

# 地素时尚 (603587)

证券研究报告

2021年10月31日

## 多品牌增长矩阵完善，库存健康渠道扩张

### 事件：地素时尚发布 21Q3 业绩

**21Q1-3 公司实现总营收 20.23 亿元，同比增长 23.89%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 6.57 (+61.08%)、6.96 (+20.34%)、6.71 (+3.65%) 亿元；21Q1-3 共实现归母净利润 5.55 亿元，同比增长 16.99%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 1.95 (+60.14%)、1.95 (+10.65%)、1.65 (-6.52%) 亿元。**

**1-9 月分品牌来看，RA 男装增速领跑：**DA 营收 11.41 亿元（占总营收比例 56.39%），同增 20.25%；DM 营收 1.36 亿元（占比 6.74%），同增 14.12%；DZ 营收 7.21 亿元（占比 35.62%），同增 29.95%；RA 营收 0.22 亿元（占比 1.08%），同增 205.54%；其他营收 0.03 亿元（占比 0.16%），同增 9.69%。

**1-9 月分渠道来看，线下直营渠道增速领跑：**线上电商渠道营收 2.88 亿元（占比 14.24%），同增 10.92%；线下渠道营收 17.32 亿元（占比 85.60%），同增 26.38%；其中，直营渠道营收 8.66 亿元（占比 42.82%），同增 29.07%；经销渠道营收 8.66 亿元（占比 42.78%），同增 23.79%；其他营收 0.03 亿元（占比 0.16%），同增 9.69%。

### 多品牌毛利率显著增长，直营渠道盈利能力显著改善

**公司毛利率同比增长 0.78pct 至 76.18%，归母净利率同比减少 1.62pct 至 27.43%。分品牌来看，DA 毛利率 77.82%，同增 1.12pct；DM 毛利率 78.58%，同增 1.23pct；DZ 毛利率 73.26%，同增 0.25pct；RA 毛利率 80.05%，同增 4.95pct；其他毛利率 22.45%，同减 4.48pct。分渠道来看，线上电商渠道毛利率 77.74%，同增 0.29pct；线下渠道毛利率 76.02%，同增 0.90pct，其中，直营渠道毛利率 81.30%，同增 2.05pct，经销渠道毛利率 70.74%，同减 0.41pct；其他毛利率 22.45%，同减 4.48pct。**

**管理、研发费用率减少。**21Q1-3，公司销售费用率 33.79% (+0.64pct)、管理费用率 5.08% (-0.97pct)、研发费用率 2.27% (-0.26pct)、财务费用率 -1.12% (+2.50pct)。

**存货周转效率显著提升。**截至 2021 年 9 月底公司存货规模达 3.33 亿元，同比减少 7.10%；2021Q1-3 存货周转天数为 180.02 天，同比减少 47.15 天，整体存货周转效率显著提升。现金流方面，公司 2021Q1-3 经营性活动现金流净额为 5.92 亿元 (+22.30%)。

**维持盈利预测，维持买入评级。**我们预计公司 2021-23 年营收分别为 28.9 亿、32.1 亿、36.7 亿元，归母净利润分别为 7.4 亿、8.6 亿、9.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.5、1.8、2.1 元，PE 分别为 12、10、9 倍。

**风险提示：**国内区域性疫情反复；门店经营情况不及预期；店铺运营成本波动上升；消费者对时尚需求的变化；客流增速放缓等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,378.42	2,564.17	2,894.80	3,208.04	3,668.87
增长率(%)	13.23	7.81	12.89	10.82	14.36
EBITDA(百万元)	907.94	898.76	916.33	1,075.04	1,237.00
净利润(百万元)	624.37	629.86	740.07	864.85	990.40
增长率(%)	8.75	0.88	17.50	16.86	14.52
EPS(元/股)	1.30	1.31	1.54	1.80	2.06
市盈率(P/E)	14.44	14.32	12.18	10.43	9.11
市净率(P/B)	2.73	2.62	2.52	2.34	2.17
市销率(P/S)	3.79	3.52	3.12	2.81	2.46
EV/EBITDA	6.98	6.92	6.53	5.44	4.39

