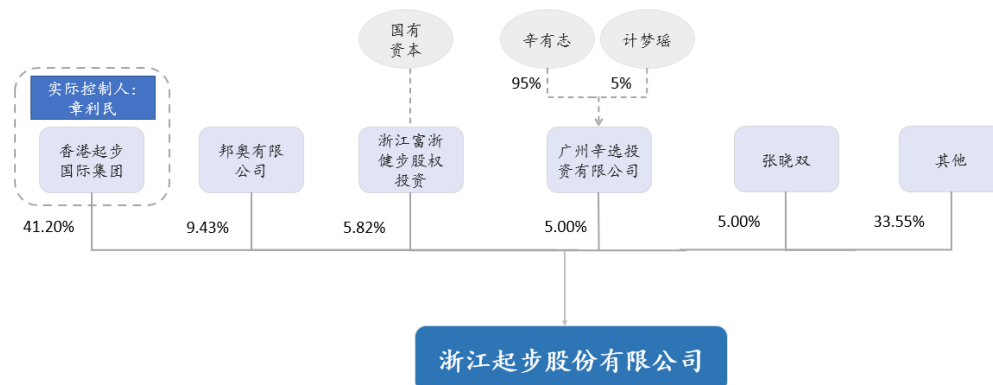


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司治理：实控人持股比例高，辛选系受让 10%股权

公司控股股东为香港起步国际集团有限公司，2020 年 9 月 14 日持股比例为 51.20%，实控人为董事长章利民。2020 年 9 月 17 日控股股东以 9.16 元/股的价格向辛选投资、张晓双各转让 5%的股权，转让完成后香港起步持股比例为 41.20%，股权较为集中，实控人对公司掌控力强。辛选系受让公司股份后双方将在母婴领域直播电商、新零售进行合作，推动业绩增长。

图 11: 公司股权结构情况



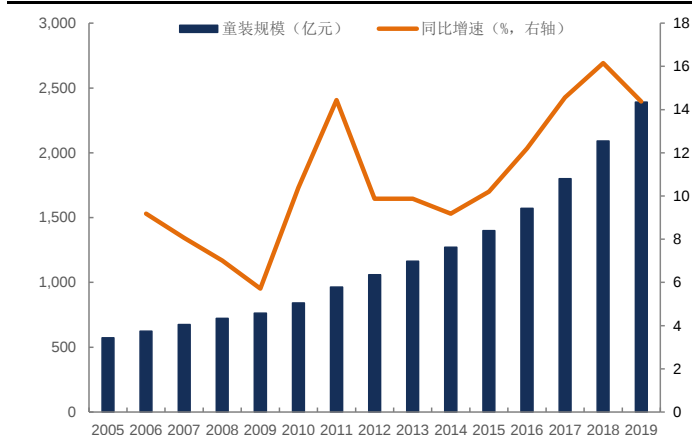
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司管理层在童鞋、童装行业运营经验丰富, 拥有多年研发、生产和销售经验, 对行业发展趋势具有深刻认知。董事长、总经理专注儿童鞋服行业二十多年, 带领设计研发团队持续探索创新, 截止 20 年 6 月底公司共积累 265 项专利, 其中发明专利 16 项、实用新型专利 162 项、外观设计专利 87 项。

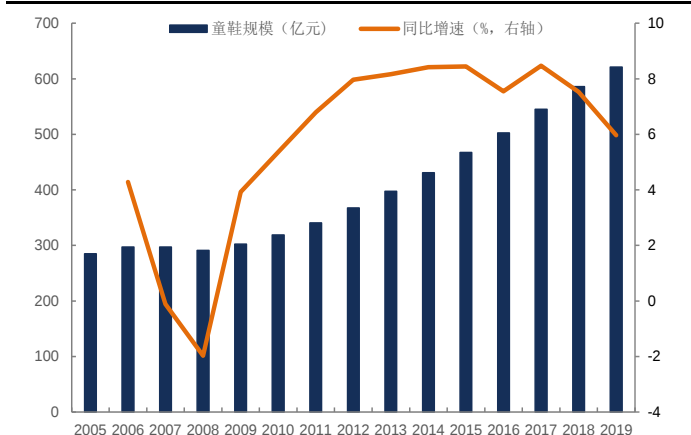
行业分析: 大行业小公司, 母婴产业整合在即

婴童鞋服行业: 景气度相对较高, 行业集中度待提升

市场规模方面, 据国家统计局数据, 2019 年我国新生儿数量为 1465 万人, 同比下降 3.81%, 0-14 岁婴幼儿人数为 2.35 亿, 占总人口的 16.78%, 婴童群体人口基数较大。据欧睿数据, 2019 年我国童装、童鞋市场规模为 2391 亿元、621 亿元, 同增市场空间较为广阔。近年来童鞋童装行业处于快速成长期, 市场规模增速在鞋服细分行业中属于较高水平。2014-19 年童装、童鞋市场规模年均复合增速分别为 13.48%、7.59%, 欧睿咨询预计 2024 年市场规模分别为 4235 亿元、950 亿元, 行业景气度较高。

