

2021年07月07日

## 渠道下沉、线上高增、盈利能力改善三轮驱动

### 欣贺股份(003016)

#### ►公司简介：深耕高端女装，疫情后业绩增长超预期

公司收入/归母净利2020年为18.33/1.78亿元、16-20年CAGR为5.2%/-0.9%，主要受高端市场销售不景气及电商渠道冲击；2021Q1同比+32.7%/+139.5%、同比19年均实现50%左右增速，复苏快于同业，且我们判断2021Q2存在持续超预期可能，主要受线上加速、线下开店和店效提升及盈利能力提升驱动。从品牌来看，公司以全自营高端品牌JR+JW为核心、19年收入占比51%且16-19年CAGR13%，而且20年其门店呈增长态势。从渠道来看，公司推进自营/电商发展、20年收入占73%/21%且16-20年CAGR12%/29%；线下渠道中，2020年总门店数524家，其中自营门店419家、15-20年占比提升29pct至80%。

#### ►公司优势：坚持高端化定位，VIP客户贡献80%+销售

(1) 强大的自主研发设计能力，各品牌独立设计并推进产品迭代，保持年均推出4000款以上新品、实现核心JR品牌16-19年均提价11%。(2) 品牌集群与VIP客户集中优势，7大品牌矩阵实现多维深层市场渗透，VIP客户销售占比在80-90%以上、平均客单价在1.5万元，截至2020H1会员数达71万人。(3) 仓储智能化、自建物流配送中心于2020年投入使用，未来推进生产供应链升级。

#### ►成长驱动：线下加速、线上持续高增，盈利能力改善

(1) 线下：开店加速—未来三年预期自营门店逐年净增50家至469/519/569家、20-23年自营开店CAGR11%；店效提升—年初至今店效较19年已提升10%以上、未来JR和JW店效目标提升至千万元，预期20-23年自营店效CAGR8%至四百万元。(2) 电商：电商净利率25%以上，电商专供款产销率逐步趋于正常水平，未来将逐步开拓抖音、小红书等新兴渠道合作。(3) 盈利能力：公司毛利率正常在72%-74%波动、净利率正常在11%-13%，未来将控制销售费用率并改善存货周转率从而提升盈利能力、21Q1净利率已提升至17%。

#### ►盈利预测与投资建议

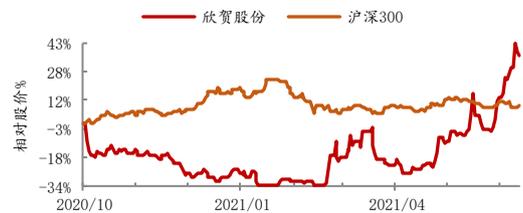
我们预计公司2021-23年总营收23.4/27.6/32.5亿元、同比增速27.7%/18.1%/17.6%，归母净利3.64/4.32/5.08亿、同比增速104%/19%/18%。考虑公司疫情后业绩增长超预期及线下开店加速与店效提升、线上持续高增长将推动2020-23年业绩CAGR42%，因此给予公司2022年25倍、对应2022年合理市值108亿元、目标价25.0元，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示

行业竞争加剧风险、开店及店效改善不及预期的风险、设计不到位、供应链管理不足及存货周转难以改善的风险、系统性风险。

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	25.0
最新收盘价：	17.23
股票代码：	003016
52周最高价/最低价：	18.69/8.5
总市值(亿)	74.38
自由流通市值(亿)	18.38
自由流通股数(百万)	106.67



#### 分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519090002  
联系电话：

#### 分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520080002  
联系电话：

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,965	1,833	2,341	2,764	3,252
YoY (%)	11.7%	-6.7%	27.7%	18.1%	17.6%
归母净利润(百万元)	242	178	364	432	508
YoY (%)	17.8%	-26.4%	103.9%	18.8%	17.7%
毛利率 (%)	74.7%	72.0%	74.0%	74.0%	74.0%
每股收益 (元)	0.56	0.41	0.84	1.00	1.18
ROE	12.3%	6.1%	11.1%	11.6%	12.0%
市盈率	29.33	39.86	19.54	16.45	13.98

资料来源: Wind 华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司简介：深耕高端女装，疫情后业绩增长超预期.....	5
1.1. 历史回顾：2016-2019 年大力推进直营化.....	5
1.2. 股权结构：孙氏家族持股达 65.87%，新实施股权激励.....	8
2. 行业分析：中高端女装低集中度，同业错位竞争仍激烈.....	10
2.1. 市场容量：中高端女装 2000 亿，疫情后加速复苏.....	10
2.2. 竞争格局：行业集中度低，国内品牌占据优势.....	11
3. 公司优势：坚持高端定位，VIP 客户贡献 80%+销售.....	14
3.1. 强大的自主研发设计能力.....	14
3.2. 品牌集群与 VIP 客户集中优势.....	14
3.3. 仓储智能化，生产供应链将升级.....	15
3.4. 自营渠道广布，卡位高端购物中心.....	15
4. 成长驱动：线下加速、线上持续高增，盈利能力改善.....	16
4.1. 线下：开店加速与店效提升.....	16
4.2. 电商：产销率提升，开拓新渠道.....	17
4.3. 盈利能力：控制销售费用率、改善存货周转率.....	17
5. 财务分析：盈利能力出色，周转能力符合发展策略.....	17
5.1. 成长性：疫情后较快复苏.....	17
5.2. 毛利率领先，21Q1 净利率提升.....	18
5.3. 应收账款周转率领先，存货周转率有提升空间.....	19
6. 盈利预测与投资建议.....	20
6.1. 盈利预测.....	20
6.2. 估值与投资建议.....	21
7. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 3 公司分渠道收入（亿元）.....	6
图 4 公司分渠道门店数量（家）.....	6
图 5 公司分渠道平效（万元/平米）.....	6
图 6 公司分渠道毛利率.....	6
图 7 公司分品牌收入.....	7
图 8 公司分品牌毛利率（%）.....	7
图 9 公司分品牌非电商专供款产销率（%）.....	7
图 10 公司分品牌电商专供款产销率（%）.....	7
图 11 公司旗下品牌情况.....	8
图 12 截至 2021Q1 前十大股东股权结构.....	9
图 13 公司股权激励计划安排.....	9
图 14 公司股权激励计划考核要求.....	10
图 15 我国中高端女装市场规模.....	10
图 16 可比单品牌情况.....	13
图 17 公司研发人员数量及占比.....	14
图 18 公司每年推出的服装款式数量.....	14
图 19 公司 VIP 客户情况排.....	15
图 20 2017-2020H1 公司 VIP 会员数量（万人）.....	15

图 21 公司门店数量预期 .....	16
图 22 公司自营店效预期 .....	16
图 23 长期开店空间测算 .....	17
图 24 可比同业收入及归母净利 YOY (%) .....	18
图 25 可比同业毛利率 .....	18
图 26 可比同业净利率 .....	18
图 27 可比同业期间费用率 .....	19
图 28 公司与行业平均销售费用率差异归因 .....	19
图 29 公司与行业平均管理费用率差异归因 .....	19
图 30 可比同业研发费用率 .....	19
图 31 可比同业应收账款及存货周转率 .....	20
图 32 分业务营收 .....	20
图 33 可比同业估值 .....	21

## 1. 公司简介：深耕高端女装，疫情后业绩增长超预期

### 1.1. 历史回顾：2016-2019 年大力推进直营化

欣贺股份成立于2006年6月、2020年10月上市，旗下主营高端核心品牌 JORYA、JORYA weekend，及中高端品牌 ANMANI、GIVH SHYH、CAROLINE、AIVEI 和 QDA。

