

# 多品牌+全渠道，时尚产业新贵扬帆资本市场

## 投资建议

公司身处时尚服饰这一广大市场，其自身优秀的多品牌、全渠道布局能力以及全品类的产品线使得其拥有者广阔的客户群体。同时，其正在搭建的供应链信息平台以及时尚创意园区使得其在目前个性化消费趋势下，拥有了更多向国际先进时尚集团靠拢的可能性。

我们预计公司16、17年净利润在4.8亿及5.3亿，对应摊薄后EPS在1.00元及1.11元。

## 一、股权集中、激励充分，治理结构完善

公司大股东股权集中，关键高管股权激励均已到位。

公司大股东控制股份比例达到53.22%（其中实际控制人控制的太平鸟集团直接持股48.29%，太平鸟集团通过禾乐投资持股2.78%，实际控制人张江平之父张国芳通过持股泛美公司间接持股2.13%，张国芳亲属张靖持股0.02%）。

同时，公司管理层股权激励极其充分，管理层利益充分绑定。女装事业部陈红朝直接持股10.34%；电商事业部总经理翁江宏持股1.34%；禾乐投资则为激励管理人员而设立的公司，其股东覆盖太平鸟高级管理层105人。

另外，公司的海外股东背景也为公司日后的对外延伸打下了坚实的基础。（公司各大股东详细请看请参见文末附注）

表：发行前后股权结构对比

|         | 本次发行前   |        | 本次发行后   |        |      |
|---------|---------|--------|---------|--------|------|
|         | 持股数（万股） | 持股比例   | 持股数（万股） | 持股比例   | 限售期  |
| 太平鸟集团   | 22,936  | 54.61  | 22,936  | 48.29  | 36个月 |
| 陈红朝     | 4,910   | 11.69  | 4,910   | 10.34  | 12个月 |
| Proven  | 5,250   | 12.50  | 5,250   | 11.05  | 12个月 |
| 泛美公司    | 4,217   | 10.04  | 4,217   | 8.88   | 12个月 |
| 禾乐投资    | 4,049   | 9.64   | 4,049   | 8.52   | 36个月 |
| 翁江宏     | 638     | 1.52   | 638     | 1.34   | 36个月 |
| 本次发行流通股 |         |        | 5,500   | 11.58  |      |
| 合计      | 42,000  | 100.00 | 47,500  | 100.00 |      |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

太平鸟(603877.SH)

暂无评级 (未上市)

## 分析师

马莉

✉: (8610) 6656 8489

✉: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

陈腾曦

✉: (8621) 2025 2682

✉: (chentengxi@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130516080002

特此鸣谢

林骥川: (8621) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

## 相对上证指数表现



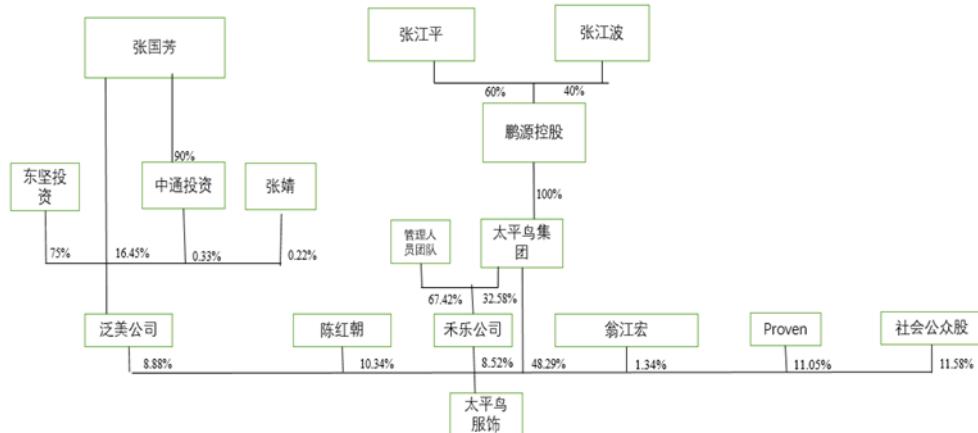
资料来源：中国银河证券研究部

图：发行前股权结构图



资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

图：发行后股权结构图



资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

## 二、男装、女装、童装共同发展，产品布局完整

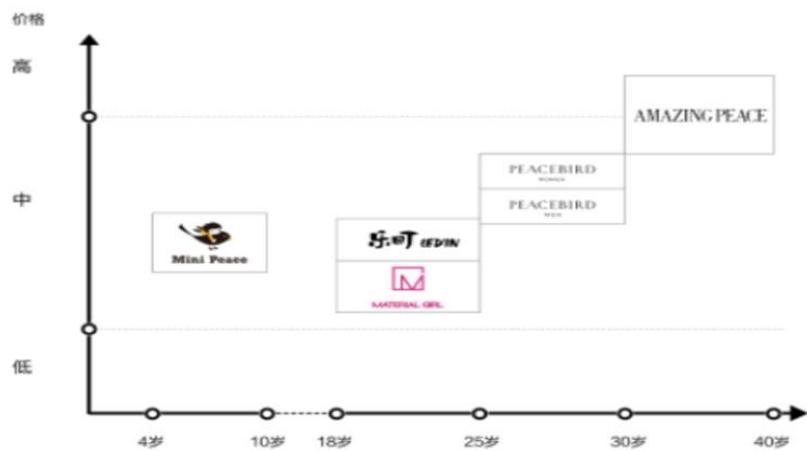
太平鸟作为一家以零售为导向的多品牌时尚服饰公司，致力于为消费者提供中等价位的优质时尚休闲服饰。公司的主要产品为包括男装、女装以及童装在内的全品类时尚休闲服饰，其主要品牌包括 PEACEBIRD 女装、乐町 LED' IN 女装、PEACEBIRD 男装、Mini Peace 童装以及多个男女装新兴品牌。

