

周大生 (002867)

证券研究报告

2020 年 08 月 31 日

电商模式助力线上业务加速发展，疫情加速行业龙头市占率提升

事件：

公司发布 2020 年半年报，实现营收 16.73 亿元，同比下降 29.97%；归母净利润 3.31 亿元，同比下降 30.43%。其中，Q2 实现营收 9.96 亿元，同比下降 22.94%；归母净利润 2.3 亿元，同比下降 18.21%。

点评：

①**营收**：公司 2020H1 实现营业收入 16.73 亿元，同比下降 29.97%；其中，2020Q2 实现营收 9.96 亿元，同比下降 22.94%。分行业：2020H1 公司加盟业务收入 8.58 亿元，公司加盟业务占收入主要部分，受疫情影响营收下滑；自营线下业务收入 3.33 亿元；互联网线上业务收入 3.87 亿元，互联网业务的上升得益于公司对直播带货的提前布局。分产品：2020H1 镶嵌首饰收入 5.43 亿元，受疫情影响显著；素金首饰收入 6.57 亿元；加盟品牌使用费收入 2.14 亿元；加盟管理服务费收入 0.81 亿元。

②**毛利率**：公司 2020H1 毛利率 45.73%，同比增加 8.00pct；2020Q1 毛利率 47.35%，同比增加 9.31pct。公司毛利率提高，主要系受金价稳步上涨以及素金类产品结构变化影响，素金产品毛利及品牌使用费对毛利额贡献上升明显。分产品：公司基础业务镶嵌首饰毛利率为 29.90%，同比增加 2.02pct；素金首饰毛利率 23.88%，同比增加 0.98pct，主要系金价在报告期内稳步上涨贡献。分地区：2020H1 华北/华东/华南/华中/西南地区毛利率分别为 44.44%、43.28%、41.45%、50.37%、56.99%，同比增加 7.06pct、9.10pct、-0.08pct、12.25pct、16.00pct。

③**期间费用率**：公司 2020H1 期间费用率 18.95%，较同期增加 5.04pct，主要系公司销售/管理/费用率的增加。2020 年 Q2 公司期间费用为 16.06%，较同期增加 3.53pct。销售费用率：2020H1 销售费用率 16.32%，同比增加 5.50pct；2020Q2 销售费用率 13.86%，同比增加 4.41pct。管理费用率：2020H1 管理费用率为 2.75%，同比增加 0.10pct；2020Q2 管理费用率 2.41%，同比增加 0.09pct。

④**归母净利润**：公司 2020H1 实现归母净利润 3.31 亿元，同比下降 30.43%；实现归母净利率 19.78%，同比下降 0.09pct；公司 2020Q2 归母净利润 2.30 亿元，同比下降 18.21%；实现归母净利率 23.09%，同比上升 1.34pct。

盈利预测与估值：公司是中国中高端钻石珠宝领先品牌，品牌价值凸显，“自营+加盟”模式加速渠道拓张，中国黄金珠宝行业进入市场集中度提升的阶段，公司市场份额将持续扩张。综合预计 20-22 年归母净利分别为 12/14/16 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/14/12X，维持买入评级。

风险提示：疫情影响消费升级趋势，珠宝行业回暖不及预期，开店增速不及预期，金价受国际局势扰动的不确定性

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	730.82
流通 A 股股本(百万股)	722.99
A 股总市值(百万元)	18,423.86
流通 A 股市值(百万元)	18,226.61
每股净资产(元)	6.42
资产负债率(%)	17.94
一年内最高/最低(元)	35.04/16.81

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《周大生-公司点评:珠宝龙头业绩稳健增长,持续快速拓店显示强劲竞争力》2020-02-29
- 《周大生-季报点评:19Q3 门店持续逆势扩张,行业景气度触底未来有望逐渐企稳》2019-11-06
- 《周大生-半年报点评:“自营+加盟”加速渠道拓张,市场份额持续增加》2019-09-11

