

经营稳健的多品牌服饰龙头

研究结论

- 公司是国内领先的多品牌服饰企业，其旗下森马品牌和巴拉巴拉品牌分别为国内休闲服和童装行业第二和第一的品牌。近年来公司依托加盟为主的渠道快速扩张和双品牌齐头并进的优势取得了快速增长，2007—2010年营业收入和净利润的复合增长率分别为 51% 和 88%，毛利率保持稳定上升态势，期间费用控制严格，净利率水平在行业保持领先地位。
- 森马休闲服业务的核心竞争力主要在于以加盟为主的经营模式具有强大的渠道拓展能力、契合品牌定位的多样化产品开发实力、高效的供应链管理能力和独特的“和谐共赢”经营理念等。
- 考虑到规模基数和发展阶段等原因，我们认为公司森马休闲服的增长将进入相对稳定而更有质量的阶段。从具体的增长动因上分析，我们认为森马休闲服的的未来增长一方面来自于客户群的延伸，另一方面来自于渠道的质量型增长——渠道数量的增长、单店面积的提升、平效的稳定上升和加盟商体系的调整带来的渠道运营效率提升。
- 巴拉巴拉童装业务的核心竞争力在于其作为国内第一大儿童服饰品牌的先发优势、简洁深刻的品牌理念、较好的质量控制和供应链管理、贴近儿童的设计理念和丰富便利的营销渠道等。
- 我们认为公司未来童装业务仍将保持较高的增长速度，其增速将明显超过公司的森马品牌休闲服装的增长。基于童装市场巨大的市场潜力、行业当前十分分散的竞争态势、公司在童装运营方面的先发优势和相对较小的销售规模，我们对公司童装的增长保持相对乐观的预期。我们认为巴拉巴拉品牌未来的增长主要来自于渠道的快速扩张（数量扩张、单店面积提升和平效提高）和品类的日益丰富。
- 关于公司与美邦服饰的比较，我们的基本观点如下：这是两家不同风格的优秀企业，各自有自己的长处和短板，在契合自身战略定位的发展轨道上都将获得良好的增长预期。森马服饰的长处在于其长期积累的加盟渠道资源和加盟为主的扩张能力以及在童装业务方面的先发优势，公司拥有一个团结、综合能力较高的中高层管理水平，公司对费用和成本的控制能力很强，因此在净利润率方面处于行业领先水平，也明显超过美邦服饰。森马服饰的短板可能在于其非充分扁平化的加盟商体系未来可能面临的控制力和运营效率问题。
- 盈利预测及投资评级：我们预计公司 2011—2013 年的每股收益分别为 2.10 元、2.80 元和 3.69 元，未来三年盈利的复合增长率在 35% 左右。考虑公司的质地、成长性及同行公司的估值水平，我们认为给予公司 2012 年 25 倍的估值较为合理，对应目标价 70 元。首次给予“买入”评级。
- 投资风险：休闲服务业务拓展速度低于预期，自购大店策略的积极推进对经营的可能影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

糜韩杰

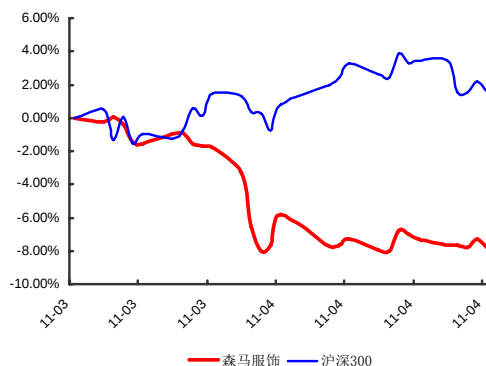
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 5 月 5 日)	53.77 元
目标价格	70.00 元
总股本/A 股 (百万股)	670
A 股市值 (亿元)	30.43
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 5 月 6 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6287	8705	11575	15100
同比 (%)	48	38	33	30
归属母公司净利润	1001	1406	1877	2475
同比 (%)	46	41	33	32
毛利率 (%)	35.8	35.9	36.1	36.2
ROE (%)	49.9	17.9	19.3	20.3
每股收益 (元)	1.67	2.10	2.80	3.69
P/E (倍)	35.28	25.89	19.40	14.71
P/B (倍)	16.27	4.63	3.74	2.98
EV/EBITDA (倍)	25	19	14	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、公司概况	4
1、公司是国内领先的多品牌服饰企业	4
2、公司近年来经营业绩分析	5
3、公司募集资金项目分析	6
二、森马休闲服实现稳步有效增长	7
1、青春休闲服行业高速增长为公司带来广阔空间	7
2、森马休闲服的核心竞争力	8
3、森马品牌的未来增长来自客户群的延伸和渠道的质量型增长	11
三、巴拉巴拉童装保持高速增长	12
1、童装市场容量近 4000 亿，未来五年年均消费增速预计将达 10%以上	12
2、国内童装市场的特点	13
3、巴拉巴拉童装的竞争力	17
4、巴拉巴拉童装未来的增长来自于渠道的快速扩张和品类的丰富	19
四、公司与美邦服饰的对比	20
五、盈利预测与估值分析	22
六、投资风险	23

