

纺织服装行业

从酷特智能看 C2M 模式在纺织服装行业未来发展空间

分析师： 糜韩杰



SAC 执业证号：S0260516020001



SFC CE.no: BPH764



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

核心观点：

- **酷特智能是国内领先的具备大规模个性化定制生产能力的公司。**酷特智能主要从事包括男士、女士正装全系列各品类在内的个性化定制服装的生产与销售，并向国内相关传统制造企业提供数字化定制工厂的整体改造方案及技术服务。2017-2019 年，公司营业收入分别为 5.84/5.91/5.35 亿元，实现归母净利润 0.59/0.64/0.69 亿元。其中服装类业务占比稳定保持在 90%以上。服装业务主要包括个性化定制 ODM、个性化定制 OBM、个性化定制职业装三种销售模式。对于境内外的 B 端客户，公司以贴牌方式进行生产；对于境内的 C 端客户以及职业装团体订单客户，公司以自有品牌进行生产销售。目前 ODM 业务仍为服装类业务的主要收入来源，2017-2019 年营业收入分别为 3.91/4.01/3.47 亿元，占比均达到 70%以上。ODM 业务收入的下降主要是公司优先保证小客户高毛利率订单造成大客户杭州贝嘟和 TMW 订单部分流失所致。
- **传统手工定制低效且性价比低，大规模个性化定制能提升产量，降低成本。**传统手工定制对人工依赖性高，耗时较长，售价和成本往往高于成衣，而大规模个性化定制利用柔性制造方式可实现低成本量产。C2M 是一种由订单驱动的大规模个性化定制模式，较传统业务模式优势明显。C2M（Customer to Manufacturer）从以往传统的先产后销转变为先销后产，制造商根据客户的订单量实现定量生产，同时利用互联网、大数据等技术手段，指导工厂选品、设计并生产出满足客户个性化需求的定制产品。优势主要包括（1）按需求生产，基本没有库存风险；（2）采用消费者与厂家直接对接的方式，省去了多项中间环节的费用；（3）满足了消费者的个性化需求。C2M 属于个性化定制的一种，与传统个性化定制业务的不同在于：使用 C2M 模式的公司主要通过电商平台和公司自有个性化定制平台来实现消费者与制造商的直接对接，能够实现订单的收集和规模化生产。
- **个性化定制成消费新趋势，C2M 模式将帮助纺织服装企业开拓全新成长轨道。**随着居民生活水平和消费能力的提升，消费者对于消费品的要求也逐渐增多，消费理念从生存型消费向服务式、体验式消费转变。服装类产品非标且需求多元，消费者个体体型与审美都存在较大差异，因此服装成为定制业务主要应用行业之一。目前定制服装行业仍处于发展初期，未来具备较大的成长空间。对纺织制造企业来说，C2M 模式将帮助其打开全新增长空间，进一步提升企业数字化和智能化水平，甚至向下游品牌业务延伸；对品牌服装企业来说，C2M 模式将帮助其实现大规模个性化定制，同时为新品设计和生产提供方向，有效降低库存风险和资金压力。
- **投资建议。**建议关注拥有服装定制业务产能，在定制服装业务需求持续增长情况下拥有先发优势的品牌服饰企业：报喜鸟、雅戈尔、鲁泰 A；此外，建议关注已经布局 C2M 模式的品牌鞋服龙头：奥康国际、天创时尚、歌力思、美邦服饰。
- **风险提示。**宏观经济下滑风险，电商平台对 C2M 模式投资力度不及预期风险，纺织服装企业供应链改造风险，市场竞争加剧风险，自主品牌业务拓展不及预期风险等。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
鲁泰 A	000726	CNY	7.7	2019/08/06	买入	12.00	1.10	1.18	7.00	6.53	4.05	3.77	11.8	12.0
歌力思	603808	CNY	12.6	2020/05/05	买入	15.15	1.36	1.01	9.26	12.48	12.66	9.13	19.9	13.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、酷特智能：国内领先的定制服装公司	6
（一）公司概况：专注定制服装行业、创始人家族持股比例高	6
（二）财务概况：低毛利订单减少致营收下滑，盈利能力逐步改善	7
（三）业务情况：服装类 ODM 业务为主，自有品牌处于起步阶段	10
（四）生产模式：自主加工为主要生产模式，衬衣委托加工占比有所上升	14
（五）竞争力：C/B2M+MTM 模式下拥有核心数据库和深厚技术积累	17
（六）发展规划：提高产能、加强研发、提升自有品牌影响力	18
二、C2M：由订单驱动的大规模个性化定制模式，与传统定制模式相比具有规模优势 ..	19
三、展望：个性化定制成消费新趋势，纺织服装企业有望利用 C2M 模式开拓全新成长轨道	21
（一）个性化定制需求兴起，定制服装行业空间广阔	21
（二）电商巨头积极布局，C2M 有望迎来持续发展	22
（三）纺织服装企业有望利用 C2M 模式的发展开拓全新成长轨道	23
四、投资建议：建议关注拥有规模化定制业务的纺服企业及向 C2M 模式转型的公司	24
五、风险提示	27
（一）宏观经济下滑风险	27
（二）电商平台对 C2M 模式投资力度不及预期风险	27
（三）纺织服装企业供应链改造风险	27
（四）市场竞争加剧的风险	28
（五）自主品牌定制业务拓展不及预期风险	28

图表索引

图 1: 公司发展历史.....	6
图 2: 公司股权结构 (IPO 后)	7
图 3: 酷特智能营业总收入及增速 (亿元)	7
图 4: 酷特智能归母净利润及增速 (亿元)	7
图 5: 分业务历年收入 (亿元)	8
图 6: 毛利率及净利率	8
图 7: 18/19 年两大客户流失对公司业绩影响 (百万元)	8
图 8: 剔除两大客户前后毛利率对比	8
图 9: 西装、衬衣收入对比 (亿元)	9
图 10: 西装、衬衣销量对比 (万套/万件)	9
图 11: 西装、衬衣销售单价对比 (元/套、元/件)	9
图 12: 西装、衬衣历年毛利率	9
图 13: 各地区历年营业收入 (百万元)	10
图 14: 各地区历年营收增速	10
图 15: 各地区历年营收占比	10
图 16: 服装业务收入及增速 (亿元)	11
图 17: 服装业务各模式历年营业收入 (亿元)	11
图 18: 服装业务中各模式历年毛利率	11
图 19: OBM 业务历年营收及增速 (百万元)	13
图 20: 历年直营营业收入 (百万元)	13
图 21: 职业装业务投标流程图	13
图 22: 管理咨询业务营收及占比 (百万元)	14
图 23: 定制服装业务交付流程图	16
图 24: 西装、衬衣历年产能 (万套/万件)	16
图 25: 西装、衬衣历年产销率	16
图 26: 西装、衬衣委托加工产量 (万套/万件)	16
图 27: 西装、衬衣委托加工产量占比	16
图 28: 传统业务模式与 C2M 业务模式对比	20
图 29: 传统手工定制与大规模个性化定制区别	20
图 30: 定制服务具体应用	21
图 31: 定制服装公司存货周转次数对比	25
图 32: 定制服装公司销售费用率对比	25
 表 1: 公司自有品牌介绍	 12
表 2: 自主加工与委托加工特点对比	15
表 3: 柔性智慧工厂项目介绍	18
表 4: 智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体项目介绍	19
表 5: C2M 部分平台发展历程	23

表 6: 定制服装行业竞争公司对比	26
-------------------------	----

一、酷特智能：国内领先的定制服装公司

（一）公司概况：专注定制服装行业、创始人家族持股比例高

酷特智能是一家专注于定制服装业务的公司，主要从事包括男士、女士正装全系列各品类在内的个性化定制服装的生产与销售，并向国内相关传统制造企业提供数字化定制工厂的整体改造方案及技术咨询服务。公司核心品牌为CotteYolan酷特云蓝，是全球个性化定制的供应商品牌、企业治理品牌、个性化定制时尚品牌，此外公司还拥有“REDCOLLAR红领”、“CAMEO凯妙”、“R.PRINCE瑞璞”、“RCOLLAR”等定制品牌，为国内市场及美国、欧洲、澳大利亚等海外市场提供个性化定制智能制造服务。