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	18.74 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	481.20
流通 A 股股本(百万股)	157.61
A 股总市值(百万元)	9,017.69
流通 A 股市值(百万元)	2,953.54
每股净资产(元)	7.49
资产负债率(%)	21.31
一年内最高/最低(元)	27.39/15.67

### 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

- 《地素时尚-半年报点评:多品牌增速亮眼，数字化转型赋能全渠道长期成长》2021-08-27
- 《地素时尚-年报点评报告:新零售赋能、品牌力驱动业绩稳中有升，会员管理持续优化》2021-04-29
- 《地素时尚-季报点评:Q3 主品牌同比归正，线上维持高速增长，细分龙头优势凸显》2020-10-31

## 1. 21Q1-3 营收 20.2 亿同增 23.9%，归母净利 5.6 亿同增 17.0%

21Q1-3 公司实现总营收 20.23 亿元，同比增长 23.89%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 6.57 (+61.08%)、6.96 (+20.34%)、6.71 (+3.65%) 亿元；21Q1-3 共实现归母净利 5.55 亿元，同比增长 16.99%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利 1.95 (+60.14%)、1.95 (+10.65%)、1.65 (-6.52%) 亿元。

图 1：公司 20Q1-21Q3 营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司 20Q1-21Q3 归母净利润（亿元）及同比

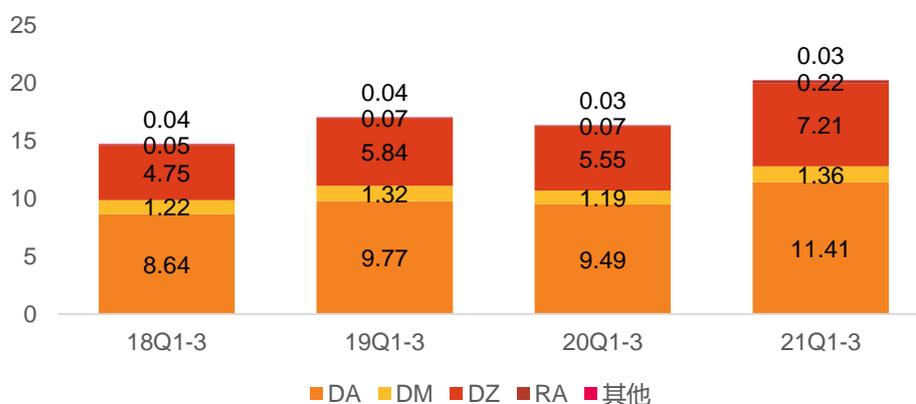


资料来源：wind，天风证券研究所

### 1-9 月分品牌来看，RA 男装增速领跑：

DA（指 DAZZLE 品牌）营收 11.41 亿元（占总营收比例 56.39%），同增 20.25%；  
 DM（指 DIAMOND DAZZLE 品牌）营收 1.36 亿元（占比 6.74%），同增 14.12%；  
 DZ（指 d'zzit 品牌）营收 7.21 亿元（占比 35.62%），同增 29.95%；  
 RA（指 RAZZLE 品牌）营收 0.22 亿元（占比 1.08%），同增 205.54%；  
 其他营收 0.03 亿元（占比 0.16%），同增 9.69%。