图表目录

图 1 公司业务模式流程图	4
图 2 公司近年营业收入和净利润情况	5
图 3 公司近年综合毛利率情况	6
图 4 公司近年来期间费用率情况	6
图 5 国内青春休闲服进入高速增长阶段	8
图 6 国内休闲服市场占有率情况（2008）	8
图 7 森马品牌渠道数量稳步增长	9
图 8 森马品牌渠道数量领先于国内休闲服同行（2009）	9
图 9 公司研发费用占主营业务收入的比重	10
图 10 国内童装零售额稳步增长	13
图 11 73%的消费者认为童装的合理价位在 50-100 元之间	14
图 12 国内童装行业零售渠道的构成及占比情况	14
图 12 国内童装行业零售渠道的构成及占比情况	15
图 13 大部分消费者对童装具有比较强的品牌意识	15
图 14 73%的消费者在购买童装时会选择纯棉面料	16
图 15 71%的消费者在购买童装时会参考孩子的意见	16
图 16 巴拉巴拉品牌的销售渠道近年快速扩张	18
图 17 巴拉巴拉的店铺数是国内童装品牌中最多的	18
图 18 巴拉巴拉店铺内的墙面也透着童趣	19
图 19 森马服饰和美邦服饰盈利能力的比较	20
图 20 森马服饰和美邦服饰期间费用比率的比较	21
图 21 森马服饰和美邦服饰资产运营能力的比较	21
附图：相关上市公司近期资金流向	25
表 1 公司旗下两大品牌概况	4
表 2 公司募集资金渠道建设规划	7
表 3 国内上市主要休闲服公司设计款式数量对比	10
表 4 公司两大物流配送中心情况	11
表 5 2010 年森马品牌和美邦品牌休闲服销售规模和渠道比较	22
表 6 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值表	23
附表：财务报表预测与比率分析	24

一、公司概况

1、公司是国内领先的多品牌服饰企业

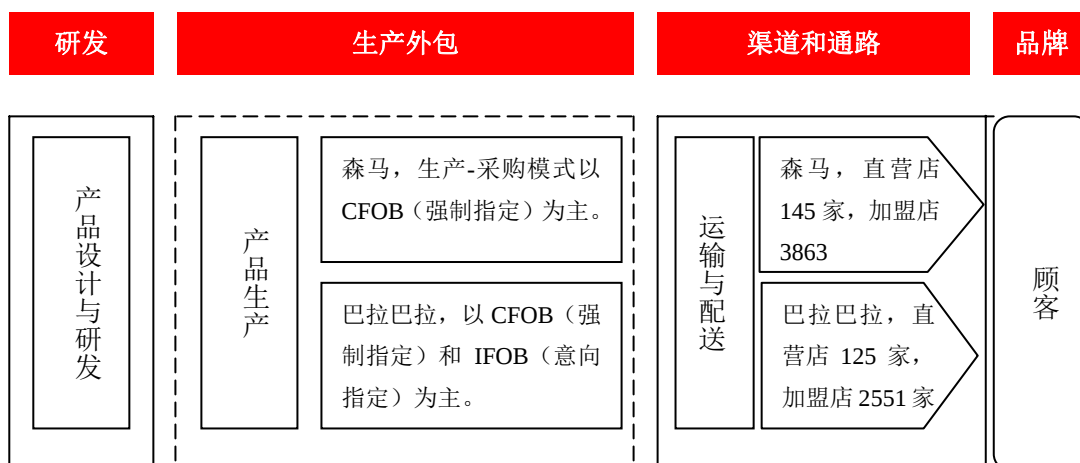
公司是国内领先的多品牌服饰企业，专注于休闲服饰和儿童服饰的经营，主营业务包括服饰设计与开发、外包生产、服饰营销和分销。公司是典型的轻资产公司，主抓产品设计和渠道拓展，生产全部外包，渠道也以加盟为主（占 90%以上）。公司拥有森马休闲服饰和巴拉巴拉儿童服饰两大知名品牌。根据 Euromonitor 的市场调查数据，以 2008 年度的终端销售收入计算，公司的森马品牌为国内第二大休闲服饰品牌（第一是美邦），巴拉巴拉品牌为国内第一大儿童服饰品牌。