公司的多品牌，形成了在年龄、价格、发展上的完整梯度。

(1) 从年龄梯度来说，公司品牌组合有效覆盖 18-40 岁消费群体。Mini Peace 品牌定位于 4-10 岁都市儿童。乐町 LED' IN 和 MATERIAL GIRL 定位于 18-25 岁的都市少女，公司的核心品牌 PEACEBIRD 以 25-30 岁都市女性和男性为核心目标，AMAZING PEACE 定位于 30-40 岁的时尚商务男士。

(2) 从价格梯度来说，公司多品牌组合之间的价格梯度，可连贯目标消费群的价格接受区间，满足细分市场消费者需求。在公司的女装品牌中，PEACEBIRD 女装与乐町 LED' IN 和 MATERIAL GIRL 的产品价格存在梯度；在公司的男装品牌中，PEACEBIRD 男装与 AMAZING PEACE 的产品价格存在梯度。

图：产品价格梯度图



资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

公司旗下的几大品牌均运作独立，以单独的事业部及单独品牌运营公司的模式开展经营。由于公司各品牌分工高度专业化，各品牌之间的发展策略、定位等存在差异，因此公司实行每个品牌对应一个事业部与一个品牌运营公司的战略品牌管控模式，各品牌事业部在授权范围内独立运营，其商品企划、产品开发、外包加工、门店拓展、门店营运和品牌营销等品牌运营关键要素由其自主决策。

表：各品牌运营名称

| 品牌名称          | 事业部名称   | 品牌运营公司名称       |
|---------------|---------|----------------|
| PEACEBIRD 女装  | 女装事业部   | 公司             |
| PEACEBIRD 男装  | 男装事业部   | 宁波太平鸟风尚男装有限公司  |
| 乐町 LED'IN     | 乐町事业部   | 宁波乐町时尚服饰有限公司   |
| Mini Peace    | 童装事业部   | 宁波太平鸟悦尚童装有限公司  |
| MATERIAL GIRL | 玛蒂丽尔事业部 | 宁波玛蒂丽尔时尚服饰有限公司 |
| AMAZING PEACE | AP 事业部  | 宁波太平鸟风尚男装有限公司  |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

## 1、PEACEBIRD 女装

公司的 PEACEBIRD 女装作为公司的核心品牌之一创立于 1997 年，以 25-30 岁的都市女性为目标。PEACEBIRD 女装以 SYTLE、SHOW、STREET 三大产品系列为主，为客户提供不同风格的主题产品。



表：PEACEBIRD 女装的产品系列与设计风格

| 品牌              | 目标客户                          | 产品系列   | 设计风格   |
|-----------------|-------------------------------|--------|--|
| PEACEBIRD<br>女装 | “时尚、活力、<br>亚洲”、25-30<br>岁都市女性 | STYLE  | 名媛风尚。STYLE 是专为具有优雅气质、充满女性魅力的消费者设计的品牌系列               |
|                 |                               | SHOW   | 秀场造型。SHOW 是为具有强烈创新意识和独立意识的消费者设计的品牌系列                 |
|                 |                               | STREET | 高街潮流。STREET 专为着装随性但追求有型、不断寻找新的形象来表达自己年青活力的消费者设计的品牌系列 |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

PEACEBIRD 女装自 2013 年至 2015 年由于其研发设计及门店管理上的优势，保持了较快的增长速度，13-15 年收入 CAGR 达到 26.24%，毛利率也保持稳定。在当下快时尚成为流行趋势的背景下，公司采用高频率的上货波段，将新款色送达门店以吸引消费者。2016 年 1-6 月，PEACEBIRD 女装上新品达到 17 波段。同时，公司统一规范各类门店的管理，其涵盖门店拓展标准，门店装修、商品陈列、商品管理、门店运营和店员培训等各方面，以保持全国各地统一的门店形象。为此，公司建立 DRP 信息系统覆盖终端门店，实时收集门店的营运数据，及时分析门店营运数据，通过门店运营更好地服务消费者。

2016 年上半年由于零售环境不景气以及售价提升过高，PEACEBIRD 女装销售有所下滑，收入下滑 1.63 亿元。2013 至 2015 年度 PEACEBIRD 女装春夏秋冬四个季节产品的平均吊牌价分别上涨了 16.3%、35.2%、38.9%、14.5%。鉴于市场竞争激烈，女装单价不断提升也在一定程度上偏离了目标消费者的价格预期。为坚持中档时尚品牌定位，2016 年起，公司对于 PEACEBIRD 女装的定价进行了调整，2016 春夏款平均吊牌价较 2015 年同季产品变动分别为 5.0% 和 -1.7%，使其更加贴近目标年龄段的消费者。

表：PEACEBIRD 女装业绩概况

|           | 2013.12.31 | 2014.12.31 | 2015.12.31 | 2016.6.30 |
|-----------|------------|------------|------------|-----------|
| 门店数量      | 1146       | 1377       | 1448       | 1490      |
| 直营店数量     | 280        | 277        | 322        | 362       |
| 加盟店数量     | 866        | 1100       | 1126       | 1128      |
| 营业收入(百万元) | 1,595.02   | 2,157.95   | 2,542.04   | 994.73    |
| YOY       |            | 35.29%     | 17.80%     |           |
| 毛利率       | 56.82%     | 56.96%     | 55.87%     | 58.08%    |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

## 2、乐町 LED' IN 女装

公司的乐町 LED' IN 女装作为公司最主要的新兴品牌于 2008 年开始设立于 PEACEBIRD 女装下，并于 2010 年成立独立事业部，其以 18-25 岁的都市少女为目标客户，发展迅速。乐町 LED' IN 女装以 TIBI、LOVE、COOL 三大产品系列为主，以获取不同需求的客户群体。



表：乐町 LED' IN 女装的产品系列与设计风格

| 品牌           | 目标客户                       | 产品系列 | 设计风格                          |
|--------------|----------------------------|------|-------------------------------|
| 乐町<br>LED'IN | “甜美、优雅、活力”、<br>18-25 岁都市少女 | TIBI | 复古甜美、轻盈精巧、趣味的少女风              |
|              |                            | LOVE | 优雅摩登，崇尚独特创意，打造艺术新<br>浪潮的全新少女风 |
|              |                            | COOL | 俏皮叛逆、帅气、小性感的少女风格              |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