图 3：公司近四年 Q1-3 收入结构（分品牌）（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

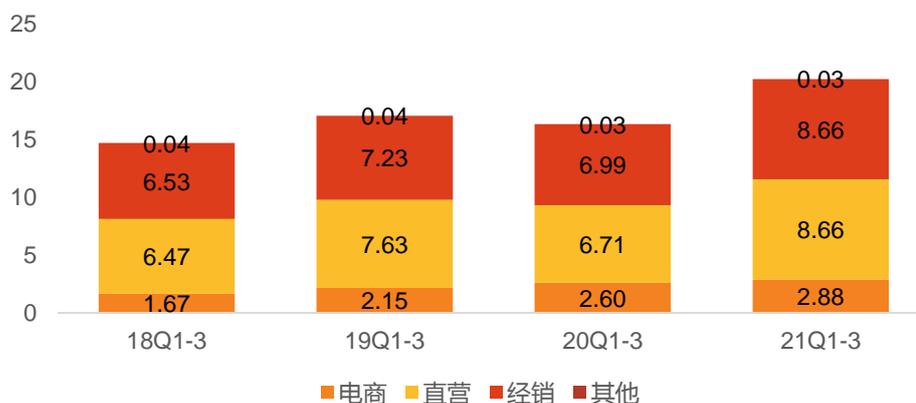
### 1-9 月分渠道来看，线下直营渠道增速领跑：

线上电商渠道营收 2.88 亿元（占总营收比例 14.24%），同增 10.92%；

线下渠道营收 17.32 亿元（占比 85.60%），同增 26.38%；其中，直营渠道营收 8.66 亿元（占比 42.82%），同增 29.07%；经销渠道营收 8.66 亿元（占比 42.78%），同增 23.79%；

其他营收 0.03 亿元（占比 0.16%），同增 9.69%。

图 4：公司近四年 Q1-3 收入结构（分渠道）（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

截止 2021 年 9 月底，地素时尚门店数为 1162 家，较 2020 年底净增 8 家。其中直营门店 351 家，占比 30.21%，较 2020 年底净减 20 家；经销门店 811 家，占比 69.79%，较 2020 年底净增 28 家。

表 1：21Q1-3 零售终端数量变动情况

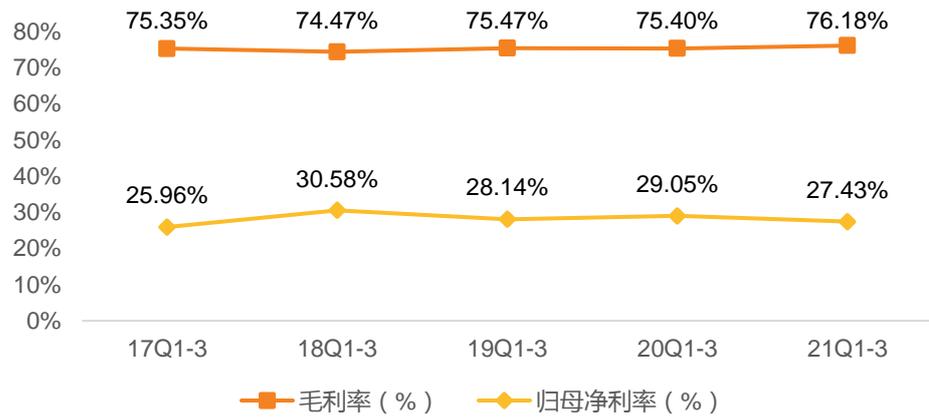
品牌	2020 年末(家)	21Q1-3 新开(家)	21Q1-3 关闭(家)	21Q3 末(家)
<b>直营</b>	<b>371</b>	<b>18</b>	<b>38</b>	<b>351</b>
DA	183	6	16	173
DM	33		4	29
DZ	145	9	18	136
RA	10	3		13
<b>经销</b>	<b>783</b>	<b>78</b>	<b>50</b>	<b>811</b>
DA	444	47	23	468
DM	20		1	19
DZ	319	31	26	324
<b>总计</b>	<b>1154</b>	<b>96</b>	<b>88</b>	<b>1162</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 多品牌毛利率显著增长，直营渠道盈利能力显著改善

1) 公司毛利率同比增长 0.78pct 至 76.18%，归母净利率同比减少 1.62pct 至 27.43%。

图 5：公司近五年 Q1-3 毛利率/归母净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

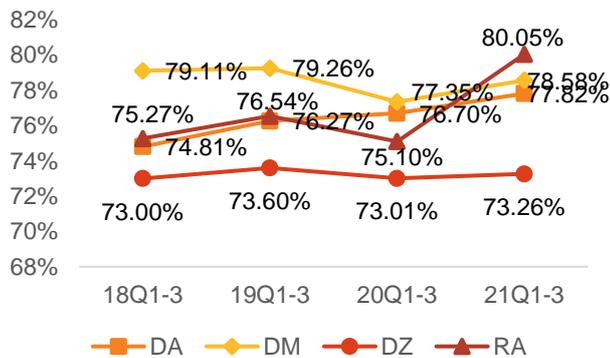
### 分品牌来看,

DA 毛利率 77.82%, 同增 1.12pct; DM 毛利率 78.58%, 同增 1.23pct; DZ 毛利率 73.26%, 同增 0.25pct; RA 毛利率 80.05%, 同增 4.95pct; 其他毛利率 22.45%, 同减 4.48pct。

