

纺织服装

证券研究报告
2021年09月08日

运动景气高，品牌库存清，国牌迎历史发展机遇

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业专题研究:女子运动崛起,多元化+高景气打造新引擎》 2021-09-05
- 2 《纺织服装-行业专题研究:对标巨头优衣库,太平鸟数字化供应链+渠道建设有望突围》 2021-08-14
- 3 《纺织服装-行业专题研究:JK制服:破译文化圈层,把握Z世代风向,掘金细分市场》 2021-08-07

板块概览:疫后复苏明显,板块需求回温

我们选取 SW 纺织服装板块进行观测,纺服板块 21H1 营收同增 19.6%,增速同增 35.27pct,21H1 营收较 19H1 增长 10.14%。21H1 纺服板块归母净利润同增 77.08%,增速同增 131.57pct,21H1 归母净利润较 19H1 增长 22.67%。

从业绩来看,21H1 纺服板块业绩增幅较大,主要系 20H1 低基数,疫情后期宏观经济与消费有所恢复,消费者对可选品的消费需求增长,供给端去库存卓有成效等原因所致。

从零售数据看,21H1 终端零售由于疫情受到良好控制,行业内公司在疫情期间积极布局线上渠道略见成效,终端消费总体大幅增长,至 5-6 月由于 20 年同期基数较高的原因增速放缓。2021 年 6 月服装针织鞋帽的社会零售总额增长为 12.8%,同增 12.9pct。

细分板块:线下渠道加速恢复,线上渠道构建新增长点

运动服饰:行业保持高景气,国潮热度持续发酵。包含安踏体育、李宁、特步国际。板块 21H1 平均营收同增 51.43%,较 19H1 增长 52.09%。21H1 平均归母净利润同增 140.59%,较 19H1 增长 73.95%。

运动产业链:积极应对东南亚疫情,长期成长护城河坚固。包含申洲国际、华利集团。板块 21H1 营收同增 13.98%,营收较 19H1 减少 4.84%,归母净利润同增 7%,归母净利较 19H1 减少 27.21%。

品牌消费品:深入健康消费需求,全渠道融合见成效。包含稳健医疗。板块 21H1 营收同减 2.87%,较 19H1 增长 92.83%;归母净利同减 26.27%,较 19H1 增长 230.98%。

品牌服饰:库存逐步回归健康,数字化转型赋能全渠道融合。包含比音勒芬、太平鸟、森马服饰、海澜之家、歌力思、地素时尚、欣贺股份、锦泓集团、爱慕股份。板块 21H1 营收同增 29.54%,较 19H1 减少 3.31%;归母净利润同增 102.05%,较 19H1 减少 3.91%。已基本恢复至 19 年同期水平。

家纺:消费复苏助力业绩增长,加快创新及零售转型。包含水星家纺、罗莱生活。板块 21H1 营收同增 34.92%,较 19H1 增长 19.71%;归母净利润同增 70.15%,较 19H1 增长 30.62%。

电商:明确品牌定位,多渠道助力业绩回升。包含开润股份、南极电商。板块 21H1 营收同增 2.70%,较 19H1 减少 7.17%;归母净利同减 30.68%,较 19H1 减少 31.37%。

纺织制造:盈利能力持续提升,供应链竞争优势显著。包含健盛集团、伟星股份。板块 21H1 营收同增 28.93%,较 19H1 增长 11.75%;归母净利润同增 14.07%,较 19H1 增长 11.28%。

推荐标的:继续推荐高景气度运动品牌及运动产业链板块龙头标的,同时建议持续跟踪和关注优质品牌服饰龙头。

- 1) 运动品牌板块:安踏体育、李宁、特步国际。
- 2) 运动产业链板块:申洲国际、华利集团。
- 3) 品牌服饰板块:比音勒芬、太平鸟、欣贺股份、锦泓集团。

风险提示:全球疫情影响反复超预期,终端消费恢复不及预期,存货积压问题等。

内容目录

1. 概览：疫后复苏明显，板块需求回温.....	4
1.1. 板块业绩：疫情恢复后消费需求反弹，业绩较 19H1 增长 23%.....	4
1.2. 零售数据：服装属于可选消费，后疫情时代增长显著	7
2. 细分子板块：线下渠道加速恢复，线上渠道构建新增长点.....	7
2.1. 运动服饰：行业保持高景气，国潮热度持续发酵.....	7
2.2. 运动产业链：积极应对东南亚疫情，长期成长护城河坚固	9
2.3. 品牌消费品：深入健康消费品，持续加强全渠道市场渗透	10
2.4. 品牌服饰：库存逐步回归健康，数字化转型赋能全渠道融合.....	11
2.5. 家纺：消费复苏助力业绩增长，加快创新及零售转型	15
2.6. 电商：明确品牌定位，多渠道助力业绩回升	17
2.7. 纺织制造：盈利能力持续提升，供应链竞争优势显著	19
3. 总结与展望：线下恢复+线上拓展，国潮兴起助力国牌腾飞.....	20
4. 估值与盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：SW 纺服板块营收增幅（%）	4
图 2：SW 纺服板块归母净利润增幅（%）	4
图 3：2021H1 纺织制造板块与服装家纺板块营收增长（%）	4
图 4：2021H1 纺织制造板块与服装家纺板块净利润增长（%）	4
图 5：2021H1 各子板块营收增长概览（%）	5
图 6：2021H1 各子板块归母净利润增长概览（%）	5
图 7：2017H1-2021H1 纺服板块毛利率（%）	5
图 8：2017H1-2021H1 纺服板块净利率（%）	5
图 9：2021H1 各子板块销售毛利率情况概览（%）	5
图 10：2021H1 各子板块销售净利率情况概览（%）	5
图 11：2017H1-2021H1 板块存货周转天数（天）	6
图 12：2017H1-2021H1 板块应收账款周转天数（天）	6
图 13：2021H1 各子板块存货周转情况概览（天）	6
图 14：2021H1 各子板块应收账款周转情况概览（天）	6
图 15：2017H1-2021H1 板块经营性现金流净额（亿）	6
图 16：2021H1 各子板块经营性现金流情况概览（亿）	6
图 17：国内疫情得到有效控制，服装针织鞋帽零售数据 21H1 增长较快（%）	7
图 18：2017H1-2021H1 运动服饰板块营收同比增速	7
图 19：2017H1-2021H1 运动服饰板块归母净利润同比增速.....	7
图 20：2017H1-2021H1 运动服饰板块毛利率	8
图 21：2017H1-2021H1 运动服饰板块净利率	8

图 22: 2017H1-2021H1 运动服饰板块存货周转天数 (天)	8
图 23: 2017H1-2021H1 运动产业链板块营收增长	9
图 24: 2017H1-2021H1 运动产业链板块归母净利润增长	9
图 25: 2017H1-2021H1 运动产业链板块毛利率	9
图 26: 2017H1-2021H1 运动产业链板块净利率	9
图 27: 2021H1 品牌消费品板块营收增长有所减少	10
图 28: 2021H1 品牌消费品板块归母净利润增长有所减少	10
图 29: 2021H1 品牌消费品板块毛利率有所减少	11
图 30: 2021H1 品牌消费品板块净利率有所减少	11
图 31: 2021H1 品牌消费品板块存货周转天数有所减少	11
图 32: 2021H1 品牌服饰板块营收增长有所增长	11
图 33: 2021H1 品牌服饰板块归母净利润增长有所增长	11
图 34: 2021H1 品牌服饰板块毛利率有所增长	12
图 35: 2021H1 品牌服饰板块净利率有所增长	12
图 36: 2021H1 品牌服饰板块存货周转天数有所减少	12
图 37: 2021H1 品牌服饰板块存货周转天数总体减少	12
图 38: 2021H1 家纺板块营收增长有所增长	15
图 39: 2021H1 家纺板块归母净利润增长有所增长	15
图 40: 2021H1 家纺板块毛利率有所增长	16
图 41: 2021H1 家纺板块净利率有所增长	16
图 42: 2021H1 家纺板块存货周转天数有所减少	16
图 43: 2021H1 电商板块营收增长有所增长	17
图 44: 2021H1 电商板块归母净利润增长有所减少	17
图 45: 2021H1 电商板块毛利率有所减少	17
图 46: 2021H1 电商板块净利率有所减少	17
图 47: 2021H1 电商板块存货周转天数有所减少	18
图 48: 2021H1 纺织制造板块营收增长有所增长	19
图 49: 2021H1 纺织制造板块归母净利润增长有所增长	19
图 50: 2021H1 纺织制造板块毛利率有所增长	19
图 51: 2021H1 纺织制造板块净利率有所减少	19
图 52: 2021H1 纺织制造板块存货周转天数有所减少	19
图 53: 21H1 全国购物中心客流同比回暖	21
图 54: 21H1 低线城市客流回暖水平更高	21
图 55: 纺织服装板块的整体估值已高于历史平均估值	22
表 1: 2021H1 品牌门店数量总体增幅较小, 致力于精简提效	13

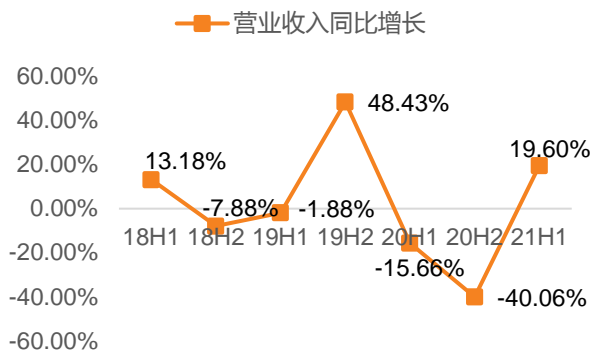
1. 概览：疫后复苏明显，板块需求回温

1.1. 板块业绩：疫情恢复后消费需求反弹，业绩较 19H1 增长 23%

纺织服装板块疫情恢复后需求反弹，上半年业绩较近几年同期大幅增长。我们选取 SW 纺织服装板块进行观测，纺服板块 21H1 营收同增 19.6%，增速同增 35.27pct，21H1 营收较 19H1 增长 10.14%。21H1 纺服板块归母净利润同增 77.08%，增速同增 131.57pct，21H1 归母净利润较 19H1 增长 22.67%。

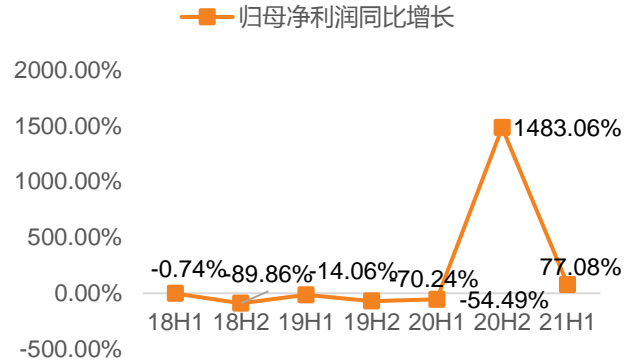
从业绩来看，21H1 纺服板块业绩增幅较大，主要系 20H1 低基数，疫情后期宏观经济与消费有所恢复，消费者对可选品的消费需求增长，供给端去库存卓有成效等原因所致。

图 1：SW 纺服板块营收增幅（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：SW 纺服板块归母净利润增幅（%）



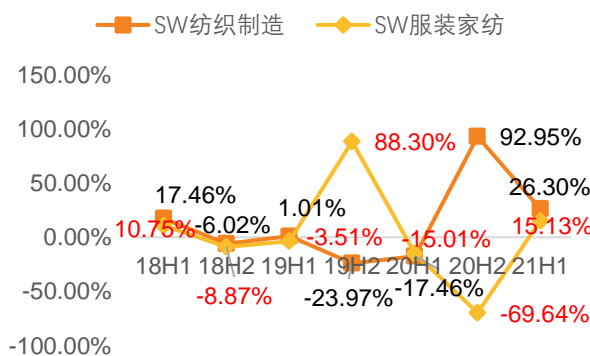
资料来源：wind，天风证券研究所

分子板块来看，纺织制造板块营收增速高于服装家纺板块，服装家纺板块归母净利润同比增速领先于纺织制造板块。纺织制造板块 21H1 营收同增 26.3%，增速同增 43.76pct，21H1 营收较 19H1 增长 25.06%；21H1 归母净利润同比增长 29.64%，增速同增 47.95pct，21H1 归母净利润较 19H1 增长 39.61%。

服装家纺板块 21H1 营收同增 15.13%，增速同增 30.14pct，21H1 营收较 19H1 增长 1.29%；归母净利润 21H1 同比增长 141.73%，增速同增 211.28pct，21H1 归母净利润较 19H1 增长 12.69%。

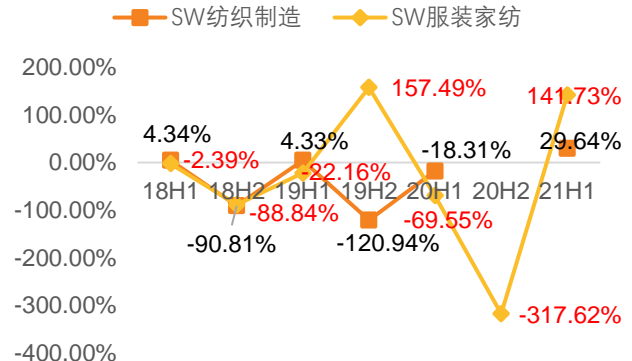
服装家纺板块净利润同比增速领先主要系 20H1 受疫情影响同比 19H1 减少幅度较大；疫情得到良好控制后 21H1 线下门店基本恢复正常经营，终端零售客流回暖业绩回温等原因所致。

图 3：2021H1 纺织制造板块与服装家纺板块营收增长（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2021H1 纺织制造板块与服装家纺板块净利润增长（%）



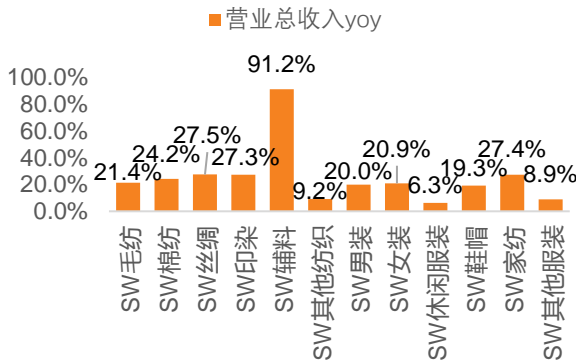
资料来源：wind，天风证券研究所

拆解来看，从营收角度看，辅料子板块（伟星股份、浔兴股份、巨星农牧、兴业科技）增

速领先，21H1 同增 91.2%，辅料子板块表现较好主要系辅料的客户主要以服饰、鞋等终端消费品行业为主，21H1 纺服行业整体走强，对皮革、纽扣等辅料需求增加。

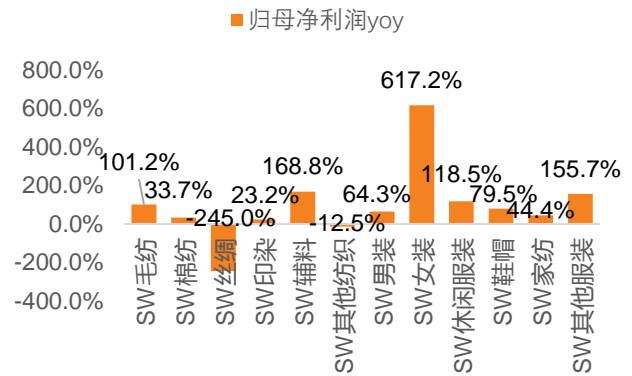
从归母净利润角度看，女装子板块（日播时尚、安正时尚、*ST 环球、朗姿股份、锦泓集团、歌力思、*ST 拉夏、地素时尚、欣贺股份）增速领先，21H1 同增 617.2%；此外，辅料、休闲服装等子板块也实现归母净利润同比高增。

图 5：2021H1 各子板块营收增长概览（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

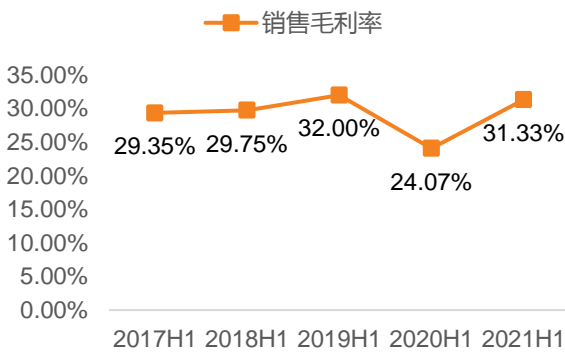
图 6：2021H1 各子板块归母净利润增长概览（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

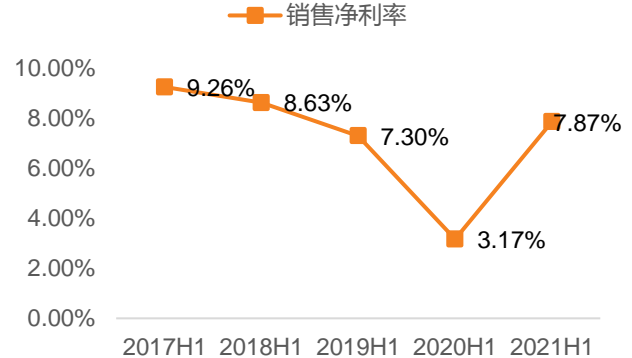
从盈利能力看，纺织服装板块 2021H1 盈利能力有所增长。从毛利率看，纺织服装板块 21H1 为 31.33%同增 7.26pct，较 19H1 减少 0.67pct；从净利率看，2021H1 纺服板块为 7.87%同增 4.7pct，较 19H1 增长 0.56pct，盈利能力有所增长。

图 7：2017H1-2021H1 纺服板块毛利率（%）



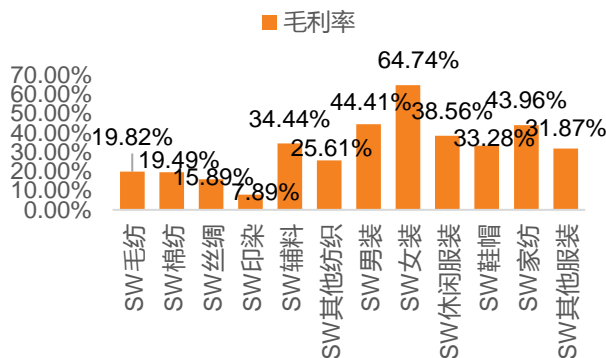
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2017H1-2021H1 纺服板块净利率（%）



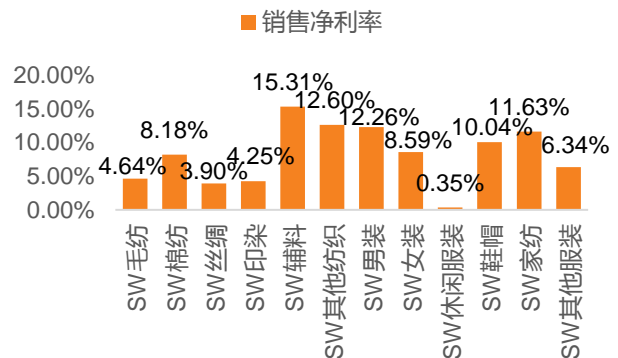
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2021H1 各子板块销售毛利率情况概览（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

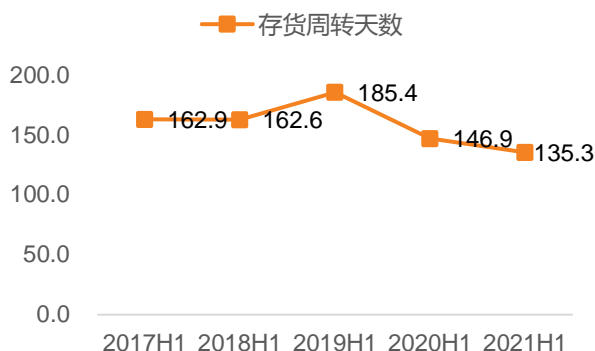
图 10：2021H1 各子板块销售净利率情况概览（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

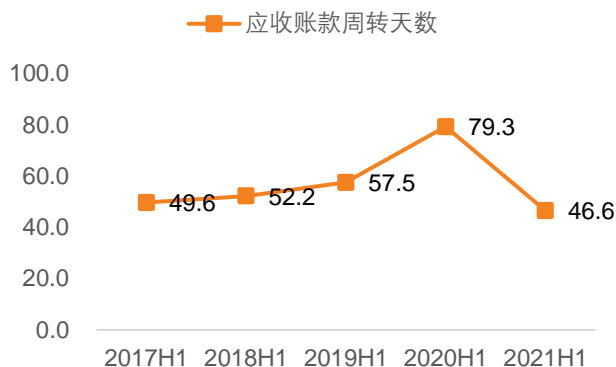
从营运能力看，2021H1 纺织服装板块存货周转能力及应收账款周转能力均有所提升。从存货来看，纺服板块 2021H1 存货金额同比增长 2.06%，较 19H1 减少 17.58%，存货周转天数 135.3 天，同比减少 11.5 天，较 19H1 减少 50.1 天；从应收账款周转能力来看，板块应收账款同比减少 32.88%，较 19H1 减少 8.89%，应收账款周转天数 46.6 天，同比减少 32.7 天，较 19H1 减少 10.9 天，主要系国内疫情好转，服装消费复苏原因所致。

图 11：2017H1-2021H1 板块存货周转天数（天）



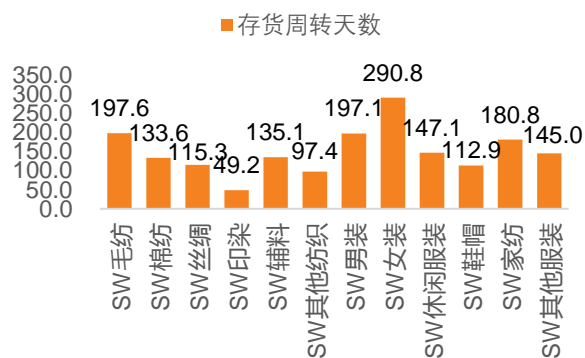
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2017H1-2021H1 板块应收账款周转天数（天）



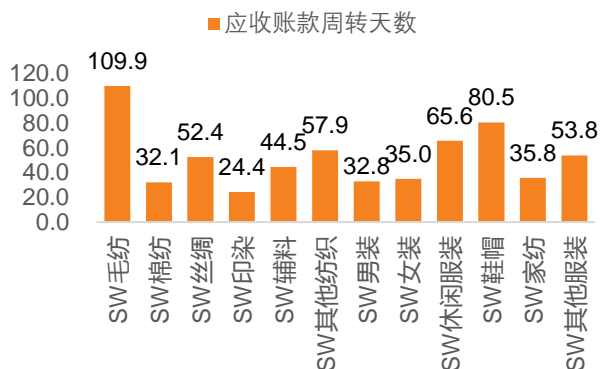
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2021H1 各子板块存货周转情况概览（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2021H1 各子板块应收账款周转情况概览（天）

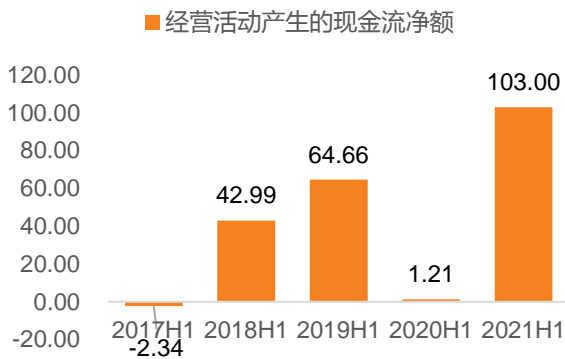


资料来源：wind，天风证券研究所

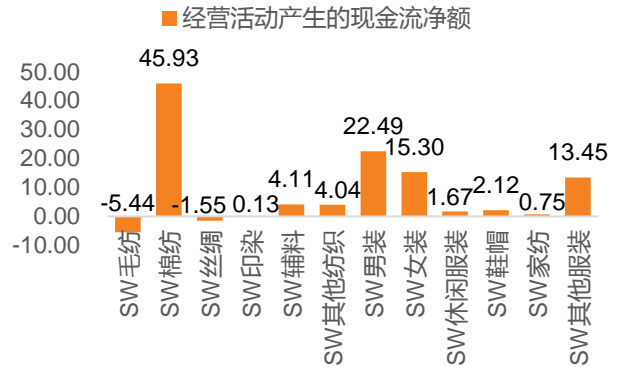
从现金流情况看，2021H1 纺服板块经营性现金流净额有所提升，棉纺及男女服装子板块经营性现金流强劲。21H1 经营性现金流净额为 103.00 亿同增 8434.39%，较 19H1 增长 59.30%，增长较快主要系国内疫情逐渐恢复所致；2021 年 3 月底新疆棉事件短期又一次催化国潮服饰崛起，现金流回款状况也有所提升。

图 15：2017H1-2021H1 板块经营性现金流净额（亿）

图 16：2021H1 各子板块经营性现金流情况概览（亿）



资料来源: wind, 天风证券研究所



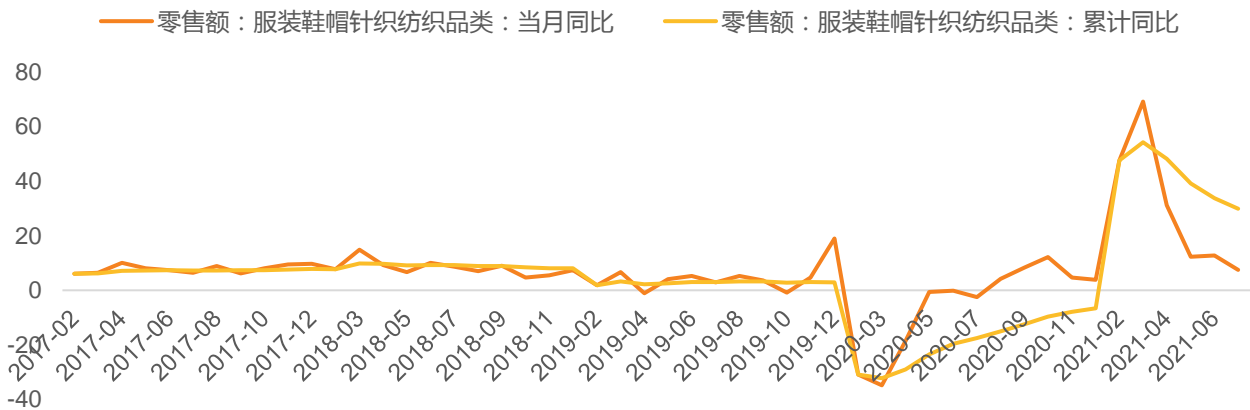
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 零售数据：服装属于可选消费，后疫情时代增长显著

从零售数据看，上半年终端零售由于疫情受到良好控制，消费回暖，商场客流较去年同期增多，且行业内公司在疫情期间积极布局线上渠道略见成效，终端消费短期大幅增长。

从零售数据看，21H1 终端零售由于疫情受到良好控制，行业内公司在疫情期间积极布局线上渠道略见成效，终端消费总体大幅增长，至 5-6 月由于 20 年同期基数较高的原因增速放缓。2021 年 6 月服装针织鞋帽的社会零售总额增长为 12.8%，同增 12.9pct。

图 17：国内疫情得到有效控制，服装针织鞋帽零售数据 21H1 增长较快（%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 细分子板块：线下渠道加速恢复，线上渠道构建新增长点

2.1. 运动服饰：行业保持高景气，国潮热度持续发酵

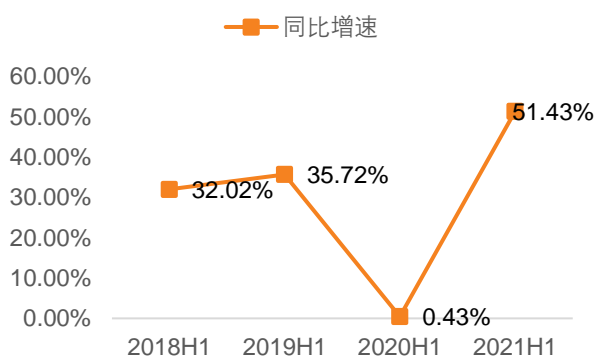
该板块标的包含安踏体育、李宁、特步国际。

业绩表现：运动服饰板块 21H1 平均营收同增 51.43%，较 19H1 增长 52.09%。21H1 平均归母净利润同增 140.59%，较 19H1 增长 73.95%。

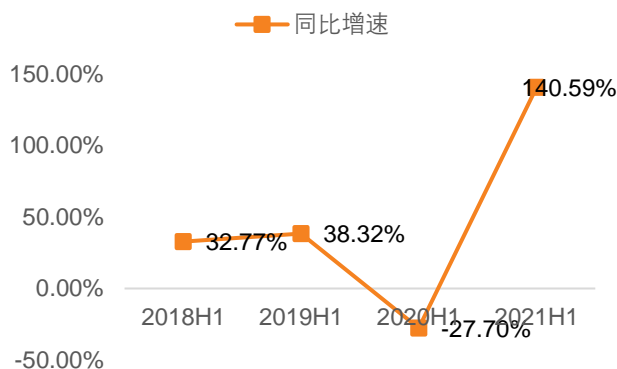
盈利能力：运动服饰板块 21H1 平均毛利率为 53.63% (+4.7pct)，较 19H1 增长 3.5pct；平均净利率为 15.93% (+4.6pct)，较 19H1 增长 0.4pct。（各板块平均毛利率及平均净利率均由板块内标的公司毛利率和净利率计算平均值所得，下同。）

图 18：2017H1-2021H1 运动服饰板块营收同比增速

图 19：2017H1-2021H1 运动服饰板块归母净利润同比增速



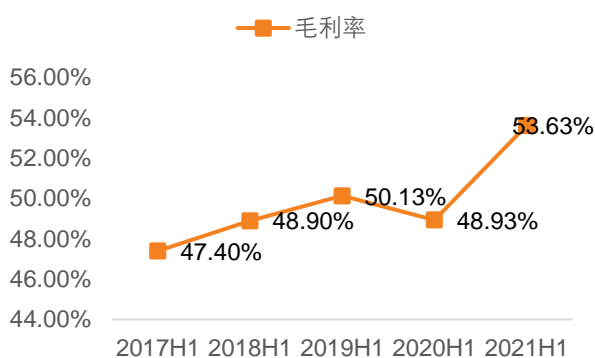
资料来源: wind, 天风证券研究所



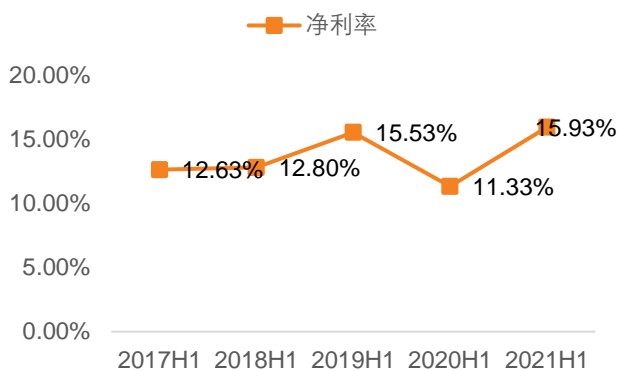
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 2017H1-2021H1 运动服饰板块毛利率

图 21: 2017H1-2021H1 运动服饰板块净利率



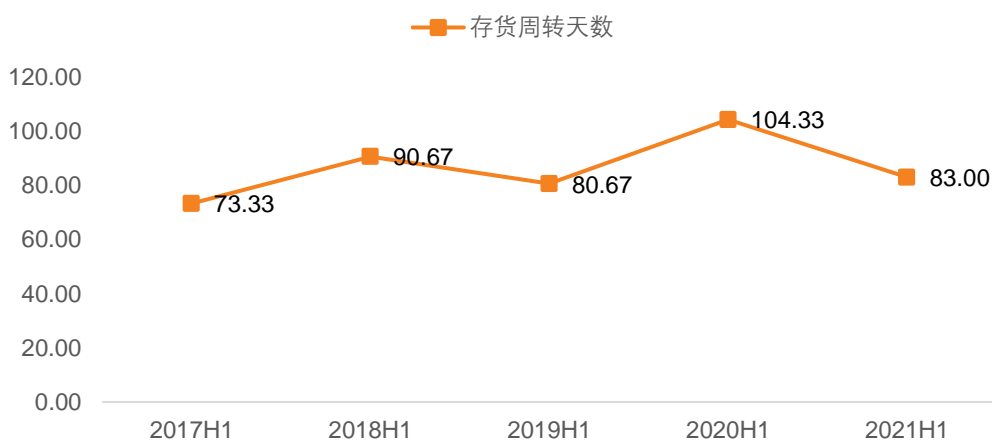
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

营运能力: 21H1 运动服饰板块平均存货周转天数 83 天(-21.33 天), 较 19H1 增长 2.33 天; 同比减少主要系疫情受到良好控制, 终端销售有所提升, 去库存卓有成效所致。

图 22: 2017H1-2021H1 运动服饰板块存货周转天数 (天)



资料来源: wind, 天风证券研究所

板块内部分标的: 疫情形势好转, 整体收入、盈利能力、营运能力稳步提升。

安踏体育 21H1 营收 228.12 亿同增 55.51%, 较 19H1 增长 54.02%; 21H1 归母净利润

38.40 亿同增 131.60%，较 19H1 增长 65.30%。21H1 毛利率 63.20%(+6.4pct)，较 19H1 增长 7.1pct，净利率（不含分占合营公司亏损影响）18.30%(+yoy2.1pct)，较 19H1 减少 1.8pct。

21H1 存货周转天数 117 天(-18 天)，较 19H1 增长 30 天；整体来看 2020 年安踏集团坚持保健康、稳增长、精管控，在行业内率先企稳复苏。

多年坚持的“单聚焦、多品牌、全渠道”战略卓有成效，以安踏和 FILA 为两大主品牌，多品牌差异化布局基本成熟，实现消费者全覆盖和渠道全覆盖的战略格局，夯实了三条增长曲线。公司发布主品牌五年战略及 24 个月赢领计划，清晰指引未来发展；以专业为本、品牌向上聚焦 8 大领域，从品牌、商品、渠道及运营等多方面发力，实现未来五年收入增长 CAGR18-25%。

李宁 21H1 年营收 101.97 亿同增 64.97%，较 19H1 增长 63.02%，21H1 归母净利润 19.62 亿同增 187.26%，较 19H1 增长 146.79%，势头良好，21H1 毛利率 55.90% (+6.4pct)，较 19H1 增长 6.2pct；21H1 净利率 19.2%(+8.1pct)，较 19H1 增长 6.5pct。

21H1 年存货周转天数 53 天(-31 天)，较 19H1 减少 21 天，营运能力提升；李宁 21H1 流水增长亮眼，门店精简提效，新疆棉事件后传统文化热度上升，国潮品牌再获消费力重新定义。

特步国际 21H1 营收 41.35 亿同增 12.39%，较 19H1 增长 23.18%；21H1 归母净利润 4.27 亿同增 72.18%，较 19H1 减少 7.78%；21H1 毛利率 41.8% (+1.3pct)，较 19H1 减少 2.8pct；21H1 净利率 10.3% (+3.6pct)，较 19H1 减少 3.5pct。

21H1 存货周转天数 79 天 (-15 天)，较 19H1 减少 2 天。公司多品牌战略分别覆盖大众运动、时尚运动、专业运动细分市场，迎合不同群体多元化运动需求。以专业跑鞋卡位跑步运动市场，同时以 xDNA 等富含国潮元素的新厂牌拓展广大消费人群。

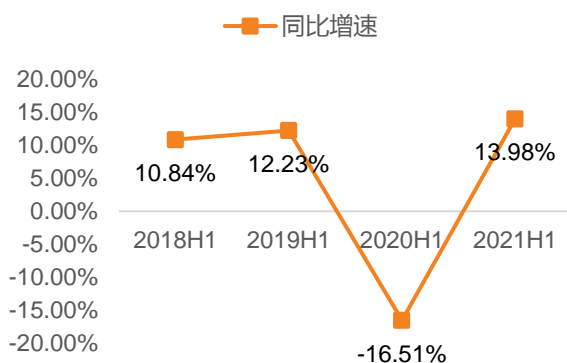
2.2. 运动产业链：积极应对东南亚疫情，长期成长护城河坚固

该板块包含申洲国际、华利集团。

业绩表现：板块 21H1 平均营收同增 13.98%，平均营收较 19H1 减少 4.84%，平均归母净利润同增 7%，平均归母净利较 19H1 减少 27.21%。

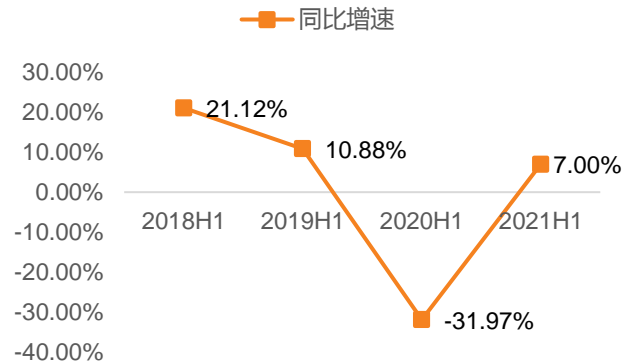
盈利能力：21H1 板块平均毛利率 29.17%(+2.35pct)，较 19H1 减少 1.74pct；平均净利率 17.68%(-0.21pct)，较 19H1 减少 5.83pct。

图 23：2017H1-2021H1 运动产业链板块营收增长



资料来源：wind，天风证券研究所

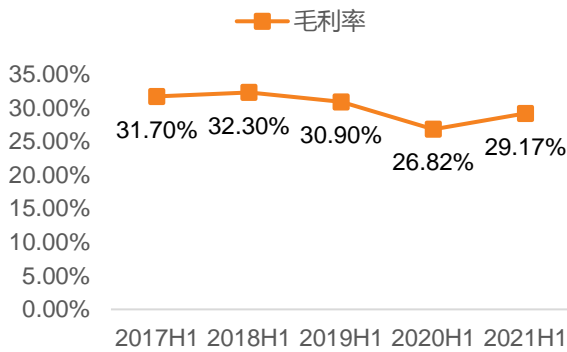
图 24：2017H1-2021H1 运动产业链板块归母净利润增长



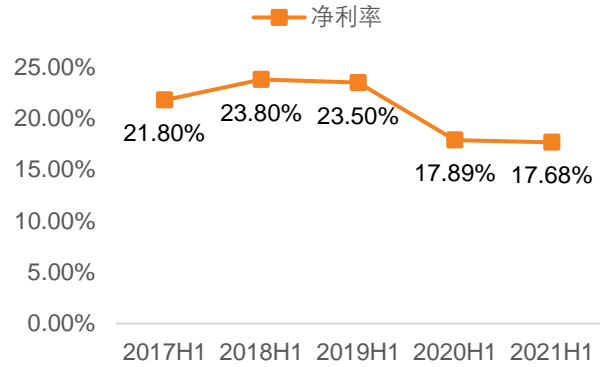
资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：2017H1-2021H1 运动产业链板块毛利率

图 26：2017H1-2021H1 运动产业链板块净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

板块内部分标的:

申洲国际: 21H1 营收 113.69 亿同增 11.09%，较 19H1 增长 10.59%；21H1 归母净利润 22.26 亿元同减 11.39%，较 19H1 减少 7.86%；21H1 毛利率 29.70%(-1.2pct)，较 19H1 减少 1.2pct；21H1 净利率 19.60%(-5pct)，较 19H1 减少 3.9pct。

整体来看公司业绩下滑主要系其他收入因政府奖励减少而明显减少，汇兑亏损较上年同期增加等原因所致。公司正积极应对海外疫情，边防疫边生产，且新产能建设进展顺利。公司作为全球纵向一体化针织制造龙头，快反能力优势明显；NIKE、Adidas 等稳定优质品牌商客户携手申洲共同成长；研发能力突出，生产技术及设备升级持续赋能。

华利集团 21H1 营收 81.95 亿同增 18.23%，21H1 归母净利润 12.91 亿同增 66.58%。21H1 毛利率 28.63%(+5.9pct)；21H1 净利率 15.75%(+4.57pct)。

整体来看 21H1 业绩超预期，控费能力稳健，盈利水平提升。华利优化客户及产品结构带动毛利率稳定增长，同时扩充产能应对订单量增加，新技术+产业链一体化降本提效。

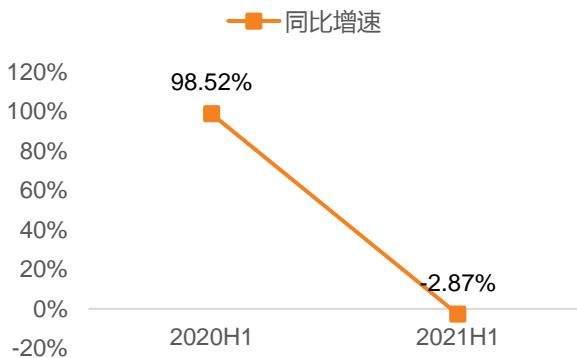
2.3. 品牌消费品：深入健康消费品，持续加强全渠道市场渗透

该板块标的包含稳健医疗。

业绩表现: 品牌消费品板块 21H1 营收同减 2.87%，较 19H1 增长 92.83%；归母净利润同减 26.27%，较 19H1 增长 230.98%。

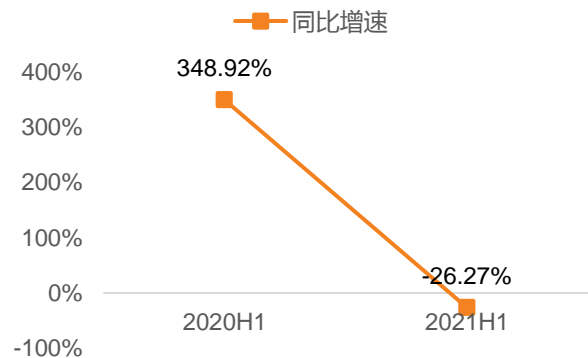
盈利能力: 品牌消费品板块 21H1 毛利率 52.66% (-5.05pct)，较 19H1 增长 2.40pct；净利率 18.75% (-5.95pct)，较 19H1 增长 7.83pct。

图 27：2021H1 品牌消费品板块营收增长有所减少



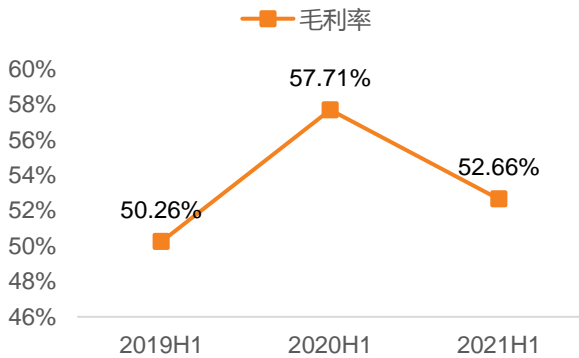
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 28：2021H1 品牌消费品板块归母净利润增长有所减少



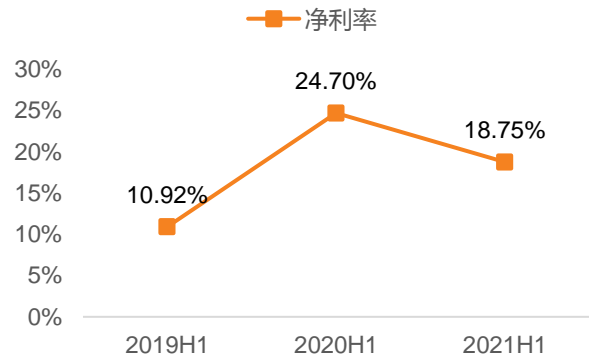
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 29：2021H1 品牌消费品板块毛利率有所减少



