

融合创新与时尚的中国内衣行业领导企业



行业 纺织服装
报告发布日期 2015年05月28日

公司是专业从事内衣开发设计、品牌策划推广、生产制造、市场营销的综合性内衣企业，旗下拥有“曼妮芬”、“伊维斯”和“兰卓丽”三个主要品牌，其中“曼妮芬”品牌连续十二年市场综合占有率保持第一。公司坚持以直营模式为主，14年末在全国拥有1928个直营专柜、33家直营专卖店与647家经销客户。公司2012-2014年销售收入分别同比增长6.17%、10.13%与11.66%，净利润分别同比增长-3.61%、8.17%与22.08%。

行业基本面判断

- 中国内衣市场年销售额在1000亿元以上，且每年以近20%的速度在增长，其中女式内衣市场规模超过600亿元，女性人口构成了国内庞大的内衣适龄基础消费群体。随着内衣消费意识的成熟以及消费能力的提高，消费者对内衣的需求从款式、面料、工艺质量等基本功能逐渐上升到对归属和情感价值的高层次需求，消费者购买中高档内衣的比例越来越大，我国内衣行业还有很大的成长空间。
- 国内内衣生产企业众多，产业集中度较低，随着国内一线内衣品牌企业规模的快速增长，近年来中国品牌内衣的行业集中度正在逐步提高。

公司基本面判断

- 汇洁大规模的直营渠道建设与管理能力，为未来持续稳定的发展奠定了坚实的基础，旗下“曼妮芬”、“伊维斯”与“兰卓丽”三个主要品牌定位清晰，针对不同细分群体，产品线覆盖不同年龄段和多层次客户，形成了较为完备的品牌体系。
- 目前公司拥有汕头和江西两个生产基地，年产能达到1300万件，在建的江西生产基地投产后公司产能将增加1500万件。公司以自主生产为主的模式能有效掌控产品质量并确保产品交付的及时性，并更大程度的发挥生产的规模效应。

盈利预测

- 我们预计公司2015—2017年收入分别为18.49亿元、20.72亿元与23.23亿元，分别同比增长11.8%、12%与12.1%，归属于母公司净利润分别为1.6亿元、1.9亿元与2.2亿元，分别同比增长20.9%、18.5%与15.6%，公司所处行业2015年平均PE估值为52倍。

风险提示：

- 行业竞争风险、多品牌运营风险、产能扩张带来的市场开拓与电商等销售业态的快速发展带来的风险等。

公司主要财务信息

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,481	1,654	1,849	2,072	2,323
同比增长	10.1%	11.7%	11.8%	12.0%	12.1%
营业利润（百万元）	141	178	215	256	296
同比增长	9.3%	26.1%	21.2%	18.8%	15.8%
归属母公司净利润（百万元）	109	133	160	190	220
同比增长	8.2%	22.1%	20.9%	18.5%	15.6%
毛利率	70.2%	71.5%	71.3%	71.2%	71.0%
净利率	7.3%	8.0%	8.7%	9.2%	9.5%
净资产收益率	18.9%	19.9%	14.5%	12.1%	12.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

施红梅 纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 x 6067
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

赵越峰 纺织服装行业分析师
8621-63325888 x 7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

目录

公司概况：国内内衣行业领先企业	3
国内内衣行业：市场潜力巨大	5
公司竞争优势	6
募投项目分析	8
盈利预测与投资分析	9
风险因素	10

图表目录

图表 1：汇洁三个主要品牌定位	3
图表 2：2011-2015Q1 公司销售收入及增速	4
图表 3：2011-2015Q1 公司净利润及增速	4
图表 4：2011-2015Q1 公司毛利率	4
图表 5：2011-2015Q1 公司期间费用率	4
图表 6：2013 年女性内衣市场综合占有率排名	7
图表 7：汇洁旗下品牌与主要竞争对手对比	7
图表 8：公司募集资金投资项目	8
图表 9：可比公司估值表	10

公司概况：国内内衣行业领先企业

公司是专业从事内衣人体工学研究、工艺技术研究、品牌策划推广、开发设计、生产制造、市场营销的综合性内衣企业，拥有“曼妮芬”、“伊维斯”和“兰卓丽”三个主要品牌，“曼妮芬”品牌内衣连续十二年（2002-2013）荣列同类产品市场综合占有率第一位，“伊维斯”品牌 2011 年度与 2012 年度分别荣列同类产品市场综合占有率前十位。

