

商业贸易

2017年03月08日

博士眼镜 (300622)

——品牌+规模优势，双翼齐飞打造国内眼镜零售第一股

发行上市资料：

| | |
|----------|------------|
| 发行价格(元) | 9.8 |
| 发行股数(万股) | 2145 |
| 发行日期 | 2017-03-02 |
| 发行方式 | 网下询价,上网定价 |
| 主承销商 | 中德证券有限责任公司 |
| 上市日期 | 待定 |

*首日上市股数-万股

基础数据(发行前):2016年12月31日

| | |
|--------------|-------|
| 每股净资产(元) | 3.81 |
| 总股本/流通A股(百万) | 86/22 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com

投资要点：

- **博士眼镜是国内专业从事眼镜零售的连锁企业龙头。**1)公司旗下拥有博士眼镜、President optical、zè le、砵四大品牌，分别定位于“专业视光”、“高端定制”、“时尚快消”和“个性潮牌”，其中博士眼镜16年营收3.10亿元，占总营收比重近75%。2)14-16公司营收CAGR 7.32%，归母净利润CAGR 5.55%；毛利率在70%以上，但由于租金、人力成本高带来销售费用率高企，净利率在10%以下。3)公司实际控制人为ALEXANDER LIU和LOUISA FAN夫妇，二者合计持有公司发行后50.33%的股份，包括实际控制人ALEXANDER LIU弟弟在内，家族控股超过55%。
- **近视刚需叠加消费升级，双轮驱动眼镜零售市场稳增长。**截至目前全国近视配镜人口约4.6亿，按每三年更换一副眼镜估算，客单价不超过350元/副，再考虑到中国高中及大学生近视率持续攀升超过87%，庞大近视群体带来换镜频率和客单价提升构筑刚需基础。此外，随人均可支配收入提高和消费升级有望打开隐形眼镜和太阳镜等高端市场。
- **品牌影响力+规模优势，两翼齐飞打造国内眼镜销售连锁企业第一股。**1)视光+定制+时尚潮牌，多品牌建设构筑品牌影响力。公司2013-2015年连续三年高居眼镜销售连锁企业上榜品牌C-BPI品牌力指数第二，市场知名度高；2)门店+资金优势，内生外延打造规模经济。截至2016年底，公司拥有318家连锁门店，其中直营门店304家，加盟门店14家，公司上市后有望凭借资金优势全国扩张，实现统一管理、统一采购、统一配送，实现规模经济提升盈利能力。
- **公司本次拟发行2145万股，募集资金净额1.7亿元，**主要用于营销服务平台项目(85.48%)和信息化项目建设(14.52%)。其中，营销服务平台建设项目计划使用募集资金1.46亿元。公司计划利用本次募集资金，在全国15个省(自治区、直辖市)新建278家直营店及3个区域服务中心；信息化建设项目计划使用募集资金2472万元。
- **公司致力于成为中国领先的眼睛零售连锁集团，旗下品牌涵盖视光、定制、时尚和个性四大领域，在A股上市公司中具有稀缺性。**我们预计公司2017-2019年实现收入分别为4.83/5.92/7.48亿元，收入增速分别为16%/22%/26%；归母净利润分别为4,409/4,757/6,118万元，分别增长17%/8%/29%，对应发行后EPS分别为0.51/0.55/0.71元，发行价对应2017-2019市盈率分别为19/18/14倍。选取可比公司比较后，保守给予公司35-45倍估值，对应2017年价格区间为17.85-22.95元。
- **风险提示：**进入新市场竞争加剧、店面租金提升、人力成本提升、网络销售冲击、商标仿冒及加盟商管理。
- **特别提示：**本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 376 | 416 | 483 | 592 | 748 |
| 同比增长率(%) | 4.03 | 10.72 | 16.12 | 22.57 | 26.35 |
| 净利润(百万元) | 35 | 38 | 44 | 48 | 61 |
| 同比增长率(%) | 4.07 | 7.06 | 16.45 | 9.09 | 27.08 |
| 每股收益(元/股) | 0.55 | 0.59 | 0.51 | 0.55 | 0.71 |
| 毛利率(%) | 75.8 | 75.7 | 74.8 | 74.9 | 75.1 |
| ROE(%) | 15.1 | 15.4 | 15.2 | 14.1 | 15.4 |
| 市盈率 | - | - | - | - | - |



申万宏源研究微信服务号

目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 国内眼睛零售连锁龙头，多品牌多渠道发展 | 5 |
| 1.1 “视光+定制”构筑多品牌，渠道、区域全国布局..... | 5 |
| 1.2 主营业务突出，盈利能力良好..... | 6 |
| 1.3 公司股权集中，家族持股比例高..... | 8 |
| 2. 近视刚需叠加消费升级，双轮驱动眼镜零售市场稳增长 ... | 9 |
| 2.1 庞大近视群体构筑刚性需求..... | 9 |
| 2.2 消费升级打开高端市场..... | 11 |
| 2.3 全渠道零售推动眼镜零售行业连锁化..... | 12 |
| 3. 眼镜销售连锁企业第一股 | 13 |
| 3.1 视光+定制+时尚潮牌，多品牌建设构筑品牌影响力..... | 13 |
| 3.2 直营+加盟构筑规模优势，员工激励+服务创新实现差异化竞争..... | 15 |
| 3.3 稳定供货渠道+全渠道营销，双轮驱动提高企业竞争力..... | 16 |
| 4. 募投项目分析 | 17 |
| 5. 风险分析 | 19 |
| 5.1 进入新市场面临市场竞争加剧的风险..... | 19 |
| 5.2 互联网零售快速发展对传统零售渠道带来冲击的风险..... | 20 |
| 5.3 人力成本上升的风险..... | 20 |
| 5.4 门店租赁成本上升的风险..... | 20 |
| 5.5 商标存在争议及商号和商标被仿冒的风险..... | 21 |
| 6. 盈利预测 | 21 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 5 |
| 图 2: 2016 年配镜需求营收占比 83.43%..... | 5 |
| 图 3: 2016 年销售额华南地区占比最高..... | 5 |
| 图 4: 博士眼镜直营门店数量最多..... | 6 |
| 图 5: 公司销售模式变化情况..... | 6 |
| 图 6: 2014-2016 年公司营收及其增速..... | 7 |
| 图 7: 2014-2016 年公司归母净利及其增速..... | 7 |
| 图 8: 2014-2016 年公司分产品营收 (亿元) 占比..... | 7 |
| 图 9: 2014-2016 年分品牌直营单店平均营收(万元)..... | 7 |
| 图 10: 2014-2016 年公司毛利率净利率情况..... | 7 |
| 图 11: 2014-2016 年公司三项费用率..... | 7 |
| 图 12: 2014-2016 年分产品毛利率情况..... | 8 |
| 图 13: 2014-2016 年销售费用分拆..... | 8 |
| 图 14: 公司股权结构..... | 9 |
| 图 15: 中国 5 岁以上近视人口 (单位: 亿人)..... | 9 |
| 图 16: 中国青少年视力不良率持续攀升..... | 9 |
| 图 17: 中国眼镜零售市场规模及其增速 (单位: 亿元)..... | 10 |
| 图 18: 2015 年配镜需求 (镜架/镜片/老花镜/隐形眼镜) 约占 80%..... | 10 |
| 图 19: 2013 年中国人均眼镜消费水平远低于美日..... | 10 |
| 图 20: 人均可支配收入提高带来消费升级..... | 11 |
| 图 21: 中国老龄化趋势日趋明显..... | 11 |
| 图 22: 隐形眼镜领涨光学眼镜线下零售市场 (亿元)..... | 12 |
| 图 23: 消费升级打开高端市场..... | 12 |
| 图 24: 隐形眼镜线上销售渠道逐步提升..... | 12 |
| 图 25: 隐性眼镜护理液线上销售渠道逐步提升..... | 12 |
| 图 26: 中国连锁企业销售额占社会消费品零售总额比重远低于欧美..... | 13 |
| 图 27: 博士品牌收入占比最高..... | 14 |
| 图 28: 视光中心可满足首诊病人 95.6% 的需求..... | 14 |

