

独特品牌矩阵迎合品牌稀缺时代，低估值稳增长凸显投资价值

买入（维持）

2019 年 09 月 01 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,436.10	2,893.66	3,385.55	3,940.89
同比（%）	18.66	18.78	17.00	16.40
归母净利润（百万元）	365.01	432.91	527.95	636.60
同比（%）	20.74	18.60	21.95	20.58
每股收益（元/股）	1.08	1.30	1.59	1.91
P/E（倍）	12.93	10.90	8.94	7.41

投资要点

■ **品牌同质化时代下，歌力思充满特色的多品牌布局彰显价值。**（1）**主流渠道品牌集中度提升，新兴品牌渠道拓展压力较大。**由于目前有代表性、人流集中的购物中心一方面需要国际大牌引流，一方面为了体验面对服饰品牌的选择上大多会选择能够支付起高租金的细分赛道龙头或归属大集团的品牌。这使新兴品牌虽然产品力和风格上有自己独特的调性，但是在发展初期租金承受能力弱，难以在年轻消费者集中的代表性渠道崭露头角。

（2）**歌力思品牌布局特色鲜明，依靠集团优势推动新品牌扩张，持续为年轻消费者提供新选择。**上市以来歌力思不断收购多种风格的优质品牌，目前集团拥有 7 个子品牌，组成了覆盖时尚、潮牌、轻奢、网红的多属性品牌矩阵。目前 IRO 和公司新收购的 self-portrait 关注度正迅速提升。这些设计独特、符合年轻消费者需求的品牌，有望借助歌力思在渠道、供应链的资源优势为消费者在线下提供更多新选择。在目前渠道品牌同质化的时代下，实现在年轻消费者集中、代表未来的购物中心的快速扩张。

（3）**百货电商高速增长，在线上及新渠道为消费提供更多优质品牌。**百货电商 19H1 GMV 增速超过 100%，作为天猫六星运营商，百货旗下目前服务包括了 Maje、Sandro、Clarks、Onitsuka Tiger、PANDORA、TUMI、BALLY 等 50 多个国际知名品牌，随着中高端产品消费的年轻化趋势，我们认为百货有望持续高速增长。

■ **歌力思 19H1 业绩亮眼，未来增速可期。**1) **歌力思主品牌：**上半年在门店数量较去年同期收缩 16 家的基础上仍有 7% 收入增长，店均收入增长 12.8%。2) **Ed Hardy：**上半年收入同降 6.2% 至 2.32 亿元，其中二季度单季度下滑主要与新增经销商换货政策以及渠道调整有关。3) **Laurel：**上半年收入增长 3.8% 至 5422 万元，其中 Q2 收入增速转正大增 23.4%，同店增长达到双位数，6 月份表现尤其亮眼；4) **IRO：**大幅超预期，中国区以外业务收入同增 32% 至 3.1 亿元，中国区业务收入大增 208% 至 3777 万元，可比同店增长 32%，展现爆发性增长潜力。

■ **盈利预测及投资建议：**2019 年，公司主品牌歌力思计划新开店 30 家（亲民线 2020 春夏订货会反响较好），Laurel/IRO/Knott 计划新开店 12/8/5/2 家；Ed Hardy 主要着力提升主系列单店效率，VT 品牌则将在现有体量基础上继续完善消费者画像及产品年轻化、无龄化调整；近期与英国品牌 self-portrait 成立合资公司经营该品牌中国大陆业务。作为品牌矩阵规划清晰的时尚集团，我们认为在 IRO、self-portrait 等新品牌快速增长带动下公司业绩有望保持稳定增长。预计 19/20/21 年归母净利润同增 18.6%/22.0%/20.6% 至 4.3/5.3/6.4 亿元，PE 10.9/8.9/7.4X，考虑目前低估值下维持“买入”评级。

■ **风险提示：**终端销售遇冷、多品牌协同不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.19
一年最低/最高价	12.84/18.62
市净率(倍)	1.97
流通 A 股市值(百万元)	4718.40