图表 1：汇洁三个主要品牌定位

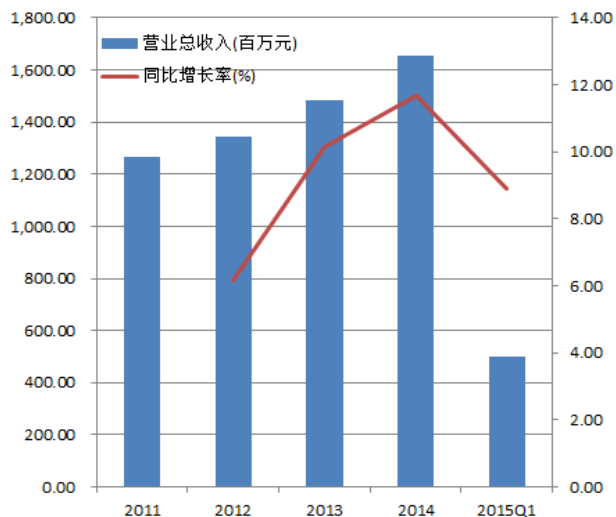
	曼妮芬	伊维斯	兰卓丽
品牌定位	追求表达自我和展现个性的成熟女性	追求优雅和高品质生活方式的成熟女性	追求时尚和展现多变的年轻女性。
品牌风格	时尚变化	优雅精致	年轻活力
品牌主张	领袖气质、女性魅力、享乐主义、戏剧表演是曼妮芬的核心价值，她是女性魅力的升华者，以“融合创新和时尚”的方式赋予消费者自信能量。	优雅、精致、国际化是伊维斯的核心价值，她赋予智慧女性完美与极致优雅。	青春、性感、自由、潮流是兰卓丽的核心价值，她让年轻女性们展现善变、有趣的多面个性，时刻陪伴其左右、为其出谋划策。

资料来源：公司招股书说明书、东方证券研究所

目前公司拥有江西与汕头两个生产基地，具备年产 1300 万件内衣的能力。截至 2014 年末，公司在全国范围共开设了 1928 个直营专柜及 33 个直营专卖店，覆盖了除西藏以外的所有省会城市及主要地级城市的主要商圈。

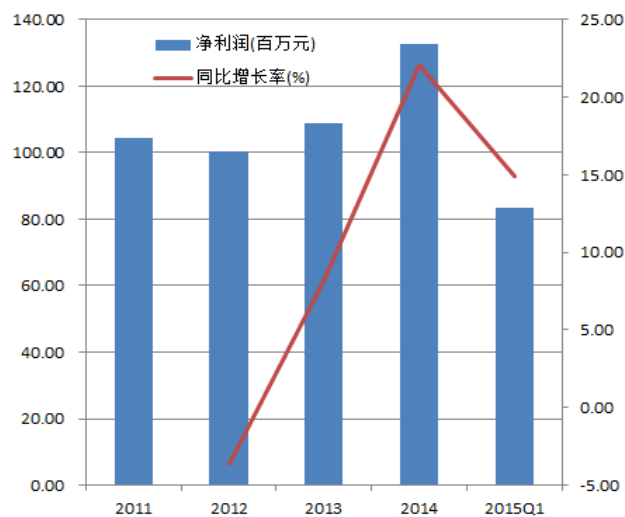
公司销售以直营为主，14 年直营渠道销售占比达到 67%，主品牌“曼妮芬”销售占比达到 64%。公司 2012-2014 年销售收入分别达到 13.45 亿元、14.81 亿元与 16.54 亿元，分别同比增长 6.17%、10.13%与 11.66%，增速稳步上升；2012-2014 年净利润分别达到 1.01 亿元、1.09 亿元与 1.33 亿元，分别同比增长-3.61%、8.17%与 22.08%，受益于毛利率的提升与期间费用的有效控制，净利润增速逐年提升。

