

爱慕股份 (603511)

 证券研究报告
 2021年06月05日

贴身服饰行业龙头，多品牌全渠道构建新零售闭环

采取全渠道布局，聚焦提升线下盈利质量，积极探索渠道融合

爱慕股份是中国知名品牌企业，专业从事高品质贴身服饰以及用品的研发、生产与销售，主要面对中高端消费群体。公司采取多品牌、多品类、全渠道的运营模式。公司通过全渠道布局渗透细分市场以获取较好的市场份额，同时积极探索不同渠道间的融合、渠道数字化运营的可能性。截至2020年12月31日，公司零售网络由2156个线下销售终端和以天猫、唯品会为主的线上渠道所组成，其中公司线下直营终端达1725个，2020年直营渠道贡献营收占比59.28%。公司的线下零售网点已覆盖了全国31个省、自治区和直辖市，并已进驻新加坡、澳门、柬埔寨、迪拜等地地标性商圈。

公司所处贴身服饰行业格局分散，细分赛道机会众多

在纺织服装业整体稳健增长下，细分领域贴身服饰行业也保持增长。根据智研咨询的数据，我国内衣市场规模已由2012年的1,675.2亿元增加至2018年的4,080.4亿元，保持了良好的增长态势。目前女性内衣竞争激烈，男性内衣增速快，三孩政策利好儿童内衣市场。女性内衣各细分领域中涌现出一批精准定位的电商品牌，在线上渠道形成一定销售规模。中国男性内衣市场经历近十年快速增长，已具有稳定的下游客户支撑。

注重产品研发+品牌运营+全渠道融合，构建新零售闭环

公司结合自主创新与合作机制，聚焦人体工学，着力于新材料技术研究，并积极主导、参与国家行业标准制定。凭借高效自主创新，公司截止2020年取得发明专利100项，实用新型专利186项，外观设计专利8项，显著多于同业上市公司。公司设有完善的质控措施，从采购贯穿至售后环节。在产品与材料检测能力方面，公司拥有经中国合格评定国家认可委员会认可（CNAS）的检测中心，具备较强检测实力。

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司2021~2023年营业总收入分别为40.62、48.78、57.36亿元，同比增长分别为20.82%、20.09%、17.59%；归母净利润分别为5.42、6.53、7.83亿元，同比增长分别为21.96%、20.47%、19.99%，对应EPS分别为1.35、1.63、1.96元，对应P/E分别为32.66、27.12、22.6X。

我们通过DCF绝对估值计算预测公司内在价值为211.89亿元，对应公司目标股价为52.97元，对应2021年目标P/E为39.22X。

风险提示：品牌渠道建设费用提升，经营业绩有下滑风险；电商渠道高速增长不可持续风险；租赁农村集体用地自建房产的风险；电商收入倚重第三方平台运营风险；直营终端盈利质量改善不及预期。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	44.26元
目标价格	52.97元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.00
流通A股本(百万股)	40.00
A股总市值(百万元)	17,704.44
流通A股市值(百万元)	1,770.84
每股净资产(元)	9.58
资产负债率(%)	12.30
一年内最高/最低(元)	/

作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,317.96	3,362.23	4,062.19	4,878.44	5,736.45
增长率(%)	6.39	1.33	20.82	20.09	17.59
EBITDA(百万元)	615.97	732.43	682.02	810.17	959.71
净利润(百万元)	335.01	444.41	541.99	652.91	783.44
增长率(%)	(25.45)	32.66	21.96	20.47	19.99
EPS(元/股)	0.84	1.11	1.35	1.63	1.96
市盈率(P/E)	52.85	39.84	32.66	27.12	22.60
市净率(P/B)	5.85	5.14	4.39	3.78	3.24
市销率(P/S)	5.34	5.27	4.36	3.63	3.09
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.72	18.97	15.85

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 爱慕股份：贴身服饰行业龙头，多品牌全渠道布局促增长	4
1.1. 贴身服饰行业龙头，多品牌多品类全渠道运营	4
1.2. 整体股权结构稳定，为持续健康发展奠定基础	4
1.3. 全渠道布局，聚焦提升线下盈利质量，积极探索渠道融合	5
2. 贴身服饰行业格局分散，细分赛道机会众多	6
2.1. 贴身服饰市场持续增长，电商渠道增势加速	6
2.2. 女性内衣竞争激烈，男性内衣增速快，三孩政策利好儿童内衣市场	6
2.2.1. 女性内衣：在贴身服饰行业占主导，但竞争激烈，缺乏中高端国内原创品牌	6
2.2.2. 男性内衣：占内衣行业份额显著提高，新型材质将迎来细分需求增长	7
2.2.3. 儿童内衣：竞争格局分散，三孩政策利好市场空间	7
2.3. 行业多种生产模式共存，研发+品牌+渠道形成壁垒	8
2.3.1. 与产业链上游关系紧密，三种生产模式各有利弊	8
2.3.2. 研发+品牌+渠道形成三大壁垒，全渠道布局成趋势	8
3. 产品研发+品牌运营+全渠道融合，构建新零售闭环	9
3.1. 产品研发：专注自主研发创新，全流程质控措施保障产品质量	9
3.1.1. 聚焦人体工学，着力新材料、新技术研究	9
3.1.2. 拥有质控综合评价体系，全流程质控能力获权威机构认可	9
3.2. 品牌运营：大数据赋能多品牌差异化、精细化运营	10
3.3. 全渠道融合：门店提效稳固竞争地位，线上布局深化会员运营	11
4. 业务营收稳步增长，盈利和营运能力均稳中有升	12
4.1. 扣非归母净利高速增长，多品牌多品类业务成长可期	12
4.2. 毛利率居于行业较高水平，费控能力稳步提升	13
4.3. 去库存运营战略卓有成效，周转效率稳步提升	14
5. 盈利预测及估值	15
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司品牌组合和产品组合	4
图 2：公司股权结构示意图（2021 年 6 月）	4
图 3：公司线下销售以直营终端为主（个）	5
图 4：公司直营渠道收入占比最大，2020 年达 59.28%	5
图 5：中国内衣市场规模（亿元）	6
图 6：2019 年女性内衣市场前五名市场集中度	7
图 7：中国男性内衣市场规模（亿元）	7
图 8：贴身服饰行业上游经营模式	8

图 9: 贴身服饰行业下游经营模式	9
图 10: 全流程质量控制措施	10
图 11: 多品牌运营结合数据赋能	10
图 12: 直营终端店效 (万元)	11
图 13: 各大品牌线下渠道女性内衣市场份额占比 (%)	11
图 14: 各大品牌线下渠道男性内衣市场份额占比 (%)	11
图 15: 电商渠道收入大幅提升 (万元)	12
图 16: 天猫类平台客户数量变化 (按消费金额分类) (万个)	12
图 17: 2018-2020 年公司总营收稳步增长 (单位: 亿元)	12
图 18: 2020 年公司扣非归母净利润同比增长 18.58% (单位: 亿元)	12
图 19: 2020 年爱慕品牌营收达 10.87 亿元 (亿元)	13
图 20: 2020 年公司直营渠道营收占比近六成 (亿元)	13
图 21: 2020 年文胸类和内裤类产品占公司营收近六成 (亿元)	13
图 22: 2020 年公司营收按销售区域划分 (亿元)	13
图 23: 公司及同行可比标的主业毛利率变化情况	14
图 24: 公司近三年费用率情况 (%)	14
图 25: 公司存货规模 (亿元) 及存货周转率	14
图 26: 公司应收账款规模 (亿元) 及应收账款周转率	14
图 27: 公司经营性现金流 (亿元) 及 YOY 同比增速 (%)	15
图 28: 公司业务营收预测	16
图 29: 爱慕股份 DCF 绝对估值输出	17
表 1: 管理费用及研发费用率同业对比 (%)	9