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：2021H1 品牌消费品板块净利率有所减少

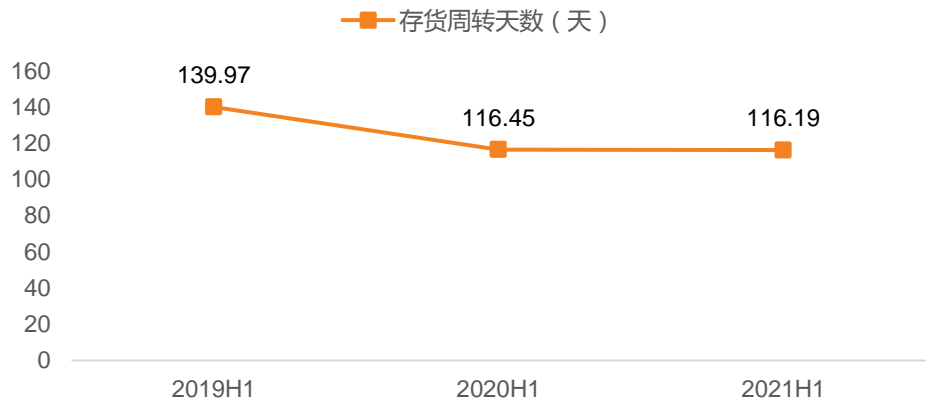


资料来源：wind，天风证券研究所

营运能力：稳健医疗 21H1 存货周转天数 116.19 天（-0.26 天），较 19H1 减少 23.78 天。

整体来看，稳健医疗收入和业绩同比减少主要系：1）疫情在国内已得到有效控制，防护产品销售量较去年同期有较大增长，销售价格已逐步回归常态；2）国际疫情依然严峻，全球运力紧张，出口运费大幅增长，致使公司部分境外订单交付推迟，导致公司医用耗材业务营业收入减少等原因所致。而总体收入中，健康生活消费品业务实现同增 20.64%，占比 44.59%，电商和线下渠道均实现高速增长。

图 31：2021H1 品牌消费品板块存货周转天数有所减少



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 品牌服饰：库存逐步回归健康，数字化转型赋能全渠道融合

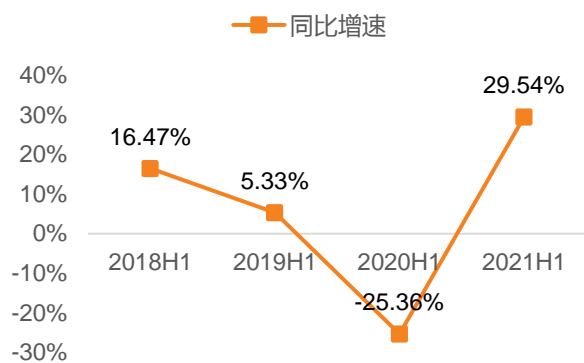
该板块标的包含比音勒芬、太平鸟、森马服饰、海澜之家、歌力思、地素时尚、欣贺股份、锦泓集团、爱慕股份。

业绩表现：品牌服饰板块 21H1 营收同增 29.54%，较 19H1 减少 3.31%；归母净利润同增 102.05%，较 19H1 减少 3.91%。已基本恢复至 19 年同期水平。

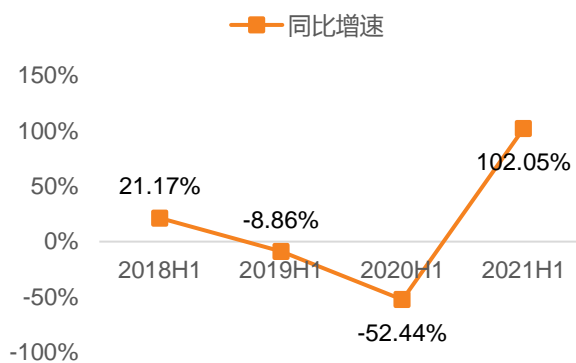
盈利能力：品牌服饰板块 21H1 毛利率 64.00%（+3.26pct），较 19H1 增长 1.76pct；净利率 16.05%（+2.82pct），较 19H1 增长 1.88pct。盈利能力已超 19 年同期水平。

图 32：2021H1 品牌服饰板块营收增长有所增长

图 33：2021H1 品牌服饰板块归母净利润增长有所增长



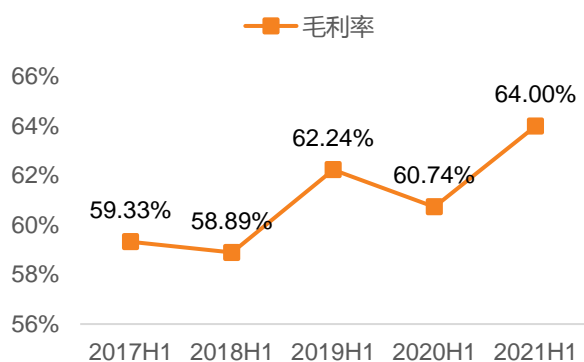
资料来源: wind, 天风证券研究所



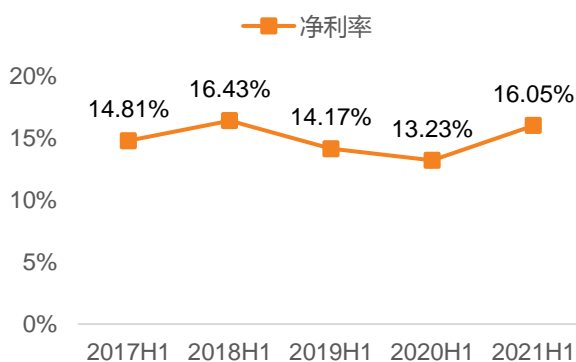
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 34: 2021H1 品牌服饰板块毛利率有所增长

图 35: 2021H1 品牌服饰板块净利率有所增长



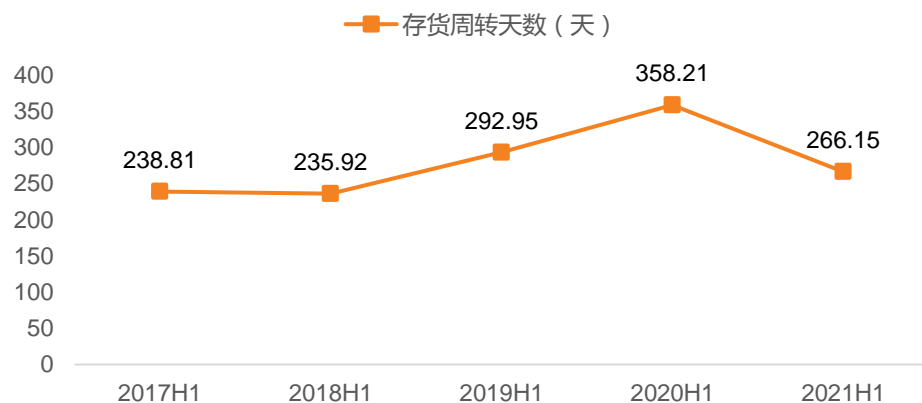
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

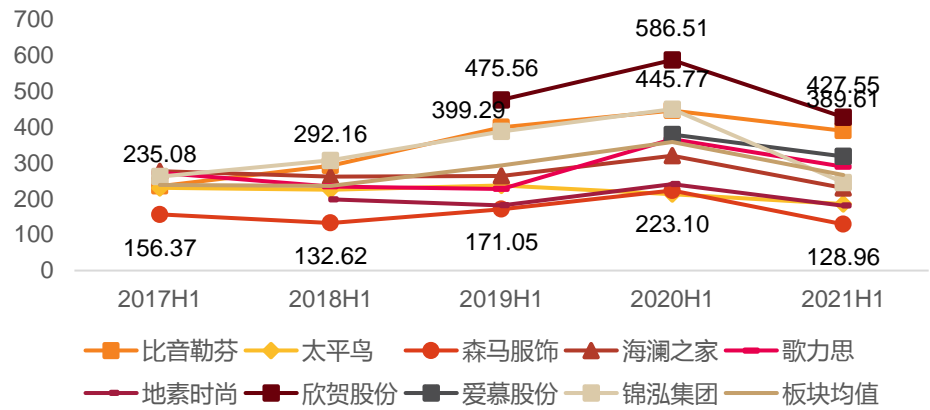
营运能力: 21H1 板块存货周转天数 266.15 天 (-92.06 天), 较 19H1 减少 26.80 天, 我们认为主要系疫情恢复终端需求增长, 品牌商去库存卓有成效, 周转效率提升所致。

图 36: 2021H1 品牌服饰板块存货周转天数有所减少



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 37: 2021H1 品牌服饰板块净利率有所增长



资料来源：wind，天风证券研究所

门店情况：品牌服饰板块 21H1 门店数量总体增幅较小，致力于持续精简提效。其中比音勒芬 21H1 门店总数 1007 家，较 20 年底增长 28 家；太平鸟 21H1 门店总数 4760 家，较 20 年底增长 144 家；森马服饰 21H1 门店总数 8733 家，较 20 年底增长 8 家；海澜之家 21H1 门店总数 7446 家，较 20 年底增长 65 家；歌力思 21H1 门店总数 541 家，较 20 年底减少 9 家；地素时尚 21H1 门店总数 1157 家，较 20 年底增长 3 家；欣贺股份 21H1 门店总数 506 家，较 20 年底减少 18 家；爱慕股份 21H1 门店总数 2103 家，较 20 年底减少 53 家；锦泓集团 21H1 门店总数 1301 家，较 20 年底减少 54 家。总体增速放缓，高质量谨慎拓店，加速低效门店关闭调整，改善门店运营质量。

表 1：2021H1 品牌门店数量总体增幅较小，致力于精简提效

		2018	2019	2020	2021H1
比音勒芬	门店合计	764	894	979	1007
	直营门店	365	441	486	500
	加盟门店	399	453	493	507
太平鸟	门店合计	4594	4496	4616	4760
	直营门店	1516	1633	1554	1589
	经销门店	3078	2863	3062	3171
森马服饰	门店合计	9905	10257	8725	8733
	直营门店	1218	1310	681	722
	经销门店	8687	8947	8044	8011
海澜之家	门店合计	7545	7254	7381	7446
	直营门店	291	659	805	892
	经销门店	7254	6595	6576	6554
歌力思	门店合计	592	600	550	541
	直营门店	275	325	312	338
	经销门店	317	275	238	203
地素时尚	门店合计	1062	1104	1154	1157
	直营门店	378	380	371	352
	经销门店	684	724	783	805
欣贺股份	门店合计	600	570	524	506
	直营门店	454	446	419	405
	经销门店	146	124	105	101
爱慕股份	门店合计	2472	2414	2156	2103
	直营门店	1978	1933	1725	1675

	经销门店	494	481	431	428
锦泓集团	门店合计	1386	1459	1355	1301
	直营门店	1285	1352	1232	1169
	经销门店	101	107	123	132

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

板块内部分标的: 21H1 存货周转天数总体显著减少

比音勒芬 21H1 营收 10.22 亿同增 33.31%, 较 19H1 增长 20.83%; 21H1 归母净利润 2.45 亿同增 52.14%, 较 19H1 增长 41.11%; 21H1 毛利率 71.98% (+7.13pct), 较 19H1 增长 4.52pct; 21H1 净利率 24.02% (+2.98pct), 较 19H1 增长 3.45pct。

21H1 存货周转天数 389.61 天 (-56.16 天), 较 19H1 减少 9.68 天, 主要系加强库存管理所致。整体来看, 公司主要采取直营和特许加盟相结合的线下销售模式, 并也在积极布局数字化新零售渠道, 并通过直播带货、小红书种草、抖音、微信小程序等方式, 充分发挥高黏性客群和高复购率的品牌优势, 通过线上线下融合, 形成全渠道布局。

太平鸟 21H1 营收 50.15 亿同增 55.88%, 较 19H1 增长 60.72%; 21H1 归母净利润 4.11 亿同增 240.52%, 较 19H1 增长 211.47%; 21H1 毛利率 55.29% (+2.82pct), 较 19H1 减少 1.77pct; 21H1 净利率 8.20% (+4.45pct), 较 19H1 增长 3.97pct。

21H1 存货周转天数 185.43 天 (-27.61 天), 较 19H1 减少 51.76 天。公司经营模式以消费者价值创造为核心, 积极拥抱数字化零售创新, 深化快速反应供应链以提高商品流通效率, 打通商品开发、生产供应和商品零售等各个环节, 为顾客提供高品质的时尚商品和愉悦、便捷的购物体验。

森马服饰 21H1 营收 65.16 亿同增 13.65%, 较 19H1 减少 20.72%; 21H1 归母净利润 6.65 亿同增 2980.24%, 较 19H1 减少 7.88%; 21H1 毛利率 44.18% (+0.92pct), 较 19H1 减少 0.66pct; 21H1 净利率 10.21% (+9.83pct), 较 19H1 增长 1.42pct。

21H1 存货周转天数 128.96 天 (-94.15 天), 较 19H1 减少 42.10 天。公司秉持消费者为中心, 直面改变, 拥抱革新, 持续推动品牌运营、产品创新、零售体验、供应链管理等核心能力的建设, 注重经营策略的落地与执行, 打造可持续的健康的增长。

海澜之家 21H1 营收 101.35 亿同增 25.09%, 较 19H1 减少 5.47%; 21H1 归母净利润 16.50 亿同增 74.19%, 较 19H1 减少 22.35%; 21H1 毛利率 43.59% (+3.54pct), 较 19H1 增长 1.92pct; 21H1 净利率 16.28% (+4.59pct), 较 19H1 减少 3.54pct。

21H1 存货周转天数 230.18 天 (-89.71 天), 较 19H1 减少 33.44 天。公司实施集团化战略转型, 实现服饰领域的多品牌、全品类布局, 以集团化平台运营不断夯实品牌力, 创新产品力, 强化渠道力。

歌力思 21H1 营收 10.99 亿同增 35.02%, 较 19H1 减少 13.18%; 21H1 归母净利润 1.86 亿同减 28.92%, 较 19H1 减少 2.06%; 21H1 毛利率 68.43% (+1.80pct), 较 19H1 增长 1.40pct; 21H1 净利率 16.96% (-15.25pct), 较 19H1 增长 1.93pct。

21H1 存货周转天数 289.34 天 (-76.73 天), 较 19H1 增长 62.13 天。2021 年公司围绕成为“有国际竞争力的高端时装品牌集团”这一长期战略目标, 打破常规, 突破固化思维, 打造数字化引领的新型企业; 各品牌积极破圈, 进行管理创新的同时, 快速学习迭代新营销、

新渠道与新模式；增进与消费者的直接交流，提高产品竞争力，扩大品牌影响力。

地素时尚 21H1 营收 13.53 亿同增 37.18%，较 19H1 增长 21.77%；21H1 归母净利润 3.90 亿同增 30.93%，较 19H1 增长 14.99%；21H1 毛利率 77.35% (+1.43pct)，较 19H1 增长 1.31pct；21H1 净利率 28.84% (-1.38pct)，较 19H1 减少 1.70pct。

21H1 存货周转天数 180.65 天 (-60.09 天)，较 19H1 减少 1.08 天。整体来看，公司多品牌运营，多维度拓展品牌力建设，深度内容共创助力破圈；开拓电商营销新渠道，内容营销助推销售增长；明确数字转型战略目标，搭建数据中台。

欣贺股份 21H1 营收 10.47 亿同增 35.36%，较 19H1 增长 16.25%；21H1 归母净利润 1.92 亿同增 159.62%，较 19H1 增长 71.77%；21H1 毛利率 75.11% (+3.66pct)，较 19H1 增长 0.17pct；21H1 净利率 18.39% (+8.80pct)，较 19H1 增长 5.95pct。

21H1 存货周转天数 427.55 天 (-158.96 天)，较 19H1 减少 48.01 天。公司持续推进数字化应用及信息化改革，通过建立信息数据收集和分析系统，及时将门店终端及市场数据整合分析并反馈至研发设计、商品企划、采购、生产等环节，提升了营运的精细化程度；并依托智能化的生产及物流配送中心，通过应用大量机器人解决方案、智能化整合 ERP 系统、启用全渠道库存管理模式，持续投入及升级智能化、自动化设备，打造柔性供应链，切实有效提升公司供应链反应速度及库存周转效率；推进前中后端绩效改革，提高各职能部门积极性，提高公司运营效率。

爱慕股份 21H1 营收 17.33 亿同增 12.18%；21H1 归母净利润 2.55 亿同增 58.64%；21H1 毛利率 69.15% (+1.85pct)；21H1 净利率 14.73% (+4.31pct)。

21H1 存货周转天数 317.97 天 (-60.98 天)。公司作为国内贴身服饰行业龙头标的，市场地位稳定突出，渠道提效、深耕主业、新品拓展多点发力推进的措施下，公司行业壁垒清晰牢固。多品牌矩阵实现对全客群内衣需求有效覆盖，未来有望持续贡献业绩增量；线下持续推进渠道精简提效，线上拓展融合加速；坚持内容驱动营销，采用创新营销形式，传达品牌价值，塑造文化内涵，累积品牌势能。

锦泓集团 21H1 营收 19.63 亿同增 73.74%，较 19H1 增长 52.45%；21H1 归母净利润 1.33 亿扭亏，较 19H1 增长 430.83%；21H1 毛利率 70.93% (+6.23pct)，较 19H1 增长 2.07pct；21H1 净利率 6.79% (+7.01pct)，较 19H1 增长 4.84pct。

21H1 存货周转天数 245.63 天 (-204.14 天)，较 19H1 减少 142.30 天。公司围绕数字化转型和新零售整合营销不断进行实践和创新，拓展抖音等高收益新电商渠道，强化线上线下渠道融合，提升线上收入占比并推动线上销售高速增长。

44

2.5. 家纺：消费复苏助力业绩增长，加快创新及零售转型

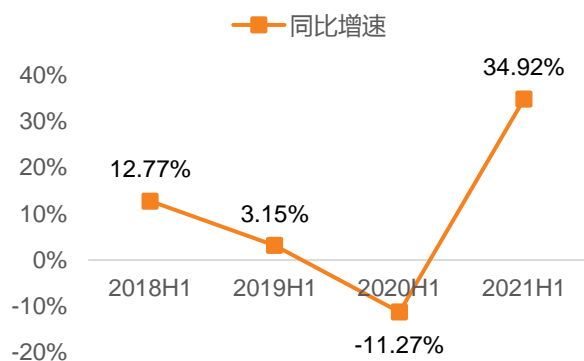
该板块标的包含水星家纺、罗莱生活。

业绩表现：家纺板块 21H1 营收同增 34.92%，较 19H1 增长 19.71%；归母净利同增 70.15%，较 19H1 增长 30.62%。

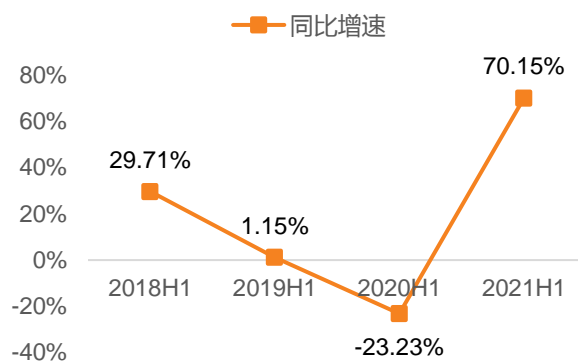
盈利能力：家纺板块 21H1 毛利率 41.19% (+1.19pct)，较 19H1 增长 0.29pct；净利率 10.66% (+2.18pct)，较 19H1 增长 0.64pct。

图 38：2021H1 家纺板块营收增长有所增长

图 39：2021H1 家纺板块归母净利润增长有所增长



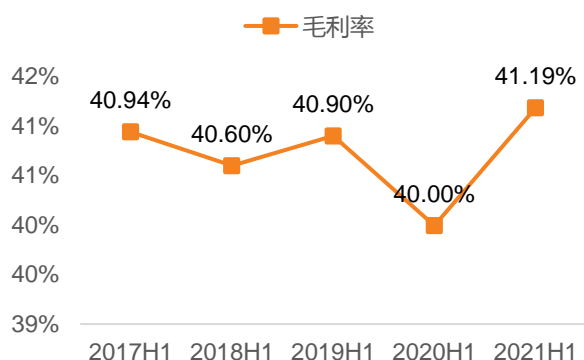
资料来源: wind, 天风证券研究所



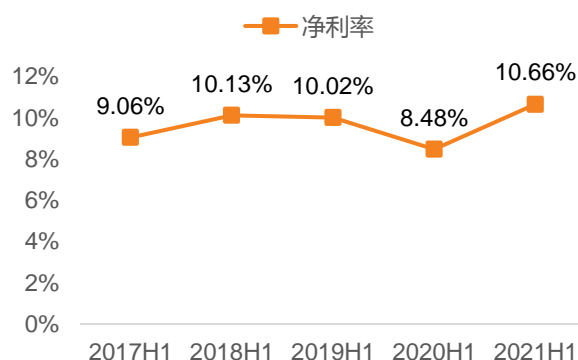
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 40: 2021H1 家纺板块毛利率有所增长

图 41: 2021H1 家纺板块净利率有所增长



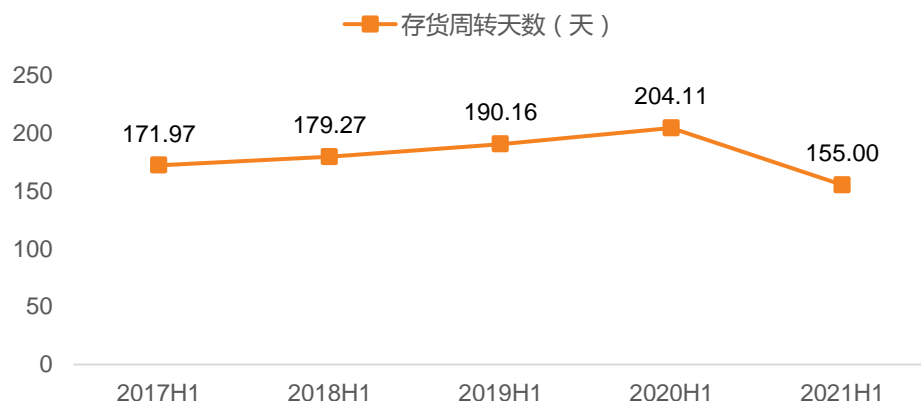
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

营运能力: 21H1 板块存货周转天数 155.00 天(-49.11 天), 较 19H1 减少 35.16 天, 我们认为主要系疫情恢复终端需求增长, 品牌商去库存卓有成效, 周转效率提升所致。

图 42: 2021H1 家纺板块存货周转天数有所减少



资料来源: wind, 天风证券研究所

板块内部分标的: 21H1 收入利润端快速恢复

水星家纺 21H1 营收 16.19 亿同增 38.80%, 较 19H1 增长 26.96%; 21H1 归母净利润 1.64 亿同增 72.43%, 较 19H1 增长 22.03%; 21H1 毛利率 38.44%(+2.90pct), 较 19H1 增长 0.85pct;