图表 2：2011-2015Q1 公司销售收入及增速



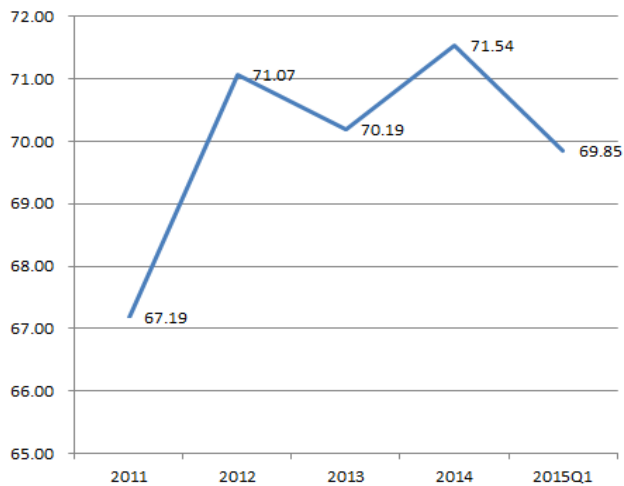
资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

图表 3：2011-2015Q1 公司净利润及增速



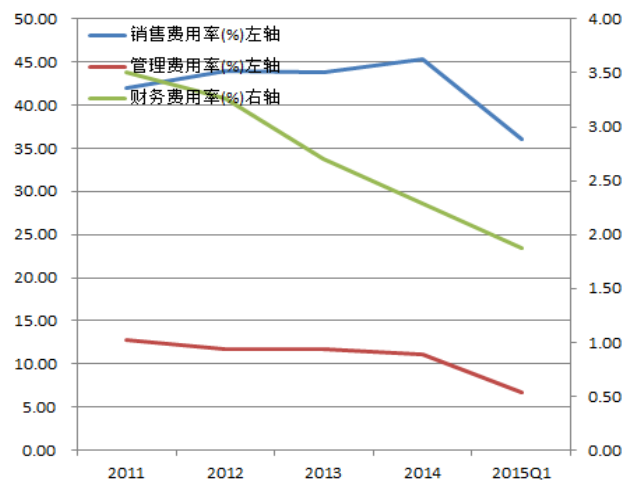
资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

图表 4：2011-2015Q1 公司毛利率

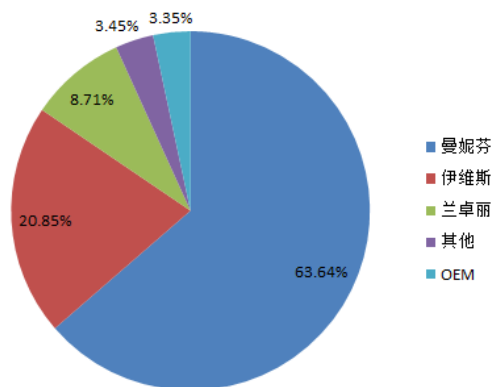


资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

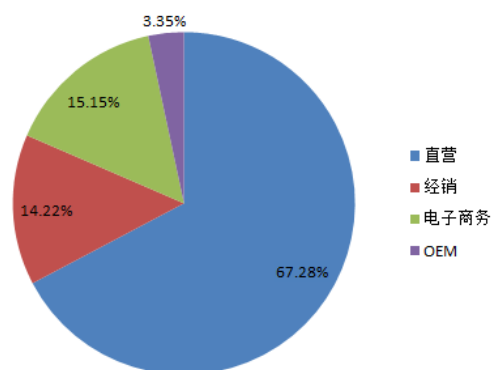
图表 5：2011-2015Q1 公司期间费用率



资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

图表 6：公司 2014 年收入按产品分类


资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

图表 7：公司 2014 年收入按渠道分类


资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

国内内衣行业：市场潜力巨大

中国内衣行业厂家众多，集中度并不高，在内衣产品的消费方面具有消费人群广，消费习惯、消费能力差异大等特点。根据中国纺织工业协会主办的中国纺织经济信息网的数据显示，中国的内衣市场，年销售额在 1000 亿以上，且每年以近 20% 的速度在增长，在整体的市场中女式内衣约占到了 60%，市场规模约超过 600 亿元。