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,869.94	5,439.29	5,983.22	7,060.20	8,331.03
增长率(%)	27.97	11.69	10.00	18.00	18.00
EBITDA(百万元)	1,023.70	1,245.84	1,521.14	1,810.76	2,146.83
净利润(百万元)	806.12	991.42	1,153.46	1,376.22	1,628.38
增长率(%)	36.15	22.99	16.34	19.31	18.32
EPS(元/股)	1.10	1.36	1.58	1.88	2.23
市盈率(P/E)	23.63	19.21	16.51	13.84	11.70
市净率(P/B)	4.83	4.04	3.12	2.78	2.44
市销率(P/S)	3.91	3.50	3.18	2.70	2.29
EV/EBITDA	11.75	9.26	10.35	8.71	6.89

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

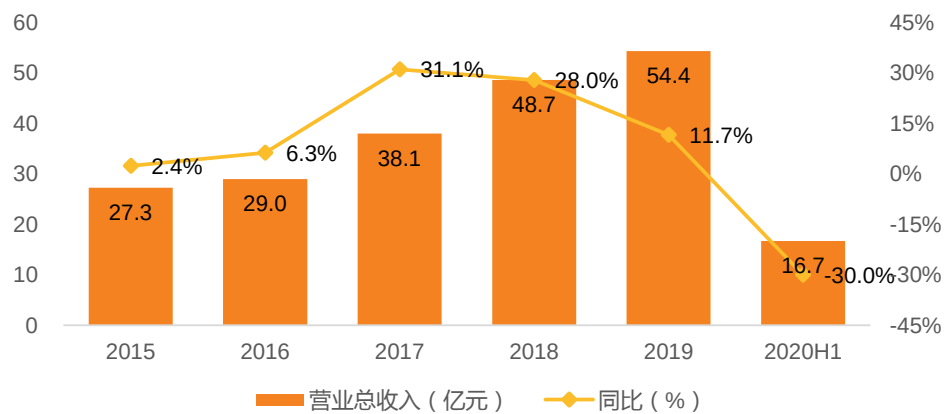
公司发布 2020 年半年报，实现营收 16.73 亿元，同比下降 29.97%；归母净利润 3.31 亿元，同比下降 30.43%。其中，Q2 实现营收 9.96 亿元，同比下降 22.94%；归母净利润 2.3 亿元，同比下降 18.21%。

2. 点评

2.1. 营业收入：疫情冲击黄金饰品行业，营收下滑明显

公司 2020H1 实现营业收入 16.73 亿元，同比下降 29.97%；其中，2020Q2 实现营收 9.96 亿元，同比下降 22.94%。

图 1：公司 2020H1 实现营业收入 16.73 亿元，同比下降 29.97%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

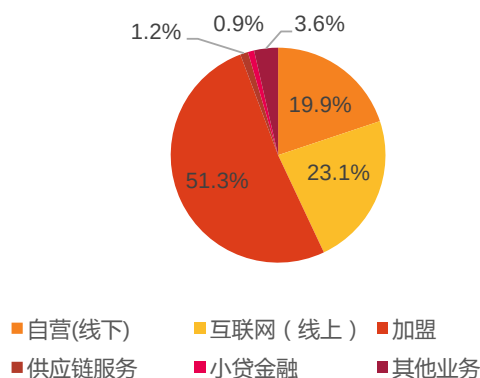
① **分行业**：2020H1 公司加盟业务收入 8.58 亿元，同比下降 38.00%，占比 51.29%，公司加盟业务占收入主要部分，受疫情影响营收下滑；自营线下业务收入 3.33 亿元，同比下降 49.69%，占比 19.87%；互联网线上业务收入 3.87 亿元，同比增长 73.98%，占比 23.12%，互联网业务的上升得益于公司对直播带货的提前布局。

② **分产品**：2020H1 镶嵌首饰收入 5.43 亿元，同比下降 58.15%，占比 32.42%，受疫情影响显著；素金首饰收入 6.57 亿元，同比下降 6.73%，占比 39.28%；加盟品牌使用费收入 2.14 亿元，同比增长 21.75%，占比 12.81%；加盟管理服务收入 0.81 亿元，同比下降 5.33%，占比 4.87%。