1995年，公司实控人张代理于青岛创立“红领品牌”，开始从事服装成衣生产与销售，公司规模逐步扩大。2003年前后市场竞争加剧，公司利润被不断压缩，公司转型利润更高的服装定制行业。2012年，智能生产线的效率达到日均1000套左右。目前，公司已经拥有西装厂、衬衣厂和西裤厂为主的三个专业智能制造工厂。

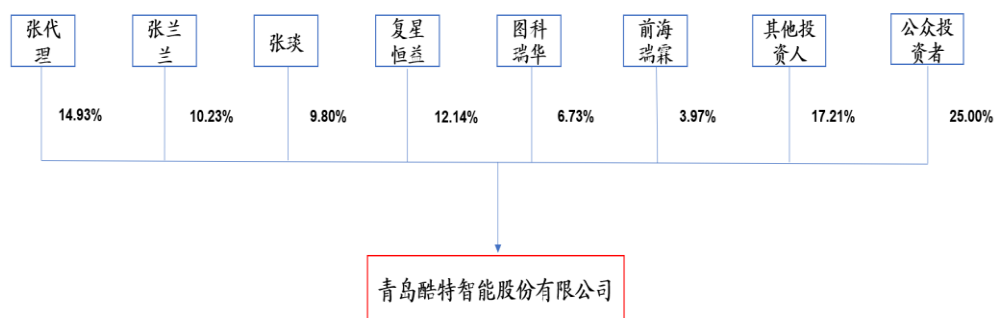
图 1：公司发展历史



数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

根据公司招股书披露，本次公开发行后张代理持有酷特智能19.90%的股权，张代理子女张琰和张兰兰分别持有13.06%和13.64%股权，共计持有46.60%的股权。

图 2：公司股权结构（IPO后）

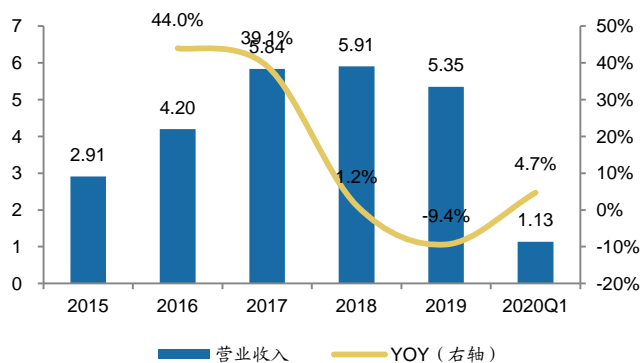


数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

（二）财务概况：低毛利订单减少致营收下滑，盈利能力逐步改善

2017-2020Q1，公司营业收入分别为5.84/5.91/5.35/1.13亿元，分别同比+39.1%/+1.2%/-9.4%/+4.7%；实现归母净利润0.59/0.64/0.69/0.19亿元，分别同比+196.6%/+8.6%/+8.0%/+114.0%。其中服装类业务占比稳定保持在90%以上，2017-2019年营业收入分别为5.30/5.41/4.96亿元。

图 3：酷特智能营业总收入及增速（亿元）



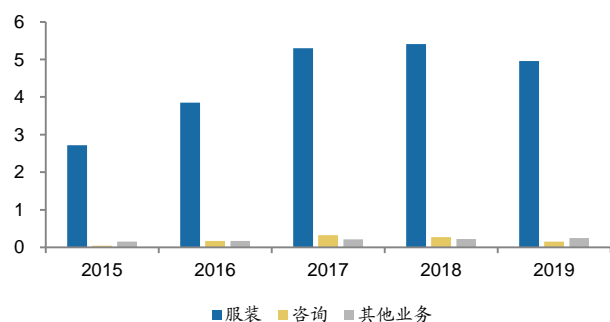
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：酷特智能归母净利润及增速（亿元）



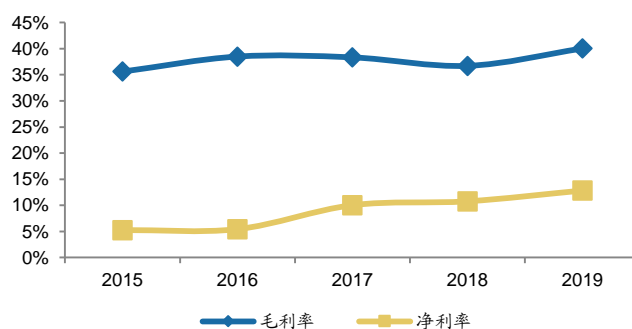
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 分业务历年收入 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 毛利率及净利率



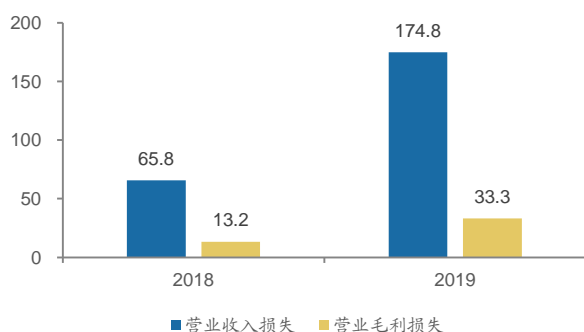
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

由于2017年末公司订单量过于饱和, 且两个大客户杭州贝嘞和The Mens' Wearhouse毛利率偏低, 2018年开始公司改变经营决策, 优先保证收费更高的中小型B端客户的订单及时交货, 这导致两个大客户订单从2018年下半年开始出现流失, 故2018、2019年公司营收增速下滑。

2020年一季度受疫情影响, 日均定制服装订单同比下降较大, 其中西服产品下降400-500套/天, 衬衣下降400-500件/天, 导致2020年一季度原有业务收入下降35.89%至0.69亿元。但另一方面, 公司响应政府号召生产防疫物资, 2020年一季度实现营业收入0.44亿元, 占一季度营收比重达38.76%。故综合来看, 2020年一季度总营收较去年同期仍有4.7%的涨幅; 净利润方面由于防疫物资利润空间大, 较去年同期取得了较大涨幅。

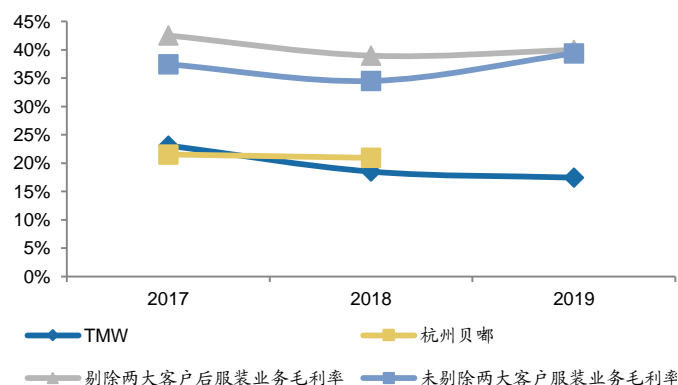
目前, 全球疫情仍未得到全面控制, 公司预计二季度疫情仍会对服装业务造成负面影响, 预计2020年上半年原有业务实现收入约1.54-1.67亿元, 较去年同期下降约36.51%-41.49%。

图 7: 18/19年两大客户流失对公司业绩影响 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 剔除两大客户前后毛利率对比

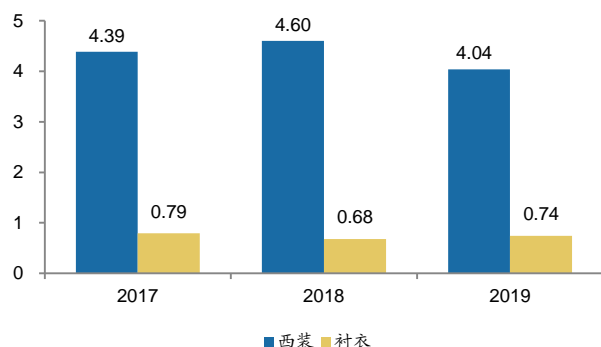


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分产品看, 服装类的主要产品为西装和衬衣, 目前公司具备每年生产 42万套定

