

太平鸟 (603877)

证券研究报告

2021年03月30日

Q4 环比继续改善，全年收入增长费控有效，启动科技数字化转型

事件：公司披露 2020 年业绩，公司整体营收及盈利均实现快速增长。

公司 2020 年实现营收 93.87 亿元 (+18.41%)；实现归母净利润 7.13 亿元 (+29.24%)；扣非归母净利润 5.61 亿元 (+59.1%)；疫情下公司收入、利润逆势增长，经营质量大幅改善。

分渠道：线下渠道强势增长，线上渠道延续高增速

2020 年公司线下直营渠道实现营收 40.76 亿元 (+20.98%)，直营渠道运营质量改善；线下加盟渠道实现营收 23.07 亿元 (+7.22%)，加盟渠道恢复稳健增长；线上渠道实现营收 28.04 亿元(+21.28%)，收入占比提升至 30.52%。

门店数量：各女装品牌门店数稳定增长，男装、童装及其他品牌尚在调整

2020 年末主品牌 PEACEBIRD 女装及男装直营门店数分别达到 526 家 (+34 家)、484 家 (-49 家)，加盟门店数分别为 1180 家 (+134 家)、865 家 (+31 家)，乐町女装直营及加盟门店数分别增至 228 家 (+21 家)、470 家 (+85 家)。童装 Mini Peace 及其他品牌 (MG 女装等) 门店规模有所精简。

分品牌：女装业务延续较高增速，男装业务扩张环比提速

PEACEBIRD 女装实现营收 37.81 亿元 (+28.36%)；PEACEBIRD 男装实现营收 28.32 亿元(+8.35%)；LEDIN 乐町女装实现营收 13.29 亿元(+17.5%)；Mini Peace 童装实现营收 9.83 亿元 (+9.25%)；其他品牌实现营收 2.63 亿元 (+8.09%)。

盈利能力：PEACEBIRD 女装毛利率逆市提升，线下渠道毛利率持续改善

2020 年公司销售毛利率为 52.49%，同比下降 0.7pct；分品牌来看，PEACEBIRD 女装毛利率逆市增长至 55.50%，PEACEBIRD 男装及其他品牌毛利率小幅减少。各渠道毛利率方面，线下毛利率为 58.19%，同比增长 0.78pct；线上毛利率为 43.03%，同比减少 1.57pct；线下渠道中，直营/加盟毛利率分别为 65.61%/45.07%，同比增长 0.27pct/0.02pct。

营运能力：现金流大幅改善，费控效率稳步提升

公司 2020 年内销售费率为 34.86%(-1.67pct)，管理费率为 6.13%(-0.23pct)，研发费率为 1.24%(-0.12pct)，财务费率为 0.20%(-0.04pct)。

公司 2020 年末存货规模达到 22.57 亿元(+21.67%)，存货周转天数为 165.95 天 (-13.08 天)；2020 年末公司应收账款规模达 7.78 亿元 (+24.10%)，对应周转天数为 26.95 天 (-0.68 天)，整体来看公司应收账款及存货规模均有所增加，但同时存货周转效率及应收账款周转效率有所提升。

公司 2020 年实现经营性现金流净额达 11.54 亿元 (+32.92%)，现金流大幅增长，我们认为主要得益于公司线上线下各渠道收入有效增长带动公司整体经营效率及质量同步提升。

维持“买入”评级，我们上调 2021~2022 年盈利预测，预计公司 2021~2023 年营收分别为 106.33、125.43、144.70 亿元，21~23 年归母净利润分别为 9.52、11.52、14.19 亿元 (21~22 年原值为 9.44、11.45 亿元)，对应 EPS 分别为 2.00、2.42、2.98 元，对应 P/E 分别为 21.02、17.37、14.10X。

风险提示：终端销售恢复不及预期；快时尚竞品冲击影响；门店店效提升不及预期等。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	41.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	476.73
流通 A 股股本(百万股)	476.73
A 股总市值(百万元)	20,008.27
流通 A 股市值(百万元)	20,008.27
每股净资产(元)	8.18
资产负债率(%)	54.34
一年内最高/最低(元)	43.74/13.72