1. 爱慕股份：贴身服饰行业龙头，多品牌全渠道布局促增长

1.1. 贴身服饰行业龙头，多品牌多品类全渠道运营

爱慕股份是中国知名品牌企业，专业从事高品质贴身服饰以及用品的研发、生产与销售，主要面对中高端消费群体。公司总部位于北京市朝阳区，旗下有三家国家高新技术企业。公司前身为成立于 1981 年的北京朝阳区属集体企业——华美时装厂，自 1994 年起先后经历三次企业改制，由一家小型内衣工厂发展成为如今拥有近万名员工的集团公司。2021 年 5 月 31 日，公司正式于上海证券交易所主板上市。

公司采取多品牌、多品类、全渠道的运营模式。在品牌方面，自 1993 年爱慕 (AIMER) 品牌创立以来，公司围绕爱慕设立多个差异化定位鲜明的品牌，以深度挖掘贴身服饰市场及其相关市场的消费需求，从而达到一定协同效应。爱慕 (AIMER)、爱慕先生 (AIMER MEN)、爱美丽 (IMIS)、爱慕儿童 (AIMER KIDS)、慕澜 (MODELAB) 和兰卡文 (LA CLOVER) 是公司已形成一定规模的主力品牌，爱慕运动 (AIMER SPORTS)、乎兮 (HUXI) 等是公司培育的具备一定成长潜力的品牌。

在品类方面，文胸、内裤、保暖衣、家居服及其他服饰是公司的主要产品品类。经过近三十年的发展，公司的产品组合从早期的文胸、内裤扩展至保暖衣、家居服、袜类、家纺、家居饰品等多个品类，以发掘不同产品组合和品牌之间交叉销售的机会。

在渠道方面，公司全面覆盖线上及线下渠道。直营渠道是公司主要销售渠道，经销和电商渠道则是公司全渠道布局的重要组成，未来公司将继续积极探索不同渠道间的融合、渠道数字化运营的可能性。

图 1：公司品牌组合和产品组合

女性内衣为主	
男性内衣为主	
儿童内衣为主	
功能性服饰为主	
其他生活方式相关	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 整体股权结构稳定，为持续健康发展奠定基础

公司控股股东持股比例较高且结构较为稳定。本次公司公开发行 4,001 万股，占本次发行后公司股本总额的比例为 10%。张荣明、美山子科技和爱慕投资为公司前三大股东，共持有公司 80.83% 股权。张荣明通过持有美山子科技 (持股 16.98%)、爱慕投资 (持股 100%)、今盛泽爱 (持股 0.62%)、今盛泽优 (持股 19.02%) 和今盛泽美 (持股 21.37%) 的股权，成为公司实际控制人。

图 2：公司股权结构示意图 (2021 年 6 月)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司高层及核心技术人员经验丰富，阵容强大。董事长张荣明先生贴身服饰行业工作经验超过 29 年，拥有丰富经验及成熟的管理能力。公司副总经理杨彦女士在贴身服饰行业拥有超过 20 年运营经验。同时公司注重网罗吸引贴身服饰专业研发设计人才，研发中心总监刘剑宇女士拥有 19 年以上面料开发经验，秦晓霞、许彦贞、张虹宇三位首席设计师均拥有 23 年以上贴身服饰设计研发经验，先后于 1993、1998、1994 年加入公司，掌握具体服饰品牌管理及服饰设计工作。

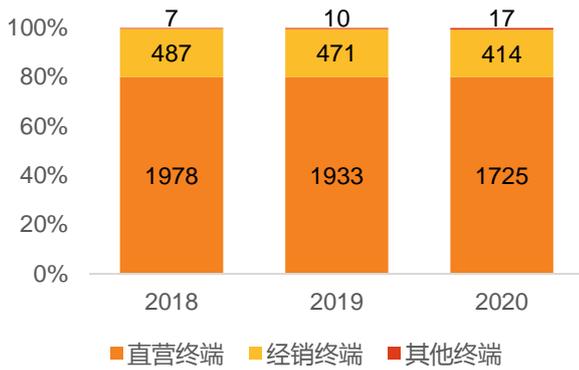
1.3. 全渠道布局，聚焦提升线下盈利质量，积极探索渠道融合

公司通过全渠道布局渗透细分市场以获取较好的市场份额，同时积极探索不同渠道间的融合、渠道数字化运营的可能性。截至 2020 年 12 月 31 日，公司零售网络由 2156 个线下销售终端和以天猫、唯品会为主的线上渠道所组成，其中公司线下直营终端达 1725 个，2020 年直营渠道贡献营收占比 59.28%。公司的线下零售网点已覆盖了全国 31 个省、自治区和直辖市，并已进驻新加坡、澳门、柬埔寨、迪拜等地的地标性商圈。

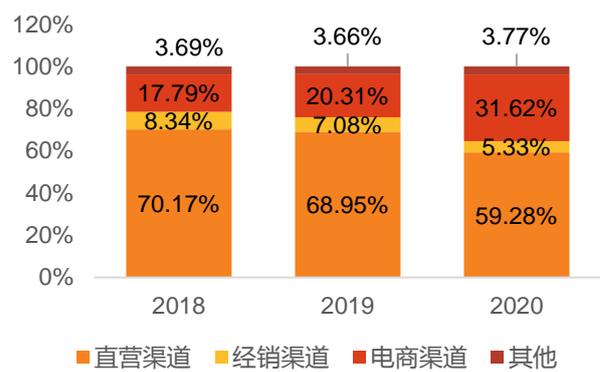
质量优先于数量，提升线下终端经营效率。2020 年在新冠疫情等客观因素影响下，公司聚焦线下门店经营质量，直营终端总数同比减少 208 家，主要系公司出于优化零售网络的考虑，适量缩减了低效终端。2018 年公司出于快速占据市场份额的考虑扩张零售网络，因此 2018 年新开店数量较多，整体收入规模增加，但盈利质量下降。2019 年，由于 2018 年零售网络扩张效果不及预期而给公司整体盈利水平带来压力，因而，公司自 2019 年下半年起持续梳理终端运营情况，陆续关闭部分低产低效终端，并以门店盈利质量为经营导向，促进公司整体盈利质量的提升。

图 3：公司线下销售以直营终端为主（个）

图 4：公司直营渠道收入占比最大，2020 年达 59.28%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



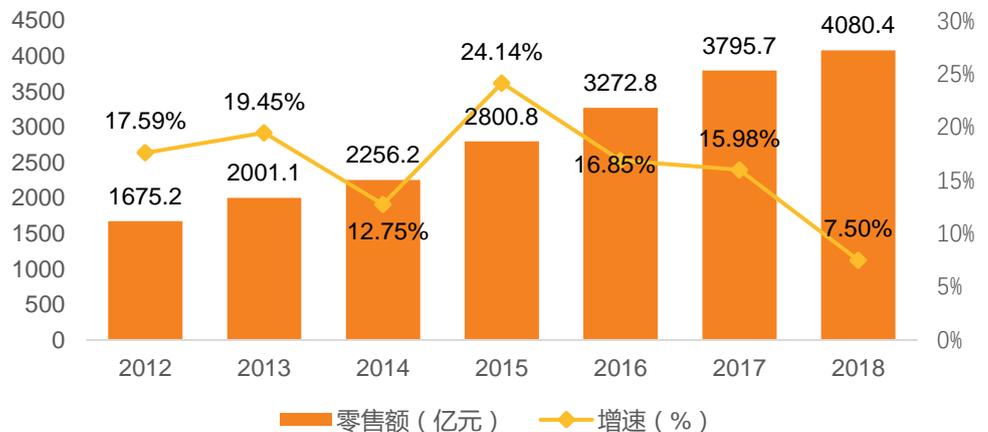
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 贴身服饰行业格局分散，细分赛道机会众多