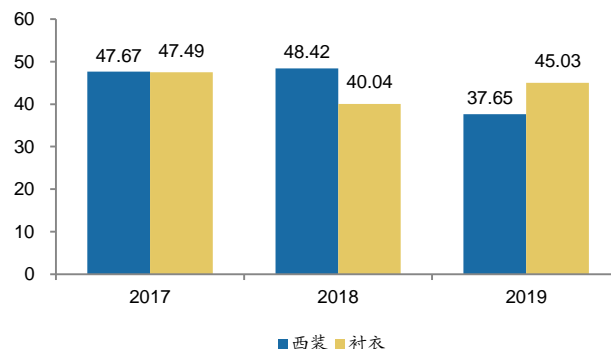
制西服产品、22 万件定制衬衫的工业化量产能力。2017-2019年，西装销售收入分别为4.39/4.60/4.04亿元，销量分别为47.67/48.42/37.65万套；衬衣销售收入分别为0.79/0.68/0.74亿元，销量分别为47.49/40.04/45.03万件。其中西装销量下降主要系两个大客户杭州贝嘞和The Mens' Wearhouse从2018年下半年起在公司的订单量逐渐减少所致。2019年西装及衬衣毛利率明显上升主要系小客户订单毛利率较高，占比提升所致。

图 9：西装、衬衣收入对比（亿元）



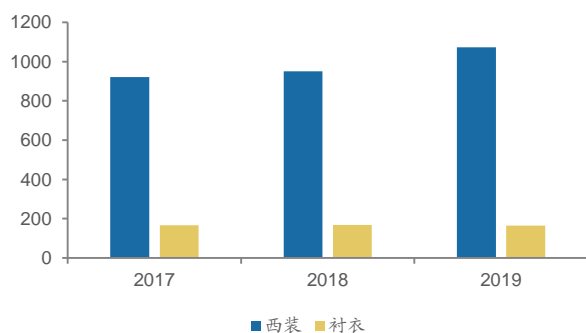
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：西装、衬衣销量对比（万套/万件）



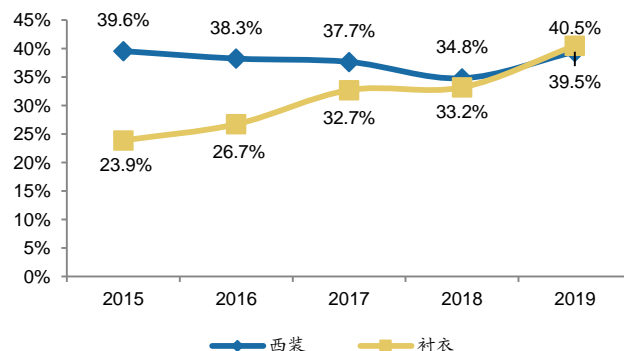
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：西装、衬衣销售单价对比（元/套、元/件）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

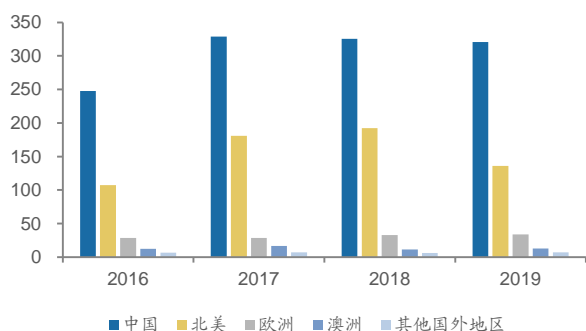
图 12：西装、衬衣历年毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

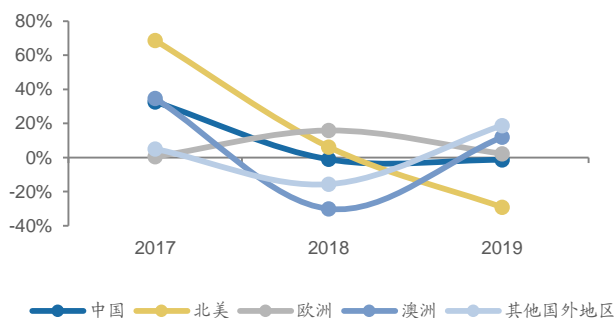
分地区看，国内仍为主要收入来源，占总营收的60%左右，海外ODM订单收入则以北美地区为主。2017-2019年，国内营业收入分别为3.29/3.25/3.21亿元，占比分别达58.5/57.3/62.8%。近年来，欧洲客户的数量和销售收入逐渐增加，而随着大客户TMW从2018年下半年开始逐步减少订单，北美地区占比在2019年明显下降。

图 13: 各地区历年营业收入 (百万元)



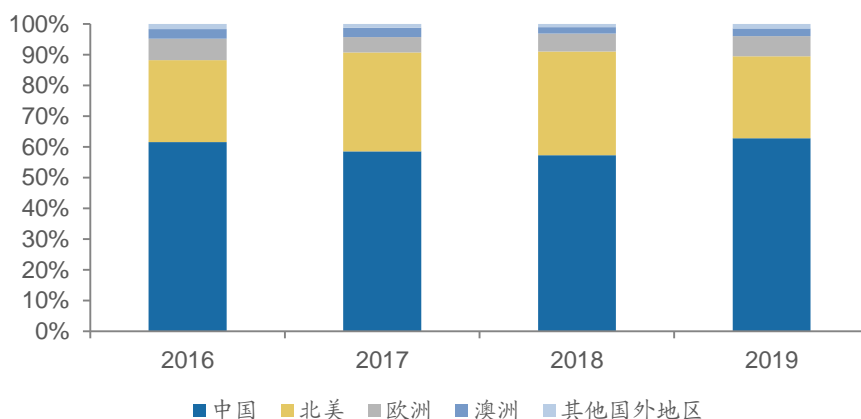
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 各地区历年营收增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 各地区历年营收占比

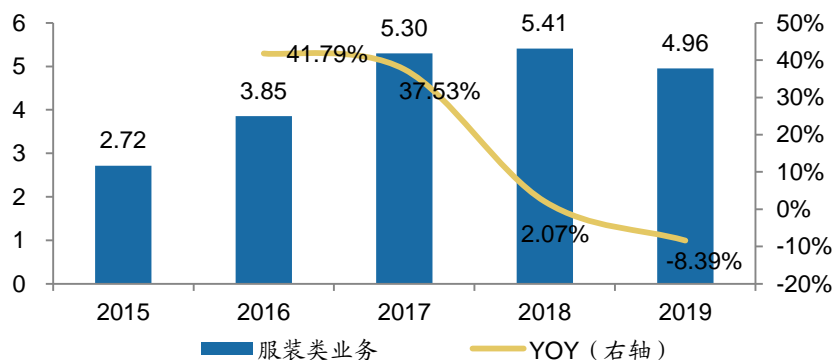


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 业务情况: 服装类 ODM 业务为主, 自有品牌处于起步阶段

公司主要的经营业务为大批量的个性化定制服装销售和向国内相关传统制造企业
提供数字化定制工厂的整体改造方案及技术服务。2017-2019年, 服装类业务
收入分别为5.30/5.40/4.96亿元, 管理咨询类业务收入分别为0.32/0.27/0.15亿元。

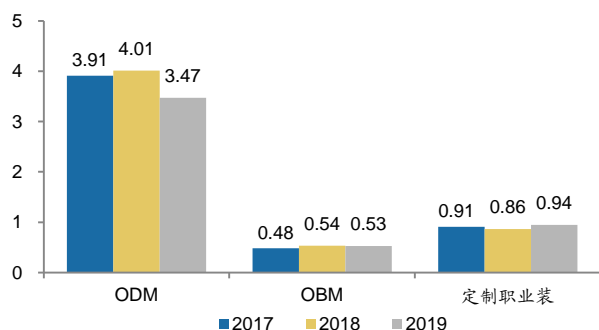
图 16: 服装业务收入及增速 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

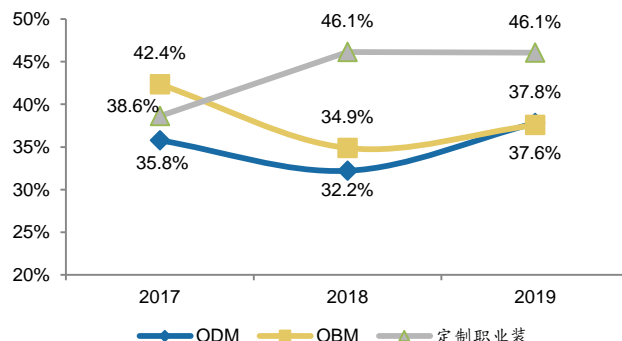
公司的服装业务主要包括个性化定制ODM、个性化定制OBM、个性化定制职业装三种销售模式。对于境内外的B端客户，公司以贴牌方式进行生产；对于境内的C端客户以及职业装团体订单客户，公司以自有品牌进行生产销售。

