

罗莱生活 (002293)

证券研究报告

2021年04月26日

21Q1 环比持续增长，加强创新及零售转型

事件：公司发布 20、21Q1 业绩，20 稳健提速增长，21Q1 提速高质增长

公司 20 年实现营收 49.11 亿元 (+1.04%)，实现归母净利润 5.85 亿元 (+7.13%)，扣非后归母净利润为 5.56 亿元 (+18.85%)。

分季度看，20Q1~Q4 收入及增速分别为 8.93 亿 (占比 18.19%) 同比减少 21.94%，10.13 亿 (占比 20.62%) 同比减少 2.92%，13.51 亿 (占比 27.52%) 同比增长 11.87%，16.54 亿 (占比 33.67%) 同比增长 12.87%。

分产品看，标准套件类产品营收 16.16 亿元 (占比 32.9%)，同比减少 3.18%；被芯类产品收入 15.56 亿元 (占比 31.68%)，同比增长 7.91%；家具产品收入 9.19 亿元 (占比 18.72%)，同比增长 5.96%。

21Q1 营收达 13.19 亿元 (+47.69%)，归母净利润达 1.83 亿元 (+156.15%)。

盈利与控费能力稳定，实现逆境下快速恢复与成长

2020 年公司整体毛利率 43.18% (-0.68pct)，归母净利率 12.08% (+0.58pct)；21Q1 公司整体毛利率 42.45% (-0.66pct)，归母净利率 13.87% (+5.72pct)。

2020 年销售/管理/财务费率分别为 19.09% (-1.91pct)、6.51% (-0.16pct)、-1.24% (-0.44pct)，21Q1 销售/管理/财务费率分别为 15.88% (-8.26pct)、6.87% (-2.05pct)、-0.15% (+1.78pct)。

营运能力表现优异，存货周转效率大幅提升

公司 20 年存货周转天数为 152.87 天，应收账款周转天数为 37.93 天。

受疫情影响，线下门店销售渠道精简提效

截至 2020 年 12 月 31 日，公司实体门店共 2236 家 (直营+加盟)，店均面积 165.30 平米。受疫情影响，线下门店有所减少，关店增加，关闭原因有合同到期、商场整改、疫情期间经营不善等。

加强创新+零售能力建设+数字化转型持续拓宽成长空间

强化终端产品和原材料的研发创新，零售转型策略进一步强化各品牌竞争力，数字化系统建设步伐加快。

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 6.83、7.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.82、0.94 元，对应 P/E 分别为 18.11/15.84X。

风险提示：原材料价格波动上升；存货管理及跌价风险；终端消费增速放缓或不及预期等家纺行业风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,860.20	4,910.64	5,501.74	6,214.30	6,797.98
增长率(%)	0.98	1.04	12.04	12.95	9.39
EBITDA(百万元)	928.35	997.63	788.97	898.00	979.81
净利润(百万元)	546.08	584.99	682.76	780.76	888.48
增长率(%)	2.16	7.13	16.71	14.35	13.80
EPS(元/股)	0.66	0.71	0.82	0.94	1.07
市盈率(P/E)	22.64	21.14	18.11	15.84	13.92
市净率(P/B)	3.01	2.88	2.64	2.40	2.14
市销率(P/S)	2.54	2.52	2.25	1.99	1.82
EV/EBITDA	5.43	7.87	13.17	10.40	9.09

资料来源：wind，天风证券研究所

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	14.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	827.67
流通 A 股股本(百万股)	820.79
A 股总市值(百万元)	12,365.33
流通 A 股市值(百万元)	12,262.59
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	26.51
一年内最高/最低(元)	15.48/8.59

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 《罗莱生活-公司点评:20 业绩超预期，数字化赋能&品牌力优势促盈利稳增长》 2021-04-15
- 2 《罗莱生活-季报点评:Q3 业绩超预期，线上延高速增长，线下提效转型》 2020-10-27
- 3 《罗莱生活-半年报点评:Q2 单季度业绩恢复较好，线上渠道表现靓丽》 2020-08-27