图 29: 博士眼镜高居 2015 年眼镜销售连锁企业上榜品牌 C-BPI 品牌力指数第二14

图 30: 博士眼镜全国门店网点布局 (深色区域) 15

图 31: 2016 年博士眼镜直营店数目最多 15

图 32: 直营店销售额中自营门店占比高..... 15

图 33: 前十大供应商采购金额占比始终高于 70% 16

图 34: 购物中心/街铺/超市/百货店合计占比超 90% 16

表 1: 公司四大眼镜品牌..... 5

表 2: 发行前后公司前十大股东股本变化情况 8

表 3: 眼镜形态日趋多元化 11

表 4: 眼镜线上线下销售渠道优劣势对比分析 13

表 5: 跨国企业并购进入中国眼镜零售市场 13

表 6: 博士眼镜服务创新 16

表 7: 2016 年公司供应商采购金额占比 17

表 8: 募投项目概览..... 17

表 9: 未来三年投资计划及进度 18

表 10: 按区域开店统计 18

表 11: 公司营业收入分拆预测..... 21

1. 国内眼睛零售连锁龙头，多品牌多渠道发展

1.1 “视光+定制”构筑多品牌，渠道、区域全国布局

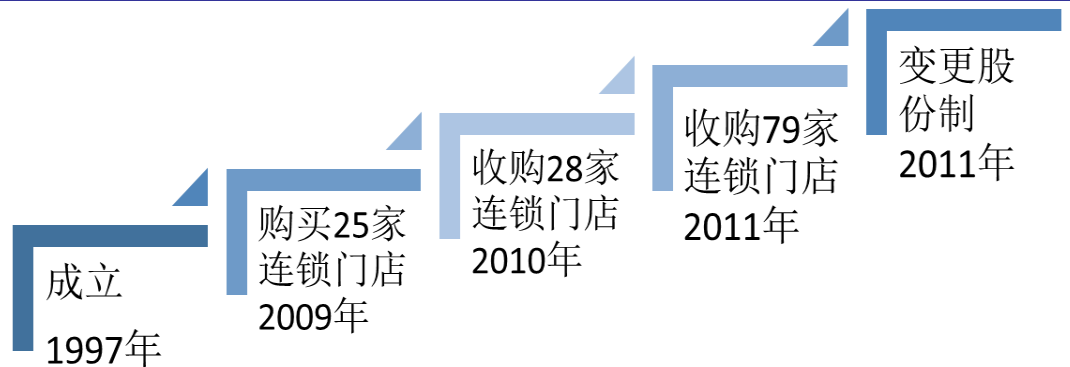
博士眼镜是国内专业从事眼镜零售的连锁企业龙头。公司前身为成立于1997年的博士有限，先后经历三次资产收购实际控制人所拥有的眼镜零售连锁门店，解决公司与实际控制人之间的同业竞争问题。公司旗下拥有博士眼镜、President optical、z è le、砵四大品牌，分别定位于“专业视光”、“高端定制”、“时尚快消”和“个性潮牌”，其中主导品牌博士眼镜2016年销售收入3.10亿元，占公司营收比重将近75%，2013-2015年连续三年高居眼镜销售连锁企业上榜品牌C-BPI品牌力指数第二，市场知名度高。

表 1: 公司四大眼镜品牌

| 品牌名称 | 品牌定位 | 直营门店数量 | 销售金额 (万元) | 占比 |
|-------------------|------|--------|-----------|--------|
| 博士眼镜 | 专业视光 | 241 | 31,038.26 | 74.92% |
| President optical | 高端定制 | 31 | 7,484.06 | 18.07% |
| z è le | 时尚快消 | 21 | 1,664.83 | 4.02% |
| 砵 | 个性潮牌 | 11 | 249.7 | 0.60% |

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 1: 公司发展历程

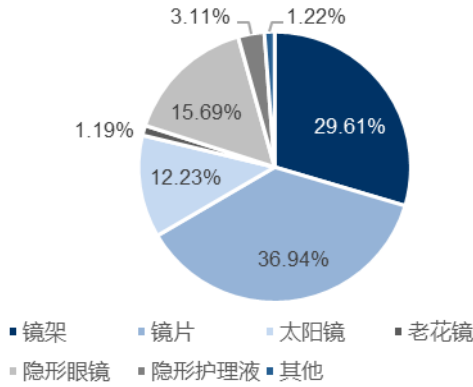


资料来源：招股说明书、申万宏源研究

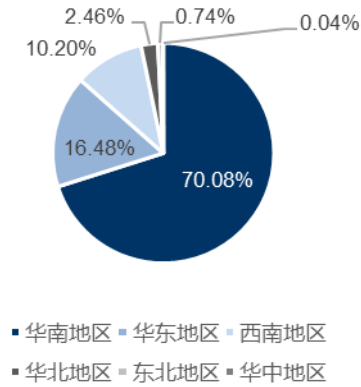
公司以配镜需求为主，销售网络遍布全国。1) 公司主要销售产品包括镜架、镜片、太阳镜、老花镜、隐形眼镜、隐形护理液六大类，并向顾客提供视光校正方案咨询、视光产品装配及维修、视光保健服务。其中配镜需求（镜架+镜片+老花镜+隐形眼镜）约占83.43%；2) 公司立足深圳，逐步向全国辐射，形成覆盖全国17个省、自治区、直辖市，遍布深圳、北京、广州、合肥等三十多个大、中城市的经营网点，其中华南地区占比最高超70%，其次是华东地区16.48%和西南地区10.20%。

图 2: 2016 年配镜需求营收占比 83.43%

图 3: 2016 年销售额华南地区占比最高



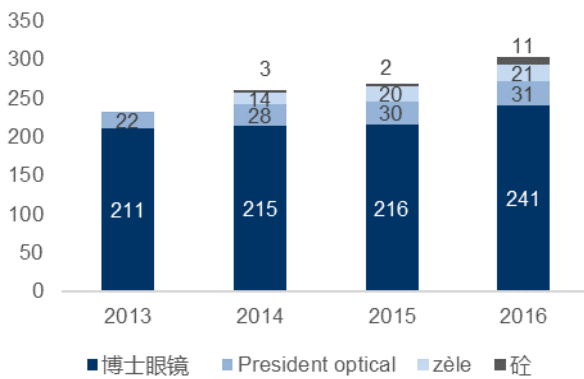
资料来源：招股说明书、申万宏源研究



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

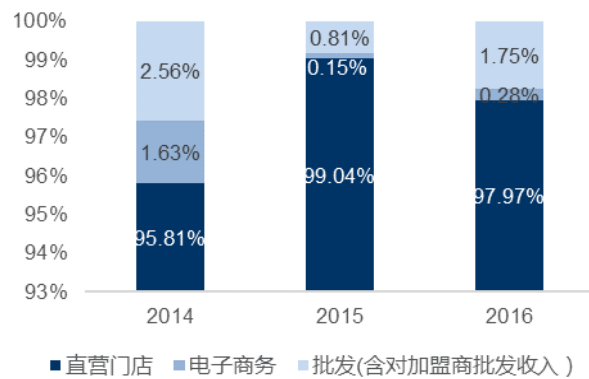
公司终零售多元化，直营门店去库存。1) 销售模式包括直营门店、电子商务和批发三大类。截至 2016 年末，公司拥有 304 家直营门店，其中博士眼镜直营门店 241 家，President optical 直营门店 31 家，zè le 直营门店 21 家、砵直营门店 11 家；电子商务模式包括深圳伯爵在天猫平台和京东平台运营的博士眼镜官方旗舰店；批发模式包括对加盟商及以外的客户批发，公司自 2015 年 9 月放开特许加盟以来，截至目前加盟店 14 家。2) 2014-2016 年公司直营门店销售收入占比都超过 95%，批发业务占比其次，占比最低的是电子商务，目前尚处于试水阶段。

图 4：博士眼镜直营门店数量最多



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 5：公司销售模式变化情况

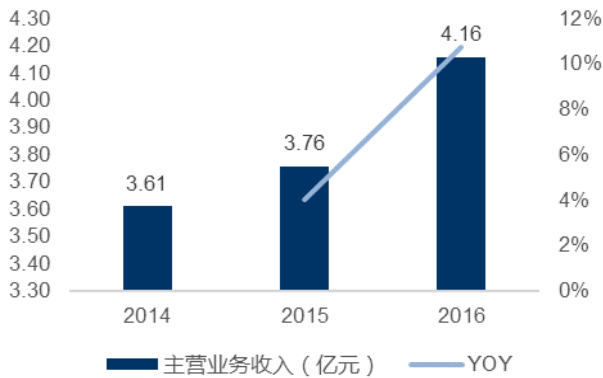


资料来源：招股说明书、申万宏源研究

1.2 主营业务突出，盈利能力良好

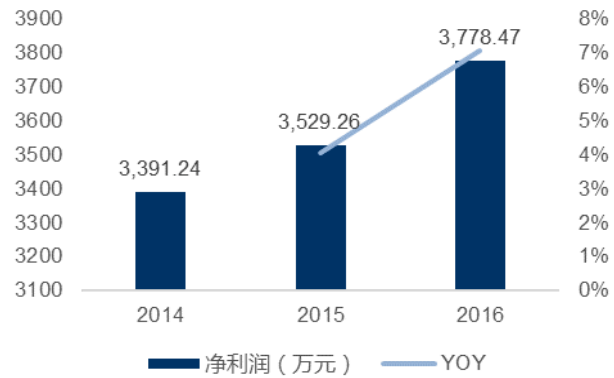
公司营收净利增长迅速。1) 2014-2016 年公司营收复合增速 7.32%。2014-2016 年间，随着门店数量的增加、原有门店收入的内生增长，公司营业收入呈持续增长的趋势。此外，随着公司市场推广力度的增加，公司的销售量和配镜量得到提升，营业收入逐年增加；太阳镜收入由于公司 2015-2016 年主动减少电商平台的销售，加大促销打折力度，但由于销量增长幅度小于降价幅度，因而导致 2015-2016 持续下滑；隐形眼镜由于市场推广力度及批发收入中增加，同比增长 18.93%。2) 2014-2016 年公司归母净利润分别为 3391.24/3529.26/3778.47 万元，复合增速达 5.55%。