### 分渠道来看,

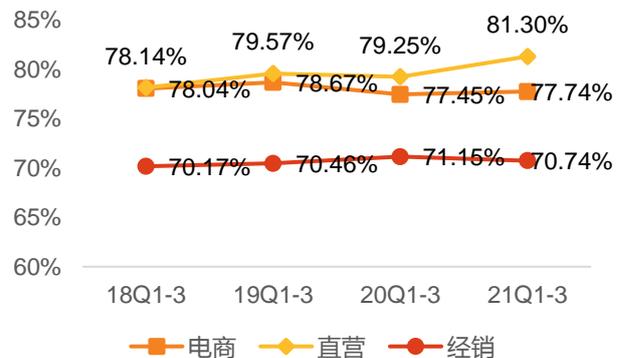
线上电商渠道毛利率 77.74%, 同增 0.29pct; 线下渠道毛利率 76.02%, 同增 0.90pct, 其中, 直营渠道毛利率 81.30%, 同增 2.05pct, 经销渠道毛利率 70.74%, 同减 0.41pct; 其他毛利率 22.45%, 同减 4.48pct。。

图 6: 公司近四年 Q1-3 毛利率 (分品牌)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 公司近四年 Q1-3 毛利率 (分渠道)

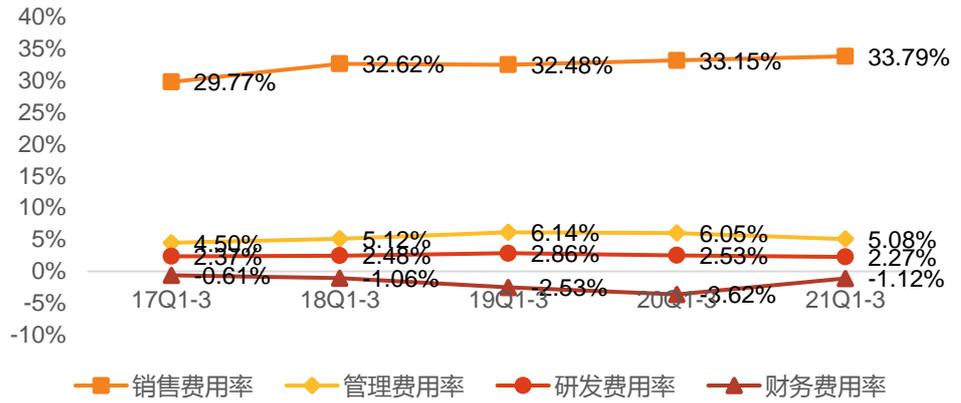


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2) 管理、研发费用率减少

21Q1-3, 公司销售费用率 33.79% (+0.64pct)、管理费用率 5.08% (-0.97pct)、研发费用率 2.27% (-0.26pct)、财务费用率-1.12% (+2.50pct)。