内衣行业快速增长，消费层次不断提升

我国人口众多，内衣适龄消费群体十分庞大。随着内衣消费意识的成熟，消费能力的提高，我国内衣行业还有很大的成长空间。与此同时，中国经济的快速发展、居民收入的快速增长带动了中高端内衣的消费需求，消费者对内衣的需求从款式、面料、工艺质量等基本功能需求逐渐上升到对归属和情感价值的高层次需求，越来越重视内衣的人文关怀和品牌价值，关注消费过程的体验，消费者购买中高档内衣的比例越来越大。

根据国家第六次全国人口普查数据显示，中国人口结构中女性人口超过 6.5 亿人。就内衣的穿着适龄人群看，10-15 岁的少女已经开始穿戴内衣，年龄在 60 岁以上的老年人多数也需穿戴内衣，内衣的总体消费群体较大。同时由于生活、工作、休闲娱乐、运动、晚会等不同需求，需要准备适合各个场合穿戴的不同类型的内衣，消费者拥有内衣的数量在快速增加。另外，由于内衣在设计、款式、材质等方面的不断更新，带给消费者的体验也不断提升，消费者内衣的更换频率也在加快。因此，女士内衣市场整体处于高速成长中。

行业集中度提升，品牌竞争力凸显

目前国内内衣生产企众多，从生产领域来看，产业集中度较低，但随着国内一线内衣品牌企业规模的快速增长，近年来中国品牌内衣的行业生产集中度虽略有波动，但总体来说有所提高。

从消费领域来看，国内目前中高档的品牌内衣的主要销售渠道是百货公司等大型零售企业，销售的内衣品牌数量在数十家，中华全国商业信息中心的数据显示近些年国内重点大型零售商业集团企业销售前十名女士内衣的市场综合占有率为 50%左右。

男性内衣仍处发展阶段，潜在市场巨大

和日益发展壮大女性内衣市场相比，中国男性内衣市场仍处于发展初期，男士内衣的产量和销量远低于女士内衣。但是中国男性内衣消费者为数众多，对品牌内衣有较大的需求。

公司竞争优势

销售网络优势

公司销售以直营为主，截至 2014 年末，公司开设了 1928 个直营专柜及 33 个直营专卖店，覆盖了除西藏以外的所有省会城市及主要地级城市的主要商圈，公司目前与大商集团、百盛集团、利群集团、武商集团、北京王府井、山东银座、长春欧亚、银泰百货、开元集团、深圳天虹、重庆百货、金鹰国际、北人集团、茂业百货、新疆友好集团等全国 100 多家主要的百货零售集团建立了良好的合作关系。公司大规模渠道的建设和管理能力，为未来持续稳定的发展奠定了坚实基础。

品牌优势

公司目前拥有“曼妮芬”、“伊维斯”与“兰卓丽”三个主要品牌，其中“曼妮芬”品牌文胸于 2005 年 9 月被国家质量监督检验检疫总局评定为“中国名牌”产品；“曼妮芬”商标于 2006 年 10 月被国家工商行政管理总局商标局评定为“中国驰名商标”；“曼妮芬”品牌于 2014 年 3 月被中国商业联合会、中华全国商业信息中心评为“连续十二年（2002-2013）荣列同类产品市场综合占有率第一位”；公司“伊维斯”品牌于 2010 年 3 月被中国商业联合会、中华全国商业信息中心授予“2009 年度推动中国消费经济增长‘品牌成长大奖’”；2012 年 3 月被评为“2011 年度荣列同类产品市场综合占有率前十位”，2013 年 3 月被评为“2012 年度荣列同类产品市场综合占有率第十位”。公司的品牌优势是公司未来销售增长的重要保证。

图表 8：2013 年女性内衣市场综合占有率排名

排名	品牌名称	市场综合占有率	市场销售份额	市场覆盖面
1	曼妮芬	7.31	10.37	5.28
2	爱慕	7.31	11.72	4.37
3	安莉芳	6.91	10.80	4.32
4	黛安芬	6.04	9.03	4.05
5	欧迪芬	4.44	5.41	3.79
6	古今	4.28	5.65	3.36
7	华歌尔	3.88	6.01	2.45
8	桑扶兰	3.32	3.89	2.93
9	芬狄诗	2.79	2.81	2.77
10	爱美丽	2.52	3.10	2.13
	其他	51.20	31.21	64.55