③ **分地区**：2020H1 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南分别实现营业收入 0.62 亿元、0.24 亿元、3.31 亿元、5.10 亿元、2.31 亿元、1.14 亿元、1.83 亿元，同比增速分别为 -51.08%、-41.40%、-41.90%、28.76%、-44.59%、-33.41%、-37.95%，占比总收入 3.71%、14.48%、19.80%、30.45%、13.81%、6.80%、10.94%。公司华南地区保持高速增长，增速领跑各区；其余地区受疫情影响出现负增长。

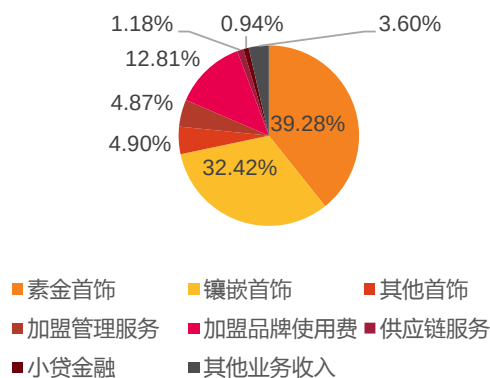
图 2：公司营收按行业占比

图 3：公司营收按产品占比



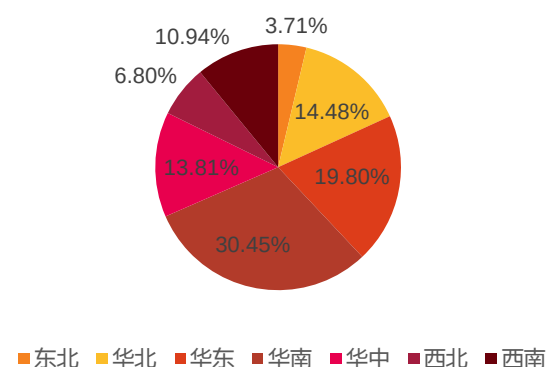
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司营收按地区占比

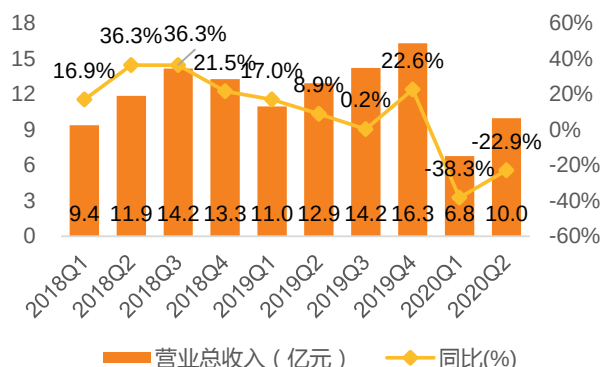


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司单季度营收与增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

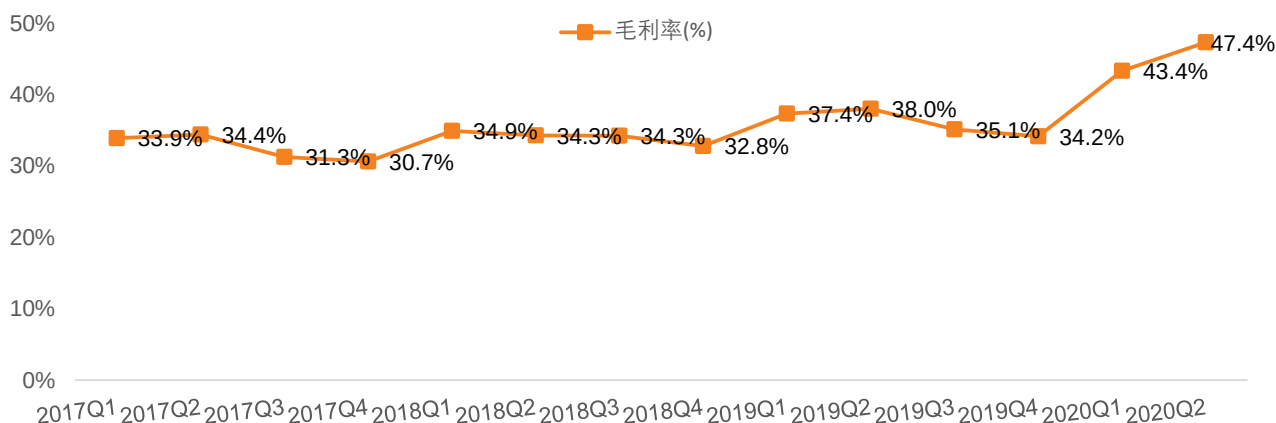
2.2. 毛利率：金价及素金类产品结构变化驱动 2020H1 毛利率提升

公司 2020H1 毛利率 45.73%，同比增加 8.00pct；2020Q1 毛利率 47.35%，同比增加 9.31pct。公司毛利率提高，主要系受金价稳步上涨以及素金类产品结构变化影响，素金产品毛利及品牌使用费对毛利额贡献上升明显。

