



东兴证券
DONGXING SECURITIES

优质女装品牌 高增长仍将持续

——朗姿股份（600584）

2011年8月17日

建议申购

朗姿股份

新股定价

摘要:

- 公司定位本土高端女装，目前运作的三大品牌“朗姿”、“莱茵”“卓可”。目标群体主要为 30-45 岁之间成熟、品位、高收入女性，主打产品零售价格在 2,000-5,500 元之间，介于国际成衣大牌和国内中低端女装品牌。
- 公司所在细分市场容量巨大且品牌忠诚度高。公司所在的成熟女装市场由于目标人群经济实力最雄厚，单件服装价值最高，且购买频次较高，在女装细分市场中容量最大。该群体注重品质兼顾设计，品牌忠诚度高，前十位品牌市占率达 25%。
- 公司模式全方位支撑高端定位：1) 货品当前自产比例 10%，未来募项目达产后将基本实现全自产，以保障商品质量、提升市场反应力；2) 不断提升自营比例，2011 年上半年增自营店 40 家，加盟仅 5 家，收入占比分别为 59%和 41%；3) 终端布局一、二级城市高端商业平台。
- 公司拟发行 5000 万股，募资用于：1) 营销网络建设，店铺优化 29 个，新建自营商场店 183 个，新建自营旗舰店 3 个，共计建设 215 个店铺，新增面积 27136 平米；2) 北京生产基地改扩建，最终形成 60 万件/套产能；3) 建设设计展示中心；4) 信息系统提升。
- 盈利预测：预计 2011-13 年，每股收益分别为 1.03、1.53 和 2.23 元，参考目前 A 股市场品牌服装上市公司 11 年 28-35 倍市盈率区间，公司合理的价格区间应在 28.8-36.0 元之间。

财务指标预测

指标	10A	11E	12E	13E
营业收入(百万元)	559.15	719.50	1,065.13	1,493.50
增长率(%)	80.95%	28.68%	48.04%	40.22%
净利润(百万元)	123.29	205.74	305.46	445.83
增长率(%)	97.63%	66.88%	48.47%	45.95%
每股收益(元)	0.83	1.03	1.53	2.23
净资产收益率(%)	45.36%	14.77%	18.91%	22.56%
PE	42.17	34.02	22.92	15.70
PB	19.32	14.40	9.58	6.44

谭可

执业证书编号：S1480209100080

纺织服装行业分析师

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

询价区间

28.8-36.0

上市首日定价区间

35.00

发行上市资料

总股本(万股)	15000
发行量(万股)	5000
发行日期	2011-8-16
发行方式	公开发行
保荐机构	平安证券
预计上市日期	2011-8-22

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.27
净资产收益率(%)	9.38
资产负债率(%)	24.78

主要股东和持股比例

申东日	55.45%
申今花	8.24%
申炳云	7.27%

目 录

1. 公司概况.....	4
2. 公司定位优势显著.....	5
2.1 定位本土高端市场	5
2.2 目标市场容量巨大、增速可观	6
2.3 市场集中度将继续提升	7
3. 公司运营模式详解.....	8
3.1 主打商品部分自产	8
3.2 渠道以自营为主、加盟为辅	8
3.3 终端布局高端商业平台	9
4. 募集资金项目.....	9
4.1 营销网络建设	10
4.2 北京生产基地改扩建项目	11
4.3 设计展示中心建设项目	11
4.4 信息系统提升建设项目	11
5 盈利预测与估值.....	12
6 风险提示.....	12

表格目录

表 1: 公司上市前后股权结构变化.....	4
表 2: 公司旗下三品牌定位概况.....	5
表 3: 与公司定位有重合的竞争企业概况.....	6
表 4: 与公司定位相同的直接竞争企业概况.....	6
表 5: 2008-2010 年前三季高档女装市场前十品牌市占率:.....	7
表 6: 公司 2009-2011 年前三季公司自产比例.....	8
表 7: 公司终端普遍布局在高端商场或购物中心.....	9
表 8: 公司募投项目拟投资金额.....	9
表 9: 预计募集资金投入的时间进度.....	10
表 10: 公司营销网络拓展新增面积情况.....	10
表 11: 公司生产基地改扩建新增产能情况.....	11
表 12: 利润表 (百万元).....	12
表 13: 资产负债表 (百万元).....	12
表 14: 现金流量表 (百万元).....	13

插图目录

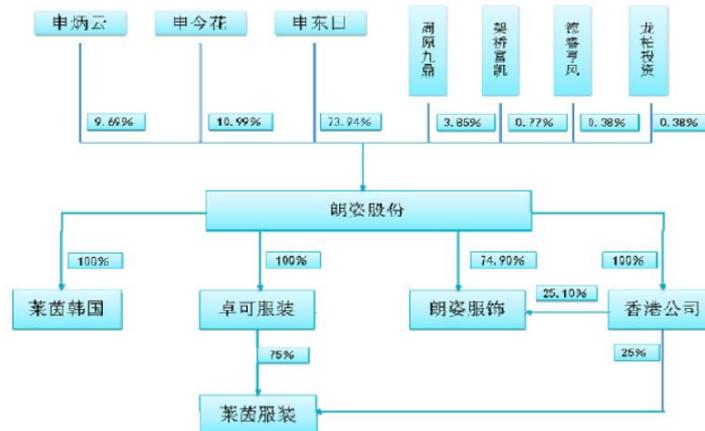
图 1: 公司上市前股权结构图.....	4
图 2: 公司三品牌收入构成.....	5
图 3: 2003-2010 年前三季全国重点大型零售企业零售量增速.....	7
图 4: 公司近年自营和经销模式下收入各自占比.....	8
图 5: 公司近年自营和经销店数变化情况.....	8
图 6 公司在南京、天津等地终端形象.....	9

1. 公司概况

公司为 A 股上市的第一家高端女装品牌公司，业务贯穿生产至终端销售全部流程，目前旗下三品牌分别为“朗姿”、“莱茵”和“卓可”。

公司前身于 2006 年正式设立，通过三次增资及 2010 年的股份制变更，公司形成上市前最终的股权结构，其中实际控制人申东日持股 73.94%，申金花持股 10.99%，申炳云持股 9.69%，申炳云先生是公司实际控制人申东日和申金花兄妹的父亲。

图 1：公司上市前股权结构图



资料来源：东兴证券研究所

上市后公司总股本将增至 2 亿股，主要股东持股比例相应下降，如表 1 所示：

表 1：公司上市前后股权结构变化

	股份数（股）	股份比例（%）	股份数（股）	股份比例（%）
一、有限售条件的流通股	150,000,000	100.00	150,000,000	75.00
申东日	110,907,750	73.94	110,907,750	55.45
申金花	16,476,900	10.99	16,476,900	8.24
申炳云	14,538,450	9.69	14,538,450	7.27
周原九鼎	5,769,300	3.85	5,769,300	2.88
架桥富凯	1,153,800	0.77	1,153,800	0.58
德睿亨风	576,900	0.38	576,900	0.29
龙柏投资	576,900	0.38	576,900	0.29
二、本次发行流通股	-	-	50,000,000	25.00
合计	150,000,000	100.00	200,000,000	100.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 公司定位优势显著

2.1 定位本土高端市场

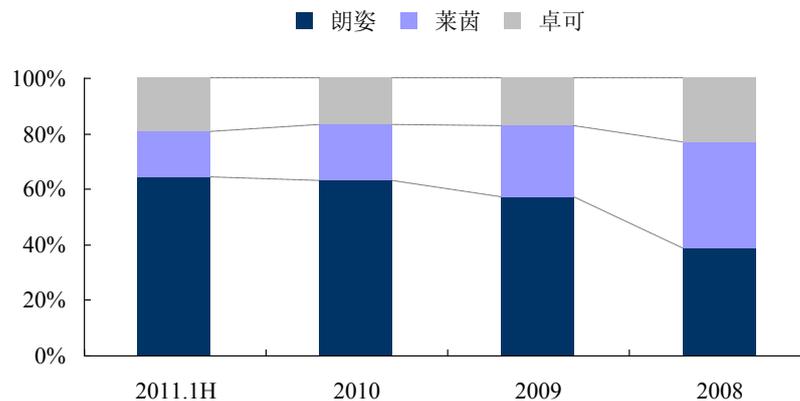
公司目前运作的三大品牌均为高端女装品牌，主品牌“朗姿”品类为女士商务正装，目标群体主要为 30-45 岁之间成熟、品位、高收入女性，主打产品零售价格在 2,000—5,500 元之间，该价位介于国际成衣大牌和国内中低端女装品牌。

表 2：公司旗下三品牌定位概况

品牌	朗姿	莱茵	卓可
品牌类型	商务正装	商务休闲	时尚休闲
年龄定位	主要群体：35-45 岁覆盖群体；25-55 岁事业有成追求自我体现的都市成熟女性	主要群体：25-45 岁覆盖全体；20-50 岁追求时尚品位、生活方式的都市潮流女性	主要群体：20-40 岁覆盖群体；18-45 岁崇尚简约主义、张扬个性美的都市白领女性
品牌风格	成熟、典雅	妩媚、精致	时尚、个性
品牌内涵	演绎由内而外的美丽、内外合一的女性成熟美	传达高品质的时尚生活态度	诠释现代女性所追求的自信、乐观、个性之美

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司三品牌收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3: 与公司定位有重合的竞争企业概况

代表性品牌	主要销售模式	与公司的竞争关系
顶级 Chanel、Prada、 Dior	通过在高档商场设立的店面销售，主要进入一类城市的顶级商场	目标消费者为顶端消费群体。与发行人存在一定的竞争关系。
高端 公司、宝姿、玛丝菲尔、白领	通过自营、经销等形式进行销售，在一线、二线以及部分三线城市的高档知名商场或设立店面作为主要销售终端	目标消费者为品位高，收入稳定的成功女性，与发行人存在较大的竞争关系。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

国内市场上，与公司类似定位并拥有相同目标群体品牌分别有港股上市的宝姿和慕诗国际，以及国内品牌玛斯菲尔和白领等。

表 4: 与公司定位相同的直接竞争企业概况

竞争对手名称	公司	宝姿	玛斯菲尔	白领	慕诗国际
品牌和业务	经营朗姿、莱茵和卓可 高端女装品牌	设计、制造及零售分销 PORTS 品牌的男女时装； 及于中国内地和香港销售其配饰。	主要经营 Marisfrolg 高档女装品牌。产品系列包括高级女装、手袋、配饰、鞋靴等	经营白领、 SHEES、K.UU 和 GOLDEN COLLAR 等 女装品牌	主要经营 MOISELLE 品牌女装、自主品牌 还有 imaroon 及 mademoiselle。
品牌风格	朗姿：成熟、典雅 莱茵：妩媚、精致 卓可：时尚、个性	简约、优雅	时尚、优雅、经典	优雅、低调奢华	设计新颖、选料上乘、优质剪裁
消费层定位	三个品牌共覆盖了从 18-55 岁的都市成熟、 潮流及白领女性	25—45 岁上流精英人士	30—50 岁具有一定修养和社会地位，品味高雅，既时尚又含蓄的成熟女性。	35—45 岁之间 有知识、有地位 且不张扬的女士	紧贴潮流及喜爱打扮的女士
注册地	北京	香港	深圳	北京	香港

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 目标市场容量巨大、增速可观

目前我国女装实现的年零售金额超过 3,000 亿，零售量超过 40 亿件，市场容量巨大。根据中华全国商业信息中心的统计，2010 年前三季度，全国重点大型零售企业女装零售额同比增长 28.28%，增速比上年同期高出 5.54 个百分点，比 2009 年全年增速水平高出 2.73 个百分点。零售量方面，2010 年前三季度，女装零售量同比增长 14.43%，比上年同期高出 7.96 个百分点，而与前几年全年水平相比较，零售量增速更是 2007 年以来的最高增速。

图 3：2003-2010 年前三季度全国重点大型零售企业零售量增速


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

成年女装年龄段分类基本为：18岁~30岁，30岁~45岁，45岁~65岁，65岁以上。从消费频次来看，18岁~45岁女性为消费群体中最主要力量。从消费能力划分，30岁~45岁的女性是消费群体中购买单件服装价值最高的群体，经济基础最为雄厚，有较强的购买欲望。因此，从女装的细分领域来看，在女装中成熟女装市场容量最大。

2.3 市场集中度将继续提升

公司定位的最主要的目标群体介于35-50岁的高收入群体，不同于35岁以下群体，其主要消费特征为：冲动型消费频次减少，注重品质兼顾设计；品牌忠诚度提高，对认同品牌愿意支付溢价。

鉴于这一消费特征，公司目标市场的品牌企业优势明显高于其他细分女装市场，未来市场份额也将逐渐向优势品牌靠拢。根据中华全国商业信息中心对全国重点商场的统计，高档女装市场前十位品牌市场综合占有率在25%左右，高端女装品牌的集中度高于整体女装市场。