资料来源：公司招股书说明书、东方证券研究所

图表 9：汇洁旗下品牌与主要竞争对手对比

品牌分类（公司名）	目标消费群定位	公司品牌风格
兰卓丽（汇洁股份）	产品定位于年轻女性，依靠青春亮丽的设计吸引年轻女性。	年轻时尚品牌“兰卓丽”设计款式上灵动、活泼、亮丽，贴近潮流。
Sloggi（黛安芬）		
芬狄诗（安莉芳）		
爱美丽（爱慕）		
曼妮芬（汇洁股份）	产品定位于时尚女性，目前细分市场份最大，能较好满足女性消费者的需求。	时尚品牌“曼妮芬”个性鲜明、穿着舒适。
黛安芬（黛安芬）		
华歌尔（华歌尔）		

安莉芳（安莉芳）	产品定位于成熟女性。	优雅品牌“Enweis”（伊维斯）与国际潮流同步，产品精致。
爱慕（爱慕）		
Enweis（汇洁股份）		
Valisere（黛安芬）		
Salute（华歌尔）		
LizaCheng（安莉芳）		
LaClover（爱慕）		

资料来源：公司招股书说明书、东方证券研究所

研发、设计优势

在内衣基础研究方面，公司成立了专业内衣研究机构——汇洁内衣研究院，并与国内较早开设内衣专业的西安工程大学联合成立了“汇洁-西安工程大学内衣研究院”。汇洁内衣研究院统筹公司的基础研发工作，主要从事人体工学研究、参与纺织内衣类品质标准的制定、3D 技术研究、内衣版型研发、内衣专用人台研发、内衣材料研发、内衣检测方法研究、新型内衣工艺研发、新型内衣制造设备研发、内衣设计及信息管理软件开发等方面的研究工作。公司作为主要起草单位之一参与了国家《针织保暖内衣》行业标准的制订。公司拥有内衣行业 11 项发明专利、56 项实用新型专利和 17 项外观设计专利。

在内衣设计方面，公司分别在上海和深圳组建了创意设计团队，共有研发、设计人员 260 余人。公司与法国著名设计公司“卡琳国际”进行了多年深度合作，从而较好地国际最新流行趋势和先进设计理念融入公司产品。公司从市场需求分析、创意实现、产品开发等环节设立了一套完整的内衣设计管理机制，尤其重视关键流程的优化、流程质量的管控，系统、全局地进行质量方面的把控，从而让新产品创新在严格、完善的体系制度下进行，最大限度的降低新产品创新风险。

生产制造优势

目前公司拥有汕头和江西两个生产基地，年产能达到 1300 万件，公司在建的江西生产基地建成投产后产能将增加 1500 万件，公司以自主生产为主的模式能有效掌控产品质量并确保产品交付的及时性，并更大程度的发挥生产的规模效应。

募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行不超过 5400 万股人民币普通股，本次发行募集资金总额将根据发行数量和询价情况确定，本次募集资金在扣除发行费用后，将投资于江西生产基地建设项目、信息系统建设项目与补充流动资金。

图表 10：公司募集资金投资项目

项目名称	拟使用募集资金投资额	建设期
江西生产基地建设项目	51391.36 万元	2 年
信息系统建设项目	4833.33 万元	3 年
补充流动资金	10000.00 万元	
合计	66224.69 万元	

资料来源：公司招股书说明书、东方证券研究所

江西生产基地建设项目

本项目计划在江西赣州购置的土地上建设内衣生产基地，建设周期为两年，项目总投资为 51391.36 万元，该项目已于 2010 年 4 月开工建设，公司以自有资金及银行贷款的方式先行投入。由于本次发行募集资金到位时间有所推迟，公司调整了项目的建设进度，截止 2014 年 12 月 31 日，募投项目累计投入 35902.88 万元，完工进度约为 70%，募投项目涉及的部分生产厂房和机器设备已逐步到位，2015 年开始形成部分产能。本项目建成后将达到 1500 万件内衣的年生产能力，项目达到稳定经营后，预计可实现年销售收入 54024 万元。