① 分产品：公司基础业务镶嵌首饰毛利率为 29.90%，同比增加 2.02pct；素金首饰毛利率 23.88%，同比增加 0.98pct，主要系金价在报告期内稳步上涨贡献。

② 分地区：2020H1 华北/华东/华南/华中/西南地区毛利率分别为 44.44%、43.28%、41.45%、50.37%、56.99%，同比增加 7.06pct、9.10pct、-0.08pct、12.25pct、16.00pct。

图 6：公司 2020Q2 毛利率 47.35%，同比增加 9.31pct



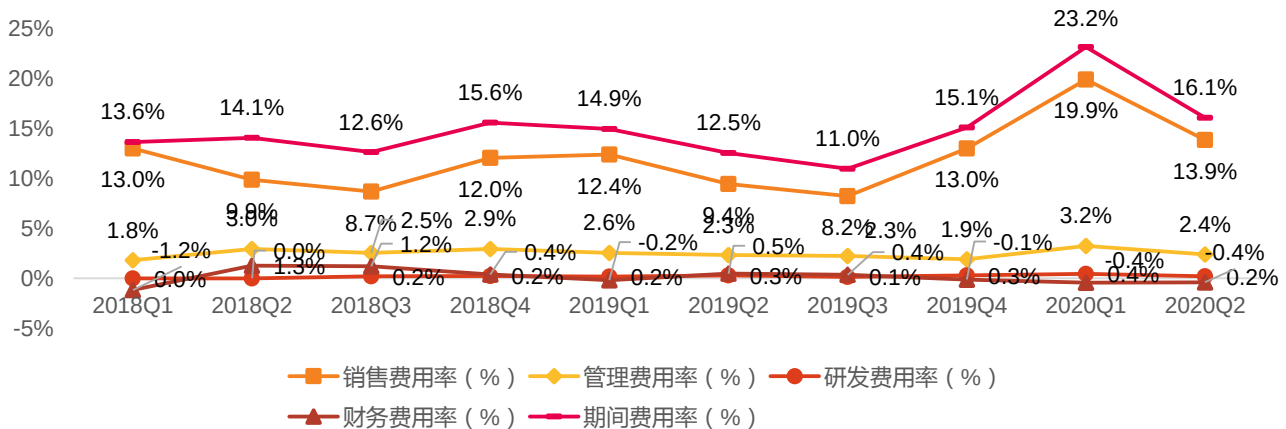
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用率：销售费用率上升带动期间费用率提高

公司 2020H1 期间费用率 18.95%，较同期增加 5.04pct，主要系公司销售/管理/费用率的增加。2020 年 Q2 公司期间费用为 16.06%，较同期增加 3.53pct。

- ① **销售费用率**: 2020H1 销售费用率 16.32%，同比增加 5.50pct；2020Q2 销售费用率 13.86%，同比增加 4.41pct。
- ② **管理费用率**: 2020H1 管理费用率为 2.75%，同比增加 0.10pct；2020Q2 管理费用率 2.41%，同比增加 0.09pct。
- ③ **研发费用率**: 2020H1 研发费用率为 0.30%，同比增加 0.11pct；2020Q2 研发费用率 0.20%，同比减少 0.11pct。
- ④ **财务费用率**: 2020H1 财务费用率为 -0.42%，同比减少 0.67pct；2020Q2 财务费用率 -0.40%，同比减少 0.87pct。

图 7：公司 2020Q2 期间费用率 16.06%，同比增加 3.53pct

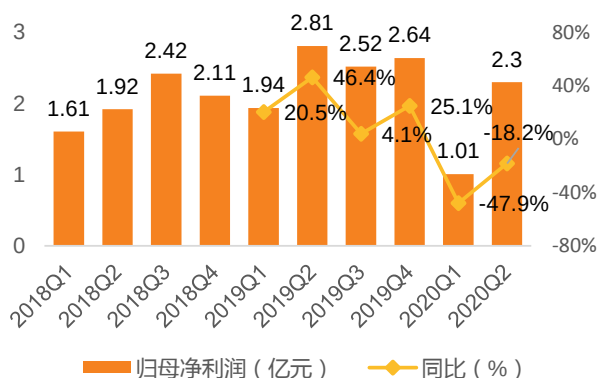


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润

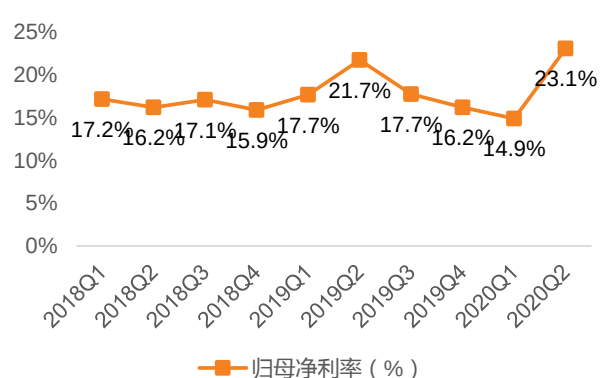
公司 2020H1 实现归母净利润 3.31 亿元，同比下降 30.43%；实现归母净利率 19.78%，同比下降 0.09pct；公司 2020Q2 归母净利润 2.30 亿元，同比下降 18.21%；实现归母净利率 23.09%，同比上升 1.34pct。

图 8：公司 2020Q2 归母净利润 2.30 亿元，同比下降 18.21%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司 2020Q2 归母净利率为 23.09%，同比上升 1.34pct

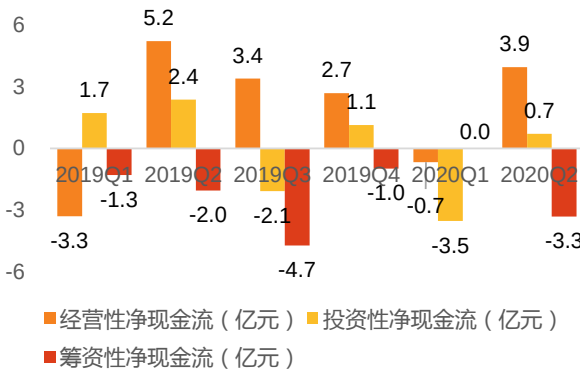


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 现金流

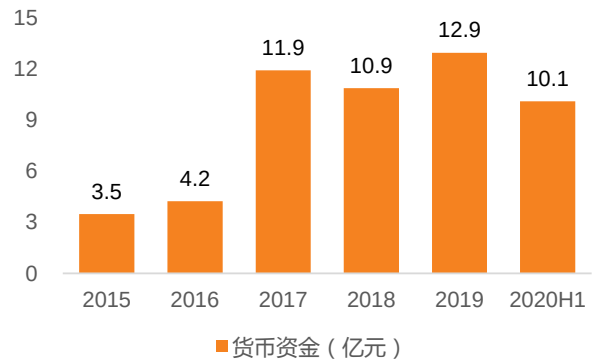
公司现金流健康，保持充足货币资金。公司 2020H1 经营性净现金流入为 3.27 亿元，现金流入同比增加 71.22%，主要由于报告期业务下降使得采购支出同比下降幅度较大所致；投资性净现金流入为-2.81 亿元，同比下降 169.05%，主要由于报告期以闲置资金购买委托理财产品以及在建工程项目投资同比增加所致；筹资性净现金流入为-3.31 亿元，同比增长 0.76%，主要为报告期实施 2019 年度利润分配方案支付股利 3.29 亿元。公司货币资金充足，截至 2020H1，公司拥有货币资金 10.09 亿元。

图 10：公司现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司货币资金充足



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.6. 经营数据：门店数续领跑行业，市占率有望持续提升

从渠道看，门店拓展速度继续领跑行业，加盟门店加速增长，品牌仍处于提速扩张期。截至 2020Q2，公司门店总数为 4005 家，其中自营店 257 家，加盟 3748 家。

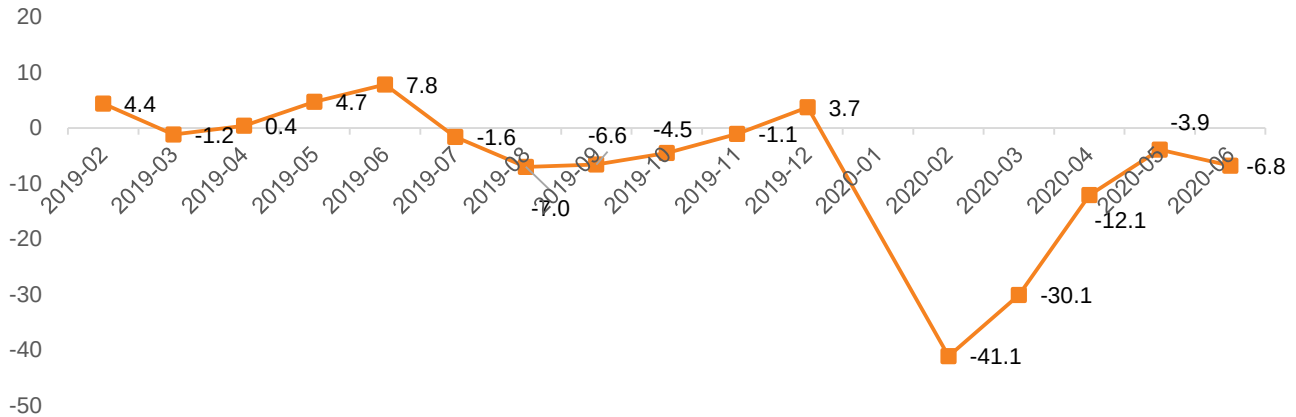
表 1：周大生终端渠道数（家）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
终端渠道数合计	1987	2099	2199	2276	2456	2724	3375	4011	4005
净变化	296	112	100	77	180	268	651	636	-6
自营店	283	339	339	299	294	276	302	278	257
净变化	58	56	0	-40	-5	-18	26	-24	-21
加盟店	1704	1760	1860	1977	2162	2448	3073	3733	3748
净变化	238	56	100	117	185	286	625	660	15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从行业整体情况来看，19 年年初至 2020 上半年金银珠宝社零有 11 个月为负增长，行业整体承压。公司在整体经济环境收敛，行业承压的背景下快速拓展门店，体现出强劲的行业竞争力。

图 12：金银珠宝社零同比（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.7. 黄金珠宝行业情况及周大生单店情况:疫情影响单店营收及毛利率

公司所处行业为珠宝首饰零售业，近年来，得益于国民经济的持续增长和居民可支配收入的不断提高，国内居民消费升级不断推进，可选消费品需求崛起，以珠宝首饰等为代表的中高端消费品市场已进入高速发展阶段，我国中产阶级消费群体日益壮大，与此同时，三、四线城市的消费增长需求已成为我国消费市场的主要推动力。消费者的消费习惯也在发生转变，更加注重产品品质、个性化设计及服务体验，并以完善自身内在素质和外在形象为目标，包括设计风格、款式、工艺也日益被消费者看重，消费升级以及消费主力人群的切换，为“周大生”等具有“品牌、渠道、产品”等核心竞争优势的珠宝首饰企业提供了更广阔的市场空间。

经过多年在行业内的深耕细作，公司凭借品牌、渠道、产品、供应链整合、标准化运营等优势，市场影响力和竞争力不断提升。根据中宝协出具的证明，“周大生”珠宝品牌市场竞争力突出，已成为中国境内珠宝首饰市场最具竞争力的品牌之一。从 2011-2020 年世界品牌实验室（World Brand Lab）编制的《中国 500 最具价值品牌》排行榜来看，“周大生”品牌价值连续十年排名珠宝品牌类前三，2020 年，周大生更是以 572.26 亿元的品牌价值荣登本年度最具价值品牌榜第 103 名，位居中国轻工业第二。

图 13：周大生 2018H1-2020H1 单店情况

项目	报告期 (2018H1)				
	平均店数 (个)	单店收入 (万元)	单店毛利 (万元)	单店收入同比 (%)	单店毛利同比 (%)
自营店	275	222.24	65.24	15.47%	14.38%
其中：镶嵌首饰		66.25	37.7	8.56%	9.68%
加盟店	2596	49.05	17.03	12.58%	12.40%
其中：镶嵌首饰		40.39	8.66	17.40%	26.45%
品牌使用费		5.79	5.79	2.33%	2.33%
加盟管理服务费		2.54	2.54	-1.04%	-1.04%
项目	报告期 (2019H1)				
	平均店数 (个)	单店收入 (万元)	单店毛利 (万元)	单店收入同比 (%)	单店毛利同比 (%)
自营店	297	222.58	70.26	0.15%	7.70%
其中：镶嵌首饰		52.73	31.76	-20.41%	-15.76%
加盟店	3212	43.1	16.07	-12.13%	-5.63%
其中：镶嵌首饰		34.6	7.84	-14.35%	-9.41%
品牌使用费		5.48	5.48	-5.33%	-5.33%
加盟管理服务费		2.68	2.68	5.33%	5.33%
项目	报告期 (2020H1)				
	平均店数 (个)	单店收入 (万元)	单店毛利 (万元)	单店收入同比 (%)	单店毛利同比 (%)
自营店	265	125.5	47.43	-43.62%	-32.50%
其中：镶嵌首饰		27.44	17	-47.97%	-46.47%
素金首饰		97.97	30.36	-42.26%	-20.94%
加盟店	3740	22.95	10.95	-46.76%	-31.83%
其中：镶嵌首饰		11.01	2.44	-68.17%	-68.83%
品牌使用费		5.73	5.73	4.56%	4.56%
加盟管理服务费		2.18	2.18	-18.70%	-18.70%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

公司是中国中高端钻石珠宝领先品牌，品牌价值凸显，“自营+加盟”模式加速渠道拓张，中国黄金珠宝行业进入市场集中度提升的阶段，公司市场份额将持续扩张。综合预计 20-22 年归母净利润分别为 12/14/16 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/14/12X，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,085.68	1,293.50	2,500.53	2,476.86	3,149.77
应收票据及应收账款	83.26	75.51	148.40	115.81	195.96
预付账款	22.41	26.02	1.68	33.77	16.98
存货	2,589.00	2,597.11	2,853.36	3,578.20	4,011.05
其他	647.75	169.48	509.44	526.25	408.03
流动资产合计	4,428.11	4,161.63	6,013.42	6,730.89	7,781.79
长期股权投资	0.80	0.79	0.79	0.79	0.79
固定资产	29.01	32.46	118.86	195.89	254.31
在建工程	51.11	171.19	138.71	131.23	108.74
无形资产	453.44	435.16	420.64	406.12	391.60
其他	748.30	855.61	752.38	725.56	980.04
非流动资产合计	1,282.67	1,495.21	1,431.38	1,459.59	1,735.48
资产总计	5,887.34	5,922.03	7,523.87	8,295.91	9,667.17
短期借款	600.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	637.49	358.81	900.59	602.59	1,065.82
其他	666.31	793.75	471.30	797.84	757.31
流动负债合计	1,903.80	1,152.56	1,371.89	1,400.43	1,823.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.98	26.10	13.84	14.09	18.01
非流动负债合计	14.98	26.10	13.84	14.09	18.01
负债合计	1,918.78	1,178.65	1,385.73	1,414.52	1,841.14
少数股东权益	27.20	33.11	33.11	33.10	33.05
股本	485.38	730.82	730.82	730.82	730.82
资本公积	1,821.81	1,650.25	2,352.62	2,352.62	2,352.62
留存收益	3,558.92	4,058.08	5,374.21	6,117.47	7,062.15
其他	(1,924.74)	(1,728.88)	(2,352.62)	(2,352.62)	(2,352.62)
股东权益合计	3,968.56	4,743.38	6,138.13	6,881.40	7,826.02
负债和股东权益总计	5,887.34	5,922.03	7,523.87	8,295.91	9,667.17