乐町 LED' IN 自创立以来持续由于其鲜明的定位保持了极快的增长速度。在保持与其他品牌相同的终端零售管理以及上新速度(2016年上半年上新 15 波段)的情况下，乐町 LED' IN 13-15 年收入 CAGR 达到 25.70%，同时随着其市场影响力的提升，毛利率也稳步增长。

表：乐町 LED' IN 女装业绩概况

|      | 2013.12.31 | 2014.12.31 | 2015.12.31 | 2016.6.30 |
|------|------------|------------|------------|-----------|
| 门店数量 | 622        | 620        | 696        | 756       |
| 直营   | 36         | 49         | 89         | 104       |

|           |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 加盟        | 431    | 435    | 431    | 467    |
| 代理        | 155    | 136    | 176    | 185    |
| 营业收入(百万元) | 496.69 | 645.65 | 784.79 | 341.32 |
| YOY       |        | 29.99% | 21.55% |        |
| 毛利率       | 45.39% | 46.93% | 46.79% | 48.98% |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

### 3、PEACEBIRD 男装

PEACEBIRD 男装创立于 1995 年，经过多年的经营，已积累了较高的品牌知名度，拥有了较大的客户群，成长性及盈利性较好，成为公司的核心品牌。PEACEBIRD 男装以 25-30 岁都市男性为核心目标，COLLECTION, CASUAL 两大产品系列为主，以获取不同需求的客户群体。



图：PEACEBIRD 男装产品系列与设计风格

| 品牌              | 目标客户                       | 产品系列       | 设计风格                        |
|-----------------|----------------------------|------------|-----------------------------|
| PEACEBIRD<br>男装 | “时尚、优雅、亚洲”、<br>25-30 岁都市男性 | COLLECTION | 斯文系列，以高级剪裁为代表，倾力打造自信的都市男性形象 |
|                 |                            | CASUAL     | 生活系列，以多种时尚元素融合，热衷于表达自由的男性形象 |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

PEACEBIRD 男装自创立以来由于产品知名度不断提升，公司定价能力逐渐增强。毛利率呈逐年上升趋势。在保持与其他品牌相同的终端零售管理以及上新速度（2016年上半年上新 15 波段）的情况下，PEACEBIRD 男装 13-15 年收入 CAGR 达到 19.99%。

表：PEACEBIRD 男装业绩概况

|      | 2013.12.31 | 2014.12.31 | 2015.12.31 | 2016.6.30 |
|------|------------|------------|------------|-----------|
| 门店数量 | 950        | 1089       | 1139       | 1145      |
| 直营   | 257        | 271        | 331        | 358       |
| 加盟   | 693        | 818        | 808        | 787       |

|          |          |          |          |        |
|----------|----------|----------|----------|--------|
| 营业收入（百万） | 1,447.25 | 1,801.46 | 2,083.82 | 882.10 |
| YOY      |          | 24.48%   | 15.67%   |        |
| 毛利率      | 53.48%   | 55.40%   | 57.45%   | 60.21% |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

#### 4、Mini Peace 童装

Mini Peace 童装作为公司新兴品牌于 2011 年开始设立于 PEACEBIRD 男装下，目前 Mini Peace 品牌由太平鸟童装事业部运营管理，销售规模持续快速增长。Mini Peace 童装以 4-10 岁的都市儿童为目标客户群，拥有男童、女童两大产品系列为主，以获取不同需求的客户群体。



表：Mini Peace 童装的定位与产品系列

| 品牌         | 目标客户              | 产品系列 | 设计风格          |
|------------|-------------------|------|---------------|
| Mini Peace | “时尚、活泼”，4-10岁都市儿童 | 男童   | 时尚、童趣、玩味的都市男童 |
|            |                   | 女童   | 时尚、优雅、梦幻的都市女童 |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

Mini Peace 童装在报告期内收入规模快速增长。在保持与其他品牌相同的终端零售管理以及上新速度（2016年上半年上新 12 波段）的情况下，Mini Peace 童装 13-15 年收入 CAGR 达到 130.91%。随着品牌运营的逐步成熟和完善，在各自的细分市场具有较大潜力。

表：Mini Peace 童装业绩概况

|          | 2013.12.31 | 2014.12.31 | 2015.12.31 | 2016.6.30 |
|----------|------------|------------|------------|-----------|
| 门店数量     | 68         | 245        | 441        | 529       |
| 直营       | 53         | 93         | 176        | 217       |
| 加盟       | 15         | 152        | 265        | 312       |
| 营业收入（百万） | 58.31      | 148.07     | 310.89     | 187.73    |
| YOY      |            | 153.94%    | 109.97%    |           |
| 毛利率      | 60.06%     | 60.13%     | 54.53%     | 56.63%    |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

#### 5、各类新品牌

##### (1) MATERIAL GIRL 女装

**MATERIAL GIRL** 女装是公司于 2013 年从美国纽约引入的都市少女装品牌，目前由玛蒂丽尔事业部运营以 18-25 的新时代少女为目标客户。MATERIAL GIRL 女装以 STYLE、STREEY 两大产品系列为主，以获取不同需求的客户群体。



表：MATERIAL GIRL 品牌女装的产品系列与设计风格

| 品牌            | 目标客户                        | 产品系列   | 设计风格            |
|---------------|-----------------------------|--------|-----------------|
| MATERIAL GIRL | “新潮、大胆、俏皮”、<br>18-25 岁新时代少女 | STYLE  | 明星气质、闪耀的新新少女风   |
|               |                             | STREET | 街头、随性、独立精神的少女形象 |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