图 6: 2014-2016 年公司营收及其增速



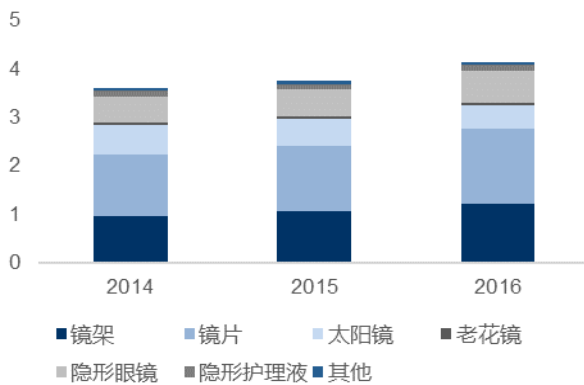
资料来源: 招股说明书、申万宏源研究

图 7: 2014-2016 年公司归母净利润及其增速



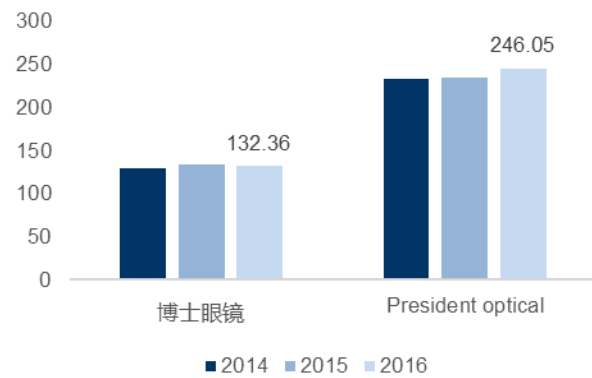
资料来源: 招股说明书、申万宏源研究

图 8: 2014-2016 年公司分产品营收 (亿元) 占比



资料来源: 招股说明书、申万宏源研究

图 9: 2014-2016 年分品牌直营单店平均营收 (万元)



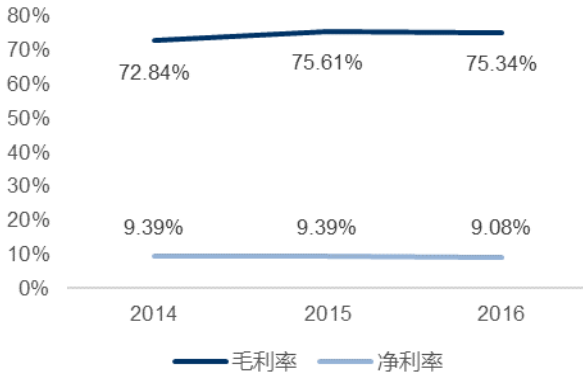
资料来源: 招股说明书、申万宏源研究

公司营业毛利率稳定在较高水平。 1) 眼镜商品的零售价格中包含了眼视光专业和个性化定制服务的价值, 因而毛利率水平较高; 2) 由于眼镜消费属于高价低频交易, 门店担负高额租金和人力成本开支, 因而需要较高的毛利率以覆盖各项成本费用; 3) 公司在规模优势、品牌影响力和管理服务水平方面得益于有一定的竞争优势, 享有较高的毛利率水平。从产品类别来看, 镜片毛利率最高, 镜架的毛利率次之, 隐形眼镜及隐形护理液的毛利率相对最低。

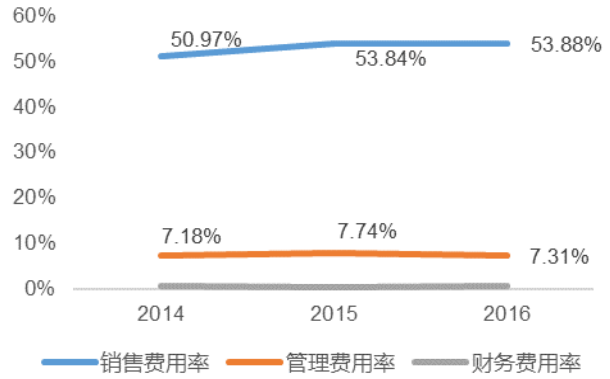
公司净利率保持平稳。 1) 三项费用率中销售费用率最高, 2014-2016 年始终保持在 50% 以上, 其次是管理费用率; 2) 销售费用率中, 占比最高的是人力成本和租金物业水电费开支, 二者合计占销售费用总额超过 90%; 3) 管理费用基本稳定在 7%-7.5%, 主要与人工成本开支 (工资/社保) 高度相关, 2016 年通过加强费用管控, 管理费用率有所降低。

图 10: 2014-2016 年公司毛利率净利率情况

图 11: 2014-2016 年公司三项费用率

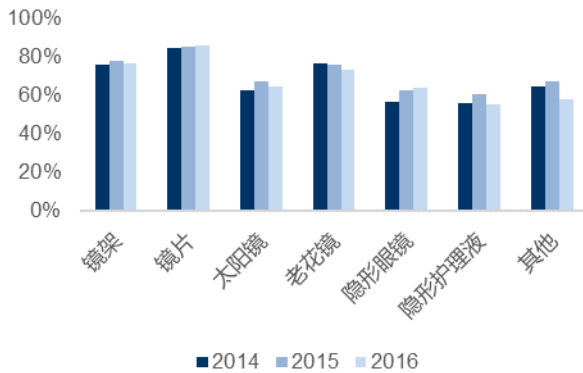


资料来源：招股说明书、申万宏源研究



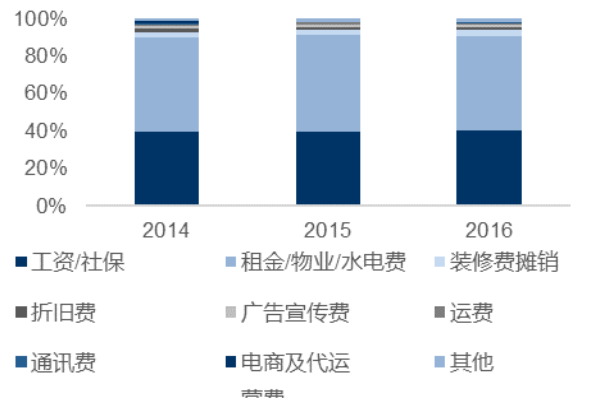
资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 12：2014-2016 年分产品毛利率情况



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 13：2014-2016 年销售费用分拆



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

1.3 公司股权集中，家族持股比例高

公司实际控制人为 ALEXANDER LIU 和 LOUISA FAN 夫妇，二者合计持有公司发行前 67.11% 的股份，发行后持股比例变更为 50.33%；2) 江南道的实际控制人刘开跃（持股 39.05%）为公司实际控制人 ALEXANDER LIU 的弟弟，公司股东杨秋持有江南道 31.31% 股权，公司股东刘之明持有江南道 1.42% 的股权，并担任该公司监事。

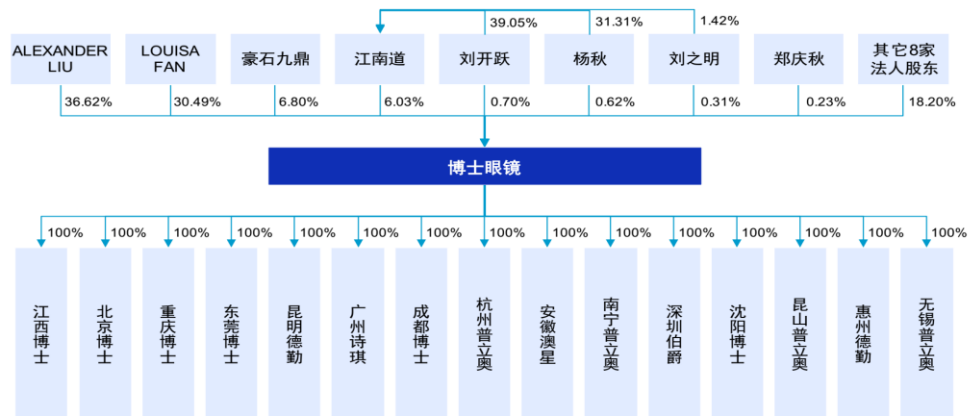
表 2：发行前后公司前十大股东股本变化情况

| 序号 | 股东 | 发行前 | | 发行后 | |
|----|---------------|-----------|--------|-----------|--------|
| | | 持股数量 (万股) | 持股比例 | 持股数量 (万股) | 持股比例 |
| 1 | ALEXANDER LIU | 2,356.20 | 36.62% | 2,356.20 | 27.46% |
| 2 | LOUISA FAN | 1,962.05 | 30.49% | 1,962.05 | 22.87% |
| 3 | 江南道 | 388 | 6.03% | 388 | 4.52% |
| 4 | 豪石九鼎 | 437.59 | 6.80% | 437.59 | 5.10% |
| 5 | 民乐九鼎 | 284.42 | 4.42% | 284.42 | 3.31% |
| 6 | 民安九鼎 | 262.55 | 4.08% | 262.55 | 3.06% |
| 7 | 华青投资 | 175.5 | 2.73% | 175.5 | 2.05% |
| 8 | 陶润投资 | 146.25 | 2.27% | 146.25 | 1.70% |

| | | | | | |
|----|------|--------|-------|--------|-------|
| 9 | 嘉赢九鼎 | 109.39 | 1.70% | 109.39 | 1.27% |
| 10 | 刘开跃 | 45 | 0.70% | 45 | 0.52% |
| 11 | 杨秋 | 40 | 0.62% | 40 | 0.47% |
| 12 | 刘之明 | 20 | 0.31% | 20 | 0.23% |
| 13 | 郑庆秋 | 15 | 0.23% | 15 | 0.17% |
| 14 | 华盖成都 | 64.35 | 1.00% | 64.35 | 0.75% |
| 15 | 华盖温州 | 64.35 | 1.00% | 64.35 | 0.75% |
| 16 | 盛坤聚腾 | 64.35 | 1.00% | 64.35 | 0.75% |

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 14：公司股权结构



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

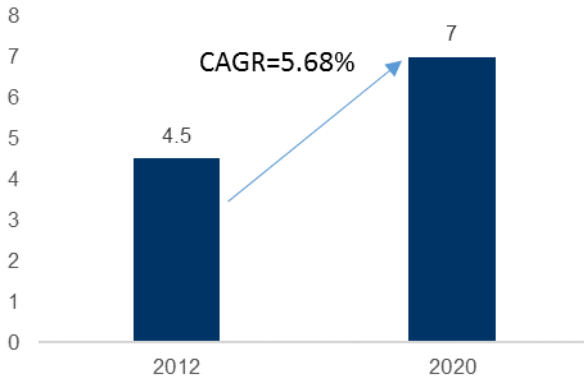
2. 近视刚需叠加消费升级，双轮驱动眼镜零售市场稳增长

2.1 庞大近视群体构筑刚性需求

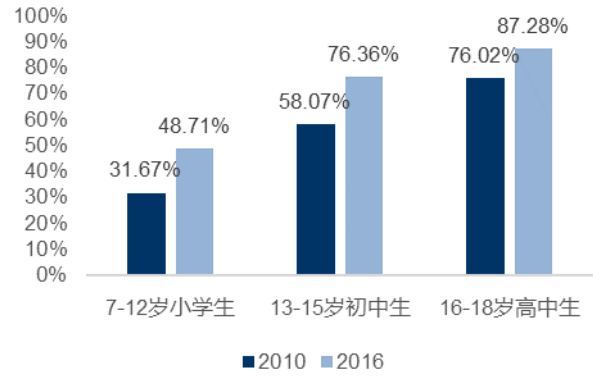
庞大近视群体构筑刚性需求。根据《国民视觉健康》研究，2012 年中国 5 岁以上总人口中，近视患者人数在 4.37 亿-4.87 亿之间，其中，高度近视人口高达 3000 万；小学生、初中生和高中生的近视发病率都呈现逐年增加态势，青少年近视发病率高居世界第一位。若缺乏有效的政策干预，预计到 2020 年，5 岁以上总人口中近视患病率将达 51%，患病人口突破 7 亿，其中高度近视人口将达 4000-5155 万人。

图 15：中国 5 岁以上近视人口（单位：亿人）

图 16：中国青少年视力不良率持续攀升



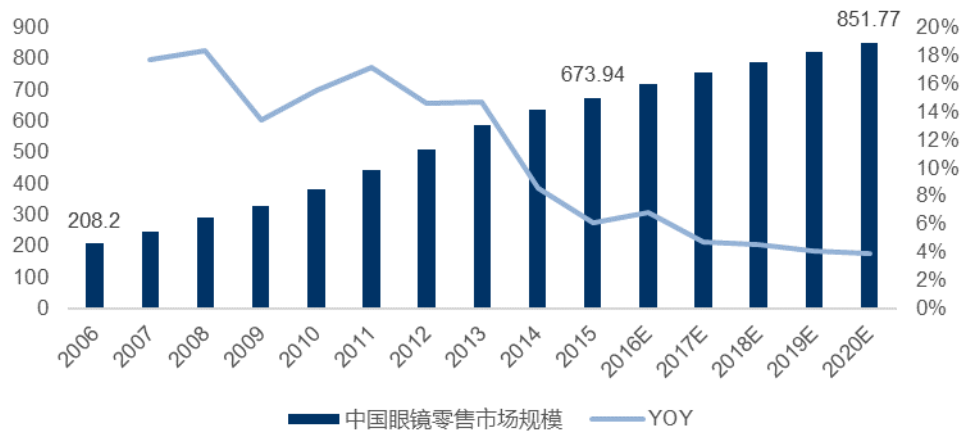
资料来源：申万宏源研究



资料来源：全国学生体质健康调研、申万宏源研究

换镜频率和客单价仍有提升空间。根据 Euromonitor 统计，中国眼镜零售市场规模从 2006 年的 208.2 亿元增长到 2015 年的 673.94 亿元，复合增长率达 13.94%。合理推断目前全国近视配镜人口约 4.6 亿，按照平均每三年换一副眼镜算，每年至少产生 1.54 亿副的配镜需求。根据 2015 年中国眼镜零售市场分产品份额占比，配镜需求（镜架+镜片+老花镜+隐形眼镜）约占 80%，所以配镜市场规模大概 540 亿元左右，按每年 1.54 亿副来算客单价 350 元/副。随着人均可支配收入水平提高，眼镜有望从解决视力问题的刚需产品逐渐扩展为装饰性产品，换镜频率和客单价仍有很大提升空间，2013 年中国人均眼镜消费水平只有 42.55 美元，低于日本 45.87%，低于美国 51.78%。

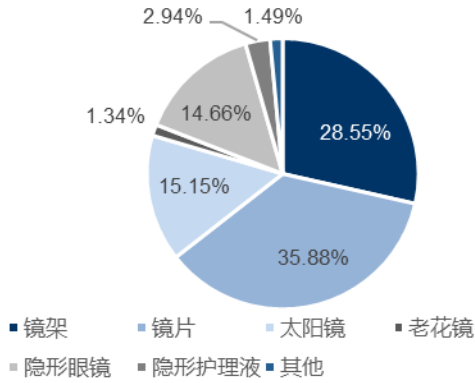
图 17：中国眼镜零售市场规模及其增速（单位：亿元）



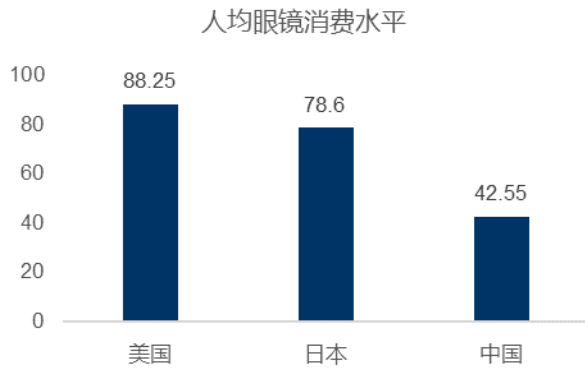
资料来源：Euromonitor、申万宏源研究

图 18：2015 年配镜需求（镜架/镜片/老花镜/隐形眼镜）约占 80%

图 19：2013 年中国人均眼镜消费水平远低于美日



资料来源：Euromonitor、申万宏源研究



资料来源：招股说明书、申万宏源研究 (单位：美元)

2.2 消费升级打开高端市场

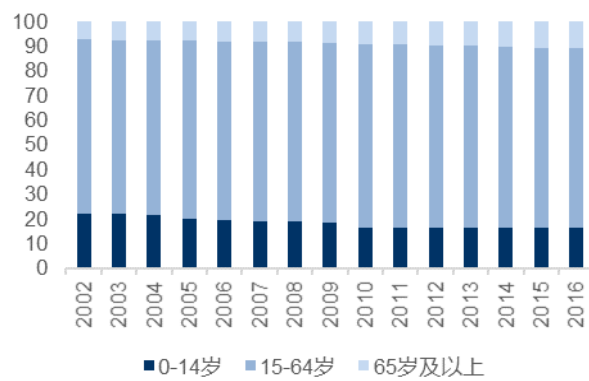
人均可支配收入提高驱动消费升级。随着人均可支配收入的提高，从消费观念上来看，健康消费（渐进式镜片/功能性光学矫正镜片）、体验消费（一人多镜）和时尚消费（隐形眼镜/太阳镜）逐渐成为新的追求；从消费群体来看，老花镜消费市场逐渐受益于中国老龄化趋势，随着人们对个人健康、家庭成员健康的重视不断提高，作为大健康行业下的眼镜行业，也必将有所收益；从品牌忠诚度来看，顾客更倾向于到知名眼镜店消费，品牌意识更强，忠诚度日渐提高，更有利于一线连锁知名品牌扩张。

图 20：人均可支配收入提高带来消费升级



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 21：中国老龄化趋势日趋明显



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

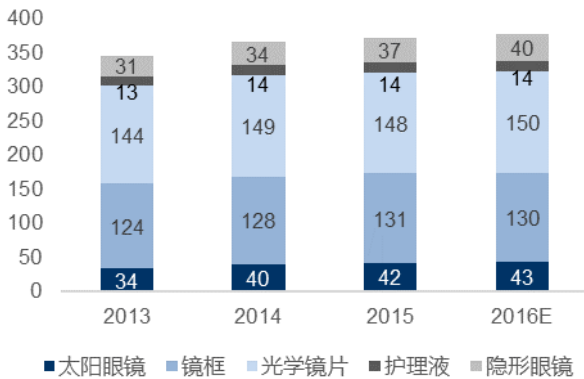
消费升级打开高端市场。根据捷孚凯披露，2016 年中国光学眼镜线下零售市场规模预计同比上涨 1.34% 达 377 亿元，其中隐形眼镜同比上涨 6%，太阳镜同比上涨 3%，隐形眼镜护理液伴随隐形眼镜消费扩大同比上涨 1%，相比 2015 年下跌 1% 光学镜片 2016 年出现回暖，同比上涨 1%。在隐形眼镜的消费中，“越短越健康”的理念逐渐深入人心，根据捷孚凯估算，2016 年上半年日抛型隐形眼镜的线下销售额同比上涨 27%，占隐形眼镜市场份额达 23%；功能性隐形眼镜的线下市场份额占比达 6%，同比上涨 31%。与此同时，隐形眼镜护理液的销售额将伴随隐形眼镜的增长迎来快速上涨。

表 3：眼镜形态日趋多元化

| 眼镜品种 | 眼睛材质 | 眼镜功能 |
|-------|-------|-------|
| 高档品牌 | 玻璃镜片 | 司机防强光 |
| 中档品牌 | 树脂镜片 | 抗辐射眼镜 |
| 低档品牌 | 超薄镜片 | VR 眼镜 |
| | | |

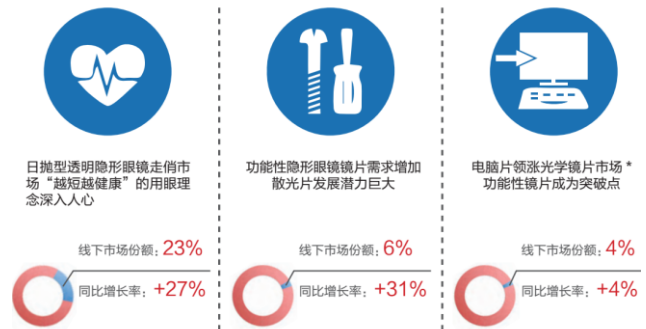
资料来源：申万宏源研究

图 22：隐形眼镜领涨光学眼镜线下零售市场（亿元）



资料来源：捷孚凯（GfK 中国）、申万宏源研究

图 23：消费升级打开高端市场

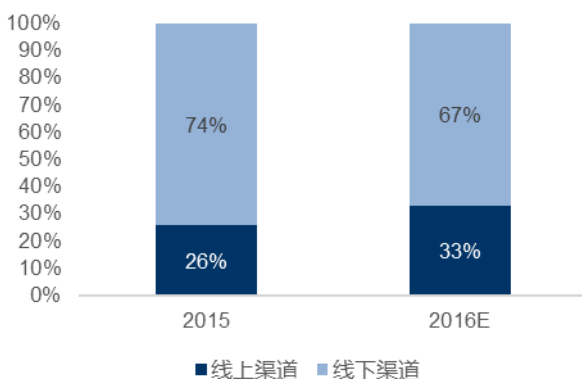


资料来源：捷孚凯（GfK 中国）、申万宏源研究

2.3 全渠道零售推动眼镜零售行业连锁化

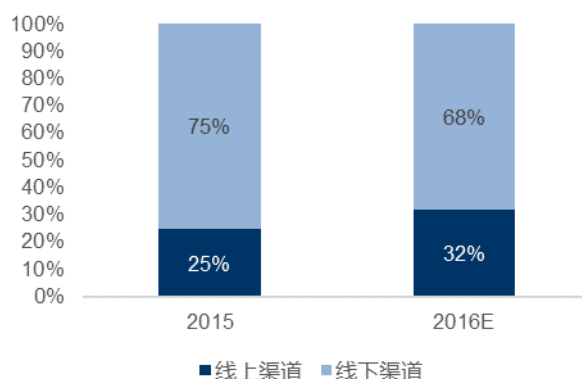
全渠道销售助力行业发展。根据 Euromonitor 统计，中国眼镜产品的线上零售额占整个眼镜零售市场规模的占比逐年增长，从 2010 年的 0.90% 增长到 2015 年的 5.90%，其中，据捷孚凯披露，2015 年隐形眼镜线上市场份额 26%，线下市场 74%，预计 2016 年线上市场份额进一步上升至 33%。在线销售渠道作为线下渠道的补充，在缓解实体店受面积、库存压力而致产品样式无法直接面向消费者方面有得天独厚的优势，随着全渠道销售的融合，线上款式丰富吸引消费者、线下眼光配镜方便售后服务，二者结合起来有助于掌握客户信息实现精准营销。

图 24：隐形眼镜线上销售渠道逐步提升



资料来源：捷孚凯（GfK 中国）、申万宏源研究

图 25：隐性眼镜护理液线上销售渠道逐步提升



资料来源：捷孚凯（GfK 中国）、申万宏源研究

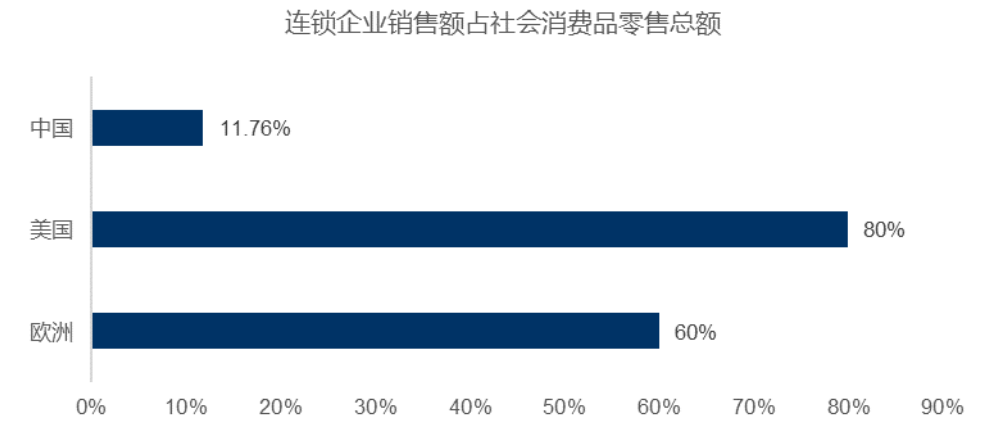
表 4：眼镜线上线下销售渠道优劣势对比分析

| | 线上渠道 | 线下渠道 |
|----|--------------------------------------|---|
| 优势 | 款式多；接触广泛终端客户 | 面对面交流，容易建立信任；体验消费更好，后续服务便捷；定制化个性化需求得到满足 |
| 劣势 | 隐形眼镜及护理液监管严格；难以满足实体店租金人力成本高；面积小库存压力大 | 定制化及实际佩戴体验需求 |

资料来源：申万宏源研究

眼镜连锁企业市场份额有望提高。眼镜连锁企业凭借其多品牌优势、良好的产品质量、验配人员的专业性和配镜设备的可靠性，有望满足消费者日益升级的消费需求，不断扩大市场份额。与此同时，受线上渠道的冲击与线下租金人力等经营成本上升的两头夹击，中小眼镜零售商市场占有率将不断下降。2015 年中国连锁企业销售额占社会消费品零售总额不到 12%，远低于欧美国家。跨国企业通过并购进入中国眼镜零售市场也有助于进一步提升连锁企业市场份额。

图 26：中国连锁企业销售额占社会消费品零售总额比重远低于欧美



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

表 5：跨国企业并购进入中国眼镜零售市场

| 时间 | 跨国公司 | 收购 | 门店数量 |
|--------|--------------------------|---------------------------|-----------------|
| 2005 年 | HAL Investments Asia B.V | 2.14 亿元收购上海红星眼镜公司 78% 的股权 | 49 家直营店+64 家加盟店 |
| 2005 年 | Luxottica | 1.69 亿元收购北京雪亮眼镜 | 门店 79 家 |
| 2006 年 | Luxottica | 2.9 亿元收购广东明廊眼镜 | 经营网点 278 个 |
| 2006 年 | Luxottica | 1.4 亿元收购上海现代光学 | 门店 28 家 |

资料来源：申万宏源研究

3. 眼镜销售连锁企业第一股

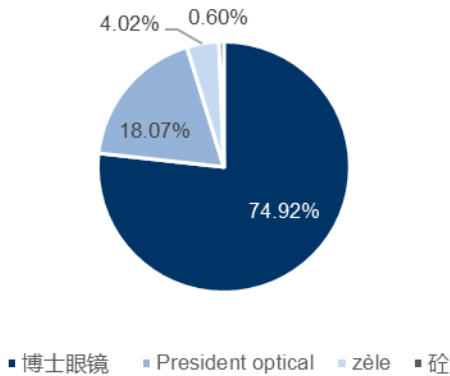
3.1 视光+定制+时尚潮牌，多品牌建设构筑品牌影响力

视光+定制+时尚潮牌，多品牌建设构筑品牌影响力。公司旗下拥有四个眼镜零售品牌，分别是专业视光-博士眼镜、高端定制-President optical、时尚快消-zèle、个性潮牌-砼，

在 2016 年主营销售收入中分别占比 74.92%、18.07%、4.02%和 0.60%。公司通过构建多品牌进行差异化竞争，拓宽消费群体满足多样化需求。数据表明，视光首诊病人中仅有 4.3% 的患者需要向眼科医院转诊，其他大多可以由视光中心服务，区别于传统眼镜店，视光中心的主要通过专业检查、光学药物、为顾客提供高质量的验光配镜服务获取信任，业务内容包括屈光检查、基础眼病检查、视功能检查、药物、眼病转诊等。

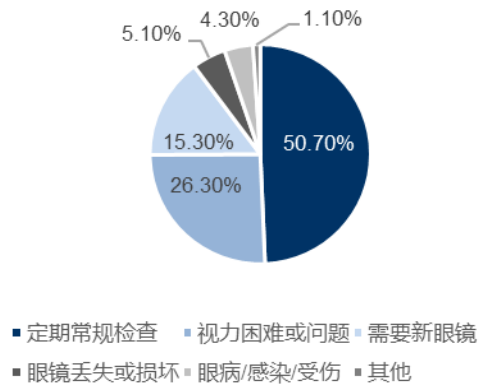
因此，凭借着专业的视光检查、高端的定制服务和时尚潮牌的个性满足，公司在中高端市场形成知名度和美誉度并存的稳健态势。根据 Chnbrand 发布的中国品牌力指数，博士眼镜 2011-2015 连续五年进入中国眼镜销售连锁店品牌力排行榜前 3 位，并在 2013-2015 连续三年保持在第 2 位。

图 27：博士品牌收入占比最高



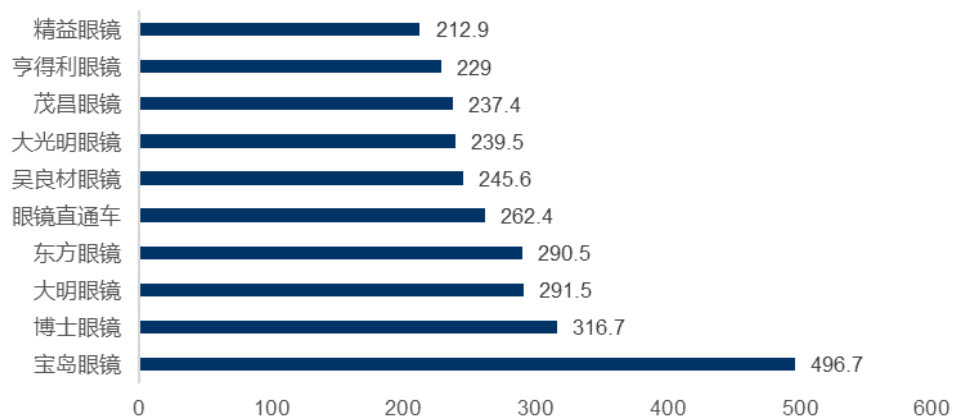
资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 28：视光中心可满足首诊病人 95.6%的需求



资料来源：第 11 届中国眼镜零售业高峰论坛、申万宏源研究

图 29：博士眼镜高居 2015 年眼镜销售连锁企业上榜品牌 C-BPI 品牌力指数第二



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

3.2 直营+加盟构筑规模优势，员工激励+服务创新实现差异化竞争

直营+加盟，双管齐下构筑规模优势。作为眼镜零售连锁行业的第一梯队，截至 2016 年底，公司拥有 318 家连锁门店，其中直营门店 304 家，加盟门店 14 家，网点遍及深圳、南昌、北京等三十多个大中城市，覆盖全国 17 个省、自治区和直辖市。公司在 2015 年 9 月前的扩张过程中坚持直营方式，形成了统一管理、统一采购、统一配送的规模优势和品牌效应；此后开放特许加盟，有利于公司进一步跨区域拓展。

内生+外延，眼镜行业第一股，资金优势助力公司扩张。公司上市后有望凭借资金优势，通过新开直营店的内生增长方式和兼并收购等外延扩张方式，实现连锁门店的跨区域快速扩张，加快公司业务发展，进一步提升品牌知名度和美誉度，增强盈利能力。

图 30：博士眼镜全国门店网点布局（深色区域）



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 31：2016 年博士眼镜直营店数目最多

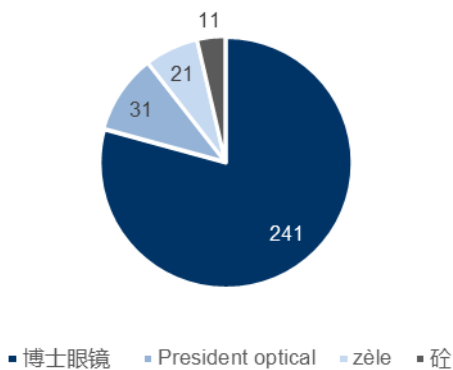
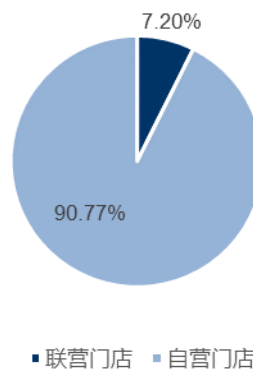


图 32：直营店销售额中自营门店占比高



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

员工激励+服务创新构筑差异化壁垒。在员工培训方面，公司建立“博士商学苑”，通过 33 门必修课和 8 门选修课程，有效实现关键人才的标准化复制；对于关键门店和营销人才，公司通过“天使之翼精英计划”将雇佣关系转为合伙关系，突出贡献的店经理可以从门店收益分红，有效提高员工忠诚度。此外，在服务创新方面，公司新增场景体验式验配、通过建立个人专属视光档案，为顾客提供综合视光健康解决方案建立消费者品牌忠诚度。

表 6：博士眼镜服务创新

| | 特色 | 产品 |
|-----------|--|-----------------------------------|
| 博士概念店 | 视力检测系统全方位的个性化服务；对眼屈光状态、角膜形态及眼睛视觉差异做出客观分析 | 测得的全部参数将被运用到镜片加工上，让每个顾客的镜片成为个性化产品 |
| 渐进体验区 | 模拟家居、运动、阅读等日常生活中看远看近遇到的问题 | 体验用一副渐进镜片解决看远看近的烦恼 |
| 数字个性化验配服务 | 提高验配准确度与佩戴舒适度，实现个性化定制的需要 | 利用一台仪器为佩戴者提供“整套式”的眼镜验配服务 |
| 私人视光师预约服务 | 通过服务平台实现线上预约线下视光师服务 | 为会员提供专属升值服务 |

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

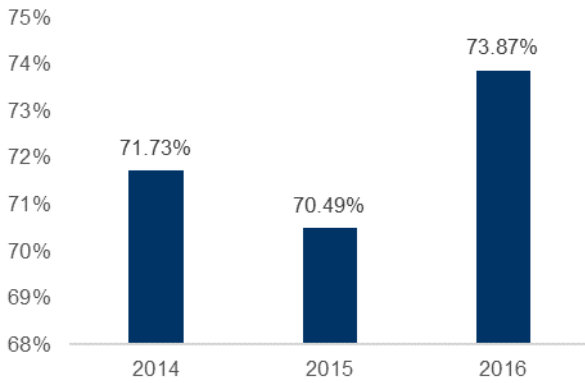
3.3 稳定供货渠道+全渠道营销，双轮驱动提高企业竞争力

供货渠道稳定提供坚实基础。从 2014 年到 2016 年，公司前十大供应商的采购金额占比一直高于 70%，表现出对上游供应商的高度依赖性。其中，公司与海昌隐形眼镜、北京博士伦眼睛护理、陆逊梯卡等国内外知名眼镜供应商建立了长期稳定的业务合作关系，稳定的供货渠道为公司的经营管理提供了坚实的基础。

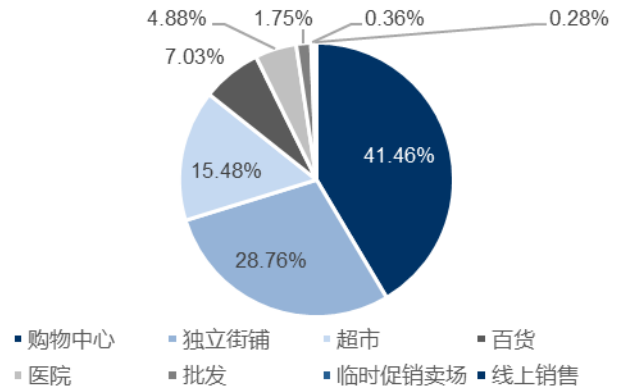
线下渠道资源+试水电商，全渠道营销带来营收高增长。线下渠道方面，购物中心店、独立街铺、超市和百货店占比最高，合计超过 90%。公司通过与房地产开发公司、购物中心、百货、超市建立密切的合作关系，减少了全国选址和谈判的投入；同时，公司自 2014 年 12 月起试水电商，通过下属的深圳伯爵在天猫平台和京东平台运营博士眼镜官方旗舰店，有助于实现线上导入线下体验式购物。

图 33：前十大供应商采购金额占比始终高于 70%

图 34：购物中心/街铺/超市/百货店合计占比超 90%



资料来源：招股说明书、申万宏源研究



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

表 7：2016 年公司供应商采购金额占比

| 供应商 | 采购金额 (万元) | 占比 |
|--------------------|-----------|--------|
| 海昌隐形眼镜有限公司上海分公司 | 2,113.52 | 14.89% |
| 北京博士伦眼睛护理产品有限公司 | 1,810.64 | 12.76% |
| 陆逊梯卡 (上海) 商贸有限公司 | 1,793.80 | 12.64% |
| 强生视力健商贸 (上海) 有限公司 | 1,037.18 | 7.31% |
| 深圳市美辰光学有限公司 | 735.64 | 5.18% |
| 武汉华理眼睛护理产品有限责任公司 | 721.8 | 5.09% |
| 夏蒙眼镜贸易 (上海) 有限公司 | 590.94 | 4.16% |
| 明月光电/学有限公司 | 590.89 | 4.16% |
| 豪雅 (上海) 光学有限公司 | 581.86 | 4.10% |
| 罗敦司得眼镜贸易 (上海) 有限公司 | 506.12 | 3.57% |

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

4. 募投项目分析

本次拟发行股票数量 2145 万股，每股发行价 9.83 元/股，募集资金总额 2.11 亿元，扣除手续费 4059.48 万元后，募集资金净额 1.70 亿元，募集资金将用于营销服务平台项目和信息化项目建设。

表 8：募投项目概览

| 序号 | 项目 | 投资金额 (万元) | 计划使用募集资金 (万元) |
|----|----------|-----------|---------------|
| 1 | 营销服务平台建设 | 22,307.12 | 14,553.64 |
| 2 | 信息化建设 | 2,472.23 | 2,472.23 |
| | 合计 | 24,779.35 | 17,025.87 |

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

一、营销服务平台建设项目投资总金额 2.23 亿元，计划使用募集资金 1.46 亿元。公司计划利用本次募集资金，在全国 15 个省（自治区、直辖市）新建 278 家直营店。公司计划使用募集资金在未来三年分别开设 83、90、105 家新门店，预计 2019 年达到全国 596 家门店。本项目建设完成后，公司将新增经营面积约 19,690 平方米。

表 9：未来三年投资计划及进度

| 序号 | 类别 | 投资金额 (万元) | 投资比例 | 投资进度 | | |
|----------|----------------|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | | | 第一年 | 第二年 | 第三年 |
| 1 | 装修费 | 6,179.75 | 27.70% | 1,895.15 | 2,019.15 | 2,265.45 |
| 1.1 | 直营店装修 | 5,549.75 | 24.88% | 1,595.15 | 1,839.15 | 2,115.45 |
| 1.2 | 区域服务中心装修 | 630 | 2.82% | 300 | 180 | 150 |
| 2 | 固定资产购置费 | 3,016.00 | 13.52% | 902.48 | 976.96 | 1,136.56 |
| 2.1 | 直营店固定资产购置 | 2,957.92 | 13.26% | 883.12 | 957.6 | 1,117.20 |
| 2.2 | 区域服务中心固定资产购置 | 58.08 | 0.26% | 19.36 | 19.36 | 19.36 |
| 3 | 其他资产费用 | 2,975.08 | 13.34% | 847.83 | 989.16 | 1,138.10 |
| 3.1 | 直营店租赁押金/保证金 | 2,024.83 | 9.08% | 559.85 | 679.21 | 785.77 |
| 3.2 | 区域销售服务中心押金/保证金 | 30.6 | 0.14% | 12.6 | 12 | 6 |
| 3.3 | 开办费 | 919.65 | 4.12% | 275.38 | 297.95 | 346.33 |
| 4 | 流动资金 | 9,527.75 | 42.71% | 2,550.50 | 3,072.68 | 3,904.58 |
| 4.1 | 直营店首次铺货 | 7,098.20 | 31.82% | 2,023.00 | 2,325.80 | 2,749.40 |
| 4.2 | 区域服务中心首次备货 | 2,429.55 | 10.89% | 527.5 | 746.88 | 1,155.18 |
| 5 | 预备费 | 608.54 | 2.73% | 182.27 | 199.26 | 227.01 |
| 6 | 合计 | 22,307.12 | 100.00% | 6,378.23 | 7,257.21 | 8,671.69 |

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 10：按区域开店统计

| 省份 | 第一年 | 第二年 | 第三年 | 合计 |
|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 安徽 | 7 | 7 | 7 | 21 |
| 北京 | 5 | 6 | 7 | 18 |
| 广东 | 22 | 24 | 20 | 66 |
| 广西 | 2 | 3 | 4 | 9 |
| 河南 | 3 | 3 | 5 | 11 |
| 湖北 | 4 | 4 | 4 | 12 |
| 湖南 | 0 | 3 | 3 | 6 |
| 江西 | 12 | 9 | 11 | 32 |
| 辽宁 | 4 | 4 | 6 | 14 |
| 山东 | 4 | 4 | 10 | 18 |
| 上海 | 0 | 3 | 5 | 8 |
| 四川 | 7 | 7 | 6 | 20 |
| 云南 | 6 | 5 | 6 | 17 |
| 浙江 | 3 | 4 | 6 | 13 |
| 重庆 | 4 | 4 | 5 | 13 |
| 合计 | 83 | 90 | 105 | 278 |

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

为配合直营店的建设，同时加强营销网络的区域化管理，公司拟新建 3 个区域服务中心。区域服务中心选址均选在公司现有的直营店集中区域，共分 3 年进行。其中成都区域服务中心的建设以及南昌、深圳区域服务中心的完善升级于第一年开始，北京区域服务中心的建设于第二年开始，杭州区域服务中心的建设于第三年开始。

成都、北京和杭州三处区域服务中心均采用租赁的方式取得办公场地，并需要进行装修、人员配置、办公设备采购和补充区域内新开直营店的库存等投入；位于南昌的区域服务中心的完善升级主要体现为扩充办公场地，以及进行相应的装修和补充区域内新开直营店的库存；位于深圳的区域服务中心的完善升级主要体现为补充区域内新开直营店的库存。本项目建设完成后，公司将新增办公面积约 1,200 平方米。

二、信息化建设项目计划总投资 2472 万元，计划使用募集资金 2472 万元。依托公司已有的金蝶 EAS 系统和办公自动化系统，结合公司长期发展战略对信息化建设的需求，公司致力于进一步提升自身的信息化建设和运营能力：

(1) 信息系统规划

信息系统规划包括业务流程优化咨询和信息系统建设规划两大部分，一方面提升业务流程与信息系统的匹配度，另一方面使信息系统建设与公司整体发展战略相适应。

(2) 应用系统建设

应用系统建设内容包括业务运营管理平台、集团管控与共享服务平台、经营决策分析平台三部分核心内容及其子系统，以及门户、移动应用社交网络、资讯平台、在线学习平台、视频会议系统、供应链协同平台、办公自动化协同平台等。

(3) 基础平台建设

基础平台建设内容包括数据中心、网络、基础软件、安全体系及备份容灾五大部分。

5. 风险分析

5.1 进入新市场面临市场竞争加剧的风险

公司所处的国内眼镜零售市场行业集中度相对较低，竞争较为充分，并呈现出一定的区域市场分割，目前公司的主要竞争对手包括宝岛眼镜、吴良材眼镜等区域性竞争对手。公司在不同区域除面对当地具有优势地位的竞争对手外，还需要面对大量以个体工商户名

义经营的众多竞争对手，行业竞争激烈，且随着公司不同区域竞争对手的跨区域扩张，公司将面临越来越广泛而激烈的竞争。若公司不能适应市场和竞争格局的变化，并在品牌、服务、销售网络、供应链管理等方面进一步增强实力，未来将面临更大的竞争压力，公司面临市场竞争加剧的风险。

5.2 互联网零售快速发展对传统零售渠道带来冲击的风险

由于眼镜产品部分零售环节如验光配镜、售后服务等需要实体店的支撑，且实体店能带给消费者更好的佩戴舒适度与视物准确度等个性化体验，目前互联网零售尚未对以实体店为特征的传统眼镜零售业态造成实质性冲击，但未来如果店面租金、人力成本等运营成本进一步提升，或因模式创新和技术进步等因素在行业内出现能够替代实体店功能的互联网销售模式，将会改变传统的眼镜零售渠道竞争格局。若未来出现能够替代实体店功能的互联网零售模式，并得到快速发展，且公司不能适时在互联网零售领域建立适合自身的销售模式和竞争优势，将会对公司的销售渠道和经营业绩带来较大冲击。

5.3 人力成本上升的风险

人力成本系公司的主要经营成本之一，随着近几年中国经济持续高速增长和劳动力供需关系的变化，员工薪酬水平不断提高。未来随着中国经济增长，人口结构变化和老龄化趋势的加剧，大中城市生活成本的上升和竞争对手对专业人才的争夺，人力成本上升的趋势不可避免，公司存在人力成本上升的风险。

5.4 门店租赁成本上升的风险

公司报告期内的租赁费支出（含物业、水电费等）分别为 9,508.87 万元、10,617.67 万元和 11,609.15 万元，占同期营业收入的比例分别为 26.33%、28.26%和 27.91%；其中销售费用中的租赁费支出（主要为门店租赁费支出）在公司租赁费总支出中占比较大，报告期内分别为 9,268.14 万元、10,377.06 万元和 11,355.38 万元，占同期门店营业收入的比例分别为 26.87%、27.97%和 27.98%。

公司门店租赁费支出（含物业、水电费等）提高的原因一方面是公司连锁经营规模的不断扩大，另一方面则是由于租金上涨所致。报告期内，公司门店加权平均月租金（含物业、水电费等）2014 年为 483.11 元/平方米，2015 年为 512.55 元/平方米，2016 年为 504.09 元/平方米。

由于公司主要市场为一二线城市，且一二线城市房屋租赁价格近几年上升较快；微观上，随着城市建设和基础设施的改善，在商圈和社区成熟之后往往会形成商业聚集效应，带动周边商铺租金水平逐年上升。上述宏观和微观因素都可能会提升公司营业场所的租赁成本，公司面临门店租赁成本持续上升的风险。

5.5 商标存在争议及商号和商标被仿冒的风险

公司与淮安博士存在商标使用权的争议已裁定解决，但依旧存在商号和商标被仿冒的风险。由于侵权信息较难及时获得，如果未来公司商号和品牌被大量仿冒，将有损公司商号和品牌的形象，进而对公司盈利能力产生不利影响。

6. 盈利预测

公司本次拟公开发行 2,145 万股、占发行后总股本的 25.00%，每股发行价 9.83 元/股，募集资金净额 17,025.8 万元，发行费用 4059.48 万元。

盈利预测核心假设：

公司募集资金项目中营销服务平台建设项目将贡献营收及利润；信息化服务平台将有助于提升公司的整体经营效率并降低费用率，随着公司规模的扩大，控制费用率的管理难度将进一步提升。

新增门店：预计公司 2017-2019 年分别新增门店 83/90/105 家。公司目前总店数为 318（304 直营+14 加盟），按照现有基数，未来 3 年扩张幅度极大。由于零售店铺均存在一定培育期，因此我们判断，此前平均 130 万元/店的收入规模将收到一定影响。我们保守假设未来三年平均单店收入分别为 120 万元/120 万元/125 万元。

我们预计公司 2017-2019 年实现收入分别为 4.83/5.92/7.48 亿元，收入增速分别为 16%/22%/26%；归母净利润分别为 4,409/4,757/6,118 万元，分别增长 17%/8%/29%，对应发行后 EPS 分别为 0.51/0.55/0.71 元，发行价对应 2017-2019 市盈率分别为 19/18/14 倍。选取可比公司比较后，保守给予公司 35-45 倍估值，对应 2017 年价格区间为 17.85-22.95 元。

表 11：公司营业收入分拆预测（单位：万元）

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 35,993.46 | 37,465.99 | 41,427.75 | 48,120.00 | 58,920.00 | 74,500.00 |
| 镜架 | 9,712.79 | 10,695.07 | 12,265.25 | 14,004.29 | 17,147.39 | 21,681.62 |
| 镜片 | 12,643.95 | 13,444.22 | 15,304.87 | 17,535.06 | 21,470.61 | 27,148.00 |
| 太阳镜 | 6,093.48 | 5,674.88 | 5,068.11 | 6,552.52 | 8,023.16 | 10,144.69 |
| 老花镜 | 494.45 | 501.61 | 494.63 | 607.64 | 744.02 | 940.76 |
| 隐形眼镜 | 5,302.73 | 5,491.58 | 6,501.41 | 7,314.94 | 8,956.69 | 11,325.08 |
| 隐形护理液 | 1,253.23 | 1,101.77 | 1,286.73 | 1,456.83 | 1,783.80 | 2,255.48 |
| 其他 | 492.83 | 556.86 | 506.75 | 648.73 | 794.33 | 1,004.38 |
| 其他业务收入 | 119.87 | 102.36 | 167.94 | 195.06 | 238.84 | 302.00 |

资料来源：申万宏源研究

眼镜零售行业可比公司中，可比公司有陆逊梯卡及日本 JINS 母公司 JIN。陆逊梯卡在全球经营 LenseCrafter 及 Sunglass Hut 眼镜零售网络；JIN 旗下主要为 JINS 睛姿眼镜。目前陆逊梯卡市盈率（TTM）30 倍，JIN 市盈率（TTM）62 倍。由于陆逊梯卡旗下还包含

其他眼镜相关业务，JIN 的可比性相对更高，保守给予公司 35-45 倍估值，对应 2017 年价格区间为 17.85-22.95 元。

| 利润表（单位：百万元） | | | | | | |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 一、营业收入 | 361 | 376 | 416 | 483 | 592 | 748 |
| 二、营业总成本 | 314 | 330 | 365 | 424 | 525 | 662 |
| 其中：营业成本 | 97 | 91 | 101 | 122 | 148 | 186 |
| 营业税金及附加 | 5 | 5 | 6 | 7 | 9 | 11 |
| 销售费用 | 184 | 202 | 224 | 260 | 318 | 403 |
| 管理费用 | 26 | 29 | 30 | 39 | 46 | 58 |
| 财务费用 | 2 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 资产减值损失 | (0) | 1 | 1 | (6) | 0 | 1 |
| 加：公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 三、营业利润 | 47 | 45 | 51 | 60 | 66 | 86 |
| 加：营业外收入 | 1 | 4 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 减：营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 四、利润总额 | 47 | 49 | 53 | 61 | 69 | 88 |
| 减：所得税 | 13 | 13 | 15 | 17 | 21 | 27 |
| 五、净利润 | 34 | 35 | 38 | 44 | 48 | 61 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 34 | 35 | 38 | 44 | 48 | 61 |
| 六、基本每股收益 | 0.53 | 0.55 | 0.59 | 0.69 | 0.74 | 0.95 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.40 | 0.41 | 0.44 | 0.51 | 0.55 | 0.71 |

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。