

# 太平鸟 (603877)

证券研究报告

2021年08月31日

## 持续打造柔性快反供应链，数据驱动全链路变革

21H1 公司实现总营收 50.15 亿元，同比增长 55.88%，归母净利润 4.11 亿元，同比大幅增长 240.52%。

分季度看，21Q1 实现营收 26.70 亿元，同比增长 93.10%，归母净利润 2.03 亿元，同比增长 2222.22%；21Q2 营收 23.45 亿元，同比增长 27.82%，归母净利润 2.08 亿元，同比增长 85.52%。

分品牌看，21H1 PEACEBIRD 女装收入 21.38 亿元（占比 42.87%），同比增长 76.61%；PEACEBIRD 男装收入 14.57 亿元（占比 29.22%），同比增长 52.5%；乐町 LED-IN 收入 6.5 亿元（占比 13.03%），同比增长 35.66%；MiniPeace 童装收入 6 亿元（占比 12.04%），同比增长 74.18%。

分渠道看，21H1 总收入 50.15 亿元，其中主营业务 49.86 亿（占比 99.42%），同比增长 61.95%，主营业务中：线下渠道：收入 34.38 亿元（占比 68.95%），同比增长 75.89%，其中直营收入 23.85 亿元（占线下渠道收入比 69.38%），同比增长 69.6%；加盟收入 10.52 亿元（占线下渠道收入比 30.62%），同比增长 92.09%。线上渠道：收入 15.48 亿元（占比 31.05%），同比增长 37.71% 其中，抖音零售额为 3 亿元，占线上销售总额 18%。

### 毛利率同比增长 2.82pct 至 55.29%

分品牌看，2021H1 PEACEBIRD 女装毛利率 58.72% 同增 2.01pct；PEACEBIRD 男装毛利率 55.10% 同增 0.52pct；乐町 LED-IN 毛利率 51.96%，同减 1.13pct；MiniPeace 童装毛利率 52.61%，同增 5.1pct。

分渠道看，2021H1 线下渠道毛利率 60.8%，同比增长 2.21pct；其中直营渠道毛利率为 67.16%，同比增长 4.72pct；加盟渠道毛利率为 46.38%，同比减少 2.33pct。21H1 线上渠道毛利率 44.02%，同比减少 2.55pct。

公司费控效率改善，2021H1 销售费用率 37.63%（-1.36pct）、管理费用率（含研发）7.51%（-0.25pct）、研发费用率 1.36%（-0.01pct）、财务费用率 0.73%（+0.39pct）。

存货水平优化，效率提升，2021H1 公司存货 23.64 亿元，同比增长 33.96%。公司 2021H1 库存周转期为 186 天，同比减少 28 天。

维持盈利预测，维持买入评级。考虑到公司未来线下渠道运营效率及盈利能力有望稳步提升，且数字化赋能背景下，精准设计、需求感知、柔性供应及场景营销价值链路打通后运营效率有望提升，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.5/12.5/15.0 亿元，对应 EPS 分别为 2.2/2.6/3.2 元，对应 P/E 分别为 21/18/15X。

风险提示：国内局部疫情反复致门店销售不及预期；市场竞争加剧挤占原有份额；流行趋势把握不当；存货管理、跌价风险等。

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	11,410.22	13,535.42	15,802.74
增长率(%)	2.80	18.41	21.56	18.63	16.75
EBITDA(百万元)	997.41	1,264.30	1,368.05	1,631.53	1,936.60
净利润(百万元)	551.55	712.81	1,049.08	1,249.48	1,503.11
增长率(%)	(3.50)	29.24	47.18	19.10	20.30
EPS(元/股)	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15
市盈率(P/E)	40.28	31.17	21.18	17.78	14.78
市净率(P/B)	6.32	5.70	5.09	4.56	4.05
市销率(P/S)	2.80	2.37	1.95	1.64	1.41
EV/EBITDA	5.29	9.17	14.66	11.83	9.79

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	47.07 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)	22,439.58
流通 A 股市值(百万元)	22,439.58
每股净资产(元)	8.60
资产负债率(%)	54.08
一年内最高/最低(元)	59.80/23.00