**MATERIAL GIRL** 女装在报告期内快速增长，但尚未盈利。保持与其他品牌相同的终端零售管理以及上新速度，随着品牌运营的逐步成熟和完善，未来将会逐步实现盈利。

表：MATERIAL GIRL 女装业绩概况

|          | 2013.12.31 | 2014.12.31 | 2015.12.31 | 2016.6.30 |
|----------|------------|------------|------------|-----------|
| 门店数量     | 10         | 34         | 57         | 80        |
| 直营       | 5          | 16         | 21         | 14        |
| 加盟       | -          | -          | 24         | 36        |
| 代理       | 5          | 18         | 57         | 30        |
| 营业收入（万元） | 141.83     | 2,048.57   | 4,825.54   | 3,200.73  |
| 毛利率      | 56.07%     | 52.43%     | 71.92%     | 45.16%    |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

## (2) AMAZING PEACE 男装



AMAZING PEACE 男装作为公司新兴品牌于 2014 年成立，目前由太平鸟男装事业部培育发展。MAZING PEACE 男装以 30-40 岁时尚商务男士为目标客户。AMAZING PEACE 男装在 2016 年上半年应收达到 839.69 万元。

### 三、线上线下全渠道布局初步形成，重点区域直营先行打造品牌形象

#### 1、各种经营模式协同发展，新区域直营先行梳理品牌

公司采取“直营与加盟为主，代理为辅”相结合的销售模式。公司直营模式收入占比一直超过 50%，在 16 年上半年由于加盟模式受街边店销售不景气营销销售出现衰退，导致直营模式收入占比达到 66.69%。

表：各经营渠道占比情况

|               | 2013          | 2014          | 2015          | 2016H1        |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>直营收入占比</b> | <b>51.14%</b> | <b>49.53%</b> | <b>52.34%</b> | <b>66.69%</b> |
| 线下            | 42.50%        | 37.87%        | 36.92%        | 48.04%        |
| 线上            | 8.64%         | 11.66%        | 15.42%        | 18.65%        |
| <b>加盟占比</b>   | <b>46.93%</b> | <b>48.21%</b> | <b>45.64%</b> | <b>30.80%</b> |
| <b>代理占比</b>   | <b>1.93%</b>  | <b>2.27%</b>  | <b>2.02%</b>  | <b>2.50%</b>  |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

在门店数量方面，公司的加盟店数量依旧最高，直营店的数量也在近几年迅速提升。从各个品牌来看，PEACEBIRD 女装及男装的门店数量明显高于其他品牌；而新兴品牌中，童装品牌 Mini Peace 的门店数量则增长尤为明显。

表：各品牌门店的增长情况

|               | 2013        | 2014        | 2015        | 2016H1      |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>直营门店数量</b> | <b>812</b>  | <b>743</b>  | <b>943</b>  | <b>1072</b> |
| PEACEBIRD 女装  | 280         | 277         | 322         | 362         |
| PEACEBIRD 男装  | 257         | 271         | 331         | 358         |
| Mini Peace    | 53          | 93          | 176         | 217         |
| 乐町 LED' IN    | 36          | 49          | 89          | 104         |
| 其他品牌          | 186         | 53          | 25          | 31          |
| <b>加盟店数</b>   | <b>2043</b> | <b>2523</b> | <b>2651</b> | <b>2730</b> |
| PEACEBIRD 女装  | 866         | 1100        | 1126        | 1128        |
| PEACEBIRD 男装  | 693         | 818         | 808         | 787         |
| Mini Peace    | 15          | 152         | 265         | 312         |
| 乐町 LED' IN    | 431         | 435         | 431         | 467         |
| 其他品牌          | 38          | 18          | 21          | 36          |
| <b>代理门店数</b>  | <b>190</b>  | <b>155</b>  | <b>200</b>  | <b>215</b>  |
| <b>门店总数</b>   | <b>3045</b> | <b>3421</b> | <b>3794</b> | <b>4017</b> |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

**拓展品牌初期，直营先行奠定市场基础。**公司在各品牌发展初期，均首先开设一定数量的直营店，在直营店发展至一定规模，具备一定影响力后，再发展加盟店与代理店，深化市场拓展。公司认为直营先行有利于公司进行市场调研和测试，收集市场对品牌和产品的反馈信息，近距离了解终端市场和消费者，及时调整品牌和产品策略，为后期大力发展加盟、代理门店奠定坚实的基础。

**采取重点市场以直营为主，其他市场由加盟与代理进行补充。**一方面，通过在重点地区的核心商圈开立直营店，最大程度发挥直营店对周边市场的辐射作用，提升公司品牌的知名度和影响力，吸引优质加盟商和代理商加入。另一方面，由于重点市场的租金、人力成本一般较高，往往需要较大规模的投资，需要经营者具备一定的综合实力，适合公司布局直营店。

## 2、线上线下全渠道“四轮驱动”布局已经形成

太平鸟综合运用街店、百货商场店、购物中心店等各类实体销售渠道，充分发挥各渠道特点与优势，同时在我国品牌商中较早地大力发展线上销售，目前已经形成了已形成街店、百货商场店、购物中心店、网上销售为核心的线上线下“四轮驱动”渠道优势。

表：公司不同渠道零售情况(百万元)

|       | 2013.12.31 | 2014.12.31 | 2015.12.31 | 2016.6.30 |
|-------|------------|------------|------------|-----------|
| 街边店   | 2,267      | 2,483      | 2,502      | 1,190     |
| YOY   |            | 9.5%       | 0.8%       |           |
| 占比    | 39.3%      | 32.9%      | 28.4%      | 26.4%     |
| 百货商场店 | 2,205      | 2,880      | 3,263      | 1,659     |
| YOY   |            | 30.6%      | 13.3%      |           |
| 占比    | 38.2%      | 38.1%      | 37.0%      | 36.9%     |
| 购物中心店 | 888        | 1,496      | 1,931      | 1,102     |
| YOY   |            | 68.5%      | 29.1%      |           |
| 占比    | 15.4%      | 19.8%      | 21.9%      | 24.5%     |
| 网上销售  | 408        | 696        | 1,111      | 551       |
| YOY   |            | 70.4%      | 59.6%      |           |
| 占比    | 7.1%       | 9.2%       | 12.6%      | 12.2%     |
| 总零售额  | 5,768      | 7,555      | 8,808      | 4,502     |
| YOY   |            | 31.0%      | 16.6%      |           |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

