

中国职业装领军企业，受益于集采政策有望加速抢占市场

——乔治白（002687）首次覆盖

买入（首次）

2021年08月04日

报告关键要素：

公司是中国职业装领导者，已形成了以商务职业装为主，零售为辅，战略进军校服的业务格局。公司前身最早成立于1995年，2012年登陆A股上市，旗下拥有乔治白、giuseppe、G73、JZZ、索古女装设计等多个品牌，品牌定位覆盖中高端休闲、商务服装设计 & 个性化定制，形成多元化品牌矩阵。公司依托于全国39个营销中心，通过招投标的方式从客户获取订单，客户主要为大型企业客户，行业客户多集中于金融、电力、电信、邮政、烟草等行业。

投资要点：

看点1：近期推股权激励+员工持股+回购，彰显公司发展信心。2021年1-7月，公司回购股份数量累计1944.88万股，占公司总股本的5.56%，累计回购金额为1.1亿元（不含交易费用）。2021年6月，公司推出股权激励和员工持股计划，在绑定员工利益、增加员工的积极性的同时，彰显公司对未来的发展信心。股权激励与员工持股计划的业绩考核条件一致，2022-2023年公司营收相对2020年分别+32%/+50%。

看点2：职业装行业领头羊，受益于集采政策未来发展有望提速。公司是中国职业装的领军企业，旗下品牌凭借产品面料、做工考究，建立了良好的美誉度。近年来受益于阳光采购、集采政策的推行，政府、央企、国有企业的集采率不断提升，职业装行业马太效应显现，公司作为职业装头部企业，收入和利润稳步增长。目前公司客户75%源于商业银行，未来公司将积极开拓高毛利的券商客户，预计客户结构的优化将有利于毛利率的提升。

看点3：战略进军校服行业，合伙人模式下加速抢占市场：公司校服业务在合伙人模式下业绩高速增长，2015-2020年校服板块收入CAGR高达42.4%。随着近年来校服集采权从教育局、学校下放至家委会，品质优良及设计感强的产品将会更受到家长的青睐。同时，由于校服采购有较强的季节性（每年寒假和暑假采购）且要求交付的时间短，因而像公司这类具备产能、供应链优势的头部校服企业将会抢占到更多的订单，未来高速的校服板块业务有望持续高增。

基础数据

总股本(百万股)	350.00
流通A股(百万股)	278.39
收盘价(元)	7.84
总市值(亿元)	27.44
流通A股市值(亿元)	21.83

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

李滢

电话：15521202580

邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1088.47	1321.92	1527.78	1766.37
增长比率(%)	-3	21	16	16
净利润(百万元)	143.86	192.44	240.33	300.27
增长比率(%)	1	34	25	25
每股收益(元)	0.41	0.55	0.69	0.86
市盈率(倍)	19.85	14.80	11.85	9.49
市净率(倍)	2.23	2.26	2.04	1.80

数据来源：携宁科技云估值、万联证券研究所

看点 4: 智能化改造提高效率, 科技与品质双重护航: 公司在 2020 年完成三大生产基地的智能化改造, 在降低人工成本的同时有利于提高效率, 助力订单的快速交付。同时, 公司注重研发, 2020 年研发费用率 5.06% 远超同行, 用科技与品质铸造品牌。

盈利预测与投资建议: 我们预计, 公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.55/0.69/0.86 元/股。考虑到公司的成长性, 结合可比公司估值, 给予公司 2022 年 18-20 倍 PE, 对应目标价为 12.4-13.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素: 疫情反复风险、行业竞争加剧风险、业务拓展不达预期风险。

正文目录

1 业绩稳健，推激励与回购彰显发展信心	6
1.1 公司概况：中国职业装领导者，旗下拥有丰富的品牌矩阵.....	6
1.2 财务概况：近年来业绩稳健增长，净利率逐年提升.....	7
1.3 公司股权较为分散，近期推股权激励+员工持股+回购彰显发展信心.....	9
2 职业装行业领头羊，受益于集采政策未来发展有望提速	11
2.1 职业装行业稳定发展，受益于集采政策行业集中度有望提升.....	11
2.1.1 我国商务职业装市场超 1300 亿，未来将稳步增长.....	11
2.1.2 商务职业装市场分散，受益于集采政策集中度有望提高.....	13
2.2 公司深耕职业装领域，服务于多家大型国有企业.....	15
2.2.1 职业装为公司主导业务，推出 UPC 系统确保“一人一版一衣”.....	15
2.2.2 拿下茅台集团订单，未来拟提升高毛利客户占比.....	18
3 战略进军校服行业，合伙人模式下加速抢占市场	18
3.1 校服行业：集中度提升空间大，头部企业将受益.....	18
3.1.1 在校人数的增长+校服品质追求的提高驱动校服行业增长.....	18
3.1.2 校服市场相当分散，品质过硬与交付能力强的头部企业占优势.....	21
3.2 公司战略进军校服行业，合伙人模式下业务高速增长.....	23
4 智能化改造提高效率，科技与品质双重护航	24
4.1 设计研发：公司注重研发，产品取得多项技术的创新突破.....	24
4.2 生产：智能化改造助力提高效率，更快速响应客户需求.....	26
4.3 产品：用料考究，建立了良好的品牌美誉度.....	27
5 财务分析：盈利能力领先，现金流健康	29
6 盈利预测与投资建议	32
6.1 盈利预测.....	32
6.2 投资建议.....	33
7 风险因素	34
图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司旗下品牌.....	6
图表 3: 公司历年营收及增速情况.....	7
图表 4: 公司历年归母净利润及增速情况.....	7
图表 5: 公司历年净利率及毛利率情况.....	7
图表 6: 公司历年费用率情况.....	7
图表 7: 营收分行业占比.....	8
图表 8: 毛利率分行业情况.....	8
图表 9: 营收分产品占比.....	8
图表 10: 毛利率分产品情况.....	8
图表 11: 营收分地区占比.....	8
图表 12: 毛利率分地区情况.....	8
图表 13: 公司股权结构.....	9
图表 14: 公司回购计划实施情况.....	9
图表 15: 公司 2021 年股票激励/员工持股计划.....	10
图表 16: 公司 2021 年股票激励/员工持股计划业绩考核条件.....	10
图表 17: 中国职业装发展历程.....	11

图表 18: 2019 年中国民用职业装市场规模 (亿元)	12
图表 19: 2020 年商务职业装规模 (亿元)	12
图表 20: 2020-2025 年商务职业装规模情况预测	12
图表 21: 国内第三产业就业人数情况	13
图表 22: 2020 年发达国家第三产业就业人数占比	13
图表 23: 全国居民人均可支配收入情况	13
图表 24: 2020 年职业装品牌收入 (亿元)	13
图表 25: 2020 中国行政职业装十大品牌(排名不分先后)	14
图表 26: 2020 年商务职业装上市代表品牌市场份额	14
图表 27: 近年集采相关法律法规	15
图表 28: 公司旗下职业装品牌	16
图表 29: 公司职业装板块历年营收及同比增速	16
图表 30: 各品牌职业装历年营收规模对比 (亿元)	16
图表 31: 各品牌职业装收入 2017-2020 年 CAGR	16
图表 32: 各职业装品牌/公司历年毛利率对比	16
图表 33: 2020 年公司分渠道收入占比	17
图表 34: 2020 年公司分渠道毛利率	17
图表 35: 公司职业装营销体验中心覆盖全国核心区域	17
图表 36: 茅台集团厂服采购项目包 1 中标候选人	18
图表 37: 茅台集团厂服采购项目包 1 需求	18
图表 38: 中国校服行业发展历程	19
图表 39: 2017 年-2020 年我国在校学生人数	19
图表 40: 2013 年-2020 年出生率及 0-14 岁人口占比	19
图表 41: 2013 年-2020 年 GDP 及居民消费支出	20
图表 42: 2013 年-2020 年居民人均衣着消费支出及增速	20
图表 43: 2018 年-2025 年校服行业市场规模估算	20
图表 44: 2018 年-2025 年校服行业市场规模预测	20
图表 45: 销售毛利率比较	21
图表 46: 中国校服产业布局	21
图表 47: “2020 中国校服十大品牌”供应商	22
图表 48: 主要校服采购机制	22
图表 49: 校服子公司股权结构图	23
图表 50: 乔治白校服已服务近两千所中小学	23
图表 51: 公司校服板块历年营收	24
图表 52: 各品牌校服历年营收规模 (亿元)	24
图表 53: 公司校服板块历年净利润及净利率情况	24
图表 54: 各校服品牌净利率对比	24
图表 55: 公司 5 个国内外的设计团队	25
图表 56: 行业研发费用率 (%) 比较	25
图表 57: 行业研发人员数量占比	25
图表 58: 公司合作东华大学服装学院联手成立“职业装研究所”	26
图表 59: 公司携手上海工程技术大学纺织服装学院共建科技创新研究中心	26
图表 60: 公司云南生产基地	26
图表 61: 公司三大生产基地情况	26
图表 62: 近年公司销售净利率稳定提升	27
图表 63: 同行业公司存货占总资产比例情况	27
图表 64: 公司自动裁床设备	27

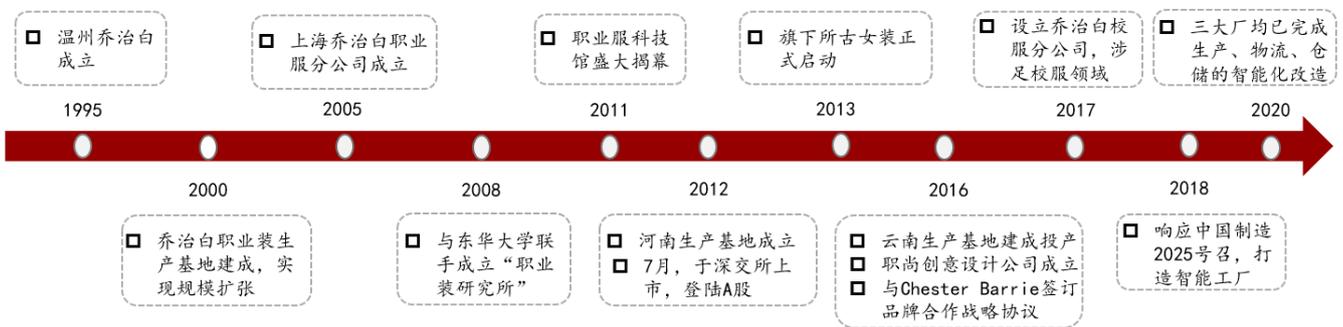
图表 65: 公司全自动吊挂系统.....	27
图表 66: 公司精选顶级面料辅料供应商.....	28
图表 67: 2020 年企业采购十大服装供应商(排名不分先后).....	28
图表 68: 2020 年营收规模对比 (亿元).....	29
图表 69: 2020 年归母净利润对比 (亿元).....	29
图表 70: 2016-2020 年营收 CAGR 对比 (%).....	29
图表 71: 2016-2020 年归母净利润 CAGR 对比 (%).....	29
图表 72: 2016-2020 年毛利率对比 (%).....	30
图表 73: 2016-2020 年净利率对比 (%).....	30
图表 74: 2016-2020 年存货周转率对比 (次).....	30
图表 75: 2016-2020 年应收账款周转率 (次).....	30
图表 76: 2016-2020 年应付账款周转率 (次).....	30
图表 77: 历年经营活动现金流/营收 (%).....	31
图表 78: 历年资本支出/折旧和摊销.....	31
图表 79: 2016-2020 年速动比率对比.....	31
图表 80: 2016-2020 年资产负债率对比 (%).....	31
图表 81: 收入、毛利率拆分及预测.....	32
图表 82: 可比公司估值表.....	33
图表 83: 公司目前估值处于历史底部.....	34

1 业绩稳健，推激励与回购彰显发展信心

1.1 公司概况：中国职业装领导者，旗下拥有丰富的品牌矩阵

公司是中国职业装领导者，差异化理念开创者与倡导者，致力于探索完美的服饰艺术。公司前身最早成立于1995年，股份制改革后于2012年7月登陆A股上市，主要从事“乔治白”“giuseppe”品牌的职业装以及校服产品设计研发、生产和销售，另外，还拥有G73、JZZ、索古女装设计等众多品牌，品牌定位覆盖中高端休闲、商务服装设计 & 个性化定制，形成多元化品牌矩阵，扩大品牌影响力。主要产品包括男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、风衣、制式和运动式校服等。通过多年的不懈努力和科技创新，公司先后获得“中国十大职业装品牌”、“中国职业装领军企业”、“最具专注力服装品牌”、“中国校服十大品牌”等荣誉。

图表1:公司发展历程



资料来源：公司官网、万联证券研究所

公司主要生产和销售“乔治白”及“GIUSEPPE”品牌商务职业装及校服，还拥有G73、JZZ、索古服装设计等众多品牌，品牌定位覆盖中高端休闲、商务服装设计 & 个性化定制，形成多元化品牌矩阵，扩大品牌影响力。近年来公司大力推进发展校服板块业务，发挥公司作为职业装领导者的优势，引领推动职业装与校服业务在面料采购、渠道、仓储、后续服务等方面的协同发展，力争打造“中国校服第一品牌”。

图表2:公司旗下品牌

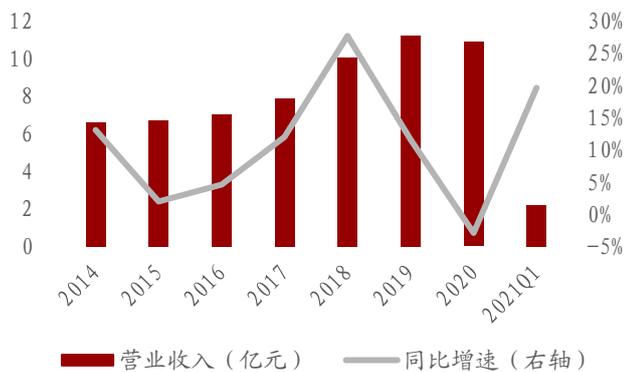
品牌名称	logo	品类	定位&愿景
乔治白/GIUSEPPE		男西服套装、女西服套装等	打造中高端职业装领导品牌
乔治白校服		校服	重新定义中国校服
G73		以衬衫为主导的服装零售	引领男士衬衫时尚潮流
JZZ		休闲男装及配饰	商务休闲品牌，专注男士服装精致修身
索古/COLLARBONE		女装设计、品牌形象设计	精于时尚商务女装的设计研发以及企业视觉形象的整体构建
职尚		创意设计	定位以创意设计打造高端职场时尚