图 17: 服装业务各模式历年营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 服装业务中各模式历年毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

ODM (Original Design Manufacturer) 是指可以为客户提供从产品研发、设计制造到后期维护全部服务的制造商。公司的业务模式在传统ODM的基础上进行了升级, 突出了个性化定制的特色, 从产品的开发、设计、改进、设备投入、生产直到售后和市场反馈都全程负责。这样不仅能够提供令B端客户获得满意的设计方案和成衣样品, 实现产品的快速交付, 还能保证每一件产品都能满足最终消费者的特殊需求。这种个性化定制的ODM将具有更高的工业附加值和利润空间。

公司ODM模式业务下的境外客户主要来源于美国、加拿大、德国、西班牙和澳大利亚等国家, 以裁缝店、上门量体的着装顾问、定制类电商以及转型定制的品牌零售店为主。而ODM模式下的国内客户主要来源于北京、上海、广州、成都、无锡、

杭州、青岛等城市，以实体裁缝店、定制店、O2O电商（如微商、手机 APP、服装类垂直电商）为主。目前，公司服装业务主要收入来源仍为ODM业务，2017-2019年ODM业务收入分别为3.91/4.01/3.47亿元，占比均达到70%以上。ODM业务收入的下降主要是公司为保证毛利率而对杭州贝嘞和TMW提价造成的两大客户订单下降所致。

OBM (Original Brand Manufacturer) 是指厂商不仅进行深度加工组装和产品设计活动，还拥有并深度开拓自己的品牌，自建营销渠道。公司的OBM业务模式下，公司组织人员收集市场信息，为自主品牌产品进行市场定位，并根据订单情况及各方面反馈意见不断进行产品的设计与改进。公司OBM类自有品牌包括“CotteYolan”、“红领”、“瑞璞”。其中，“CotteYolan”、“红领”的主要消费群体为有正装等系列产品需求的客户，“瑞璞”的主要消费群体为对婚庆礼服有需求的客户。

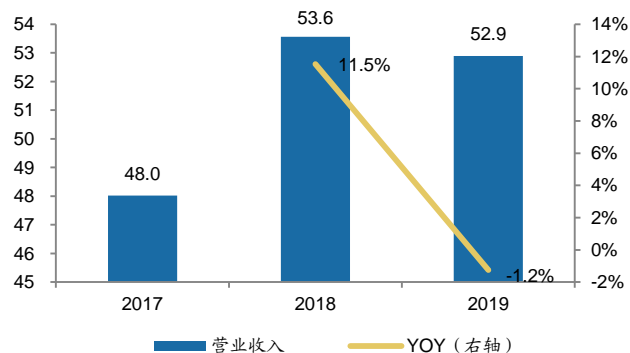
表 1：公司自有品牌介绍

品牌名称	目标客户	风格/理念/定位
CotteYolan	有高端定制需求的商务人士	高品质、高品位、高性价比的男女正装；个性化量身的高端定制；简约、高雅、精益求精；主要采用高级进口西服面料，以意大利面料 Ermenegildo Zegna、CERRUTI 1881、Loro Piana 为主线供应商，以 Vitale Barberis Canonico 做最低层面料辅助。
红领	追求潮流但理性消费的大众消费者	高性价比的男女正装；结合亚洲人廓形剪裁，定位于实用商务路线；采用国产面料为主。
瑞璞	主要目标客户是新郎或伴郎	高端定制的婚庆礼服，不仅仅是一件衣服，更是承载人生重要意义和记录人生重要时刻的艺术作品。

数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

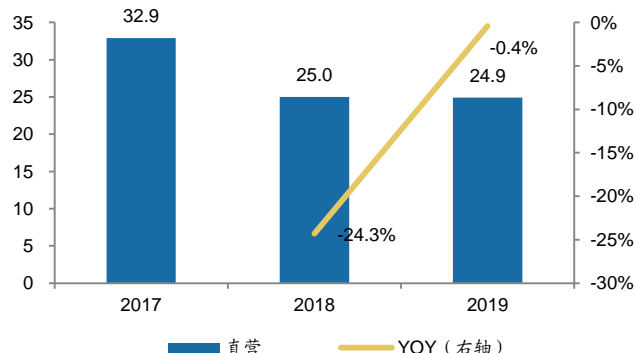
公司OBM业务主要由线上和线下两块业务构成，其中线上业务主要通过“酷特云蓝”手机app和微信小程序及公众号获客，而线下业务主要通过直营和加盟两种渠道获客。2017-2019年，公司OBM业务收入分别达48.0/53.6/52.9百万元。近年OBM业务收入下降主要由于线上业务推广力度下降，且线下业务部分直营店铺经营不及预期，处于净关店阶段。2019年直营店铺数从2017年的16家下降至5家，直营营业收入为2485.1万元。

图 19: OBM业务历年营收及增速 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

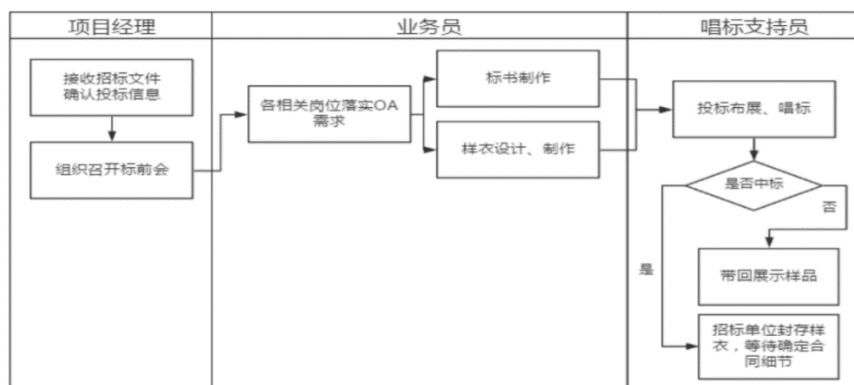
图 20: 历年直营营业收入 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司的个性化定制职业装业务主要销售对象为各类有集中采购职业装需求的企事业单位团体, 获得订单的方式包括直接对客户销售和参与客户招投标两种。在获得订单、与客户商谈确认款式、面料、个性化元素等在内的各项需求后, 公司则安排专业人员到客户现场进行量体, 并根据量体数据对职装客户的订单进行大规模定制生产, 生产完成后统一交付。职业装业务通常以项目为单位, 每个项目由项目经理全面负责, 具体执行工作由项目组成员承担, 包括招标文件的编写与制作、投标样衣款式方案的设计、合同执行前的评审、投标布展方案、唱标等。2017-2019年, 个性化定制职业装业务收入分别为0.91/0.86/0.94亿元, 较其他业务而言发展较为稳定。

图 21: 职业装业务投标流程图



数据来源: 酷特智能招股书, 广发证券发展研究中心

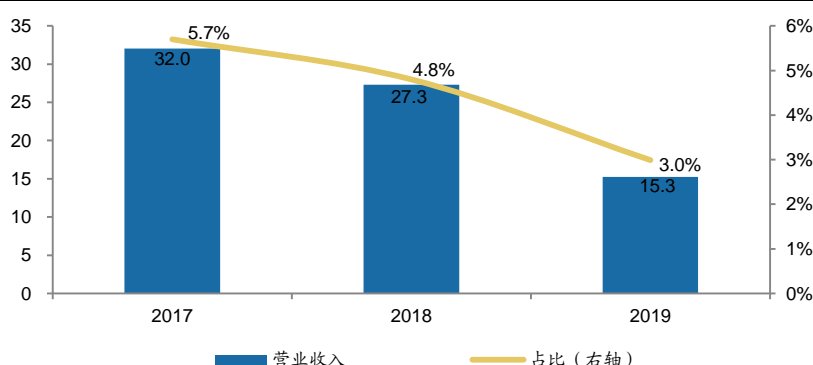
管理咨询业务方面, 公司以子公司凯瑞创智为主体, 开展与个性化定制相关的培训、咨询、软硬件产品销售以及企业升级改造整体方案输出业务, 为传统企业从批量生产产品模式向大规模定制个性化产品模式转型提供指导。