图 8: 公司近四年 Q1-3 各项细分费用率

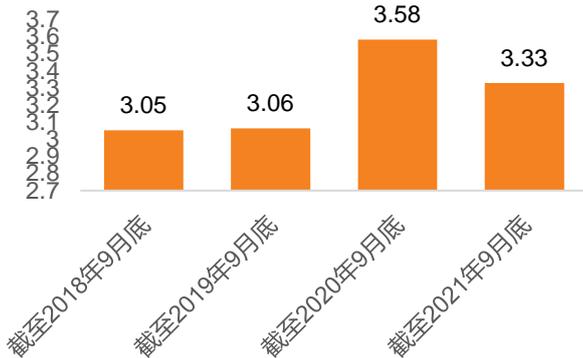


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 存货周转效率显著提升

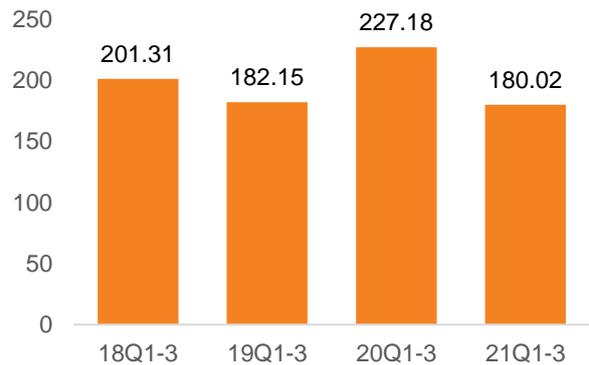
截至 2021 年 9 月底公司存货规模达 3.33 亿元, 同比减少 7.10%; 2021Q1-3 存货周转天数为 180.02 天, 同比减少 47.15 天, 整体存货周转效率显著提升。

图 9: 公司近四年截至 9 月底存货 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

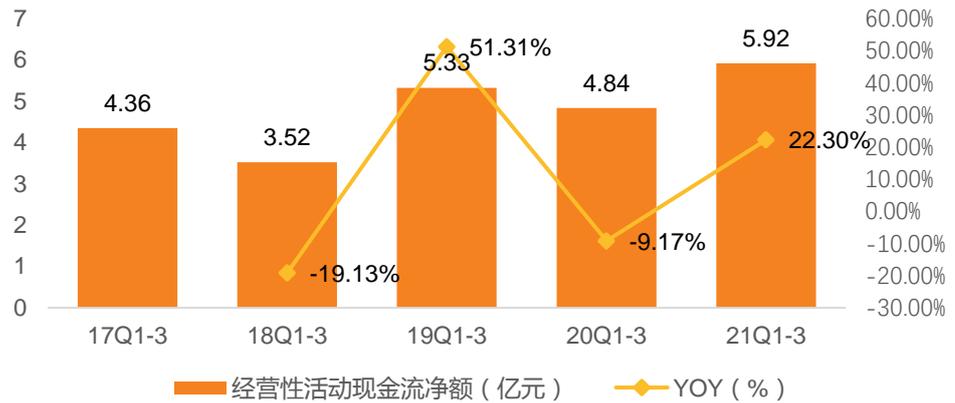
图 10: 公司近四年截至 9 月底存货周转天数 (天)



资料来源: wind, 天风证券研究所

现金流方面, 公司 2021Q1-3 经营性活动现金流净额为 5.92 亿元 (+22.30%)。

图 11: 公司经营性活动现金流净额 (亿元) 及 YOY (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

#### 4. 前景展望：开拓电商营销新渠道，明确数字化转型战略目标

公司围绕中高端品牌定位，通过“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”、“d'zzit”和“RAZZLE”四个知名服装品牌，形成对时装领域多维度、深层次的渗透，在中国时尚行业中树立了良好的品牌形象。

- **多维度拓展品牌力建设，深度内容共创助力破圈**

公司市场营销传播方面在品牌力、产品力与数字化赋能客户三大矩阵中持续发力，不断加强品牌力拓展与输出。坚持深度内容共创的发展方向，以新颖独特的内容在各圈层扩展认知度、兴趣度的同时，兼顾年轻化圈层的触达和对多元设计美学的探讨。例如 DAZZLE 品牌与哆啦 A 梦 IP 合作，并由孙怡主演童年微电影三部曲引爆全网，品牌价值理念在社交平台获得多重曝光与认同。

- **开拓电商营销新渠道，内容营销助推销售增长**

2021 年初，d'zzit 品牌在抖音渠道上线后，通过短视频发布和品牌官方账号直播相结合，放大优质内容效益，迅速吸引大批新粉关注，用户活跃度增加，在抖音女装行业高端市场排名前列。6 月 10 日新品上市当日，实现总成交额 450 余万，单场累计观看人次 50 余万，位列抖音女装品牌销售额日榜第二，在品牌传播、私域增长和成交爆发三个既定目标均有亮眼表现。