图 12: 近年来我国童装市场规模及同比增速


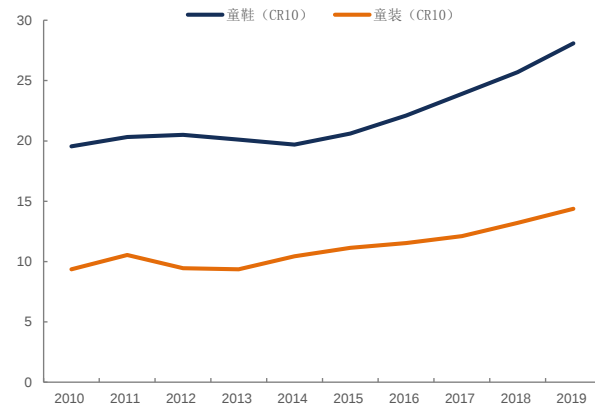
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 13: 近年来我国童鞋市场规模及同比增速


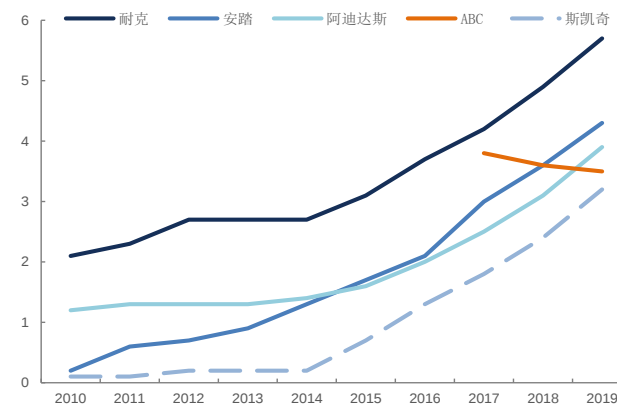
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

从竞争格局来看, 由于发展时间较短, 目前中国童装、童鞋行业集中度仍处于较低水平, 龙头收入、市占率有提升空间, 据欧睿数据, 2019 年中国前十大童装、童鞋公司市占率为 14.3%、28.2%。近年来行业集中度稳步提升, 消费者更注重儿童消费的安全性, 品牌效应逐步显现, 头部品牌受到用户认可、扩大市场份额, 杂牌开始退出市场, 2010-19 年童装、童鞋 CR10 分别同增 PCT、PCT。

由于婴童产业增速相对较高, 新进入者 (如成人装品牌) 不断增加, 行业竞争较为激烈。2010 年后耐克、阿迪达斯、安踏等运动成人装品牌及太平鸟、优衣库等休闲成人装品牌纷纷加大在童装、童鞋行业布局, 门店数量、收入规模实现较快增长, 市占率有所提升。相比之下传统童装、童鞋品牌收入体量、知名度相对较小, 运营模式较为传统, 且多数未实现上市、资本实力较弱, 因此在成人装品牌进入后竞争压力大、市场份额有所下降。

图 14: 近年来中国童鞋、童装市场 CR10 持续提升


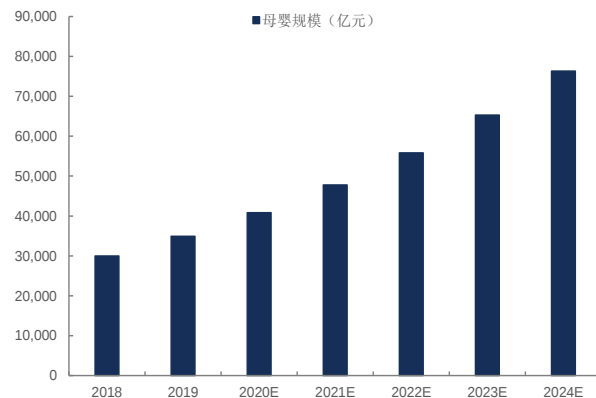
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 15: 近年来代表性品牌童鞋市场份额变化情况


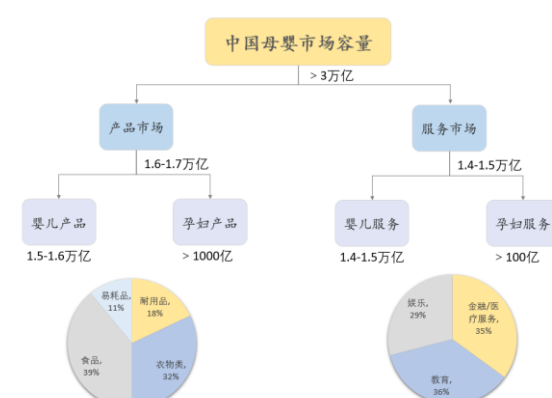
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

母婴行业：市场规模较大，线上渠道增长亮眼

母婴行业市场规模巨大，罗兰贝格数据显示，2019 年我国孕婴童市场规模为 3.50 万亿，同比增长 16.5%，其中婴儿产品市场规模为 1.5~1.6 万亿，其中食品、衣物、耐用品、易耗品占比为 39%、32%、18%、11%。随着 80、90 后父母成为母婴消费主力，消费观念持续升级，母婴市场规模仍有较大成长空间，罗兰贝格预测 2024 年母婴市场规模将达 7.63 万亿元。尼尔森咨询调研数据显示，母婴家庭每月育儿花销平均为 5243 元，占家庭收入的 28%，其中高、中、低收入家庭育儿花销占比分别为 22%、32%、44%，消费者在母婴用品上支付意愿较强。

