

# 太平鸟 (603877)

证券研究报告

2021年10月21日

## 深化数字化转型, 限制股票激励计划充分调动积极性

21Q1-Q3 营收 74.1 亿同增 34%, 归母净利 5.5 亿同增 79%

其中 Q3 营收 23.94 亿元, 同增 3.92%, 主要系三季度终端零售增速放缓所致; 21Q3 归母净利润 1.43 亿元, 同比减少 24.66%, 主要系三季度收入增速放缓, 同时公司 25 周年庆、品牌宣传、设计研发以及河南灾情捐赠等费用支出增加, 导致净利润降低。

**分品牌看,** 21Q3 PEACEBIRD 女装收入 10.95 亿元 ( 占总营收比例为 46% ), 同比增长 4%; PEACEBIRD 男装收入 6.43 亿元 ( 占比 27% ), 同比增长 8.80%; 乐町 LED-IN 收入 3.33 亿元 ( 占比 14% ), 同比减少 3.76%; MiniPeace 童装收入 2.52 亿元 ( 占比 11% ), 同比增长 12%。

**分渠道看,** 1) 线下渠道: 收入 17.98 亿元 ( 占比 76% ), 同比增长 4%; 同比增长 4%; 其中直营收入 8.31 亿元 ( 占线下渠道收入比 46% ), 同比减少 7%; 加盟收入 9.67 亿元 ( 占线下渠道收入比 54% ), 同比增长 16%。2) 线上渠道: 收入 5.79 亿元 ( 占比 24% ), 同比增长 6%。

公司毛利率同比增长 0.05pct 至 50.02%, 归母净利率减少 2.26pct 至 5.96%

**分品牌看,** 2021Q1-3 PEACEBIRD 女装毛利率为 56.47% (+1.77pct); PEACEBIRD 男装毛利率为 54.31% (+1.50pct); 乐町 LED-IN 毛利率为 48.34% (-2.60pct); MiniPeace 童装毛利率为 49.51% (+4.15pct)。

**分渠道看,** 2021Q1-3 线下渠道毛利率为 57.87% (+2.44pct); 其中直营渠道毛利率为 65.88%, 同增 3.70pct; 加盟渠道毛利率为 45.13%, 同比增长 0.92pct。21Q1-3 线上渠道毛利率为 43.90%, 同比减少 2.29pct。

**费用率稳定,** 2021Q3 销售费用率 33% (+1pct)、管理费用率 7% (-1pct)、研发费用率 2% (+1pct)、财务费用率 1%。

**周转效率提升。** 2021Q3 公司存货 28.17 亿元, 同比增长 25.09%; 库存周转期为 199 天, 同比减少 8 天。

**发布限制性股票激励计划, 充分调动积极性。** 公司发布 2021 年限制性股票激励计划, 拟向激励对象一次性授予限制性股票 552.6 万股, 约占该计划草案公告时公司股本总额 4.8 亿股的 1.16%。

**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 17/15/12X。

**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	1,368.33	1,631.09	1,937.55
净利润(百万元)	551.55	712.81	1,049.31	1,249.13	1,503.87
增长率(%)	(3.50)	29.24	47.21	19.04	20.39
EPS(元/股)	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15
市盈率(P/E)	33.18	25.68	17.44	14.65	12.17
市净率(P/B)	5.21	4.70	4.19	3.76	3.34
市销率(P/S)	2.31	1.95	1.60	1.35	1.16
EV/EBITDA	5.29	9.17	11.80	9.43	7.76

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	38.39 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)	18,301.58
流通 A 股市值(百万元)	18,301.58
每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	57.68
一年内最高/最低(元)	59.80/27.20

### 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: 携手华为深化数字化转型, 强化数据驱动商品企划供应链管理优势》 2021-09-15
- 《太平鸟-半年报点评: 持续打造柔性快反供应链, 数据驱动全链路变革》 2021-08-31
- 《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

## 1. 21Q1-Q3 营收 74.1 亿同增 34%，归母净利 5.5 亿同增 79%

21Q1-Q3 公司实现总营收 74.09 亿元，同比增长 34.20%，其中 Q3 营收 23.94 亿元，同增 3.92%，主要系三季度终端零售增速放缓所致；21Q1-Q3 归母净利 5.54 亿元，同增 78.54%，其中 21Q3 归母净利润 1.43 亿元，同比减少 24.66%，主要系三季度收入增速放缓，同时公司 25 周年庆、品牌宣传、设计研发以及河南灾情捐赠等费用支出增加，导致净利润降低。

