2026 年 11 月 23 日

地素时尚（603587.SH）

增持（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

经销拐点已现，全渠道复苏共振

公司 25 年对外引进管理人才，26 年库存调整、门店恢复等全方位措施见效，经销连续两季度恢复净开店，Q3 公司业绩迎来拐点，收入明显提速至双位数。渠道调整效果将在未来两年持续释放，预计扣非利润维持高双位数增长。

投资逻辑

2026Q3 经销渠道恢复超预期，2027/2028 年渠道调整效果持续释放。经销渠道历经多年调整、经销商汰换基本到位，26Q2/Q3 连续净开店 13/22 家，26Q1-3 经销收入同比增长 13%至 5.85 亿元，协同电商带动公司前三季度收入同比增长 9.46%至 16.91 亿元；其中 Q3 经销收入同比大幅增长 38%，公司 Q3 收入提速至 22.43%。直营存量门店经营同步改善，26H1 同店增长 5%，Q3 亦恢复净开店，前三季度收入同比增长 3%至 6.9 亿元。截至 26Q3 末经销/直营门店共 588/250 家，其中经销门店数相较 2021 年超 800 家仍有较大差距，27/28 年经销有望维持每年 50 家净开店，全渠道复苏共振下 26-28 年收入有望同比增长 14%/11%/9%。

电商延续双位数增长，毛利率进一步改善。公司持续发力内容电商，26Q1-3 同比增长 19.50%至 12.75 亿元。电商渠道毛利率较高，随着新品销售占比提升 26H1 毛利率提至 77%，显著高于经销渠道的 68%。抖音已成为线上核心增长渠道，当前仍承担部分清库存职能，若后续正价销售占比持续提升，毛利率有望进一步改善。

收购MACKAGE提供新增长曲线。2026年公司完成对加拿大高端外套品牌MACKAGE大中华及东南亚地区业务运营主体之Chelsey House HK Limited 100%股权和债权收购，预计Q4并表后26年将提供收入增量0.86亿元。

管理层变革与股权激励并举，绑定核心人才，高分红有望延续。公司家族化持股稳定，2026 年员工持股计划以 2025 年为基数，考核 26—28 年营收或扣非净利润增长率分别不低于 10%/20%/30%。24—26 年分红规划规定每年现金分红不低于当年净利润的 60%，2025 年现金分红占归母净利润 72.4%，高分红政策有望延续。

盈利预测、估值和评级

公司经销渠道恢复扩张、电商持续放量，会员体系逐步打通直营与经销，同时叠加 MACKAGE 品牌并表贡献增量，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 3.01 亿/4.02 亿/4.80 亿元，对应 EPS 为 0.64 元/0.85 元/1.02 元，给予公司 2026 年 25 倍估值，对应目标价 16.03 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

存货减值风险、经销渠道恢复不达预期风险、行业竞争加剧风险。

国金证券研究所
分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn
分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn
联系人：张宝晨
zhangbaochen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：15.98 元
目标价（人民币）：16.03 元



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,219	2,136	2,433	2,708	2,952
营业收入增长率	-16.23%	-3.72%	13.90%	11.29%	9.01%
归母净利润(百万元)	304	260	301	402	481
归母净利润增长率	-38.52%	-14.20%	15.55%	33.48%	19.85%
摊薄每股收益(元)	0.636	0.549	0.637	0.850	1.018
每股经营性现金流净额	0.84	1.02	1.01	1.06	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.27%	7.17%	8.91%	10.89%	12.36%
P/E	19.80	24.32	24.27	18.18	15.17
P/B	1.64	1.74	2.16	1.98	1.88

来源：公司财报、国金证券研究所

内容目录

一、多品牌发展，深耕中高端女装市场 4
1.1 优势女装品牌贡献集中，渠道增长明显分化 4
1.2 线下渠道多年持续调整，电商渠道高速增长 5
1.3 外部人才重点补强商业执行，绩效与持股激励同步升级 6
二、多年调整终迎拐点，全渠道向好 7
2.1 优质经销门店恢复净开，26Q3 经营恢复超预期 8
2.2 电商持续发力盈利水平稳中有升，高分红政策延续性较强 10
2.3 持续优化全渠道会员运营，推动同店健康增长 13
三、盈利预测与投资建议 13
盈利预测 13
投资建议及估值 15
四、风险提示 15

图表目录

图表 1： 公司主业聚焦中高端女装，旗下含 DA、DM、DZ 三大女装品牌 4
图表 2： 女装板块收入对比（亿元） 4
图表 3： 女装板块收入增速对比（%） 4
图表 4： 分品牌收入拆分（百万元） 5
图表 5： 分品牌收入同比增速 5
图表 6： 分渠道收入拆分（百万元） 5
图表 7： 分渠道收入同比增速 5
图表 8： 公司近三年门店数量及变动情况 5
图表 9： DA 线上收入拆分（亿元） 6
图表 10： DZ 线上收入拆分（亿元） 6
图表 11： 公司股权结构（截至 2026 年 10 月） 7
图表 12： 国内头部中高端女装品牌市占率有所提升 8
图表 13： 26Q3 业绩拐点显现 8
图表 14： 公司直营/经销门店数及同比（家，%） 9
图表 15： 公司直营/经销平均单店收入及同比（百万元，%） 9
图表 16： 经销自 26Q2 连续两季度恢复净开 9
图表 17： 公司毛利率行业领先 10
图表 18： 公司 2025 年净利率略低于江南布衣 10

图表 19： 公司分品牌毛利率 10
图表 20： 公司分渠道毛利率 10
图表 21： 公司抖音渠道占比快速提升 11
图表 22： 抖音作为主要清库存渠道均价偏低 11
图表 23： DA 线上高速增长（线上 GMV，百万元；yoy，%） 11
图表 24： 天猫 2026/2026 年 618 女装销售榜单 11
图表 25： 可比公司存货周转天数 12
图表 26： 动销持续改善下库存有望优化 12
图表 27： 可比公司年度现金分红比例 13
图表 28： 可比公司股息率 13
图表 29： 盈利预测 14
图表 30： 费用预测 15
图表 31： 可比公司估值比较（截至 2026 年 11 月 23 日） 15

一、多品牌发展，深耕中高端女装市场

1.1 优势女装品牌贡献集中，渠道增长明显分化

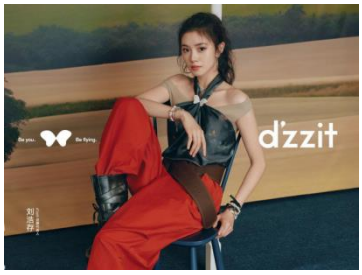
公司主营中高端女装，旗下拥有三大核心自有女装品牌，分别为定位中高端主品牌 DAZZLE（DA）、高端品牌 DIAMOND DAZZLE（DM）、中档品牌 d'zzit（DZ），实现中高端女装多维度、深层次的覆盖，2017 年推出中高端男装新品牌 RAZZLE 进入男装领域。2018 年公司于上交所上市，计划通过自主孵化或者并购的方式扩展商业赛道，促进品牌协同发展，志在打造领先的中国时尚集团。

• 主品牌 DA 于 2005 年推出，主打独特设计和细腻质感的结合；定位中高端，以 25 至 40 岁自信独立、追求时尚的都市女性为目标消费人群，与朗姿股份、歌力思等旗下高端主品牌相比定位更低、偏年轻化。

• DM 品牌为公司 2010 年自主推出的高级时装品牌，定位与朗姿股份、维格娜丝等旗下主品牌相同，目标消费群体为 30 至 45 岁较为成熟女性。

• DZ 品牌于 2011 年创立，定位中档，风格时尚个性富有潮流感，与太平鸟旗下的 PB 女装、日播旗下的 CRZ 较为相近；目标消费群体为 18 至 35 岁，从年龄层看比 DM、DA 覆盖范围更广。