图 16: 中国母婴行业市场规模及预测


资料来源: 罗兰贝格, 信达证券研发中心

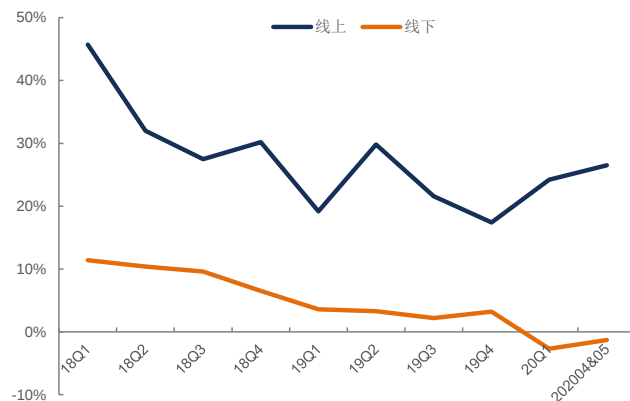
图 17: 中国母婴行业细分市场规模情况


资料来源: 罗兰贝格, 信达证券研发中心

从渠道格局来看，母婴线下渠道占据主导，但近年来电商渠道收入增速显著较高。尼尔森数据显示，2020年5月母婴快消品电商、线下母婴、线下商场渠道销售额占比为31%、60%、9%。2018年后中国线上渠道母婴消费增速持续高于线下，2020年受新冠肺炎疫情影响，线下渠道客流量显著减少，母婴线下消费额同比出现下滑，线上母婴销售额增速环比有所提升，流量加速向线上转移，母婴消费持续线上化。

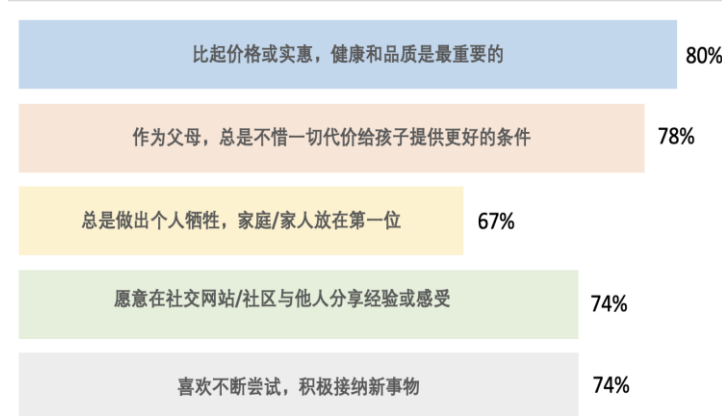
从消费特征来看，目前母婴人群以85后、90后为主，据尼尔森调查，与价格相比，80%的母婴消费者更注重健康与品质，希望给下一代提供更好的条件，其中80后父母更愿意为孩子付出、注重家庭，90后父母相对较注重自我。母婴人群愿意在社交网站或社区分享沟通，并不断尝试接纳新鲜事物。

图 18：中国母婴品类线上线下渠道销售额同比增速



资料来源：尼尔森咨询，信达证券研发中心

图 19：母婴消费人群注重产品健康与品质



资料来源：尼尔森咨询，信达证券研发中心

辛巴入股做什么：携手起步整合母婴产业

辛巴入股：头部主播整合供应链、打造自有品牌

2020年9月辛选系受让公司10%股份，双方合作得到市场关注。辛有志为快手头部主播，目前拥有快手粉丝超过6000万，2019年直播带货GMV超过130亿元，位列快手平台第一位。2020年辛有志持续发力直播电商，深入布局供应链挑选优质商品，粉丝数量、带货金额保持快速增长，20年6月14日辛有志个人专场直播带货12.5亿元，创下快手平台单场直播带货金额记录。

此外辛有志团队孵化、培育、签约初瑞雪、蛋蛋小朋友、时大漂亮等多位头部主播，粉丝数量、带货金额同样处于较高水平，20年7月CBNData与淘宝发布的618达人榜单数据显示，辛有志团队主播在前十榜单中占据5席，其中辛有志、初瑞雪、蛋蛋小朋友包揽前三。

图 20: 2019 年后辛有志部分直播带货金额数据


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 2020 年 618 达人带货榜前十情况

达人带货榜	
1	辛有志
2	初瑞雪辛巴小助理
3	蛋蛋小盆友
4	时大漂亮
5	张庭
6	爱美食的猫妹妹
7	朱瓜瓜
8	小屁屁找
9	白菜
10	白菜省钱君

资料来源: CBNDdata, 淘宝, 信达证券研发中心

网红生命周期较短, 且面临激烈竞争, 单纯依赖外部品牌带货具有过气风险。与一般带货主播不同, 辛有志不仅给成熟品牌带货, 更注重借助流量优势, 向上游整合供应链, 打造辛有志严选品牌, 致力于打造高性价比消费品。辛有志打造自有品牌, 团队拥有 2000 多人, 自主掌控设计、生产、销售等环节, 产品性价比相对较高。一方面辛有志借助直播电商的低成本流量优势, 销售成本显著低于线下、传统电商等渠道, 另一方面辛有志加强供应链管理, 搭建日化、美妆等品类自有供应链, 通过粉丝流量的规模效应将供应链成本压缩到最低水平, 对上游供应链具有强大议价能力。

图 22: 辛有志严选产品定价处于较低水平

产品	辛有志严选售价	天猫一般售价
花青素保湿面膜	62元/10片	89元/5片
防脱洗发水	32元/350ml	58元/380ml
遮瑕粉底液	53.9元/30ml	138元/30ml
维C保湿乳	36元/300g	59.9元/300g