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《太平鸟-公司点评:20 年业绩亮眼，改革效果凸显长期增长可期》 2021-03-11
- 2 《太平鸟-公司点评:2020 扣非归母同比增 59%至 5.6 亿，终端盈利能力稳步提升》 2021-01-14
- 3 《太平鸟-季报点评:20Q3 业绩表现惊艳，线上保持快速增长，线下渠道加速恢复》 2020-10-22

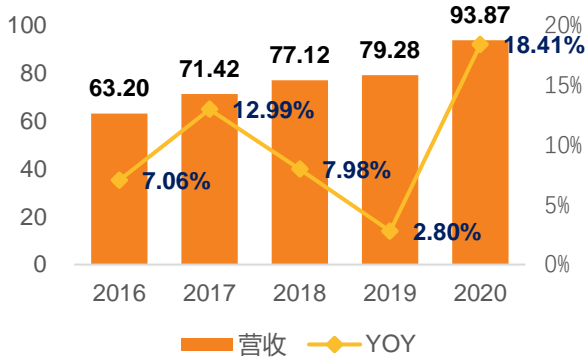
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,927.62	9,386.87	10,632.74	12,542.81	14,469.66
增长率(%)	2.80	18.41	13.27	17.96	15.36
EBITDA(百万元)	997.41	1,264.30	1,245.50	1,494.56	1,804.37
净利润(百万元)	551.55	712.81	951.66	1,151.58	1,418.79
增长率(%)	(3.50)	29.24	33.51	21.01	23.20
EPS(元/股)	1.16	1.50	2.00	2.42	2.98
市盈率(P/E)	36.28	28.07	21.02	17.37	14.10
市净率(P/B)	5.69	5.13	4.45	3.82	3.20
市销率(P/S)	2.52	2.13	1.88	1.60	1.38
EV/EBITDA	5.29	9.17	14.35	10.77	8.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 2020 年公司整体营收及盈利均实现快速增长

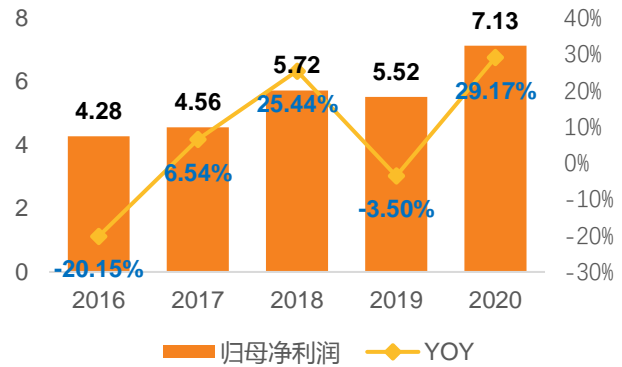
公司 2020 年实现营收 93.87 亿元 (+18.41%)；实现归母净利润 7.13 亿元 (+29.24%)；扣非归母净利润 5.61 亿元 (+59.1%)；疫情下公司收入、利润逆势增长，经营质量大幅改善。

图 1：公司 2016 年以来营收（亿元）及同比变化（%）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 2：公司 2016 年以来归母净利润（亿元）同比变化（%）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

2. 线下渠道强势增长，线上渠道延续高增速

2020 年公司线下直营渠道实现营收 40.76 亿元 (+20.98%)，直营渠道运营质量改善；线下加盟渠道实现营收 23.07 亿元 (+7.22%)，加盟渠道恢复稳健增长；线上渠道实现营收 28.04 亿元 (+21.28%)，收入占比提升至 30.52%。

图 3：公司各渠道营收（亿元）、同比增速 YOY（%）、及渠道营收占比（%）

渠道营收/亿元	2016	2017	2018	2019	2020
线上渠道	13.02	17.90	19.97	23.12	28.04
线上渠道 YOY	—	37.49%	11.55%	15.78%	21.28%
线上渠道占比	20.99%	25.45%	26.29%	29.52%	30.52%
线下渠道	49.02	52.44	56.00	55.21	63.83
线下直营渠道	26.00	27.91	31.92	33.69	40.76
线下直营 YOY	—	7.35%	14.36%	5.56%	20.98%
线下直营占比	41.90%	39.67%	42.01%	43.01%	44.36%
线下加盟渠道	21.57	23.75	24.00	21.49	23.07
线下加盟 YOY	—	10.15%	1.01%	-10.44%	7.22%
线下加盟占比	34.76%	33.77%	31.59%	27.43%	25.11%
线下代理渠道	1.46	0.78	0.09	0.03	0.00
线下代理占比	2.36%	1.11%	0.11%	0.04%	0.00%

资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

3. 门店数量：各女装品牌门店数稳定增长，男装、童装及其他品牌尚在调整

2020 年末主品牌 PEACEBIRD 女装及男装直营门店数分别达到 526 家(+34 家)、484 家(-49 家)，加盟门店数分别为 1180 家(+134 家)、865 家(+31 家)，乐町女装直营及加盟门店数分别增至 228 家(+21 家)、470 家(+85 家)。童装 Mini Peace 及其他品牌(MG 女装等)门店规模有所精简。

图 4：公司各品牌门店数量变化

品牌	门店数量/家	2016	2017	2018	2019	2020
Peacebird 女装	直营门店	414	407	450	492	526
	加盟门店	1212	1119	1101	1046	1180
Peacebird 男装	直营门店	402	435	475	533	484
	加盟门店	794	791	847	834	865
Ledin 乐町 女装	直营门店	99	116	169	207	228
	加盟门店	392	475	447	385	470
其他品牌	直营门店	201	313	422	401	316
	加盟门店	310	595	683	598	547

资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

4. 分品牌：女装业务延续较高增速，男装业务扩张环比提速

PEACEBIRD 女装实现营收 37.81 亿元(+28.36%)；PEACEBIRD 男装实现营收 28.32 亿元(+8.35%)；LEDIN 乐町女装实现营收 13.29 亿元(+17.5%)；Mini Peace 童装实现营收 9.83 亿元(+9.25%)；其他品牌实现营收 2.63 亿元(+8.09%)。

图 5：各品牌营收(亿元)及同比变化 YOY (%)

品牌 (亿元, %)	2016	2017	2018	2019	2020
Peacebird 女装	24.24	26.85	26.75	29.46	37.81
YOY	-4.64%	10.74%	-0.37%	10.13%	28.36%
Peacebird 男装	22.64	25.20	28.30	26.14	28.32
YOY	8.65%	11.29%	12.29%	-7.63%	8.35%
Ledin 乐町 女装	8.88	9.48	10.08	11.31	13.29
YOY	13.15%	6.75%	6.35%	12.17%	17.50%
Mini Peace	5.16	7.09	8.64	9.00	9.83
YOY	65.91%	37.48%	21.85%	4.16%	9.25%
其他品牌	1.13	1.73	2.21	2.43	2.63
YOY	—	53.76%	27.32%	10.30%	8.09%

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

5. PEACEBIRD 女装毛利率逆市提升，线下渠道毛利率持续改善

2020 年公司销售毛利率为 52.49%，同比下降 0.7pct；分品牌来看，PEACEBIRD 女装毛利率逆市增长至 55.50%，PEACEBIRD 男装及其他品牌毛利率小幅减少。分渠道来看，线下毛利率为 58.19%，同比增长 0.78pct；线上毛利率为 43.03%，同比减少 1.57pct；线下渠道中，直营/加盟毛利率分别为 65.61%/45.07%，同比增长 0.27pct/0.02pct。

图 6：各品牌毛利率水平（%）及各渠道毛利率水平（%）

渠道端毛利率	2016	2017	2018	2019	2020
线上渠道	45.16%	44.75%	44.88%	44.60%	43.03%
线下渠道	58.01%	56.27%	57.38%	57.41%	58.19%
线下直营	65.80%	64.93%	64.51%	65.34%	65.61%
线下加盟	50.21%	46.90%	48.11%	45.05%	45.07%
品牌毛利率	2016	2017	2018	2019	2020
Peacebird 女装	56.52%	54.26%	53.11%	53.96%	55.50%
Peacebird 男装	58.19%	56.71%	57.37%	55.74%	54.42%
Ledin 乐町女装	46.45%	43.70%	49.88%	50.45%	49.82%
Mini Peace 童装	53.70%	52.37%	52.73%	52.73%	51.15%