具体从各个渠道来看，购物中心及线上销售的兴起对传统的街边店与百货商场店形成了较大的冲击，但是公司在购物中心及线上渠道的积极布局为整体销售的顺利增长奠定了坚实的基础。

(1) 街店、百货店是服饰行业的传统销售渠道，公司在传统销售渠道发展良好。2013 至 2015 年，公司街店零售额持续增长，销售占比逐年下降。百货店零售额持续增长，销售占比略有下

降。

(2) 购物中心异军突起。近年来，商业零售业态发生较大变化。购物中心因其集购物、餐饮、文化、娱乐等多种功能于一体，为消费者提供一站式服务，得到迅速发展，顺应此潮流，公司在购物中心开设门店实现的零售额从 2013 年的 88,771 万元增长至 2015 年的 193,147 万元，年均复合增长率为 47.51%。

(3) 公司积极发展电商业务，将线上和线下销售有机结合，网上销售实现的零售额从 2013 年的 40,816 万元增长至 2015 年的 111,051 万元，年均复合增长率为 64.95%。由于公司电商业务持续健康规范发展，公司电商子公司被商务部授予“2013-2014 年度电子商务示范企业”。同时，公司大力发展“云仓”系统，开发云端仓储大数据信息平台，通过“云仓”打通公司总仓与直营门店的货品实时仓储信息，实现了线上线下销售和配货的联通，有助于推动 O2O 业务的发展。

## 四、财务分析：

### (一) 15 年之前线上线下同时快速扩张，业绩健康快速增长

#### 1、门店数量及线上电商销售带动公司收入快速增长

公司近年来发展极快，销售收入在快速增长的同时，毛利率也不断提升。

表：营收及毛利率表

|           | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 1,780.01 | 2,565.29 | 3,831.17 | 4,999.05 | 5,903.34 |
| YOY       |          | 44.12%   | 49.35%   | 30.48%   | 18.09%   |
| 毛利率       | 48.51    | 49.40    | 51.82    | 53.51    | 54.24    |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

公司收入的增长主要来自线下门店数量的增长及电商销售收入的大幅提高。值得一提的是，公司直营收入占比整体较高，线下直营外加线上电商占到整体收入的接近 67%。

表：各渠道销售情况表

|      | 2013           | 2014           | 2015           | 2016H1         |
|------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 销售收入 | <b>3687.70</b> | <b>4844.36</b> | <b>5779.58</b> | <b>2446.29</b> |
| YOY  |                | 31.37%         | 19.31%         |                |
| 线下销售 | <b>3369.18</b> | <b>4279.65</b> | <b>4888.19</b> | <b>1989.94</b> |
| YOY  |                | 27.02%         | 14.22%         |                |
| 占比   | <b>91.36%</b>  | <b>88.34%</b>  | <b>84.58%</b>  | <b>81.35%</b>  |
| 直营   | 1567.34        | 1834.32        | 2133.68        | 1175.3         |
| YOY  |                | 17.03%         | 16.32%         |                |
| 占比   | 42.50%         | 37.87%         | 36.92%         | 48.04%         |
| 加盟   | 1730.65        | 2335.34        | 2637.96        | 753.56         |
| YOY  |                | 34.94%         | 12.96%         |                |
| 占比   | 46.93%         | 48.21%         | 45.64%         | 30.80%         |
| 代理   | 71.19          | 109.98         | 116.55         | 61.07          |

|      |               |               |               |               |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| YOY  |               | 54.49%        | 5.97%         |               |
| 占比   | 1.93%         | 2.27%         | 2.02%         | 2.50%         |
| 电商销售 | <b>318.52</b> | <b>564.71</b> | <b>891.39</b> | <b>456.35</b> |
| YOY  |               | 77.29%        | 57.85%        |               |
| 占比   | <b>8.64%</b>  | <b>11.66%</b> | <b>15.42%</b> | <b>18.65%</b> |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

从线下角度来看，公司直营门店数量由 2013 年的 812 家增长至 2016 年 H1 的 1072 家，其加盟店数量由 2013 年的 2043 家增长至 2016 年 H1 的 2730 家。

表：太平鸟门店数量变化情况

| 门店数量 | 2013        | 2014        | 2015        | 2016H1      |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 直营店  | 812         | 743         | 943         | 1072        |
| 加盟店  | 2043        | 2523        | 2651        | 2730        |
| 代理门店 | 190         | 155         | 200         | 215         |
| 总计   | <b>3045</b> | <b>3421</b> | <b>3794</b> | <b>4017</b> |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

与此同时，公司敏锐把握互联网消费的趋势，在第三方网购平台、太平鸟官方网站和移动互联终端大力拓展电商业务，使得电商业务收入占比由 2013 年的 8.64% 快速上升至 2015 年末的 15.42%。公司的电商业务在 2013 及 2014 年主要以清理线下库存为主，自 2014 年开始则增加了专门为线上渠道订制的特供产品。同时其广告投放力度在 13 年以来不断加大。

表：宣传费情况

|          | 2013         | 2014          | 2015          |
|----------|--------------|---------------|---------------|
| 广告宣传费    | <b>77.78</b> | <b>126.08</b> | <b>170.86</b> |
| YOY      |              | 62.10%        | 35.50%        |
| 电商宣传费    | <b>28.14</b> | <b>69.41</b>  | <b>85.66</b>  |
| YOY      |              | 146.66%       | 23.41%        |
| 占广告宣传费比  | 36.18%       | 55.05%        | 50.13%        |
| 占电商销售收入比 | 8.80%        | 12.30%        | 9.60%         |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

## 2、线下产品毛利率逐年稳步提升

13 年至 15 年以来，公司线下销售毛利率逐年上升。13 年以来，随着公司核心品牌竞争力逐渐增强，公司的定价能力也逐步加强，这使得公司线下主要产品毛利率呈小幅上涨的趋势。