- **明确数字转型战略目标，搭建数据中台**

公司明确数字化转型的战略目标：未来三年将从组织、文化变革，品牌、渠道、消费者运营及供应链快速响应等方面升级来全力支持企业数字化转型。公司已初步组建数字化团队，并完成数据中台项目选型，明确项目决策链条及项目组员职责，制定项目制度、建立沟通机制，开启集团数字化转型新征程。

- **精细化会员管理，进一步增强品牌消费体验**

公司围绕企业价值观——对客户的爱为核心理念，着力打造“以顾客为中心”的服务意识，通过线上线下课堂培训及店铺辅导演练，帮助零售团队提高服务意识和零售技巧。基于 2020 年建立的会员专属导购体系，在用户数据不断沉淀的同时，持续赋能导购 SCRM 工具和应用场景，逐步健全消费者标签。公司还进行新会员招募和沉睡会员唤醒，深度使用会员标签分组等功能，并扩展消费者标签至人货分析维度。

#### 5. 盈利预测

**维持盈利预测，维持买入评级。**公司通过强大的设计研发、丰富的产品组合、敏捷的供应链管理、策略性的营销网络布局、精准的品牌定位、全方位的品牌推广及优质客户群的培育积累，在中国时尚行业中树立了良好的品牌形象。我们预计公司 2021-23 年营收分别为 28.9 亿、32.1 亿、36.7 亿元，归母净利润分别为 7.4 亿、8.6 亿、9.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.5、1.8、2.1 元，PE 分别为 12、10、9 倍。