2.1. 贴身服饰市场持续增长，电商渠道增势加速

在纺织服装业整体稳健增长下，细分领域贴身服饰行业也保持增长。贴身服饰即为广义的内衣，是指紧贴皮肤穿着或衬于外衣以下穿着的服饰，包括文胸、内裤、保暖衣、家居服、运动装、泳装、袜子等。根据智研咨询的数据，我国内衣市场规模已由 2012 年的 1,675.2 亿元增加至 2018 年的 4,080.4 亿元，保持了良好的增长态势。

图 5：中国内衣市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

尽管整体行业增速放缓，但电商渠道增势加速。贴身服饰作为必需品，与人均可支配收入水平直接相关，因此与经济周期存在一定的相关性，也由于不同地区购买力水平差异存在一定区域性。虽然近年整体行业增速放缓，但各大企业加大线上渠道布局。据国家统计局数据显示，2018、2019 年纺织服装线上零售额同比增速分别为 28.0%和 25.4%，高于行业整体增速。线上渠道的快速扩张也体现了电商业务在收入结构中的重要性。

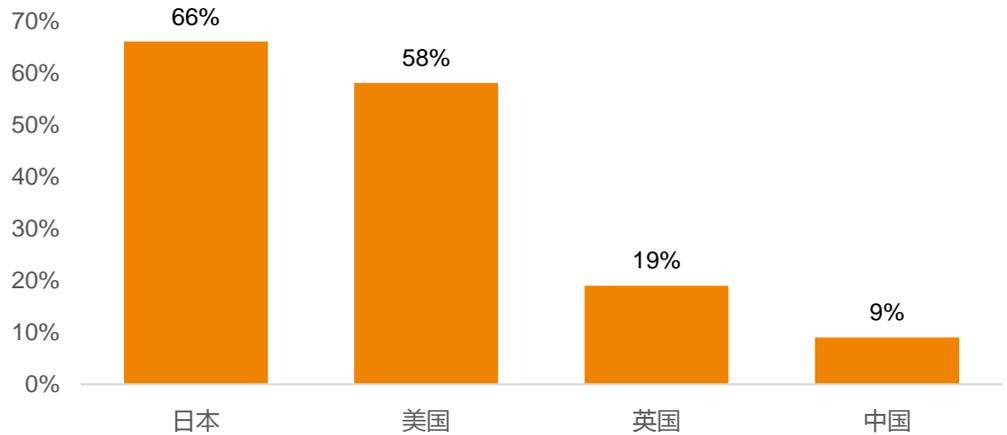
2.2. 女性内衣竞争激烈，男性内衣增速快，三孩政策利好儿童内衣市场

2.2.1. 女性内衣：在贴身服饰行业占主导，但竞争激烈，缺乏中高端国内原创品牌

女性内衣市场在贴身服饰行业中占主导地位，但近年占比下降明显，内部竞争激烈。近年来，在中国内衣市场中女性内衣市场份额自 2012 年的 60.23%下降至 2018 年 39.53%。中国

女性内衣品牌多达 3,000 个以上，行业集中度较低，2019 年中国女性内衣市场前五名集中度仅为 9%，相比日本 66%、美国 58%、英国 19% 的集中度，竞争更为激烈。

图 6：2019 年女性内衣市场前五名市场集中度



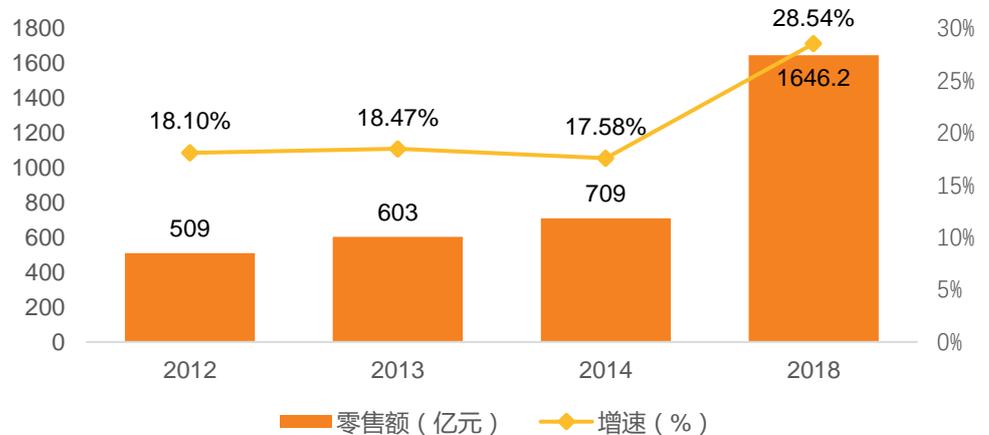
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

电商品牌激增，但中高端国内原创品牌较少。 受益于国内电商的迅猛发展，女性内衣各细分领域中涌现出一批精准定位的电商品牌，在线上渠道形成一定销售规模。但在中高端内衣市场，能与国外知名品牌如维多利亚的秘密、黛安芬等抗衡的中国原创品牌仍较少。

2.2.2. 男性内衣：占内衣行业份额显著提高，新型材质将迎来细分需求增长

中国男性内衣市场经历近十年快速增长，规模从 2012 年 509 亿增至 2018 年 1646.2 亿，至 2018 年占据内衣市场规模约 40%，已具有稳定的下游客户支撑。在材质方面，棉类材质由于其柔软舒适、持久、耐洗的特点，目前仍是男性内衣市场主流材质，占比约为 68%；但各方面特性更强的莫代尔材质，未来将受到更多消费者青睐，在所有材质中占比会快速提升。

图 7：中国男性内衣市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.3. 儿童内衣：竞争格局分散，三孩政策利好市场空间

儿童内衣市场需求增长，参与者众多，包括童装品牌、男女装快时尚品牌、男女内衣品牌、

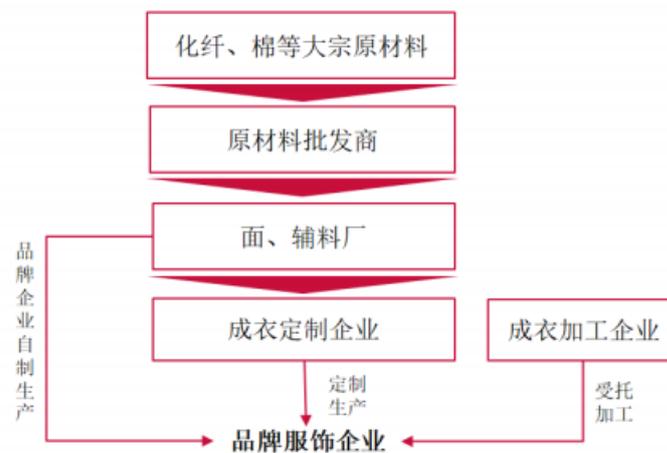
母婴连锁品牌等，竞争格局分散，品牌集中度低。儿童内衣市场相比成人内衣更关注面料舒适度和安全性。受二孩开放政策影响，2019 年我国出生人口二孩及以上比例达 59.5%，为儿童内衣市场需求端奠定坚实基础。未来，随着三孩政策的推进，儿童内衣需求量有望进一步增长。

2.3. 行业多种生产模式共存，研发+品牌+渠道形成壁垒

2.3.1. 与产业链上游关系紧密，三种生产模式各有利弊

贴身服饰品牌企业上游易受原材料产量、成衣供应及时性影响。与多数纺服品牌企业相似，内衣企业上游为大宗原材料、面辅料商。若由于原材料产量、市场需求等影响造成棉、化纤价格大幅波动，将会对中游品牌商产生一定压力。在生产加工环节主要有三种生产模式：自制生产、定制生产和委托加工。非自制生产企业模式更轻，但在成衣质量、产能、交货期方面容易受定制或加工企业牵制，对备货计划造成一定影响。