表：公司各销售模式的毛利率

|        | 2013   | 2014   | 2015   | 2016H1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、线下销售 | 54.54% | 55.51% | 57.21% | 60.85% |
| 其中：直营  | 65.30% | 64.59% | 65.44% | 66.68% |
| 加盟     | 45.72% | 49.22% | 51.50% | 53.88% |
| 代理     | 31.95% | 37.80% | 35.89% | 34.68% |

|        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 二、电商销售 | 43.17% | 49.98% | 44.57% | 41.92% |
|--------|--------|--------|--------|--------|

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

### 3、公司快速发展的同时，期间费用率整体保持稳定

公司期间费用率总体较为稳定，2013 年和 2015 年期间费用率略高，主要由于当年公司直营门店拓展较多，导致相应的租赁费、装修费支出较大。

公司的管理费用率一直较为稳定。除去 14 年由于慈东服饰整理配送物流中心主体部分于 2014 年转入固定资产，折旧费用有所增加导致管理费用上市较为明显，公司管理费用一直保持较为稳定、与收入相匹配的增长状态。

公司的销售费用率在近几年一直保持稳定。由于直营门店产生的较高租赁、装修以及人员费用，公司的销售费用率相对较高。但是随着公司收入的快速增长，其销售费用率一直保持基本稳定。

表：费用表（百万）

|       | 2011   | 2012   | 2013     | 2014     | 2015     |
|-------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 管理费用  | 226.00 | 203.28 | 235.27   | 366.92   | 463.66   |
| YOY   |        | -10.05 | 15.73    | 55.96    | 26.36    |
| 管理费用率 | 12.7%  | 7.9%   | 6.1%     | 7.4%     | 7.9%     |
| 销售费用  | 415.38 | 812.19 | 1,276.72 | 1,480.64 | 1,852.72 |
| YOY   |        | 95.53  | 57.2     | 15.97    | 25.13    |
| 销售费用率 | 23.3%  | 31.7%  | 33.3%    | 29.7%    | 31.4%    |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

在收入毛利率上升，期间费用增长稳定的情况下，太平鸟的净利润在 15 年之前保持着快速的增长。

表：净利润增长情况

|          | 2011  | 2012   | 2013    | 2014    | 2015   |
|----------|-------|--------|---------|---------|--------|
| 净利润(百万元) | 92.04 | 100.33 | 212.97  | 436.93  | 535.90 |
| YOY      | -     | 9.01%  | 112.28% | 105.15% | 22.65% |
| 净利润率     | 5.17% | 3.91%  | 5.50%   | 8.62%   | 9.03%  |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

### (二) 受制终端零售疲软，16年上半年收入增速明显下滑

1、终端零售需求不佳及女装销售不达预期，影响 16 年上半年销售

受终端零售的下滑以及女装销售不及预期带来的加盟渠道收入下滑影响，公司在 2016 年上半年收入增速出现明显下滑。

表：各渠道收入同期对比

|       | 2015H1 | 2016H1 |
|-------|--------|--------|
| 线下直营店 | 950.93 | 1175.3 |
| YOY   |        | 23.6%  |
| 线下加盟店 | 982.76 | 753.56 |
| YOY   |        | -23.3% |

|      |         |         |
|------|---------|---------|
| 线上销售 | 312.74  | 456.35  |
| YOY  |         | 45.9%   |
| 总计   | 2246.43 | 2385.21 |
| YOY  |         | 6.2%    |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

终端零售不佳导致加盟商提货信心降低，导致公司加盟收入明显减少。由于16年上半年街店零售端零收入同比下滑8.32%，而公司90%的街店均为加盟店，因此加盟店疲软的终端零售导致加盟商提货信心明显下降，使得公司加盟收入较去年同期下降明显。

表：不同渠道零售情况同期对比

| 类型    | 2015年1-6月 |         | 2016年1-6月 |         | 变动      |        |
|-------|-----------|---------|-----------|---------|---------|--------|
|       | 零售额       | 占比      | 零售额       | 占比      | 金额      | 比例     |
| 街店    | 1,298.10  | 31.07%  | 1,190.06  | 26.43%  | -108.04 | -8.32% |
| 百货商场店 | 1,565.16  | 37.46%  | 1,659.42  | 36.86%  | 94.26   | 6.02%  |
| 购物中心店 | 891.75    | 21.34%  | 1,102.05  | 24.48%  | 210.30  | 23.58% |
| 网上销售  | 423.45    | 10.13%  | 550.62    | 12.23%  | 127.17  | 30.03% |
| 合计    | 4,178.46  | 100.00% | 4,502.16  | 100.00% | 323.70  | 7.75%  |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

同时，公司PEACEBIRD女装品牌销售不及预期。加盟渠道收入同比下降了2.3亿元其中PEACEBIRD女装销售收入下降1.63亿元，占总下降金额的70%左右。

女装收入下降的原因除了终端疲软之外，还由于公司PEACEBIRD女装由于对品牌定位与品质要求的不断提升，2013至2015年度PEACEBIRD女装春夏秋冬四个季节产品的平均吊牌价分别上涨了16.3%、35.2%、38.9%、14.5%。鉴于市场竞争激烈，女装单价不断提升也在一定程度上偏离了目标消费者的价格预期，导致效率有所下滑。

针对此情况，公司对产品定价进行了变革，目前PEACEBIRD女装2016春夏款平均吊牌价较2015年同季产品变动分别为5.0%和-1.7%。

## 2、直营扩张加速叠加存货减值提升，导致16年上半年费用大幅上升

公司在16年上半年继续直营门店的开始工作，16年上半年总计开设129家直营店，而这些门店的开设在加盟渠道收入下滑的背景下，使得公司期间费用增速明显高于销售收入增速。

表：费用情况同期对比

|       | 2015H1 | 2016H1 |
|-------|--------|--------|
| 销售费用  | 852.49 | 989.73 |
| YOY   |        | 16.10% |
| 销售费用率 | 36.20% | 39.60% |
| 管理费用  | 177.83 | 220.55 |
| YOY   |        | 24.00% |

|       |       |       |
|-------|-------|-------|
| 管理费用率 | 7.60% | 8.80% |
|-------|-------|-------|