咨询及解决方案输出服务业务流程主要分为三个阶段: (1) 介绍C/B2M大规模定制工业模式为主要目的的参观与培训阶段; (2) 组织技术和培训人员到客户公司

所在地，与相关人员深入交流，并开展实地调研，根据客户公司的实际情况为其出具工程调研诊断报告、设计初步改造方案等，为转型升级提供解决路径和方法的辅导与咨询阶段；（3）根据客户所在行业、所处发展阶段、目前经营情况、未来预期等因素，将数据驱动的个性化定制工程技术向客户转移，为客户提供工厂升级改造整体方案，并承担督导和运维职能，保证升级改造方案顺利落地运行的升级与改造阶段。

2017-2019年管理咨询类业务收入分别为0.32/0.27/0.15亿元。收入逐年下降主要由于国内具有传统工业升级改造需求的企业数量有限，来公司参观学习及向公司进行咨询的客户数量有所下降。其次，为推广业务组织人员来深入了解公司咨询服务，2019年管理咨询类业务销售商的折扣力度较大，导致收入持续下降。

图 22：管理咨询业务营收及占比（百万元）



数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

（四）生产模式：自主加工为主要生产模式，衬衣委托加工占比有所上升

公司在生产方面主要有自主加工和委托加工两种模式。自主加工模式负责公司的所有类型产品，做工更加精细，对技术要求更高。而委托加工模式主要负责红领品牌的职业装生产，作业流程简单，对技术、工艺要求低。

表 2：自主加工与委托加工特点对比

项目	类别	品牌	定位	工序	技术
自产产品	西服、衬衣、大衣、马甲、裙子	所有品牌	全产品	作业流程标准、规范，全工序流程全部信息化打通，完成一件定制产品需要经过 300 多道工艺程序，现场的布局精益、科学，工序与工序物流流转全部智能化、自动化。定制产品的工序和工艺信息全部数字化、智能化显示，工序管理全部靠系统实现智能化管理，现场的工序数据通过信息技术实现自动采集，产品生产制造全工序流程可视化、数据化，透明化，产品生产制造全工序数据驱动。	个性化定制产品技术能力要求和难度非常高，其中个性化工艺数据有 2.2 万个，物料数据 3.3 万品种，一人一版、一人一单的版型、工艺、物料、款式都不一样；要运用大数据技术实现订单的版型、工艺、款式、物料自动化设计，满足全球绝大多数人体的个性化需求。
委托加工产品	西服、衬衣、大衣、马甲、裙子、连衣裙	红领品牌	职业装	作业流程简单，工序划分及现场布局较粗框，西服产品的工艺程序 180 道左右，裁剪多是手动裁剪或批量裁剪，缝制的工序多以基本款为主，各产品间相同的工序基本一样，工序操作相对容易，员工的作业工序智能化、信息化不高，产品工艺信息传递方式多以纸质形式，工序的管理基本靠人工统计跟踪。	产品对技术、工艺要求难度低，委外的产品款式固化、工艺、物料、版型简单、单一，多以标准号形式制作，订单的批量程度高。委外的产品都是基本款工艺，物料是纯色为主。

数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

自主生产模式下，公司的定制服装业务周期为7天。首先，客户在各终端下达订单，系统根据订单采集各类信息并传送至工厂数据中心；随后，IMDS 研发设计系统根据客户 体型数据及个性化需求信息生成服装的版型和工艺流程等信息，经由APS 排产系统等相关后台系统，完成排产和排程；同时，根据订单的物料需求，WMS物料管理系统对物料库存情况进行判断，对库存不足的物料生成采购需求；接下来，根据排产、排程结果，订单进入MES制造执行系统进行生产（断料、裁剪、缝制、整烫等）；产品完工后接受质量检验，通过检验的产品进入分拣配套环节，分拣后安排物流发货；客户对产品的反馈由专门的客服人员进行处理。

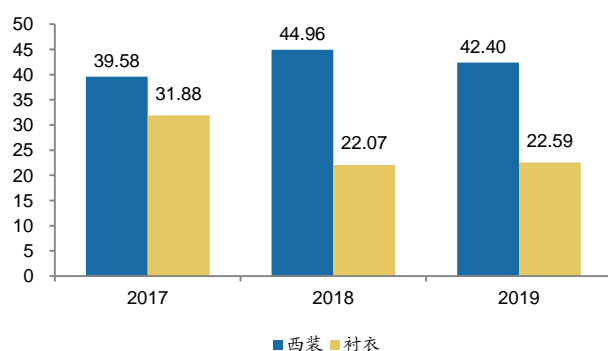
图 23: 定制服装业务交付流程图



数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

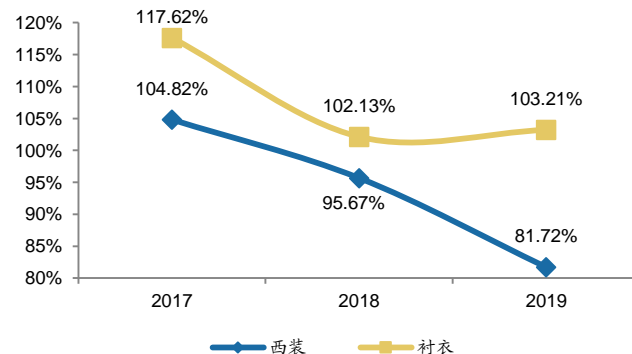
委托加工西装的数量逐年减少，委托加工的衬衣数量逐年增加。近几年公司个性化定制服装订单快速增长，衬衣的定制化程度较低，西装定制化程度较高，于是对生产线进行调整优化，增加了部分西装产能，并相应减少了衬衣产能。2019年，公司委托加工的衬衣产量比例已接近50%，西装委托加工的产量占比则降至10%左右。

图 24: 西装、衬衣历年产能（万套/万件）



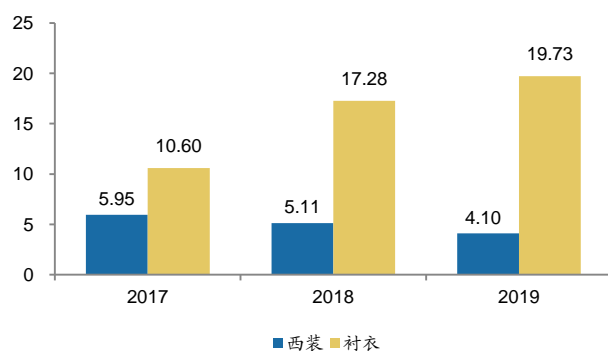
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 25: 西装、衬衣历年产销率



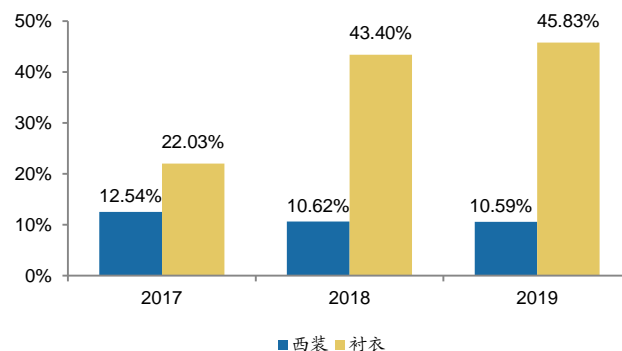
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 26: 西装、衬衣委托加工产量（万套/万件）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27: 西装、衬衣委托加工产量占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（五）竞争力：C/B2M+MTM 模式下拥有核心数据库和深厚技术积累

公司的核心经营模式即为由订单驱动的大规模个性化定制（Customer/Business to Manufacturer + Made to Measure，简称为C/B2M+MTM）。而要保持C/B2M模式的有效运转，公司目前在以下几个方面积累了竞争优势：

1. 具备满足消费者个性化需求的海量数据库

目前，公司积累了六大数据库，各数据库间互相配合，极大地满足消费者的个性化需求。其中版型数据库已基本涵盖正装所有版型，当在IMDS系统中输入用户的体态数据和款式后能通过版型自动匹配和CAD辅助设计，快速自动制版。量体数据库主要记录的是客户的量体数据，公司自创了19个部位和22个数据这一量体方法，将个性化需求以统一标准迅速数字化。工艺数据库和款式数据库能帮助在产品的生产和选择方面进行更细致地优化。BOM数据库对每个订单的物料进行分解，指导工人抓取物料，以自动化的方式科学管理原料使用，控制成本。返修数据库的反馈能不断优化和修正版型匹配逻辑、量体方法、制造工艺和BOM匹配算法。