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

6. 营运能力：现金流大幅改善，费控效率稳步提升

公司 2020 年内销售费率为 34.86% (-1.67pct)，管理费率为 6.13% (-0.23pct)，研发费率为 1.24% (-0.12pct)，财务费率为 0.20% (-0.04pct)。销售费用提升主要系公司执行新收入准则，商场扣点费用调整增加所致。

图 7：公司销售费率、管理费率、研发费率及财务费率（单位均为%）历史变化

费率/%	2016	2017	2018	2019	2020
销售费率	34.84%	34.29%	34.58%	36.53%	34.86%
管理费率	8.12%	7.64%	6.26%	6.36%	6.13%
研发费率	—	—	1.46%	1.36%	1.24%
财务费率	0.58%	0.30%	0.27%	0.24%	0.20%

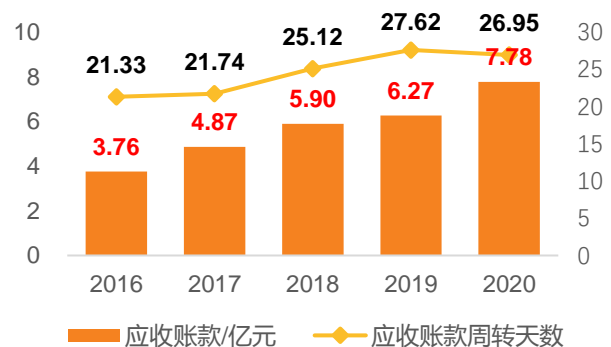
资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

公司 2020 年末存货规模达到 22.57 亿元 (+21.67%)，存货周转天数为 165.95 天 (-13.08 天)；2020 年末公司应收账款规模达 7.78 亿元 (+24.10%)，对应周转天数为 26.95 天 (-0.68 天)，整体来看公司应收账款及存货规模均有所增加，但同时存货周转效率及应收账款周转效率有所提升。

图 8：公司存货规模（亿元）及存货周转天数



图 9：公司应收账款规模（亿元）及应收账款周转天数

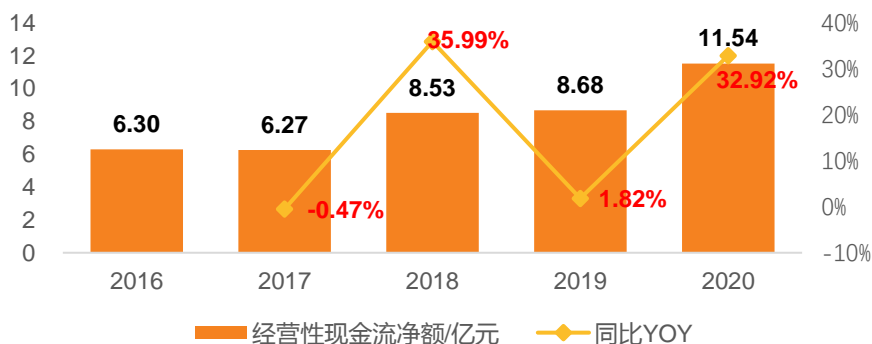


资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

公司 2020 年实现经营性现金流净额达 11.54 亿元 (+32.92%)，现金流大幅增长，我们认为主要得益于公司线上线下各渠道收入有效增长带动公司整体经营效率及质量同步提升。

图 10：公司经营性现金流净额（亿元）及同比 YOY 变化（%）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

7. 渠道提质结构优化，数字化转型推动运营模式变革升级

1) 渠道调整提升运营质量，建立高效年轻化渠道连接年轻客群

2020 年内公司针对现有直营渠道低效店铺及时调整关闭，直营渠道净关店 79 家，推动直营渠道运营质量提升，直营渠道毛利率及流水规模进一步改善；加盟渠道强化货品、零售赋能等支持，积极推动加盟渠道拓展升级，整体渠道质量稳步提升。线上渠道作为年轻化便捷化的新型渠道模式，助力公司品牌矩阵与年轻消费者深度连接互动，线上收入增至 28.04 亿元，占比提升至 30.52%，2020 年“双十一”公司四大核心品牌均入选天猫细分服装品类 top10；在已有的传统电商渠道的基础上，积极布局新兴社交电商渠道，为线上渠道及库存消化创造新的业绩增长点。