## 6. 风险提示

国内区域性疫情反复；门店经营情况不及预期；店铺运营成本波动上升；消费者对时尚需求的变化；客流增速放缓等。

## 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	2,623.89	1,826.53	1,988.23	2,141.13	2,570.47	营业收入	2,378.42	2,564.17	2,894.80	3,208.04	3,668.87
应收票据及应收账款	61.89	65.79	83.48	79.11	106.83	营业成本	594.53	600.12	723.70	798.80	911.71
预付账款	50.26	43.70	130.37	24.10	155.34	营业税金及附加	25.72	25.88	37.63	33.68	38.52
存货	317.86	309.85	401.43	396.53	502.48	营业费用	798.90	991.54	1,027.65	1,126.02	1,251.08
其他	130.08	1,129.59	1,092.00	1,088.62	1,105.68	管理费用	144.58	142.38	173.69	186.07	209.13
<b>流动资产合计</b>	<b>3,183.98</b>	<b>3,375.46</b>	<b>3,695.52</b>	<b>3,729.50</b>	<b>4,440.81</b>	研发费用	64.93	56.57	58.19	67.37	77.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-59.41	-71.00	-53.33	-61.25	-61.86
固定资产	545.93	577.23	576.10	593.52	609.08	资产减值损失	-34.13	-38.69	-34.75	-31.77	-15.00
在建工程	50.24	8.85	41.31	72.78	73.67	公允价值变动收益	1.78	-5.25	-41.53	-5.00	-15.00
无形资产	35.46	33.50	29.30	25.10	20.91	投资净收益	26.34	21.36	16.30	16.87	17.87
其他	108.97	103.74	65.66	50.78	51.28	其他	13.45	44.18	50.47	-23.74	-5.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>740.60</b>	<b>723.32</b>	<b>712.37</b>	<b>742.19</b>	<b>754.94</b>	<b>营业利润</b>	<b>801.72</b>	<b>797.08</b>	<b>936.79</b>	<b>1,100.99</b>	<b>1,261.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,924.58</b>	<b>4,098.78</b>	<b>4,407.89</b>	<b>4,471.69</b>	<b>5,195.75</b>	营业外收入	47.33	58.52	51.07	54.66	62.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.52	4.91	1.10	2.51	2.84
应付票据及应付账款	160.35	104.32	157.46	164.78	201.78	<b>利润总额</b>	<b>847.52</b>	<b>850.69</b>	<b>986.76</b>	<b>1,153.13</b>	<b>1,320.54</b>
其他	430.28	531.71	648.22	427.82	817.96	所得税	223.16	220.84	246.69	288.28	330.13
<b>流动负债合计</b>	<b>590.63</b>	<b>636.03</b>	<b>805.68</b>	<b>592.60</b>	<b>1,019.73</b>	<b>净利润</b>	<b>624.37</b>	<b>629.86</b>	<b>740.07</b>	<b>864.85</b>	<b>990.40</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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>624.37</b>	<b>629.86</b>	<b>740.07</b>	<b>864.85</b>	<b>990.40</b>
其他	23.22	22.12	22.47	22.60	22.40	每股收益(元)	1.30	1.31	1.54	1.80	2.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.22</b>	<b>22.12</b>	<b>22.47</b>	<b>22.60</b>	<b>22.40</b>						
<b>负债合计</b>	<b>613.85</b>	<b>658.14</b>	<b>828.15</b>	<b>615.20</b>	<b>1,042.13</b>						
少数股东权益	1.51	1.51	1.52	1.52	1.52	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	401.00	481.20	481.20	481.20	481.20	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,588.98	1,508.78	1,461.59	1,461.59	1,461.59	营业收入	13.23%	7.81%	12.89%	10.82%	14.36%
留存收益	2,909.09	3,057.75	3,097.03	3,373.78	3,670.90	营业利润	10.66%	-0.58%	17.53%	17.53%	14.54%
其他	-1,589.86	-1,608.61	-1,461.59	-1,461.59	-1,461.59	归属于母公司净利润	8.75%	0.88%	17.50%	16.86%	14.52%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,310.73</b>	<b>3,440.64</b>	<b>3,579.74</b>	<b>3,856.50</b>	<b>4,153.62</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,924.58</b>	<b>4,098.78</b>	<b>4,407.89</b>	<b>4,471.69</b>	<b>5,195.75</b>	毛利率	75.00%	76.60%	75.00%	75.10%	75.15%
						净利率	26.25%	24.56%	25.57%	26.96%	26.99%
						ROE	18.87%	18.31%	20.68%	22.43%	23.85%
						ROIC	114.98%	102.19%	136.95%	144.18%	131.39%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	15.64%	16.06%	18.79%	13.76%	20.06%
						净负债率	-79.25%	-53.09%	-55.54%	-55.52%	-61.89%
						流动比率	5.39	5.31	4.59	6.29	4.35
						速动比率	4.85	4.82	4.09	5.62	3.86
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	39.46	40.16	38.79	39.46	39.46
						存货周转率	8.27	8.17	8.14	8.04	8.16
						总资产周转率	0.63	0.64	0.68	0.72	0.76
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.30	1.31	1.54	1.80	2.06
						每股经营现金流	1.51	1.50	1.39	1.52	2.21
						每股净资产	6.88	7.15	7.44	8.01	8.63
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.44	14.32	12.18	10.43	9.11
						市净率	2.73	2.62	2.52	2.34	2.17
						EV/EBITDA	6.98	6.92	6.53	5.44	4.39
						EV/EBIT	7.22	7.24	6.77	5.62	4.53

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	624.37	629.86	740.07	864.85	990.40
折旧摊销	66.22	76.03	32.87	35.30	37.75
财务费用	-1.71	8.63	-53.33	-61.25	-61.86
投资损失	-26.34	-21.36	-16.30	-16.87	-17.87
营运资金变动	54.97	200.51	8.19	-84.15	129.46
其它	7.63	-169.85	-41.53	-5.00	-15.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>725.14</b>	<b>723.83</b>	<b>669.97</b>	<b>732.88</b>	<b>1,062.89</b>
资本支出	150.34	28.74	59.65	79.87	50.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-382.05	-1,041.35	-20.28	-133.00	-52.34
<b>投资活动现金流</b>	<b>-231.71</b>	<b>-1,012.61</b>	<b>39.37</b>	<b>-53.13</b>	<b>-2.13</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	58.84	-27.95	105.98	61.25	61.86
其他	-459.84	-478.51	-653.61	-588.10	-693.28
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-401.00</b>	<b>-506.46</b>	<b>-547.63</b>	<b>-526.85</b>	<b>-631.42</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>92.43</b>	<b>-795.24</b>	<b>161.70</b>	<b>152.90</b>	<b>429.34</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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	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：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com