基础数据

每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	27.49
总股本(百万股)	332.52
流通 A 股(百万股)	332.52

相关研究

- 1、《歌力思 (603808)：二季度运营表现超预期，稀缺品牌矩阵势能逐步释放》2019-08-28
- 2、《歌力思 (603808)：直营表现稳健，多品牌业务有序发展》2019-05-05

内容目录

1. 渠道品牌同质化的大环境下，歌力思充满特色的多品牌布局逐步彰显价值.....	3
1.1. 主流渠道品牌集中度提升，新兴品牌渠道拓展压力较大	3
1.2. 歌力思多品牌布局独具特色，依靠集团优势推动新品牌扩张，有望破局品牌稀缺时代	3
2. 歌力思 19H1 业绩亮眼，未来增速可期，低估值下投资机会已经到来.....	6

图表目录

图 1：歌力思品牌宣传照	4
图 2：IRO 品牌宣传照	4
图 3：Laurel 品牌宣传照	4
图 4：ED Hardy 品牌宣传照	4
图 5：Self-portrait 品牌宣传照	4
图 6：歌力思旗下品牌矩阵梳理	5
图 7：歌力思旗下品牌分季度梳理	7
图 8：歌力思线上线下渠道分季度梳理	8
图 9：歌力思线上直营、加盟	8

1. 渠道品牌同质化的大环境下，歌力思充满特色的多品牌布局逐步彰显价值

1.1. 主流渠道品牌集中度提升，新兴品牌渠道拓展压力较大

目前看有代表性、人流集中的购物中心在选择品牌时，挑选的范围相对较小。由于目前有代表性、受到年轻消费者欢迎的购物中心均在低楼层挑选能够开出大店并为整个商场引流的大品牌作为主力门店；同时购物中心为了保证体验面积，在高楼层的服装品牌上，其大多会选择能够支付起高租金的各细分市场龙头或大型时尚集团旗下的品牌。

在这样的环境下，新兴品牌由于规模有限很难在这样受到欢迎的购物中心获得很好的展示位置，造成了目前购物中心品牌稀缺的问题。对于新品牌而言，由于规模及知名度较小，因此其虽然在产品力或风格上具备自己的特色，但是很难获得足够的资金和资源支持，而在购物中心等主流渠道进行较大规模的扩张。

以上两个问题，导致目前人流集中更多购物中心品牌集中度提升明显，各购物中心的品牌相对较为同质化。新品牌虽然在产品、品牌调性上具备很强独特性，但是其很难在这些目前年轻消费者集中的核心渠道中崭露头角。

1.2. 歌力思多品牌布局独具特色，依靠集团优势推动新品牌扩张，有望破局品牌稀缺时代

歌力思在上市以来，不断在各个风格方向上的新品牌布局，目前已搭建起了充满特色的多品牌矩阵。自 15 年上市以来，歌力思在主品牌的基础上不断收购多种风格子品牌，目前集团共拥有 7 个细分子品牌，组成了覆盖时尚、潮牌、轻奢、网红的多属性品牌矩阵。公司目前在在中国公共拥有 577 家门店。