公司收入/归母净利 2020 年为 18.33/1.78 亿元、同比-6.7%/-26.4%；2016-20 年 CAGR 为 5.2%/-0.9%，主要受高端、奢侈品行业整体销售不景气，以及电商渠道冲击；2021Q1 为 5.44/0.95 亿元、同比+32.7%/+139.5%、同比 19 年均实现 50%左右增速，复苏快于同业。公司毛利率正常在 72%-74%波动、全自营 JR 品牌毛利率达 78%-81%，净利率正常在 11%-13%。

图 1 公司收入、归母净利（亿元、%）

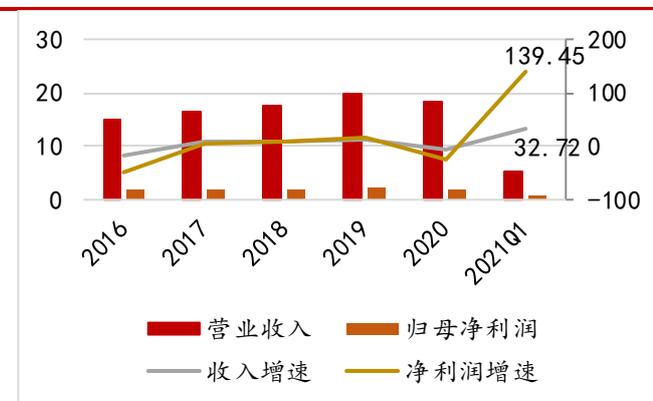
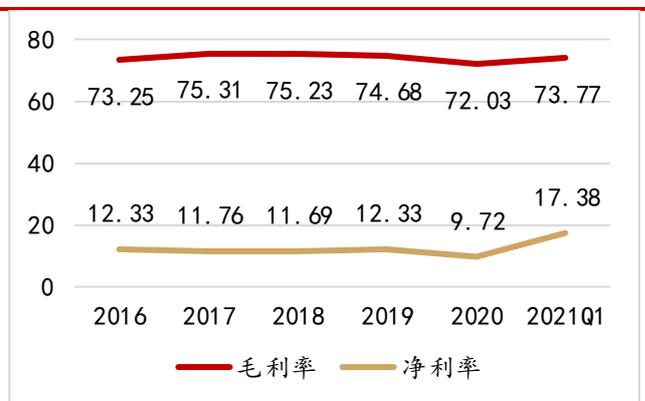


图 2 公司毛利率、归母净利率 (%)

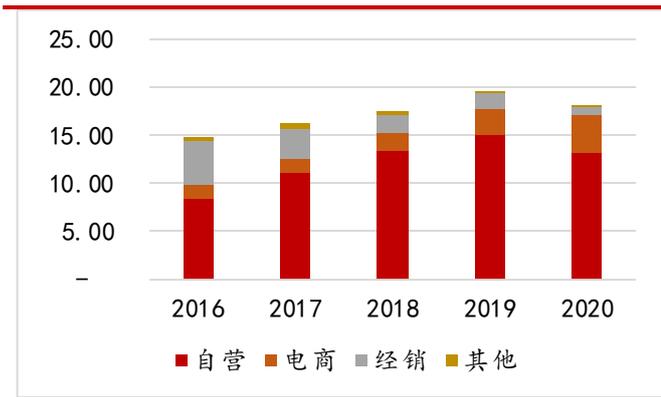


资料来源：Wind、华西证券研究所

资料来源：Wind、华西证券研究所

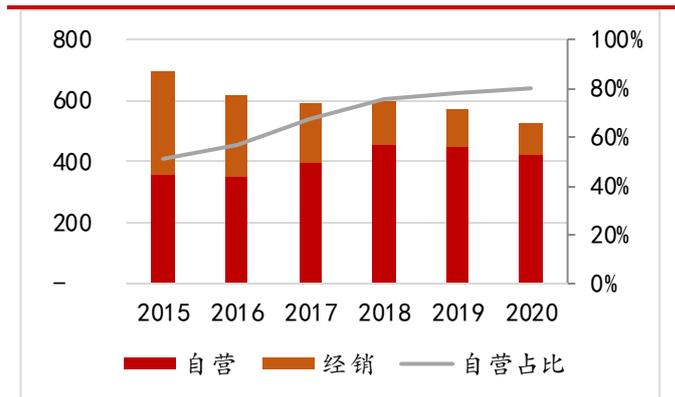
分渠道来看，公司推进自营及电商发展：2020 年自营/电商/经销/其他渠道收入为 13.29/3.85/0.86/0.26 亿元、同比-12%/+46%/-48%/+16%、占比为 73%/21%/5%/1%，2016-20 年 CAGR 12%/29%/-34%/-15%、占比提升 16/12/-26/-2pct。截至 2020 年底共有门店 524 家，其中自营/经销门店数量 419/105 家、同比-27/-19 家、自营占比为 80%，2015-20 年累计增加 63/减少 236 家、自营占比提升 29pct 至 80%；核心高端品牌 JR/JW 为全自营模式经营、2020 年门店数均呈增长趋势。公司 2017-2019 年大力推进渠道自营化，加盟收入占比从 18.92%下降至 5%左右。

图 3 公司分渠道收入 (亿元)



资料来源: Wind、华西证券研究所

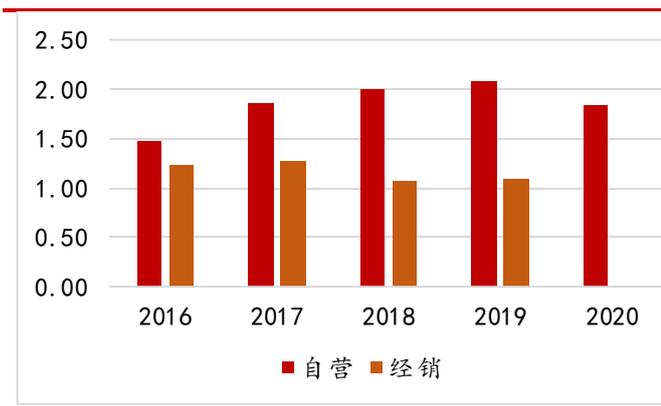
图 4 公司分渠道门店数量 (家)



资料来源: Wind、华西证券研究所

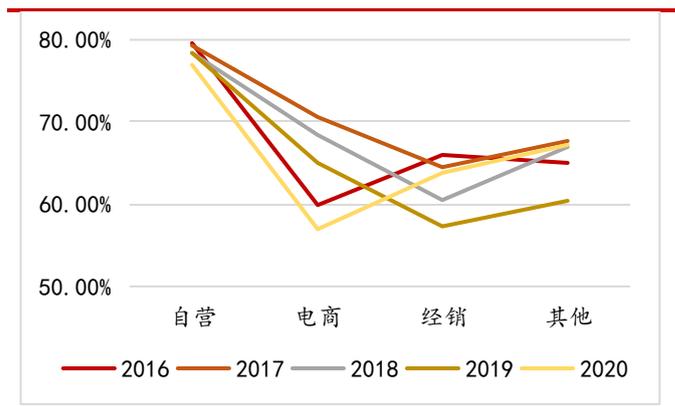
近年来，自营平效提升且毛利率最高最稳定：2019 年自营/经销平效为 2.1/1.1 万元/平米、16-19 年提升 0.6/-0.1 万元/平米，自营平效提升与以 JR/AN 品牌为首的单店平效提升及全自营 JR/JW 品牌销售占比提升有关，20 年受疫情影响自营平效降至 1.84 万元/平米、而自营门店平均面积 172 平米，因此其平均店效 317 万元；2020 年自营/电商/经销/其他渠道毛利率为 77%/57%/64%/67%，自营毛利率最高最稳定、16-20 年维持在 77-80%。

图 5 公司分渠道平效 (万元/平米)



资料来源: Wind、华西证券研究所

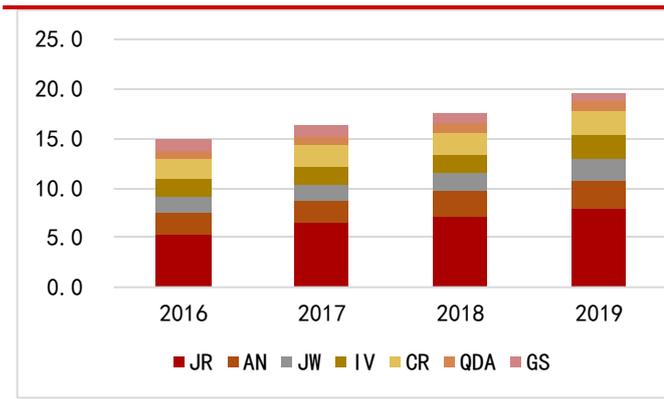
图 6 公司分渠道毛利率



资料来源: Wind、华西证券研究所

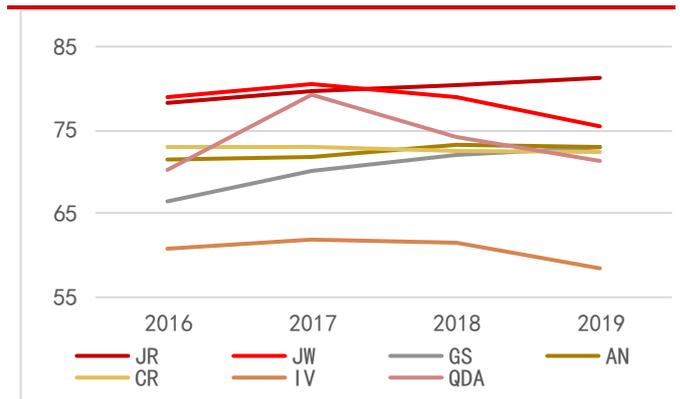
分品牌来看，公司核心高端品牌 JR/JW 发展最快、定价及毛利率最高：2019 年 JR/JW/AN/IV/CR/QDA/GS 收入为 7.81/2.25/2.86/2.38/2.44/1.00/0.82 亿元、占比为 40%/11%/15%/12%/12%/5%/4%，2016-19 年 CAGR 为 14%/11%/9%/10%/8%/4%/-11%、JR/JW 店效提升驱动其较快发展；毛利率为 81%/75%/73%/58%/72%/71%/73%，平均售价为 1748/877/846/537/843/454/825 元、2016-19 年 CAGR 为 11%/-6%/-2%/2%/-2%/28%/2%，JR 提价较多与其并未提供电商专供款有关，QDA 提价较多与其 16-17 年清理库存降价后低基数有关。

图 7 公司分品牌收入



资料来源: Wind、华西证券研究所

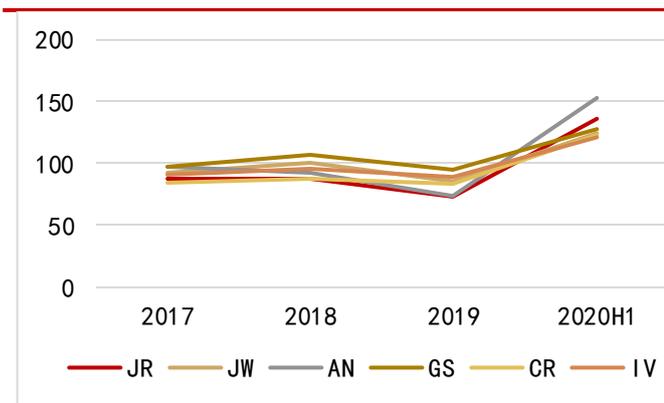
图 8 公司分品牌毛利率 (%)



资料来源: Wind、华西证券研究所

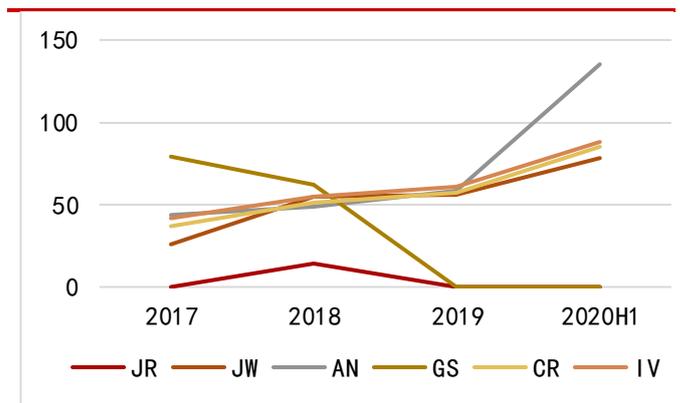
从品牌销量看，2017-19 年 JR、JW、AN、IV 品牌销量总体呈上升趋势，GS、QDA 的销量有所下滑，CR 销量总体呈波动式增长；QDA 清理库存结束后价格恢复从而补偿了收入、但 GS 受发展相对弱势。从品牌产销率看，2017-19 年非电商专供款产销率 98.60%/94.84%/83.46%、2019 年下降主要系门店数减少所致，公司以销定产模式推动其三年内整体售罄率逐步攀升至 80%+，截至 2020H1 其 17-19 年各年度产品的累计售罄率 84.17%/74.69%/64.09%；2017-19 年电商专供款产销率 39.19%/49.49%/60.60%、自 2017 年发展电商以来电商专供款产销率逐步提升并有望在未来趋于正常。

图 9 公司分品牌非电商专供款产销率 (%)



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 10 公司分品牌电商专供款产销率 (%)



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 11 公司旗下品牌情况

品牌名称	特点	目标客户群	19 年收入 /16-19CAGR	19 年毛 利率	19 年均价 /16-19CAGR	19 年平效 /17-19CAGR	17-20H1 新开/净 增门店数
JORYA 高端	精致 优雅	社会、文化、艺术、商业领域的精英、名媛	7.81/14%	81.25%	1748/11%	2.93/14%	68/14
JORYA weekend 高端	年轻 个性	经济独立、稳定，对流行、时尚较为敏感的年轻都会女性	2.25/11%	75.45%	877/-6%	1.40/-4%	19/10
ANMANI 中高端	优雅 自信	25-45 岁之间的时尚女性	2.86/9%	72.93%	846/-2%	1.84/8%	67/-3
GIVH SHYH 中高端	简约 知性	帅气干练简洁的都市职业女性	0.82/-11%	72.94%	825/2%	1.30/-1%	2/-20
CAROLINE 中高端	轻熟 雅致	28-38 岁之间的时尚职业女性	2.44/8%	72.38%	843/-2%	1.77/0%	49/-21
AIVEI 中高端	摩登 时尚	25-38 岁的都会精致女性	2.38/10%	58.46%	537/2%	1.27/5%	57/-34
QDA 中高端	质量 设计 艺术	22-35 岁追求个性化品质生活的女性	1.00/4%	71.43%	454/28%	1.13/4%	51/-12

资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：收入单位亿元，均价单位元，平效单位万元，产销率为非电商专供款

## 1.2. 股权结构：孙氏家族持股达 65.87%，新实施股权激励

公司控股股东为欣贺国际，合计持有公司 64.93%的股份（直接 63.92%+间接 1.01%）；实际控制人为孙氏家族，具体为孙瑞鸿先生、孙孟慧女士、卓建荣先生和孙马宝玉女士，其中孙马宝玉女士与孙瑞鸿先生、孙孟慧女士系母子(女)关系，孙孟慧女士和卓建荣先生系夫妻关系，孙氏家族成员通过欣贺国际、欣贺投资、巨富发展合计控制公司 65.87%的股份。

图 12 截至 2021Q1 前十大股东股权结构

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
欣贺国际有限公司	272,716,480	63.9200
厦门市骏胜投资合伙企业 (有限合伙)	26,538,880	6.2200
厦门欣贺股权投资有限公司	4,800,000	1.1200
Purple Forest Limited	4,429,760	1.0400
厦门欣嘉骏投资有限公司	4,029,760	0.9400
巨富发展有限公司	3,555,520	0.8300
俞仙莲	3,000,000	0.7000
冯敬忠	3,000,000	0.7000
鸿业亚洲有限公司	2,607,360	0.6100
华泰证券股份有限公司	1,590,858	0.3700
<b>总计</b>	<b>326,268,618</b>	<b>76.4500</b>

资料来源: wind、华西证券研究所

公司于今年初公告限制性股票激励计划,拟授予的限制性股票数量为 757.50 万股、占当时总股本的 1.78%,其中首次授予占 80%、授予给中高层管理干部 50 人,相关考核要求为公司层 2021-23 年归母净利润 (扣除股权激励非) 不低于 2.805/3.603/4.426 亿元、CAGR 为 26% (2022/23 年同比增速为 28%/23%),此外还有品牌层和个人层考核要求。

图 13 公司股权激励计划安排

类别	获授限制性股票的数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告时股本总额的比例
中高层管理干部 (50 人)	606.00	80.00%	1.42%
预留	151.50	20.00%	0.36%
合计	757.50	100.00%	1.78%

资料来源: 欣贺股份招股书、华西证券研究所

图 14 公司股权激励计划考核要求

公司层面

解除限售安排

业绩考核目标

首次授予的限制性股票第一个解除限售期 2021 年净利润不低于 28050 万元；

首次授予的限制性股票第二个解除限售期 2022 年净利润不低于 36030 万元；

首次授予的限制性股票第三个解除限售期 2023 年净利润不低于 44260 万元；

品牌层面

任职于品牌部门的激励对象需完成公司对品牌层面设定的业绩考核指标。根据激励对象所在品牌业绩考核指标的完成情况对应不同的品牌层面解除限售比例

个人层面

考评分数	100>分数≥80	80>分数≥60	60>分数≥40	分数<40
个人层面解除限售比例 (N)	100%	80%	50%	0%

资料来源：欣贺股份招股书、华西证券研究所

## 2. 行业分析：中高端女装低集中度，同业错位竞争仍激烈

### 2.1. 市场容量：中高端女装 2000 亿，疫情后加速复苏

2020 年我国女装市场规模 8395 亿元，其中中高端女装占 23% 为 2164 亿元、2014-20 年行业增速 3.5%；2012 年前中高端女装行业处于高成长期、年均增速 50%，随后自 2013 年经济下行及 2014 年反腐影响商场卡消费后、行业增速放缓，未来行业有望维持 5%-10% 年均增速。

图 15 我国中高端女装市场规模



资料来源：公司公告、华西证券研究所

近些年国内供给侧结构性改革及需求侧消费升级，国内女装消费由量向质转变，从收入增速来看，2017-2019 年除赢家时尚以外中高端女装品牌放缓，仅安正时尚和赢家时尚实现高双位数增长，2020 年受疫情冲击多数女装品牌收入为负增长；但

2021 年服装企业收入加速复苏，主要得益线下开店加速、店效提升及线上电商贡献加大。

图 16 近年主要女装企业收入增速 (%)

	2017	2018	2019	2020
欣贺股份	9.1%	7.7%	11.6%	-6.7%
朗姿股份	72.0%	13.1%	13.0%	-4.4%
锦泓集团	244.6%	20.4%	-5.6%	14.7%
歌力思	81.4%	18.7%	7.3%	-24.9%
安正时尚	17.8%	16.0%	47.8%	47.4%
赢家时尚	37.9%	14.3%	64.8%	28.9%

资料来源：Wind、华西证券研究所

从盈利情况来看，2017-2019 年毛利率下滑并不明显、更多体现为费用率上升，2020 年盈利下滑主要因疫情导致收入下降，同时中高端女装企业费用率居高不下，因大多以直营商场专柜为主，商场费用、人工均呈现刚性；但 2021 年服装企业业绩加速释放，主要得益收入恢复及费用率控制。

图 17 近年主要女装企业净利增速 (%)

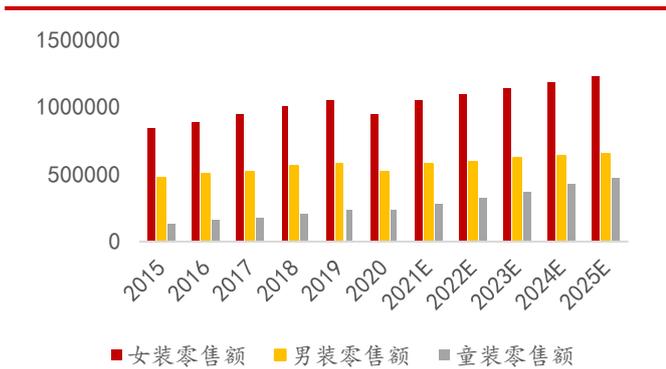
	2017	2018	2019	2020
欣贺股份	3.8%	7.3%	17.5%	-26.4%
朗姿股份	14.6%	11.7%	-71.9%	140.7%
锦泓集团	90.0%	43.7%	-60.1%	-672.5%
歌力思	52.5%	20.9%	-2.2%	24.6%
安正时尚	15.7%	2.9%	7.8%	-34.7%
赢家时尚	9.7%	2.8%	56.4%	3.0%

资料来源：Wind、华西证券研究所

## 2.2. 竞争格局：行业集中度低，国内品牌占据优势

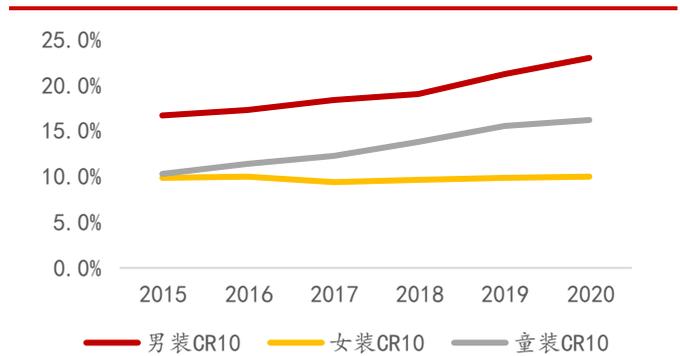
我国高端女装市场呈现出较为分散、龙头企业优势尚不明显的竞争格局，主要是因为国内高端女装市场起步较晚，主流品牌如玛丝菲尔、雅莹、维格娜丝等均成立于 90 年代，收入规模不大；但在女装市场规模总体增速缓慢情况下，中高端女装占比稳步提升、2020 年达 23.0%。我国女装行业前十大公司市场份额较低，CR10 保持在约 10%的水平，绝对值及提升速度明显低于男装和童装市场，仍有不小提升空间。

图 18 我国女装、男装和童装零售额（百万元）



资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

图 19 我国女装、男装和童装 CR10



资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

从高端女装前十名排名来看，全部为国内品牌所占据，国际品牌优势不大。同时，从近些年高档女装市场各品牌发展看，部分优势品牌已经得到了消费者的认可，连续多年处于市场销售前列，例如自 2018 年以来阿玛施、雅莹、玖姿、地素均位列市占率前五，尤其地素和玖姿份额提升。

尽管集中度不高且国内高端女装品牌在这一领域占据优势，长期看集中度提升是趋势，但短期看品牌集中度提升趋势并不明显：（1）在性价比方面，高端女装面临快时尚女装品牌如太平鸟等的竞争，同品类服装快时尚品牌倍率在 4-5 倍，而高端女装品牌倍率在 7-8 倍，经济下滑期消费者可能会被快时尚品牌分流；（2）在产品方面，目前品牌间的界限并不明显，个性化特点在丧失，缺乏拳头产品、拳头面料。

图 20 2018-2020 我国高档女装前十名品牌

年份	2018 年		2019 年		2020 年	
	排名	品牌名称	品牌名称	市占率 (%)	品牌名称	市占率 (%)
1	阿玛施	0.4	玖姿	0.3	玖姿	0.3
2	雅莹	0.3	阿玛施	0.3	地素	0.3
3	玖姿	0.2	地素	0.2	阿玛施	0.3
4	地素	0.2	宝姿	0.2	宝姿	0.3
5	摩安珂	0.2	雅莹	0.2	雅莹	0.2
6	之禾	0.2	摩安珂	0.2	摩安珂	0.2
7	玛丝菲尔	0.2	之禾	0.2	之禾	0.2
8	宝姿	0.2	玛丝菲尔	0.2	玛丝菲尔	0.2
9	音儿	0.2	音儿	0.2	音儿	0.2
10	歌力思	0.2	歌力思	0.2	歌力思	0.2

资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

从上市同业对比来看，欣贺股份品牌矩阵丰富、门店数量相对少且有扩张空间，盈利能力相对高且有提升空间。欣贺股份采取的是聚焦主业、多品牌自营为主的发展模式，较同业营收更低主要系非服装业务占比低，较同业毛利率更高主要系品牌相对高端，伴随销售费用率下降及存货周转率改善未来盈利能力有进一步提升空间（从 10%+到 15%-20%），伴随高线城市扩张及新三线市场布局未来门店数量有进一步增长空间（从 500 多家到 700-800 家）。

从单一品牌对比来看，欣贺旗下卓雅品牌的定位是展现女性精致典雅形象、释放女性优雅性感魅力，目标客户群是精英、名媛及年轻都会女性，与讲求舒适目标白领的之禾、讲求优雅目标成功女性的玛丝菲尔、讲求审美目标现代女性的雅莹均有不同，从热销产品看其产品性价比较高且 JR 和 JW 品牌形成了差别覆盖。

图 21 2020 年我国主要女装品牌概况

公司	成立时间	品牌架构	消费群体定位	销售收入/归母净利 (亿元)	渠道 (家)	直营店效 (万元)	市值 (亿元)
欣贺股份	2006	JORYA 、 JORYA weekend、QDA 等 7 大品牌	18-45 岁的都市、职业、年轻女性	18.33/1.78	自营: 419 经销: 105	317	78
朗姿	2006	朗姿、莱茵、卓可、第五季、玛丽五个女装品牌	覆盖从 18-55 岁的都市成熟、潮流及白领女性	28.76/1.42	直营: 405 经销: 143 线上: 15	307	230
慕诗国际	2001	MOISELLE 、 imaroon 及 mademoiselle 女装	紧贴潮流及喜爱打扮的女士	1.12/-0.62	直营: 47	229	1
安正时尚	2008	JZ 玖姿、IMM 尹默、安正男装、Michelle MOISSAC 、 FINOACHEN 等五大自主时装品牌	35-45 岁的客户群	35.94/1.98	直营: 680 加盟: 1773	149	38
锦泓集团	2003	V · GRASS 单品牌	25 -35 岁高收入女性	33.39/-6.24	直营: 1231 加盟: 123	197	72
歌力思	1999	“Ellassay” 品牌正装、休闲、高级三大女装系列，唯颂	35 岁左右时尚优雅、讲究生活品质的现代都市女性	19.62/4.45	直营: 312 分销: 238	447	52
玛丝菲尔	1999	以 Marisfrolg 、 MASFER.SU 为主	30-50 岁品味高雅、既时尚又含蓄的成熟女性	24.79/6.93 (2015 年)	直营: 683 加盟: 201 (2015 年)	302 (2015 年)	
赢家时尚	2012	Koradior 、 La Koradior、Koradior elsewhere 、 NAERSI 、 NAERSILING 、 NEXY.CO 、 CADIDL 、 FUUNNY FEELLN 八个自主品牌	30-45 岁的大淑女装消费者	53.54/4.04	直营: 1422 经销: 414	414	71

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 22 可比单品牌情况

品牌名称	品牌定位	目标客户群	天猫热销连衣裙/西装外套价格 (元)
卓雅	展现女性精致典雅形象、释放女性优雅性感魅力	精英、名媛/年轻都会女性	1099/1799
之禾	舒适、环保、通勤、采用天然面料的高端时装	大学毕业三到五年，年龄在 25-30 岁之间	4596/3996

		的热爱都市生活的年轻白领女士	
玛丝菲尔	“优雅、大气、经典、时尚”的高端女装	追求时尚品味、讲究优雅生活、关注休闲心境的成功女性	3169/2165
雅莹	“传承东方美学、融合当代审美意趣”，坚持工匠精神、独特材质、高贵精神的中国高端时尚女装	28-50岁的现代女性	2239/2759

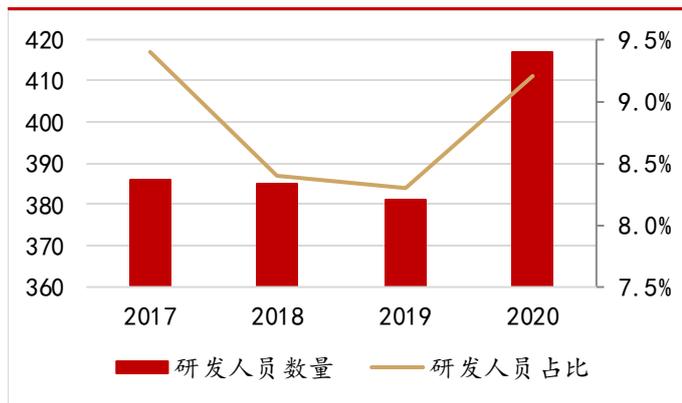
资料来源：Wind、华西证券研究所

### 3. 公司优势：坚持高端定位，VIP 客户贡献 80%+ 销售

#### 3.1. 强大的自主研发设计能力

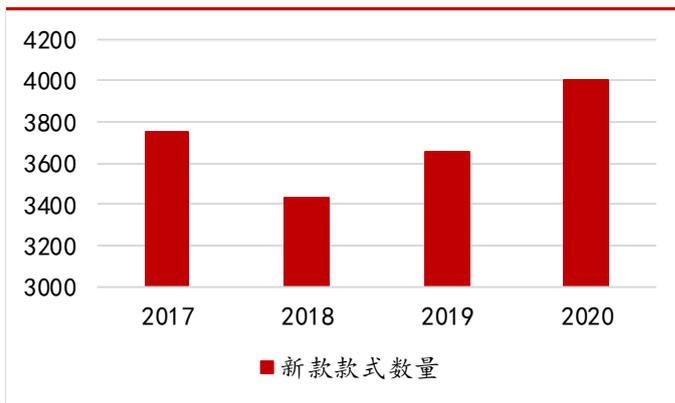
公司具备强大的自主研发设计能力，主要体现在：（1）设计团队经验丰富、研发投入较高：已形成以实控人孙瑞鸿先生为核心的研发设计团队、多数设计师有 5 年以上经验，2020 年研发费用投入 5800 万（占营收 3%）、研发人员数量 417 人（占人数 9%）；（2）各品牌独立设计、最大化品牌差异：每个品牌均设独立设计室、有独立的设计团队；（3）深谙中高端女装时尚发展趋势、推进品牌升华与产品迭代：在坚持各品牌 DNA 的基础上不断创新、保持年均推出 4000 款以上新品，如实现核心 JR 品牌 2016-19 年年均提价 11%。

图 23 公司研发人员数量及占比



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 24 公司每年推出的服装款式数量



资料来源：Wind、华西证券研究所

#### 3.2. 品牌集群与 VIP 客户集中优势

公司品牌集群优势在于：旗下七大女装品牌，形成了对中高端女装市场多维度、深层次的渗透，核心品牌 JORYA 具有较高知名度、也带动了其他品牌的良性发展。

公司 VIP 客户集中优势在于：1) VIP 客户销售占比在 80-90% 以上（2017-19 为 57%/69%/89%）、平均客单价在 1.5 万元（2017-18 为 1.58/1.48 万元）；2) VIP 会员、有效客户及活跃客户数持续增长，2019 年 10 月上线 VIP 集团卡，截至 2020H1 会员数达到 71 万人（17 年 33 万人）、有效客户数达到 41 万人（17 年 12 万人）、2020H1 半年内活跃客户数 7.65 万人。

图 25 公司 VIP 客户情况排

2019.1.1-10.21

品牌	VIP 有效客户	VIP 客户活跃数	消费总额	人均消费额
JR	81,901	34,539	71,344.01	2.07
JW	21,685	8,763	9,335.54	1.07
AN	50,841	18,778	16,670.97	0.89
GS	16,813	5,915	4,264.30	0.72
CR	53,846	18,767	13,243.13	0.71
IV	28,545	9,333	3,418.68	0.37
QDA	75,308	24,062	7,461.81	0.31
合计	<b>328,939</b>	<b>120,157</b>	<b>125,738.44</b>	<b>1.05</b>

2019.10.22-12.31

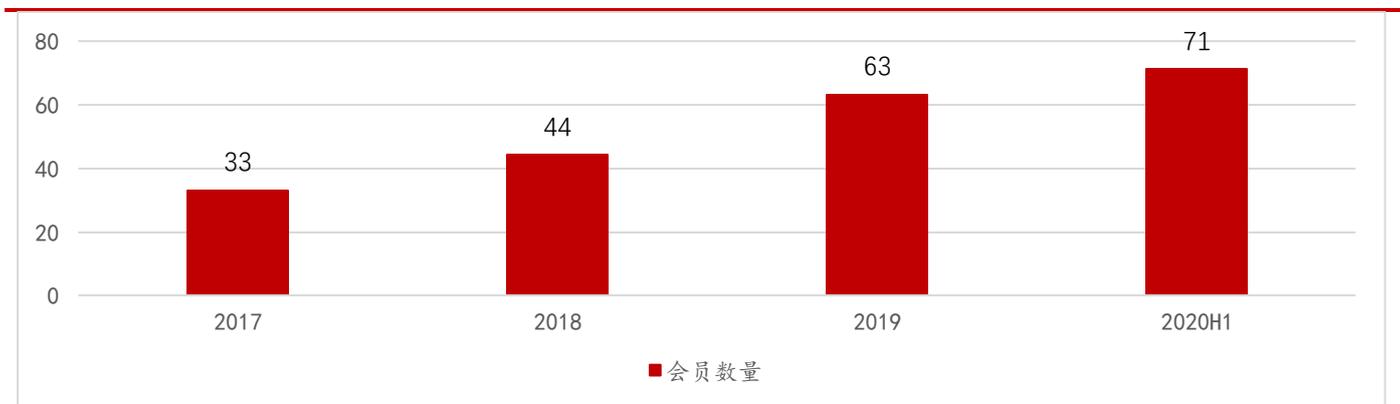
项目	VIP 有效客户	VIP 客户活跃数	消费总额	人均消费额
集团卡	<b>356,450</b>	<b>52,778</b>	<b>49,884.29</b>	<b>0.95</b>

2020.1.1-6.30

项目	VIP 有效客户	VIP 客户活跃数	消费总额	人均消费额
集团卡	<b>411,567</b>	<b>76,507</b>	<b>64,297.49</b>	<b>0.84</b>

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 26 2017-2020H1 公司 VIP 会员数量 (万人)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 3.3. 仓储智能化，生产供应链将升级

公司将商品企划、设计、采购、生产、销售、物流等部门有效组织为一体，实施协同运作形成完整的供应链管理体系。公司自有用地建设的生产物流配送中心于 2020 年正式投入使用，实现信息化、智能化的设备升级，未来将加大生产供应链的升级。

### 3.4. 自营渠道广布，卡位高端购物中心

公司自营渠道网络覆盖了全国主要城市、贴合其高端女装品牌定位，与王府井、银泰、金鹰、万象城等连锁商场保持良好合作关系，在北京东方广场、北京 SKP、上海港汇、深圳万象城、广州太古汇、南京德基广场、澳门威尼斯人等档次较高的商场均开设品牌自营店铺，有利于强化对于终端渠道的掌控力，从而提高盈利能力。

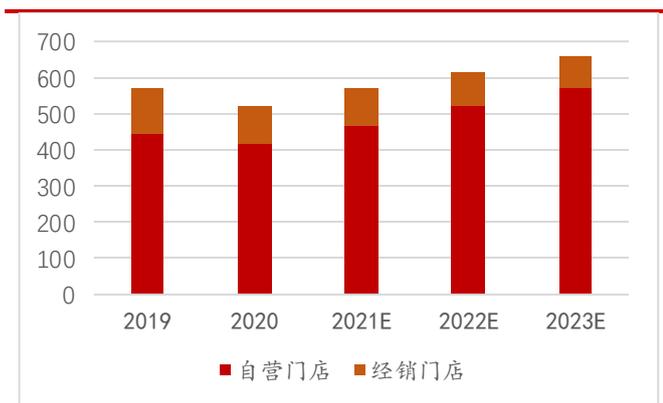
## 4. 成长驱动：线下加速、线上持续高增，盈利能力改善

### 4.1. 线下：开店加速与店效提升

**开店加速，覆盖核心商圈并辐射“新三线”：**未来三年结合“品牌营销网络建设”募集资金项目，大幅提高自营门店的数量，计划向未覆盖到的一、二线城市的核心商圈渗透，以及具有较大市场潜力的“新三线”城市进行扩张。截至 2020 年底共有门店 524 家，其中自营/经销门店 419/105 家，未来三年预期自营门店逐年净增 50 家至 469/519/569 家（公司公告 2021 年各品牌计划新开 100 家终端门店）、20-23 年自营开店 CAGR11%，经销门店逐年净减 5 家至 100/95/90 家，总门店分别达 569/614/659 家、20-23 年总开店 CAGR8%。

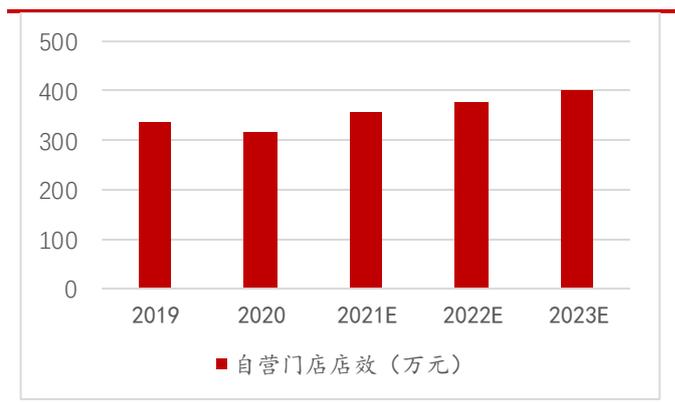
**店效提升：**2019/20 年自营店效 337/317 万元，其中 JR 和 JW 店效 700 万元左右，未来预期通过提升老店平效、关闭低平效门店及扩大高店效品牌门店占比等方式提升店效，今年年初至今店效较 2019 年已提升 10% 以上、未来 JR 和 JW 店效目标提升至千万元，我们预期 20-23 年自营店效 CAGR8% 至。

图 27 公司门店数量预期



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 28 公司自营店效预期



资料来源：公司公告、华西证券研究所

**长期开店空间，仍有 2 倍增长空间：**2020 年中国购物中心数量为 5415 家，其中一二线/三线以下购物中心数分别为 3300/2115 家，2019 年连锁百货店门店数量为 4148 家，估计一二线/三线以下分别有 2528/1620 家。暂不考虑购物中心和百货数量的增加，我们假设，欣贺旗下品牌中长期在一二线/三四线城市购物中心和商场的渗透率分别达 25%/5%，则未来店数有望达 1644 家、较目前的增长空间接近 2 倍。

图 29 长期开店空间测算

	购物中心 (个)	连锁百货 (个)	渗透率	开店空间 (家)
一二线城市	3300	2528	25%	1457
三四线城市	2115	1620	5%	187
合计	5415	4148		1644

资料来源：中国零售业发展情况报告、华西证券研究所

## 4.2. 电商：产销率提升，开拓新渠道

**产销率提升：**随着后续超常增长阶段逐步完成，电商专供款的产销率逐步趋于正常水平、2019/20H1 达 61%/93%，未来电商存货压力减小。

**开拓新渠道：**公司现在与天猫、唯品会等头部电商平台保持积极稳定的战略合作关系，未来将逐步开拓抖音、小红书等新兴渠道合作，从而推进电商业务持续较快增长，考虑电商净利率 25%以上，未来电商净利贡献将提升。

## 4.3. 盈利能力：控制销售费用率、改善存货周转率

公司未来将控制销售费用率，21Q1 销售费用率 38%、较 2019-20 年的 45%-46%有明显下降；并逐步改善存货周转率，通过构建高效化、智能化的供应链管理体系提供支撑从而减少存货损失；因此未来盈利能力有望提升，21Q1 净利率 17%、较 2019-20 年的 10%-12%有明显提升。

## 5. 财务分析：盈利能力出色，周转能力符合发展策略

### 5.1. 成长性：疫情后较快复苏

公司收入/归母净利 2016-20 年 CAGR 为 5.2%/-0.9%，主要受高端、奢侈品行业整体销售不景气，以及电商渠道冲击；2021Q1 同比+32.7%/+139.5%，率先实现超预期复苏，且 2021Q2 也有望延续 21Q1 高增长态势且存在超预期可能，主要与销售持续回暖及折扣率下降盈利能力提升有关。

图 30 可比同业收入及归母净利 YOY (%)

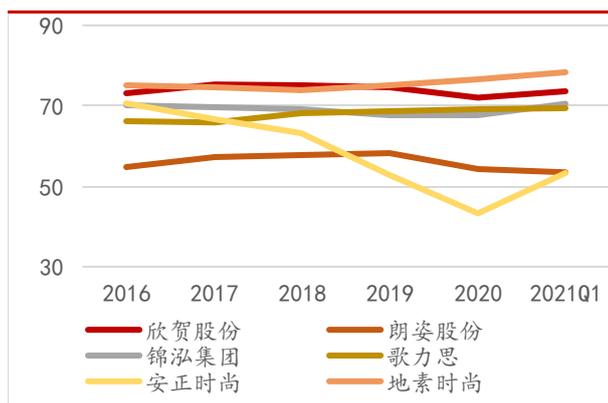
收入						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
欣贺股份	-17	9	8	12	-7	33
朗姿股份	20	72	13	13	-4	52
锦泓集团	-10	245	20	-6	15	78
歌力思	36	81	19	7	-25	31
安正时尚	-2	18	16	48	47	44
地素时尚	-2	7	8	13	8	61
归母净利						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
欣贺股份	-49	4	7	18	-26	139
朗姿股份	120	14	12	-72	142	1,209
锦泓集团	-11	89	44	-60	-673	15,662
歌力思	24	53	21	-2	25	-62
安正时尚	-3	16	3	8	-35	2
地素时尚	4	-8	20	9	1	60

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 5.2. 毛利率领先，21Q1 净利率提升

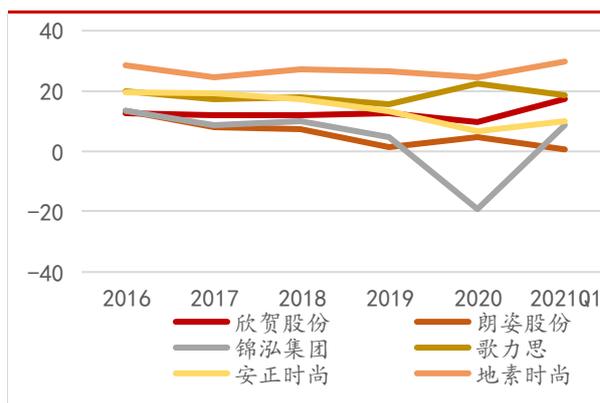
1) 公司毛利率正常在 72-74%波动、21Q1 毛利率为 74%，仅次于地素时尚 78%的毛利率、位居高端女装第二名；按剔除存货跌价准备转销冲减成本影响后实际毛利率约 72%，与锦泓集团和歌力思接近、主要与锦泓集团“VGRASS”品牌和歌力思“ELLASSAY”品牌定位较为相似。2) 公司净利率正常在 11%-13%、21Q1 净利率升至 17.38%，不及地素时尚但稳居行业前列、主要得益较高的毛利率及合理的费用率。

图 31 可比同业毛利率



资料来源：欣贺股份招股书、年报、华西证券研究所

图 32 可比同业净利率



资料来源：欣贺股份招股书、年报、华西证券研究所

1) 公司销售费用率正常在 43%-46%、21Q1 降至 39%，高于行业平均主要与公司自营模式收入占比较高、人员场地及装修费高，及实行多品牌事业部制各品牌管理人员及仓储人员费用均计入销售费用等有关；2) 公司管理费用率从 5%降至 4%、21Q1 降至 3.5%，低于行业平均主要与公司组织结构相对单一节约管理成本、上市时间晚早

期资产摊销少且没有计提股权激励费等有关；3) 公司研发费用率从 4% 降至 3%、21Q1 降至 2.8%，过往看略高于行业平均。

图 33 可比同业期间费用率

项目	年度	宝国 国际	朗姿 股份	锦泓 集团	歌力思	安正 时尚	平均值	本公司
销售费用率	2019 年	-	37.54%	45.29%	31.65%	25.90%	35.10%	45.75%
	2018 年度	-	35.94%	41.03%	29.98%	31.76%	34.68%	46.23%
	2017 年度	53.96%	32.82%	39.19%	28.88%	31.37%	37.25%	43.50%
管理费用及研发费用率	2019 年	-	12.74%	8.30%	14.36%	9.92%	11.33%	7.19%
	2018 年度	-	14.36%	8.67%	13.09%	13.42%	12.39%	7.75%
	2017 年度	5.66%	14.56%	8.95%	14.35%	13.29%	11.36%	8.93%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 34 公司与行业平均销售费用率差异归因

年度	平均值	公司	差异	销售管理费和员工薪酬较高	商场费用较高	店铺装修、租赁费较高	其他
2019 年度	35.10%	45.75%	10.65%	4.41%	1.15%	8.49%	-3.39%
2018 年度	34.68%	46.23%	11.55%	4.36%	1.48%	7.84%	-2.12%
2017 年度	33.07%	43.50%	10.43%	3.19%	0.87%	7.76%	-1.39%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 35 公司与行业平均管理费用率差异归因

年度	平均值	公司	差异	员工薪酬差异	固定资产折旧、无形资产摊销差异	股份支付差异	中介机构咨询费差异	其他
2019 年度	7.95%	3.82%	4.13%	1.55%	0.84%	-0.03%	0.34%	1.44%
2018 年度	8.82%	4.06%	4.76%	1.51%	0.82%	0.45%	0.43%	1.54%
2017 年度	9.14%	4.81%	4.33%	1.50%	0.89%	0.63%	0.08%	1.23%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 36 可比同业研发费用率

项目	年度	朗姿 股份	锦泓 集团	歌力思	安正 时尚	平均	公司
研发费用率	2019 年度	3.44%	3.26%	3.51%	3.30%	3.38%	3.37%
	2018 年度	3.11%	3.37%	3.26%	4.52%	3.56%	3.69%
	2017 年度	3.40%	3.66%	2.66%	4.91%	3.65%	4.12%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 5.3. 应收账款周转率领先，存货周转率有提升空间

公司 2017-20 年应收账款周转率分别为 25.43/20.76/15.57/12.06 次、高于行业平均主要得益公司对经销商一般采用“款到发货”的销售方式，基本不发生应收账款；对大多数商场采取按月结算方式，款项结算及时，应收账款余额小。近年来应收账款周转率有所下降，主要是随着自营模式收入占比提高，年末应收账款余额有所增加。

公司 2017-20 年存货周转率分别为 0.89/0.83/0.73/0.72 次，低于行业平均主要由于公司采取的是高毛利+低周转的发展策略，产品款式花色多而单款数量少，季末产品会在次年按经典款销售、1-2 年存货仍放在线下销售且基本没有折扣。近年来存货周转率下降还与电商业务快速发展但早期产销率低有关，随着公司进行更加科学的库存管理并加强对过季产品的处理，未来公司存货周转率有上升空间；受疫情影响产销率大幅提升、2020 年存货余额同比减少约 1 亿元且 21Q1 进一步减少 8000 多万元。

图 37 可比同业应收账款及存货周转率

项目	时间	宝国国际	朗姿股份	锦泓集团	歌力思	安正时尚	平均	欣贺股份
应收账款 周转率 (次)	2019 年 12 月 31 日	-	8.02	5.45	6.90	14.82	8.80	15.57
	2018 年 12 月 31 日	-	7.22	5.74	6.88	13.76	8.40	20.76
	2017 年 12 月 31 日	7.79	6.32	8.77	7.45	14.44	8.95	25.43
存货周转率 (次)	2019 年 12 月 31 日	-	1.29	0.99	1.59	1.21	1.27	0.73
	2018 年 12 月 31 日	-	1.29	1.24	1.63	0.96	1.28	0.83
	2017 年 12 月 31 日	0.64	1.39	1.60	1.84	1.11	1.32	0.89

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测

参照第 4 章成长驱动假设，我们预计公司 2021-23 年总营收收 23.4/27.6/32.5 亿元、同比增速 27.7%/18.1%/17.6%，其中自营店营收预计为 16.76/19.66/22.84 亿元，经销店营收预计为 1.50/1.50/1.49 亿元，电商店营收预计为 4.86/6.17/7.83 亿元，其他预计为 0.29/0.32/0.35 亿元；

此外假设毛利率稳中有升、期间费用率稳中有降，我们预计公司 2021-23 年归母净利 3.64/4.32/5.08 亿元，同比增速 104%/19%/18%。

图 38 分业务营收

营收 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
自营店	15.03	13.29	16.76	19.66	22.84
YOY	11.51%	-11.59%	26%	17%	16%
经销店	1.65	0.86	1.50	1.50	1.49
YOY	-9.03%	-47.88%	74%	0%	-1%
电商店	2.65	3.85	4.86	6.17	7.83
YOY	49.78%	45.54%	26%	27%	27%
其他	0.23	0.26	0.29	0.32	0.35

YOY	-51.95%	15.92%	10%	10%	10%
-----	---------	--------	-----	-----	-----

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 6.2. 估值与投资建议

参照可比同业中位估值，考虑公司具备研发支撑品牌集群、VIP 客户贡献 80%+ 的销售及线下开店加速与店效提升、线上持续高增长将推动 2020-23 年业绩 CAGR42%，因此给予公司 2022 年 25 倍、对应 2022 年合理市值 108 亿元、目标价 25.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 39 可比同业估值

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利 (亿元)					20-23CAGR	PE			
		FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2020		FY2021E	FY2022E	FY2023E	
朗姿股份	216	1.42	2.49	3.53	4.49	46.7%	152	87	61	48	
地素时尚	125	6.30	7.31	8.41	9.68	15.4%	20	17	15	13	
锦泓集团	68	-6.24	3.21	4.34	5.28	-194.6%	-11	21	16	13	
歌力思	52	4.45	3.64	4.30	4.98	3.8%	12	14	12	10	
安正时尚	38	1.98	3.08	3.46	3.91	25.6%	19	12	11	10	
<b>行业中位</b>							<b>19</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	
欣贺股份	76	1.78	3.64	4.32	5.08	41.8%	42	21	17	15	

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 7. 风险提示

### 1. 行业竞争加剧风险

服装行业竞争激烈，国内新生品牌不断涌现，国外服装品牌加速渗透。如公司未能积极应对市场变化，可能会有盈利不及预期、市占率下降等不利影响。

### 2. 开店及店效改善不及预期的风险

公司以自营模式为主，直营店扩张进度及店效提升不及预期可能对公司业绩产生不利影响。

### 3. 设计不到位、供应链管理不足及存货周难以改善的风险

女装更新迭代速度快，如果设计团队未能把握消费者品味及供应链管理未有显著改进造成货品滞销存货跌价，可能会对品牌和公司销售业绩产生不利影响。

### 4. 系统性风险

宏观、行业及资本市场发生系统性危机的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,833	2,341	2,764	3,252	净利润	178	364	432	508
YoY(%)	-6.7%	27.7%	18.1%	17.6%	折旧和摊销	122	64	43	47
营业成本	513	608	718	844	营运资金变动	87	48	59	90
营业税金及附加	20	20	23	28	经营活动现金流	506	622	701	833
销售费用	826	954	1,124	1,323	资本开支	-168	-295	-261	-284
管理费用	72	90	106	124	投资	0	0	0	0
财务费用	-8	-26	-25	-21	投资活动现金流	-97	-295	-261	-284
资产减值损失	-118	0	0	0	股权募资	895	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	244	486	577	679	筹资活动现金流	774	0	0	0
营业外收支	-2	-2	-2	-2	现金净流量	1,180	327	441	549
利润总额	241	485	576	678	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	63	121	144	169	<b>成长能力</b>				
净利润	178	364	432	508	营业收入增长率	-6.7%	27.7%	18.1%	17.6%
归属于母公司净利润	178	364	432	508	净利润增长率	-26.4%	103.9%	18.8%	17.7%
YoY(%)	-26.4%	103.9%	18.8%	17.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.41	0.84	1.00	1.18	毛利率	72.0%	74.0%	74.0%	74.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	9.7%	15.5%	15.6%	15.6%
货币资金	1,678	2,005	2,446	2,995	总资产收益率 ROA	5.0%	8.9%	9.3%	9.5%
预付款项	10	11	13	16	净资产收益率 ROE	6.1%	11.1%	11.6%	12.0%
存货	664	704	733	747	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	225	272	320	375	流动比率	3.87	3.73	3.74	3.75
流动资产合计	2,577	2,993	3,512	4,132	速动比率	2.86	2.84	2.94	3.06
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.52	2.50	2.60	2.72
固定资产	304	350	412	478	资产负债率	18.6%	19.7%	20.2%	20.7%
无形资产	92	80	67	55	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1,011	1,095	1,145	1,194	总资产周转率	0.51	0.57	0.59	0.61
资产合计	3,588	4,088	4,658	5,326	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.84	1.00	1.18
应付账款及票据	279	332	391	460	每股净资产	6.76	7.61	8.61	9.78
其他流动负债	387	471	549	640	每股经营现金流	1.17	1.44	1.62	1.93
流动负债合计	666	802	940	1,101	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2	2	2	2	PE	39.86	19.54	16.45	13.98
非流动负债合计	2	2	2	2	PB	1.39	2.16	1.91	1.68
负债合计	668	805	942	1,103					
股本	432	432	432	432					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,920	3,283	3,715	4,224					
负债和股东权益合计	3,588	4,088	4,658	5,326					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**唐爽爽**：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

**何富丽**：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职国盛证券研究所，覆盖休闲服务行业，2020年3月加入华西证券研究所，并拓展覆盖至纺服教育行业。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。