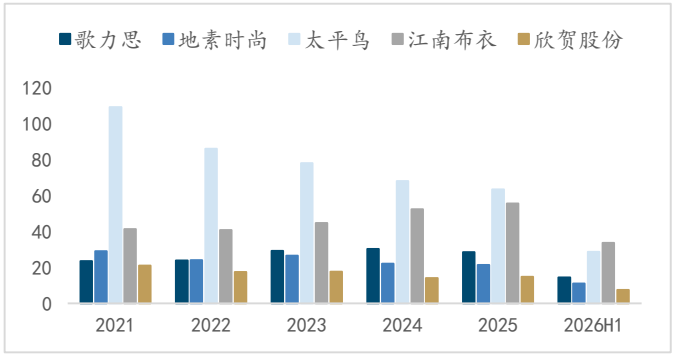
图表1：公司主业聚焦中高端女装，旗下含 DA、DM、DZ 三大女装品牌

	DAZZLE(DA)	DIAMOND DAZZLE(DM)	d'zzit(DZ)
推出年份	2005	2010	2011
品牌定位	中高端女装	高端女装	中端潮流女装
目标群体	25-40 岁，自信独立，追求时尚与独立的都市女性	30-45 岁，追求高端，精致，时尚生活的优雅女性	18-35 岁，追求个性和潮流感的女生
价格区	500-3000 元	1000-5000 元	200-2000 元
品牌概念展示			

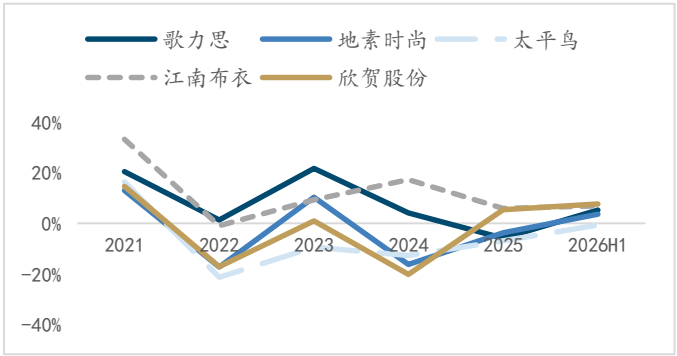
来源：公司财报，国金证券研究所

公司 2021 年收入达历史峰值 29 亿元，门店数量达 1199 家，收入规模高于同属中高端女装的歌力思、低于江南布衣。2022 年以来，外部环境冲击叠加内部经营效率待改善，2022—2024 年收入同比分别-17%/+10%/-16%。同期，歌力思依托多品牌矩阵及并表贡献于 2023 年完成收入反超，2024 年进一步拉开差距；江南布衣则凭借设计师品牌矩阵深度运营及会员复购实现多年稳健增长。2025 年公司关停男装品牌 RA 以止损，同时大幅收缩整理经销网络，全年新开/关闭门店分别为 123/220 家，净减少 97 家，为近年来规模最大的一次门店收缩，2025 年收入降幅大幅收窄至 4%。

图表2：女装板块收入对比（亿元）



图表3：女装板块收入增速对比（%）

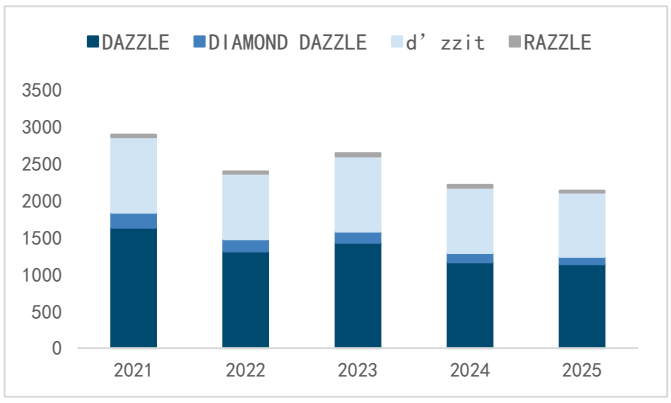


来源：wind，国金证券研究所

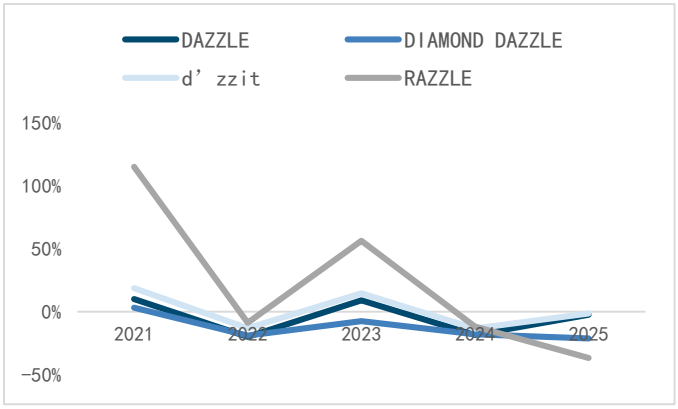
来源：wind，国金证券研究所

2025 年公司实现收入 21.36 亿元，DA/DM/DZ/RA 分别收入 11.37/0.99/8.71/0.26 亿元，分别同比-2%/-21%/-1%/-37%，其中 DA、DZ 品牌合计占营业收入约 94%，为当前主要增长动力。2025 年公司主动缩减 RA 业务投入，资源进一步向优势女装品牌集中。公司 2026Q1-3 收入 16.91 亿元，同比增长 9.46%，其中 Q3 单季度收入 5.86 亿元，同比增长 22.43%，收入端超预期修复。

图表4：分品牌收入拆分（百万元）



图表5：分品牌收入同比增速



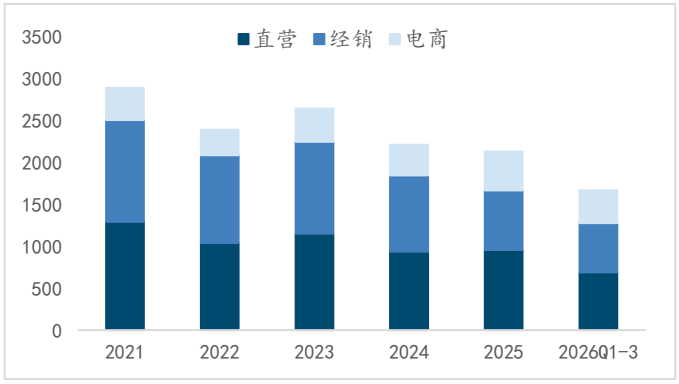
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

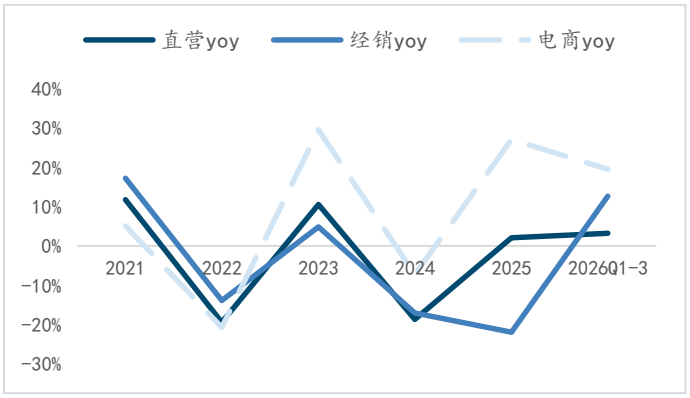
1.2 线下渠道多年持续调整，电商渠道高速增长

公司渠道表现分化显著。2025 年直营/经销/电商渠道分别实现收入 9.54/7.11/4.67 亿元，同比分别+2%/-22%/+27%，电商增速显著快于线下渠道。收入占比分别为 45%/33%/22%；相较女装头部江南布衣直营/经销/电商占比 38%/38%/24%，公司线下渠道呈现直营占比偏高、经销占比偏低特征，电商占比略低。

图表6：分渠道收入拆分（百万元）



图表7：分渠道收入同比增速



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

公司线下渠道历经多年调整。截至 2025 年末，公司拥有零售门店 [illegible]，主要位于中高端商业购物中心，其中直营店 229 家、经销店 564 家。直营端聚焦高势能点位，2023-2025 年分别净关店 36/14/33 家；存量门店产出持续改善，2025 年直营收入在净关店背景下仍同比+2%，2026H1 直营同店销售同比增长约 5%。