资料来源: 天猫, 信达证券研发中心

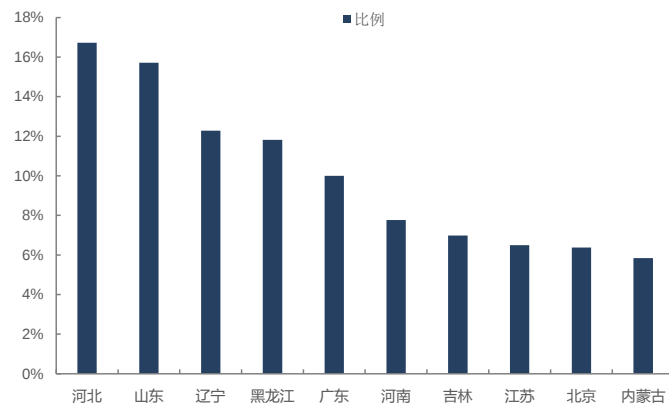
图 23: 辛有志打造广州直播基地整合供应链


资料来源: 广州日报, 信达证券研发中心

我们认为, 未来中国消费行业最大的投资机会来自于高性价比产品(品牌), 渠道商、品牌商需持续提升运营效率, 降低产业链成本及损耗, 满足消费者更为“苛刻、挑剔”的要求。目前中国下沉市场中海量用户开始接触电商, 拼多多、快手(直播电商)等平台触达并唤醒“沉睡的需求”, 这部分消费者多数收入相对较低, 消费力受到限制, 但消费意识开始增强, 高性价比的产品能够激发其消费潜力, 推动解决“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。

辛有志以用户为核心，平台化运营满足海量消费群体高性价比需求。辛有志团队头部主播合计粉丝数量约 2 亿（不去重），主要位于三四线及以下城市，拥有巨大的消费潜力，例如辛有志拥有 6000 万粉丝，多数位于河北、山东、辽宁、黑龙江、广东等省份。辛有志孵化培养数十位强带货主播，搭建成熟的主播孵化体系；建立自有供应链体系，从源头把控产品质量、价格；计划建立全国 7 大直播基地，其中广州直播基地占地 1.5 万平方米，用于内外部主播与优质商家、供应链对接。通过打造直播电商产业链平台，辛有志满足更大范围消费者需求，降低依赖单一主播风险，整合更多资源提供高性价比商品。

图 24: 辛有志粉丝分布情况（2020 年 10 月）



资料来源：知衣炼丹炉，信达证券研发中心

图 25: 辛有志打造直播电商平台满足高性价比需求



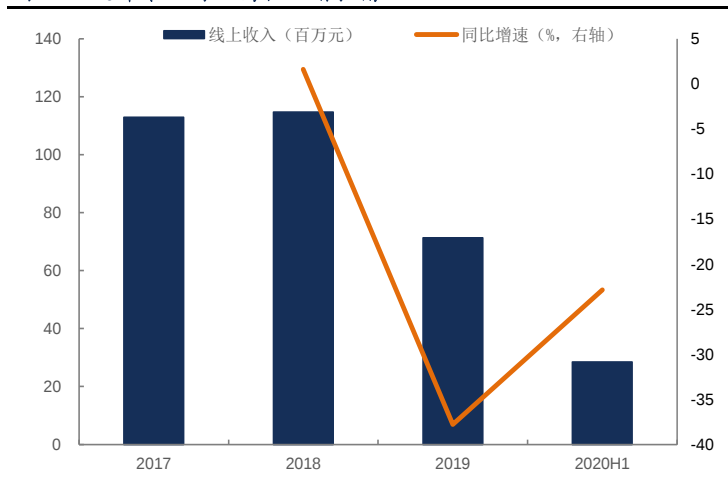
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

合作方式：两大方式展开合作，打造母婴行业新零售平台

辛有志团队入股起步股份后，双方将在母婴行业展开深度合作，目前主要分为两个方面：

首先，辛有志团队将借助强大的流量优势，为起步股份旗下 ABC Kids、EXR 等品牌进行直播带货。起步股份以线下渠道为主，2019 年线上渠道收入为 7137.46 万元，占比仅为 4.73%，电商收入仍有较大拓展空间。2020 年公司拓展直播电商渠道，与瑜大公子、辛有志等知名主播合作，并于 8 月 18 日与央视合作直播带货、当天实现销售额 6038 万元。20 年 3 月辛选开始运营母婴童板块，截止 9 月已实现 GMV 超过 4 亿元，辛选系入股后旗下主播将更高频次、投入更多资源为公司品牌带货，考虑到主播庞大的粉丝数量、直播电商赛道借助高性价比优势快速爆发，2020 年带货金额有望显著增长（预计全年辛有志团队合计直播电商 GMV 为 300-500 亿元），且四季度为电商行业销售旺季，与辛有志合作可带动公司线上收入显著增长。

图 26: 近年来公司电商收入增长情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 2020 年 8 月 18 日公司与央视合作直播带货



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

其次，辛有志团队与公司成立合资公司，打造母婴行业新零售平台。2020 年 9 月 25 日浙江辛起新零售有限公司成立，起步股份、辛选投资分别持股 51%、49%，未来合资公司将整合母婴童行业优质品牌及供应链资源，涉足设计开发、产品生产、渠道销售、用户流量等环节。一方面辛有志团队给外部母婴品牌的直播带货将通过合资公司销售，另一方面双方将探索推出新的母婴品牌，整合母婴童产业链资源，开发适合线上直播的商品，拓展全品类和线上线下全平台，打造新零售业态。

图 28：公司将与辛选团队在母婴产业链合作



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

因此双方合作后，1) 品类开发上，合资公司的品类将由童装童鞋扩充至玩具、纸尿裤、食品等，利用直播的快速反应缩短新品开发到销售的时间，由传统 9-10 个月压缩至 1 个月，提升产品研发效率；2) 生产上，合资公司以 OEM 为主，直播电商改变传统订货会生产模式，采用预热、种草、采购的模式，快速翻单，提高库存和资金周转速度；3) 渠道上，公司除线下门店和传统电商之外，将拓展短视频、直播基地等销售渠道，并借助辛选团队的直播资源赋能公司传统渠道，为线下渠道引流、对店员进行直播培训，推动收入增长。