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

在费用增长之外，新店效率依旧低于旧有门店。由于新开门店需要一定时间来积累消费者，一般需要开业一年以上才能实现盈利，且新开门店会产生相应的销售费用，所以在开业当年的销售情况一般不及存续店铺，利润率较低。根据公司测算，开业时间在一年以内的新开直营门店在2016年1-6月总计亏损970万元。

公司16年上半年存货跌价准备增长明显。随着公司营业规模及门店数量的不断增加以及加盟店收入的下滑，公司渠道商品的备货随之增加。16年上半年公司计提跌价准备较同期增加了2000万元，同样影响了当期利润。

表：存货及跌价准备同期对比

|              | 2015H1  | 2016年 H1 |
|--------------|---------|----------|
| 存货账面价值（百万）   | 1196.54 | 1500.96  |
| 本期计提跌价准备（百万） | 64.00   | 86.14    |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

在收入增速下滑，费用提升的背景下，公司16年上半年营业利润下滑48.23%，至9753万元。

### （三）16年下半年业绩预计将触底回升

虽然公司加盟渠道收入在16年上半年下滑超过20%，但是其终端零售下滑有限；在16年上半年大幅减少提货之后公司预计16年下半年加盟渠道收入将有所恢复。公司16年上半年加盟商零售销售同比下滑3.63%明显小于报表端加盟收入下滑的23.32%。公司预计在16年上半年加盟商对存货加大处理力度以及公司增强对加盟商的培训之后，16年下半年收入将会有所回升。

同时新品牌以及电商的快速发展依旧是公司业绩快速增长的保障。公司旗下的童装品牌Mini PEACE继续其在童装市场上的高速增长，16年上半年收入同比增长69%；同时另一新品牌MATERIAL GIRL16年上半年收入同比增长95%。新品牌的持续扩张为公司打开了新的增长点。

另外公司电商继续保持高速增长。16年上半年，公司电商销售收入同比增长46%，达到4.56亿；同时公司网上注册会员已达600万人。公司网站经过多年发展，现已成为集公司多个服饰品牌的购物、交流和资讯于一体的综合网站。双十一6.5亿零售额也是公司线上仍将快速发展的征兆。

## 五、公司核心亮点：全渠道优秀的终端管理+供应链及设计平台的打造

### （一）全渠道终端管理优秀

公司在线上线下各渠道的零售管理上均较为优秀，从全渠道布局，充分提升终端渠道给予客户的体验感，增强渠道效率。

在线下充分抓住购物中心兴起的契机大幅增加了在购物中心的零售比例，同时也通过一系列措施努力提升单店效率。比如，（1）公司各品牌从直营到加盟店均保持店务设计、装修和品牌形象的高度一致，门店的设计与装修均保持统一。各门店使用相同的商品陈列、橱窗陈列，

统一和强化消费者对品牌的认知。在品牌内涵的指导下，门店的店务设计与装修一般会每三年进行一次升级，以不断保持门店形象的时尚感和新鲜感。(2) 同时，公司各品牌事业部根据品牌形象、当季主题和商品策略等独立研发各自品牌的橱窗设计与商品陈列方案，制作手册并发放至各门店，对门店员工进行培训和指导。(3) 公司各品牌实行会员计划。通过会员计划提供一系列优惠活动，各品牌加强与消费者联系，保持客户黏性。公司信息管理系统可对会员信息进行调查与统计，并详细分析其年龄、职业、消费行为及支出习惯，为推广品牌、改进设计及产品提供了重要的信息。截至 2016 年 6 月 30 日，公司拥有超过 800 万名会员，其中实体店铺会员超过 200 万名。

在公司的努力下，其线下直营门店收入自 2013 年以来增长迅速，充分体现出其对渠道的管控能力。

表：直营单店收入变化

| (万元)    | 2013   | 2014   | 2015   |
|---------|--------|--------|--------|
| 直营单门店收入 | 205.15 | 238.84 | 264.73 |
| YOY     | 16.4%  | 10.8%  |        |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

### (二) 着力打造供应链信息化管理系统，整合上下游供应链

公司着力打造信息管理系统，希望通过信息流的提速来促进物质流和资金流的高速流转，降低供应链运营管理成本，优化库存结构，增强公司快速反应能力。公司的信息系统以企业资源计划（ERP）为核心，通过企业集成平台（EIP）与其他包括供应链系统、销售管理系统等应用系统进行高速稳定集成。

这种一体化的供应链系统正符合了当今快时尚对服装企业供应链的需求。公司通过一站式分析管理平台软件支撑，快速整合相关业务信息，能够直观的分析产品在市场中的销售情况，准确预测市场走向，成为公司产品开发的重要数据支持。

在此基础上，公司将前端系统将信息对接之后端供应链之后，公司可以利用信息系统来提高有关环节上的作业效率，减少停工待料和生产设备的闲置以及由此而带来的时间成本，减少向批发商或顾客延期供货，节省客户等待时间，提高客户满意度。同时，企业也可以缩短投入品采购和成品供应提前期，加快库存周转，维持较低库存，节省库存成本，包括物品保管成本和资金占用成本。

太平鸟有望通过这种一体化的供应链信息体系达到对整条产业链信息的掌控，提升整体产业链的反应速度与效率。

### (三) 设计研发能力出众，正着力建立信息化的创意研发中心

公司截止 16 年 6 月 30 日设计人员已达 501 人，公司设计师通过欧洲、北美及日韩等国外市场的考察学习，参加国际流行前沿的时装发布会、知名时装走秀活动，与法国 MLC (MARTINE LEHERPEURCONSEIL) 设计咨询公司、等一批国内外知名设计咨询公司建立了战略合作，及时掌握最新流行趋势，不断激发设计灵感。

公司目前正着力打造时尚创意研发中心，希望通过创意研发中心的建立聚集更多时尚创意产

业资源，提升公司在服装设计层面的竞争力。

## 六、募投项目分析

本次拟发行 5500 万股，占发行后总股本的 11.58%，募集资金净额 10.81 亿元，本次发行及上市的募集资金扣除发行费用后，将投资于以下项目：营销网络建设项目，太平鸟慈东服饰整理配送物流中心项目，信息化系统建设项目。