图 8：贴身服饰行业上游经营模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3.2. 研发+品牌+渠道形成三大壁垒，全渠道布局成趋势

研发、品牌、渠道成为贴身服饰行业三大进入壁垒。在研发设计方面，持续投入并着力于版型开发和面料研发才能满足消费者对合身度、舒适度的更高要求；在品牌方面，贴身服饰龙头品牌已形成高度品牌影响力以及文化沉淀；在渠道方面，全渠道布局和运营能力是建立品牌护城河的关键，从单一线上渠道打入线下渠道具有一定难度。

不同档次品牌在渠道选择上有所不同，主流品牌全渠道布局成趋势。目前主流销售渠道包括直营、经销和电商模式，主流品牌趋向全渠道布局。由于电商模式布局难度、进入门槛低，成本投入较少，近年来许多新互联网品牌进入者选择从电商渠道开始布局，但在后期开展线下渠道时，仍面临缺乏专业团队运营经验，难以和中高端以直营为主的品牌抗衡。

图 9：贴身服饰行业下游经营模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 产品研发+品牌运营+全渠道融合，构建新零售闭环

3.1. 产品研发：专注自主研发创新，全流程质控措施保障产品质量

3.1.1. 聚焦人体工学，着力新材料、新技术研究

结合自主创新与合作机制，聚焦人体工学，着力于新材料技术研究，并积极主导、参与国家行业标准制定。公司新产品研发以半年为周期，对各季产品从款式、版型、工艺各方面进行设计和推广。凭借高效自主创新，公司截止 2020 年取得发明专利 100 项，实用新型专利 186 项，外观设计专利 8 项，显著多于同业上市公司。为巩固行业龙头地位，公司持续增加研发投入并维持在同业较高水平。在大批量生产环境下，公司将工业机器人自动化技术引入生产环节，致力于提升整体生产线水平。2018-2020 年研发费用分别为 10,313.20 万元、10,594.79 和 10,934.01 万元。研发管理费用率在 2019 年以 11.22%略高于同业平均水平。

表 1：管理费用及研发费用率同业对比（%）

公司名称	2019 年	2018 年
爱慕股份	11.22%	10.39%
汇洁股份	9.86%	13.41%
安莉芳	10.59%	10.96%
都市丽人	7.45%	5.11%
同业平均	9.30%	9.83%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在女性内衣中，公司针对中国女性体型持续投入研发，在 1999 和 2010 年分别与北京服装学院、首都体育学院合作建立人体专业数据库，致力于为中国女性创造更好的穿着体验。在运动内衣中，截止 2020 年，公司在不同级别专业运动文胸抗震功能性、版型结构开发投入为 1600.61 万元。

3.1.2. 拥有质控综合评价体系，全流程质控能力获权威机构认可

公司设有完善的质控措施，从采购贯穿至售后环节。在产品及材料检测能力方面，公司拥有经中国合格评定国家认可委员会认可（CNAS）的检测中心，具备较强检测实力。在生产环节，公司委派工艺师、质量工程师根据《QC 工程师标准手册》对公司自产基地或外

协厂商的生产过程进行全程监督、监控，以保障产品质量。

图 10：全流程质量控制措施

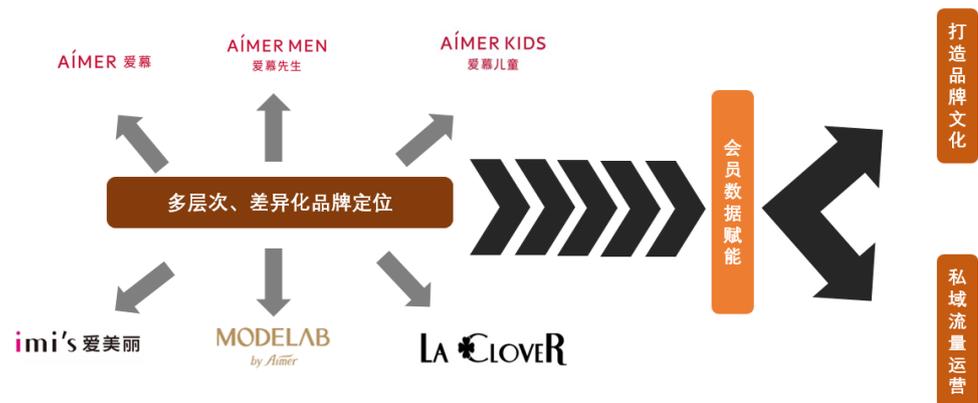
控制环节	质量控制措施
原材料采购	1、执行严格的供应商准入管理制度、合格供应商名录、持续的供应商评价管理体系； 2、通过公司自建的检测中心对原材料进行快速准确的检验检测。公司自建的检测中心于 2017 年获得了中国合格评定国家认可委员会的认可，获得了 CNAS 认证，具备国家认可的检测能力； 3、同时，对所有大货所涉及的原材料公司均向第三方权威机构送检，确保公司生产过程所用原材料符合相关质量标准。
产品生产过程	1、公司的质量控制团队根据公司制定的《QC 工程师标准手册》，对生产过程进行监督与监控。公司产品从前期裁剪到后期包装的每一个环节均会由质量跟单人员进行全程技术指导、过程监控，尤其重视对半成品的抽检等； 2、公司每年对自有生产基地人员、外协厂商及检品公司相关人员进行有针对性的专业知识培训，提升相关人员专业技能。同时，公司不定期的会组织上述人员举办技能比武大赛，从基础理论知识到检验实操全方位加强相关人员的专业能力。
产成品入库	公司的质量跟单人员按相关质量标准、封样样衣、工艺技术文件对大货进行验收，并填报《抽验结果记录单》进行抽验结果的判定，只有抽验合格才可入库。
产品试穿验证	公司建立了消费者试穿验证机制，邀请普通消费者和公司员工对公司的新产品进行试穿评价，对版型和材料进行评价，充分聆听产品改进的建议。
产品售后	公司运营了全国免费客户服务电话，在产品吊牌、公司官方网站等渠道进行了明示。消费者可通过电话向公司反映其遇到的质量问题。公司针对消费者反映的问题会予以及时跟踪处理、汇总分析，并作为公司后续产品改良的基础。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 品牌运营：大数据赋能多品牌差异化、精细化运营

公司实施差异化、多品牌的运营模式。主要品牌爱慕、爱慕先生、爱慕儿童、爱美丽、兰卡文、慕澜针对不同客户群体定位差异化明确，在各自细分领域均位于市场前列。并且借助直营的优势，快速获取终端消费者数据，通过数据感知消费需求变化并做出快速响应，确保数据赋能的及时性。公司借助全品牌覆盖的会员体系，沉淀了一批高价值会员数据。至 2020 年，公司会员人数达 521.35 万人。通过数字化让会员全景视野资源利用率最大化，将用户画像、活跃度、复购率等数据作为公司每季新品开发的重要指标，力求精准触达目标消费者群体。