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

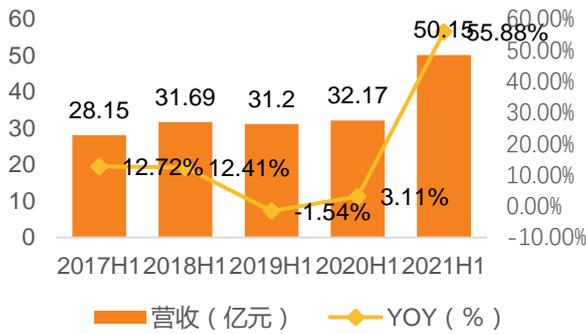
### 相关报告

- 《太平鸟-公司点评:Q2 持续稳步增长，供应链精进+渠道优化促经营质量提升》2021-08-10
- 《太平鸟-公司深度研究:科技数字化赋能，快反柔性供应，时尚领军向阳而生》2021-07-21
- 《太平鸟-季报点评:21Q1 归母净利润较 19Q1 增 135%，围绕时尚数据推动全零售》2021-04-22

## 1. 21H1 营收 50.15 亿同增 55.88%，归母净利 4.1 亿同增 240.5%

21H1 公司实现总营收 50.15 亿元，同比增长 55.88%，主要系疫情防控科学有效，消费市场复苏所致。归母净利润 4.11 亿元，同比大幅增长 240.52%。

图 1：公司近五年 H1 营收（亿元）及同比 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近五年 H1 归母净利润（亿元）及同比 YOY（%）



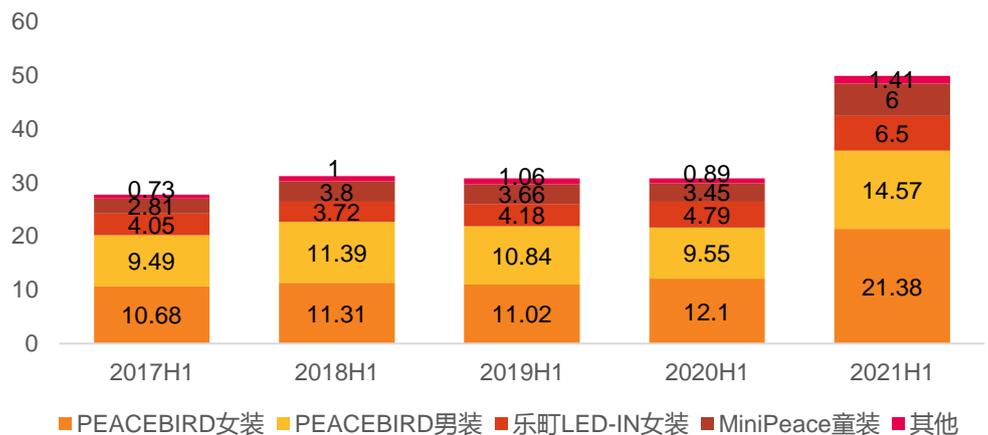
资料来源：wind，天风证券研究所

分季度看，21Q1 实现营收 26.70 亿元，同比增长 93.10%，归母净利润 2.03 亿元，同比增长 2222.22%；21Q2 营收 23.45 亿元，同比增长 27.82%，归母净利润 2.08 亿元，同比增长 85.52%。

分品牌看，PEACEBIRD 女装增速领跑，同比增长 76.61%

21H1 PEACEBIRD 女装收入 21.38 亿元(占比 42.87%)，同比增长 76.61%；PEACEBIRD 男装收入 14.57 亿元(占比 29.22%)，同比增长 52.5%；乐町 LED-IN 收入 6.5 亿元(占比 13.03%)，同比增长 35.66%；MiniPeace 童装收入 6 亿元(占比 12.04%)，同比增长 74.18%。

图 3：太平鸟分品牌收入情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

分渠道看，21H1 总收入 50.15 亿元，其中主营业务 49.86 亿(占比 99.42%)，同比增长 61.95%，主营业务中：

1) 线下渠道：收入 34.38 亿元(占比 68.95%)，同比增长 75.89%

21H1 线下渠道收入 34.38 亿元(占比 68.95%)，同比增长 75.89%；其中直营收入 23.85

亿元 (占线下渠道收入比 69.38%)，同比增长 69.6%；加盟收入 10.52 亿元 (占线下渠道收入比 30.62%)，同比增长 92.09%。

## 2) 线上渠道：收入 15.48 亿元 (占比 31.05%)，同比增长 37.71%

21H1 线上渠道收入 15.48 亿元 (占比 31.05%)，同比增长 37.71%；其中，抖音零售额为 3 亿元，占线上销售总额 18%。主要系公司线上大数据支持推进高品质、精准营销所致。

图 4：太平鸟分渠道收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 毛利率同增 2.82pct，费控效率显著改善

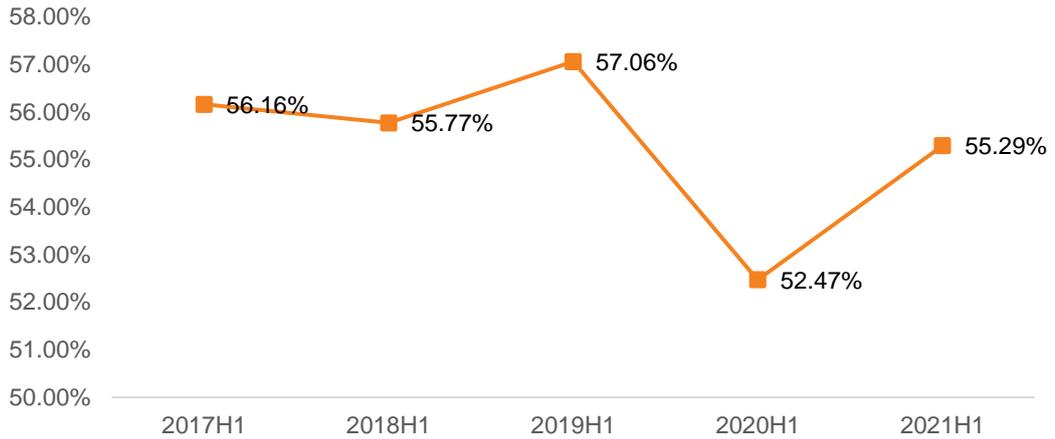
公司毛利率同比增长 2.82pct 至 55.29%，归母净利率增长 4.55pct 至 8.19%。

### 1) 毛利率：毛利率同比增长 2.82pct 至 55.29%

分品牌看，2021H1 PEACEBIRD 女装毛利率为 58.72%，同比增长 2.01pct；PEACEBIRD 男装毛利率为 55.10%，同比增长 0.52pct；乐町 LED-IN 毛利率为 51.96%，同比减少 1.13pct；MiniPeace 童装毛利率为 52.61%，同比增长 5.1pct。

分渠道看，2021H1 线下渠道毛利率为 60.8%，同比增长 2.21pct；其中直营渠道毛利率为 67.16%，同比增长 4.72pct；加盟渠道毛利率为 46.38%，同比减少 2.33pct，本期加盟店毛利率同比减少，主要系本期加盟发货中老款占比有所提高，相应的供货折扣较低等原因所致。21H1 线上渠道毛利率为 44.02%，同比减少 2.55pct，本期线上毛利率同比减少，主要系本期根据新收入准则核算要求，线上运费作为合同履行成本计入营业成本等原因所致。

图 5：2021H1 毛利率为 55.29%。同比增长 2.82pct



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：17H1-21H1 公司毛利率拆分（分渠道）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：17H1-21H1 公司毛利率拆分（分品牌）



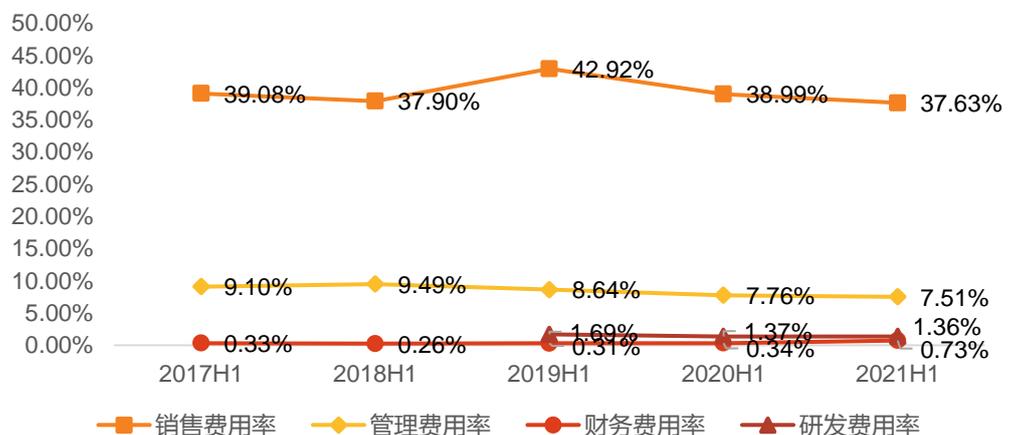
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2) 费用率：销售、管理、研发费用率减少

2021H1 销售费用率 37.63% (-1.36pct)、管理费用率 (含研发) 7.51% (-0.25pct)、研发费用率 1.36% (-0.01pct)、财务费用率 0.73% (+0.39pct)。

其中，财务费用率增长主要系首次执行新租赁准则，确认租赁负债利息支出所致。

图 8：2017H1-2021H1 公司各项费用率

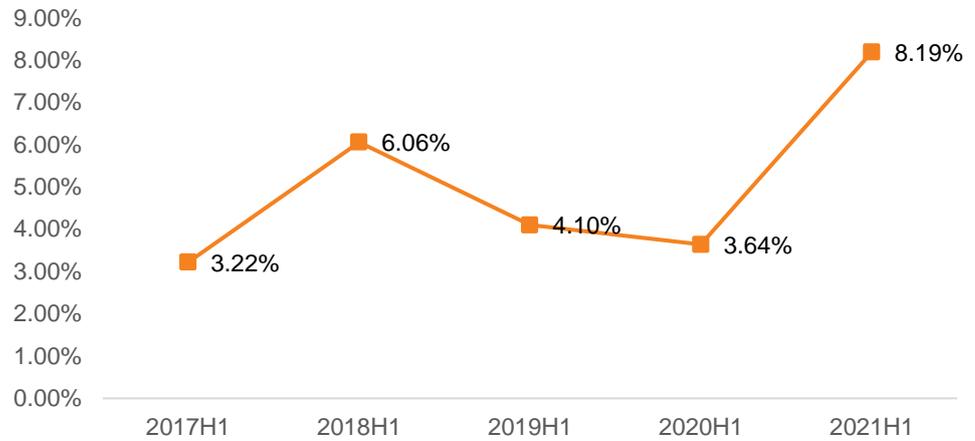


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3) 净利率：归母净利润率同比增长 4.55pct 至 8.19%

在毛利率显著增长，费用率减少的背景下，公司归母净利润率同比增长 4.55pct 至 8.19%。

图 9：归母净利润率同比 4.55pct 至 8.19%



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 存货水平优化，存货周转效率增长

2021H1 公司存货 23.64 亿元，同比增长 33.96%。公司将一方面通过推进供应链快反管理，提升新品产销率，减少库存形成；一方面通过电商、奥莱等渠道有效处理过季货品，优化存货结构。公司 2021H1 库存周转期为 186 天，同比减少 28 天。

图 10：21H1 公司存货同比增长 33.94%，周转天数减少 28 天



资料来源：wind，天风证券研究所

### 4. 渠道结构持续优化，聚焦渠道运营质量提升

2021H1 太平鸟门店数为 4760 家，较 2020 年底净增 144 家。其中直营门店 1589 家，占比 33.38%，较 2020 年底净增 35 家；加盟门店 3171 家，占比 66.62%，较 2020 年底净增 109 家。

表 1: 21H1 分渠道门店数量 (家)

品牌	门店类型	2020 年末数量	2021H1 新开	2021H1 关闭	21H1 期末数量
PEACEBIRD 女装	直营	526	47	23	550
	加盟	1180	135	70	1245
PEACEBIRD 男装	直营	484	41	27	498
	加盟	865	94	89	870
LEDIN 少女装	直营	228	18	22	224
	加盟	470	62	44	488
Mini Peace 童装	直营	287	31	17	301
	加盟	434	52	32	454
其他	直营	29	0	13	16
	加盟	113	5	4	114
合计	直营	1554	137	102	1589
	加盟	3062	348	239	3171
	小计	4616	485	341	4760

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 前景展望: 持续打造柔性快反供应链, 数据驱动全链路变革

公司致力于成为中国青年的首选时尚品牌, 聚焦时尚服饰行业, 形成多品牌时尚矩阵。各品牌面向不同年龄、风格的细分客群, 优势互补, 满足当代年轻人多样化的时尚需求。

### ● 品牌: 聚焦青年时尚, 多品牌均衡发展

公司致力于成为中国青年首选时尚品牌, 热爱和聚焦在青年时尚, 从年龄、性格特征、价位区间、应用场景等多维度区分目标客群, 打造时尚品牌矩阵。多品牌组合有效覆盖中国年轻时尚消费群体, 同时聚焦打造高顾客口碑, 增强品牌粘性, 不断满足年轻消费者对时尚的需求。

### ● 数字化: 数据驱动商品供应全链路变革

公司聚焦以顾客为中心, 以数据为驱动, 全面打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应全链路。在设计端, 将多个运营平台数据智能分析, 捕捉流行趋势和消费者需求, 提高商品设计的精准度; 在生产端, 引入人工智能预估货品需求, 持续精进柔性生产供应体系, 快速生产出时尚好商品; 在营销端, 通过数据支持促进商品在店铺快速、高效流通, 线上大数据支持推进高品质、精准营销。公司正在有序推进商品设计研发和供应链联动的快反机制, 向消费者提供具有领先时尚和领先品质的商品, 同时拉升货品存货周转, 提升经营效率。

### ● 渠道: 全面拥抱新零售, 打造极致购物体验

公司聚焦当代年轻消费群体, 在年轻消费者聚集度高的地方加大渠道资源投入, 提高消费者的购物便利性, 打造极致的购物体验。公司线下发力购物中心、百货商场等渠道, 全面提升体验感, 营造更开放的顾客互动氛围, 将门店打造为顾客社区。线上推进传统电商业务占比提升, 同时积极推进小程序、网红直播等社交零售新渠道, 为顾客提供更加丰富多元的购物选择; 在 B 站、抖音、小红书等当代青年人偏爱的新流量平台上, 创建新奇有趣的互动内容, 精准营销不同的圈层人群。

### ● 组织活力: 高目标牵引, 柔性组织激发活力

公司基于运营支持大平台 (仓储物流平台、电商运营平台) 基础, 持续推动零售一线快速决策、业务单元平行线抱团作战、职能单元提升效率, 不断精进柔性组织效率, 打破内部组织壁垒, 全员聚焦在为消费者创造价值上。公司优化后的绩效考核激励体系, 更加鼓励

高目标牵引和抱团作战，明确基于价值创造之上的超额价值分享机制，从制度保障层面有效激发员工的工作积极性，确保组织充满活力。

## 6. 维持盈利预测，维持买入评级

维持盈利预测，维持买入评级。考虑到公司未来线下渠道运营效率及盈利能力有望稳步提升，且数字化赋能背景下，精准设计、需求感知、柔性供应及场景营销价值链路打通后运营效率有望提升，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.5/12.5/15.0 亿元，对应 EPS 分别为 2.2/2.6/3.2 元，对应 P/E 分别为 21/18/15X。

## 7. 风险提示

国内局部疫情反复致门店销售不及预期；市场竞争加剧挤占原有份额；流行趋势把握不当；存货管理、跌价风险等。

## 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	912.82	1,651.93	1,956.39
应收票据及应收账款	627.02	778.16	589.22	1,032.84	860.93
预付账款	285.92	271.74	524.78	392.65	614.74
存货	1,854.69	2,256.58	3,004.67	3,145.74	3,925.23
其他	1,524.39	2,336.80	2,712.42	2,444.13	2,574.70
<b>流动资产合计</b>	<b>4,963.98</b>	<b>6,307.83</b>	<b>7,743.91</b>	<b>8,667.30</b>	<b>9,931.99</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,051.04</b>	<b>2,233.53</b>	<b>2,119.19</b>	<b>2,031.23</b>	<b>2,054.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,015.02</b>	<b>8,541.36</b>	<b>9,863.10</b>	<b>10,698.53</b>	<b>11,985.99</b>
短期借款	386.00	492.52	1,151.18	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	1,973.03	2,390.95	2,639.46	3,494.85	3,452.21
其他	988.36	1,662.46	1,611.02	1,220.24	1,952.99
<b>流动负债合计</b>	<b>3,347.39</b>	<b>4,545.92</b>	<b>5,401.66</b>	<b>5,715.10</b>	<b>6,405.20</b>
长期借款	58.97	0.00	15.55	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
<b>非流动负债合计</b>	<b>151.94</b>	<b>95.04</b>	<b>110.19</b>	<b>139.22</b>	<b>139.63</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,499.33</b>	<b>4,640.96</b>	<b>5,511.84</b>	<b>5,854.31</b>	<b>6,544.84</b>
少数股东权益	1.23	2.98	(11.52)	(27.26)	(44.87)
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	3,886.05	4,394.75	5,009.29
其他	(1,505.68)	(1,447.73)	(1,347.73)	(1,347.73)	(1,347.73)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,515.69</b>	<b>3,900.40</b>	<b>4,351.25</b>	<b>4,844.21</b>	<b>5,441.15</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,015.02</b>	<b>8,541.36</b>	<b>9,863.10</b>	<b>10,698.53</b>	<b>11,985.99</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	543.10	706.71	1,049.08	1,249.48	1,503.11
折旧摊销	227.12	225.28	44.79	47.11	49.50
财务费用	10.24	12.92	16.75	20.54	14.82
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	(863.26)	399.68	(290.17)
其它	(1,504.24)	(463.17)	(13.68)	(16.01)	(18.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>868.44</b>	<b>1,154.36</b>	<b>166.50</b>	<b>1,633.62</b>	<b>1,192.07</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(374.20)</b>	<b>(850.42)</b>	<b>4.03</b>	<b>(12.82)</b>	<b>17.18</b>
债权融资	454.72	492.52	1,169.97	1,049.33	1,047.53
股权融资	(126.91)	(18.88)	83.25	(20.54)	(14.82)
其他	(847.35)	(807.26)	(1,175.48)	(1,910.49)	(1,937.50)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(519.54)</b>	<b>(333.62)</b>	<b>77.74</b>	<b>(881.69)</b>	<b>(904.79)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(25.31)</b>	<b>(29.68)</b>	<b>248.27</b>	<b>739.11</b>	<b>304.47</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7,927.62</b>	<b>9,386.87</b>	<b>11,410.22</b>	<b>13,535.42</b>	<b>15,802.74</b>
营业成本	3,710.92	4,459.35	5,374.43	6,372.40	7,243.46
营业税金及附加	50.66	61.38	75.31	85.27	104.30
营业费用	2,895.87	3,272.62	3,939.95	4,637.24	5,497.77
管理费用	504.11	575.37	723.41	852.73	1,025.60
研发费用	107.90	116.30	142.63	170.55	200.69
财务费用	19.08	18.84	16.75	20.54	14.82
资产减值损失	(116.33)	(117.56)	(100.00)	(100.00)	(89.00)
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)
<b>营业利润</b>	<b>710.73</b>	<b>925.56</b>	<b>1,306.51</b>	<b>1,563.88</b>	<b>1,872.28</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>708.77</b>	<b>906.41</b>	<b>1,316.97</b>	<b>1,571.30</b>	<b>1,891.85</b>
所得税	165.67	199.70	283.15	337.83	406.75
<b>净利润</b>	<b>543.10</b>	<b>706.71</b>	<b>1,033.82</b>	<b>1,233.47</b>	<b>1,485.10</b>
少数股东损益	(8.45)	(6.10)	(15.26)	(16.01)	(18.00)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>551.55</b>	<b>712.81</b>	<b>1,049.08</b>	<b>1,249.48</b>	<b>1,503.11</b>
每股收益(元)	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.80%	18.41%	21.56%	18.63%	16.75%
营业利润	-5.17%	30.23%	41.16%	19.70%	19.72%
归属于母公司净利润	-3.50%	29.24%	47.18%	19.10%	20.30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.19%	52.49%	52.90%	52.92%	54.16%
净利率	6.96%	7.59%	9.19%	9.23%	9.51%
ROE	15.69%	18.29%	24.05%	25.65%	27.40%
ROIC	22.92%	49.80%	86.94%	56.46%	75.70%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.88%	54.34%	55.88%	54.72%	54.60%
净负债率	-6.18%	-4.41%	5.91%	-12.44%	-16.70%
流动比率	1.48	1.39	1.43	1.52	1.55
速动比率	0.93	0.89	0.88	0.97	0.94
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.03	13.36	16.69	16.69	16.69
存货周转率	4.30	4.57	4.34	4.40	4.47
总资产周转率	1.16	1.21	1.24	1.32	1.39
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15
每股经营现金流	1.82	2.42	0.35	3.43	2.50
每股净资产	7.37	8.18	9.15	10.22	11.51
<b>估值比率</b>					
市盈率	40.28	31.17	21.18	17.78	14.78
市净率	6.32	5.70	5.09	4.56	4.05
EV/EBITDA	5.29	9.17	14.66	11.83	9.79
EV/EBIT	5.75	9.90	15.16	12.18	10.04

### 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