经销端改革导致 2025 年收入承压，2026 年逐步恢复净开店。2023-2025 年经销门店分别净关店 50/133/64 家，叠加发货减少，2025 年经销收入同比-21.93%；分品牌看，2025 年 DA/DM/DZ 分别净减少 33 家/净增加 5 家/净减少 36 家。2026 年 Q2 起恢复净开店，截至 Q3 末公司共有经销门店 588 家，较年初净增加 24 家。

图表8：公司近三年门店数量及变动情况

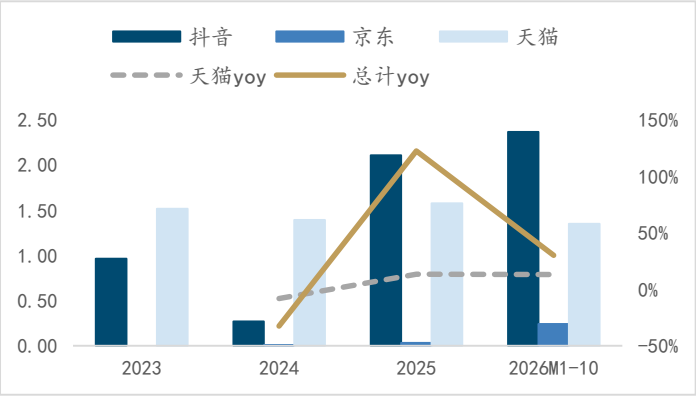
	2023	2024	2025	2023 净开店	2024 净开店	2025 净开店
直营						

	2023	2024	2025	2023 净开店	2024 净开店	2025 净开店
DA	115	113	111	-34	-2	-2
DM	18	17	15	-4	-1	-2
DZ	121	114	102	-6	-7	-12
RA	22	18	1	8	-4	-17
直营总计	276	262	229	-36	-14	-33
经销						
DA	426	351	318	-41	-75	-33
DM	6	5	10	-2	-1	5
DZ	329	272	236	-7	-57	-36
经销总计	761	628	564	-50	-133	-64
全部门店	1037	890	793	-86	-147	-97

来源：公司财报，国金证券研究所

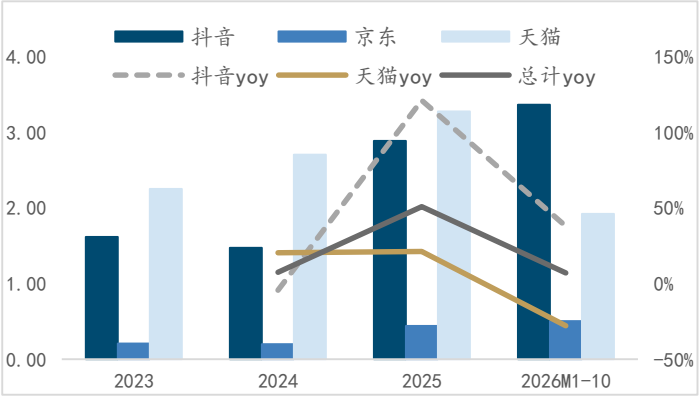
电商板块转向 DA、DZ 双品牌驱动，保持高速增长。2025 年电商渠道收入同比增长 27%，成为公司业绩增长核心驱动力，占主营业务收入比重由 2024 年的 16.60%提升至 21.90%；2026 年高增态势延续，截至 2026Q3 电商累计收入同比增长 19.5%。据久谦数据，2025 年 DA、DZ 在抖音、天猫、京东三大平台分别实现 GMV 3.7 亿元、6.6 亿元，其中两品牌抖音渠道 GMV 合计占比 48%，2026Q1-3 提升至 59%，抖音已成为线上核心增长渠道。

图表9：DA 线上收入拆分（亿元）



来源：久谦，国金证券研究所

图表10：DZ 线上收入拆分（亿元）

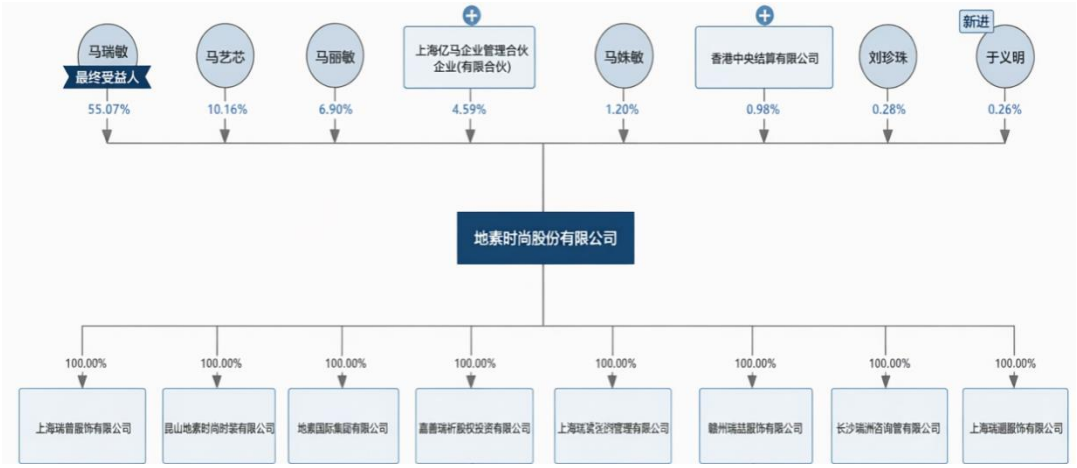


来源：久谦，国金证券研究所

1.3 外部人才重点补强商业执行，绩效与持股激励同步升级

家族化管理持股稳定，外部人才重点补强商业执行。公司控股股东及实际控制人为马瑞敏，持有 55.07%的股份，股权结构稳定。公司为家族型企业，家族成员持股比例高并担任要职，助力公司长期稳健发展。公司股东中，马艺芯、马丽敏、马姝敏等均为实控人马瑞敏的亲属，家族成员直接/间接持股合计 73.33%。2025 年 5 月董事会换届后，马瑞敏继续担任董事长、总经理，马丽敏、马姝敏继续担任副总经理，张俊续任财务总监。公司 2025 年对外引进优秀经营管理人才，重点加强销售管理、商品企划和电商运营管理。

图表11：公司股权结构（截至 2026 年 10 月）



来源：wind，国金证券研究所

绩效与持股激励同步升级，进一步绑定核心人才。2026 年度高管薪酬由基本薪酬、绩效薪酬及中长期激励构成，绩效薪酬占基本与绩效薪酬合计的比例原则上不低于 50%。目前员工持股计划首次授予部分已完成过户，19 名员工以 6.25 元/股受让 723.6 万股，占总股本 1.53%，进一步绑定核心团队与公司长期价值。本次考核覆盖公司、部门和个人层面。公司层面要求以 2025 年为基数，2026—2028 年营业收入或扣非净利润增长率分别不低于 10%、20%、30%。

二、多年调整终迎拐点，全渠道向好

女装行业品牌出清延续，但中高端消费韧性凸显，份额向国内品牌迁移。当前规模以上女装尚未出现新的规模化玩家，细分赛道竞争格局基本稳定；收缩主要集中在轻奢及大众时尚带，Zara、eifini、Only/Vero Moda 相关份额指标（原文口径）分别由 0.6 降至 0.5、0.5 降至 0.4、0.7 降至 0.3；与之对应，之禾（ICICLE）由 0.2 升至 0.3，JNBY 由 0.3 升至 0.4，MO&Co 稳定在 0.5，国内中高端头部品牌份额稳中有升，部分轻奢品牌流量向国内品牌导入。

天猫双 11 进一步验证国产品牌中高价格带突破及设计师品牌突围。行业呈现高端阵营扩容、新锐设计突围趋势。全行业销售总榜中山下有松稳居第 3，朗姿、裘真、之禾首次集体进入 TOP20；女装榜波司登反超优衣库登顶，红人设计品牌 AP 新晋入榜；鞋靴赛道 PANE、GOODBAI 首次登上男女鞋 TOP20。包袋赛道半坡饰族、BAGTREE、PECO、乙颂等本土设计师品牌集体上榜，改写此前海外轻奢主导格局；潜力赛道 InHug 女装、ROSYDOEDIAN、MAGGIEMA 马婧等风格化设计师品牌崭露头角。整体看，国产品牌已在中高价格带站稳，设计审美驱动增长、小众审美加速大众化，中高端头部与设计师品牌共同构成女装存量格局下的结构性增量。