表：募投项目基本情况

| 项目名称                  | 投资金额（亿元）     | 募集资金投入（亿元）   |
|-----------------------|--------------|--------------|
| 营销网络建设项目              | 10.28        | 5.79         |
| 太平鸟慈东服饰整理配送物流中<br>心项目 | 4.79         | 3.5          |
| 信息化系统建设项目。            | 1.52         | 1.52         |
| <b>合计</b>             | <b>16.59</b> | <b>10.81</b> |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

(1) 营销网络建设项目，总投资 10.28 亿元，募集资金投入 5.8 亿元。本项目采用购置及租赁方式建设直营门店 238 家，建筑总面积 73,050 平方米。其中，购置 5 家，面积 2,800 平方米，租赁 233 家，面积 70,250 平方米。项目建设主要包括门店的租赁或购置，以及门店装饰装修、设备购置及开办投入等。在店面分布上，其中一线城市门店 51 家，二线城市门店 145 家，三线城市门店 17 家，四线城市门店 25 家。

在店面类型上，包括了旗舰店 34 家，形象店 106 家，标准店 98 家。该项目预计税后静态回收期 6.5 年，预计内部收益率 21.76%。项目实施后，公司将通过店面的扩张完善整个营销网络，通过直营店的方式，加强终端品牌影响力，提高终端服务水平。

(2) 平鸟慈东服饰整理配送物流中心项目，总投资 4.79 亿元，募集资金投入 3.5 亿元。本项目通过对物流配送系统进行重新规划，在宁波慈溪市慈东滨海区内新建物流中心，将提高公司仓储配送效率，加快新品上架时间和存货周转，有利于支持营销网络的扩张。项目建成后，新物流中心将取代现有的 14 个仓库，其大库容量可达 60 余万箱（注：箱尺寸 600mm × 500mm × 400mm）各类服饰产品，可实现服饰年配送量 3,788 万件。本项目占地面积为 163,333 平方米，总建筑面积 148,831 平方米，新增货架系统、搬移设备、分拣系统、WMS 系统等。项目总投资 47,900 万元，建设期为 2 年。

该项目预计税后静态回收期 9.14 年，预计内部收益率 11.18%。2015 年，本项目工程已竣工。各品牌已陆续迁入。项目完成后，公司将进一步整合物流资源，提高物流专业化水平，从而达到物流与整体营销网络的有机结合。

(3) 信息化系统建设项目，总投资 1.52 亿元，募集资金投入 1.5 亿元。本项目系统以企业资源计划（ERP）为核心，通过企业集成平台（EIP）与其他应用系统进行高速稳定集成，有利于提高公司整理管理水平，建立科学决策体系；有利于提高公司营销网络关系水平；有利于提高公司供应链管理水平；有利于加速整合相关业务信息，为产品研发设计提供支撑。有利于提高公司的营销网络管理水平，实现更加精准的广告投放与消费人群细分，并且指导线上运营。；有利于帮助公司进一步开拓电子商务市场。

附注：自然人股东，法人股东背景情况

#### (1) 太平鸟集团

太平鸟集团由鹏源控股，张江平和张江波是鹏源控股的股东，其中，张江平是太平鸟集团的实际控制人。

#### (2) 陈红朝

现任公司董事、女装事业部总经理。今年 42 岁，2001 年作为出资人之一设立女装公司。

#### (3) Proven

Proven 的股东是由一系列基金构成，这些基金的管理人均是方源资本，方源资本基金规模约四十四亿美元，基金的投资者方包括加拿大国家退休基金、安大略教师退休基金以及新加坡淡马锡控股。截止 2012 年 12 月，proven 一共出资 45,000 万元，持有太平鸟服饰 5,250 万股，占发行前 12.5%，发行后占公司股本 11.05%。

#### (4) 泛美公司

泛美公司股权结构为：东坚投资咨询（上海）有限公司持股 75%，张国芳持股 16.45%，中通投资持股 8.33%，张国芳、胡惠达分别持有中通投资 90%、10% 的股权。张国芳为实际控制人之父，张靖持股 0.22%，张靖和张国芳为直系亲属关系。东坚投资由东杰汽车投资有限公司全资设立、东坚投资与 Proven 受同一控制的企业，Proven 指定东坚投资受让泛美公司股权。方源资本一共投资 47,250 万元间接直接持有太平鸟服饰 17.71% 的股权。

#### (5) 禾乐投资

太平鸟集团占比禾乐投资的 32.583%，其股东总共覆盖太平鸟管理层人员 105 人。占比超过 3% 的有：男装事业部经理王明峰，总经理欧利民，乐町事业部总经理严翔。占比超过 2% 的有：公司行政人事总监戎益勤；占比超过 1% 的有施朝祺，黄敏坤，王幸丽，洪杨威，殷浩，黄奇辉，李超麟，龚大建，章永安，张挺，於采。禾乐投资系发行人为提高持续发展能力，增强员工凝聚力而组建的激励管理人员的持股公司，其股权激励的总额达到 14,049.58 万元。

#### (6) 翁江宏

现任公司电商事业部总经理。今年 43 岁，中国国籍，2010 年太平鸟股份将所持女装公司出资额 152 万元，以 315 万元转让给翁江宏。本次发行前直接持有公司 638.40 万股，占总股本的 1.52%。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，研究员行业证券分析师；陈腾曦，研究员行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、报喜鸟(002154.sz)、

罗莱家纺(002293.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、

梦洁家纺(002397.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)、

红豆股份(600400.sh)、嘉麟杰(002486.sz)、奥康国际(603001.sh)、浔兴股份(002098.sz)、

富安娜(002327.sz)、伟星股份(002003.sz)、美邦服饰(002269.sz)、海澜之家(600398.sh)、  
华孚色纺(002042.sz)、嘉欣丝绸(002404.sz)、森马服饰(002563.sz)。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址： [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)