1. 公司发布 20 年及 21Q1 业绩，20 年稳健提速增长，21Q1 提速高质增长

公司 2020 年实现营收 49.11 亿元 (+1.04%)，实现归母净利润 5.85 亿元 (+7.13%)，扣非后归母净利润为 5.56 亿元 (+18.85%)，公司在疫情背景下实现稳健提速增长。

分季度看，20Q1~Q4 收入及增速分别为 8.93 亿 (占比 18.19%) 同比减少 21.94%，10.13 亿 (占比 20.62%) 同比减少 2.92%，13.51 亿 (占比 27.52%) 同比增长 11.87%，16.54 亿 (占比 33.67%) 同比增长 12.87%。

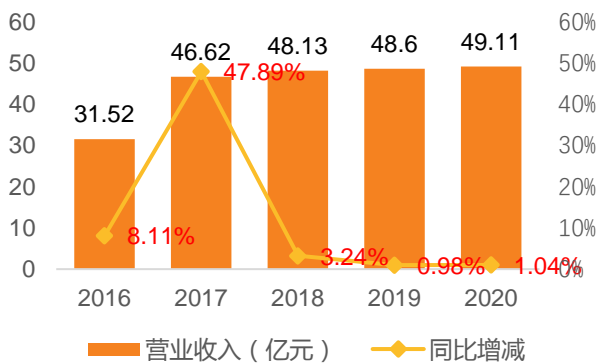
Q1、Q2 收入减少系由于线下端年初受疫情影响，全国 2000 余家门店一季度开店率不足 50%，部分店铺经营状况不佳导致自然淘汰。在此背景下，公司快速上线微信小程序“罗莱好享购”，利用线上工具（微信社群营销、直播等方式）进行营销，有效赋能线下业务。

分产品看，标准套件类产品营收 16.16 亿元 (占比 32.9%)，同比减少 3.18%；被芯类产品收入 15.56 亿元 (占比 31.68%)，同比增长 7.91%；家具产品收入 9.19 亿元 (占比 18.72%)，同比增长 5.96%。

分区域看，华东地区营业收入 20.16 亿元 (占比 41.06%)，同比减少 7.52%；华中地区营收 5.49 亿元 (占比 11.18%)，同比减少 1.11%；海外部分美国营收 9.06 亿元 (占比 18.44%)，同比增长 4.38%。

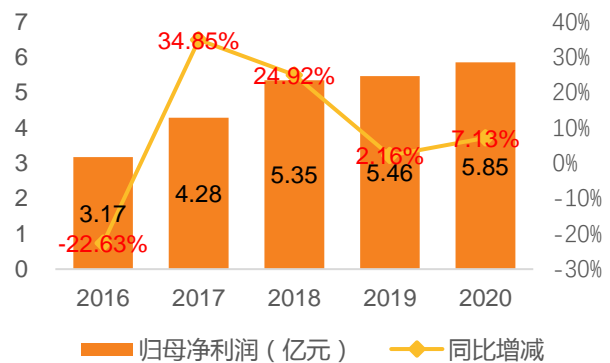
分渠道看，国内 2020 年加盟渠道营收 16.53 亿元，同比减少 11.37%；线上营收 14.19 亿元，同比增长 26.34%；直营销售渠道营收 3.34 亿元，同比减少 10.41%；美国渠道营收 9.06 亿元，同比增长 4.38%。公司线下销售模式以加盟、直营和团购为主，加盟连锁为线下经营的主要模式；线上销售在持续与天猫、京东、唯品会等大型电商平台开展紧密合作基础之上，积极布局网络直播、社群营销、品牌小程序等新兴销售渠道，并不断探索各类新营销方式。

图 1：公司近五年营收 (亿元) 及同比 YOY (%)