图 1：公司近五年 Q3 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 Q3 归母净利润（亿元）及同比 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

分品牌看，PEACEBIRD 男装增速较快，同比增长 8.80%

21Q3 PEACEBIRD 女装收入 10.95 亿元（占总营收比例为 46%），同比增长 4%；PEACEBIRD 男装收入 6.43 亿元（占比 27%），同比增长 9%；乐町 LED-IN 收入 3.33 亿元（占比 14%），同比减少 4%；MiniPeace 童装收入 2.52 亿元（占比 11%），同比增长 12%。

分渠道看，

1) 线下渠道：收入 17.98 亿元（占比 76%），同比增长 4%

其中直营收入 8.31 亿元（占线下渠道收入比 46%），同比减少 7%；加盟收入 9.67 亿元（占线下渠道收入比 54%），同比增长 16%。

2) 线上渠道：收入 5.79 亿元（占比 24%），同比增长 6%

## 2. 毛利率达 50.02%，费控效率稳定

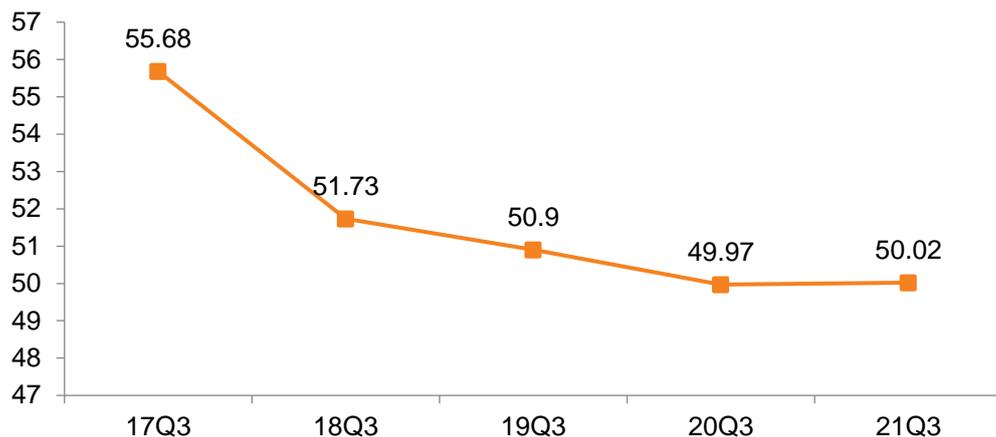
公司毛利率同比增长 0.05pct 至 50.02%，归母净利率减少 2.26pct 至 5.96%。

1) 毛利率：毛利率同比增长 0.05pct 至 50.02%

分品牌看，2021Q1-3 PEACEBIRD 女装毛利率为 56.47%（+1.77pct）；PEACEBIRD 男装毛利率为 54.31%（+1.50pct）；乐町 LED-IN 毛利率为 48.34%（-2.60pct）；MiniPeace 童装毛利率为 49.51%（+4.15pct）。

分渠道看，2021Q1-3 线下渠道毛利率为 57.87%（+2.44pct）；其中直营渠道毛利率为 65.88%，同增 3.70pct；加盟渠道毛利率为 45.13%，同比增长 0.92pct。21Q1-3 线上渠道毛利率为 43.90%，同比减少 2.29pct。