2. 具备规模化生产定制服装的技术

服装制造企业的经营模式主要分为生产销售成衣和服装定制两类。其中服装定制业务大多仍停留在手工定制阶段，如裁缝店、制衣店、独立设计师等为大众群体进行的服装定制，这种定制方式在量体、制版、裁剪等环节都需要大量人工参与，对人工依赖性高，耗时较长，售价和成本往往高于成衣。而公司专注于智能化设备的研发，建立了包括RCMTM在线下单平台、IMDS研发设计系统、APS生产排程系统、MES制造执行系统、WMS物料管理系统等后台系统，构建了完善的智能生产体系，实现了制版、排料、断料、裁剪、制造、分拣等制造环节的高度自动化，不仅突破了制版速度对量产定制服装的约束，使服装定制能够大规模工业化生产，同时也提升了材料利用率，缩短了产品交货期，降低了库存和资金的占用。目前，公司已具备每年生产42万套定制西服产品、22万件定制衬衫的工业化量产能力。

3. 具备高程度满足客户需求的能力

随着生活节奏加快，消费者需求日益呈现创新化、个性化、短周期的趋势。在此背景下，公司为客户提供了极为多样的定制化选项。以西服为例，消费者可按自身喜好，在500余种驳头领型、20余种衣扣排列、30余种后背型、20余种袖型、30余种袋型，以及刺绣、领标、袖标、胸绳等各部位细节上自主搭配选择，选购到高度个性化的定制产品；同时，公司版型逻辑匹配规则能够覆盖不同身高、体型、肩宽的个体。

4. 具有稳定、良好的供应商关系

消费者对产品地个性化需求导致生产用到的面辅料及其他材料种类繁多，因此，稳定可靠的材料采购渠道是满足个性化产品短期交付的重要保障。截止2019年12月31日，公司登记在册的面、辅料合格供应商共有130家，其中重点长期合作供应商25家，良好的供应商关系使发行人能够常备西服面料600余种（全部可选面料种类超

过 10,000种)，衬衫面料近3000 种，各类材质、花型的里料约 600 款，并能够根据客户提供的图片或照片联系供应商单独生产特质的面料、里料，最大化满足客户需要。

（六）发展规划：提高产能、加强研发、提升自有品牌影响力

公司的战略目标是成为一家品牌知名、管理科学、创新能力强、核心竞争力明显的大规模个性化服装定制企业。公司的经营目标是利用国家政策优势，继续以服装个性化定制为业务拓展重点，扩充现有产能、优化供应链管理体系、强化内部治理、完善营销渠道、加大产品创新力度、增强研发设计能力、提高现有国内外客户的稳定性并提升公司自主品牌价值。公司本次上市拟将向社会公众以5.94元的价格公开发行业6000万股，预计募集资金3.564亿元。募集到的资金扣除发行费用后，其中的约2.1亿元将被用于建设柔性智慧工厂新建项目，约1.06亿元将被用于建设智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体项目，以实现公司规划的战略目标和经营目标。

1. 投建柔性智慧工厂项目，提升个性化定制产能

公司将利用募集资金投建柔性智慧工厂项目，投资总额约2.78亿元，其中建设投资约2.38亿元，流动资金投资0.4亿元。项目设计产能为年产个性化定制西服套装产品31万套以及个性化定制衬衣产品 30 万件。

表 3：柔性智慧工厂项目介绍

项目名称	工程类型	建设内容	建设目的
柔性智慧工厂新建项目	西服生产厂房	西服裁剪车间、西服缝纫车间、西裤缝制车间、西裤腰组、西服整烫及质检车间、西裤整烫及质检车间；原材料智能立体库、成品智能立体库	扩充西装产品产能
	衬衣生产厂房	衬衣裁剪、缝制和整烫车间	扩充衬衣产品产能
	其他辅助设施	智能立体仓库及相应的信息化设备	配套设施

数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

2. 投建智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体项目，提升自主研发能力

公司将利用募集资金投建慧物流中心和大数据及研发中心，预计投资总额约1.40亿元，其中建设投资约1.05亿元，研究开发相关费用约0.35亿元。

建设完成后，智慧物流中心将帮助公司缓解仓储压力、保证产品交期；大数据及研发中心综合体将帮助公司扩充现有数据库，提高系统性能，优化生产流程，优化生产工艺，升级量体功能及视觉呈现等，同时提升大数据的清洗、处理、挖掘、分析、监控、安全保障能力。

表 4：智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体项目介绍

项目名称	场地类型	面积（平方米）	主要意义
智慧物流中心	物流	6,000	缓解仓储压力、保证交期
大数据及研发中心综合体	办公区	1,300	扩充现有数据库，提高系统性能，优化生产流程，优化生产工艺，升级量体功能及视觉呈现等；提升大数据的清洗、处理、挖掘、分析、监控、安全保障能力
	机房、设计室	1,000	

数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

3. 完善线上线下营销闭环，提升自有品牌影响力

随在优化、完善线上销售渠道的同时，公司在主要城市建设自有品牌定制体验店，实现线上线下“订单-数据挖掘-数据化营销-线上运营-线下体验-订单”和“消费者-订单-生产-仓储物流-数据化配送-消费者”的数据闭环，为消费者提供更个性化的线上线下服务，提高自有品牌的知名度和认可度。

二、C2M：由订单驱动的大规模个性化定制模式，与传统定制模式相比具有规模优势

C2M（Customer to Manufacturer）是指由订单驱动的大规模个性化定制模式，也称为反向定制模式，即从以往传统的先产后销转变为先销后产。制造商根据客户的订单量实现定量生产，同时利用互联网、大数据等技术手段，指导工厂选品、设计并生产出满足客户个性化需求的定制产品。其优势包括（1）C2M按需求生产，基本没有库存风险，能够极大的缓解制造商的资金压力。（2）C2M采用消费者与厂家直接对接的方式，省去了多项中间环节的费用，实现低售价的同时还能保证较高的利润。（3）C2M满足了消费者的个性化需求的同时，由于规模化效应拥有更高的性价比。

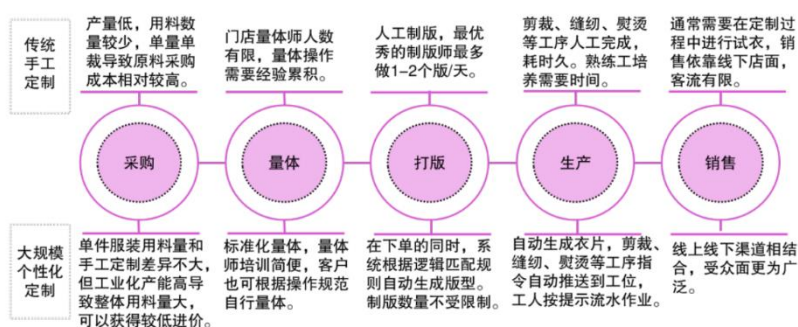
图 28：传统业务模式与C2M业务模式对比

传统模式		C2M模式
先生产后销售	需求	先销售后生产
同质化	设计	个性化
高库存	库存	低库存
层层加价	渠道	客户直接对接工厂
综合成本高，利润空间小	成本	综合成本低，利润空间大
用户粘性低，维护成本高	客户	用户粘性高，维护成本低

数据来源：首诺电商，广发证券发展研究中心

C2M属于个性化定制的一种模式，与传统个性化定制业务的不同在于：使用C2M模式的公司主要通过电商平台和公司自有个性化定制平台来实现消费者与制造商的直接对接，能够实现订单的收集和规模化生产。

图 29：传统手工定制与大规模个性化定制区别



数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

三、展望：个性化定制成消费新趋势，纺织服装企业有望利用 C2M 模式开拓全新成长轨道

（一）个性化定制需求兴起，定制服装行业空间广阔

随着生活水平和消费能力的提升，消费者对于产品的需求层次逐步升级，消费除基本的使用价值之外，越来越重视情感需求。所以消费理念逐渐从生存型消费向服务式、体验式消费转变。在这样的消费升级背景之下，从众模仿型消费行为逐渐减少，个性化、差异化在产品整体价值中占比越来越高，能够快速、准确地设计和制造消费者需要的产品成为企业获取市场竞争优势的关键因素。

依托互联网、物联网、数据挖掘和分析、CAD 等新兴技术，大规模生产与个性化定制的深度融合逐步从理论走向实践，大规模个性化定制已经深入到社会生活中衣食住行各个方面。