图表12：国内头部中高端女装品牌市占率有所提升

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
中国女装市场规模（亿元）	10540	9643	10443	10437	10596	10753
yoy	12%	-9%	8%	0%	2%	1%
其中：（市占率前50品牌中）中高端女装品牌市占率						
MO&Co 0.5	0.4	0.5		0.5	0.5	0.5
eifini 0.5	0.6	0.6		0.4	0.4	0.4
Lily	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
JNBY	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
ICICLE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Ports Int'l et al	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Koradior	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Dazzle	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Marisfrolg	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Lancy	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Goelia	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Teenie Weenie	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Hopeshow	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
AMASS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
d'zzit	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
JZ	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Yaying EP	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Ochirly	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2

来源：欧睿，国金证券研究所

2.1 优质经销门店恢复净开，26Q3 经营恢复超预期

26Q3 收入超预期双位数增长，公司经营修复由上半年的温和增长进入全渠道恢复阶段。2026 年前三季度公司实现营业收入 16.91 亿元，同比增长 9.46%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 19.78%；扣非归母净利润 2.77 亿元，同比增长 44.80%。26Q3 单季收入约 5.86 亿元，同比增长约 22.3%，显著快于 26Q1 的 6.20%和 26Q2 的 1.54%。2026 前三季度直营、经销累计收入分别增长 3.24%、12.65%，电商保持 19.50%的增长；其中三季度经销收入同比增长 38%，直营、电商分别同比增长 5%、13%。

图表13：26Q3 业绩拐点显现

	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
营业总收入	4.79	5.91	5.08	5.97	5.86
同比(%)	-1.15	-2.39	6.20	1.54	22.43
归属母公司股东的净利润	0.66	0.24	1.01	1.09	0.73
同比(%)	16.63	-0.43	21.84	24.50	10.91
扣非后归属母公司股东的净利润	0.58	0.41	0.78	1.00	0.99
同比(%)	8.47	231.91	22.90	41.91	72.22

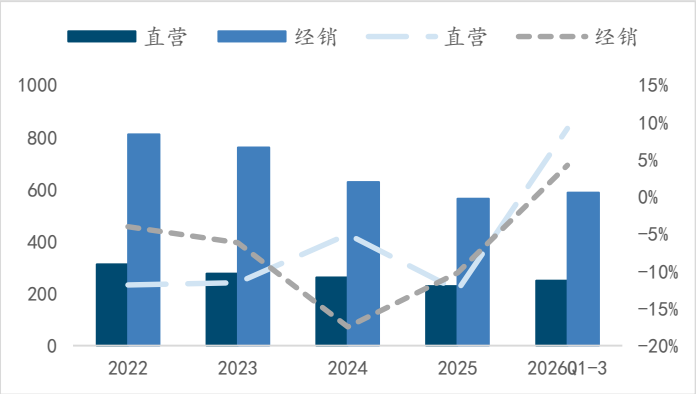
来源：wind，国金证券研究所

经销门店连续两个季度实现净增，新开店贡献叠加单店爬坡有望支撑经销收入持续增长。公司持续汰换经销商、引入优质深度合作客户，2025 年经销商数量由 628 家精简至 564 家；门店端 2025 年净关 64 家，2026Q1 净关 11 家，Q2、Q3 则恢复开店，单季度分别净开 13、22 家，且新开门店质量较优。2026Q1-3 经销渠道平均单店收入同比增长 2%，带动经销收入同比增长 13%，经销渠道由此前主要拖累转为重要增量来源。经销恢复呈现明显品牌分化，2026Q1-3 DA 及 DM 经销门店新开 65 家、关闭 41 家，净增 24 家至 352 家；DZ 新开 38 家、关闭 40 家，净减 2 家至 234 家；其他品牌经销门店净增 2 家。相较江南布衣截至 FY2026 国内自营/经销门店 500/1600 家，公司经销门店规模仍低，开店空间充足，经销渠道已重回净开店轨道。

经销渠道管理由招商开店延伸至后续订货、动销及库存支持，新店经营稳定性提升，推动店效稳步增长。2026Q1-3 经销新开/关闭门店分别为 105/81 家，净开 24 家，新开门店占比提升至 18%；尽管新店仍需爬坡，平均单店收入仍同比增长 2%。2026H1 公司建立订货决策数据支持体系，共开展 6 场经销商共创及专项培训，覆盖 130 余家合作伙伴，经销新品售罄率超过 70%。2025 年集中回收并解决经销商历史库存，通过抖音渠道消化。

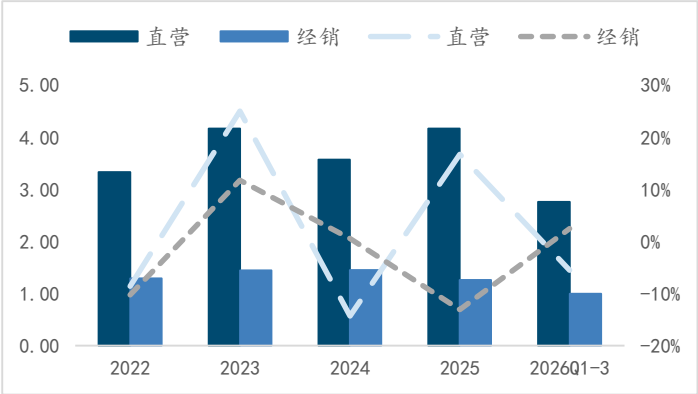
直营存量门店效率持续改善，Q3 恢复净开店。直营改革仍围绕关闭低效店、做强留存店、建设优质点位展开；2025 年公司开设上海新天地 Maison DAZZLE 旗舰店及深圳万象城标杆店，同时淘汰低效门店，全年直营门店净减少 33 家至 229 家，但渠道收入仍同比增长 2.04%，主要受益于点位优化与存量经营改善。2026H1 公司围绕连带率、客单价及客户回访转化建立门店分层管理机制，同店销售增长约 5%。公司已打通“内容种草—到店首购—私域沉淀—复购”链路，2026H1 直营及电商板块新客销售占比超过 50%，新客购买人数同比提升 10%；2026Q1-3 直营收入同比增长 3.24%，较 2026H1 同比下降 1.8%显著改善。

图表 14：公司直营/经销门店数及同比（家，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：公司直营/经销平均单店收入及同比（百万元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：经销自 26Q2 连续两季度恢复净开

门店数（家）	2023	2024	2025	截至 26Q3 末
直营	276	262	229	250
新增	31	29	31	36
关闭	67	43	64	15
净开	-36	-14	-33	21
经销	761	628	564	588
新增	69	67	92	105
关闭	119	200	156	81
净开	-50	-133	-64	24

2026 年以来单季度开店表现（家）：

渠道	2025 年	26Q1 末	26H1 末	26Q3 末
直营	229	231	227	250
经销	564	553	566	588
合计	793	784	793	838
	2025 全年净开	26Q1 单季净开	26Q2 单季净开	26Q3 单季净开
直营	-33	+2	-4	+23
经销	-64	-11	+13	+22
合计		-9	+9	+45

来源：公司公告，国金证券研究所

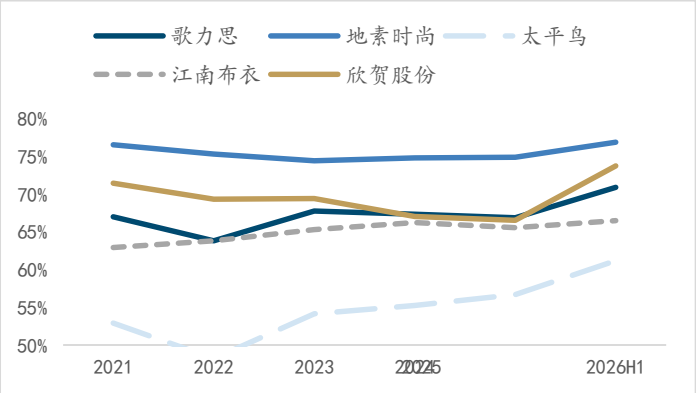
2026 年公司通过子公司长沙瑞洲咨询管理有限公司及 DAZZLE FASHION Holdings Limited，完成对加拿大高端外套品牌 MACKAGE 大中华及东南亚地区业务运营主体 Chelsey House HK Limited 100%股权及债权的收购。MACKAGE 为极具时尚感的加拿大羽绒品牌，羽绒服定价 5000 元至 10000 元以上；相较同属加拿大羽绒服品牌的加拿大鹅、Moose Knuckles，其时尚属性更为突出，剪裁修身，深受海外名人群体青睐。产品线覆盖羽绒外套、羊毛大衣、皮质外套、滑雪服饰及风衣等多个系列。MACKAGE 线下门店包括上海兴业太古汇、北京国贸、成都 SKP、天津弗洛伦萨小镇店等不少于 5 家门店。据久谦数据，2025 年品牌在淘宝、天猫、京东合计实现 GMV 约 6800 万元，2026 年 1-10 月累计 GMV 同比增长 34%。冬

季为品牌核心销售旺季，Q4 并表后有望为公司贡献新增收入。

2.2 电商持续发力盈利水平稳中有升，高分红政策延续性较强

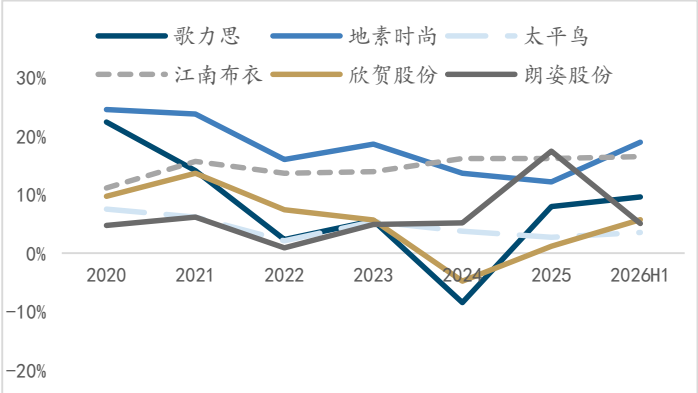
公司盈利能力行业领先，高毛利优势稳定。公司近五年毛利率稳定居于行业头部位置，2026H1 毛利率达 77%较江南布衣高 6pct。但净利率水平与江南布衣持平略低，主要因为调整前直营渠道经营效率略低，且高利润率经销渠道占比 33%低于江南布衣 38%的稳定水平。

图表 17：公司毛利率行业领先



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：公司 2025 年净利率略低于江南布衣

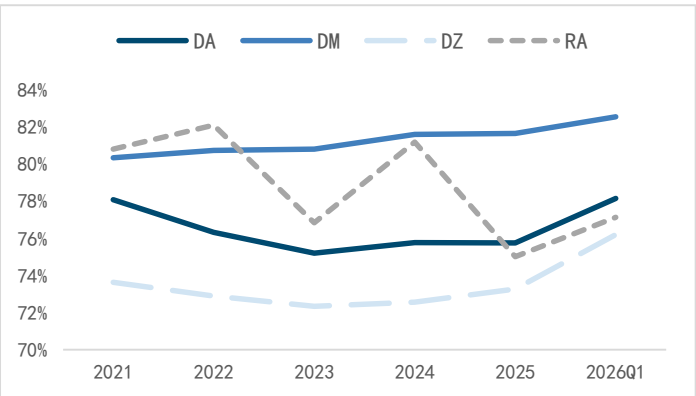


来源：wind，国金证券研究所

分品牌看，除 RA 外各品牌毛利率均稳步提升。其中，高端品牌 DM 毛利率最高，2025 年达 82%；中档品牌 DZ 毛利率为 73%；2026Q1-3 DA 与 DM 合计毛利率达 77.14%。

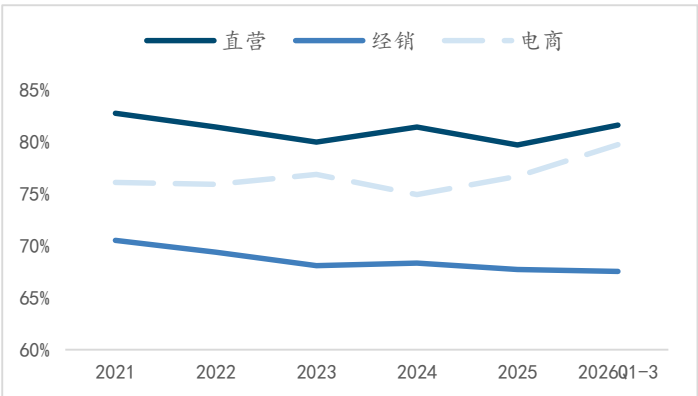
分渠道看，毛利率表现有所差异。直营渠道毛利率最高，稳定在 80%左右；电商渠道毛利率稳步提升，2026Q1-3 达 80%。当前抖音渠道主要承担尾货消化职能，尤其承接自经销商回收的历史库存；后续随着正价新品销售占比提升及折扣率改善，电商毛利率有望进一步提升。经销渠道毛利率持续小幅下行，但稳定在 68%左右；2025 年起公司参考江南布衣经验，鼓励经销商增加新货及深度款订货，配套返利政策，并对深度订货大客户给予更优订货折扣。随着电商收入持续高增长、经销渠道调整逐步到位，经销毛利率有望稳中有升。

图表 19：公司分品牌毛利率



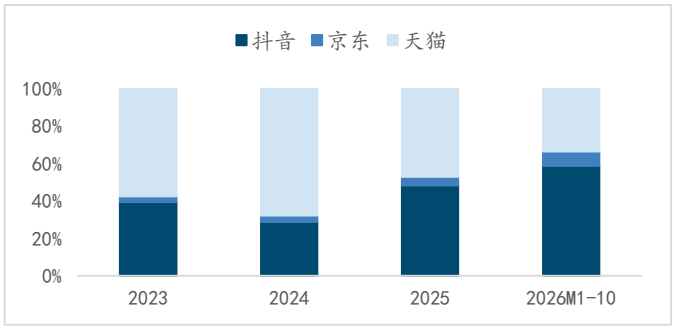
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 20：公司分渠道毛利率



来源：公司财报，国金证券研究所

图表21：公司抖音渠道占比快速提升



来源：久谦，国金证券研究所

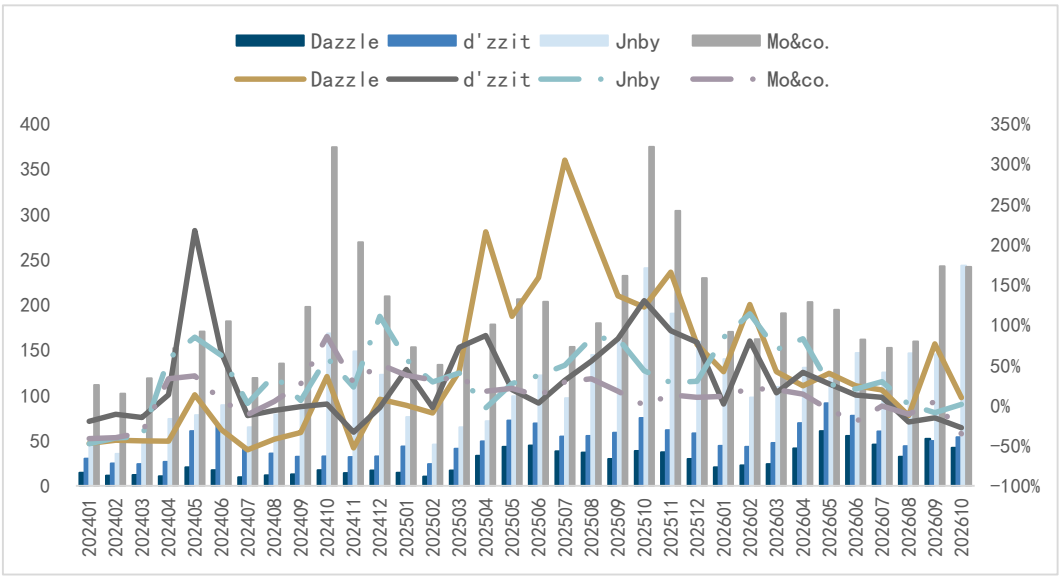
图表22：抖音作为主要清库存渠道均价偏低

销售均价（元）	抖音	京东	天猫
DZ			
2024	664	1046	1094
2025	605	974	814
2026M1-10	606	796	709
DA			
2024	1214	1419	1719
2025	882	1588	1066
2026M1-10	988	1393	1207

来源：久谦，国金证券研究所

公司持续扩大线上渠道覆盖，在抖音增设直播店铺，并重点加强天猫平台旗舰店运营能力建设。目前 DZ、DA 抖音直播店铺分别增至 4 个、3 个，主要竞品如 MO&Co 平均直播店数约 6-7 个，直播号数量与开店空间充足。2025 年公司围绕 DAZZLE 冬季青绿系列推出新品，在延续主品牌调性的基础上风格更鲜明，凭借版型包容及偏新中式设计实现人群扩圈。公司以“拥抱青绿，逛江山”为主题策划线上超级会员日、超级时装发布等大型联动活动，并在天猫官方旗舰店直播间首次举办直播大秀，通过线下私享活动、主题走秀与天猫直播相结合的方式精准触达消费者及品牌粉丝。活动期间，DAZZLE 品牌当日直播销售额首次跻身平台榜单 TOP8；2026 年 DAZZLE 官方旗舰店位列天猫 618 女装销售榜第 20 名。后续产品调整方面，核心品牌将保留华丽、精致风格及品牌辨识度，同时推出更符合商业逻辑的产品线，例如借鉴青绿系列打造偏现代风格产品，简化新中式元素并推出偏基础款。

图表23：DA 线上高速增长（线上 GMV，百万元；yoy，%）



来源：久谦，国金证券研究所

图表24：天猫 2026/2026 年 618 女装销售榜单

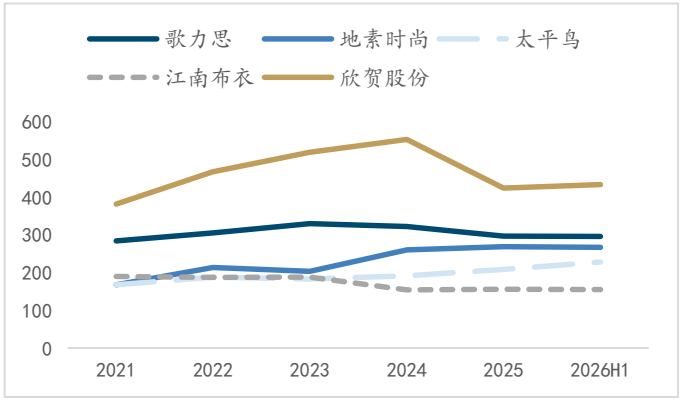
	2025 年 618	2026 年 618
1	优衣库官方旗舰店	优衣库官方旗舰店
2	ur 官方旗舰店	ur 官方旗舰店
3	zara 官方旗舰店	zara 官方旗舰店
4	moco 官方旗舰店	朗姿官方旗舰店
5	cos 官方旗舰店	zara 官方旗舰店
6	蕉下官方旗舰店	cos 官方旗舰店
7	edition 官方旗舰店	fabrique 官方旗舰店

	2025 年 618	2026 年 618
8	朗姿官方旗舰店	三彩官方旗舰店
9	三彩官方旗舰店	icicle 之禾官方旗舰店
10	江南布衣官方旗舰店	江南布衣官方旗舰店
11	fabrique 官方旗舰店	波司登官方旗舰店
12	teenieweenie 官方旗舰店	蕉下官方旗舰店
13	icicle 之禾官方旗舰店 新上榜	香影官方旗舰店
14	dzzit 官方旗舰店	edition 官方旗舰店
15	伊芙丽旗舰店	dzzit 官方旗舰店
16	elle 女装旗舰	ap 官方旗舰店
17	无印良品 muji 官方旗舰店	selfportrait 旗舰店
18	致知服饰旗舰店	elle 女装旗舰店
19	红袖官方旗舰店	伊芙丽旗舰店
20	only 官方旗舰店	dazzle 官方旗舰店

来源：天猫，国金证券研究所

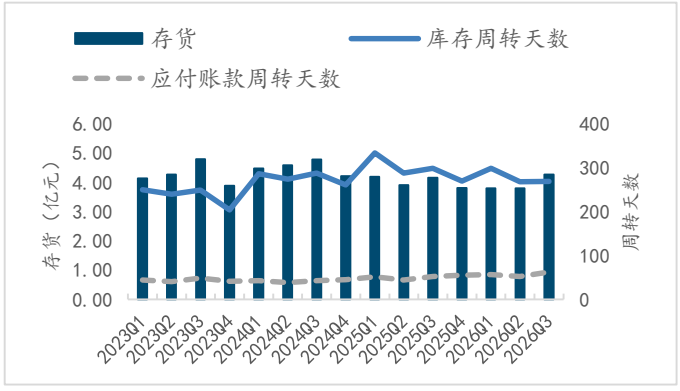
库存调整持续推进，动销与库存有望改善。公司重新梳理直营、经销边界及区域划分，优化退换货政策，加大返利、新店补贴和营销支持，并通过公司清货渠道协助消化部分经销历史库存。虽然 2026 年 9 月末存货账面价值 4.26 亿元，仍高于 6 月末 3.79 亿元及上年同期 4.15 亿元，但考虑到秋冬季存在备货需求，同时公司已从电商单一拉动走向线上增长与线下恢复并行，26H1 经销新品售罄率超过 70%证明公司新品动销情况良好，随着经销新店爬坡、历史库存消化、发货与终端动销匹配，库存改善确定性较强。

图表25：可比公司存货周转天数



来源：wind，国金证券研究所

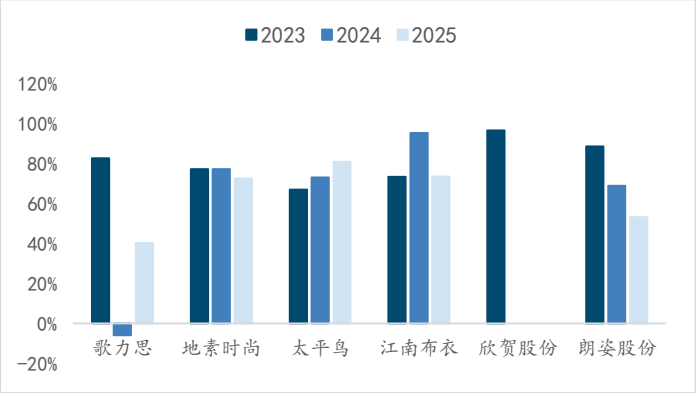
图表26：动销持续改善下库存有望优化



来源：wind，国金证券研究所

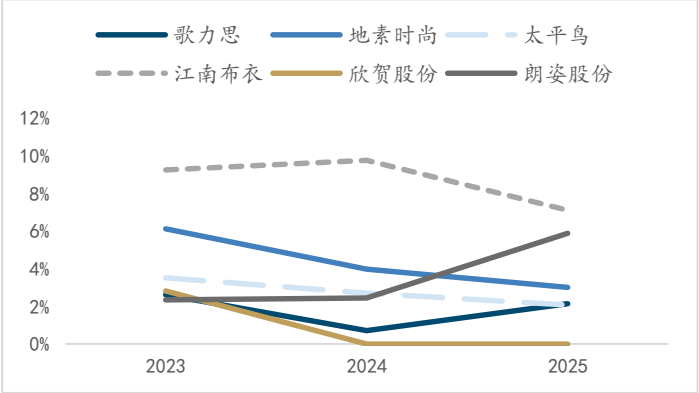
从历年分红看，公司上市以来分红比例较可比公司稳定且处于较高水平。根据 2024—2026 年股东回报规划，公司每年现金分红不低于当年净利润的 60%；2024 年、2025 年分别现金分红 2.34 亿元、1.86 亿元，占当年归母净利润的 77%、72%。公司 2021—2023 年股东分红计划亦规定每年现金分红不低于当年实现净利润的 60%，高分红政策延续性较强，未来有望维持较高分红比例。

图表27：可比公司年度现金分红比例



来源：Wind，国金证券研究所

图表28：可比公司股息率



来源：Wind，国金证券研究所；注：股息率计算采用每年 12 月 31 日收盘价

2.3 持续优化全渠道会员运营，推动同店健康增长

公司 2025 年 4 月完成集团会员权益体系升级。DAZZLE 以明星赋能引流、d'zzit 以专属礼赠精准触达，制定新老会员分层运营策略，2025 年下半年落地首届地素会员节，通过全渠道分阶段运营、差异化积分权益、社交裂变及门店礼遇联动—精准触达—场景转化"闭环；同时以 CRM 推进直营与经销会员打通，会员节错峰电商折扣，抖音成交后到店券引导线下转化，并依托大客户先行示范。

公司会员数仍有较大扩容空间，高价值会员占比及跨品牌复购有待提升。目前公司直营与经销会员尚未完全打通，经销参与度仍低，新客占比亦有提升空间，会员体系尚处建设期。对比江南布衣 FY2026 直营门店仅净增 9 家，直营收入仍同比+9.6%，其中活跃会员超 61 万，年消费超 5000 元的高价值会员账户超 36 万个、对应零售额 52.0 亿元、同比+7%，贡献线下渠道超 6 成零售额，会员资产是弱客流下支撑同店与收入确定性的核心变量。

目前公司直营及电商新客销售占比超 50%，新客购买人数同比+10%，会员客单价及消费频次上行，LTV 运营成效逐步显现。后续若打通会员数据与权益体系，有望推动同店增长由活动驱动转向复购驱动。

三、盈利预测与投资建议

盈利预测

（1） 分板块盈利预测

- 经销渠道： 2025 年起公司重点改革经销政策，着力解决退换货及库存包袱。2026Q3 经销收入 2.46 亿元，同比约+38%，占当季收入 42%；经销门店 588 家，较年初净增 24 家。参考同业及公司历史峰值 800 家以上的经销门店规模，开店空间充足，预计 2027/2028 年净开店均约 50 家。2023-2025 年经销毛利率稳定在 68%；2026Q3 受返利扶持影响短期下降 2.5pct，后续随返利政策效果释放及渠道规模回升有望恢复。2026Q1-3 经销收入同比增长 13%，预计 2026-2028 年经销收入同比分别+13%/+10%/+10%，毛利率分别为 68%/68%/68%。

- 直营渠道：直营渠道聚焦高单产点位，尤其侧重渠道利润率较优门店；在渠道利润考核导向下，预计直营开店策略偏保守，增长更多依赖同店提升。直营线下整体扩张空间有限，门店结构上以大体量门店为主，同时适量拓展中小型门店，核心通过提升店效、优化店铺结构实现规模效应。2026Q1-3 直营渠道净开店 21 家，收入同比增长 3%；预计未来维持每年约 20 家的净开店节奏，2026-2028 年收入同比分别+4%/+3%/+3%，毛利率预计未来三年保持稳定，维持在 80%左右。

- 电商渠道：电商自 2023 年起即为增长最快渠道。当前货架电商占比最高、贡献主要增量，抖音增速更快，后续公司将持续加码抖音渠道并增设直播账号。抖音目前仍以尾货清库存为主，后期正价新品销售占比有望提升。2026Q1-3 电商渠道收入同比增长 19.5%，毛利率提升至 79.7%；预计 2026-2028 年电商收入同比分别+19%/+15%/+15%，毛利率分别为 79%/79%/79%。

- MACKAGE：2026 年公司完成对加拿大高端外套品牌 MACKAGE 大中华及东南亚地区业务运营主体的收购。MACKAGE 国内线下门店均位于高线城市高端商圈；线上方面，据久

谦数据，2025 年品牌在淘宝、天猫、京东合计实现 GMV 约 6,800 万元，2026 年 1—10 月累计 GMV 同比增长 34%。考虑到公司线上、线下均有布局，预计 2026 年 MACKAGE 实现收入 1.44 亿元。冬季为品牌核心销售旺季，参考波司登 FY2025/26 下半财年即 2025 年 10 月至 2026 年 3 月收入约占全年 67%，而据久谦数据 2025 年波司登线上 Q4 收入约占全年 60%，预计 2026Q4 按 MACKAGE 全年收入 60%并表，对应并表收入约 0.86 亿元。后续公司有望推动品牌四季化发展，由羽绒服向大衣、春夏品类延伸，预计 2027/2028 年收入增速均为 20%。毛利率方面，参考波司登主品牌毛利率可达 69%，考虑到 MACKAGE 定位高端羽绒服，假设毛利率为 75%且维持不变。

图表29：盈利预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	2644	2214	2252	2433	2708	2952
yoy	10%	-16%	2%	8%	11%	9%
毛利	1968	1658	1599	1837	2042	2224
毛利率	74%	75%	71%	75%	75%	75%
分渠道						
直营	1150	935	954	987	1012	1037
yoy	11%	-19%	2%	4%	3%	3%
毛利率	80%	81%	80%	80%	80%	80%
毛利	919	761	760	786	806	826
经销	1098	911	711	804	884	973
yoy	5%	-17%	-22%	13%	10%	10%
毛利率	68%	68%	68%	68%	68%	68%
毛利	748	622	482	547	601	661
电商	397	368	467	556	639	735
yoy	29%	-7%	27%	19%	15%	15%
毛利率	77%	75%	77%	79%	79%	79%
毛利	305	275	358	439	505	581
分品牌						
DA+DM	1578	1289	1235	1458	1585	1702
yoy	7%	-18%	-4%	18%	9%	7%
毛利率	76%	76%	76%	76%	76%	76%
毛利	1195	984	941	1113	1209	1301
d’zzit	1020	884	871	932	951	998
yoy	14%	-13%	-1%	7%	2%	5%
毛利率	72%	73%	73%	73%	73%	73%
毛利	738	641	638	683	696	731
RAZZLE	47	41	26	0	0	0
yoy	56%	-12%	-37%			
毛利率	82%	77%	81%			
毛利	36	33	20			
MACKAGE				86.4	172.8	207
yoy					20%	20%
毛利率				75%	75%	75%
毛利				65	130	156

来源：公司财报，国金证券研究所

（2） 费用预测

• 销售费用：直营门店当前以大店为主，公司 KPI 以渠道利润为重要权重，并通过拓展中小型门店摊薄渠道费用；预计直营开店策略偏保守，增长更多聚焦同店提升。2026 前三季度销售费用率为 43.69%，预计 2026—2028 年销售费用率分别为 44%/44%/44%。

•管理费用：公司管理层较为稳定，2026 前三季度管理费用率为 7.78%，预计 2026-2028 管理费用率将持续摊薄至为 7.7%/7.7%/7.7%。

• 研发费用：预计 2026-2028 研发费用率分别为 3.5%/3.3%/3.0%。

图表30：费用预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	40.5%	45.7%	46.4%	45.0%	44.0%	43.0%
管理费用率	7.1%	8.7%	7.1%	7.1%	6.8%	6.3%
研发费用率	3.2%	3.7%	4.0%	3.5%	3.3%	3.0%

来源：公司财报，国金证券研究所

投资建议及估值

我们选择女装板块歌力思、太平鸟、江南布衣、朗姿股份、比音勒芬作为可比公司。基于公司经销渠道恢复扩张、电商持续放量，会员体系逐步打通直营与经销，同时叠加 MACKAGE 品牌并表贡献增量，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 3.01 亿/4.02 亿/4.80 亿元，对应 EPS 为 0.64 元/0.85 元/1.02 元。公司预测 2026-2028 年净利润 CAGR 达 26%行业领先，高于比音勒芬、太平鸟，参考 2026 年比音勒芬、太平鸟 PE 分别为 21 倍、24 倍，给予公司 2026 年 25 倍估值，对应目标价 16.03 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表31：可比公司估值比较（截至 2026 年 11 月 23 日）

代码	名称	股价（元）	EPS						PE			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	26-28CAGR	2025	2026E	2027E	2028E
603808.SH	歌力思	6.64	-0.85	0.45	0.53	0.64	0.74	18%	19	12	10	9
603877.SH	太平鸟	10.92	0.55	0.37	0.47	0.55	0.63	16%	39	23	20	17
002832.SZ	比音勒芬	28.85	1.37	0.96	1.41	1.80	2.20	25%	16	20	16	13
002780.SZ	三夫户外	11.42	-0.14	0.34	0.60	0.86	1.15	39%	42	19	13	10
3306.HK	江南布衣	22.70	1.67	1.74	2.01	2.15	2.32	7%	11	11	11	10
603511.SH	爱慕股份	9.88	0.41	0.38	-	-	-		41	-	-	-
平均值		0.00							**28**	**17**	**14**	**12**
603587.SH	地素时尚	15.98	0.65	0.56	0.64	0.85	1.02	26%	24	25	19	16

来源：wind，国金证券研究所；其中比音勒芬、江南布衣采用国金预测，其他均使用 wind 一致预测。

四、风险提示

1、 存货周转并未明显改善下存在存货减值风险。截至 2026H1 公司存货账面价值 3.79 亿元，存货跌价准备约 2 亿元，计提比例达 34.47%。2026 年前三季度进一步计提存货跌价损失 5875 万元，占前三季度累计归母净利润的 22.56%。同时存货周转效率并未同步明显改善，2026H1 地素存货周转天数约 345 天，较 2025H1 进一步抬升。虽然抖音渠道承担了部分清库存职，但若终端动销恢复不及预期，清库存节奏放缓，存货账面价值仍需进一步下调，减值计提将持续压制利润弹性。

2、 经销渠道恢复不达预期风险。经销发货高增主要受 2025 年低基数及退换货、库存出清等因素影响，单季提货额同比高增或难持续；若 Q4 同店增长及开店贡献不及预期，增速回落可能对经营杠杆形成较大影响。2026Q1-3 销售费用率约 42.8%，同比-2.8pct，但绝对水平仍处高位；若营销投放、租金及平台费用反弹，经营杠杆或受侵蚀。同时会员体系在经销端打通存在阻力，经销同店增长拉动可能偏慢。

3、 行业竞争加剧下电商增长不达预期风险。公司抖音渠道以自播为主，商品定价较高、吊牌折扣率较低，难以匹配达播对深折扣、大单款的需求；同时，国际品牌渠道发力下，国内中高端女装竞争压力仍存。若消费者信心恢复不及预期，终端需求及正价销售将受到制约，进而影响电商渠道利润率。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**2,649**	**2,219**	**2,136**	**2,433**	**2,708**	**2,952**
增长率	-5.5%	-16.2%	-3.7%	13.9%	11.3%	9.0%
主营业务成本	-677	-558	-536	-596	-666	-728
%销售收入	25.5%	25.2%	25.1%	24.5%	24.6%	24.7%
毛利	1,972	1,661	1,600	1,837	2,042	2,224
%销售收入	74.5%	74.8%	74.9%	75.5%	75.4%	75.3%
营业税金及附加	-26	-21	-23	-26	-28	-31
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-1,072	-1,015	-991	-1,071	-1,192	-1,299
%销售收入	40.5%	45.7%	46.4%	44.0%	44.0%	44.0%
管理费用	-189	-194	-153	-187	-209	-227
%销售收入	7.1%	8.7%	7.1%	7.7%	7.7%	7.7%
研发费用	-84	-82	-86	-85	-89	-89
%销售收入	3.2%	3.7%	4.0%	3.5%	3.3%	3.0%
息税前利润（EBIT）	602	348	347	468	524	578
%销售收入	22.7%	15.7%	16.3%	19.2%	19.3%	19.6%
财务费用	56	44	32	26	27	31
%销售收入	-2.1%	-2.0%	-1.5%	-1.1%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-60	-79	-84	-133	-46	3
公允价值变动收益	17	36	-8	0	0	0
投资收益	-20	-1	-1	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	669	405	335	401	536	642
营业利润率	25.2%	18.2%	15.7%	16.5%	19.8%	21.7%
营业外收支	-3	-1	-2	0	0	0
税前利润	666	404	333	401	536	642
利润率	25.1%	18.2%	15.6%	16.5%	19.8%	21.7%
所得税	-172	-100	-73	-100	-134	-160
所得税率	25.9%	24.8%	21.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	494	304	260	301	402	481
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**494**	**304**	**260**	**301**	**402**	**481**
净利率	18.6%	13.7%	12.2%	12.4%	14.8%	16.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	494	304	260	301	402	481
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	259	275	275	186	102	58
非经营收益	18	-24	11	98	3	3
营运资金变动	-67	-154	-62	-106	-2	-7
经营活动现金净流	**703**	**400**	**485**	**479**	**505**	**534**
资本开支	-49	-51	-27	-50	-60	-53
投资	329	-9	-98	0	0	0
其他	3	1	-14	0	0	0
投资活动现金净流	**284**	**-59**	**-139**	**-50**	**-60**	**-53**
股权募资	0	0	0	-318	169	10
债权募资	0	0	0	-110	0	0
其他	-485	-532	-446	-240	-263	-287
筹资活动现金净流	**-485**	**-532**	**-446**	**-668**	**-94**	**-277**
现金净流量	**502**	**-192**	**-103**	**-239**	**350**	**204**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,478	2,285	2,189	1,950	2,300	2,504
应收款项	162	139	131	153	171	186
存货	388	420	380	311	305	342
其他流动资产	745	756	669	666	672	677
流动资产	3,773	3,600	3,369	3,080	3,447	3,710
%总资产	81.5%	81.9%	78.3%	78.7%	80.5%	81.7%
长期投资	0	0	181	181	181	181
固定资产	488	467	417	392	378	356
%总资产	10.5%	10.6%	9.7%	10.0%	8.8%	7.8%
无形资产	73	66	67	106	140	168
非流动资产	857	797	932	834	838	830
%总资产	18.5%	18.1%	21.7%	21.3%	19.5%	18.3%
资产总计	**4,630**	**4,397**	**4,301**	**3,914**	**4,285**	**4,540**
短期借款	99	99	99	0	0	0
应付款项	200	194	168	217	233	244
其他流动负债	468	343	316	245	291	329
流动负债	768	635	583	463	524	572
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	117	91	87	73	73	73
负债	884	726	670	536	597	646
普通股股东权益	3,745	3,671	3,631	3,377	3,687	3,894
其中：股本	477	477	474	474	474	474
未分配利润		1,602	1,628	1,692	1,833	2,030
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**4,630**	**4,397**	**4,301**	**3,914**	**4,285**	**4,540**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.034	0.636	0.549	0.637	0.850	1.018
每股净资产	7.846	7.695	7.660	7.145	7.800	8.238
每股经营现金净流	1.473	0.838	1.024	1.010	1.064	1.127
每股股利	0.800	0.500	0.400	0.500	0.550	0.600
回报率						
净资产收益率	13.18%	8.27%	7.17%	8.91%	10.89%	12.36%
总资产收益率	10.66%	6.90%	6.06%	7.69%	9.37%	10.60%
投入资本收益率	11.57%	6.94%	7.28%	10.39%	10.66%	11.13%
增长率						
主营业务收入增长率	10.35%	-16.23%	-3.72%	13.90%	11.29%	9.01%
EBIT 增长率	21.45%	-42.18%	-0.23%	34.74%	11.92%	10.30%
净利润增长率	28.37%	-38.52%	-14.20%	15.55%	33.48%	19.85%
总资产增长率	6.18%	-5.02%	-2.19%	-9.01%	9.48%	5.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.9	11.9	10.6	10.5	10.5	10.5
存货周转天数	206.5	264.1	272.4	272.0	265.0	260.0
应付账款周转天数	41.5	45.4	55.4	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	66.6	74.2	70.7	58.4	50.5	43.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.32%	-77.99%	-73.65%	-75.04%	-78.24%	-79.33%
EBIT 利息保障倍数	-10.8	-7.8	-10.8	-17.7	-19.2	-18.4
资产负债率	19.10%	16.52%	15.57%	13.70%	13.94%	14.22%

来源：公司财报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	8	11	15
增持	1	2	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.22**	**1.27**	**1.35**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究