图 1：歌力思品牌宣传照



图 2：IRO 品牌宣传照



图 3：Laurel 品牌宣传照



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：ED Hardy 品牌宣传照



图 5：Self-portrait 品牌宣传照



数据来源：公司年报，东方资讯，东吴证券研究所

图 6：歌力思旗下品牌矩阵梳理

品牌	细分市场定位	所有权	18年收入 (百万)	19H1收入(百万)	19H1门店数
歌力思	以25--40岁中高收入、讲究优雅、时尚、品味、成熟的都市中产阶级女性为目标顾客。		1003.6	477.3	296
ED Hardy	04年成立于美国，使用刺绣、水洗、泼墨等技巧，将美国文化和亚洲元素结合，产品风格鲜明，顾客覆盖从明星到喜爱潮流轻奢品牌的个性人群。	中国大陆及港澳台地区所有权	497.8	231.5	174
IRO	法国设计师品牌，以年轻创新、干练简洁的法式简约风格著称。多采用旧皮革、羊绒、丝绸等材料，打造出街头朋克风格与巴黎时尚灵感相结合的系列设计。	控制IRO全球57%股权	567.1	海外305.2 中国区37.8	海外35 中国区18
Laurel	原为 Escada 旗下副牌，定位轻奢高端。该品牌注重精致的细节设计、活泼的色彩运用及突出曲线的剪裁，较歌力思品牌更偏商务。	中国区所有权	111.5	54.2	48
VIVIENNE TAM	华裔时装设计师 Vivienne Tam 于1994年在美国纽约创立。品牌在探寻中国元素与流行的结合，寻求美国文化与东方元素结合上的突破。	合资设立中国区公司，歌力思持股75%	10	9.3	14
self-portrait	于2013年11月在英国伦敦创立，产品融合了女性特有的柔美元素，搭配轮廓剪裁、前卫的纹理和挺括面料，灵活运用蕾丝、镂空等元素，表现出独特的当代风格。	合资设立中国区公司，歌力思持股50%			
Jean Paul Knott	2000年在比利时布鲁塞尔创立，品牌受众是对品质、原创性及专属性十分敏感的女性与男性。融合了阳刚与柔美，展现轻盈优雅的冷淡中性风。	合资设立中国区公司，歌力思持股80%			

数据来源：公司官网，赢商网，新华网，东吴证券研究所

随着年轻消费者消费力的逐步崛起、以及各类新传播渠道的发展，这些具备差异化的精品海外品牌正在逐步受到消费者的认可。从歌力思上市以来，其收购的子品牌中，ED Hardy 最早以自己独特的风格元素吸引到追求潮流的消费者，得到迅速发展，收入从 16 年的 2.6 亿发展至 18 年的接近 5 亿，成为推动公司发展的重要助力。

目前我们看到 IRO 和公司新收购的 self-portrait 关注度正在迅速提升，有望成为公司未来收入增长的主要推动力。 IRO 近期在中国热度持续提升，销售额出现大幅增长，截止 19H1 IRO 在中国拥有 18 家直营店(18 年底 13 家)，19H1 中国区收入同增 208.19% 至 3776 万，同店销售同增 32%。在目前受关注度大幅提升的时间点，公司希望加速拓展 IRO 在一线城市核心渠道的渗透率，借助目前热度加速扩大品牌销售规模。

Self-portrait 虽然刚刚通过建立合资公司的方式开始扩张，但是该品牌凭借其独特的设计风格已经在中国引起了广泛关注。海内外包括：周迅、郭采洁、杨丞琳、Miranda Kerr、Elizabeth Banks、Kristen Stewart 等中外女明星都曾穿着该品牌服装亮相红毯及各大颁奖典礼等重要场合。美籍俄裔石油帝国女继承人、亿万富翁 Dasha Zhukova 更是身披售价仅 2000 人民币的 Self-Portrait 及膝连衣裙步入婚礼殿堂。

目前其均依靠买手店批发的形式（例如老佛爷百货）在中国销售，未来随着合资公司的开设，歌力思将开始借助该品牌的势能加速门店的开设。

我们认为，这些设计独特、特点鲜明、符合年轻消费者需求的品牌，有望在年轻消费者关注度大幅提升的情况下，借助歌力思在国内购物中心渠道、供应链的资源优势为消费者在线下提供更多的新选择。在目前购物中心渠道品牌同质化的时代下，实现在年轻消费者集中、代表未来的购物中心中的快速扩张。