图 3：2021Q3 毛利率为 50.02%，同比增长 0.05pct

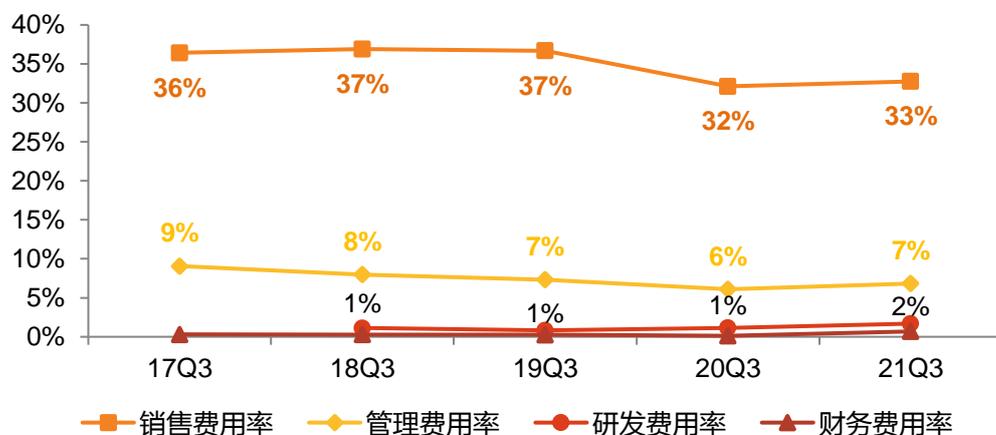


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2) 费用率：销售、管理、研发费用率稳定

2021Q3 销售费用率 33% (+1pct)、管理费用率 7% (-1pct)、研发费用率 2% (+1pct)、财务费用率 1%。

图 4：2017Q3-2021Q3 公司各项费用率

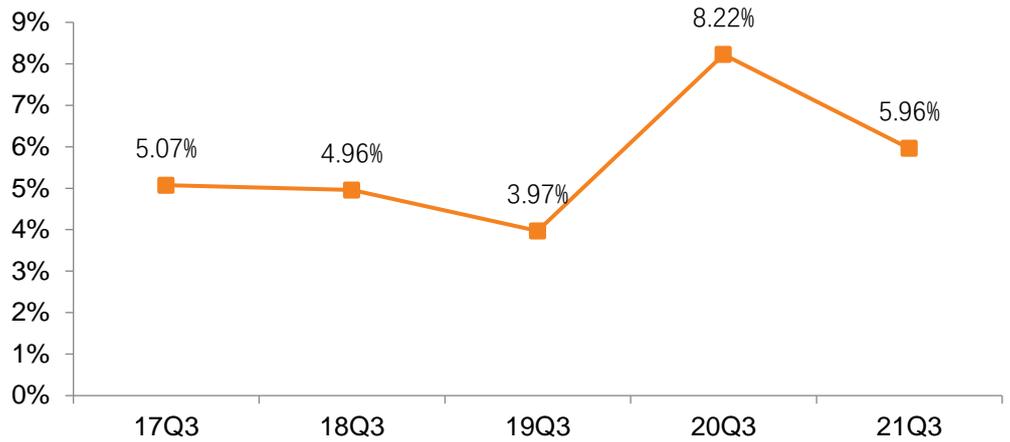


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3) 净利率：归母净利率同比减少 2.26pct 至 5.96%

21Q3 公司归母净利率同比减少 2.26pct 至 5.96%，较 19Q3 增长 1.99pct。

图 5：归母净利率同比-2.26pct 至 5.96%

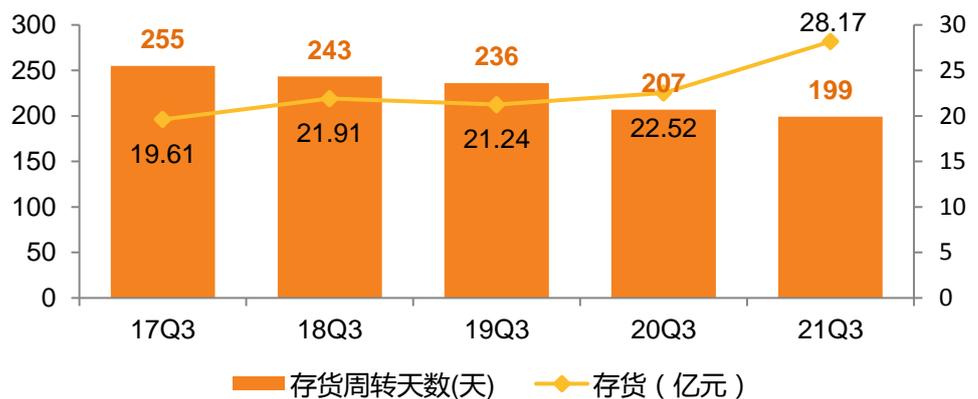


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 存货水平优化, 存货周转效率增长

2021Q3 公司存货 28.17 亿元, 同比增长 25.09%, 2021Q3 库存周转期为 199 天, 同比减少 8 天。

图 6: 21Q3 公司存货同比增长 25.09%, 周转天数减少 8 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