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 2：公司近五年归母净利润 (亿元) 及同比 YOY (%)



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

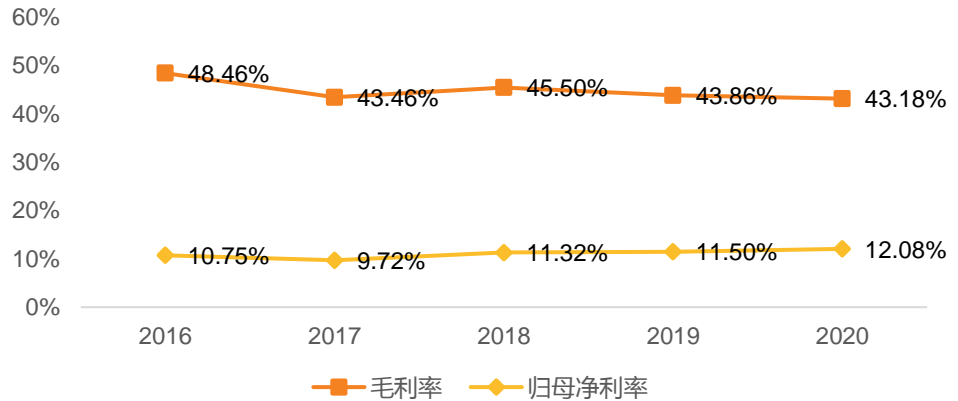
公司 21Q1 营收达 13.19 亿元 (+47.69%)，主要系同期受疫情影响业绩下滑，二季度逐步恢复，三季度开始持续增长；归母净利润达 1.83 亿元 (+156.15%)。系公司抓住一季度销售旺季，充分利用春节、三八妇女节等节日进行品牌宣传、营销活动，获得了销售收入的显著增长；同时公司持续推进组织架构改革和降本增效工作，盈利能力持续上升。

2. 盈利能力稳定，实现逆境下快速恢复与成长

2020 年公司整体毛利率 43.18% (-0.68pct);其中标准套件类产品毛利率 48.35% (+1.09pct), 被芯类产品 44.49% (-0.72pct), 家具产品 35.06% (-1.06pct);分地区看,华东地区毛利率 44.32% (-0.62pct), 华中地区 45.91% (-0.5pct), 美国地区 35% (-1.12pct)。21Q1 公司整体毛利率水平 42.45% (-0.66pct)。

2020 年公司归母净利率为 12.08% (+0.58pct), 盈利能力稳中有增; 21Q1 归母净利率为 13.87% (+5.72pct), 环比 20Q4 有所增长。

图 3: 2016-2020 年公司毛利率、归母净利率



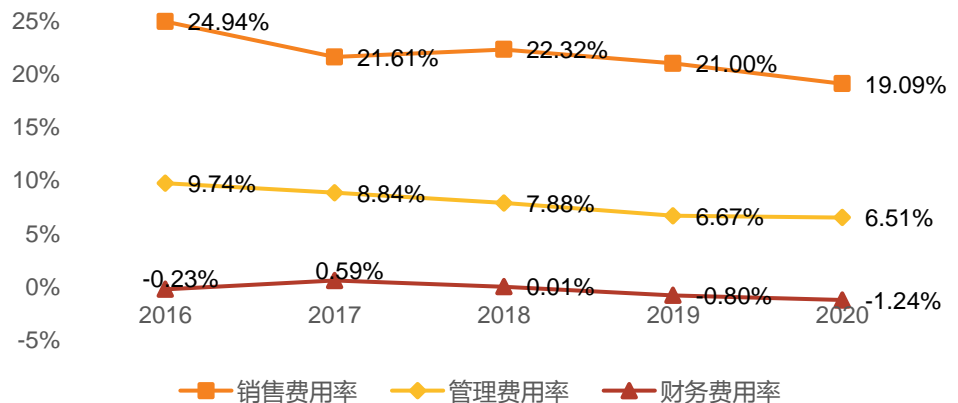
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 费控能力稳健，销售、管理、财务费用率同步减少