另一方面，公司旗下百秋电商也在持续加速扩张。作为天猫六星运营商之一，百秋目前旗下运营的品牌已达 50 多个，横跨服装、鞋履、配饰、箱包多个领域。百秋在时尚及奢侈品及轻奢领域有着丰富的品牌运营经验及卓越的口碑，特别在轻奢及奢侈品品牌服务领域已经树立起行业的领先地位，目前合作包括了 Maje、Sandro、Clarks、New Balance、Onitsuka Tiger、PANDORA、Tissot、Swatch、TUMI、BALLY 等诸多国际大牌。目前公司拥有 3 万平自有仓储，其中包括为奢侈品准备的 5000 平防尘仓和 300 平恒温恒湿仓。

19H1 百秋 GMV 增速超过 100%，报表收入同增 73%，充分体现了旗下品牌在中国的强劲生命力。我们认为百秋旗下中高端品牌矩阵的扩张，同样在线上渠道以及未来的线上线下融合的新渠道上，为年轻消费者提供了丰富的选择空间。随着奢侈品在中国消费人群年轻化带来的持续增长，我们认为百秋未来在业绩上依旧有望保持快速增长。

2. 歌力思 19H1 业绩亮眼，未来增速可期，低估值下投资机会已经到来

19H1 公司主品牌稳健增长，IRO 和 Laurel 大超预期。1) 歌力思主品牌：上半年在门店数量较去年同期收缩 16 家的基础上仍有 7% 收入增长，店均收入增长 12.8%，Q2 较 Q1 有所加速。

2) **Ed Hardy**：上半年收入同降 6.2% 至 2.32 亿元，其中二季度单季度下滑主要与新增经销商换货政策以及渠道调整有关。

3) **Laurel**：上半年收入增长 3.8% 至 5422 万元，其中 Q2 收入增速转正大增 23.4%，门店增长达到双位数，6 月份表现尤其亮眼；

4) **IRO**：大幅超预期，中国区以外业务收入同增 32% 至 3.1 亿元，中国区业务收入大增 208% 至 3777 万元，可比门店增长 32%，展现爆发性增长潜力。

5) **VT**：门店数量达到 14 家，19H1 收入体量达到 932 万元，单店收入提升显著。

6) **百秋电商**：受益品牌矩阵不断扩张继续高速发展，19H1 收入同增 73% 至 1.41 亿元，净利润同增 19% 至 2575 万元。

单店提效带效率提升，Q2 单季度营业利润大增 52%。19Q2 来看，收入同增 27% 至 6.44 亿元，毛利率因 IRO 占比提升较去年同期有 1.4pp 下滑，但以 IRO/Laurel/歌力思为代表品牌的单店效率的提升带来销售费用率同比下降 6.0pp，由此单季度营业利润高增 52% 至 1.55 亿元；由于综合所得税率有所上升，Q2 归母净利润同增 25% 至 1.01 亿元。周转及现金流总体稳定，19H1 经营性现金流同增 29% 至 2.31 亿元。

盈利预测及投资建议：2019 年，公司主品牌歌力思计划新开店 30 家（亲民线 2020 春夏订货会反响较好），Laurel/IRO/Knott 计划新开店 12/8/5/2 家；Ed Hardy 主要着力提

升主系列单店效率，VT 品牌则将在现有体量基础上继续完善消费者画像及产品年轻化、无龄化调整；19 年 8 月与英国当代时尚品牌 self-portrait 品牌创始方成立合资公司（双方各出资 3000 万元持有合营企业 50% 股权）经营该品牌中国大陆业务，由此公司旗下七大品牌组成了覆盖时尚、潮牌、轻奢、网红的多属性品牌矩阵，不断带动新业务增长点产生。

作为品牌矩阵规划清晰的时尚集团，我们认为在 IRO、self-portrait 等新品牌快速增长的带动下，公司业绩有望保持稳定增长。预计 19/20/21 年归母净利润同增 18.6%/22.0%/20.6% 至 4.3/5.3/6.4 亿元，PE 10.9/8.9/7.4X，考虑目前低估值的情况下，我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示：