截至 2021 年 9 月底, 太平鸟门店数为 5078 家, 较 2021H1 净增 318 家。其中直营门店 1653 家, 占比 32.55%, 较 2021H1 净增 64 家; 加盟门店 3425 家, 占比 67.45%, 较 2021H1 净增 254 家。

表 1: 21Q3 分渠道门店数量 (家)

品牌	门店类型	21H1 数量	21Q3 新开	21Q3 关闭	21Q3 期末数量
PEACEBIRD 女装	直营	550	40	11	579
	加盟	1245	134	48	1331
PEACEBIRD 男装	直营	498	39	-2	539
	加盟	870	116	7	979
LEDIN 少女装	直营	224	15	24	215

	加盟	488	36	11	513
Mini Peace 童装	直营	301	17	14	304
	加盟	454	44	11	487
其他	直营	16	0	0	16
	加盟	114	1	0	115
合计	直营	1589	111	47	1653
	加盟	3171	331	77	3425
	小计	4760	442	124	5078

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 发布限制性股票激励计划，充分调动积极性

公司发布 2021 年限制性股票激励计划，拟向激励对象一次性授予限制性股票 552.6 万股，约占该计划草案公告时公司股本总额 4.8 亿股的 1.16%。

标的股票来自 2018 年 10 月至 2019 年 2 月公司从二级市场回购的公司普通股，实际回购均价为 18.09 元/股。本次激励计划以回购均价的 70%，即 12.66 元/股，作为授予价格。本次激励对象共 50 人，包括公司（含分公司及控股子公司）董事、高管及核心骨干人员，不包括独立董事、监事、单独或合计持有公司 5%以上股份的股东、上市公司实际控制人及其配偶、父母、子女。

本计划解除限售考核 2021-23 年 3 个会计年度，每年考核一次，每次考核的解除限售业绩条件为，21-23 年期间，当年净利润同比增速不低于 15%或当年收入同比增速不低于 15%。若公司未满足业绩考核目标，所有激励对象对应考核当年可解除限售的限制性股票均不得解除限售。

表 2：限制性股票解除限售的业绩条件

解除限售期	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 15%或以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%	30%
第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 15%或以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 15%	40%
第三个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 15%或以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15%	30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

该激励计划可在保持公司核心团队稳定性的基础上，充分调动激励对象的积极性，有效将股东利益、公司利益和激励对象利益结合，对公司发展产生正向作用，并有利于推动激励目标的实现。