公司 2020 年销售/管理/财务费率分别为 19.09% (-1.91pct)、6.51% (-0.16pct)、-1.24% (-0.44pct), 销售费用率减少主要系根据新收入准则将运输费用重分类至营业成本, 疫情政策社保减免及导购员工资减少所致; 财务收入增加主要系银行存款的利息收入增加所致。

21Q1 销售/管理/财务费率分别为 15.88% (-8.26pct)、6.87% (-2.05pct)、-0.15% (+1.78pct), 财务费用增长主要系主要系银行存款减少导致利息收入减少所致。

图 4: 2016-2020 年公司销售、管理、财务费用率



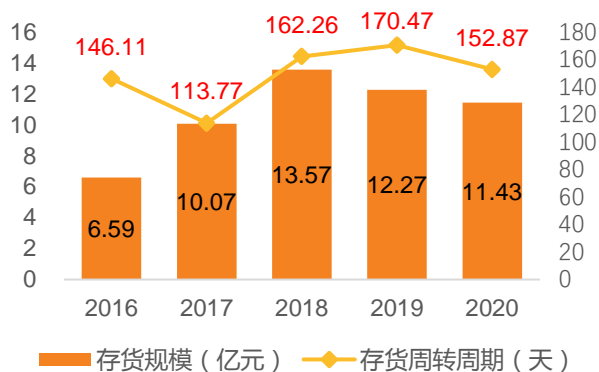
资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 营运能力表现优异，存货周转效率大幅提升

公司 2020 年末存货规模为 11.43 亿元 (-6.83%)，存货周转天数为 152.87 天。存货规模下降原因系随着公司销售规模的扩大，销售给加盟商以及直营终端及电商渠道铺货和陈列的商品需要量不断增加。

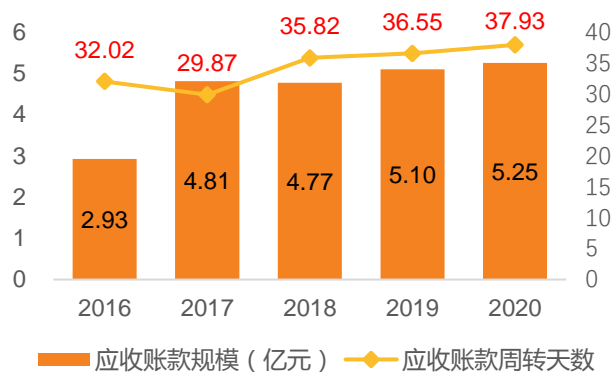
公司 2020 年末应收账款规模为 5.25 亿元(+2.95%)，有所增加，应收账款周转天数为 37.93 天，整体来看，公司营运周转能力有所提升。

图 5：2016-2020 年存货规模（亿元）及存货周转周期（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016-2020 年应收账款规模（亿元）及应收账款周转天数

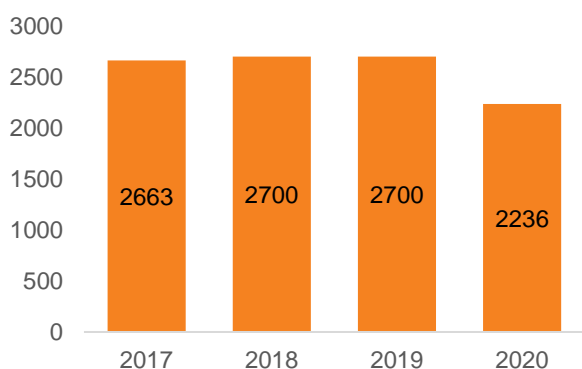


资料来源：wind，天风证券研究所

5. 受疫情影响，线下门店精简提效

截至 2020 年 12 月 31 日，公司实体门店共 2236 家，店均面积 165.30 平米。国内直营门店数量为 257 家，店均面积 128.55 平米，20 年度直营门店新开数量为 55 家，关闭门店数量为 93 家，关闭原因为合同到期、商场整改等；加盟门店数量为 1979 家，店均面积 170.07 平米，20 年度新开门店数量为 237 家，关闭门店数量为 288 家，关闭原因有疫情期间经营不善、合同到期等。