2) 启动科技数字化转型，多元连接洞察细分客群需求打造“科技时尚品牌”

2020 年公司发布可转债预案，拟募资不超过 8 亿元人民币推进公司数字化转型项目建设，通过多元连接实现对消费者需求分群洞察，提升设计的准确度及营销的精准度，稳步提升公司快速反应、需求洞察的能力，同时减少无效 SKU 及库存积压，助力提升公司商品运营效率；长期来看，品牌设计精准对接消费者心智需求，利于公司品牌力积淀提升，增强消费者对品牌的黏性与忠诚度。

3) 品牌年轻化升级，专注于 Z 时代现代青年时尚穿着需求

公司甄选品牌形象代言人，顺利签约新生代演员欧阳娜娜成为女装品牌代言人，向客群传达年轻人拥抱变化、敢于挑战、探索多元可能的品牌精神；同时高规格时装秀等活动丰富品牌内涵定义，提升品牌曝光度、时尚度及品牌调性，此外公司 2020 年内通过与高效 IP 矩阵联名合作，切入年轻目标客群，并着力建立品牌感情链接与消费者情感共鸣，客观上有利于切入各层级年轻亚文化群体，提升品牌知名度。

4) 管理架构逐步完善优化，高目标牵引&合理激励机制提升公司团队凝聚力

公司对员工激励体系进行变革调整，充分调动员工价值创造热情与创造积极性，取得良好激励效果。公司激励体制的变革，从制度保障上调动员工工作积极性，并激发组织活力。

8. 盈利预测

维持“买入”评级，我们上调 2021~2022 年盈利预测，预计公司 2021~2023 年营收分别为 106.33、125.43、144.70 亿元，21~23 年归母净利润分别为 9.52、11.52、14.19 亿元(21~22 年原值为 9.44、11.45 亿元)，对应 EPS 分别为 2.00、2.42、2.98 元，对应 P/E 分别为 21.02、17.37、14.10X。

9. 风险提示

终端销售恢复不及预期；快时尚竞品冲击影响；门店店效提升不及预期等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	671.97	664.55	850.62	1,678.20	1,698.14
应收票据及应收账款	627.02	778.16	791.40	396.67	973.92
预付账款	285.92	271.74	484.33	382.85	557.93
存货	1,854.69	2,256.58	2,737.52	3,076.07	3,527.44
其他	1,524.39	2,336.80	2,687.97	2,436.71	2,540.08
流动资产合计	4,963.98	6,307.83	7,551.84	7,970.50	9,297.51
长期股权投资	3.13	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	613.14	1,387.18	1,379.32	1,391.54	1,402.81
在建工程	724.18	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	183.52	180.17	167.24	154.31	141.37
其他	527.06	666.18	536.63	415.78	438.05
非流动资产合计	2,051.04	2,233.53	2,119.19	2,031.23	2,054.00
资产总计	7,015.02	8,541.36	9,671.03	10,001.73	11,351.51
短期借款	386.00	492.52	1,076.51	20.00	20.00
应付票据及应付账款	1,973.03	2,390.95	2,384.03	3,414.34	3,073.45
其他	988.36	1,662.46	1,574.69	1,216.74	1,898.91
流动负债合计	3,347.39	4,545.92	5,035.22	4,651.08	4,992.36
长期借款	58.97	0.00	54.74	45.00	45.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.98	95.04	94.64	94.22	94.63
非流动负债合计	151.94	95.04	149.38	139.22	139.63
负债合计	3,499.33	4,640.96	5,184.60	4,790.30	5,131.99
少数股东权益	1.23	2.98	(10.17)	(24.68)	(41.30)
股本	478.88	476.73	476.73	476.73	476.73
资本公积	1,375.65	1,347.73	1,347.73	1,347.73	1,347.73
留存收益	3,165.61	3,520.69	4,019.88	4,759.39	5,784.09
其他	(1,505.68)	(1,447.73)	(1,347.73)	(1,347.73)	(1,347.73)
股东权益合计	3,515.69	3,900.40	4,486.43	5,211.43	6,219.52
负债和股东权益总计	7,015.02	8,541.36	9,671.03	10,001.73	11,351.51