信息系统建设项目

本项目计划总投资 4833.33 万元，建设内容涵盖研发、设计、商品企划、营销管理、物流仓储、生产管理、财务管理、RFID 技术应用、数据分析、办公协作等方面软件系统、相关硬件设备及配套工程。本项目通过信息系统建设，打造较为先进的集成、稳定、高效、安全的信息系统，以降低业务运营成本、提高业务协同效率，支撑业务流程优化与管理创新，为公司未来的业务发展打下坚实的信息系统基础。

补充流动资金项目

公司以自主生产、直营销售为主，随着经营规模不断扩大，对流动资金的需求较多。2014 年末、2013 年末、2012 年末，公司短期借款余额分别为 55,000 万元、60,000 万元、73,000 万元，母公司的资产负债率分别为 53.61%、57.29%、64.89%，处于较高水平；2014 年度、2013 年度、2012 年度，公司财务费用分别为 3,778.22 万元、4,005.12 万元、4,384.45 万元，占当年净利润的比例分别为 28.45%、36.82%、43.60%，占比较高。基于以上原因，公司决定将部分募集资金用于补充公司流动资金，金额为 10,000 万元。

盈利预测与投资分析

我们对公司盈利作如下假设：

- 1、我们预计 2015—2017 年营业收入分别同比增长 11.8%、12%与 12.1%，主要基于公司募投项目进展顺利，销售渠道建设、产能拓展都能顺利完成的预期，其中直营与经销渠道销售保持稳定增长，电商渠道销售继续保持快速增长。
- 2、我们预计公司 2015—2017 年综合毛利率分别为 71.3%、71.2%与 71%，毛利率相对更低的电商销售的快速增长会对公司综合毛利率带来一些影响。
- 3、我们预计公司 2015—2017 年销售费用率分别为 45.3%、44.8%和 44.4%，预计公司 2015 年—2017 年管理费用率分别为 11.2%、11.1%、11.1%，销售费用率和管理费用率预计基本保持稳定。

我们预计公司 2015—2017 年收入分别为 18.49 亿元、20.72 亿元与 23.23 亿元，分别同比增长 11.8%、12%与 12.1%，归属于母公司净利润分别为 1.6 亿元、1.9 亿元与 2.2 亿元，分别同比增长 20.9%、18.5%与 15.6%。

目前公司所处的品牌服饰行业主要上市公司 2014 年平均估值水平为 62 倍 PE，2015 年平均估值水平为 52 倍 PE。

图表 11：可比公司估值表

公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
森马服饰	0.82	1.01	1.22	1.44	36.66	29.73	24.44	20.77
朗姿股份	0.61	0.74	0.89	1.06	132.16	108.42	89.64	75.49
七匹狼	0.38	0.40	0.46	0.53	53.99	51.55	45.12	38.92
九牧王	0.61	0.71	0.81	0.94	56.84	48.60	42.72	37.00
海澜之家	0.53	0.71	0.90	1.10	32.14	23.94	18.85	15.50
最大值					132.16	108.42	89.64	75.49
最小值					32.14	23.94	18.85	15.50
平均数					62.36	52.45	44.16	37.53

资料来源：Wind、东方证券研究所（估值取自 2015 年 5 月 25 日收盘价）

风险因素

市场竞争风险

随着社会的快速发展，消费者收入水平的提高，人们的生活经历越来越丰富，内衣市场流行趋势变化速度加快，消费者对内衣的品质及时尚性要求不断提高。如果公司未来对流行趋势和市场需求判断失误或把握不准确，将面临产品无法满足市场需求变化的风险，可能对公司的经营造成不利影响。

国内内衣行业企业数量众多，如果公司不能应对未来激烈和复杂的市场竞争，公司的生产经营将面临不利影响。

多品牌运营风险

公司目前已拥有“曼妮芬”、“伊维斯”、“兰卓丽”、“Bodybeauty”、“Coyeee”和“乔百仕”六个品牌，各品牌定位不同的目标市场。多品牌的推广和运营对公司的资金、人员、管理等方面提出了较高的要求，如果公司未来在上述环节不能满足多品牌运营的需要，公司的经营将受到不利影响。

电子商务等销售业态快速发展带来的风险

中高端内衣购买者注重消费体验，因此，中高端内衣通常都以百货商场销售为主。截至 2014 年 12 月 31 日，公司在全国开设了 1,928 个直营专柜，均开设在各地的商场中。如果未来销售业态