## 6. 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。

## 7. 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 17/15/12X。

## 8. 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)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	671.97	664.55	912.82	1,651.87	1,956.64	营业收入	7,927.62	9,386.87	11,410.22	13,535.42	15,802.74
应收票据及应收账款	627.02	778.16	589.22	1,032.84	860.93	营业成本	3,710.92	4,459.35	5,374.43	6,372.40	7,243.46
预付账款	285.92	271.74	524.78	392.65	614.74	营业税金及附加	50.66	61.38	75.31	85.27	104.30
存货	1,854.69	2,256.58	3,004.67	3,145.74	3,925.23	营业费用	2,895.87	3,272.62	3,848.67	4,528.95	5,429.82
其他	1,524.39	2,336.80	2,712.42	2,444.13	2,574.70	管理费用	504.11	575.37	677.77	820.25	962.39
<b>流动资产合计</b>	<b>4,963.98</b>	<b>6,307.83</b>	<b>7,743.91</b>	<b>8,667.24</b>	<b>9,932.23</b>	研发费用	107.90	116.30	138.06	170.55	200.69
长期股权投资	3.13	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	19.08	18.84	16.75	20.54	14.82
固定资产	613.14	1,387.18	1,379.32	1,391.54	1,402.81	资产减值损失	(116.33)	(117.56)	41.21	41.21	41.21
在建工程	724.18	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	6.13	2.01	1.58	0.00	0.00
无形资产	183.52	180.17	167.24	154.31	141.37	投资净收益	29.47	33.89	67.18	67.18	67.18
其他	527.06	666.18	536.63	415.78	438.05	其他	9.08	39.10	(137.51)	(134.36)	(134.36)
<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>营业利润</b>	<b>710.73</b>	<b>925.56</b>	<b>1,306.79</b>	<b>1,563.45</b>	<b>1,873.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,015.02</b>	<b>8,541.36</b>	<b>9,863.10</b>	<b>10,698.46</b>	<b>11,986.23</b>	营业外收入	5.62	3.22	24.28	22.00	36.50
短期借款	386.00	492.52	1,151.14	1,000.00	1,000.00	营业外支出	7.57	22.37	13.82	14.59	16.92
应付票据及应付账款	1,973.03	2,390.95	2,639.46	3,494.85	3,452.21	<b>利润总额</b>	<b>708.77</b>	<b>906.41</b>	<b>1,317.25</b>	<b>1,570.86</b>	<b>1,892.81</b>
其他	988.36	1,662.46	1,611.02	1,220.24	1,952.99	所得税	165.67	199.70	283.21	337.73	406.95
<b>流动负债合计</b>	<b>3,347.39</b>	<b>4,545.92</b>	<b>5,401.62</b>	<b>5,715.10</b>	<b>6,405.20</b>	<b>净利润</b>	<b>543.10</b>	<b>706.71</b>	<b>1,034.04</b>	<b>1,233.13</b>	<b>1,485.86</b>
长期借款	58.97	0.00	15.50	45.00	45.00	少数股东损益	(8.45)	(6.10)	(15.26)	(16.01)	(18.01)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>551.55</b>	<b>712.81</b>	<b>1,049.31</b>	<b>1,249.13</b>	<b>1,503.87</b>
其他	92.98	95.04	94.64	94.22	94.63	每股收益(元)	1.16	1.50	2.20	2.62	3.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>151.94</b>	<b>95.04</b>	<b>110.14</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>5,511.77</b>	<b>5,854.31</b>	<b>6,544.84</b>	主要财务比率					
少数股东权益	1.23	2.98	(11.52)	(27.26)	(44.87)		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	478.88	476.73	476.73	476.73	476.73	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,375.65	1,347.73	1,347.73	1,347.73	1,347.73	营业收入	2.80%	18.41%	21.56%	18.63%	16.75%
留存收益	3,165.61	3,520.69	3,886.12	4,394.68	5,009.54	营业利润	-5.17%	30.23%	41.19%	19.64%	19.81%
其他	(1,505.68)	(1,447.73)	(1,347.73)	(1,347.73)	(1,347.73)	归属于母公司净利润	-3.50%	29.24%	47.21%	19.04%	20.39%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,515.69</b>	<b>3,900.40</b>	<b>4,351.33</b>	<b>4,844.15</b>	<b>5,441.39</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,015.02</b>	<b>8,541.36</b>	<b>9,863.10</b>	<b>10,698.46</b>	<b>11,986.23</b>	毛利率	53.19%	52.49%	52.90%	52.92%	54.16%
						净利率	6.96%	7.59%	9.20%	9.23%	9.52%
						ROE	15.69%	18.29%	24.05%	25.64%	27.41%
						ROIC	22.92%	49.80%	86.96%	56.45%	75.74%
						偿债能力					
						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%	-16.71%
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						市盈率	33.18	25.68	17.44	14.65	12.17
						市净率	5.21	4.70	4.19	3.76	3.34
						EV/EBITDA	5.29	9.17	11.80	9.43	7.76
						EV/EBIT	5.75	9.90	12.20	9.71	7.97

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	543.10	706.71	1,049.31	1,249.13	1,503.87
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)	(13.69)	(16.01)	(18.01)
<b>经营活动现金流</b>	<b>868.44</b>	<b>1,154.36</b>	<b>166.72</b>	<b>1,633.28</b>	<b>1,192.82</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	1,169.90	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)	(1,175.63)	(1,910.20)	(1,937.94)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(519.54)</b>	<b>(333.62)</b>	<b>77.52</b>	<b>(881.41)</b>	<b>(905.23)</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>739.05</b>	<b>304.77</b>

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