辛巴入股怎么看：不是“网红炒股”，具备成功要素

目前市场对辛选入股起步股份的看法存在分歧，也有说法认为网红炒股是“概念炒作”。我们分析后认为：在入股前辛有志已经创立辛有志严选品牌，本次合作后将有助于拓展母婴品类，并打造标杆案例进行推广；公司作为行业龙头致力于打造优质婴童品牌，且股权转让后控股股东持股比例为 40.84% 仍较高，与上市公司绑定；激励机制确保双方合作持续深化，有助于上市公司业绩增长；双方合作解决中国母婴消费高性价比痛点，具备成功发展的土壤。

辛巴团队诉求：涉足广阔母婴市场，打造合作标杆案例

直播电商的爆发催生了一批头部带货主播，在收获大量关注及财富的同时，主播们也会关注如何实现长期发展、降低网红过气的风险。主播如果仅依赖外部品牌带货、做品牌直播的“聚划算”，那么创造的价值将较为有限，且容易被粉丝厌倦或被新的网红替代。因此一方面主播们选择“出圈”，参加综艺节目、发行专辑，向明星路线转型，扩大影响力和知名度，如薇娅、李佳琦等；另一方面主播也会向产业链上游延伸，将个人 IP 转化为品牌 IP，打造自有品牌延续人气，如辛有志。

辛有志团队此前直播带货以成人品类为主，包括服装、生活用品、美妆等产品，考虑到母婴品类市场空间广阔，辛有志团队希望有机会拓展婴童产品，因此 20 年 3 月后涉足母婴品类的直播带货，以外部品牌为主，销售效果较为理想。辛有志借助流量优势推出自有品牌，但由于母婴产品的质量标准、供应链进入门槛相对更高，自行对接供应链的试错成本、时间成本将更长，因此本次辛选团队与起步股份合作，有动力借助后者母婴行业丰富经验，对接上游产业链资源，打造高性价比童鞋、童装、母婴用品等产品。

图 29：头部带货主播“出圈”扩大影响力



资料来源：信达证券研发中心

图 30：辛有志打造自有品牌“辛有志严选”



资料来源：中国日报，信达证券研发中心

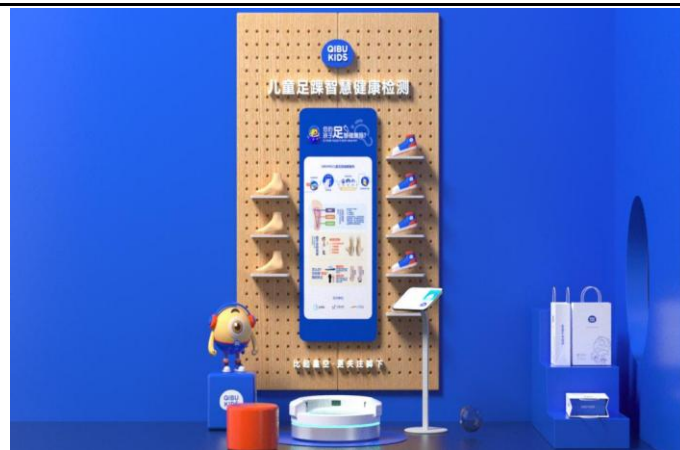
我们认为，辛有志有意愿将起步股份的合作打造成标杆案例：1）粉丝以快手为主，“江湖气”、“家族化”特征较为明显，辛有志入股上市公司并成功合作，有助于强化粉丝影响力和认同感；2）辛有志希望打造个人品牌，并建立直播基地，和部分品类上游供应链绑定，与起步股份成功合作可以起到示范效果，有助于更多品类供应链的深度合作；3）网红的生命周期较为短暂，且辛有志公司上市估计会面临依赖头部主播等问题，优质上市公司股权具有长期价值，有助于实现长期发展。如果仅是“网红炒股”、概念炒作后业绩没有体现、股价回落，由于协议转让后受让方股权减持同样受到限制，辛有志团队收益将极为有限，合作失败后股权也将出现贬值。

起步股份诉求：母婴产业大有可为，控股股东未高位减持

公司作为童鞋童装行业龙头，近年来深耕母婴行业，不断升级提供优质大众化产品。

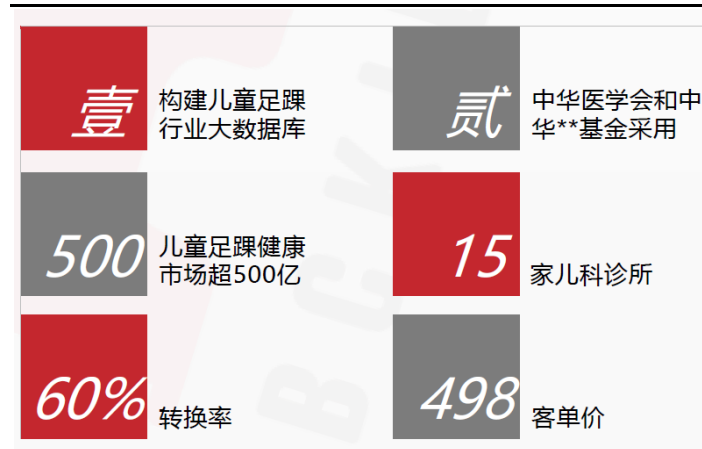
2018 年公司联合阿里巴巴达摩院、丁香诊所等共同开发儿童健康童鞋品牌 QIBUKIDS，在儿童诊所铺设量脚仪，扫描足部信息后出具相关报告，根据婴童足部数据进行童鞋的定制生产，能够预防和矫正儿童足踝畸形。公司构建儿童足踝行业数据库，打造个性化矫形童鞋研发平台，实现产品单件流快速生产，产品附加值、定价相对较高。目前 QIBUKIDS 已进入 15 家儿科诊所，未来将持续推广提供健康、个性化童鞋产品。

图 31：公司联合阿里巴巴等推出儿童足踝健康监测产品



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32：公司打造儿童足踝新零售产品



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2020 年 4 月公司完成可转债发行，募资 5.2 亿元用于智慧信息化系统升级改造、婴童用品销售网络建设、补充流动资金等用途。1) 公司打造包含智慧设计、智慧制造、智慧零售、智慧管理等模块在内的信息管理平台，通过信息化升级完善产业链中供应商、客户的信息化管理，实现设计、采购、生产、物流、销售的快速反应，通过数据支持提升决策效率。2) 公司开始打造儿童用品一体化购物平台，拓展产品品类及用户年龄，向 0-3 岁婴童领域扩张。公司将在河南、湖北、江苏等地区新建 370 家直营店，短期受新冠肺炎疫情影响扩张速度将有所放缓，未来公司将审慎推进打造优质婴童用品品牌。

图 33: 公司发行可转债的主要用途

项目名称	项目投资额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
智慧信息化系统升级改造 项目	20,674.13	17,000.00
婴童用品销售网络建设项 目	35,072.09	20,000.00
补充流动资金	15,000.00	15,000.00

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 34: 公司打造婴童用品销售网络

省份	区域	专卖店	旗舰店	生活馆
浙江	杭州、宁波、温州、绍兴、台州、嘉兴、金华、湖州、舟山、衢州、丽水等城市	43	7	4
江苏	苏州、南京、无锡、南通、常州、徐州、盐城、扬州、泰州、镇江、淮安、连云港、宿迁等城市	65	30	8
四川	成都、绵阳、德阳、宜宾、南充、泸州、达州、乐山、自贡、攀枝花、凉山州、内江、眉山、广安、遂宁、资阳、广元、雅安、巴中、阿坝自治州、甘孜自治州等城市	44	6	5
陕西	西安、榆林、咸阳、宝鸡、渭南、延安、汉中、安康、商洛、铜川、杨凌等城市	31	6	5
湖北	武汉、襄阳、宜昌、荆州、黄冈、孝感、荆门、十堰、黄石、咸宁、随州、鄂州、恩施自治州、仙桃、潜江、天门、神农架林区等城市	47	6	5
河南	郑州、洛阳、南阳、许昌、周口、新乡、安阳、商丘、信阳、焦作、驻马店、平顶山、开封、濮阳、三门峡、漯河、鹤壁、济源等城市	50	5	3

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2020 年 8 月公司公告控股股东香港起步出于自身资金需要, 计划减持不超过总股本的 6%。20 年 9 月 7 日~9 月 23 日香港起步减持 1114.92 万股, 占总股本的 2.36%, 减持金额 1.15 亿元, 减持平均价格为 10.28 元/股。9 月 30 日公司公告控股股东决定提前终止减持计划, 减持后持股比例为 50.84% (转让辛选投资、张晓双的股份尚未过户)。从减持均价来看, 香港起步减持时间主要在 9 月 16 日公告股权转让协议之前, 公告后股价大幅上涨, 控股股东未趁机大幅减持, 而是提前终止减持计划, 彰显对公司未来发展信心。因此我们认为公司不是为迎合网红概念配合减持, 未来将持续投入推动婴童业务发展。

激励机制: 双方绑定利益, 有望推动合资公司业绩增长

从激励机制来说, 辛选团队有动力提升合资公司业绩, 实现资产升值。从行业平均水平来看, 我们估计辛有志等头部主播给外部品牌带货收取 25% 左右的销售分成, 而辛选主播在合资公司体系内带货, 有动力降低主播分成比例, 增加合资公司利润。

辛选团队持有合资公司 49% 股权、上市公司 10% 股权, 假设辛有志保持正常分成比例、一场直播带货可带来销售分成 (税后) 1000 万元, 我们假设在合资公司 (简称 A) 内辛有志放弃本次直播销售分成, A 公司将增加税后利润 1000 万元, 对应上市公司净利润、归母净利润增加 1000 万元、510 万元, 辛选团队作为少数股东获得利润 490 万元。假设上市公司的 PE 水平为 30 倍, 归母净利润增加 510 万元对应市值增加 1.53 亿元, 辛选团队持股 10% 将实现 1530 万元的股权增值。

因此与直播带货收取一次性分成 (税后利润 1000 万元) 相比, 我们认为辛有志团队更有激励降低分成比例、提高合资公司利润 (税后利润 490 万元+股权增值 1530 万元)。尽管本次双方合作未公布业绩目标, 但激励机制有助于辛选团队提升上市公司业绩, 绑定双方利益。

解决痛点: 强强联手, 夯实婴童产业高性价比优势

中国家长注重婴童用品的品质、安全性，愿意为优质产品（品牌）支付溢价，但我们认为，婴童用品的高性价比也是长期发展趋势，产业链的效率有提升空间，起步与辛有志的合作有机会让中国家长们在确保安全性的同时也有更好的消费体验。起步股份品牌定位大众市场，渠道主要分布在三四线及以下地区，用户群体与辛有志团队粉丝较为契合，双方合作具有明显的协同效应，进一步提升品牌影响力，强强联手打造高性价比产品。

一方面，起步股份在童装、童鞋行业深耕多年，产品品质、质量控制业内领先，先后获得“全国质量检验稳定合格产品”、“全国质量和服务诚信优秀企业”等奖项，并探索生产健康定制鞋等产品，树立品质优先的品牌形象。此外公司在母婴用品领域也具有一定的运营经验，能够对接优质供应链提升品质。因此双方合作后公司可确保供应链质量，输出管理经验，推动产品满足消费者品质要求。

表 1: 公司产品品质控制流程较为严格

环节	自主生产质量控制	外协生产质量控制
供应商甄选阶段	对原材料供应商进行资质审核，建立供应商评估机制，考虑原材料质量、交货期等因素，经研发部、品控部、供应链管理部、财务部等综合评估考核后选择。	对外协厂商进行资质审核，制定外协工厂质量管理体系手册并建立供应商评估表，综合评估外协厂商开发技术能力、交期、质量及成本等管控措施
加工生产阶段	公司生产部门严格按公司制定的质量控制标准开展生产；公司生产部门在批量生产前先进行小量生产试做，送交公司指定的检测机构按标准进行产品物性、化性等方面检测合格后，方可投入批量生产；公司生产部门品质部对自主生产进行全程质量管控。	与外协厂商在采购合同中明确约定生产所执行的检测标准、工艺技术要求等规范性条款；外协厂商在批量生产前先进行小量生产试做，送交公司指定的检测机构按标准进行产品物性、化性等方面检测合格，方可投入批量生产；外协厂商由公司派驻品质控制人员进行质量管控。
交货验收阶段	产品订单完成批量生产后，公司生产部门品质部对送货前的产品，按照一定比例进行现场开箱检验，检验合格后由品质部开具合格的验货报告，方可送货；	产品订单完成批量生产后，公司派驻外协厂商的品质控制人员对送货前的产品，按照一定比例进行现场开箱检验，检验合格后由驻厂品质控制人员开具合格的验货报告，方可送货；
成品入库阶段	产品入库需携带装箱清单、验货报告、检测报告等必备资料，质量管理中心的质检人员按一定比例进行最终入库检验；检验判定合格时，物流仓库办理成品入库手续，判定不合格时，退回返修，未经检验的产品不予接收入库。	产品入库需携带装箱清单、验货报告、检测报告等必备资料，质量管理中心的质检人员按一定比例进行最终入库检验；检验判定合格时，物流仓库办理成品入库手续，对确定为不符合质量标准或公司生产要求的产品，公司不予接收入库并要求其返工或退货。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

另一方面，辛有志团队可以带来大规模粉丝流量，通过规模效应降低产业链成本，提高产品的性价比。婴童企业目前收入体量普遍较小，起步股份作为行业龙头，为降低库存风险，单个 SKU 的订货量多数在 1 万双以下。直播电商模式出现后，头部主播凭借粉丝效应，适合销售爆款产品，SKU 订货量可达几万件甚至 10 万以上，有效降低生产成本。此外传统线下销售需承担较高渠道、人工、水电等费用，直播电商减少销售渠道环节，直接对接消费者，粉丝运营、营销效率高，进一步降低销售费用，实现高性价比优势。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们假设:

1) 线上收入方面, 2020 年公司传统电商业务保持稳步增长, 与辛选团队合作前后大力拓展自有品牌直播电商业务, 有望带动整体线上收入同比显著增长, 双方合营公司运作时间较短、短期收入贡献较小。2021 年公司进一步拓展自有品牌直播电商业务, 且合营公司为外部母婴品牌合作、推出直播电商专供产品, 带动整体线上收入显著提升。2022 年公司直播电商业务持续推进, 基数提高后增速有所放缓。

2) 线下收入方面, 2020 年受疫情影响, ABC KIDS 品牌门店数量同比减少、店效同比下滑, 导致线下收入同比下降。2021-22 年疫情影响有望控制, 公司品牌恢复净开店, 且可转债募投项目婴童用品渠道建设有望落地, 推动公司线下收入恢复增长。

3) 毛利率方面, 2020 年受疫情影响, 线下渠道销售毛利率有所下滑, 公司增加部分防疫物资产能, 优化产品结构, 且部分减少线下渠道层级、提升批发折扣, 预计整体来看毛利率保持稳定。2021-22 年疫情影响有望控制, 预计公司加大直播电商业务投入, 整体毛利率保持稳定。

4) 费用方面, 2020 年受疫情影响、收入下滑, 公司销售费用率同比增加, 2021-22 年公司拓展直播电商业务, 且婴童用品渠道拓展落地, 预计销售费用率保持较高水平; 公司加强管理、研发、财务费用管控, 预计 2020-22 年费用率基本稳定。

综上, 我们预测 2020-22 年公司收入为 13.87/19.81/24.62 亿元, 同增-8.92%/42.77%/24.29%, 预测净利润为 1.42/1.77/2.45 亿元, 同增-20.42%/55.74%/38.60%, 预测 EPS 为 0.24/0.37/0.52 元。

估值与投资评级

相对估值

婴童行业上市公司包括安奈儿、金发拉比、爱婴室等行业龙头, 此外考虑到公司由鞋服行业涉足直播电商领域、与头部主播合作带货销售, 我们也选择业务模式类似的星期六(女鞋龙头、收购 MCN 遥望网络涉足直播带货)作为对比。目前公司股价对应 2020/21 年 PE 为 56.38/36.57 倍, 可比公司 2020/21 年平均 PE 为 62.17/34.83 倍, 考虑到公司与头部主播绑定合作、业绩弹性大, 在母婴行业成长空间广阔, 我们给予公司一定的估值溢价, 给予 20 年 70 倍 PE, 对应股价为 16.80 元。

表 2: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002875.SZ	安奈儿	10.30	17.55	32.19	93.64	36.79	24.52	0.32	0.11	0.28	0.42
603214.SH	爱婴室	30.42	43.44	20.15	27.16	20.98	17.09	1.51	1.12	1.45	1.78
002762.SZ	金发拉比	5.91	20.92	45.46	53.73	49.25	42.21	0.13	0.11	0.12	0.14
002291.SZ	星期六	20.02	147.85	100.10	74.15	32.29	23.01	0.20	0.27	0.62	0.87
行业平均				49.47	62.17	34.83	26.71	-			
603557.SH	起步股份	13.53	63.86	45.10	56.38	36.57	26.02	0.30	0.24	0.37	0.52

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2020 年 09 月 30 日收盘价

绝对估值

我们假设无风险收益率为 2.50%、市场收益率为 7.50%、公司永续增长率为 3.00%，通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 83.76 亿元，对应股价为 17.75 元。

估值结论及投资评级

综合相对估值及绝对估值方法，我们认为公司合理股价为 17.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

新冠肺炎疫情影响超预期: 2020 年公司童鞋、童装主业受到新冠肺炎疫情影响，收入同比下滑，如果未来肺炎疫情影响加剧，将影响公司线下流量恢复，业绩成长性将低于预期。

辛有志团队合作不达预期: 未来辛有志团队带动直播电商业务发力是公司主要看点，如果双方合作意愿、合作力度不达预期，将影响直播电商收入增长，从而导致公司业绩低于预期。

依赖头部主播风险: 目前直播电商行业销售依赖于头部主播，可能出现主播过气、粉丝流失或主播被政府、直播平台监管处罚等风险，从而影响业绩增长。

库存减值风险: 2020 年受疫情影响公司售罄率下降、库存有所增加，如果公司库存未能及时销售，未来有可能计提减值准备，从而影响业绩表现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,515	1,889	1,776	2,071	2,317
货币资金	515	552	379	427	536
应收票据	85	115	95	135	174
应收账款	511	580	684	760	742
预付账款	58	89	81	116	143
存货	155	232	307	365	405
其他	191	321	230	267	318
非流动资产	820	685	872	955	1,054
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	395	357	476	509	547
无形资产	35	108	144	182	231
其他	391	220	252	264	277
资产总计	2,335	2,574	2,649	3,026	3,372
流动负债	776	765	726	936	1,056
短期借款	342	306	306	306	306
应付票据	145	192	174	249	306
应付账款	87	168	119	172	230
其他	202	100	127	210	214
非流动负债	8	136	136	136	136
长期借款	0	24	24	24	24
其他	8	112	112	112	112
负债合计	784	900	862	1,072	1,192
少数股东权益	0	-1	-1	-11	-29
归属母公司股东权益	1,551	1,675	1,788	1,965	2,210
负债和股东权益	2,335	2,574	2,649	3,026	3,372

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,399	1,523	1,387	1,981	2,462
同比(%)	4.4%	8.9%	-8.9%	42.8%	24.3%
归属母公司净利润	181	143	113	177	245
同比(%)	-7.1%	-21.1%	-20.4%	55.7%	38.6%
毛利率(%)	35.6%	32.6%	32.8%	32.7%	33.4%
ROE%	11.7%	8.5%	6.3%	9.0%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.30	0.24	0.37	0.52
P/E	35.34	44.80	56.30	36.15	26.08
P/B	4.12	3.81	3.57	3.25	2.89
EV/EBITDA	26.32	27.04	31.15	25.15	19.34

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,399	1,523	1,387	1,981	2,462
营业成本	901	1,027	933	1,334	1,641
营业税金及附加	13	14	13	19	23
销售费用	176	180	194	277	345
管理费用	70	70	66	95	116
研发费用	35	37	34	49	60
财务费用	8	24	19	21	20
减值损失合计	21	-20	-20	-20	-20
投资净收益	9	10	7	12	14
其他	-33	-1	7	9	12
营业利润	194	160	121	188	263
营业外收支	29	16	18	18	18
利润总额	223	176	139	206	281
所得税	42	34	26	39	54
净利润	180	142	113	167	227
少数股东损益	0	-1	-1	-10	-18
归属母公司净利润	181	143	113	177	245
EBITDA	235	233	208	255	327
EPS(当年)(元)	0.38	0.30	0.24	0.37	0.52

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	64	-3	77	174	252
净利润	180	142	113	167	227
折旧摊销	30	37	61	48	50
财务费用	13	28	26	26	26
投资损失	-9	-13	-7	-12	-14
营运资金变动	-167	-216	-118	-57	-38
其它	17	19	2	2	2
投资活动现金流	-268	-27	-224	-101	-117
资本支出	-64	-54	-180	-83	-101
长期投资	-213	22	-50	-30	-30
其他	9	4	7	12	14
筹资活动现金流	268	42	-26	-26	-26
吸收投资	19	0	0	0	0
借款	287	86	0	0	0
支付利息或股息	-38	-40	-26	-26	-26
现金流净增加额	64	11	-172	47	109

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。