发生较大变化，诸如电子商务的快速发展，消费从“线下”转移至“线上”，公司未能顺应变化趋势，公司将面临销售渠道不畅、业绩下滑的风险。

产能扩张带来的市场开拓风险

公司本次募集资金将主要投资于江西生产基地建设项目，若公司在项目实施过程中宏观经济、市场环境等发生重大不利变化或公司组织管理不力导致不能按计划实施项目、新增产能不能完全释放或者不能完全消化导致募投项目无法实现预期收益，将对本公司经营发展产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	148	172	1,051	1,073	1,138	营业收入	1,481	1,654	1,849	2,072	2,323
应收账款	166	184	207	232	260	营业成本	442	471	530	597	674

预付账款	13	16	18	20	22	营业税金及附加	22	24	28	31	35
存货	527	582	636	717	809	营业费用	648	749	838	928	1,031
其他	22	23	27	29	33	管理费用	174	184	207	230	258
流动资产合计	876	976	1,938	2,070	2,261	财务费用	40	38	28	26	24
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	10	3	4	4
固定资产	374	434	432	425	412	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	103	33	44	60	77	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	72	71	67	64	60	其他	0	0	0	0	0
其他	101	107	26	25	25	营业利润	141	178	215	256	296
非流动资产合计	649	645	569	573	574	营业外收入	6	4	4	4	4
资产总计	1,525	1,621	2,507	2,644	2,836	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	600	550	627	592	590	利润总额	146	181	219	259	300
应付账款	93	88	101	113	128	所得税	37	48	58	69	80
其他	164	216	230	246	263	净利润	109	133	160	190	220
流动负债合计	857	854	957	952	981	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	109	133	160	190	220
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.50	0.61	0.74	0.88	1.02
其他	50	49	49	49	49						
非流动负债合计	50	49	49	49	49						
负债合计	907	903	1,006	1,000	1,030						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	162	162	216	216	216						
资本公积	195	195	803	803	803						
留存收益	261	362	482	624	787						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	618	719	1,501	1,643	1,806						
负债和股东权益	1,525	1,621	2,507	2,644	2,836						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	109	133	160	190	220	成长能力					
折旧摊销	8	115	104	121	144	营业收入	10.1%	11.7%	11.8%	12.0%	12.1%
财务费用	40	38	28	26	24	营业利润	9.3%	26.1%	21.2%	18.8%	15.8%
投资损失	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	8.2%	22.1%	20.9%	18.5%	15.6%
营运资金变动	80	(30)	(59)	(85)	(98)	获利能力					
其它	26	(66)	80	4	4	毛利率	70.2%	71.5%	71.3%	71.2%	71.0%
经营活动现金流	264	188	313	255	294	净利率	7.3%	8.0%	8.7%	9.2%	9.5%
资本支出	70	(467)	(105)	(125)	(145)	ROE	18.9%	19.9%	14.5%	12.1%	12.8%
长期投资	1	1	(0)	0	0	ROIC	10.9%	12.7%	10.5%	9.5%	10.2%
其他	(115)	422	0	0	0	偿债能力					
投资活动现金流	(44)	(43)	(105)	(125)	(145)	资产负债率	59.5%	55.7%	40.1%	37.8%	36.3%
债权融资	(0)	(0)	0	(0)	0	净负债率	73.0%	52.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	0	0	662	0	0	流动比率	1.02	1.14	2.02	2.18	2.30
其他	(194)	(121)	8	(108)	(84)	速动比率	0.39	0.45	1.35	1.41	1.46
筹资活动现金流	(194)	(121)	671	(108)	(84)	营运能力					
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	应收账款周转率	8.1	9.0	9.0	9.0	9.0
现金净增加额	25	24	879	22	65	存货周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
						总资产周转率	1.0	1.1	0.9	0.8	0.8
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.50	0.61	0.74	0.88	1.02
						每股经营现金流	1.22	0.87	1.45	1.18	1.36
						每股净资产	2.86	3.33	6.95	7.61	8.36
						估值比率					
						市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						市净率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 东方证券研究所。由于发行股数尚未确定, 本表中股本预测值参考招股说明书发行股数上限, 每股指标均按照考虑发行股数上限后全面摊薄

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn