

华孚时尚 (002042)

证券研究报告

2022年04月29日

数智化落地见成效，下游拓展拥抱产业互联

2021年营收167.08亿同增17.4%，归母净利5.70亿元扭亏

21年公司收入167.08亿元，同比增长17.4%，主要系21年全球服饰消费继续恢复性增长，南亚及东南亚疫情反复使部分海外订单回流国内。其中21Q1-4总营收及增速分别为38.45亿(+66.7%)、47.1亿(+44.9%)、41.6亿(+34.1%)、39.93亿(-28.3%)。2022Q1营收41.47亿元，同比增长7.9%。

21年归母净利5.70亿元，扭亏，主要系21年原材料价格波动上行，同时公司产能利用率提升，通过数智化工厂建设提升生产效率，产品毛利率提升。其中21Q1-4归母净利及增速分别为1.31亿(+531.0%)、1.7亿(+207.2%)、1.44亿(+364.9%)、1.24亿(+162.0%)。2022Q1归母净利1.50亿元，同比增长14.4%。

2021年扣非归母净利3.52亿元，扭亏。22Q1扣非归母净利1.32亿元，同比增长126.4%，主要系非经常性损益减少所致。

收入：纱线、网链业务保持较快增长，袜制品业务新起航

分产品看，2021年纱线业务收入66.31亿元(占总39.7%)，同比增长16.2%；网链业务收入96.55亿元(占总57.8%)，同比增长16.3%；袜制品业务收入2.69亿元(占总1.6%)，同比增长79.9%。

分地区看，2021年境外主营业务收入21.84亿元(占总13.1%)，同比增长68.5%；境内主营业务收入144.13亿元(占总86.3%)，同比增长12.1%；其他收入1.11亿元(占总0.7%)，同比增长51.5%。

盈利能力迅速回升，费控效果显著

公司毛利率同比增长8.1pct至9.6%；22Q1毛利率10.3%，同比增长2.7pct。21年归母净利率同比增长6.5pct至3.4%，较19年增长0.9pct；22Q1归母净利率3.6%，同比增长0.2pct。

费率方面，21年费控效果显著，期间费率5.7%(-0.7pct)继续减少。21年销售/管理/研发/财务费用率分别为0.7%(+0.1pct)、2.3%(-0.2pct)、0.8%(-0.01pct)、1.9%(-0.5%)。其中销售费用增长主要系电商平台服务费增长所致。22Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.9%(-0.5pct)、2.2%(-0.04pct)、0.9%(+0.1pct)、1.9%(+0.8pct)。

调整盈利预测，维持买入评级。考虑当前业内订单存在一定向东南亚转移趋势，同时考虑公司纱线、网链业务稳健增长，袜业态势良好，数智化或带动盈利能力提升，我们预计公司2022-24年EPS分别为0.35、0.39、0.43元/股(22-23年原值为0.39、0.45元/股)，PE分别为9.98、9.04、8.19倍。

风险提示：原材料价格波动，人民币汇率波动，疫情反复，国际政治博弈带来订单波动，人民币汇率波动等风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,231.73	16,708.44	17,599.91	19,419.65	21,445.37
增长率(%)	(10.42)	17.40	5.34	10.34	10.43
EBITDA(百万元)	475.43	1,829.54	1,682.60	1,796.29	1,900.14
净利润(百万元)	(444.23)	569.74	603.51	665.70	735.19
增长率(%)	(210.42)	(228.25)	5.93	10.31	10.44
EPS(元/股)	(0.26)	0.34	0.35	0.39	0.43
市盈率(P/E)	(13.55)	10.57	9.98	9.04	8.19
市净率(P/B)	1.07	0.86	0.83	0.79	0.75
市销率(P/S)	0.42	0.36	0.34	0.31	0.28
EV/EBITDA	26.67	7.32	6.53	6.25	5.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	3.59元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,700.68
流通A股股本(百万股)	1,699.04
A股总市值(百万元)	6,105.45
流通A股市值(百万元)	6,099.56
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	63.02
一年内最高/最低(元)	6.25/3.31

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：聚源数据

相关报告

- 《华孚时尚-公司点评:预计21年归母5.5-6.3亿，毛利改善产业打通》2022-01-26
- 《华孚时尚-首次覆盖报告:产业立足互联网赋能，色纺纱龙头构建成长新矩阵》2022-01-24
- 《华孚时尚-公司点评:棉花库存充足，前端网链掌握优质棉花资源，有望持续受益于棉价上涨》2018-05-21

1. 2021 年营收 167.08 亿同增 17.4%，归母净利 5.70 亿元扭亏

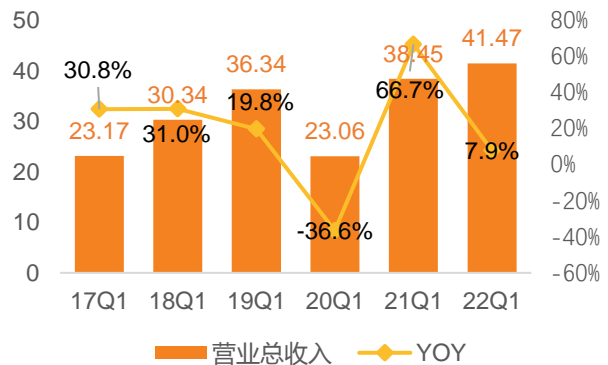
4月27日，华孚时尚发布2021全年及2022Q1业绩，2021年实现收入167.08亿元，同比增长17.4%，主要系21年全球服饰消费继续恢复性增长，中国率先控制住疫情，国内市场及供应链得到较好恢复，南亚及东南亚疫情反复使部分海外订单回流国内。其中21Q1-4总营收及增速分别为38.45亿(+66.7%)、47.1亿(+44.9%)、41.6亿(+34.1%)、39.93亿(-28.3%)。2022Q1营收41.47亿元，同比增长7.9%。

图 1：2017-2021 年营收（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2017Q1-2022Q1 年营收（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

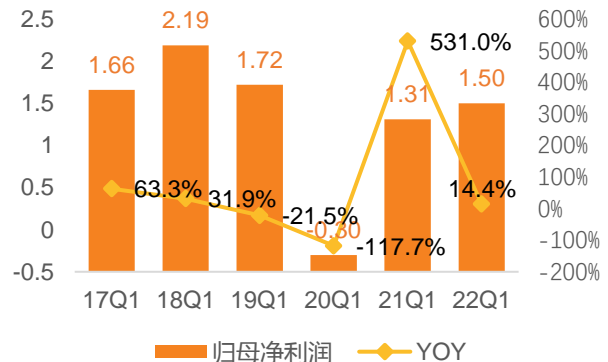
2021 年归母净利 5.70 亿元，扭亏，主要系 21 年原材料价格波动上行，同时公司产能利用率提升，通过数智化工厂建设提升生产效率，产品毛利率提升。其中 21Q1-4 归母净利及增速分别为 1.31 亿(+531.0%)、1.7 亿(+207.2%)、1.44 亿(+364.9%)、1.24 亿(+162.0%)。2022Q1 归母净利 1.50 亿元，同比增长 14.4%。

图 3：2017-2021 年归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2017Q1-2022Q1 年归母净利润（亿元）及增速

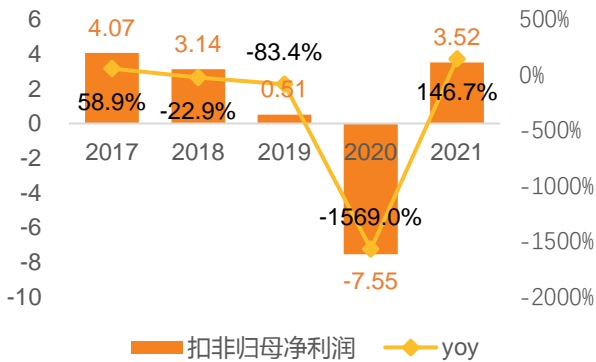


资料来源：wind，天风证券研究所

2021 年扣非归母净利 3.52 亿元，扭亏，其中 21Q1-4 扣非归母净利及增速分别为 0.58 亿(+185.5%)、1.60 亿(+168.3%)、1.21 亿(+213.7%)、0.13 亿(+103.7%)。