图 11：多品牌运营结合数据赋能



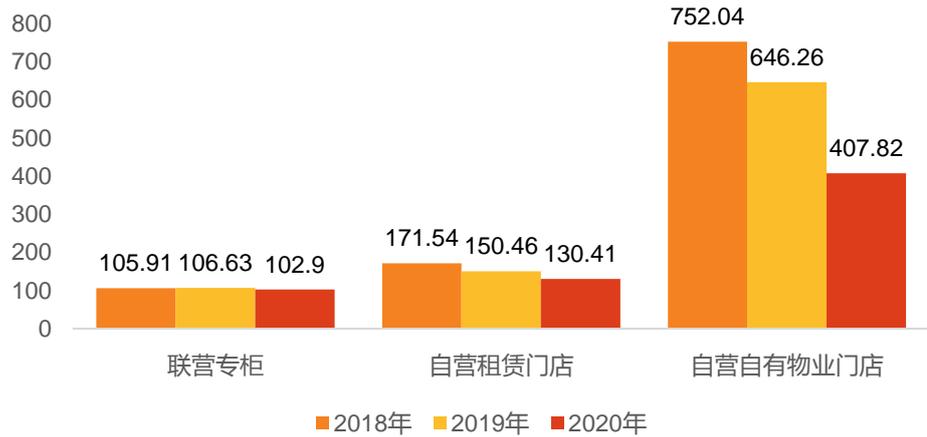
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从消费者出发，打造、传播品牌文化，精细化运营私域流量。在文化传播方面，公司通过策划主题性营销活动增加消费者互动，加深消费者对品牌形象、文化的认知。在私域流量运营方面，公司通过各类新兴电商运营场景，如小程序直播、会员活动等，在大数据分析的加持下，实现存量会员和增量会员的差异化 and 精细化运营。

3.3. 全渠道融合：门店提效稳固竞争地位，线上布局深化会员运营

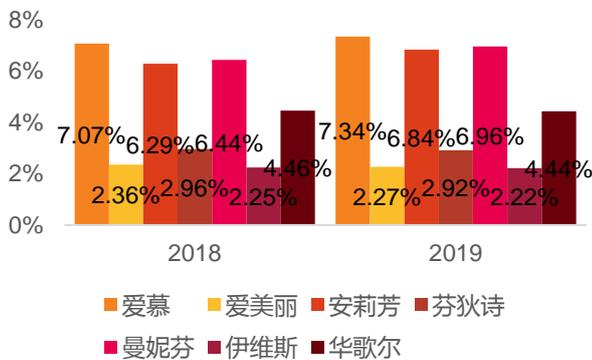
线下客流量转至线上，公司陆续关闭部分低效零售终端，促进提升盈利质量。2018 年快速扩张后，店效不及预期，直营销售占比由于商场客流量降低逐年减少。为优化零售网络，2018-2020 年直营门店净关店 253 个，销售占比从 70.17% 缩减至 59.28%。但从线下渠道市场份额同业对比来看，公司在男性内衣和女性内衣中都维持排名第一的市占率，主力品牌在细分市场中竞争地位突出。

图 12：直营终端店效（万元）



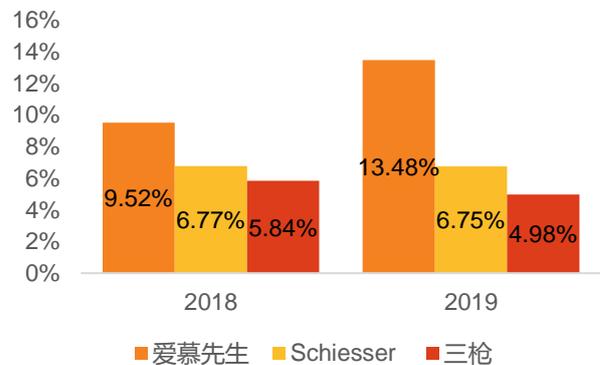
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：各大品牌线下渠道女性内衣市场份额占比（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

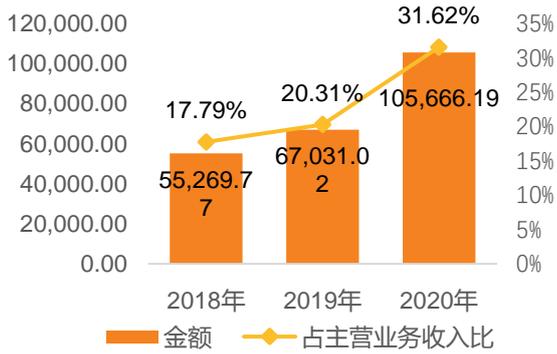
图 14：各大品牌线下渠道男性内衣市场份额占比（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

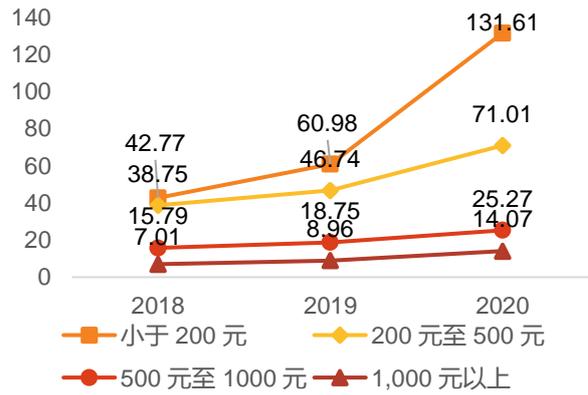
在线上渠道中，公司除了与知名电商平台合作外，还有独立运营的官方商城。通过在自建官方商城试点各类新颖营销模式，培养自有流量生态圈，深化会员运营。自 2019 年，公司加强电商渠道布局，促销力度以及线上产品的投放后，2020 年电商销售额高达 10.57 亿，同比增长 57.64%，收入占比大幅提升。在新营销策略下，2018-2020 各大电商平台客流量增加 137.6 万，低于 200 元的小额消费占比从 41% 增至 54.39%。

图 15: 电商渠道收入大幅提升 (万元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 16: 天猫类平台客户数量变化 (按消费金额分类) (万个)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

在新零售体系的构建及全渠道融合下实现精准营销, 保障了客流量和客户粘性。公司利用智能仓储系统实现渠道供应链融合, 提高了不同渠道间的调拨供应速度。2019 年公司定制开发了融合线上线下渠道的新平台工具-“云客服”, 为线下门店导购提供了会员运营数据, 以实现精准营销、主动营销; 爱慕会员俱乐部小程序则以会员互动的形式加强用户粘性。通过以上新零售闭环的打造, 驱动了“人、货、场”的进一步融合, 构建完善的零售体系。

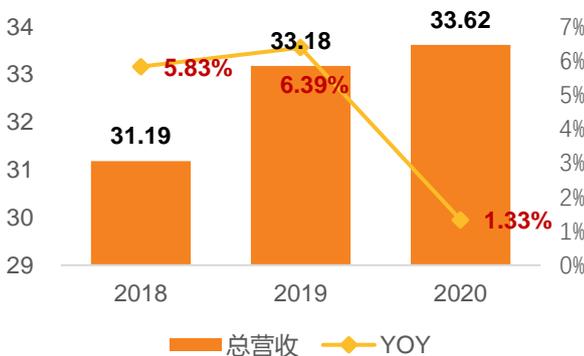
4. 业务营收稳步增长, 盈利和营运能力均稳中有升

4.1. 扣非归母净利高速增长, 多品牌多品类业务成长可期

公司整体业绩保持稳定增长, 2020 年营收达 33.62 亿元, 同比增长 1.33%, 扣非归母净利润达 3.82 亿元, 同比增长 18.58%。

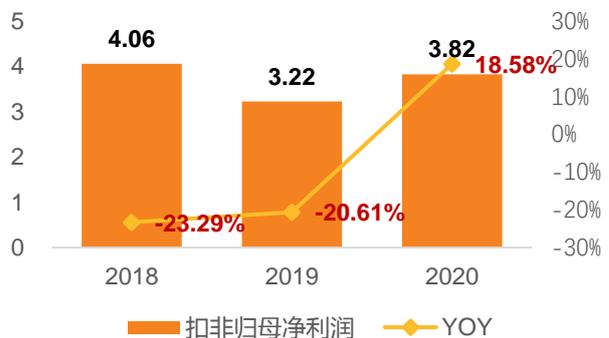
分品牌来看, 主品牌营收占比稳定, 其他品牌营收逐年稳步增长。2020 年公司主品牌爱慕 (AIMER) 营收达到 10.87 亿元, 占总收入比重 32.52%; 爱慕先生 (AIMER MEN) 营收达 6.1 亿元, 占比 18.25%; 爱慕儿童 (AIMER KIDS) 营收达 4.02 亿元, 占比 12.02%; 其他品牌营收达 5.48 亿元, 占比 16.4%。