- 1、终端销售不及预期；
- 2、多品牌协同整合效果不及预期。

图 7：歌力思旗下品牌分季度梳理

（单位：百万元）	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19H1
主品牌 ELLASSAY	238.00	208.06	264.84	293.68	253.28	224.00	477.27
yoy	17.60%	11.89%	2.20%	-6.64%	6.42%	7.66%	7.00%
成本	69.24	58.67	76.20	87.62	77.98	64.06	142.05
毛利率	70.91%	71.80%	71.23%	70.16%	69.21%	71.40%	70.24%
期末门店数-直营	161	159	157	159	160	157	157
期末门店数-分销	157	153	152	153	147	139	139
门店数	318	312	309	312	307	296	296
LAUREL	27.75	24.50	24.20	35.02	23.99	30.23	54.22
yoy	49.23%	8.37%	8.29%	2.42%	-13.55%	23.38%	3.76%
成本	4.91	4.02	4.79	8.10	4.47	5.70	10.18
毛利率	82.30%	83.59%	80.20%	76.87%	81.35%	81.13%	81.23%
期末门店数-直营	24	27	26	27	27	28	28
期末门店数-分销	6	8	9	10	12	12	12
门店数	30	35	35	37	39	40	40
Ed Hardy 及 Ed Hardy X	116.66	130.20	132.92	118.04	123.89	107.65	231.53
yoy	24.49%	28.19%	11.65%	-3.04%	6.19%	-17.32%	-6.21%
成本	32.14	35.55	44.30	42.20	42.05	28.18	70.22
毛利率	72.45%	72.70%	66.68%	64.25%	66.06%	73.82%	69.67%
期末门店数-直营	22	22	25	28	26	26	26
期末门店数-分销	129	143	142	153	154	148	148
门店数	151	165	167	181	180	174	174
IRO	145.73	97.82	168.85	154.65	160.96	182.01	342.97
yoy		0.73%	-0.52%	21.11%	10.45%	86.06%	40.82%
成本	60.96	29.80	39.38	64.19	58.62	66.26	124.88

毛利率	58.17%	69.54%	76.68%	58.49%	63.58%	63.59%	63.59%
门店数（全直营）	36	36	47	49	51	53	53
VIVIENNE TAM	0.79	1.88	3.46	3.83	4.39	4.93	9.32
yoy					454.07%	162.38%	248.98%
成本	0.36	0.51	1.40	1.06	1.44	1.61	3.05
毛利率	54.11%	72.66%	59.46%	72.23%	67.15%	67.32%	67.24%
期末门店数-直营	1	3	7	12	13	13	13
期末门店数-分销			1	1	1	1	1
门店数	1	3	8	13	14	14	14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：歌力思线上线下渠道分季度梳理

（单位：百万元）	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1
线上收入	21.18	24.04	23.28	34.15	21.39	34.21	55.59
YOY	90.35%	6.62%	10.64%	-9.89%	0.95%	42.31%	22.94%
毛利率	47.54%	59.17%	56.16%	50.91%	26.19%	57.87%	45.68%
线下收入	507.76	438.43	570.99	570.07	545.12	514.61	1059.73
YOY	67.27%	13.97%	3.97%	1.75%	7.36%	17.37%	12.00%
毛利率	69.18%	72.91%	72.72%	67.34%	69.04%	70.58%	69.79%
合计	528.94	462.47	594.27	604.22	566.51	548.81	1115.32
YOY	68.09%	13.56%	4.21%	1.01%	7.10%	18.67%	12.50%
毛利率	68.31%	72.21%	72.05%	66.43%	67.42%	69.78%	68.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：歌力思线上直营、加盟

（单位：百万元）	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1
直营收入	288.48	280.98	290.06	401.30	326.54	341.97	668.51
YOY	46.83%	7.87%	14.29%	12.40%	13.19%	21.71%	17.39%
毛利率	72.86%	72.15%	73.96%	71.87%	70.07%	74.23%	72.20%
加盟收入	240.46	181.49	304.22	202.91	239.97	206.85	446.81
YOY	103.41%	23.67%	-3.87%	-15.85%	-0.21%	13.97%	5.89%
毛利率	62.85%	72.31%	70.24%	55.63%	63.82%	62.42%	63.17%
合计	528.94	462.47	594.27	604.22	566.51	548.81	1115.32
YOY	68.09%	13.56%	4.21%	1.02%	7.10%	18.67%	12.50%
毛利率	68.31%	72.21%	72.05%	66.43%	67.42%	69.78%	68.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

歌力思三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1813.2	1987.0	2486.3	3171.4	营业收入	2436.1	2893.7	3385.6	3940.9
现金	641.3	785.5	1080.4	1527.9	营业成本	774.5	948.1	1117.7	1310.8
应收款项	370.6	437.7	503.9	590.0	营业税金及附加	22.5	26.0	30.5	35.5
存货	524.5	644.5	761.8	924.7	销售费用	730.5	859.4	992.0	1142.9
其他	276.7	119.4	140.2	128.8	管理费用	239.4	292.3	331.8	382.3
非流动资产	1847.7	1748.5	1738.8	1714.9	财务费用	0.5	(8.1)	(8.7)	(16.1)
长期股权投资	97.7	97.7	97.7	97.7	投资净收益	2.0	5.0	5.4	6.0
固定资产	200.6	196.0	189.1	179.2	其他	112.9	127.8	142.0	154.9
无形资产	704.8	668.7	652.4	636.0	营业利润	557.9	653.1	785.6	936.7
其他	844.5	786.1	799.7	802.0	营业外净收支	0.2	0.0	0.0	0.0
资产总计	3660.8	3735.5	4225.1	4886.3	利润总额	558.0	653.1	785.6	936.7
流动负债	762.5	710.1	769.6	926.5	所得税费用	118.7	150.2	180.7	215.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	74.3	70.0	77.0	84.7
应付账款	161.6	223.5	241.3	305.4	归属母公司净利润	365.0	432.9	527.9	636.6
其他	600.9	486.6	528.3	621.1	EBIT	691.8	793.9	944.1	1105.0
非流动负债	225.8	17.0	18.0	18.5	EBITDA	744.1	847.2	1000.4	1164.4
长期借款	47.8	200.0	200.0	200.0					
其他	178.0	(183.0)	(182.0)	(181.5)					
负债总计	988.3	727.1	787.6	945.1					
少数股东权益	341.2	411.2	488.2	572.9					
归属母公司股东权益	2331.3	2597.2	2949.2	3368.4					
负债和股东权益总计	3660.8	3735.5	4225.1	4886.3					
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	410.4	375.7	593.4	755.1	每股收益(元)	1.08	1.30	1.59	1.91
投资活动现金流	(111.9)	(157.6)	(44.8)	(6.4)	每股净资产(元)	6.92	7.81	8.87	10.13
筹资活动现金流	(310.3)	(73.9)	(253.6)	(301.1)	发行在外股份(百万股)	337.0	332.5	332.5	332.5
现金净增加额	(12.9)	144.2	294.9	447.5	ROIC(%)	20.0%	19.1%	20.0%	20.5%
折旧与摊销	52.3	53.3	56.3	59.4	ROE(%)	18.2%	17.9%	18.7%	19.3%
资本开支	74.0	30.1	30.1	30.1	毛利率(%)	68.2%	67.2%	67.0%	66.7%
营运资本变动	(189.2)	(92.5)	(116.2)	(82.8)	EBIT Margin(%)	28.4%	27.4%	27.9%	28.0%
企业自由现金流	481.8	602.2	697.1	857.6	销售净利率(%)	15.0%	15.0%	15.6%	16.2%
					资产负债率(%)	27.0%	19.5%	18.6%	19.3%
					收入增长率(%)	18.7%	18.8%	17.0%	16.4%
					净利润增长率(%)	20.7%	18.6%	22.0%	20.6%
					P/E	12.9	10.9	8.9	7.4
					P/B	2.02	1.82	1.60	1.40
					EV/EBITDA	6.4	5.8	4.9	4.2

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>