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	543.10	706.71	951.66	1,151.58	1,418.79
折旧摊销	227.12	225.28	44.79	47.11	49.50
财务费用	10.24	12.92	16.50	6.69	(11.29)
投资损失	(29.47)	(33.89)	(67.18)	(67.18)	(67.18)
营运资金变动	1,621.69	706.51	(1,025.16)	1,200.64	(985.85)
其它	(1,504.24)	(463.17)	(12.27)	(14.76)	(16.99)
经营活动现金流	868.44	1,154.36	(91.65)	2,324.08	386.99
资本支出	740.86	134.01	60.40	80.42	49.59
长期投资	(8.39)	(3.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,106.67)	(981.30)	(56.37)	(93.24)	(32.41)
投资活动现金流	(374.20)	(850.42)	4.03	(12.82)	17.18
债权融资	454.72	492.52	1,134.50	69.33	67.53
股权融资	(126.91)	(18.88)	83.50	(6.69)	11.29
其他	(847.35)	(807.26)	(944.30)	(1,546.32)	(463.04)
筹资活动现金流	(519.54)	(333.62)	273.70	(1,483.67)	(384.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(25.31)	(29.68)	186.07	827.58	19.94

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,927.62	9,386.87	10,632.74	12,542.81	14,469.66
营业成本	3,710.92	4,459.35	5,101.53	6,023.41	6,764.59
营业税金及附加	50.66	61.38	68.05	77.77	89.71
营业费用	2,895.87	3,272.62	3,671.49	4,277.10	4,977.56
管理费用	504.11	575.37	632.13	746.30	860.94
研发费用	107.90	116.30	127.59	137.97	159.17
财务费用	19.08	18.84	16.50	6.69	(11.29)
资产减值损失	(116.33)	(117.56)	(100.00)	(100.00)	(70.00)
公允价值变动收益	6.13	2.01	1.58	0.00	0.00
投资净收益	29.47	33.89	67.18	67.18	67.18
其他	9.08	39.10	(137.51)	(134.36)	(134.36)
营业利润	710.73	925.56	1,184.21	1,440.76	1,766.16
营业外收入	5.62	3.22	24.28	22.00	36.50
营业外支出	7.57	22.37	13.82	14.59	16.92
利润总额	708.77	906.41	1,194.67	1,448.18	1,785.73
所得税	165.67	199.70	256.85	311.36	383.93
净利润	543.10	706.71	937.82	1,136.82	1,401.80
少数股东损益	(8.45)	(6.10)	(13.84)	(14.76)	(16.99)
归属于母公司净利润	551.55	712.81	951.66	1,151.58	1,418.79
每股收益(元)	1.16	1.50	2.00	2.42	2.98

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.80%	18.41%	13.27%	17.96%	15.36%
营业利润	-5.17%	30.23%	27.94%	21.66%	22.58%
归属于母公司净利润	-3.50%	29.24%	33.51%	21.01%	23.20%
获利能力					
毛利率	53.19%	52.49%	52.02%	51.98%	53.25%
净利率	6.96%	7.59%	8.95%	9.18%	9.81%
ROE	15.69%	18.29%	21.16%	21.99%	22.66%
ROIC	22.92%	49.80%	78.89%	48.05%	104.54%
偿债能力					
资产负债率	49.88%	54.34%	53.61%	47.89%	45.21%
净负债率	-6.18%	-4.41%	6.33%	-30.87%	-26.22%
流动比率	1.48	1.39	1.50	1.71	1.86
速动比率	0.93	0.89	0.96	1.05	1.16
营运能力					
应收账款周转率	13.03	13.36	13.55	21.11	21.11
存货周转率	4.30	4.57	4.26	4.32	4.38
总资产周转率	1.16	1.21	1.17	1.28	1.36
每股指标(元)					
每股收益	1.16	1.50	2.00	2.42	2.98
每股经营现金流	1.82	2.42	-0.19	4.88	0.81
每股净资产	7.37	8.18	9.43	10.98	13.13
估值比率					
市盈率	36.28	28.07	21.02	17.37	14.10
市净率	5.69	5.13	4.45	3.82	3.20
EV/EBITDA	5.29	9.17	14.35	10.77	8.88
EV/EBIT	5.75	9.90	14.89	11.12	9.13

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