21H1 归母净利率 10.14% (+1.97pct), 较 19H1 减少 0.41pct。

21H1 存货周转天数 155.99 天 (-41.40 天), 较 19H1 减少 29.20 天。2021 年上半年我国消费市场复苏背景下, 公司继续专注家纺业务, 聚焦被芯品类, 围绕“好被芯 选水星”的品牌战略, 从品牌、渠道、产品、信息化建设等方面进行了进一步优化改革, 提升了公司运营效率和质量。

罗莱生活 21H1 营收 25.26 亿同增 32.54%, 较 19H1 增长 15.49%; 21H1 归母净利润 2.82 亿同增 68.85%, 较 19H1 增长 36.19%; 21H1 毛利率 43.93% (-0.52pct), 较 19H1 减少 0.28pct; 21H1 归母净利率 11.18% (+2.4pct), 较 19H1 增长 1.7pct。

21H1 存货周转天数 154.00 天 (-56.82 天), 较 19H1 减少 41.12 天。公司不断推进供应链及运营能力的提升, 供应链围绕快速响应和柔性交付, 通过计划协调供应链各职能部门, 提升计划完成率, 缩短采购和生产周期, 均衡淡旺季产能, 保障供应并及时满足消费者需求。积极布局抖音、快手新兴电商渠道, 拥抱客流增量入口, 促渠道效率提升。

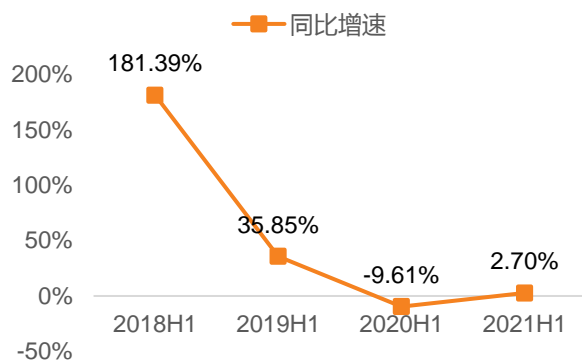
2.6. 电商：明确品牌定位，多渠道助力业绩回升

该板块标的包含开润股份、南极电商。

业绩表现：电商板块 21H1 营收同增 2.70%，较 19H1 减少 7.17%；归母净利同减 30.68%，较 19H1 减少 31.37%。

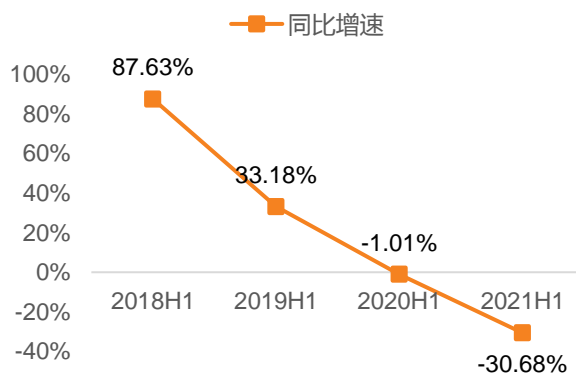
盈利能力：电商板块 21H1 毛利率 25.68% (-5.65pct)，较 19H1 减少 3.26pct；净利率 12.31% (-4.30pct)，较 19H1 减少 4.17pct。

图 43：2021H1 电商板块营收增长有所增长



资料来源：wind，天风证券研究所

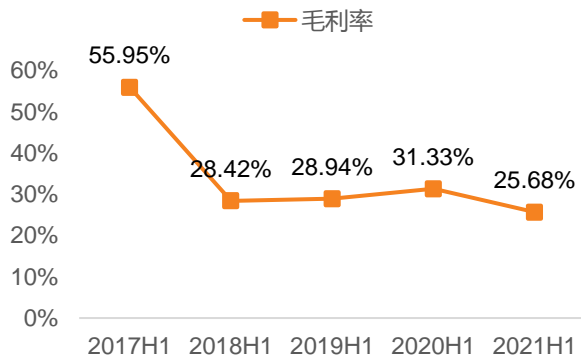
图 44：2021H1 电商板块归母净利润增长有所减少



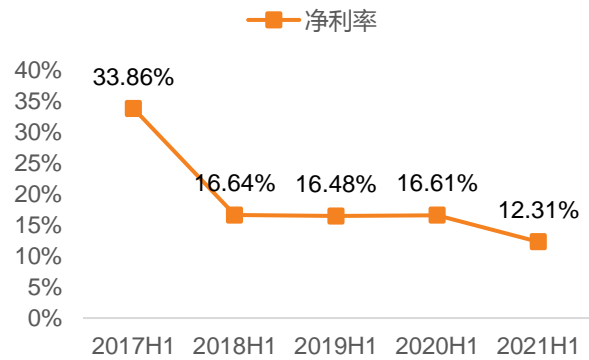
资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：2021H1 电商板块毛利率有所减少

图 46：2021H1 电商板块净利率有所减少



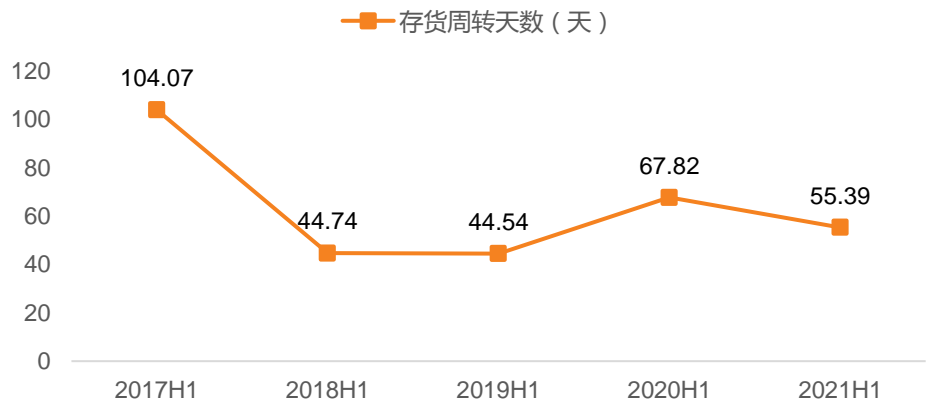
资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

营运能力：21H1 板块存货周转天数 55.39 天（-12.43 天），较 19H1 增长 10.85 天。

图 47：2021H1 电商板块存货周转天数有所减少



资料来源：wind，天风证券研究所

板块内部分标的：21H1 收入业绩逆转提升

开润股份 21H1 营收 9.90 亿同增 3.65%，较 19H1 减少 18.96%；21H1 归母净利润 0.97 亿同增 50.79%，较 19H1 减少 14.75%；21H1 毛利率 28.45%（-1.13pct），较 19H1 增长 0.32pct；21H1 净利率 9.81%（+3.07pct），较 19H1 增长 0.49pct。

21H1 存货周转天数 110.37 天（-24.38 天），较 19H1 增长 22.05 天。公司 2B 代工制造端深化存量客户合作，拓展增量客户订单，结构优化，业务订单量稳步增长；2C 品牌经营端品牌矩阵逐步完善，针对不同客群、渠道、价格带进行布局，结合大数据和精准用户画像分析，积极研发新品，强化品牌塑造和粉丝运营，拓展抖音等新兴渠道，自有品牌实现较快增长。

南极电商 21H1 营收 16.61 亿同增 2.15%，较 19H1 增长 1.65%；21H1 归母净利润 2.46 亿同减 42.85%，较 19H1 减少 36.28%；21H1 毛利率 22.91%（-10.17pct），较 19H1 减少 6.83pct；21H1 净利率 14.81%（-11.67pct），较 19H1 减少 8.82pct。

21H1 存货周转天数 0.40 天（-0.48 天），较 19H1 减少 0.36 天。从整体看，公司 GMV 仍维持在合理的增长预期内，其中：传统搜索渠道（阿里、京东）的 GMV 增速趋缓；社交渠道（拼多多）抓住了市场机会依然保持高速增长；内容渠道（抖音、快手）异军突起。此外，“好货不贵、多样性、可持续”的产品深受消费者的喜爱。

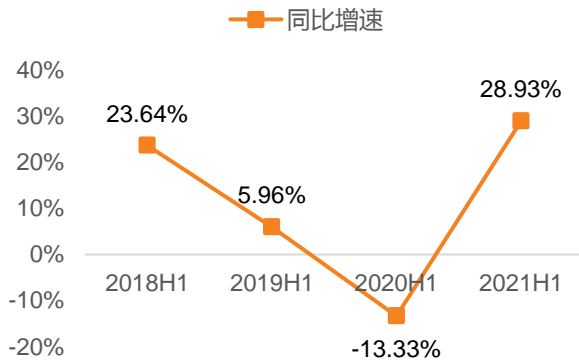
2.7. 纺织制造：盈利能力持续提升，供应链竞争优势显著

该板块标的包含健盛集团、伟星股份。

业绩表现：纺织制造板块 21H1 营收同增 28.93%，较 19H1 增长 11.75%；归母净利润同增 14.07%，较 19H1 增长 11.28%。

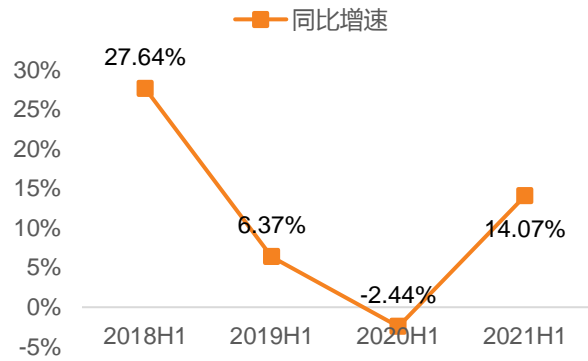
盈利能力：纺织制造板块 21H1 毛利率 33.69% (+4.26pct)，较 19H1 减少 0.63pct；净利率 13.92% (-0.82pct)，较 19H1 减少 1.09ct。