图 9：2017-2020 年门店数量（家）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 10：2020 年实体门店情况

门店的类型	门店的数量	门店的面积 (m ²)	报告期内新开门店的数量	报告期末关闭门店的数量	店均面积 (m ²)
直营	257	33037.00	55	93	128.55
加盟	1979	336566.00	237	288	170.07

资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

6. 加强创新+零售能力建设+数字化转型持续拓宽成长空间

公司聚焦以床上用品为主的家用纺织品业务，集研发、设计、生产、销售于一体，通过直营、加盟、团购、电商等线上、线下各销售渠道，以覆盖高端市场（廊湾、莱克星顿、内野）、中高端市场（罗莱、罗莱儿童）和大众消费市场（乐蜗 LOVO、恐龙）的多品牌产品，满足不同类型的消费需求，同时不断探索“大家纺小家居”的家居场景化模式。

1) **品牌端：深化品牌建设，打造品牌矩阵。**主品牌罗莱：多年来“行业第一”的观念深入人心，不断创新、加大跨品牌合作力度，与床垫知名品牌慕思、热水器高端品牌史密斯等合作开发，渠道共享，拓宽行业互补品牌间的协同效应。2020年10月，罗莱品牌宣布新一代代言人易烱千玺，借由优质 00 后顶流偶像为罗莱线下门店和线上各平台带来巨大的流量。

其他品牌方面：无论是以廊湾为代表的国际精品品牌，还是以乐蜗 LOVO 为代表的定位年轻时尚的大众品牌，都从消费者出发，开展各类符合人群定位的营销活动，传递品牌价值。

2) **技术端：打造超柔科技，强化研发创新。**终端产品上，公司不断推进“超柔科技”体系的打造与升级，推出“抑菌棉”、主打“抗菌科技”主题的系列产品，覆盖全年龄层；同时针对儿童开发“texsoft kids”无荧光剂、致敏成分的儿童超柔呵护科技，创新系列“净”系列等，打造安全柔软的儿童睡眠产品。

上游原材料上，公司与“国棉联盟”、“中棉所”等业内权威机构开展战略合作，研发培育了以罗莱命名的新棉种，未来国棉联盟将利用物联网、卫星遥感等技术，实现原材料到产品的数字化、信息化、智能化，进一步赋能罗莱“超柔科技”。

3) **渠道端：加强零售能力建设。**线下，推进高端洗护店铺私享家的快速落地；同时对线下店铺和加盟商投入了 DRP 系统、各类培训、小程序、直播等多项助力，不断提升线下消费体验，提高门店经营效率；加速原有门店形象改造，不断丰富产品层次、优化陈列布局、提升消费者吸引力。

线上，实施品牌差异化的电商策略，提升运营精细化程度。20 年公司线上 GMV 同比显著提升，全年线上收入同比增长 26.34%。公司在保持天猫、京东、唯品会等传统电商渠道的领先优势基础上，积极布局新零售，在电商平台直播、社交渠道、品牌裂变小程序、品牌直播等新业务端取得了显著增量。

4) **供应链端：现代化、智能化建设。**20 年公司启动了供应链管理优化项目二期，以降低库存为主要目标，通过制定标准、流程、规则等方法推动方案落地，进一步提升供应链运营能力。持续推行精益生产模式，推进智能化工厂和仓库物流建设，提升生产作业效率，降低成本。公司大力推动供应链数字化变革，持续不断投入 DRP 分销系统、ERP 运营系统和 SRM 供应商管理系统的开发与应用，大幅提升公司的数字化管理能力。

5) **数字化建设。**公司上线了“PLM 产品研发过程管理系统”，使研发过程可视化、透明化、数据化，以数据为抓手，进一步缩短研发周期，提高研发成功率；同时公司实施“敏捷 BI 项目”，全面推进公司经营的数字化建设，实现销售数据实时更新，为经营决策提供可靠高效的依据。在面向加盟商端，为了最大限度的减少疫情给加盟商带来的损失，2020 年初，公司紧急上线了基于微信的“好享购平台”，开辟全新的线上零售渠道，上线 3 个月即取得零售 8000 万的好成绩；“金蛋平台”的落地，为加盟商伙伴提供了更加便捷的自助提货工具，提高了加盟商的资金周转效率。

7. 盈利预测

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 6.83、7.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.82、0.94 元，对应 P/E 分别为 18.11/15.84X。

8. 风险提示

1) **原材料价格波动上升。**如果面辅料的价格和委托加工成本出现持续上涨的情形，公司有可能面临面辅料不能及时供应、采购成本上升的局面，从而对公司正常生产经营活动造成一定影响。

- 2) 存货管理及跌价风险。随着公司销售规模的扩大，销售给加盟商以及直营终端及电商渠道铺货和陈列的商品需要量不断增加。目前公司的存货是正常经营过程形成的，符合公司经营的实际情况和行业惯例。但若产品销售市场发生异常变化导致存货跌价或存货变现困难，将给公司经营业绩带来较大影响
- 3) 终端消费增速放缓或不及预期等家纺行业风险。家纺行业在经过需求推动为特征的快速发展阶段后，市场呈现消费快速变化、零售渠道变迁、互联网消费崛起、全球化竞争加剧等特征，市场竞争日趋激烈，上述因素可能会影响公司家用纺织品业务的发展。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,836.27	1,696.95	888.50	2,038.31	2,632.45
应收票据及应收账款	510.61	524.98	601.93	335.47	545.24
预付账款	38.52	48.47	59.86	50.15	65.15
存货	1,226.73	1,142.96	1,910.47	1,468.88	2,087.91
其他	149.33	563.35	550.83	538.20	664.54
流动资产合计	3,761.46	3,976.71	4,011.59	4,431.01	5,995.29
长期股权投资	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
固定资产	352.06	868.49	916.86	965.77	1,002.01
在建工程	60.47	113.61	104.17	110.50	96.30
无形资产	292.20	269.40	253.69	237.98	222.27
其他	904.29	606.77	864.48	738.59	548.54
非流动资产合计	1,609.04	1,858.30	2,139.23	2,052.87	1,869.14
资产总计	5,370.50	5,835.01	6,150.81	6,483.88	7,864.43
短期借款	23.83	92.16	25.00	30.00	34.00
应付票据及应付账款	523.79	668.14	550.05	602.41	995.55
其他	550.95	675.10	776.12	568.76	898.18
流动负债合计	1,098.57	1,435.41	1,351.18	1,201.17	1,927.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	84.73	86.43	84.39	85.19	85.34
非流动负债合计	84.73	86.43	84.39	85.19	85.34
负债合计	1,183.31	1,521.84	1,435.57	1,286.35	2,013.06
少数股东权益	83.33	24.92	37.18	51.59	66.44
股本	830.61	827.67	827.67	827.67	827.67
资本公积	802.42	798.78	798.78	798.78	798.78
留存收益	3,300.60	3,469.20	3,850.39	4,318.27	4,957.25
其他	-829.76	-807.39	-798.78	-798.78	-798.78
股东权益合计	4,187.19	4,313.17	4,715.24	5,197.53	5,851.37
负债和股东权益总计	5,370.50	5,835.01	6,150.81	6,483.88	7,864.43

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	559.07	592.97	682.76	780.76	888.48
折旧摊销	77.36	84.56	36.79	40.47	43.68
财务费用	-41.77	-63.22	-44.66	-54.67	-88.51
投资损失	-18.13	-2.23	-40.20	-20.18	-20.87
营运资金变动	223.31	580.02	-1,100.39	743.54	-11.74
其它	-38.42	-340.89	32.66	56.14	60.82
经营活动现金流	761.42	851.22	-433.03	1,546.05	871.86
资本支出	-1.75	541.26	62.04	79.21	49.85
长期投资	-1.95	-0.00	0.00	0.00	0.00
其他	411.61	-1,152.96	-121.35	-221.99	-170.25
投资活动现金流	407.91	-611.70	-59.31	-142.79	-120.40
债权融资	23.83	92.16	25.00	30.00	34.00
股权融资	107.40	73.02	53.27	54.67	88.51
其他	-435.26	-535.55	-394.38	-338.12	-279.83
筹资活动现金流	-304.03	-370.37	-316.11	-253.45	-157.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	865.30	-130.85	-808.45	1,149.81	594.14

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,860.20	4,910.64	5,501.74	6,214.30	6,797.98
营业成本	2,728.63	2,790.16	3,049.53	3,400.70	3,746.18
营业税金及附加	33.16	40.37	55.02	52.82	67.98
营业费用	1,020.52	937.63	1,152.07	1,311.22	1,461.57
管理费用	324.34	319.82	368.62	419.09	462.26
研发费用	100.00	101.50	96.28	156.60	122.36
财务费用	-39.07	-60.86	-44.66	-54.67	-88.51
资产减值损失	-102.26	-112.55	88.00	78.00	68.00
公允价值变动收益	0.35	0.10	19.75	41.49	45.63
投资净收益	18.13	2.23	40.20	20.18	20.87
其他	174.51	197.47	-119.91	-123.34	-133.01
营业利润	601.90	694.77	796.84	912.20	1,024.63
营业外收入	83.03	22.81	50.40	54.60	58.50
营业外支出	6.73	12.84	7.06	8.48	7.34
利润总额	678.20	704.74	840.18	958.32	1,075.79
所得税	119.13	111.77	144.51	162.92	172.13
净利润	559.07	592.97	695.67	795.41	903.67
少数股东损益	13.00	7.98	12.91	14.65	15.19
归属于母公司净利润	546.08	584.99	682.76	780.76	888.48
每股收益(元)	0.66	0.71	0.82	0.94	1.07

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.98%	1.04%	12.04%	12.95%	9.39%
营业利润	1.30%	15.43%	14.69%	14.48%	12.32%
归属于母公司净利润	2.16%	7.13%	16.71%	14.35%	13.80%
获利能力					
毛利率	43.86%	43.18%	44.57%	45.28%	44.89%
净利率	11.24%	11.91%	12.41%	12.56%	13.07%
ROE	13.31%	13.64%	14.60%	15.17%	15.36%
ROIC	18.54%	33.25%	33.95%	26.36%	37.05%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22.03%	26.08%	23.34%	19.84%	25.60%
净负债率	-43.29%	-37.21%	-18.31%	-38.64%	-44.41%
流动比率	3.42	2.77	2.97	3.69	3.11
速动比率	2.31	1.97	1.56	2.47	2.03

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	9.83	9.48	9.76	13.26	15.44
存货周转率	3.76	4.14	3.60	3.68	3.82
总资产周转率	0.94	0.88	0.92	0.98	0.95

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.66	0.71	0.82	0.94	1.07
每股经营现金流	0.92	1.03	-0.52	1.87	1.05
每股净资产	4.96	5.18	5.65	6.22	6.99

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	22.64	21.14	18.11	15.84	13.92
市净率	3.01	2.88	2.64	2.40	2.14
EV/EBITDA	5.43	7.87	13.17	10.40	9.09
EV/EBIT	5.77	8.37	13.81	10.89	9.52

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	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