图 17: 2018-2020 年公司总营收稳步增长 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 18: 2020 年公司扣非归母净利润同比增长 18.58% (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

分渠道来看, 2020 年公司直营渠道营收 19.81 亿元 (-12.95%), 营收占比 59.28%; 经销渠道营收 1.78 亿元 (-23.68%), 占比 5.33%; 电商渠道营收 10.57 亿元 (+57.64%), 占比 31.62%, 电商渠道营收大幅增加主要系疫情影响, 消费者更倾向于线上购物且电商平台营销力度加大所致。

图 19：2020 年爱慕品牌营收达 10.87 亿元（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：2020 年公司直营渠道营收占比近六成（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分产品来看，文胸类和内裤类产品占公司营收近六成，其他产品营收占比逐年稳步增长。公司 2020 年文胸类产品营收达 12.83 亿元，占比 38.39%；内裤类产品营收达 5.25 亿元，占 15.7%。2018-2020 年保暖衣和家居服及其他服饰营收占比逐年增长，2020 年分别达 18.05% 和 22.14%。

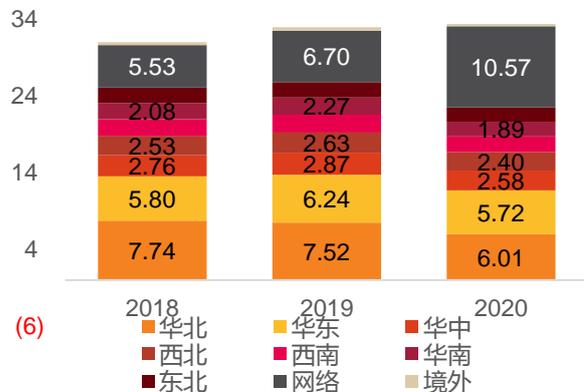
分销售区域来看，2020 年度华北和华东地区贡献营收占比最多，分别为 17.98% 和 17.11%。相对而言，公司的品牌知名度和影响力在北京较高，是爱慕品牌诞生地，因而北京地区的客户基础更好。

图 21：2020 年文胸类和内裤类产品占公司营收近六成（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22：2020 年公司营收按销售区域划分（亿元）



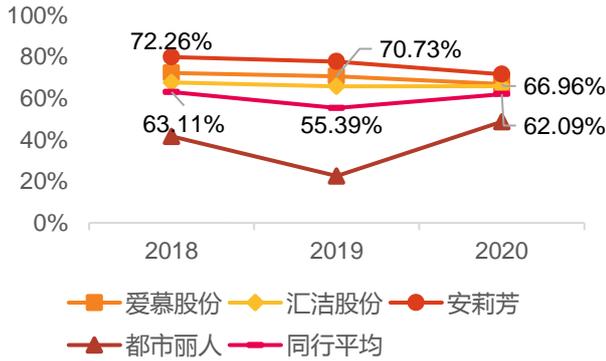
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 毛利率居于行业较高水平，费控能力稳步提升

2020 年公司整体毛利率 66.96%，近三年毛利率维持在 66% 以上，保持稳定；净利率达 13.2%，公司终端盈利能力逐步上升。从同行业汇洁股份、安莉芳、都市丽人同期毛利率水平比较来看，公司毛利率普遍高于同行平均水平。

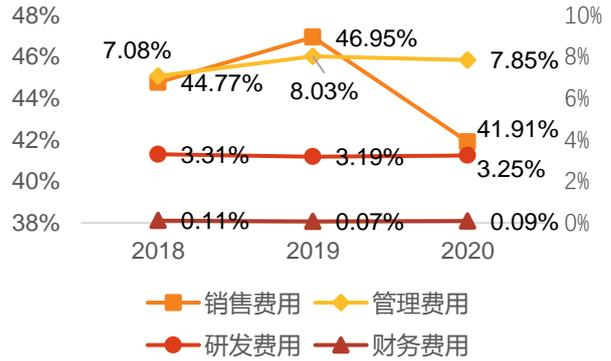
从费控能力来看，近三年公司管理费用率及财务费用率保持较低水平，2020 年销售费用率同比减少 5.04pct，客观展现出公司费控能力的逐步提升。2020 年公司持续优化营销网络和提升运营效率，在新冠疫情背景下，公司关闭部分低产低效终端门店，适当缩减销售人员规模，且门店装修规模减少，多重因素叠加使公司 2020 年期间费用率较 2019 年同期下降，同时营业利润较 2019 年有所增长。

图 23：公司及同行可比标的主业毛利率变化情况



资料来源：招股说明书，汇洁股份、安莉芳、都市丽人公司年报，天风证券研究所

图 24：公司近三年费用率情况（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.3. 去库存运营战略卓有成效，周转效率稳步提升

公司存货以库存商品和原材料为主。由于公司是贴身服饰品牌企业，贴身服饰产品一般分为“春夏”和“秋冬”两季进行开发，公司零售网络以直营为主，面向终端消费者。因此，公司库存商品的生产规模主要依据公司对终端消费需求的预测和对市场的预期、公司各品牌每季新品的产品线宽度、公司现有库存商品水平、过往的生产经营经验等因素综合确定。2020 年公司存货规模达 9.44 亿元（-16.6%），存货周转率 1.07；存货周转率保持稳定，存货规模同比有所改善，是公司 2020 年度实施去库存并提升运营效率的经营战略的有效体现。

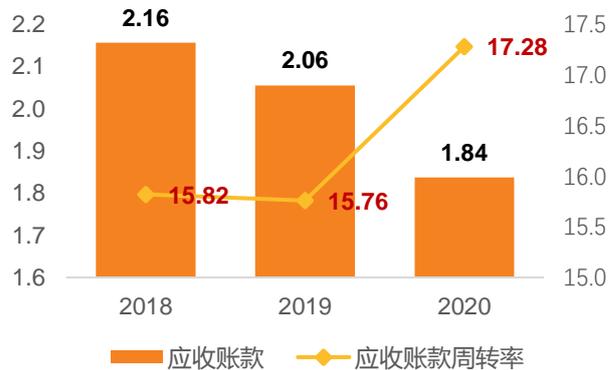
近三年，公司应收账款规模占营收比例分别为 6.92%、6.19%、5.46%，应收账款规模相对于营业收入规模较小，主要因公司是以直营模式为主的消费品品牌企业，公司的销售终端大多布局在中高端百货商场或购物中心，该类百货商场或购物中心的资信情况较好，销售回款稳定。2020 年公司应收账款规模同比有所下降，2020 年达 1.84 亿元（-10.61%），应收账款周转率达 17.28，应收账款周转效率稳步提升。

图 25：公司存货规模（亿元）及存货周转率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：公司应收账款规模（亿元）及应收账款周转率

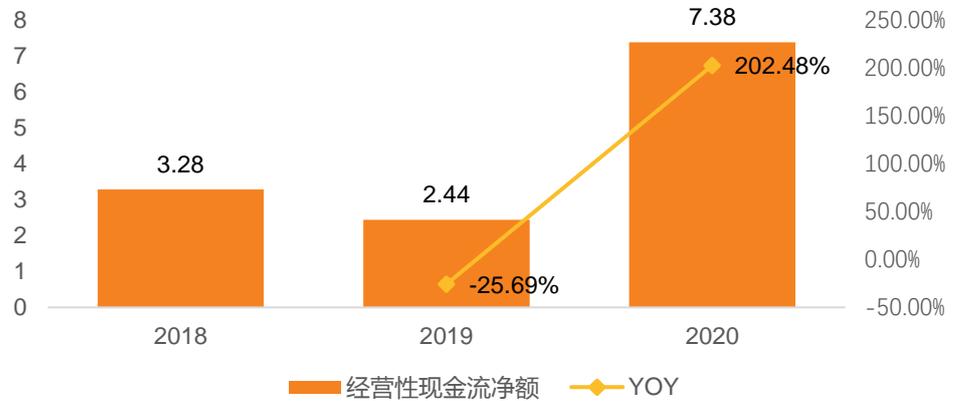


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2020 年公司经营性现金流净额 7.38 亿元，同比大幅增长 202.48%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少。2018-2019 年随着公司销售规模的逐步扩大，公司支付给职工以及为职工支付的现金流逐步增长；同时，2019 年较 2018 年相比，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比小幅增长，与期末存货规模增加的趋势相符合；2020 年较 2019

年相比公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅减少，与期末存货规模减少的趋势相符合。综合上述影响，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额下降，而 2020 年则呈现大幅增长。

图 27：公司经营性现金流（亿元）及 YOY 同比增速（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们按渠道对公司营收进行拆分，将总营收分为直营渠道、经销渠道、电商渠道和境外销售及 OEM 等其他业务共四部分。其中，直营渠道又可划分为联营、自营租赁门店、自营自有门店三种模式，三种模式分别按照渠道终端数*店均面积*坪效来计算终端专柜或门店的营收。同样地，经销渠道营收也由经销渠道门店数量*平均采购金额得出。关于电商渠道和其他业务，营收则按照一定的年增长率计算。

关于盈利预测，我们作出如下假设：

(1) 直营渠道的终端数量在经历 2019 下半年起的终端运营情况梳理和 2020 新冠疫情期后，陆续关闭部分低效终端，以提升门店盈利质量为重点，优化零售网络。预计公司直营部分联营模式将在 2021 年仍然保持一定数量的净关店，故假设联营模式专柜网点数有所减少；预计自营模式优化调整更迅速，门店数将在 21 年有所增加，22-23 年均逐渐恢复或继续增加；

(2) 在经过对终端运营情况的梳理和疫情得到有效控制后，开大店关小店，提升门店运营效率，因此预计 21-23 年的终端坪效和店均面积将持续提高；

(3) 经销渠道下，经销商将逐渐走出疫情的影响，假设门店数有所增加，平均采购额获得正向增长；

(4) 由于 20 年的新冠疫情为电商渠道的发展提供了合适的契机和良好的环境，公司电商业务同比增长 57.6%。随着线上线下全渠道的深入，预计公司未来电商业务将持续高增，但增速或逐年放缓；

(5) 由于境外销售及 OEM 业务占比较小且不确定性较高，假设该业务以过去 2-3 年平均增速增长。

首次覆盖给予“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 40.62、48.78、57.36 亿元，同比增长分别为 20.82%、20.09%、17.59%；归母净利润分别为 5.42、6.53、7.83 亿元，同比增长分别为 21.96%、20.47%、19.99%，对应 EPS 分别为 1.35、1.63、1.96 元，

对应 P/E 分别为 32.66、27.12、22.6X。

图 28：公司业务营收预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收/亿元	31.19	33.18	33.62	40.62	48.78	57.36
YOY		6.39%	1.33%	20.82%	20.09%	17.59%
一、直营渠道						
直营渠道终端总数	1978	1933	1725	1716	1701	1768
直营渠道总营收/亿元	21.79	22.76	19.81	22.38	25.75	30.16
直营渠道毛利率	76.67%	76.21%	74.77%	76.08%	75.88%	75.65%
直营渠道税前利润率	36.65%	34.90%	34.64%	34.15%	33.63%	34.16%
1、联营模式						
联营模式主营营收/亿元	16.48	16.90	14.99	16.04	18.30	21.38
联营专柜网点数	1615	1535	1390	1350	1320	1360
单店营收/万元	105.91	106.63	102.90	118.85	138.63	157.23
单店均面积/平米	56.30	65.98	69.39	76.33	82.44	88.21
YOY		17.19%	5.17%	10.00%	8.00%	7.00%
专柜坪效（万元/平方米）	1.88	1.62	1.48	1.56	1.68	1.78
2、自营租赁门店模式						
自营租赁门店营收/亿元	5.02	5.56	4.61	5.97	7.05	8.22
门店数量	359	393	330	360	375	400
单店营收/万元	171.54	150.46	130.41	165.88	188.11	205.42
单店均面积/平米	121.08	109.01	114.20	121.05	127.10	132.18
YOY		-9.97%	4.76%	6.00%	5.00%	4.00%
门店坪效（万元/平方米）	1.42	1.38	1.14	1.37	1.48	1.55
3、自营自有门店模式						
自营自有门店营收/亿元	0.30	0.29	0.20	0.36	0.39	0.56
门店数量	4	5	5	6	6	8
单店营收/万元	752.04	646.26	407.82	607.10	655.67	703.60
单店均面积/平米	225.00	240.00	240.00	244.80	244.80	250.19
YOY		6.67%	0.00%	2.00%	0.00%	2.20%
门店坪效（万元/平方米）	3.34	2.41	1.70	2.48	2.68	2.81
二、经销渠道						
经销渠道批发营收/亿元	2.59	2.34	1.78	2.13	2.42	2.68
经销渠道门店数量	487	471	414	440	464	488
新增门店数		-16	-57	26	24	24
平均采购额/万元	50.61	46.94	40.29	48.35	52.22	54.83
YOY		-7.25%	-14.17%	20%	8%	5%
三、电商渠道						
电商业务合计/亿元	5.53	6.70	10.57	14.79	19.23	23.08
电商业务YOY		21.28%	57.64%	40%	30%	20%
四、境外销售及OEM业务						
境外销售及OEM业务营收合计	1.15	1.21	1.26	1.32	1.38	1.45
YOY		5.23%	4.38%	4.81%	4.81%	4.66%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我们采取 DCF 绝对估值法，基于以下假设对公司进行估值分析：

1) 以中国可选消费指数 H11156.CSI 及沪消费品指数 H00103 近三年历史日回报率数据进行回归分析，得到公司所述行业 $\beta = 0.24$ ，以近两年半指数回报几何平均值 29.12%及近期国债 1 个月到期收益率 1.77%作为无风险短期利率计算得到市场风险溢价为 27.35%。

2) 我们预估公司债务资本成本为 7.50%，结合公司当前资产负债率 16%，并假设未来公司资产负债率不会发生重大变化皆为 16%，以公司当前税率区间值 15%作为公司税率估计值，计算得到公司 WACC 为 7.95%。

3) 我们认为公司 2024~2030 年内为第一阶段成长期，终端净利润同比增速保持在 10%~15% 区间内，且 2024 年~2025 年增速为 15%，2026~2030 年内随着公司业务规模基数的扩充逐步增速会略微放缓。

4) 2030 年以后为永续期，净利润年同比增长率保持在 2%水平。

图 29：爱慕股份 DCF 绝对估值输出

自由现金流预测 (亿元, %)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续期	
营业收入	40.62	48.78	57.36	63.10	69.41	74.96	80.96	86.63	91.83	96.42	—	
YOY	20.82%	20.09%	17.59%	10.00%	10.00%	8.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%	—	
净利润	5.45	6.56	7.87	9.06	10.41	11.77	13.18	14.69	16.31	18.02	—	
YOY	22.59%	20.46%	19.98%	15.00%	15.00%	13.00%	12.00%	11.50%	11.00%	10.50%	—	
净利率	13.41%	13.45%	13.73%	14.35%	15.00%	15.70%	16.28%	16.96%	17.76%	18.69%	—	
利息费用	-0.01	-0.01	-0.02	-0.27	-0.40	-0.58	-0.74	-0.91	-0.74	-0.80	—	
税率	12.85%	12.85%	12.85%	12.85%	12.85%	12.85%	12.85%	12.85%	12.85%	12.85%	—	
折旧摊销	0.54	0.58	0.61	0.87	0.95	1.03	1.11	1.19	1.26	1.33	—	
资本支出	1.47	1.40	1.43	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	—	
自由现金流FCFF	4.52	5.73	7.04	8.31	9.65	10.94	12.32	13.79	15.60	17.33	1249.81	
YOY	2.29%	24.98%	23.26%	24.69%	24.77%	24.81%	24.85%	24.88%	21.75%	14.95%	—	
预测公司内在价值	211.89亿人民币		公司目标股价：52.97元人民币									
DCF参数												
目标负债比率	15%				权益成本预测				8.24%			
β	0.24				债务成本预测				7.50%			
无风险收益率	1.77%				税后债务成本预测				8.57%			
风险溢价	27.35%				永续增长率				2%			
WACC	7.95%				永续自由现金流现值				146.884			

资料来源：公司公告，Wind 数据库，天风证券研究所

我们经过上述假设计算，预测公司内在价值为 211.89 亿人民币，对应目标股价为 52.97 元，对应公司目标 P/E 为 39.22X。

6. 风险提示

- 1) 品牌渠道建设费用提升，若未来营收增长不及预期，经营业绩存在进一步下滑的风险；
- 2) 随着新冠疫情稳定，线下零售回暖，电商渠道业绩高速增长存在不可持续性的风险；
- 3) 租赁农村集体用地自建房产的风险；
- 4) 电商收入倚重第三方平台运营，若平台出现自身运营风险或影响力下降，对公司电商渠道收入及业绩带来一定影响；
- 5) 直营终端盈利质量改善不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	230.51	225.35	324.98	1,025.38	1,115.92
应收票据及应收账款	205.53	183.72	317.14	7.42	374.22
预付账款	41.85	44.58	49.52	68.67	71.10
存货	1,131.56	944.19	1,684.16	1,498.88	2,219.00
其他	427.43	1,112.84	1,311.71	1,307.24	1,427.67
流动资产合计	2,036.88	2,510.67	3,687.51	3,907.60	5,207.91
长期股权投资	28.70	33.00	33.00	33.00	33.00
固定资产	772.40	728.18	753.28	779.95	794.54
在建工程	101.75	107.70	100.62	108.37	95.02
无形资产	114.92	112.25	100.02	87.80	75.57
其他	475.95	446.86	290.22	308.23	300.66
非流动资产合计	1,493.73	1,428.00	1,277.15	1,317.35	1,298.79
资产总计	3,530.61	3,938.67	4,964.66	5,224.95	6,506.71
短期借款	0.00	0.00	23.66	0.00	0.00
应付票据及应付账款	116.05	89.69	232.57	136.86	276.64
其他	286.52	378.24	580.56	318.83	690.20
流动负债合计	402.57	467.93	836.79	455.69	966.85
长期借款	0.00	0.00	16.73	16.70	16.60
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	97.67	16.42	72.88	62.32	50.54
非流动负债合计	97.67	16.42	89.61	79.02	67.14
负债合计	500.24	484.35	926.40	534.71	1,033.99
少数股东权益	5.87	7.23	6.57	5.63	4.67
股本	360.00	360.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	1,623.21	1,643.52	1,643.52	1,643.52	1,643.52
留存收益	2,660.98	3,089.70	3,631.69	4,284.61	5,068.05
其他	(1,619.70)	(1,646.14)	(1,643.52)	(1,643.52)	(1,643.52)
股东权益合计	3,030.37	3,454.31	4,038.26	4,690.24	5,472.72
负债和股东权益总计	3,530.61	3,938.67	4,964.66	5,224.95	6,506.71

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	334.33	443.95	541.99	652.91	783.44
折旧摊销	184.37	171.93	54.20	57.81	60.98
财务费用	(0.36)	0.16	(0.60)	(1.48)	(2.34)
投资损失	(41.13)	(59.90)	(53.11)	(53.11)	(53.11)
营运资金变动	(99.21)	196.31	(465.58)	154.31	(622.82)
其它	(133.93)	(14.22)	52.64	59.05	79.01
经营活动现金流	244.05	738.22	129.55	869.50	245.17
资本支出	159.73	133.28	3.55	90.55	61.78
长期投资	4.62	4.30	0.00	0.00	0.00
其他	(299.25)	(839.04)	(117.11)	(237.45)	(218.68)
投资活动现金流	(134.90)	(701.45)	(113.56)	(146.89)	(156.89)
债权融资	0.00	0.00	40.39	16.70	16.60
股权融资	(1.93)	11.04	43.22	1.48	2.34
其他	(177.97)	(52.66)	0.03	(40.38)	(16.68)
筹资活动现金流	(179.90)	(41.62)	83.65	(22.20)	2.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(70.75)	(4.85)	99.63	700.41	90.53

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,317.96	3,362.23	4,062.19	4,878.44	5,736.45
营业成本	971.03	1,110.80	1,342.05	1,611.71	1,895.18
营业税金及附加	36.45	40.52	49.82	57.41	69.00
营业费用	1,557.86	1,409.25	1,706.12	2,039.19	2,380.63
管理费用	266.46	263.89	310.92	382.69	446.43
研发费用	105.95	109.34	132.05	157.67	186.14
财务费用	2.26	3.14	(0.60)	(1.48)	(2.34)
资产减值损失	(18.25)	(10.02)	(0.14)	(9.47)	(6.54)
公允价值变动收益	(5.98)	36.06	53.33	60.00	80.00
投资净收益	41.13	59.90	53.11	53.11	53.11
其他	(38.34)	(174.72)	(212.88)	(226.21)	(266.21)
营业利润	399.39	514.09	628.42	753.83	901.06
营业外收入	1.36	3.25	1.81	2.14	2.40
营业外支出	24.50	13.65	13.10	17.08	14.61
利润总额	376.25	503.69	617.13	738.89	888.86
所得税	41.93	59.73	75.84	86.92	106.40
净利润	334.33	443.95	541.29	651.97	782.46
少数股东损益	(0.68)	(0.46)	(0.70)	(0.95)	(0.99)
归属于母公司净利润	335.01	444.41	541.99	652.91	783.44
每股收益(元)	0.84	1.11	1.35	1.63	1.96

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.39%	1.33%	20.82%	20.09%	17.59%
营业利润	-23.43%	28.72%	22.24%	19.96%	19.53%
归属于母公司净利润	-25.45%	32.66%	21.96%	20.47%	19.99%
获利能力					
毛利率	70.73%	66.96%	66.96%	66.96%	66.96%
净利率	10.10%	13.22%	13.34%	13.38%	13.66%
ROE	11.08%	12.89%	13.44%	13.94%	14.33%
ROIC	17.21%	21.93%	29.36%	26.52%	33.62%
偿债能力					
资产负债率	14.17%	12.30%	18.66%	10.23%	15.89%
净负债率	-7.61%	-6.52%	-7.05%	-21.51%	-20.09%
流动比率	5.06	5.37	4.41	8.58	5.39
速动比率	2.25	3.35	2.39	5.29	3.09
营运能力					
应收账款周转率	15.72	17.28	16.22	30.06	30.06
存货周转率	3.26	3.24	3.09	3.07	3.09
总资产周转率	0.95	0.90	0.91	0.96	0.98
每股指标(元)					
每股收益	0.84	1.11	1.35	1.63	1.96
每股经营现金流	0.61	1.85	0.32	2.17	0.61
每股净资产	7.56	8.62	10.08	11.71	13.67
估值比率					
市盈率	52.85	39.84	32.66	27.12	22.60
市净率	5.85	5.14	4.39	3.78	3.24
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.72	18.97	15.85
EV/EBIT	0.00	0.00	25.77	20.43	16.92

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 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