资料来源：公司官网、万联证券研究所

1.2 财务概况：近年来业绩稳健增长，净利率逐年提升

近年来增速较为稳健，疫情期间表现出一定的韧性。2014年-2019年，公司营收CAGR达到11.23%，归母净利润CAGR达到11.87%，收入利润增速均较为稳健。而2020年受到新冠疫情影响，公司营收同比-2.91%至10.88亿元，归母净利润同比+0.51%至1.44亿元，相较于同行公司而言，公司由于销售模式不同于零售，因而在疫情期间表现出一定的韧性。2021Q1，公司营收快速反弹，同比+19.64%，归母净利润同比+9.56%。

图表3: 公司历年营收及增速情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

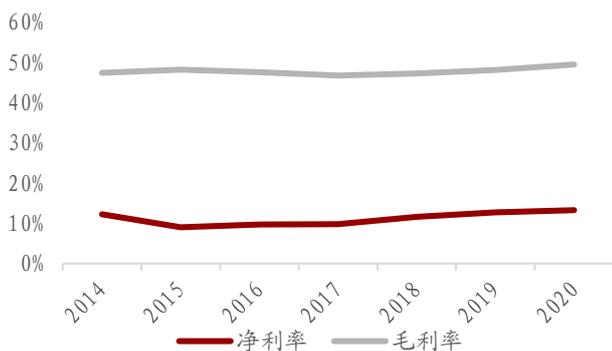
图表4: 公司历年归母净利润及增速情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

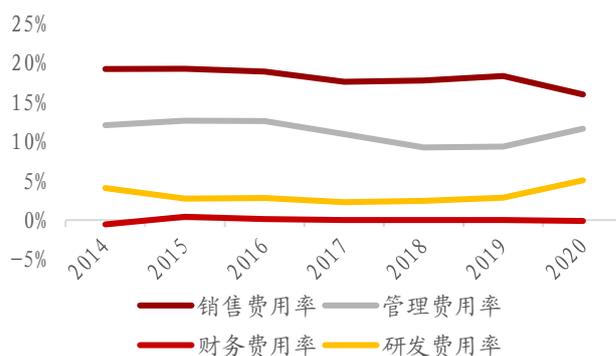
毛利率保持稳定，净利率逐年上升。公司历年毛利率较为稳定，维持在48%上下，而净利率从2015年开始，受益于公司产能转移战略以及生产基地智能化改造，开始逐年增长，至2020年达到13.26%。从费用端来看，销售费用率由2014年的19.24%下降至2020年的16.00%，管理费用率较为稳定，研发费用率近年来有所提升，从2017年的2.28%增长至2020年的5.06%。未来随着公司战略扩张逐步实现，夯实“职业装领导品牌”与“中国校服第一品牌”的行业地位，我们预计公司的费用率将会逐渐回落。

图表5: 公司历年净利率及毛利率情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表6: 公司历年费用率情况



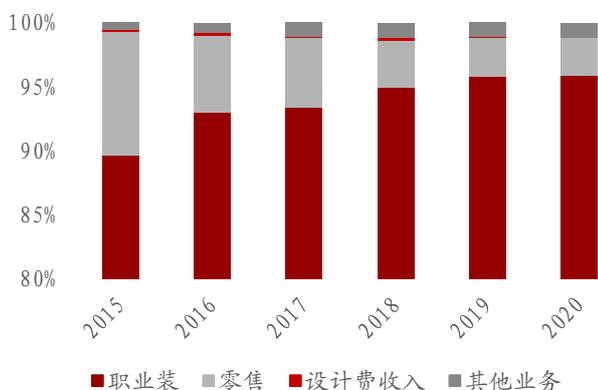
资料来源: Wind、万联证券研究所

分行业：公司的职业装收入占比最大。2015-2020年，职业装收入占比从89.64%提升至95.87%，零售收入占比则从9.71%下降至2.95%。毛利率方面，职业装毛利率近年来保持平稳，与公司整体毛利率接近；零售业务毛利率则有所提升，2020年为36.92%，但仍然低于职业装毛利率；设计费收入的毛利率波动幅度较大。

分产品：近年来上衣、西裤、衬衫的收入占比和毛利率维持稳定，2020年收入占比分别为23.69%/21.46%/30.22%，毛利率分别为48.86%/38.83%/58.72%，衬衫的毛利率较上衣和西裤高。

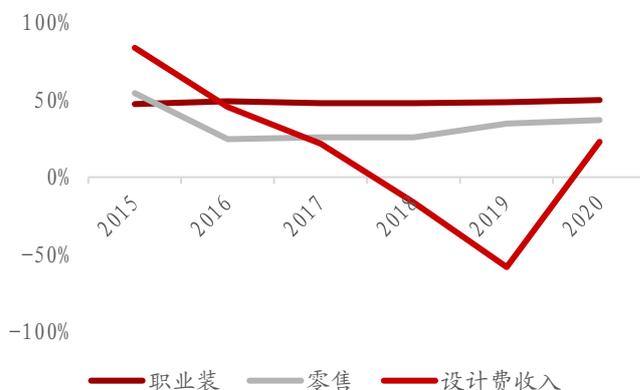
分地区：华东地区收入占比接近一半，2020年达到48.19%，近年来保持平稳，但毛利率从2015年的56.15%下滑至48.34%，下滑幅度较大。西南/中南/华北地区2020年收入占比分别为15.88%/13.43%/10.80%，毛利率均有所提升。

图表7: 营收分行业占比



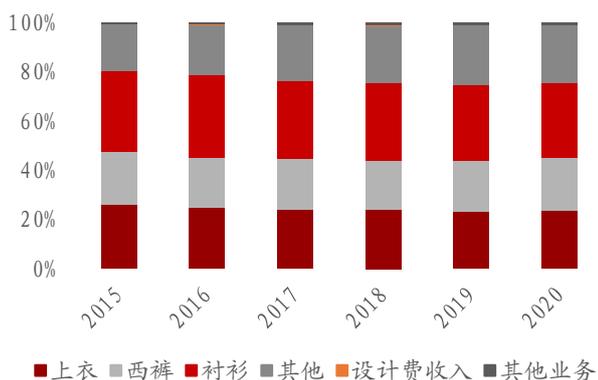
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表8: 毛利率分行业情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表9: 营收分产品占比



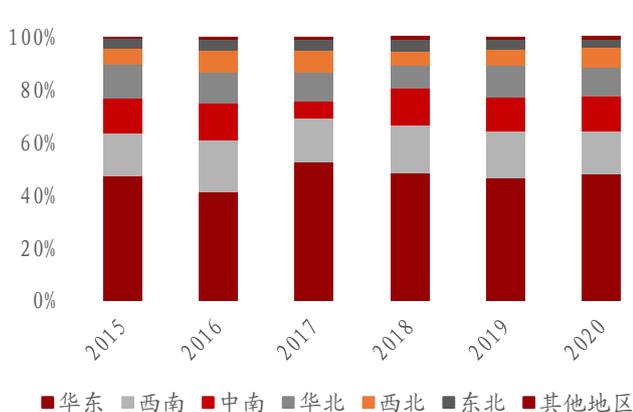
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表10: 毛利率分产品情况



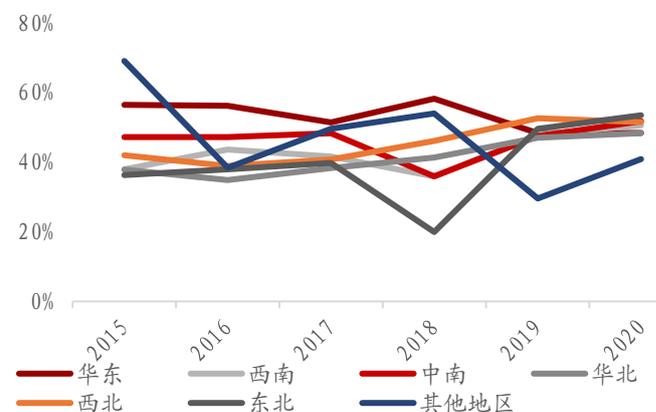
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表11: 营收分地区占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表12: 毛利率分地区情况

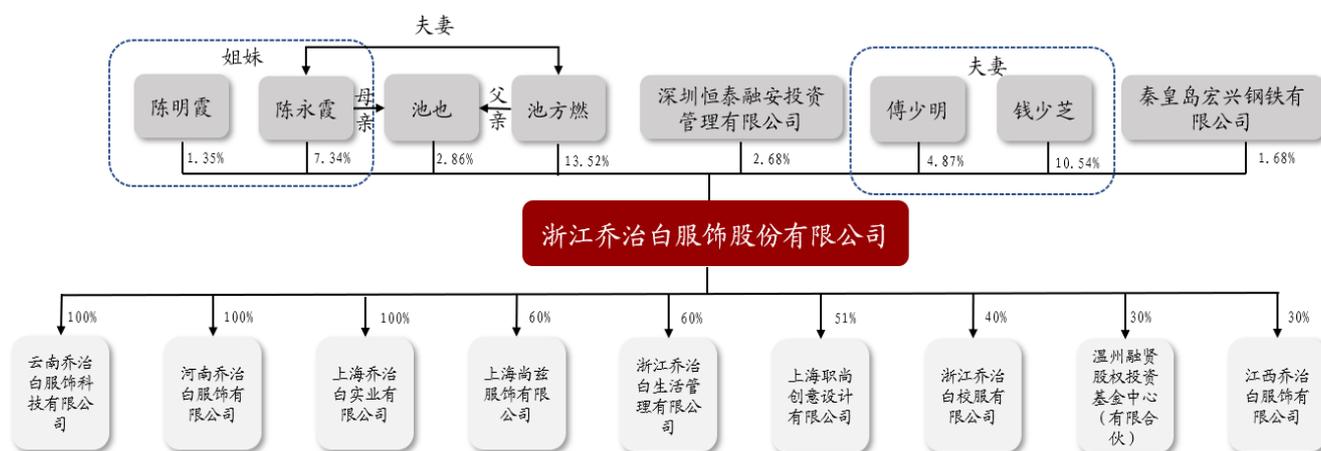


资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 公司股权较为分散，近期推股权激励+员工持股+回购彰显发展信心

公司股权较为分散，实际控制人为池方燃、陈永霞和池也，其中，池方燃与陈永霞为夫妻关系，池也为池方燃与陈永霞的女儿，陈明霞与陈永霞是姐妹关系，四人共持股25.07%。此外，钱少芝为公司初创者之一，其丈夫傅少明此前为公司的副董事长，两人合计持股15.41%。

图表13:公司股权结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

回购计划积极推进，股份用于股权激励或员工持股。2021年1月，公司发布公告称，公司拟使用自有资金8000万元-15000万元用于回购股份，并将所回购的股份用于后续股权激励或员工持股计划。此后，公司持续推进回购计划。2021年7月，公司回购股份数量累计1944.88万股，占公司总股本的5.56%，累计回购金额为1.1亿元（不含交易费用），提前结束本次回购方案。

图表14:公司回购计划实施情况

公告日期	累计回购金额 (万元)	累计回购股数	占总股本比例	成交价格 (元/股)
2021/1/14	拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分社会公众股份用于后续实施股权激励或员工持股计划			
2021/1/14	目标 8000-15000	-	-	目标 ≤ 7
2021/1/24	2,620.64	455 万股	1.30%	5.59-5.91
2021/1/27	4,044.73	708.26 万股	2.02%	5.55-5.91
2021/2/2	4,645.08	815.26 万股	2.33%	5.55-5.91
2021/2/4	6,377.98	1,127.26 万股	3.22%	5.41-5.91
2021/2/22	8,595.05	1,512.89 万股	4.32%	5.41-5.91
2021/3/1	8,803.00	1,547.89 万股	4.42%	5.41-5.98
2021/4/2	9,012.09	1,586 万股	4.53%	5.41-5.98
2021/5/6	9,012.09	1,586 万股	4.53%	5.41-5.98
2021/5/21	9,978.78	17,615,380.00 股	5.03%	5.41-5.98
2021/6/2	9,999.40	17,652,880.00 股	5.04%	5.41-5.98
2021/7/2	10,999.83	19,448,780.00 股	5.56%	5.41-5.98
2021/7/15	10,999.83	19,448,780.00 股	5.56%	5.41-5.98
2021/7/15	本次股份回购实施完毕			

资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：累计回购金额按四舍五入保留两位小数，金额不含交易费用

股权激励和员工持股计划双管齐下，彰显公司发展信心。2021年6月，公司陆续推出股权激励和员工持股计划，在绑定员工利益、增加员工的积极性的同时，彰显公司对未来的发展信心。公司股票授予价格为3.00元/股，目前已完成授予/过户股数合计为1842.7万股，约占总股本的5.26%。股权激励与员工持股计划均设置两段解禁期，业绩考核条件一致，争取2022年、2023年公司营收相较2020年增长32%、50%。

图表15: 公司 2021 年股票激励/员工持股计划

激励计划	激励对象	首次授予/ 过户日期	股数 (万股)	授予价格 (元/股)	占总股本的比例
限制性股票激励计划	公司(含子公司)中层管理人员及核心技术人员(合计215人)	2021/7/15	936.20	3.00	2.67%
员工持股计划	公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员(合计9人),公司(含子公司)核心业务人员和一线基层员工	2021/7/20	906.50	3.00	2.59%

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表16: 公司 2021 年股票激励/员工持股计划业绩考核条件

解除限售安排	解除限售期间	解禁比例	业绩考核条件
2021 年限制性股票激励计划			
第一个解禁期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	以 2020 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 32%
第二个解禁期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	50%	以 2020 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 50%
2021 年员工持股计划			
第一批解锁时点	自公司公告本员工持股计划完成标的股票购买之日起满 24 个月后	50%	以 2020 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 32%
第二批解锁时点	自公司公告本员工持股计划完成标的股票购买之日起满 36 个月后	50%	以 2020 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 50%

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

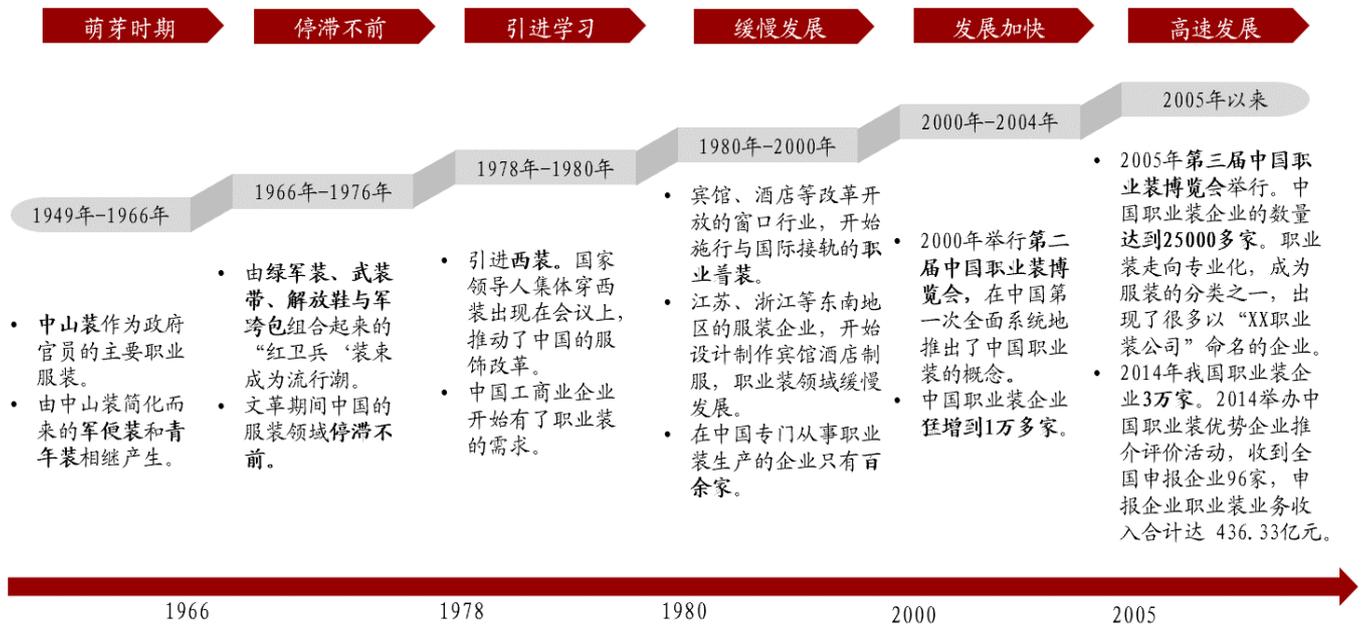
2 职业装行业领头羊，受益于集采政策未来发展有望提速

2.1 职业装行业稳定发展，受益于集采政策行业集中度有望提升

2.1.1 我国商务职业装市场超 1300 亿，未来将稳步增长

职业装作为舶来品，改革开放后得到引进，到21世纪后迅速发展。职业装包括商务职业装、职业制服和职业工装。职业装主要以西服和衬衫为主，目标群体为第三产业中的企事业单位客户，他们对职业服装有着较为统一和专业的要求。改革开放后，职业装市场才开始缓慢发展。2005年，中国职业装企业达到25000多家，逐渐发展为一个产业。2014年，中国职业装优势企业推介评选活动召开，届时中国职业装企业规模增长到3万家。职业装中，商务职业装是指商业行为和商业活动中最流行的一种服饰，是同时具备职业装和时装特点的服装，还具有一定的流行性和商业属性，在服装的材质、造型、色彩上都有所考究，强调穿着者的品味、修养和地位。

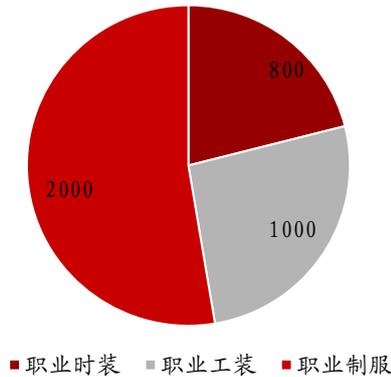
图表17:中国职业装发展历程



资料来源：品牌网、全球纺织网、万联证券研究所

我国民用职业装市场规模达3800亿，但市场较为分散。根据立鼎产业研究中心和中国服装协会的数据，2019年总量约3800亿元，其中职业时装占比最小，有800亿。目前中国职业装市场的集中度不高，单个品牌的市场份额较低。根据中国服装协会数据，我国有近3万家职业装生产企业，2019年第二届中国职业装优势企业推介活动中，有83家企业参与申报，这些企业的年主营业务收入总共为1095.09亿元，其中职业装业务收入占四成左右，为450.58亿元，占据职业装市场规模的11.9%。

图表18:2019年中国民用职业装市场规模（亿元）



资料来源：立鼎产业研究中心、万联证券研究所

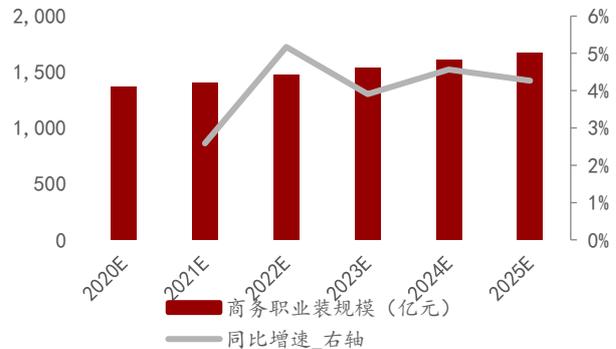
我们推算，2020年中国商务职业装市场规模约为1371亿元，2021年-2025年该市场规模还将持续稳步增长。我们按照列举法粗略估计我国商务职业装市场规模，按照行业划分，采用公务员、金融、法律、地产、余下第三产业的分类，由于金融、法律、地产和公务员的着装要求较为规范统一，将金融赋予100%的渗透率，将地产、法律和公务员分别赋予80%的渗透率，其他第三产业赋予30%的渗透率。金融、法律的行业置装费相对较高，公务员、其他第三产业的行业置装费偏低。利用司法部和国家统计局公布的历年金融、地产、法律从业人数，以及人社部公布的2016年公务员人数，通过第三产业就业人数年增长率可推算每年的公务员人数从业人数。根据商务职业装规模=从业人数*商务职业装渗透率*人均年预算的公式计算得出，2020年国内商务职业装市场份额约为1371亿元。假定商务职业装人均预算按照每年3%的速度增长，此数据为近两年我国消费品通货膨胀率的近似值，则可算出2021-2025年中国商务职业装规模。由于2021年受疫情影响增长较为缓慢，但预计以后将保持4%-5%的增速平稳增长，到2025年，中国商务职业装预计将达到1676亿元。

图表19:2020年商务职业装规模（亿元）

	从业人数 (万人)	渗透率	人均年预算 (元)	商务职业装规 模 (亿元)
金融	805	100%	2500	201
地产	498	80%	1500	60
法律	46	80%	2000	7
公务员	763	80%	1500	92
余下第三产业	33694	30%	1000	1011
合计				1371

资料来源：国家统计局、司法部、人社部、世界银行、万联证券研究所

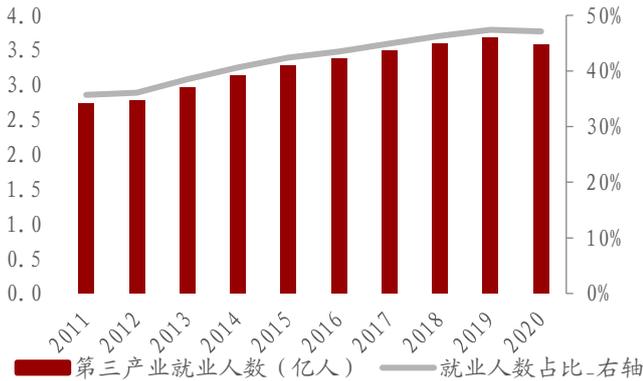
图表20:2020-2025年商务职业装规模情况预测



资料来源：国家统计局、司法部、人社部、世界银行、万联证券研究所

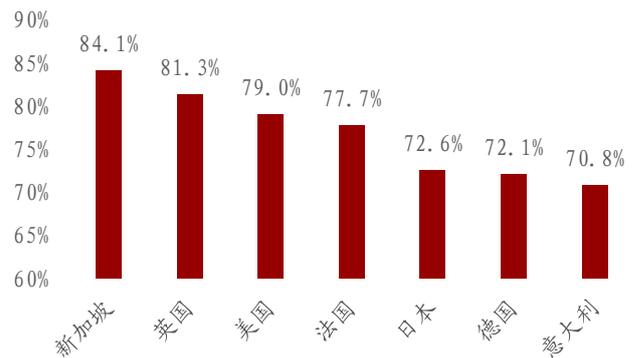
消费结构升级和第三产业发展带来的需求提升，将会推动商务职业装的发展。中国居民人均可支配收入逐年增长，2013-2020年CAGR为7.3%，可支配收入的提升带来服装需求的提升，商务职业装作为服装的一部分，也将享受服装市场发展的红利。对商务职业装需求较大的公司主要来自以服务业为主的第三产业，随着国内经济的迅猛发展，第三产业就业人群比重提高，职业人士对衣着的要求也逐渐升高。2011-2019年，我国第三产业就业人数持续增长，2020受疫情影响有所下降，2011-2020年第三产业就业人数的CAGR为2.8%，占经济人口总数的比例从35.7%提升至47.1%。而大部分发达国家的第三产业就业人数占比在70%以上，我国第三产业就业人数仍有很大的提升空间。

图表21: 国内第三产业就业人数情况



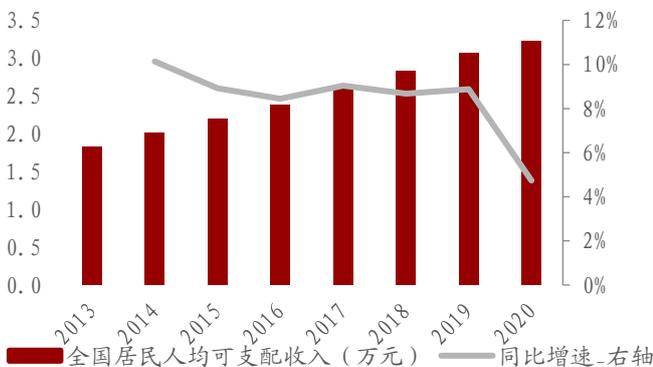
资料来源: Wind、万联证券研究所

图表22: 2020年发达国家第三产业就业人数占比



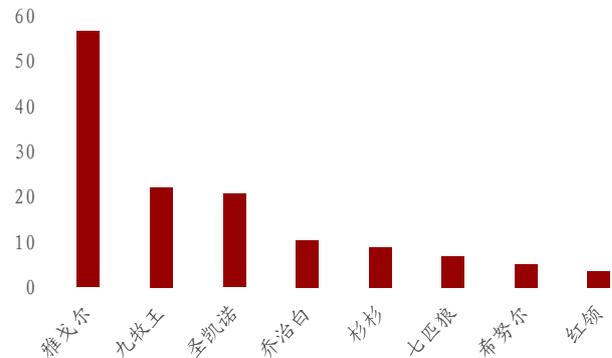
资料来源: Wind、万联证券研究所

图表23: 全国居民人均可支配收入情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表24: 2020年职业装品牌收入 (亿元)



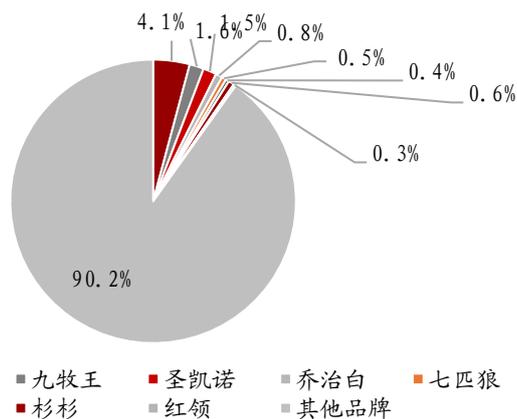
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

2.1.2 商务职业装市场分散，受益于集采政策集中度有望提高

我国商务职业装市场集中度低，随着消费升级，市场有望向高档化和专业化发展。根据全国招投标供应链品牌推介平台评选出的中国职业装和行政职业装品牌，我们进行职业装品牌收入统计，选取8个上市品牌作为代表，其中收入数据为品牌收入数据或集团职业装收入数据，8个品牌收入总和为134.5亿元，是2020年商务职业装市场份额的9.8%，由此看出商务职业装市场集中度不高，还有很大发展空间。随着信息时代到来，人们消费意识的提升，人们对职业装的款式、质量、服务都有着越来越高的要求，未来职业装企业需要根据客户的工作条件、职业属性等方面制作设计职业装，推动职业装向高档化和专业化发展。

图表25: 2020 中国行政职业装十大品牌(排名不分先后) 图表26: 2020 年商务职业装上市代表品牌市场份额

品牌	企业名称
罗蒙	罗蒙集团股份有限公司
乔治白	浙江乔治白服饰股份有限公司
HUBAO	江苏虎豹集团有限公司
歌力思	深圳歌力思服饰股份有限公司
雷诺	山东岱银纺织集团股份有限公司
才子	才子服饰股份有限公司
依文	依文服饰股份有限公司
杉杉	杉杉品牌运营股份有限公司
派神	兰州三毛实业有限公司



资料来源: 全国招投标供应链品牌推介平台、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、全国招投标供应链品牌推介平台、万联证券研究所

近年来政府和国有企业集采成趋势, 订单规模加大利好职业装头部企业。随着社会主义市场经济的发展, 集中采购逐渐成为政府部门和大型国有企业的共识。集中采购的优势主要包括两个方面: 一是节约成本提高效率, 二是预防权力滥用产生腐败。①政府: 2015年1月, 《中华人民共和国政府采购法实施条例》出台, 国务院办公厅随即即印发通知, 要求2017年6月底前, 在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系, 基本实现公共资源交易全过程电子化。此外, 财政部于2019年底制定地方政府集中采购指引, 逐步统一省域范围集中采购目录。该指引不仅提高了采购集中度、形成采购规模, 还保留了各地灵活调整的权利, 有利于发挥集中采购制度优势。②央企: 国资委近年召开央企采购管理提升专题培训, 要求央企加大集中采购力度。根据国务院国资委新闻中心提供的数据, 2012年, 开展集中采购的央企不足20%; 2015-2018年期间, 集中采购率平均值由68.8%提升至87.2%。其中, 电力电网、石油石化、电信、航运企业集中采购率均达95%以上, 装备制造、建筑企业集中采购率绝大多数达90%以上, 军工企业集中采购率绝大多数达80%以上。2015-2018年, 通过集中采购节约金额约占央企同期利润总额的1/4左右, 降本增效成果显著。③国企: 2018年2月, 财政部印发《国有金融企业集中采购管理暂行规定》, 完善了此前对国有金融企业集中采购的相关规定。相比于其他金融机构, 银行由于存在总一分一支多个采购管理层级, 且采购需求呈现年度化、分散化、多样化的特点, 新规对国有商业银行更具有适用性。大型国有商业银行如农业银行根据上述规定, 规范了自身集中采购行为。在制度体系建设上, 农行根据监管规定和经营情况不断完善制度。在采购权限设置上, 农行实施分类分级管理, 将项目按照个性化程度分别授权总分支行采购。在业务流程上, 农行积极推进流程标准化的建设, 提高采购质量和效率。在信息化建设上, 农行加快推动电子化采购平台建设。我们认为, 随着近年来反腐倡廉的进行, 各地纷纷推行“阳光采购”, 即公开、透明、科学地获取所需物资、产品、服务。目前政府和央企的集采率已大幅提升, 预计国企也会进一步跟进落实, 确保采购的规范与透明。对于公司而言, 职业装的客户大部分来源于金融、烟草、通信电力等国有企业, 其中75%源于商业银行, 国企尤其是国有金融企业集采率的提升将会使得原有分散采购的订单规模增大, 小企业因产能、供应链的不足而无法及时交付大额订单, 而头部职业装企业将受益, 行业马太效应显现。

图表27: 近年集采相关法律法规

政策	实施时间	相关规定
关于印发《地方预算单位政府集中采购目录及标准指引（2020年版）》的通知	2021. 1. 1	各地应逐步规范集中采购范围，取消市、县级集中采购目录，实现集中采购目录省域范围相对统一，充分发挥集中采购制度优势，不断提升集中采购服务质量和专业水平。
关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知	2019. 9. 1	推进采购项目电子化实施；加快实施“互联网+政府采购”行动；加强政府采购透明度建设；推进采购意向公开
修订后印发《国有金融企业集中采购管理暂行规定》	2018. 3. 1	1) 在明确集中采购原则和管理框架的基础上，取消有关向主管财政部门报备、报告、审核等环节。2) 明确国有金融企业应做好集中采购相关的组织、制度建设，并赋予企业自主决策的灵活性 3) 在取消事前报备要求的基础上，新增了集中采购的信息公开要求。
政府采购货物和服务招标投标管理办法	2017. 10. 1	采购人应当按照行政事业单位内部控制规范要求，建立健全本单位政府采购内部控制制度，在编制政府采购预算和实施计划、确定采购需求、组织采购活动、履约验收、答复询问质疑、配合投诉处理及监督检查等重点环节加强内部控制管理。
国务院办公厅关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知	2015. 8. 10	2017年6月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。
中华人民共和国政府采购法实施条例	2015. 3. 1	集中采购目录包括集中采购机构采购项目和部门集中采购项目。技术、服务等标准统一，采购人普遍使用的项目，列为集中采购机构采购项目；采购人本部门、本系统基于业务需要有特殊要求，可以统一采购的项目，列为部门集中采购项目。 国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。
财政部印发《关于加强国有金融企业集中采购管理的若干规定》	2001. 9. 20	规范国有金融企业集中采购行为，加强对采购支出的管理，提高采购资金的使用效益。

资料来源：中国政府采购网、万联证券研究所

2.2 公司深耕职业装领域，服务于多家大型国有企业

2.2.1 职业装为公司主导业务，推出 UPC 系统确保“一人一版一衣”

深耕商务职业装领域，旗下品牌涵盖商务男装、商务女装、商务休闲装。公司于2012年7月13日成功登陆A股市场，成为中国职业装第一股，完成了从时尚职业装到职业装领导品牌的变革。旗下乔治白定位中高端职业装，G73主导衬衫零售，JZZ专注男士商务休闲服装领域，索古精于时尚商务女装的设计研发，职尚定位以创意打造高端职场时尚。

职业装板块作为公司主导业务，近年来保持良好增长态势，收入规模与毛利率均处于行业领先水平。公司职业装销售依托于全国39个职业装营销中心，通过招投标的方式从客户获取订单，客户主要为大型企业客户，行业客户多集中于金融、电力、电信、邮政、烟草等行业。从规模来看，2020年，公司职业装收入达到10.43亿元，收入占比超过95%，是公司的主导业务。对比其他上市公司的职业装品牌，公司职业装收入的规模处于领先水平，仅次于海澜之家的圣凯诺。从增速来看，2015年-2019年，公司职业装收入CAGR达到15.56%，该业务板块快速发展，增速仅次于报喜鸟旗下的宝鸟

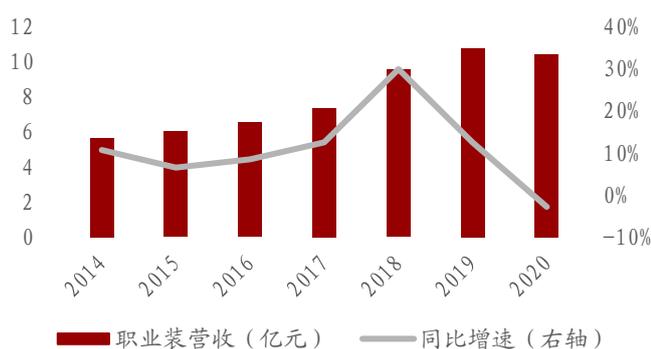
品牌，而圣凯诺的增速则远低于乔治白。从毛利率来看，受益于产能转移和智能化改造带来的成本优势，以及自身品牌知名度的提升，公司职业装产品2020年的毛利率接近50%，仅次于圣凯诺的52.7%。

图表28:公司旗下职业装品牌

品牌名称	logo	品类	定位&愿景
乔治白 /GIUSEPPE		男西服套装、女西服套装等	打造中高端职业装领导品牌
G73		以衬衫为主导的服装零售	引领男士衬衫时尚潮流
JZZ		休闲男装及配饰	商务休闲品牌，专注男士服装精致修身
索古 /COLLARBONE		女装设计、品牌形象设计	精于时尚商务女装的设计研发以及企业视觉形象的整体构建
职尚		创意设计	定位以创意设计打造高端职场时尚

资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表29:公司职业装板块历年营收及同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

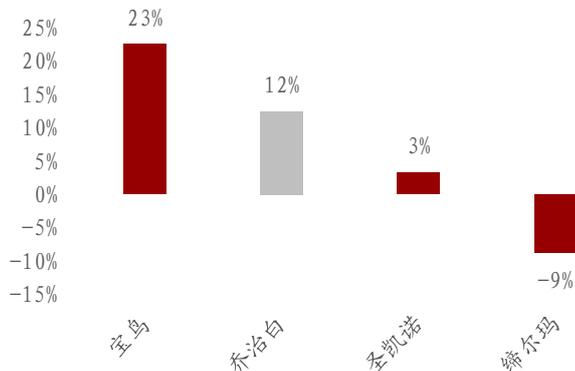
图表30:各品牌职业装历年营收规模对比 (亿元)



资料来源：各公司公告、万联证券研究所

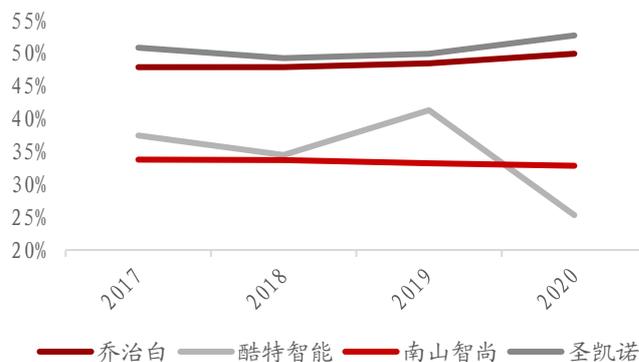
注：宝鸟为报喜鸟旗下子品牌，缔尔玛为南山智尚旗下子品牌，圣凯诺为海澜之家旗下子品牌

图表31:各品牌职业装收入 2017-2020 年 CAGR



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表32:各职业装品牌/公司历年毛利率对比



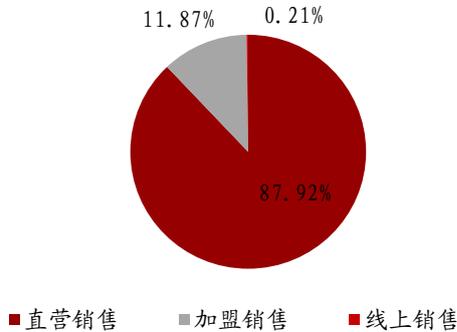
资料来源：各公司公告、万联证券研究所

注：圣凯诺为海澜之家旗下子品牌

推出UPC系统确保“一人一版一衣”。2012年，公司推出的职业装个性定制系统（UPC系统），充分结合职业装定制特性，综合考虑体型差异、年龄差异、地域差异、个人喜好等多方面因素，确保了一人一版一衣的个性化需求与工业化大生产的高效结合。经科研专家鉴定，该系统的启用使得效率环比提高21.3%，产能同比提高29.7%，返修下降9%，在业内具有领先性。

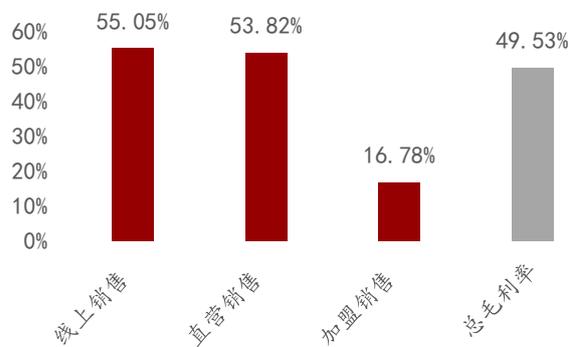
职业装营销中心覆盖全国核心区，提供一站式服务。公司职业装销售采取以直营职业装营销中心为主、代理商销售为辅的销售模式，零售专卖市场采取直营店和特许加盟店相结合的销售模式。2020年，公司实现直营销售收入9.57亿元，收入占比最高，为87.92%，加盟销售/线上销售收入占比分别为11.87%/0.21%。截至2020年末，公司建立了覆盖全国核心区域的职业装营销体验中心共计39个，23家直营职业装营销中心、18家零售直营店，引进15家代理商、68家零售特许加盟商。职业装营销体验中心提供包括售前信息咨询、产品展示及体验、商务洽谈、量体、交货和售后的一站式服务，具备对终端的掌控能力和对客户需求的快速反应能力。

图表33: 2020年公司分渠道收入占比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表34: 2020年公司分渠道毛利率



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表35: 公司职业装营销体验中心覆盖全国核心区域



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

2.2.2 拿下茅台集团订单，未来拟提升高毛利客户占比

中标茅台集团大体量订单，品牌实力获认可。公司于2020年底中标茅台集团厂服采购项目包1，为茅台集团厂提供西装套装、风衣等职业装。该项目中标金额约为1.12亿元，约占公司2019年度经审计营业收入总额的10.01%。此次一同参与投标的企业还包括知名服装品牌罗蒙、海澜之家，乔治白以82.22的评审得分被确认为项目包1的第一中标候选人，充分体现了公司整体实力。

图表36: 茅台集团厂服采购项目包1中标候选人

排序	名称	投标报价(元)	评审得分
第一中标候选人	浙江乔治白服饰股份有限公司	112234400.00	82.22
第二中标候选人	罗蒙集团股份有限公司	112234400.00	81.50
第三中标候选人	海澜之家股份有限公司	112234400.00	76.44

资料来源: 贵州省招标投标公共服务平台、万联证券研究所

图表37: 茅台集团厂服采购项目包1需求

采购内容	要求	单位	数量
男士上装1	款式: 夹克; 面料: 100%聚酯纤维; 里料: 100%铜氨丝; 颜色: 藏蓝色。	件	19912
男士上装2	款式: 夹克; 面料: 0.5%导电纤维, 99.5%澳洲羊毛; 里料: 45%铜氨丝 55%聚酯纤维; 颜色: 黑色。	件	19912
男士下装1	含棉量95%及以上(春秋款), 颜色: 藏青色、黑色各一条。	条	39824
男士下装2	含棉量95%及以上(春秋款), 颜色: 卡其色、浅灰色各一条。	条	39824
女士西装套装	面料: 0.5%导电纤维, 99.5%澳洲羊毛; 里料: 100%铜氨丝; 颜色: 藏青色。	套	10158
女士上装1	款式: 风衣; 面料: 100%聚酯纤维或100%棉; 里料: 优质化学纤维; 颜色: 藏青色。	件	10158
女士下装1	含棉量95%及以上(春秋款), 颜色: 藏青色。	件	20316

资料来源: 贵州省招标投标公共服务平台、万联证券研究所

目前银行为主要客户，未来积极拓展高毛利的券商客户。公司主营商务职业装，定位中高端领域。因此，公司客户主要集中在银行、电信、烟草等行业，其中商业银行的比例约占75%。从2019年开始，公司积极拓展非银金融领域客户，比如各大券商。2020年，公司已经取得了上海证券交易所、招商证券、国信证券、广发证券等订单，预计未来高毛利的券商客户占比会进一步提升，公司整体毛利率有望提升。

3 战略进军校服行业，合伙人模式下加速抢占市场

3.1 校服行业：集中度提升空间大，头部企业将受益

3.1.1 在校人数的增长+校服品质追求的提高驱动校服行业增长

起源时间早，但产业化起步晚。校服的概念最早起源于欧洲，是学校为了规范管理而规定的统一着装。大体来说，我国校服行业的发展经历了孔子办学、1949年后、改革开放后以及2020年以来四个阶段。中国最早的校服的产生可以追溯到东周春秋时期，在儒家文化的影响下，服饰体现着社会人群的阶层和身份地位，校服本也体现着中国传统美学中“整齐和谐”的审美观念。新中国成立前，校服风格也结合时代背景不断更新变化。但是直到21世纪，校服才真正进入了市场化发展的全新时代。

规范管理，校服行业当前正迈入高速增长期。2015年6月教育部、工商总局、质检总

局、国家标准委四部门联合印发出台了《关于进一步加强中小學生校服管理工作的意见》，旨在加快建立和完善中小學生校服管理制度，确保校服品质。同时，2015年我国首个针对中小學校服的国家标准GB/T31888-2015《中小學校服》完善了对校服质量、校服征订、选购流程、校服市场等方面的规范管理，进一步推动了校服行业的发展，使校服行业正式迈入高速增长期。2019年，中国校服产业研究中心成立，将进一步促进中国校服行业“市场化、透明化、民主化”的发展，为校服优质供给能力提升提供行业指导。

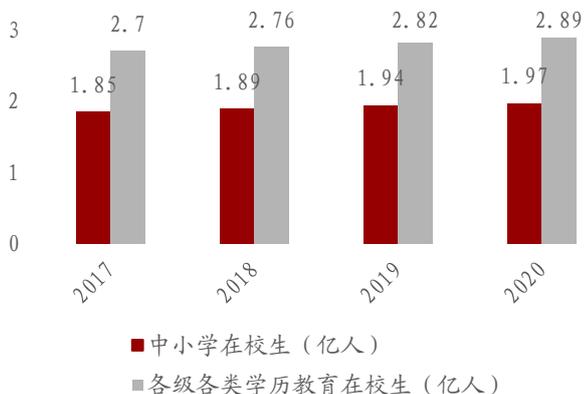
图表38:中国校服行业发展历程



资料来源：中国服装协会网、万联证券研究所

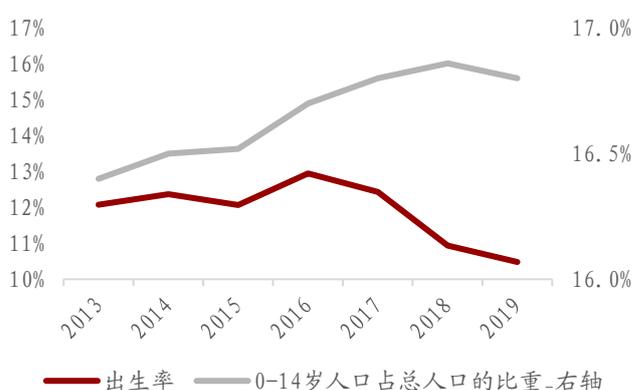
在校人数逐年扩大+三孩政策放开，校服行业未来潜在市场空间可观。根据国家统计局的数据显示，我国中小學在校生人数从2017年的1.85亿人提升至2020年的1.97亿人，各级各类学历教育在校生人数从2017年的2.70亿人提升至2020年的2.89亿人，在校學生人数逐年提升。而随着2021年三孩政策的放开，未来我国的出生率有望抬升，在校學生人数有望进一步增加，为校服产业带来可观的增量空间。

图表39:2017年-2020年我国在校學生人数



资料来源：教育部、万联证券研究所

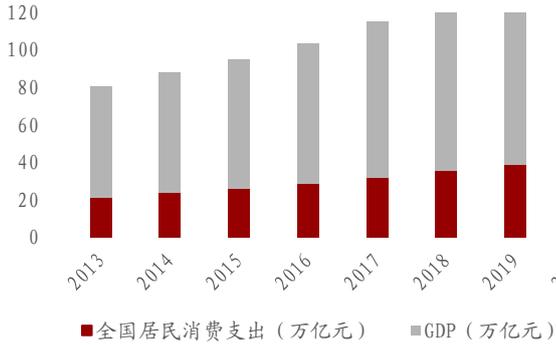
图表40:2013年-2020年出生率及0-14岁人口占比



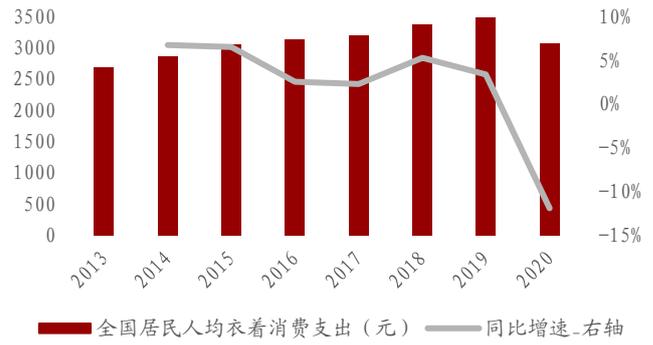
资料来源：Wind、国家统计局、万联证券研究所

经济增长推动生活水平提高，消费升级促使校服消费更重质量。校服作为教育场景中的重要元素，受到经济发展水平的影响。近年来我国GDP保持稳定增长，恩格尔系数下降，人们消费心态发生改变，消费结构升级，更加强调满足高品质消费需求。根据国家统计局数据，我国居民消费支出随GDP增长而增长，居民人均衣着消费支出总体呈现上升态势。随着90后成为家长群体主力军，其整体审美提高以及对质量的追求也促使其愿意增加对孩子校服花费的支出。

图表41:2013年-2020年GDP及居民消费支出



图表42:2013年-2020年居民人均衣着消费支出及增速



资料来源: Wind、国家统计局、万联证券研究所

资料来源: Wind、国家统计局、万联证券研究所

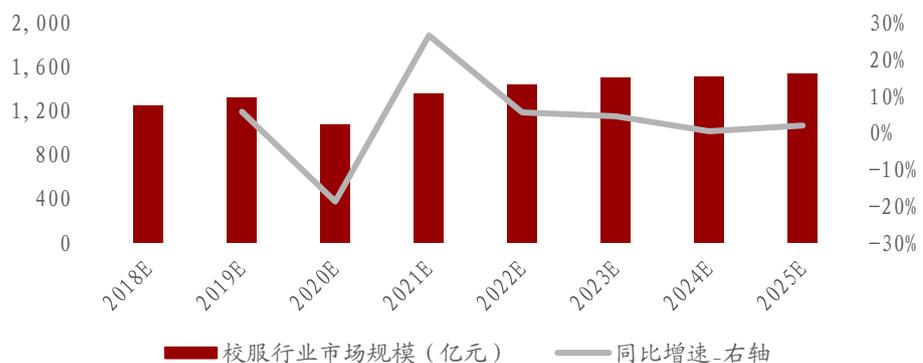
在校学生人数的稳步增加+校服均价的提升共同助力校服市场规模的扩大。由于我国全面二胎政策的正式推行时间为2016年1月1日,预计到2022年至2023年这一批新生儿将会进入小学阶段,因此我们假定2022年和2023年的中小学在校生人数增长率高于此前两年的增速。而随后由于2018-2019年新出生人口数有所下滑,预计中小学在校生人数将会随之下滑。另外,根据《中国校服产业白皮书》给出的理想校服全年四套系校服的理想价格平均值为661.97元/年,我们假定2018年全年校服均价为661.97元,此后按照每年3%的速度增长,此数据为近两年我国消费品通货膨胀率的近似值,由于2020年突发疫情导致校服采购受影响,因而2020/2021年校服均价增长率预计分别为-20%/+25%。我们预计,到2025年,中国校服行业的市场规模将达到1538亿元。

图表43:2018年-2025年校服行业市场规模估算

年份	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中小学在校学生人数(亿人)	1.89	1.94	1.97	2.00	2.05	2.08	2.02	2.00
中小学在校学生人数增长率(%)		2.6%	1.5%	1.3%	2.5%	1.5%	-2.5%	-1.0%
全年校服均价(元)	662	682	545	682	702	723	745	767
校服均价增长率(%)		3%	-20%	25%	3%	3%	3%	3%
校服行业市场规模(亿元)	1251	1323	1075	1361	1437	1502	1508	1538
校服行业市场规模增长率(%)		5.7%	-18.8%	26.6%	5.6%	4.5%	0.4%	2.0%

资料来源: 中国服装协会、教育部、世界银行、万联证券研究所

图表44:2018年-2025年校服行业市场规模预测

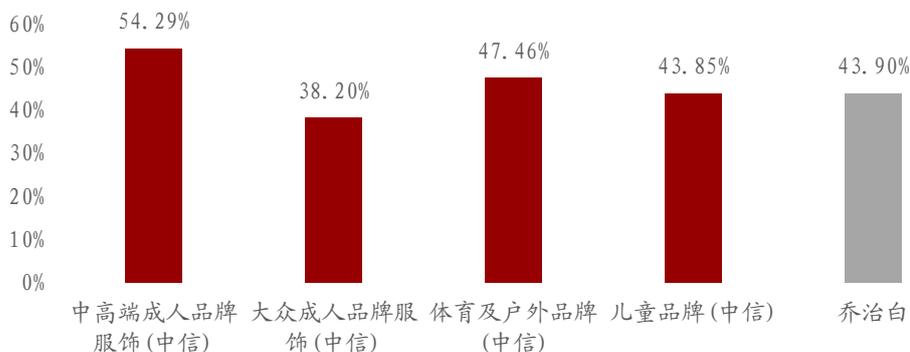


资料来源: 中国服装协会、教育部、世界银行、万联证券研究所

3.1.2 校服市场相当分散，品质过硬与交付能力强的头部企业占优势

竞争者数量众多，市场集中度极低。根据2019年的《中国校服产业白皮书》，校服行业内集中度极低，小微企业占据行业的95%以上，业内龙头伊顿纪德2019年市占率不足1%，且未出现全国性品牌，行业空间极其广阔。同时，校服行业内还存在着不少家庭作坊和体量庞大的代工厂，市场集中度非常低。校服品牌企业毛利率总体接近儿童品牌行业水平，校服产业还未形成清晰的竞争格局，尚未产生“领头羊”企业。

图表45: 销售毛利率比较



资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 图表中销售毛利率为2020年年报数据

重点校服品牌多为非上市公司，主要集中在东部沿海省份。2020年，全国招投标供应链品牌推介平台举办了“2020中国服装招标采购评价推介”活动，评选出“2020中国校服十大品牌”供应商。其中，乔治白、伊顿纪德（母公司苏美达）、飒美特（母公司波司登）为上市公司或品牌，Yooknet母公司优卡科技于2021年1月从新三板退市，其余品牌企业均为非上市公司。平均来说，十大品牌供应商公司发展历史长，其中最早的湖南派意特服饰有限公司于1993年成立。重点品牌主要集中在东部沿海省份，为服装产业集群地区。

图表46: 中国校服产业布局



资料来源: 中国服装协会、万联证券研究所

图表47: “2020 中国校服十大品牌”供应商

品牌	Logo	企业名称	成立时间
伊顿纪德	ETONKIDD 伊顿纪德	江苏苏美达伊顿纪德品牌管理有限公司	2012年
Yooknet	Yooknet [中国青少年校服品牌]	优卡(北京)科技股份有限公司	2010年
乔治白	GIUSEPPE	浙江乔治白校服有限公司	2015年
派意特	派意特 PALETTE	湖南派意特服饰有限公司	1993年
活力	中南活力 ZHONGNAN HUOLI	深圳市中南活力实业股份有限公司	2003年
奔立尔	BenLier 奔立尔	广东奔立尔实业集团有限公司	1999年
飒美特	飒美特	江苏飒美特服饰有限公司	2016年
哈芙琳	哈芙琳 HALFEN SCHOOL UNIFORM	上海哈芙琳服装科技有限公司	2009年
校园博士	CampusDr 校园博士	福建利牌服装有限公司	2004年
蓝鸟	BLUEBIRD [蓝鸟中国校服品牌]	成都市蓝鸟服装有限公司	2012年

资料来源: 全国招投标供应链品牌推介平台、企查查、万联证券研究所

我们认为，未来校服行业的集中度将会逐渐提升，原因有以下：

- ① 校服采购权逐步下放家委会，产品品质优良、品牌美誉度高的头部品牌将赢得青睐。当前校服采购均为集中采购，采购权由政府、学校或家委会把控。多地教育部门出台各类规定，在校服选购过程中给予学生和家長更多自主性。目前市场主流校服产品存在款式单一、品质不足等突出问题，因此大部分学校还鼓励专业设计人员和学生参与到校服的式样设计过程中，使校服真正体现学生需要和价值选择；采购时公示中标企业、校服质量标准、采购流程、采购价格等，主动接受社会监督。这从很大程度上减少了校服采购的“地方保护”行为，采购权逐步从教育局或校长决策向家委会等公开招投标和评标转化，有助于采购透明化以及校服品质化，产品品质优良、品牌美誉度高的头部品牌将赢得家长和学生的青睐。

图表48:主要校服采购机制



资料来源: 中国服装协会、万联证券研究所

- ② 校服采购季节性强，对企业生产反应能力要求高，具备产能、供应链、资金等优势头部企业有望进一步抢占市场份额。校服产品具有突出的季节性，一般在春

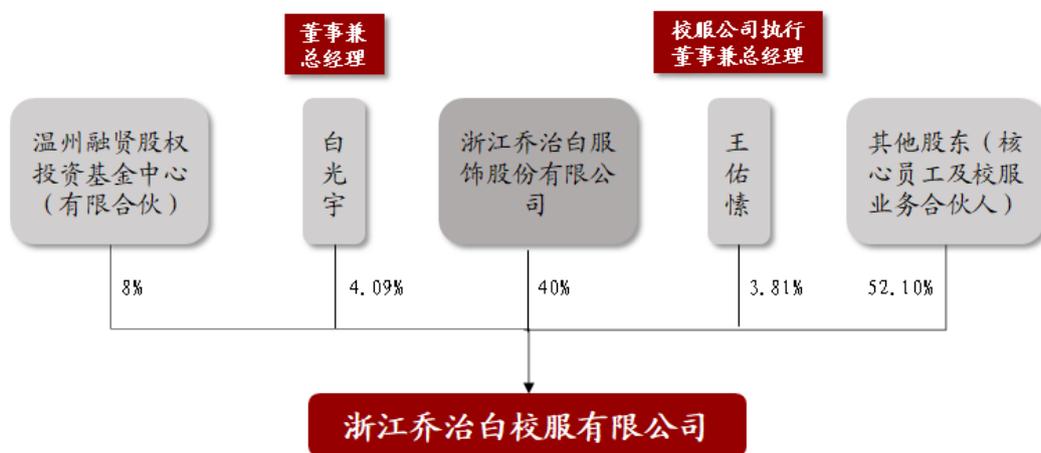
秋开学期间集中采购，平时则为淡季。短时间内大量的订单对生产企业的生产能力提出较高要求，校服企业必须具备快速的生产反应能力。而一般的家庭作坊和小型代购厂不具备此种生产能力，具有产能、供应链、资金等优势头部企业有望进一步抢占市场份额。

3.2 公司战略进军校服行业，合伙人模式下业务高速增长

设立子公司，战略进军校服行业。2015年，公司投资1000万成立子公司浙江乔治白校服有限公司，目前公司持股40%。乔治白校服子公司主营校服、服装饰品等制造和销售，涉及全品类校服业务，包括衬衫、西服、西裙、大衣、马甲、针织衫、运动服、冲锋衣、书包及其他配件等。乔治白校服带着“重新定义中国校服”的愿景，宣导积极的“服育文化”。

合伙人模式下校服业务高速扩张，已为上千所学校提供设计和产品服务。公司依托二十多年职业装经营积累的丰富经验，不断开拓区域合伙人，已为接近两千所学校提供设计和产品服务。公司校服业务主要客户为小学和初高中等学校，以招投标、竞争性谈判、磋商等方式获取订单。2015-2019年公司校服业务快速放量增长，CAGR高达68.42%，到2019年，公司的校服收入达到将近1亿元，同比增长32%。收入占比达到8.67%。而2020年校服业务出现较大下滑，究其原因在于疫情导致大部分学校上半年处于停课状态，随着疫情得到控制，校服业务将回到正轨。

图表49:校服子公司股权结构图



资料来源：公司公告、万联证券研究所

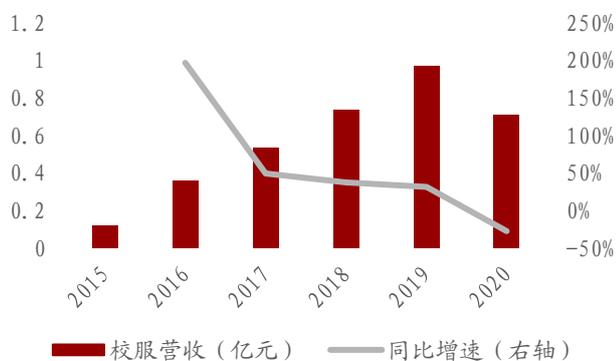
图表50:乔治白校服已服务近两千所中小学

涵盖类型	服务学校列举
知名学校	北师大附中、北京新英才学校、杭师大附中等。
集团性学校	碧桂园教育集团、新纪元教育集团、华信集团下属所有学校等。
区域性学校	厦门市直属所有学校、昭通市所有学校、莆田市区学校等。

资料来源：公司官网、万联证券研究所

与同行比较，收入和利润均有较大提升空间。伊顿纪德营收规模遥遥领先，乔治白紧随其后。而校服市场极其分散，未来上市公司有望凭借产能、供应链等优势压缩成本以及保证快速交付，从而赢得更多的订单。盈利水平方面，公司校服业务目前处于快速扩张时期，因此净利率仅为2.19%，相对于龙头伊顿纪德而言较低。

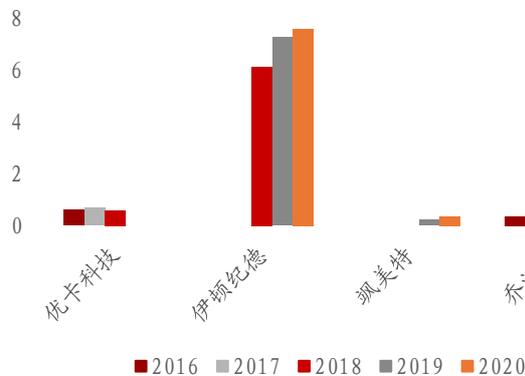
图表51:公司校服板块历年营收



资料来源:公司公告、万联证券研究所

注:口径为公司控股子公司浙江乔治白校服有限公司营收

图表52:各品牌校服历年营收规模(亿元)



资料来源:各公司公告、万联证券研究所

注:伊顿纪德为苏美达旗下子品牌,飒美特为波司登旗下子品牌

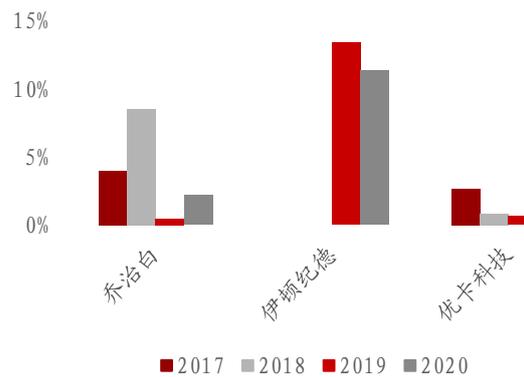
图表53:公司校服板块历年净利润及净利率情况



资料来源:各公司公告、万联证券研究所

注:口径为公司控股子公司浙江乔治白校服有限公司数据

图表54:各校服品牌净利率对比



资料来源:各公司公告、万联证券研究所

注:优卡科技数据截至2019年6月,乔治白口径为公司控股子公司浙江乔治白校服有限公司净利率

4 智能化改造提高效率,科技与品质双重护航

4.1 设计研发:公司注重研发,产品取得多项技术的创新突破

公司拥有资深的设计师团队,设计作品先后荣获多项大奖。公司共拥有5个来自国内外的设计团队,在上海、温州两地均设立了独立的产品设计研发队伍,并先后与英国设计师团队、日韩设计师团队合作,拥有一批自身的专业设计师、工艺导师、制版师等设计研发人员。公司设计师队伍具有潮流的设计理念,在全面调查和分析中国商务人群人体体型的基础上,结合行业客户对色彩管理、CI诉求等,设计出使人体各部位的比例更加协调,更加舒适的版型和款式,能够满足不同行业客户对产品的全方位需求,并得到了市场的持续认可。设计作品先后荣获中国校服园服设计大赛等全国性比赛的数十项大奖,并参与多项服装国家标准与行业标准的起草工作,是国内唯一一家

同时参与五项国家标准与一项行业标准制定起草的单位。

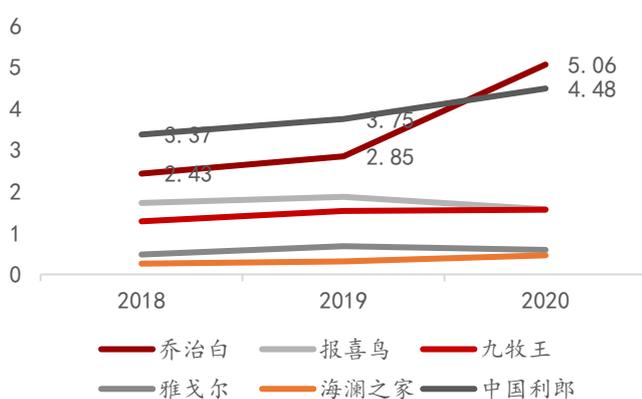
图表55:公司 5 个国内外的设计团队

设计团队	介绍
职尚创意设计中心	依托东华大学时尚创意设计领域的专家教授智囊团，曾为中国 2010 上海世博会、2014APEC 会议、浦发银行、中船重工、国家电网、中富控股等单位设计职业服。
尚祺女装设计	集结了来自国内外多所顶级设计院校毕业并有多年工作经验的优秀设计师，同时引进国际一线品牌的设计师资源，是公司重要的职业女装设计力量。
上海设计团队	2014 年在上海组建的买手型设计师团队，长期与国外优秀设计工作室保持资源共享与交互设计，与国际时尚设计前沿保持同步。
CB 设计顾问团	2014 年，与切斯特巴雷达达成战略合作协议，以其首席工艺师为主的设计顾问团队将与公司共享最新的工艺与版型技术，定期交流互动、质量管控。
乔治白总部设计团队	设计核心力量所在，多年积累的资深设计师资源，涵盖数据分析、设计、打版、样衣制作等所有环节

资料来源：公司官网、万联证券研究所

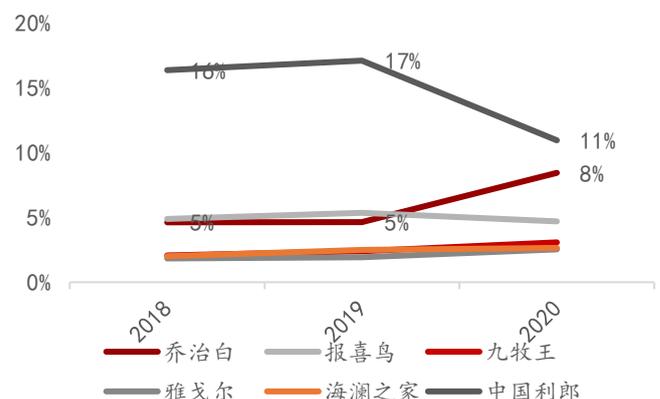
公司注重研发，研发费用率业内第一，产品取得多项技术的创新突破。公司注重研发，不懈追求技术创新与突破，持续开发新产品。近年间公司的研发费用率持续增长，2020年迅速提升至5.06%，远高于同行业其他公司。公司研发人员占比也呈现快速增长，到2020年达到8.45%，处于行业领先水平。通过对客户需求的研究、分析，基于微分子领域（分子交叉记忆）、新材料应用（新雪丽等材料的引入）及成衣功能性后整理技术（抗污、透气、环保）的突破，公司先后发布了EEQ分子交叉记忆衬衫、4A热保护功能性衬衫、半夹里西服、芳香衬衫、内置式松紧带西裤等产品，并都取得良好的市场反应。

图表56:行业研发费用率 (%) 比较



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表57:行业研发人员数量占比



资料来源：Wind、万联证券研究所

推进产学研合作，促进研究成果转化。公司于2007年10月与东华大学服装学院合作组建了职业服合作研究院，主要进行职业服文化、品牌、流行趋势、新兴技术及新型材料等方面的研究，定期发布中国职业装行业流行趋势报告，并在防臭、抗静电、放油抗污等新型技术在职业装领域应用等方面取得突破。同时，公司每年组织关键岗位员工赴东华大学进行专业培训。2020年12月，公司与上海工程技术大学纺织服装学院联合成立“科技创新研究中心”，构建产学研战略合作和协同发展新模式。通过打通产学研合作平台，公司一方面持续培养服装行业专业化人才，另一方对行业的发展趋势和技术水平进行跟踪研究，从而加速和巩固自身技术水平，不断增强公司的产品市场竞争

争力。

图表58:公司合作东华大学服装学院联手成立“职业装研究所”



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表59:公司携手上海工程技术大学纺织服装学院共建科技创新研究中心



资料来源：公司官网、万联证券研究所

4.2 生产：智能化改造助力提高效率，更快速响应客户需求

公司生产体系完善。公司采取自主生产为主、委托加工为辅的生产模式，生产体系完善，三大生产基地分别位于浙江温州、河南商丘和云南曲靖，通过SAP系统交互，实现技术与资源的实时共享与升级。公司全面引进国际先进设备，拥有智能化的西服和衬衫生产流水线。

图表60:公司云南生产基地



资料来源：公司官网、万联证券研究所

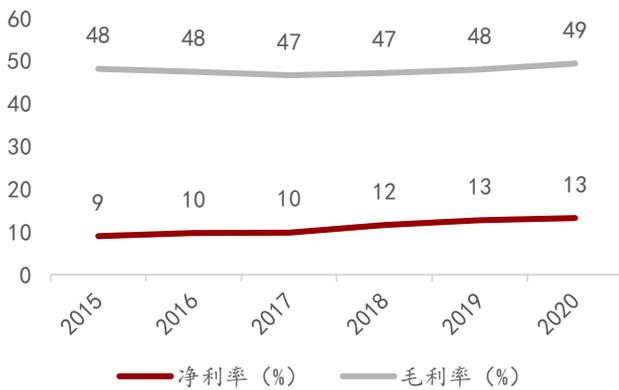
图表61:公司三大生产基地情况

生产基地	时间/方式	使用面积 (㎡)
浙江温州平阳 县昆阳镇乔治 白休闲服生产 基地	2001年，投资1550 万元自建	4.09万
河南商丘虞城 县生产基地	2012年，投资7000 万元自建	4.18万
云南曲靖生产 基地	2014年，3660万元 收购曲靖浩祥服饰 有限公司60%股权	-

资料来源：公司公告、万联证券研究所

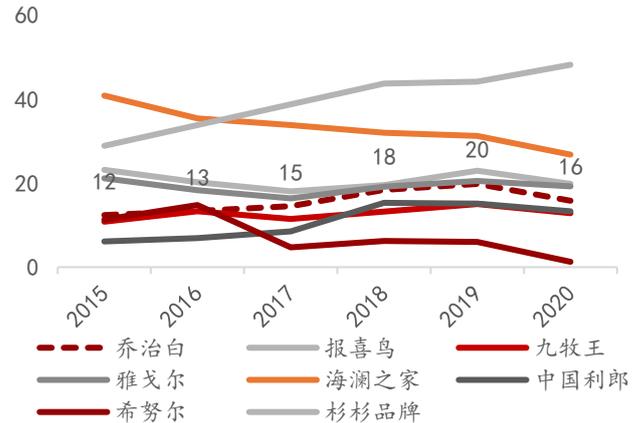
智能化改造强化公司B/C2B模式优势。公司采用按需采购为主的采购模式，即订单驱动的大规模个性化定制模式。2020年，公司完成三大生产基地的智能化改造。在B/C2B模式下，公司融合千万级量体大数据，在满足了定制服装一人一版的差异化要求基础上，又通过智能化生产极大降低了定制的门槛，最终实现了原料、设备及人力的效率最大化，全产业链协同创新降本提效。公司毛利率从2019年的48.04%提升至2020年的49.43%；净利率逐年提升，2015-2020年，公司净利率从9.02%提升至13.26%；存货/总资产比例则从2019年的19.83%下降至2020年的15.79%，显示存货控制更为良好。

图表62:近年公司销售净利率稳定提升



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表63:同行业公司存货占总资产比例情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

打造“智造”解决方案闭环, 智能工厂、智能仓实现制作全流程管理。公司贯彻“科技是第一生产力”的理念, 紧密跟踪工业4.0的发展趋势, 积极响应“智能制造2025”, 引入数字化、智能化模式, 对传统制造业进行改革创新。利用人工智能技术, 公司实现了对每个订单智能生产的全流程管理, 贯通从订单、裁剪到流转和分拣的各个环节。在生产制作环节, FRP生产执行系统和GST工艺分析系统分别抓取每个产品的订单信息及技术工艺信息, 并生成唯一的电子身份。在具备生产条件后, 智能裁剪系统根据数据信息对面料进行自动化单裁, 实现模块化、智能化、数据化操作, 有效确保面料裁片精确度, 使裁切效率较传统裁剪提升15%以上。在流转仓储环节, 吊挂系统串联整个生产流程, 使操作人员手持量减少90%, 较传统生产模式效率提高近25%。待智能分拣后, 产品进入智能物流仓储管理直至送达终端。智能化系统一定程度解决了公司产品因季节性特点带来的发货难、发货慢、差错率高等问题, 提升了职业服、校服等产品的运行效率。

图表64:公司自动裁床设备



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

图表65:公司全自动吊挂系统



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

4.3 产品: 用料考究, 建立了良好的品牌美誉度

公司的服装产品用料考究, 产品受众多知名企业青睐, 乔治白登榜中国行政职业装十大品牌。公司合作世家宝、多美、杰尼亚、诺悠翩雅等十余家世界一流面料生产商, 并且选用高士、海莎、YKK等全球领先的辅料提供商, 公司服装用料考究, 将品质做到极致。正因公司生产的职业装品质过硬, 其产品也受到国内不少知名企业的青睐, 包括中国银行、中国建设银行、渣打银行在内的众多银行, 以及中国石油、中国电信、国家电网、联想、中国国际航空等不同领域的多家大型企业。2020年12月底, 公司在

参与茅台集团厂服采购项目包的角逐中胜出，采购项目包金额达1.12亿元（达到公司2019年度营收的10.01%），体现了茅台集团对公司服装技术、工艺水平和综合竞争力的充分认可。而根据2020年企业采购十大服装供应商排名榜显示，乔治白位列其中，品牌获得市场一致认可。

图表66:公司精选顶级面料辅料供应商

LOGO	品牌	介绍
	Scabal 世家宝 (英)	"金钱能买到的最好面料"
	Dormeuil 多美 (法)	仅次于世家宝的选择
	Ermenegildo Zegna 杰尼亚 (意)	蜚声全球的精细羊毛面料生产商
	Loro Piana 诺悠翩雅 (意)	世界上最大的顶级羊绒供应商
	Cerruti1881 切瑞蒂 1881 (意)	意大利顶级西服面料品牌
	COATS 高士 (英)	世界上最大的工业用缝纫线和绣花线制造商及供货商
	HELSEA 海莎	世界上最著名的垫肩制造商
	KUFNER 骏马 (德)	全球衬布行业的领袖公司
	YKK 吉田拉链 (日)	世界上最大的拉链制造公司
	TORAY 东丽 (日)	世界第一的纤维公司

资料来源：公司官方微信号、万联证券研究所

图表67: 2020年企业采购十大服装供应商(排名不分先后)

品牌	企业名称
雅戈尔	宁波雅戈尔服饰有限公司
雷诺	山东岱银纺织集团股份有限公司
HUBAO	江苏虎豹集团有限公司
乔治白	浙江乔治白服饰股份有限公司
BONO	上海宝鸟服饰有限公司
乔顿世家	浙江乔顿服饰股份有限公司
NO.1	佛山市南海 NO.1 实业有限公司
派神	兰州三毛实业有限公司
红领	青岛酷特智能股份有限公司
为高	广州为高服饰有限公司

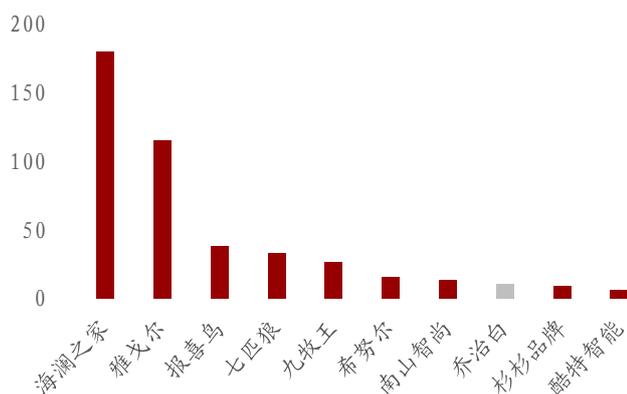
资料来源：全国招投标供应链品牌推介平台、万联证券研究所

5 财务分析：盈利能力领先，现金流健康

我们在上市公司中选取了涉及职业装的上市公司进行财务对比，包括乔治白、海澜之家、雅戈尔、报喜鸟、南山智尚、杉杉品牌、酷特智能、希努尔、七匹狼、九牧王。

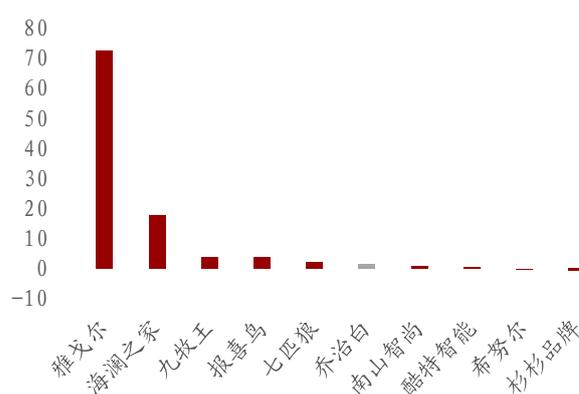
规模：公司专注于职业装细分赛道，与其他涉及职业装的服装上市企业相比，营收及归母净利润规模较小。

图表68:2020年营收规模对比（亿元）



资料来源：Wind、万联证券研究所

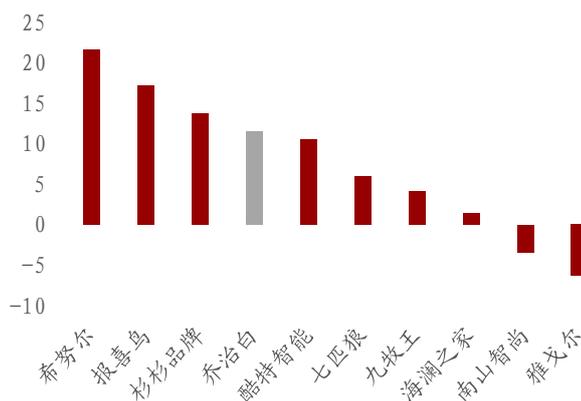
图表69:2020年归母净利润对比（亿元）



资料来源：Wind、万联证券研究所

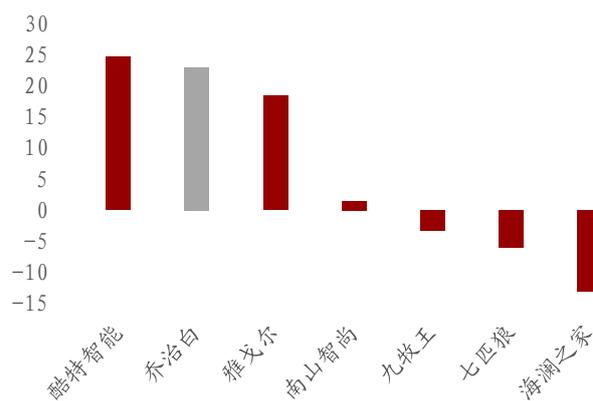
成长能力：2016-2020年，公司营收及归母净利润均呈现快速增长趋势，其中营收CAGR达到11.57%，位居行业第4；归母净利润CAGR达到22.96%，位居行业第2，保持较好的成长性。

图表70:2016-2020年营收CAGR对比（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表71:2016-2020年归母净利润CAGR对比（%）

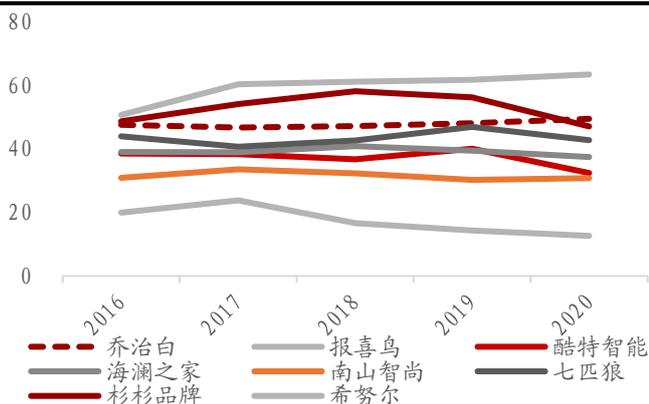


资料来源：Wind、万联证券研究所

注：2016年报喜鸟、2020年杉杉品牌及希努尔归母净利润为负

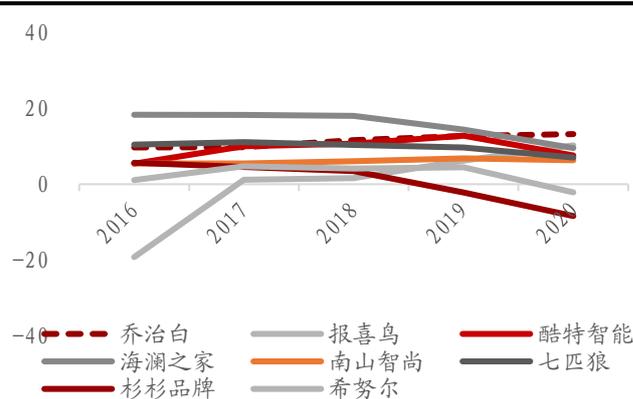
盈利能力：公司盈利能力优秀，毛利率常年维持在46%-50%水平，2020年毛利率达到49.43%，在业内稳居前列；净利率稳中有升，由2016年的9.73%逐步提升至2020年的13.26%，反观业内大部分公司净利率均处于下滑阶段，彰显出公司强劲的综合竞争力。

图表72:2016-2020年毛利率对比(%)



资料来源: Wind、万联证券研究所

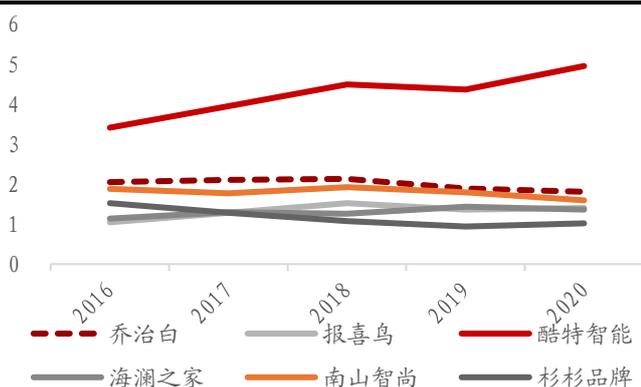
图表73:2016-2020年净利率对比(%)



资料来源: Wind、万联证券研究所

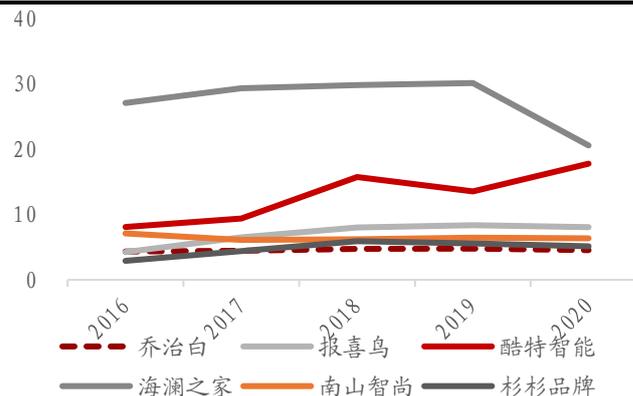
营运能力: 与以零售为主导的同业公司不同,公司采取B/C2B模式,能有效缓解制造商的资金压力,提升整体营运效率。公司2020年存货、应付账款周转率分别为1.81、8.90次,均处于行业领先地位,但应收账款周转率在行业中处于较低水平。

图表74:2016-2020年存货周转率对比(次)



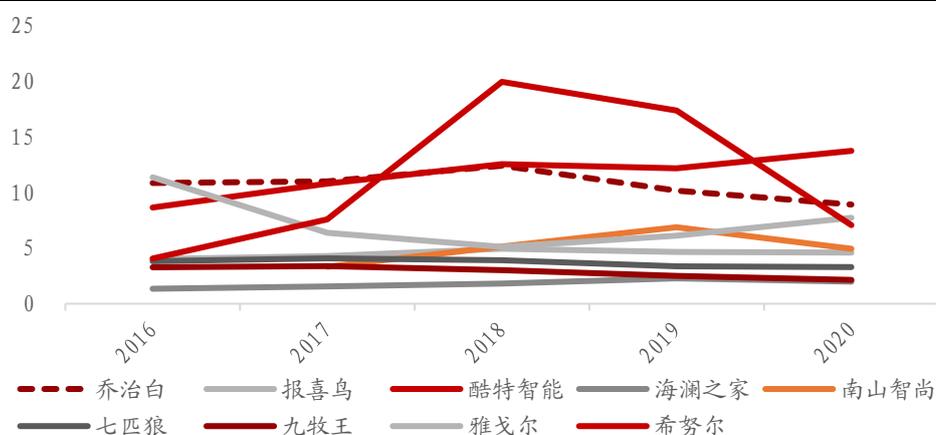
资料来源: Wind、万联证券研究所

图表75:2016-2020年应收账款周转率(次)



资料来源: Wind、万联证券研究所

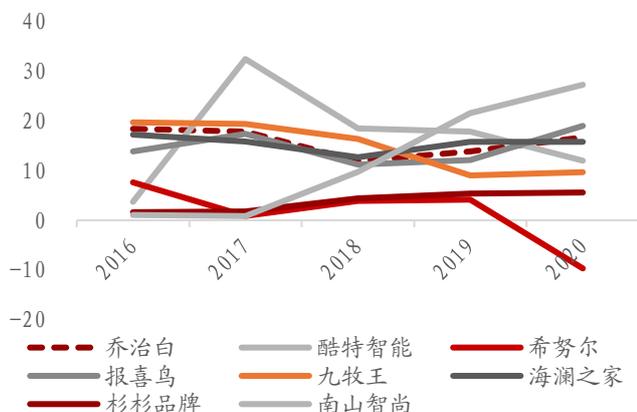
图表76:2016-2020年应付账款周转率(次)



资料来源: Wind、万联证券研究所

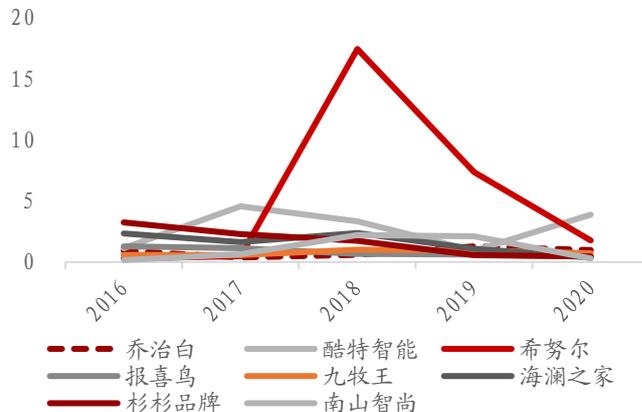
现金流情况: 公司整体现金流合理充裕, 2020年经营活动现金流与营收之比为16.65%, 在同业中处于中上水平; 从资本支出/折旧摊销的值来看, 2020年为0.99, 表明近年来公司没有大幅扩张计划, 经营战略维持稳定。

图表77:历年经营活动现金流/营收 (%)



资料来源: Wind、万联证券研究所

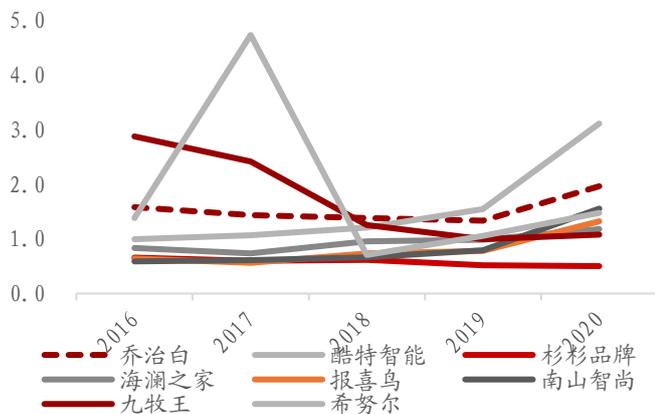
图表78:历年资本支出/折旧和摊销



资料来源: Wind、万联证券研究所

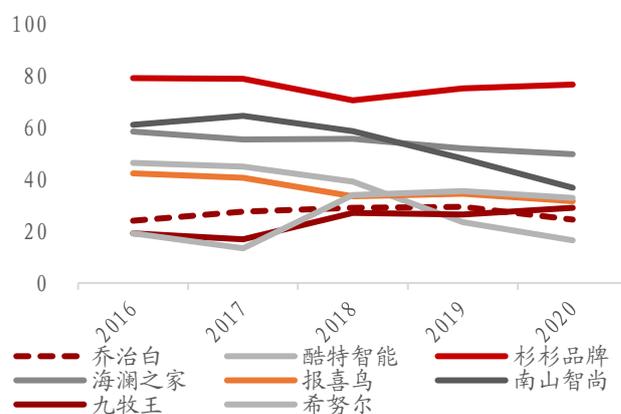
偿债能力: 近年来公司偿债能力优异, 速动比率位居行业前列, 2020年达到1.96, 排名行业第二; 而资产负债率远低于行业水平, 2020年为24.53%, 在同行业中仅高于酷特智能, 说明公司负债较少。

图表79:2016-2020年速动比率对比



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表80:2016-2020年资产负债率对比 (%)



资料来源: Wind、万联证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们将公司营收按行业拆分为职业装收入、零售收入、设计费收入、其他业务收入。

- 1) 职业装:** 职业装板块收入包括职业装与校服收入。我们预计, 随着职业装和校服行业集中度进一步提升, 头部企业将会抢占更多份额, 因而给予职业装收入2021-2023年的收入增速分别为22%/16%/16%。此前公司职业装的客户75%源于商业银行, 公司目前正积极开拓券商客户, 我们预计, 随着未来高毛利的券商客户占比的提升, 职业装板块的毛利率将进一步提升。
- 2) 零售:** 公司零售业务占比较小, 2020年零售收入占比仅为2.95%。截止2020年末, 公司在全国范围共有18家直营门店, 涉及的品牌包括G73和JZZ。由于公司采取职业装为主、零售为辅的战略, 且近年线下实体零售门店受电商的冲击, 我们预计, 未来零售业务收入将以较低的速度发展。
- 3) 设计费收入:** 该业务收入受当年所接的设计订单波动较大, 因而导致2019、2020年降幅较大, 预计随着业务的顺利开展, 未来几年该板块收入增速有望保持平稳。
- 4) 其他业务:** 该业务收入主要源于租赁收入以及面料销售收入。由于2020年疫情导致基数较低, 预计2021年将会有10%的增长, 未来几年该业务板块收入将保持平稳。
- 5) 费用端:** 2020年公司完成三大生产基地的智能化改造, 预计未来效率提高的同时人工成本将进一步下降。同时, 收入的增速快于费用的增速, 预计销售、管理、研发、财务费用率将会有所下降。

图表81: 收入、毛利率拆分及预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收 (百万元)	1004.59	1121.07	1088.47	1321.92	1527.78	1766.37
yoy	27.70%	11.59%	-2.91%	21.45%	15.57%	15.62%
毛利率	47.10%	47.95%	49.53%	49.62%	50.15%	50.69%
职业装:						
职业装收入 (百万元)	954.12	1073.60	1043.50	1273.07	1476.76	1713.04
yoy	29.87%	12.52%	-2.80%	22.00%	16.00%	16.00%
占总营收比例	94.98%	95.77%	95.87%	96.30%	96.66%	96.98%
职业装毛利率	47.88%	48.46%	49.92%	50.00%	50.50%	51.00%
零售:						
零售收入 (百万元)	36.04	34.37	32.15	34.72	35.76	36.83
yoy	-15.54%	-4.64%	-6.47%	8.00%	3.00%	3.00%
占总营收比例	3.59%	3.07%	2.95%	2.63%	2.34%	2.09%
零售毛利率	25.86%	34.64%	36.92%	36.00%	36.50%	37.00%
设计费收入:						
设计费收入 (百万元)	2.88	0.80	0.19	0.23	0.25	0.28
yoy	453.70%	-72.14%	-76.15%	20.00%	10.00%	10.00%
占总营收比例	0.29%	0.07%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
设计费收入毛利率	55.87%	-58.26%	22.88%	23.00%	23.50%	24.00%
其他业务:						
其他业务收入 (百万元)	11.55	12.29	12.64	13.90	15.01	16.22

yoy	30.72%	6.49%	2.80%	10.00%	8.00%	8.00%
占总营收比例	1.15%	1.10%	1.16%	1.05%	0.98%	0.92%
其他业务毛利率	46.76%	47.55%	49.81%	49.00%	49.00%	49.00%
费用端:						
销售费用率	17.77%	18.34%	16.00%	16.50%	16.30%	16.00%
管理费用率	6.82%	6.51%	6.59%	6.20%	6.10%	6.00%
研发费用率	2.43%	2.85%	5.06%	5.00%	4.90%	4.80%
财务费用率	0.00%	0.00%	-0.12%	-0.04%	-0.02%	-0.06%
利润端:						
归母净利润 (百万元)	112.98	143.13	143.86	191.19	239.14	299.05
yoy		26.69%	0.51%	32.90%	25.08%	25.06%
净利率	11.25%	12.77%	13.22%	14.46%	15.65%	16.93%

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

6.2 投资建议

公司是中国职业装的领导者, 已形成了以商务职业装为主, 零售为辅, 战略进军校服的业务格局, 旗下拥有丰富的品牌矩阵和客户资源。1) 短期来看, 公司在2021年推行股权激励、员工持股计划, 有利于绑定员工利益、激发员工的积极性, 而回购计划的实施更是彰显了公司发展的信心。2) 中长期来看, 近年来受益于阳光采购、集采政策的推行, 职业装行业马太效应显现, 而公司的职业装大单占比也在不断提升, 收入和利润稳步增长。随着未来公司客户结构的进一步优化以及智能化生产基地的降本增效, 毛利率与净利率水平有望更上一台阶。

我们预计, 公司2021-2023年EPS分别为0.55/0.69/0.86元/股。考虑到公司的成长性, 结合可比公司估值, 给予公司2022年18-20倍PE, 对应目标价为12.4-13.7元, 首次覆盖给予“买入”评级。

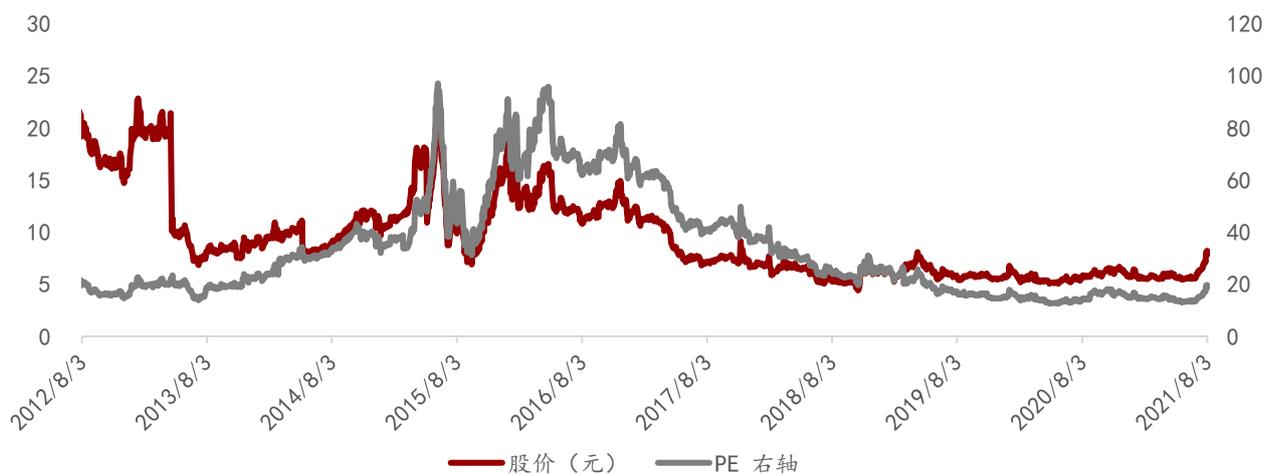
图表82: 可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价 (原始币种)	EPS (元)			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300840.SZ	酷特智能	12.9	0.20	-	-	85.28	-	-
300918.SZ	南山智尚	9.6	0.24	-	-	48.99	-	-
002029.SZ	七匹狼	5.7	0.28	0.36	0.41	18.99	15.86	13.95
601566.SH	九牧王	15.5	0.64	0.66	0.73	17.76	23.44	21.34
600398.SH	海澜之家	7.3	0.41	0.69	0.81	15.54	10.49	9.01
002154.SZ	报喜鸟	5.3	0.30	0.45	0.57	11.06	11.68	9.16
600177.SH	雅戈尔	6.3	1.56	-	-	4.60	-	-
1749.HK	杉杉品牌	0.8	-0.51	-	-	-0.78	-	-
002485.SZ	希努尔	5.3	-0.04	-	-	-139.34	-	-
002687.SZ	乔治白	7.8	0.41	0.55	0.69	15.67	14.25	11.36

资料来源: Wind、万联证券研究所整理及预测

注: 股价选取2021年8月3日收盘价; 乔治白2021、2022年EPS和PE取自我们团队预测, 其余的为wind一致预测。

图表83: 公司目前估值处于历史底部



资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 股价为收盘价

7 风险因素

疫情反复风险、行业竞争加剧风险、业务拓展不达预期风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1088	1322	1528	1766
%同比增速	-3%	21%	16%	16%
营业成本	550	666	762	871
毛利	538	656	766	895
%营业收入	49%	50%	50%	51%
税金及附加	13	16	18	21
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	174	218	249	283
%营业收入	16%	17%	16%	16%
管理费用	72	82	93	106
%营业收入	7%	6%	6%	6%
研发费用	55	66	75	85
%营业收入	5%	5%	5%	5%
财务费用	-1	-1	0	-1
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-48	-40	-38	-35
信用减值损失	-6	-5	-5	-5
其他收益	21	24	28	32
投资收益	0	0	0	1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	193	254	317	395
%营业收入	18%	19%	21%	22%
营业外收支	-8	-7	-8	-9
利润总额	184	247	309	386
%营业收入	17%	19%	20%	22%
所得税费用	40	54	68	85
净利润	144	193	241	301
%营业收入	13%	15%	16%	17%
归属于母公司的净利润	144	192	240	300
%同比增速	1%	34%	25%	25%
少数股东损益	0	1	1	1
EPS (元/股)	0.41	0.55	0.69	0.86

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.41	0.55	0.69	0.86
BVPS	3.64	3.60	4.00	4.51
PE	19.85	14.80	11.85	9.49
PEG	30.77	0.44	0.48	0.38
PB	2.23	2.26	2.04	1.80
EV/EBITDA	7.00	7.90	6.09	4.60
ROE	11%	15%	17%	19%
ROIC	11%	14%	16%	18%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	503	520	669	846
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	236	282	322	373
存货	280	325	369	423
预付款项	10	12	14	16
合同资产	8	8	8	7
其他流动资产	39	48	63	80
流动资产合计	1076	1194	1443	1745
长期股权投资	8	9	10	11
固定资产	486	466	450	432
在建工程	6	7	8	9
无形资产	98	97	97	98
商誉	8	8	8	8
递延所得税资产	42	42	42	42
其他非流动资产	51	45	40	34
资产总计	1776	1870	2099	2381
短期借款	0	5	6	7
应付票据及应付账款	125	159	184	212
预收账款	0	1	1	1
合同负债	116	140	160	183
应付职工薪酬	84	101	117	134
应交税费	61	74	86	99
其他流动负债	20	41	57	74
流动负债合计	405	515	604	704
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	28	28	28	28
负债合计	436	546	634	734
归属于母公司的所有者权益	1275	1258	1399	1579
少数股东权益	65	66	66	67
股东权益	1340	1324	1465	1646
负债及股东权益	1776	1870	2099	2381

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	181	252	286	337
投资	10	4	4	4
资本性支出	-46	-35	-42	-44
其他	0	1	-1	0
投资活动现金流净额	-36	-30	-38	-40
债权融资	0	0	0	0
股权融资	30	-110	0	0
银行贷款增加(减少)	0	5	1	1
筹资成本	-2	-80	-100	-120
其他	-5	-19	0	0
筹资活动现金流净额	24	-205	-99	-119
现金净流量	170	17	149	178

数据来源: 携宁科技云估值、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场