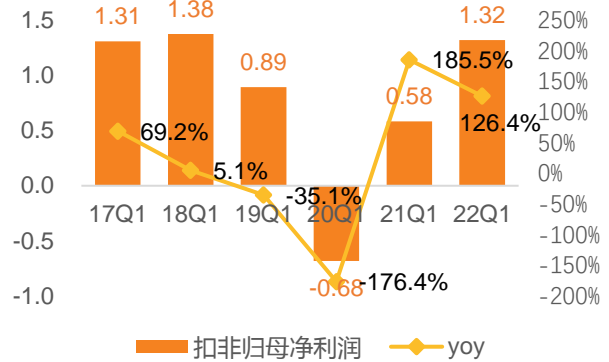
2022Q1 扣非归母净利 1.32 亿元，同比增长 126.4%，主要系非经常性损益减少所致。

图 5：2017-2021 年扣非归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2017Q1-2022Q1 年扣非归母净利润（亿元）及增速

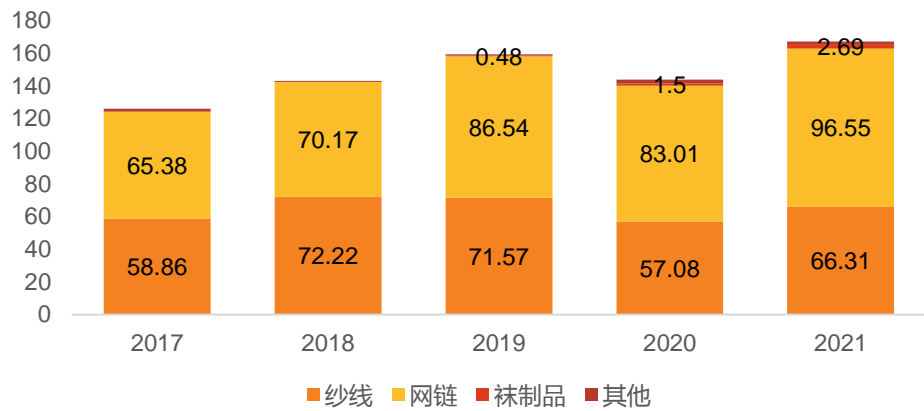


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 收入：纱线、网链业务保持较快增长，袜制品业务新起航

分产品看，2021 年纱线业务收入 66.31 亿元（占总 39.7%），同比增长 16.2%；网链业务收入 96.55 亿元（占总 57.8%），同比增长 16.3%；袜制品业务收入 2.69 亿元（占总 1.6%），同比增长 79.9%。

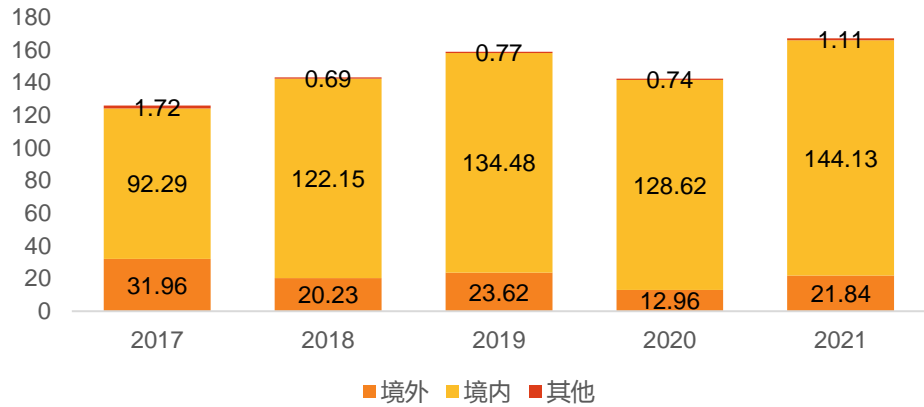
图 7：2017-2021 年分产品营收（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

分地区看，2021 年境外主营业务收入 21.84 亿元（占总 13.1%），同比增长 68.5%；境内主营业务收入 144.13 亿元（占总 86.3%），同比增长 12.1%；其他收入 1.11 亿元（占总 0.7%），同比增长 51.5%。