图 30：定制服务具体应用



数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

服装类产品非标且需求多元，消费者个体体型与审美都存在较大差异，因此服装成为定制业务主要应用行业之一。目前定制服装行业仍处于发展初期，以高级定制为主营业务的工作室或设计师品牌（如Grace Chen等），服务方面强调高端、唯一，目标客户群体范围较小。一些成衣品牌也逐渐推出了定制系列或定制子品牌（如报喜鸟、雅戈尔等），至于以团装生产为主营业务的企业，仅针对团体客户提供小批量、复杂程度较低的定制服务（如校服定制业务）。服装定制与生产成衣的关键区别在于量体和制版，从事服装定制业务的企业虽然均能在一定程度上对服装定制的生产工艺进行柔性化改造，但改造程度参差不齐，导致产品个性化需求实现

的精细水平存在较大差异。

随着大数据、人工智能等技术逐渐成熟，大规模生产与个性化定制的深度融合逐步从理论走向实践，C2M模式的兴起将助推定制服装行业发展。传统服装企业向定制化转型仍面临着较高的壁垒。大规模进行个性化服装定制需要依赖智能生产线和大数据技术的应用。就硬件方面而言，为了进行个性化定制生产，企业的生产线须进行自动化改造；就软件而言，为获取客户的定制需求，企业要实现数据驱动，搭建连接消费者与工厂的中台系统。未来，定制服装行业成熟后将使消费者可以为购买的产品选择任意面辅料、任意版型、任意款式、任意工艺，产品会完全按照消费者的身形尺寸及个人需求制作，即一人一版，一衣一款。

（二）电商巨头积极布局，C2M有望迎来持续发展

目前各大电商平台已开始布局C2M电商平台模式，C2M有望迎来长期发展。

必要商城：成立于2014年底，是国内第一家专注于C2M的电商平台，工厂以自主品牌方的身份入驻，用户在平台下单后，订单将直接反馈到工厂，由工厂进行生产和配送。2019年已覆盖国内三分之一的优质工厂，未来将继续保证优质稳定的供应链资源和高质流量。

阿里巴巴：2012年，阿里的曾明教授提出C2B的概念，随后2013年阿里巴巴的1688推出淘工厂，开启对工厂的数字化改造。2019年12月，淘宝事业群正式成立C2M事业部。2020年3月，淘宝发布C2M战略，推出淘宝特价版和构造百亿数字化产区，带动C2M模式持续进化。

京东：2019年京东旗下京造上线C2M模式的个性化服务，零售集团CEO徐雷宣布计划未来三年反向定制商品及独家新品在京东平台的累计成交额达到1万亿元。

拼多多：2018年开启基于C2M模式的新品牌计划，预计未来5年拼多多C2M订单量将达到10亿级。

苏宁易购：2020年1月苏宁拼购与首批20家企业签订C2M招商合作协议，未来将继续优中选优，通过精细化管理打造一支优质的C2M团队。

表 5：C2M 部分平台发展历程

阿里巴巴	2019 年 7 月，阿里系天天特卖就已经携手阿里云共同升级 C2M 数字智造系统，计划将在 3 年内完成 100 个产业带、10000 家天天工厂的智能化改造。
	2019 年 10 月，阿里系下沉先锋聚划算上线“厂销通”系统，让 C2M 工厂拥有一套数字管控系统。
	2019 年 12 月，阿里为 C2M 进行了一次重要的组织升级，淘宝事业群正式成立 C2M 事业部。
	2020 年 3 月，淘宝发布 C2M 战略：推出淘宝特价版 app 和构造百亿数字化产区。
京东	2019 年，京东于 618 前夕宣布了 C2M 反定制工作的五步法。而后，京东又宣布将直播间定向投入亿级资源，进驻厂家直播，是电商直播与 C2M 的有效结合。
	2019 年“双十一”购物狂欢节中，京东 C2M 模式推出的产品和新兴产品引发消费热潮。
	京东零售集团 CEO 徐雷：“未来 3 年，希望反向定制商品及独家新品在京东平台的累计交易额能达到 10000 亿元。”
拼多多	2018 年，拼多多就开启了基于 C2M 模式的新品牌计划，宣布要扶持 1000 家工厂，对接 5.3 亿消费者。
	截至 2019 年 9 月 10 日，拼多多新品牌计划正式成员已达 85 家，超 800 家知名品牌在企业参与 C2M 定制化生产，累计推出了 1800 款定制化产品，订单量更是超过 7000 万单。
	预计未来 5 年拼多多 C2M 订单量将达到 10 亿级。
苏宁易购	2020 年 1 月，苏宁拼购将与首批 20 家企业共聚河北保定，签订 C2M 招商合作协议。同时，苏宁质检联盟将全程参与生产销售过程，保证商品质量。
	2020 年，苏宁拼购将在 2019 年建设的供应链基础上，优中选优，精细化管理，打造出一支 C2M 供应链中的“御林军”。

数据来源：首诺电商，广发证券发展研究中心

（三）纺织服装企业有望利用 C2M 模式的发展开拓全新成长轨道

对纺织制造企业：（1）C2M 模式直连消费市场和制造企业，为纺织制造企业打开了新的增长空间。纺织制造企业原先多为 to B 模式，下游客户为企业，客户数量以及规模有限。而以“淘宝特价版”为代表的 C2M 定制商品核心供给新平台已经拥有数亿电商消费群体，市场空间广阔，用户端规模优势明显。to B 模式下一一般采用成本加成法定价，制造企业盈利空间有限，而 C2M 模式下中间多余流通环节消失，且 C 端消费者对于价格的敏感度较企业而言较低，纺织制造企业可以与消费者一同分享减少流通环节带来的价值增量，从而实现盈利能力的提升。**（2）由于订单的个性化及时效性需求，纺织制造企业将进一步升级智能化和数字化水平，生产和运营效率有望持续改善。**C2M 模式下采用先订单后生产的模式，单个订单生产量减小，款式丰

富度增加，从需求到送达消费者的时间周期明显缩短，这与传统纺织制造企业大批量订单的模式有显著区别。制造企业适应订单模式变化一方面需要电商平台利用已有海量消费数据，对上游制造企业进行设计选品指导，另一方面纺织制造企业需要对生产线以及制造流程进行改造，缩短备货和生产周期，提高资金流转速度。**(3) 通过与下游消费者直接触达，市场影响力的提升将助力制造企业打造自有品牌。**传统纺织制造企业往往在品牌身后，消费者群体中影响力较低，通过C2M模式纺织制造企业可以对接C端消费者，提升影响力，在业务模式逐步成熟的情况下可以打造自有品牌，从单纯制造企业向下游品牌业务延伸。

对品牌服装企业:(1) C2M模式能够帮助品牌服装企业实现大规模个性化定制，同时为新品设计和生产提供方向，有效降低库存风险和资金压力。大多数品牌服装企业经营模式是先生产再销售，而终端消费潮流变化快，库存压力是品牌服装企业长期面临的问题。C2M模式下先下单再生产，品牌服装企业可以利用电商平台数据实现大规模个性化定制，实现按需生产，大大降低了库存风险。同时C2M模式下线上订单数据也为线下产品设计和备货提供了方向，有利于品牌服装企业把握消费风向，设计生产出符合流行趋势的产品。**(2) 品牌服装企业可利用自身优势提升影响力，向外输出品牌管理和C2M运营经验。**部分拥有产能的品牌服装企业早期就进行了大规模定制化业务，运行C2M模式。经过多年探索和实践，积累了大量用户数据，形成了丰富的产品数据库，可以满足用户的多样化和个性化需求。生产制造方面，研发了下单、设计、排程、生产的全流程管理系统，使生产环节高度自动化，缩短了产品交货期。用户数据库以及生产系统是企业C2M模式下的核心竞争力，品牌服装公司拥有基于大规模定制化业务生产方面的丰富经验，公司可向电商平台及其他企业输出工厂升级整体解决方案业务，提供生产线升级相关培训咨询业务。

四、投资建议：建议关注拥有规模化定制业务的纺服企业及向 C2M 模式转型的公司

根据对2020年上市的新股的统计结果，截至6月2日，2020年共有96家公司新上市，从收盘价口径看，新股最高涨幅1232.1%，最低涨幅44.0%，平均涨幅241.7%；剔除最近两周上市公司数据后，新股最高涨幅1232.1%，最低涨幅44.0%，平均涨幅259.2%。酷特智能未来上市后将会上涨，建议关注已经拥有大规模个性化定制业务的上市公司，短期价值有望重估。纺织服装行业上市公司中涉及大规模定制服装业务的包括：

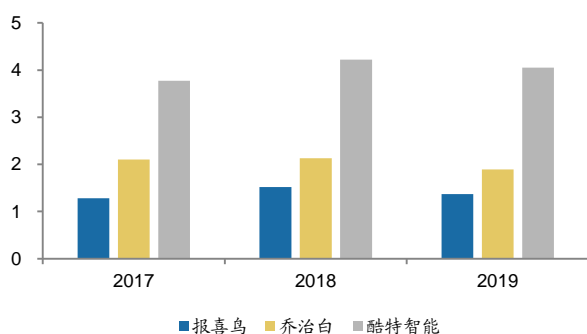
报喜鸟：2016 年公司完成智能化生产升级改造，与 SAP 签订战略合作备忘录，实施SAP智能制造解决方案，成立云翼智能平台，部署工业4.0智能化生产。同时培养一批优质的专职量体师、搭配师为门店服务，携手天猫进行高级定制直播提升品牌影响力。

雅戈尔：2017年启动高端智能制造项目，计划累计投入8亿元，利用大数据分析、AR和智能制造等技术，在宁波生产基地建设大规模量体定制工厂，在全渠道大规模定制方面形成自有核心技术，满足消费者个性化的功能和体验需求，推动传

统生产向C2B/C2M模式转型。

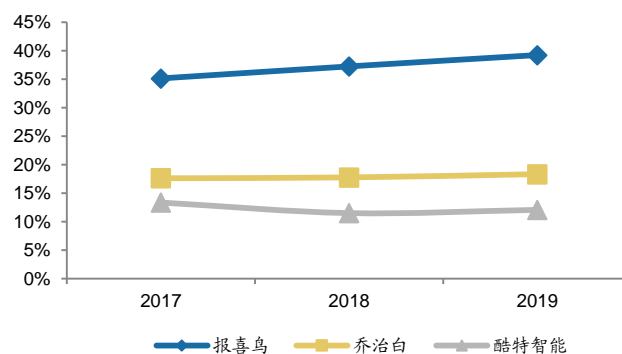
鲁泰A：公司控股子公司北京鲁泰优纤电子商务股份有限公司于2014年5月成立，采用“线上下单、上门量体”的O2O模式，通过君奕官网、微信商城、京东旗舰店和400电话等多种方式便捷地预约和下单，为消费者提供高品质的量身定制服务。同时，推出高级男装定制品牌“UTAILOR君奕”，逐步将业务从高端衬衫定制扩大到服装服饰定制，满足市场的个性化需求。

图 31：定制服装公司存货周转次数对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：定制服装公司销售费用率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 6: 定制服装行业竞争公司对比

项目	雅戈尔	报喜鸟	乔治白	酷特智能
定制品类	西服、衬衫等	套装、上衣、裤子、马甲、裙子、大衣、衬衫、夹克、休闲裤、风衣等	男女士西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、风衣等	西服、衬衣、大衣、休闲服、西裤、马甲、大衣等
交付期限	试样约 1 个月，不试样约半个月	不试穿 7-10 个工作日，试穿的 14-17 个工作日	一般为 50-60 天	7 个工作日
产品价位	MAYOR 衬衫价格 1,500 元左右，西服在 6,000-15,000 元之间	粘合衬 650 元+面料费、半毛衬 850 元+面料费、全毛衬 1200 元+面料费	衬衣 200 元左右，西服 1000 元左右	1.对 C 客户：西服 2880 元起，衬衫 590 元起 2.对 B 客户：粘合衬 780 元+面料费，半麻衬 980 元+面料费，全麻衬 1380 元+面料费
客户体验	到店量体	顾客预约就近门店的量体师或上门量体，量体师提供面料色卡本、款式图片样衣试穿，并根据客户身材数据和所选面料款式下单	从分公司派或者从总部指派量体师	到店量体或上门量体，采集用户 19 个部位的 22 个数据，据此通过独特的 CAD 系统算法实现快速匹配客户需求，完成对版型设计
销售网络	截至 2019 年 12 月 31 日，营销网点合计 2438 个，主要包括自营网点、购物中心网点、加盟网点等	截至 2019 年 12 月 31 日，报喜鸟共拥有营业网点 1678 家	2019 年 12 月末，在全国各地拥有 39 家职业装营销中心	2019 年 12 月末，公司拥有直营店 5 家，加盟店 126 家
售后服务	支持半成品试衣，终身免费返修	成品尺寸在标准公差范围之内，如需修改，不收取修改费，成品尺寸在标准公差范围之外如需修改，则按标准收费；如果涉及到重做，直接重新下单，正常收取加工费	支持返厂返修，免费重做	免费返修，换片除外

数据来源：酷特智能招股书，广发证券发展研究中心

另外除了应用在正装领域外，其他纺织服装子行业也在尝试利用 C2M 的模式满足消费者对于高性价比的个性化鞋服需求，包括鞋（奥康国际、天创时尚）、女装（歌力思）、休闲服（美邦服饰）。C2M 模式除了能够为新品设计和生产提供方向，

有效降低库存风险和资金压力外，还可以利用线上订单数据为线下产品设计和备货提供方向，帮助企业把握消费风向，设计生产出符合流行趋势的产品，因此各类企业也尝试运用C2M模式进行转型升级。目前国内运用C2M模式的其他纺织子行业企业主要包括：

奥康国际：2017年首次推出了鞋行业的“C2M”高端定制战略，通过线下智慧门店，脚型数据采集应用等方面提升消费黏性，为消费者提供更加多元化的服务与体验。目前公司可以在15秒内通过镭射准确量出顾客一只脚的脚型三维数据，经过云计算及大数据分析，把生成的数据传输给工厂进行定制生产。

天创时尚：2020年3月与北高峰资本达成合作，提出“云鞋数仓”项目，致力于实现数字化的转型升级。从前端的产品企划到研发设计、生产制造交付，再到仓储物流，团队将通过工业大脑和商业大脑技术的结合，做到对市场变化的洞察，使供给侧和需求侧实现统筹，保证流通环节的增值。

歌力思：公司将通过SAP系统、VIP管理系统、3D云试衣镜、特邀VIP客户、参加走秀及设计环节等方式调查和统计数据，进而分析消费者需求和偏好，并根据分析结果实时调整设计趋向和供应链生产，从而达到消费者主导生产及合理控制库存的效果。未来将继续致力于打造以用户为中心的数字化时尚生态圈，继续深入探索以用户为中心的C2M模式，持续提升旗下各品牌的盈利能力，进一步开拓市场和提高市场份额。

美邦服饰：公司目前已在杭州、重庆等地区，接受消费者的个性化订单，并放到上海的试验工厂里制作，未来将大力构建以“M2C”（Manufacture to Customer）为核心的快速反应供应链，全面提升产品的更新速度和精准满足市场需求的能力。

五、风险提示

（一）宏观经济下滑风险

如果宏观经济景气度持续下降，国内居民收入水平下降，消费意愿不足，电商平台销售也将受到影响。

（二）电商平台对 C2M 模式投资力度不及预期风险

由于纺织制造企业多数无法直接触达下游消费者，需要依赖电商平台对接广大消费群体。如果未来电商平台对C2M模式投入力度不足，那么大多数企业无法利用平台对接下游市场获取订单，该业务模式难以发展。

（三）纺织服装企业供应链改造风险

发展C2M模式实现小订单多批次，与纺织服装企业原有订单模式明显不同，需要对供应链进行持续改造，如果供应链改造难度较大，会对纺织服装企业的生产能力造成显著负面影响。

（四）市场竞争加剧的风险

目前已先后有多家等传统服装企业进入到服装定制领域，部分企业也具有了相当的生产规模。行业的竞争将可能因进入者数量的增多而进一步加剧，公司将面临市场竞争加剧所引致的相关风险。

（五）自主品牌定制业务拓展不及预期风险

在产能扩大和管理系统进一步升级后，公司借助C2M拓展自主品牌业务，加大自有品牌线下体验店建设和线上营销渠道拓展与维护。但若线上线下推广效果不及预期，品牌宣传、渠道推广投入未能实现自主品牌定制业务的预期发展，将会对公司盈利能力造成不利影响。

广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，带领团队荣获 2019 年新财富轻工和纺织服装行业第四名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：高级研究员，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。