表 5：2008-2010 年前三季度高档女装市场前十品牌市占率：

排序	2008 年		2009 年		2010 年（前三季度）	
	品牌名称	市场综合占有率 (%)	品牌名称	市场综合占有率 (%)	品牌名称	市场综合占有率 (%)
1	宝姿	5.91	宝姿	3.68	宝姿	3.81
2	白领	4.31	雅莹	3.42	玛丝菲尔	3.25
3	玛丝菲尔	3.69	玛丝菲尔	3.39	朗姿	3.11
4	朗姿	2.04	朗姿	3.37	雅莹	2.91
5	奥菲欧	1.94	白领	3.3	阿玛施	2.69
6	斯尔丽	1.91	沐兰	1.93	白领	2.08
7	萨依	1.61	阿玛施	1.83	V. GRASS	1.82
8	沐兰	1.45	柯罗芭	1.72	玫而美	1.75
9	雅莹	1.4	奥菲欧	1.71	柯罗芭	1.74
10	例外	1.33	V. GRASS	1.64	奥菲欧	1.72

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 公司运营模式详解

公司多年练就的成熟运营模式将有力支撑自身定位。

3.1 主打商品部分自产

公司目前自产商品销售金额占到总收入的 10%左右，未来公司将力求提升这一比例，以提高对市场的反应及时性并保障产品品质。

表 6：公司 2009-2011 年前三季度公司自产比例

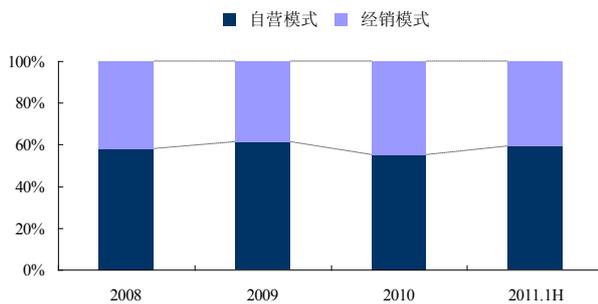
生产类型	2011 年 1-6 月		2010 年度		2009 年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
自制生产	1428.31	10.07%	2943.47	11.55%	2829.24	15.23%
委托加工	7674.87	54.11%	12492.01	48.99%	8387.51	45.14%
定制生产	5080.76	35.82%	10061.04	39.46%	7363.71	39.63%
合计	14183.94	100.00%	25496.52	100.00%	18580.46	100.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 渠道以自营为主、加盟为辅

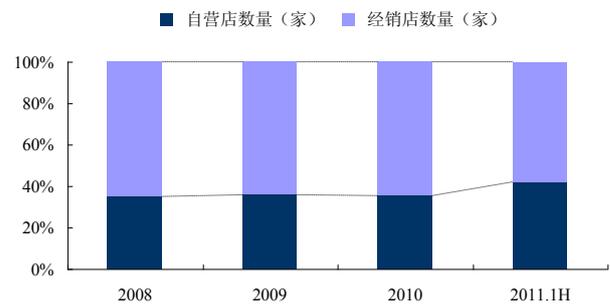
为维护品牌形象、加强市场反应力，公司渠道模式以自营为主、加盟为辅，近年连续提高直营比例。

图 4：公司近年自营和经销模式下收入各自占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：公司近年自营和经销店数变化情况



资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

公司自营终端主要分布在北上广及省会等一线城市，对于二线及以下市场的高端商圈进驻，公司主要采用加盟商渗透。

对经销商管控上，原则上要求加盟商不可自行确定销售折扣，必须按照公司指导的售价销售。随意定折扣或低价销售按照合同公司会对其处以一定的处罚，或终止合作。特殊情况下，比如经销商希望参加商场的促销让利活动，则需要提交正式的申请。公司方面批准后才能实行。但对于过季 1 年以后的商品，经销商可以自行决定销售折扣，不需提交申请。

3.3 终端布局高端商业平台

公司目前共有 353 家高端销售终端，选址均位于国内大型高端商场。

表 7：公司终端普遍布局在高端商场或购物中心

品牌	进驻商场
朗姿	北京赛特购物中心、北京新光天地、北京燕莎友谊商城、上海第一八佰伴、天津友谊商厦、辽宁卓展时代广场、南京金鹰国际购物中心、武汉新世界百货、深圳芮欧时尚百货、乌鲁木齐天山百货等
莱茵	北京新光天地、北京庄胜崇光百货、北京复兴门百盛、上海梅陇镇伊势丹、长春卓展时代广场、南京金鹰天地购物中心、杭州银泰百货、武汉广场、武汉新世界百货、长沙王府井百货等
卓可	北京赛特购物中心、北京燕莎友谊商城、天津友谊商厦、重庆太平洋百货、辽宁卓展时代广场、长春卓展时代广场、郑州丹尼斯百货、南京金鹰国际购物中心、无锡八佰伴、太原天美名店购物中心等

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6 公司在南京、天津等地终端形象



资料来源：公司公告

4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公众公开发行不超过 5,000 万股人民币普通股，占发行后总股本不超过 25%

表 8：公司募投项目拟投资金额

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
营销网络建设	58753.52	58753.52
北京生产基地改扩建	13971.76	13971.76
设计展示中心建设	6857.92	6857.92
信息系统提升建设	5516.62	5516.62
合计	85099.82	85099.82

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 9：预计募集资金投入的时间进度

项目名称	总投资额（万元）	建设期	投资计划（万元）				
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
营销网络建设	58,753.52	3 年	15,577.71	29,815.85	9,899.13	2,948.01	512.82
北京生产基地改扩建	13,971.76	2 年	4,339.55	4,076.03	4,477.00	719.46	359.72
设计展示中心建设	6,857.92	2 年	6,253.42	604.50	-	-	-
信息系统提升建设	5,516.62	3 年	1,698.53	2,181.77	1,636.32	-	-
合计	85,099.82	-	27,869.21	36,678.15	16,012.45	3,667.47	872.54

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.1 营销网络建设

根据公司营销网络的现有基础条件和未来发展目标，项目拟进行店铺优化 29 个，新建自营商场店 183 个，新建自营旗舰店 3 个，共计建设 215 个店铺。

（1）优化店铺

公司将选择现有销售业绩好、增长空间大的优质自营商场店进行优化，通过扩大店铺面积、调整店铺位置和提升装修品质，提高店铺形象、改善店铺格局，使店铺绩效在原有基础上获得更大幅度的提升，计划优化朗姿品牌商场店 17 个，优化莱茵品牌商场店 12 个，全部在第一年建设完成。优化方式均为针对商场联营进驻的店中店的优化。

（2）新增自营商场店

项目将按计划分三年、采取与商场联营方式新增朗姿、莱茵和卓可三个品牌的自营商场店共 183 个，其中第一年建设 55 个，第二年建设 73 个，第三年建设 55 个。

（3）新增旗舰店

选择北京、重庆和南京三个城市，建设综合型旗舰店 3 家，三家综合型旗舰店均将对“朗姿”、“莱茵”和“卓可”系列品牌产品进行分区陈列，统一销售。

表 10：公司营销网络拓展新增面积情况

拓展方式	数量	新增面积（m ² ）	实施时间
优化店中店	29	1226	第 1 年
新增自营商场店	183	18760	第一年建设 55 个，第二年建设 73 个，第三年建设 55 个。
新增旗舰店	1	2800	第 1 年
新增旗舰店	1	3000	第 2 年
新增旗舰店	1	1350	第 2 年
合计	215	27136	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 北京生产基地改扩建项目

公司计划在现有生产厂址进行技改扩建，利用部分原有工艺设备，购置先进成熟的工艺设备及公用工程设施，形成年产 60 万件/套（即新增 50 万件/套）的品牌服装生产能力。项目采取现有生产和改扩建的施工建设同时进行，建设期为 2 年。

，2010 年公司营销渠道的销售量约 60 万件/套，绝大部分成品采购依靠委托加工方式实现，将有效加强公司市场的快速反应能力。

表 11：公司生产基地改扩建新增产能情况

产品名称	年产量（万件/套）
上衣类	21
裤类	5
裙类	26
外套类	8
合计	60

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 设计展示中心建设项目

公司将建设集面料色彩及图案设计、服装服饰款式设计及版型设计、样衣制造、生产工艺及技术研发、面料及服装流行信息采集与分析、产品展示等设计、创意和研发多功能高度融合的中心。项目建成后，该设计展示中心将成为自主设计创意能力强，国内一流的高端女装服装服饰设计展示中心。

该项目将提升公司新产品的研发能力和设计能力，通过新产品的持续开发有效提升公司产品的附加值；另一方面，可以保持并提升公司三个高端女装品牌在设计展示上的领先水平，项目计划建设期为 2 年。

4.4 信息系统提升建设项目

该项目主要建设内容：1）建设系统与环境支撑平台。包括建设与装修机房；建设软硬件系统支撑平台，包括服务器及办公电脑、终端 POS 电脑更新、网络设备及基础设施建设、RFID 物流系统和店面系统部署等。

（2）建设统一协同的信息系统平台。主要通过购买国内外著名软件供应商德国 SAP 公司的 ERP 系统，建设或完善采购、生产、销售、库存、财务管理等模块，集成现有其他软件，形成一体化作业局面。促进组织协同与信息高效传递共享，提升产品设计研发与管理能力，并通过模型分析提升内控、绩效管理、经营分析与决策能力，打造高效的快速反应供应链平台。

5 盈利预测与估值

公司定位明晰、优势明显、模式成熟，相较于港股宝姿等同类企业，公司在渠道拓展上更加切合中国多层次市场的特征，采用自营与加盟相结合的有效方式。公司近年来发展势头强劲，目前基数仍小，上市红利将在未来 2-3 年充分体现，预计 2011-13 年，每股收益分别为 1.03、1.53 和 2.23 元，参考目前 A 股市场品牌服装上市公司 11 年 28-35 倍市盈率区间，公司合理的价格区间应在 28.8-36.0 元之间。

6 风险提示

公司定位高端女装，需求弹性较大，外围因素恶化可能导致公司销量大减。

表 12: 利润表 (百万元)

	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	559.15	719.50	28.68%	1,065.13	48.04%	1,493.50	40.22%	559.15
营业成本	242.04	303.30	25.31%	442.83	46.01%	612.20	38.25%	242.04
营业费用	82.76	115.12	39.10%	170.42	48.04%	224.03	31.45%	82.76
管理费用	56.60	71.95	27.12%	106.51	48.04%	149.35	40.22%	56.60
财务费用	(1.39)	(0.50)	N/A	0.06	N/A	0.00	-96.50%	(1.39)
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00
营业利润	175.91	227.48	29.31%	342.11	50.39%	503.44	47.16%	175.91
利润总额	176.37	236.48	34.08%	351.11	48.47%	512.44	45.95%	176.37
所得税	24.25	30.74	26.77%	45.64	48.47%	66.62	45.95%	24.25
净利润	152.12	205.74	35.25%	305.46	48.47%	445.83	45.95%	152.12
归属母公司所有者的净利润	123.29	205.74	66.88%	305.46	48.47%	445.83	45.95%	123.29
NOPLAT	150.52	197.47	31.19%	297.69	50.75%	438.00	47.13%	150.52

资料来源：东兴证券研究所

表 13: 资产负债表 (百万元)

	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	123.97	145.33	191.33	31.65%	266.28	39.18%	373.38	40.22%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	13.05	27.03	39.42	45.87%	58.36	48.04%	81.84	40.22%
预付款项	28.46	30.54	60.87	99.31%	105.15	72.75%	166.37	58.22%
存货	76.83	105.69	166.19	57.24%	242.65	46.01%	335.45	38.25%
流动资产合计	253.92	323.10	474.03	46.71%	692.27	46.04%	981.34	41.76%
非流动资产	39.99	98.22	175.78	78.96%	253.06	43.97%	334.09	32.02%
资产总计	293.90	421.32	649.81	54.23%	945.34	45.48%	1,315.43	39.15%

短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	24.97	N/A	7.09	-71.62%
应付帐款	20.66	30.18	41.55	37.67%	60.66	46.01%	83.86	38.25%
预收款项	56.29	63.76	63.76	0.00%	63.76	0.00%	63.76	0.00%
流动负债合计	92.11	149.51	163.56	9.39%	214.72	31.28%	228.15	6.26%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	42.85	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	158.94	271.81	486.25	78.90%	730.62	50.26%	1,087.28	48.82%
净营运资本	161.81	173.59	310.47	78.86%	477.56	53.82%	753.19	57.72%
投入资本 IC	77.82	126.48	294.92	133.18%	489.31	65.91%	720.99	47.35%

资料来源：东兴证券研究所

表 14：现金流量表（百万元）

	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	90.21	152.12	205.74	35.25%	305.46	48.47%	445.83	45.95%
折旧摊销	2.05	3.30	0.00	N/A	32.72	N/A	39.98	22.19%
净营运资金增加	93.50	11.78	136.88	1062.49%	167.09	22.06%	275.64	64.97%
经营活动产生现金流	61.81	157.21	136.29	-13.31%	221.14	62.26%	335.14	51.55%
投资活动产生现金流	(4.48)	(81.72)	(99.50)	N/A	(110.00)	N/A	(121.00)	N/A
融资活动产生现金流	23.50	(54.60)	9.21	N/A	(36.19)	N/A	(107.05)	N/A
现金净增（减）	80.83	20.89	46.00	120.25%	74.95	62.94%	107.09	42.88%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

英国 DURHAM 大学硕士，曾赴香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。