图 8：2017-2021 年分地区营收（亿元）

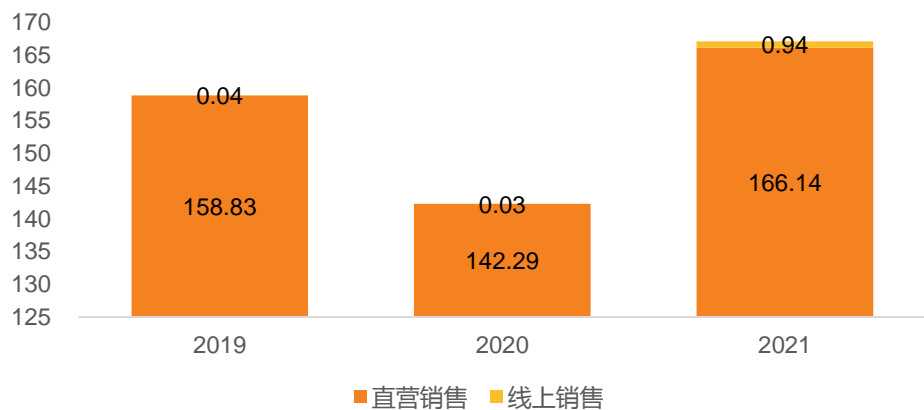


资料来源: wind, 天风证券研究所

分渠道看, 2021 年公司直营销售 166.14 亿元 (占总 99.4%), 同比增长 16.8%; 线上销售 0.94 亿元 (占总 0.6%), 同比增长 2985.8%。

其中线上平台包括自建销售平台, 平台自 2017 年起开始运行, 截至 2021 年末注册用户数量为 2000 万, 月均活跃用户数量为 27 万; 同时还包括第三方销售平台, 其中 2021 年在阿里巴巴平台交易金额 (下同) 为 330.34 万元; 抖音 457.11 万元; 天猫 7814.70 万元; 唯品会 787.14 万元。

图 9: 2019-2021 年分销售模式营收 (亿元)



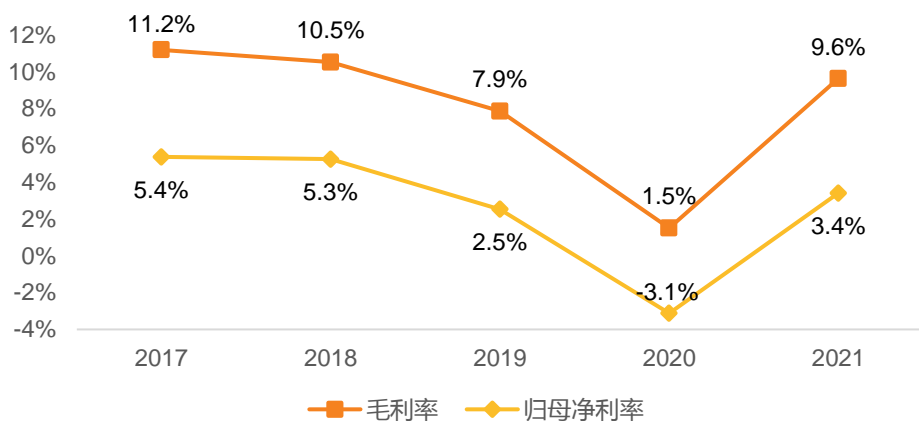
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 盈利能力迅速回升, 费控效果显著

公司毛利率同比增长 8.1 pct 至 9.6%; 剔除 2020 年较低值影响, 毛利率较 19 年增长 1.8pct。归母净利率同比增长 6.5pct 至 3.4%, 较 19 年增长 0.9pct。