图 48：2021H1 纺织制造板块营收增长有所增长



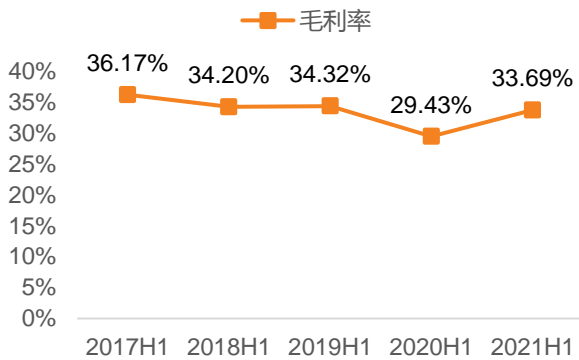
资料来源：wind，天风证券研究所

图 49：2021H1 纺织制造板块归母净利润增长有所增长



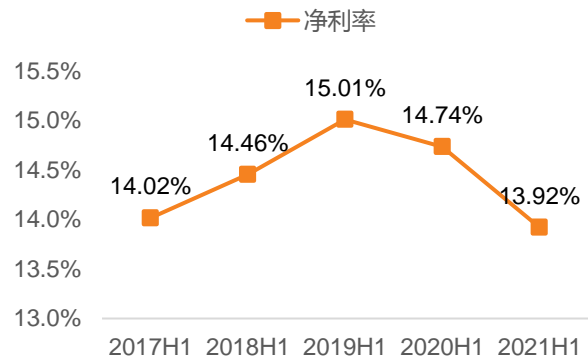
资料来源：wind，天风证券研究所

图 50：2021H1 纺织制造板块毛利率有所增长



资料来源：wind，天风证券研究所

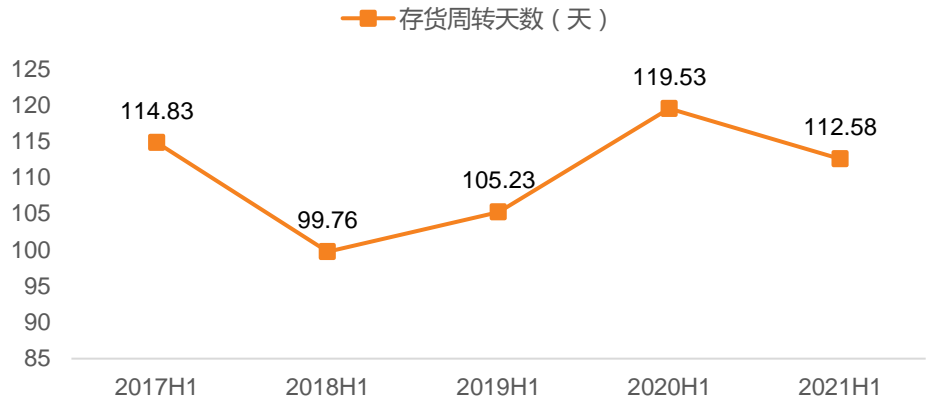
图 51：2021H1 纺织制造板块净利率有所减少



资料来源：wind，天风证券研究所

营运能力：21H1 板块存货周转天数 112.58 天 (-6.95 天)，较 19H1 增长 7.35 天。

图 52：2021H1 纺织制造板块存货周转天数有所减少



资料来源: wind, 天风证券研究所

板块内部分标的: 21H1 营收恢复稳健增长

健盛集团 21H1 营收 9.11 亿同增 25.10%，较 19H1 增长 10.15%；21H1 归母净利润 1.08 亿同增 96.40%，较 19H1 减少 24.82%；21H1 毛利率 27.75% (+6.58pct)，较 19H1 减少 0.97pct；21H1 净利率 11.88% (+4.32pct)，较 19H1 减少 5.52pct。

21H1 存货周转天数 136.97 天 (+0.40 天)，较 19H1 增长 6.03 天。公司贵州基地正式投产，为无缝服饰和棉袜生产提供产业链配套，在无缝服饰业务板块实现了产业链的延伸；公司持续注重研发投入，优化并上线了无缝服饰的 ERP 系统。

伟星股份 21H1 营收 14.83 亿同增 31.40%，较 19H1 增长 12.75%；21H1 归母净利润 2.37 亿同减 4.28%，较 19H1 增长 42.57%；21H1 毛利率 39.62% (+1.93pct)，较 19H1 减少 0.30pct；21H1 净利率 15.96% (-5.95pct)，较 19H1 增长 3.34pct。

21H1 存货周转天数 88.19 天 (-14.30 天)，较 19H1 增长 8.67 天。面对挑战与机会并存的外部环境，公司始终坚持以成为“全球知名服饰辅料专业供应商”为愿景，紧扣“转型升级”和“投入产出”两条主线，持续完善战略布局，纵深推进战略转化与落地，并积极把握市场机遇，不断加大优质客户的市场拓展力度，持续强化综合服务保障能力和核心竞争力，在推动纽扣、拉链等主要品类稳步增长的同时，新品类拓展初见成效。

3. 总结与展望：线下恢复+线上拓展，国潮兴起助力国牌腾飞

我们认为纺织服装板块作为可选消费品，在全球后疫情时代会迅速恢复并持续增长。

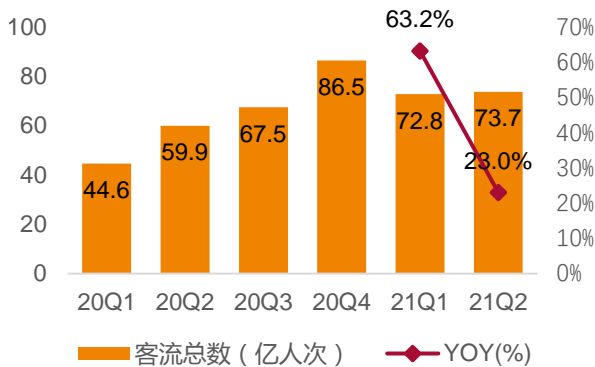
1) **运动品牌和品牌服饰板块：从品牌端来看**，上半年新疆棉等事件爆发，为传统文化热度加持，国产品牌再获消费力重新定义，国产的运动品牌和其他服饰品牌将获得更多的流量关注和市场需求；此外，对于运动品牌来说，经历东京奥运会后安踏等品牌表现亮眼，未来随着北京 2022 年冬奥会和冬残奥会“双奥”支持，运动品牌与奥运会合作在短期受益，随着全民健身计划（2021-2025 年）及相关政策进一步落地，也将在长期刺激大众运动的消费需求，利好国产运动品牌。

从渠道端来看，随着国内疫情的稳定，终端线下客流将持续恢复，线上渠道发力将带来新的增长空间。由于疫情影响下，居民居家隔离、同时商场暂时停业使得客流锐减，线下重点销售受到较大影响；在此背景下，各品牌服饰转战线上渠道，利用天猫、京东、唯品会等传统电商渠道、微信小程序、私域流量、抖音等新兴电商渠道直播等多种方式进行销售，

弥补线下渠道的损失和影响。

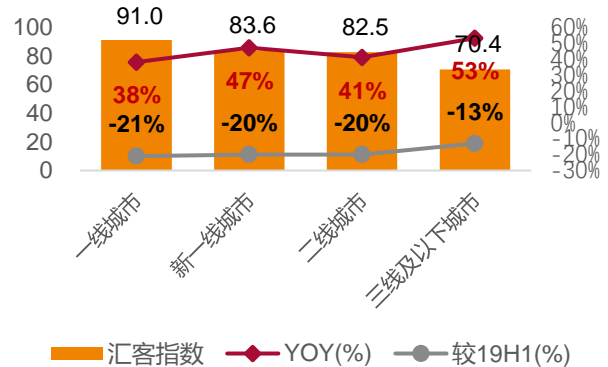
线下客流逐步恢复回暖:从 21H1 线下数据看, 21Q1 全国购物中心累计客流 72.8 亿人次, 同增 63.2%; 21Q2 累计客流 73.7 亿人次, 同增 23%。以汇客指数观测(汇客指数=当期场均日客流/19 年 1 月的全国场均日客流*100), 21H1 三线及以下城市购物中心客流增长最快, 新一线城市增速紧随其后。

图 53: 21H1 全国购物中心客流同比回暖



资料来源: 汇客云, 天风证券研究所

图 54: 21H1 低线城市客流回暖水平更高



资料来源: 汇客云, 天风证券研究所

线上渠道搭建逐步完善以应对疫情冲击:由于线下渠道受到影响较大, 各品牌通过传统电商渠道、微信小程序、抖音短视频、直播电商等新兴渠道弥补线下渠道的损失。而以此契机搭建线上渠道并逐步完善后, 品牌将在疫情后持续受益于线上渠道增长。

2) 运动产业链板块:终端消费需求(尤其是运动服饰、鞋履产品的消费需求)回温, 有利于上游生产制造企业订单量的增加、产能利用率的恢复。

此外, 随着 21 年 4 月运动鞋履制造龙头华利集团成功上市, 资金实力得到较大提升, 已经着手快速扩充、优化产能, 保证及时响应消化订单。

但由于海外疫情的不确定性, 部分海外产能或受到影响, 但龙头厂商均能快速响应, 采取有效措施积极应对, 边防疫边保障稳定扩产; 与此同时可以看到行业加速整合的机会, 具备良好营运能力、管理能力从而可以降本提效的龙头企业, 市场份额将进一步提升。

推荐标的:继续推荐高景气度运动品牌及运动产业链板块龙头标的, 同时建议持续跟踪和关注优质品牌服饰龙头。

- 1) 运动品牌板块: 安踏体育、李宁、特步国际。
- 2) 运动产业链板块: 申洲国际、华利集团。
- 3) 品牌服饰板块: 比音勒芬、太平鸟、欣贺股份、锦泓集团。

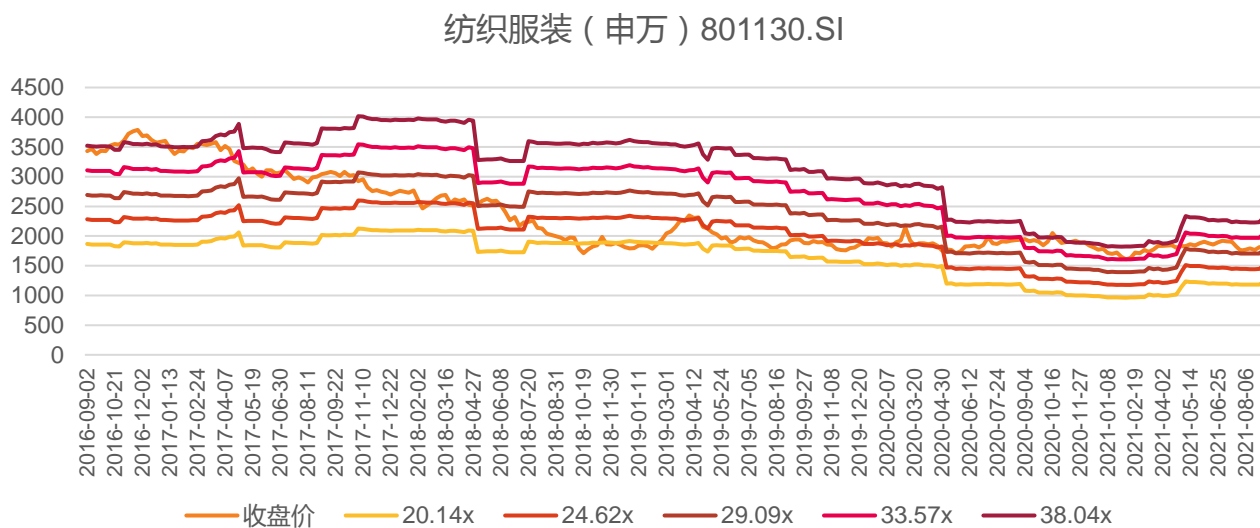
4. 估值与盈利预测

从纺织服装板块的整体估值来看, 纺织服装板块近 5 年的平均估值在 29.09 倍左右, 截至 2021 年 9 月 1 日, 纺服板块整体估值为 29.74 倍, 略高于历史平均估值。

从盈利预测来看, 截至最新半年报更新后, 根据 Wind 盈利预测汇总情况, 板块内(99 家

上市公司), 共 42 个标的盈利预测有变动或拥有盈利预测。由于受到疫情恢复预期影响, 板块部分标的的 2021 年盈利预测均有所上调。

图 55: 纺织服装板块的整体估值已高于历史平均估值



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

全球疫情影响反复超预期, 终端消费恢复不及预期, 存货积压问题等。

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