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	806.11	991.33	1,153.46	1,376.22	1,628.38
折旧摊销	36.77	44.19	20.60	24.97	28.59
财务费用	21.60	16.83	(21.61)	(28.34)	(32.04)
投资损失	(24.26)	(1.17)	(34.50)	(35.60)	(35.60)
营运资金变动	(695.41)	(538.07)	468.46	(694.63)	(233.29)
其它	221.78	284.67	(4.27)	9.09	27.40
经营活动现金流	366.58	797.79	1,582.14	651.70	1,383.43
资本支出	369.67	114.54	72.25	79.75	46.08
长期投资	0.80	(0.01)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,235.85)	198.06	(710.27)	(150.51)	(104.95)
投资活动现金流	(865.38)	312.59	(638.02)	(70.76)	(58.87)
债权融资	600.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	18.61	90.47	802.62	28.34	32.04
其他	(224.81)	(993.02)	(539.72)	(632.95)	(683.69)
筹资活动现金流	393.80	(902.55)	262.90	(604.61)	(651.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(105.00)	207.82	1,207.02	(23.67)	672.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,869.94	5,439.29	5,983.22	7,060.20	8,331.03
营业成本	3,214.18	3,482.07	3,709.60	4,377.32	5,165.24
营业税金及附加	46.34	55.89	57.68	67.18	81.73
营业费用	518.91	587.01	612.08	720.14	849.77
管理费用	70.35	120.97	107.70	127.08	149.96
研发费用	5.35	13.31	8.42	9.93	11.72
财务费用	26.21	7.72	(21.61)	(28.34)	(32.04)
资产减值损失	40.51	(12.31)	17.43	17.43	17.43
公允价值变动收益	(4.31)	18.61	(4.27)	9.09	27.45
投资净收益	24.26	1.17	34.50	35.60	35.60
其他	(98.05)	(92.51)	(60.47)	(89.38)	(126.10)
营业利润	1,026.18	1,257.37	1,522.15	1,814.14	2,150.27
营业外收入	33.27	34.82	15.80	20.82	20.82
营业外支出	0.13	0.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,059.32	1,292.08	1,537.95	1,834.96	2,171.09
所得税	253.20	300.75	384.49	458.74	542.77
净利润	806.11	991.33	1,153.46	1,376.22	1,628.32
少数股东损益	(0.00)	(0.09)	(0.00)	(0.00)	(0.05)
归属于母公司净利润	806.12	991.42	1,153.46	1,376.22	1,628.38
每股收益（元）	1.10	1.36	1.58	1.88	2.23

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	27.97%	11.69%	10.00%	18.00%	18.00%
营业利润	30.67%	22.53%	21.06%	19.18%	18.53%
归属于母公司净利润	36.15%	22.99%	16.34%	19.31%	18.32%
获利能力					
毛利率	34.00%	35.98%	38.00%	38.00%	38.00%
净利率	16.55%	18.23%	19.28%	19.49%	19.55%
ROE	20.45%	21.05%	18.89%	20.10%	20.90%
ROIC	42.61%	37.94%	48.32%	47.73%	44.46%
偿债能力					
资产负债率	32.59%	19.90%	18.42%	17.05%	19.05%
净负债率	-12.24%	-27.27%	-40.74%	-35.99%	-40.25%
流动比率	2.33	3.61	4.38	4.81	4.27
速动比率	0.97	1.36	2.30	2.25	2.07
营运能力					
应收账款周转率	53.44	68.52	53.44	53.44	53.44
存货周转率	2.07	2.10	2.20	2.20	2.20
总资产周转率	0.95	0.92	0.89	0.89	0.93
每股指标（元）					
每股收益	1.10	1.36	1.58	1.88	2.23
每股经营现金流	0.50	1.09	2.16	0.89	1.89
每股净资产	5.39	6.45	8.35	9.37	10.66
估值比率					
市盈率	23.63	19.21	16.51	13.84	11.70
市净率	4.83	4.04	3.12	2.78	2.44
EV/EBITDA	11.75	9.26	10.35	8.71	6.89
EV/EBIT	12.03	9.41	10.49	8.83	6.99

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