22Q1 毛利率 10.3%, 同比增长 2.7pct; 归母净利率 3.6%, 同比增长 0.2pct。

图 10: 2017-2021 年公司毛利率与归母净利率

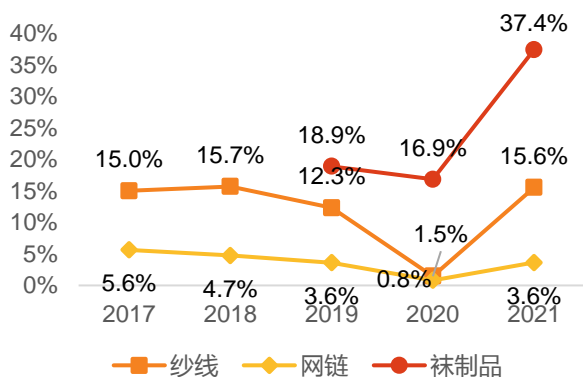


资料来源: wind, 天风证券研究所

分产品看, 2021 年纱线毛利率 15.6%, 同比增长 14.1pct, 较 19 年增长 3.2pct; 网链毛利率 3.6%, 同比增长 2.8pct, 较 19 年基本持平; 袜制品毛利率 37.4%, 同比增长 20.6 pct。

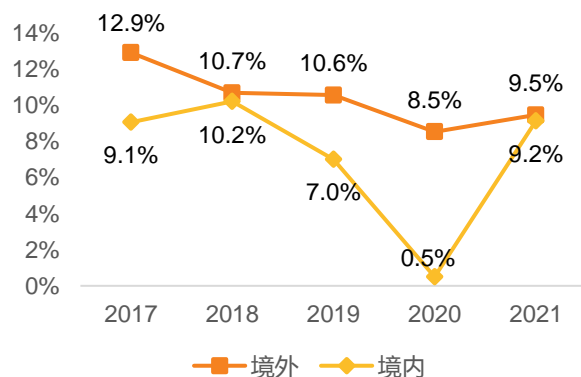
分地区看, 2021 年境外主营业务毛利率 9.5%, 同比增长 0.9pct, 较 19 年减少 1.1pct; 境内主营业务毛利率 9.2%, 同比增长 8.7pct, 较 19 年增长 2.1pct。

图 11: 2017-2021 年分产品毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 2017-2021 年分地区 (主营业务) 毛利率

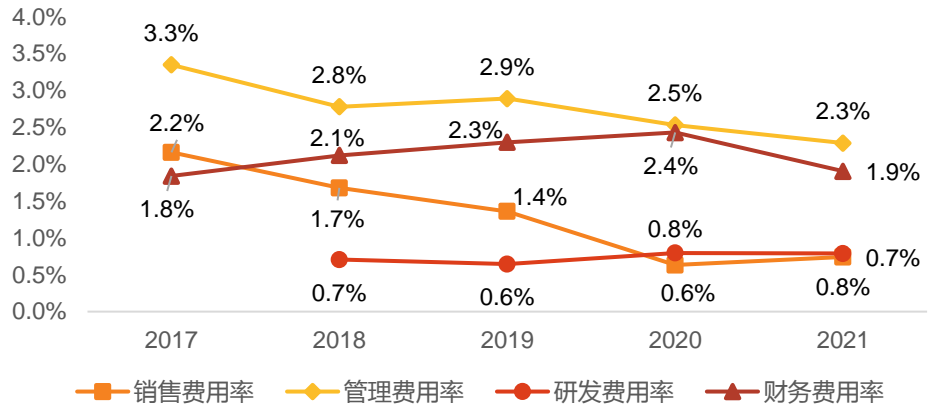


资料来源: wind, 天风证券研究所

2021 年公司费控效果显著, 期间费率 5.7% (-0.7pct) 继续减少。21 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7% (+0.1pct), 2.3% (-0.2pct), 0.8% (-0.01pct), 1.9% (-0.5%)。其中销售费用增长主要系电商平台服务费增长所致。

22Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.9% (-0.5pct)、2.2% (-0.04pct)、0.9% (+0.1pct)、1.9% (+0.8pct)。

图 13: 2017-2021 年公司细分费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 2017 年管理费用包括研发费用

4. 产能扩张、利用率回升，产销两旺助推业绩增长

截至 2021 年底，公司纱线总产能 206 万锭，同比增长 9.0%，年产 29 万吨新型纱线。其中，境内产能 177 万锭（占总 86.0%），同比增长 10.6%；境外产能 29 万锭（占总 14.0%）。

21 年公司整体产能利用率快速恢复，自 2020 年疫情影响下的 71% 回升至 93%，其中境内、境外产能利用率分别为 93%、92%，均保持在较高水平。

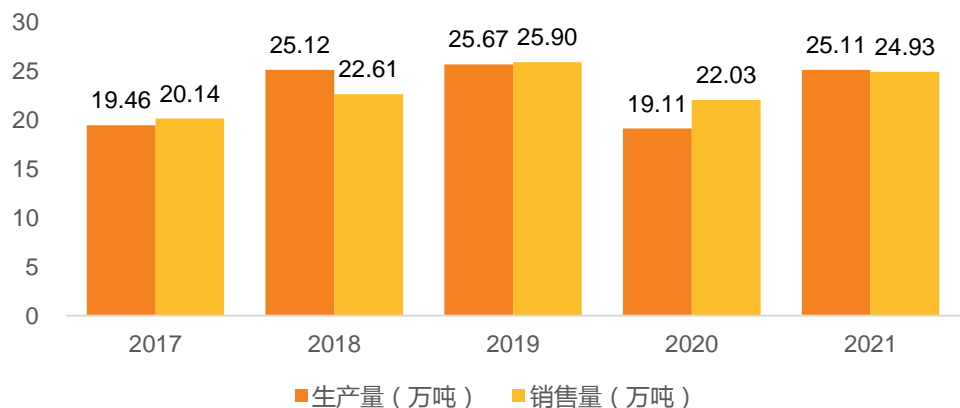
表 1: 2019-2021 年公司纱线产能及利用率情况

	2019	2020	2021
总产能（万锭）	189	189	206
同比（%）	持平	持平	9.0%
产能利用率	91.0%	71.0%	93.0%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2021 年公司纱线产量 25.11 万吨，同比增长 31.37%；销量 24.93 万吨，同比增长 13.17%。

图 14: 2017-2021 年公司产量及销量（万吨）



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

5. 前景展望

2022 年，公司将继续坚持主业，数智制造，产融结合，围绕功能科技、时尚快反、可持续发展、高质量发展四条主线，做全品类供应商。具体来看：

（1）纱线业务

深耕内循环，巩固、扩大国内市场占有率。21 年公司积极拓展国内市场、非美国国际市场，与国内多家品牌建立或深化战略合作关系；同时采取有效措施把控产销平衡的节奏，根据订单价值配置公司资源，通过订单集聚提升产能效率，通过数智化提升纱线生产提效降本，克服了局部区域阶段性疫情影响的考验，多项举措使毛利率明显提升。

未来将继续抓住中国市场规模大、消费升级的历史机遇，发挥创新快反、优良服务、资源整合的优势，系统对接头部国潮品牌、电商新锐品牌、专项市场供应链，深化区域市场开发、深耕细分市场，挖掘价值客户，构建基于内循环的国内市场供应链。

同时公司将加快新产能建设，聚焦差异化竞争。此前公司募投项目已变更为位于淮北的 30 万锭智能纺纱产业园项目，定位高档次、高毛利产品，目前有 20 万锭智能纺纱工厂在建。未来伴随产能逐渐释放，生产效率及整体毛利率有望进一步提升。

（2）网链及袜制品业务

在深耕纱线主业的同时，公司积极发展网链业务，打造产业互联网平台，发展柔性供应链，通过价值服务，逐步实现产业转型升级。21 年公司在前端把握市场行情实现了量利齐增，后端网链在袜业品类实现了突破。

未来公司将继续实行“坚持主业，共享产业”的发展战略，以纱线贯穿纺织服装产业，以产业互联网与柔性供应链实现产业转型，实现“原材料-纺纱-面料-成衣”全产业链覆盖，实现从时尚制造商向时尚运营商的转型。

后端下游拓展方面，公司拟从纱到袜重构全球袜业产业生产链生态，构建科技型全产业链袜业龙头，**以四大业务生态打开成长空间**：①**自主品牌**，聚焦线上新兴渠道经营，填补我国中高端袜品市场空白，其中卡拉美拉品牌势能持续释放；②**品牌授权**，充分利用华孚与阿大客户资源叠加优势，实现授权端突破；③**贴牌业务**，面向海外批发市场档口，转型为品牌代工，借力数智互联实现规模效应；④**袜纱业务**，下游业务拓展反哺上游纱线，形成协同。

（3）数智化升级

公司积极进行数字化建设，搭建数据集成物联网平台、MES 智能纺纱运营管理系统、平台化仓库管理系统、远程运维云平台等，打造华孚数字化转型。截至 2021 年末，已完成 100 万纱锭和 1000 台袜机的数字化改造，未来将在此基础上完成其余可进行数字化升级的产能改造。

新疆阿克苏实现全面数字化，1) 公司作业流程规范化，协作效率提升；2) 统一数据管理，数据质量提升；3) 前后端数据链拉通，数据唯一、准确。数字化建设效果明显，设备停机时间下降 90%，设备效率提升 7%，每万锭每年增加净利润 30~40 万元。

人均产出大幅增长，管理效能持续提升。2021 年公司人均产出为 100.86 万元，同比增长 12.7%；同时管理费用率持续减少，21 年同比减少 0.2pct 至 2.3%。

6. 盈利预测和估值

调整盈利预测，维持买入评级。公司实行“坚持主业、共享产业”的长期发展战略，主营纱线业务优势稳固；同时深化拓展网链业务，发力共享产业；延伸后端网链业务拓展下游袜业，袜制品增速较快，未来发展态势良好。考虑当前业内订单存在一定向东南亚转移趋势，同时考虑公司纱线、网链业务稳健，袜业发展态势良好，数智化或带动盈利能力提升，我们预计公司 2022-24 年 EPS 分别为 0.35、0.39、0.43 元/股（22-23 年原值为 0.39、0.45 元/股），PE 分别为 9.98、9.04、8.19 倍。

7. 风险提示：

原材料价格波动，人民币汇率波动，疫情反复，国际政治博弈带来订单波动，人民币汇率波动等风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,709.20	3,372.05	1,407.99	1,553.57	1,715.63
应收票据及应收账款	786.03	998.34	939.45	1,195.89	1,140.62
预付账款	793.11	606.83	1,192.83	693.38	1,323.14
存货	5,139.88	6,560.65	5,517.80	7,856.90	6,919.72
其他	1,106.98	1,305.39	1,680.46	1,279.13	1,544.15
流动资产合计	10,535.20	12,843.27	10,738.53	12,578.88	12,643.27
长期股权投资	171.48	303.92	303.92	303.92	303.92
固定资产	4,930.99	4,995.10	4,652.39	4,240.12	3,712.22
在建工程	208.20	428.51	269.11	173.46	193.46
无形资产	886.34	939.01	909.44	879.88	850.32
其他	877.86	628.37	767.65	808.16	715.29
非流动资产合计	7,074.88	7,294.91	6,902.50	6,405.55	5,775.21
资产总计	17,610.08	20,138.19	17,641.04	18,984.43	18,418.48
短期借款	8,413.55	8,426.75	6,809.97	7,099.69	6,846.60
应付票据及应付账款	856.79	1,034.74	558.81	1,366.24	790.13
其他	618.83	975.81	2,365.53	2,247.15	2,049.15
流动负债合计	9,889.18	10,437.30	9,734.31	10,713.08	9,685.88
长期借款	814.42	882.63	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	132.40	146.15	138.85	139.13	141.38
非流动负债合计	946.81	1,028.78	138.85	139.13	141.38
负债合计	11,620.35	12,609.82	9,873.16	10,852.21	9,827.25
少数股东权益	367.50	519.17	539.47	559.34	584.12
股本	1,519.38	1,700.68	1,700.68	1,700.68	1,700.68
资本公积	2,408.43	2,771.25	2,771.25	2,771.25	2,771.25
留存收益	2,326.38	2,590.00	2,984.85	3,305.30	3,696.99
其他	(631.97)	(52.73)	(228.37)	(204.36)	(161.82)
股东权益合计	5,989.72	7,528.37	7,767.88	8,132.21	8,591.23
负债和股东权益总计	17,610.08	20,138.19	17,641.04	18,984.43	18,418.48

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(470.06)	613.47	603.51	665.70	735.19
折旧摊销	543.62	563.87	551.69	557.47	557.47
财务费用	358.03	334.51	247.42	224.77	224.09
投资损失	(221.95)	(216.57)	(177.57)	(205.36)	(199.83)
营运资金变动	303.28	22.86	(238.66)	(1,149.45)	(668.18)
其它	315.44	(598.26)	(48.46)	(46.19)	(25.47)
经营活动现金流	828.35	719.88	937.93	46.94	623.27
资本支出	132.87	1,142.27	27.30	19.72	17.76
长期投资	(4.91)	132.44	0.00	0.00	0.00
其他	(489.55)	(2,089.35)	290.19	340.40	305.85
投资活动现金流	(361.60)	(814.64)	317.49	360.11	323.61
债权融资	(342.02)	(130.31)	(2,824.44)	81.16	(462.12)
股权融资	(33.17)	817.24	(395.03)	(342.64)	(322.70)
其他	71.07	(248.89)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(304.12)	438.03	(3,219.47)	(261.47)	(784.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	162.63	343.27	(1,964.05)	145.58	162.06

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,231.73	16,708.44	17,599.91	19,419.65	21,445.37
营业成本	14,016.17	15,098.03	15,857.52	17,477.68	19,257.94
营业税金及附加	51.82	65.28	70.40	83.12	96.50
销售费用	90.09	123.67	133.76	143.71	182.29
管理费用	360.40	382.18	406.56	494.23	584.17
研发费用	113.12	131.56	142.56	155.35	173.34
财务费用	346.00	318.34	247.42	224.77	224.09
资产/信用减值损失	(136.58)	(244.18)	(134.64)	(171.80)	(183.54)
公允价值变动收益	(4.76)	(56.94)	(79.49)	(87.46)	(71.99)
投资净收益	221.95	216.57	177.57	205.36	199.83
其他	(349.70)	(7.35)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(476.78)	681.26	705.13	786.90	871.33
营业外收入	12.57	29.48	18.11	20.05	22.55
营业外支出	9.68	17.68	10.45	12.60	13.58
利润总额	(473.89)	693.07	712.80	794.35	880.31
所得税	(3.83)	79.60	78.27	87.38	98.59
净利润	(470.06)	613.47	634.53	706.97	781.71
少数股东损益	(25.83)	43.72	31.02	41.27	46.52
归属于母公司净利润	(444.23)	569.74	603.51	665.70	735.19
每股收益(元)	(0.26)	0.34	0.35	0.39	0.43

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-10.42%	17.40%	5.34%	10.34%	10.43%
营业利润	-207.41%	-242.89%	3.50%	11.60%	10.73%
归属于母公司净利润	-210.42%	-228.25%	5.93%	10.31%	10.44%
获利能力					
毛利率	1.51%	9.64%	9.90%	10.00%	10.20%
净利率	-3.12%	3.41%	3.43%	3.43%	3.43%
ROE	-7.90%	8.13%	8.35%	8.79%	9.18%
ROIC	-1.04%	7.67%	6.71%	7.38%	7.62%
偿债能力					
资产负债率	65.99%	62.62%	55.97%	57.16%	53.36%
净负债率	111.33%	82.27%	71.84%	70.60%	62.17%
流动比率	0.99	1.11	1.10	1.17	1.31
速动比率	0.51	0.54	0.54	0.44	0.59
营运能力					
应收账款周转率	17.70	18.73	18.16	18.19	18.36
存货周转率	2.68	2.86	2.91	2.90	2.90
总资产周转率	0.79	0.89	0.93	1.06	1.15
每股指标(元)					
每股收益	-0.26	0.34	0.35	0.39	0.43
每股经营现金流	0.49	0.42	0.55	0.03	0.37
每股净资产	3.31	4.12	4.25	4.45	4.71
估值比率					
市盈率	-13.55	10.57	9.98	9.04	8.19
市净率	1.07	0.86	0.83	0.79	0.75
EV/EBITDA	26.67	7.32	6.53	6.25	5.79
EV/EBIT	-323.13	10.38	9.72	9.06	8.20

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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