表 1 公司旗下两大品牌概况

品牌	森马	巴拉巴拉
细分行业	休闲服	儿童装
目标消费群	16–25 岁适合校园和年轻人	3–12 岁的儿童，中产阶级及小康家庭
消费特征	年轻、时尚、有活力	自由、休闲、时尚、健康、运动、品类齐全、风格多样、无拘无束
品牌特点	IN—我就是潮一代，崇尚年轻活力、彰显青春本色	童年不同样；更多款式、更多选择
价格定位	大众价格、高性价比	专业、时尚、高性价比
运营模式	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；□ 加盟与直营相结合	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；加盟为主，加盟与直营相结合
国内店铺数量	4007（其中，直营 145）	2676（其中，直营 125 家）

资料来源：招股说明书，东方证券研究所整理

图 1 公司业务模式流程图



资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

2、公司近年来经营业绩分析

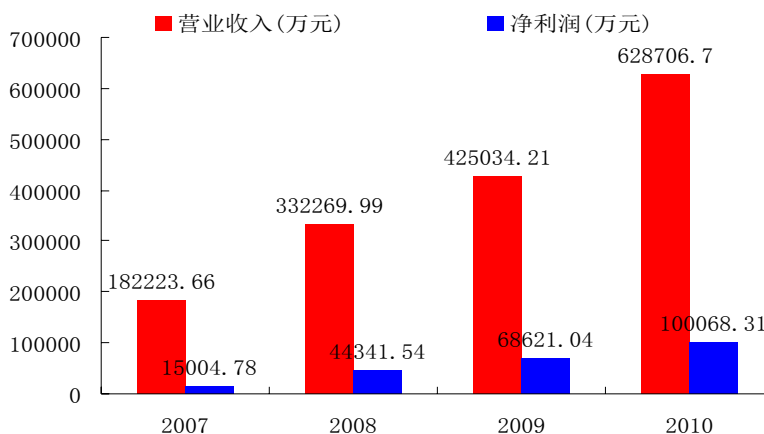
2007—2010 年，公司营业收入分别为 182224 万元、332270 万元、425034 万元和 628707 万元，净利润分别为 15005 万元、44342 万元、68621 万元和 100068 万元，收入和盈利的复合增长率分别高达 51%和 88%。我们认为公司近年来营业收入和净利润大幅增长的主要原因如下（1）国内服饰消费市场整体保持快速增长（2）服饰行业市场份额进一步向优势品牌集中（3）公司具备一定的品牌优势，产品设计多样化和高性价比支持平效保持稳定上升（4）以加盟为主的营销网络快速扩张充分契合了国内服饰行业当前的发展阶段和竞争态势（5）童装业务具有一定的先发优势等。

公司近年来综合毛利率保持持续上升态势，2007—2010 年毛利率水平分别为 26.09%、29.52%、34.04%和 35.79%。2011 年一季度毛利率为 36.07%。我们认为公司推动公司毛利率水平不断提高的主要因素如下（1）公司休闲服饰、儿童服饰分别于 2008 年度、2009 年度开始对加盟商改行“订货”制度，从过去的以产定销转变为以销定产，产品更加适销对路，折扣减少。（2）品牌认同度不断提高，售价平稳增长。（3）直营店数占比不断提升，有利于总体毛利率水平的提高。（4）供应链管理能力强，对市场的反应能力提高，缩短了产品供应周期，使得货品因错过最佳销售时机而打折的概率降低。（5）随着销售规模的扩大，对上游的议价能力进一步增强，有效控制了产品成本的上升幅度。

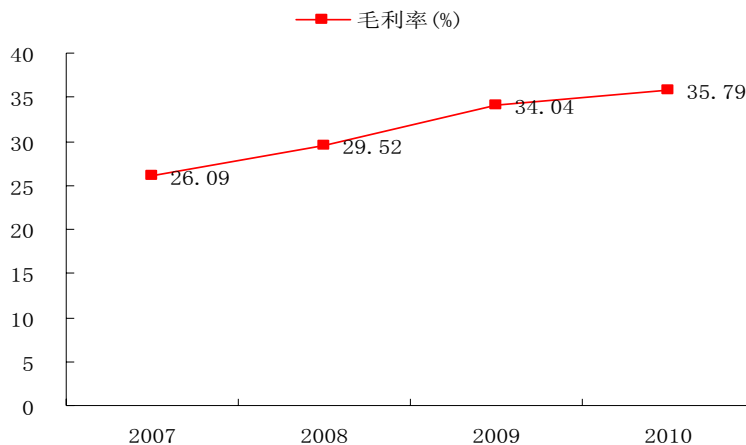
公司近年来期间费用比率总体保持稳定态势，2007—2010 年期间费用比率分别为 11.93%、9.94%、11.02%和 11.76%。其中公司销售费用逐年上升，主要是由于业务扩大，员工人数增加，工资支出增加；加强了广告投放；直营店铺不断扩张，装修费增加，店铺租赁费增加；随着销售规模的扩大和直营店铺的扩张，与产品配送运输相关的包装费增加。

公司之前公布的 2011 年一季报显示，一季度营业收入和净利润同比分别增长 30%和 28%，略低于市场的预期。我们判断天气原因和春装之前的提前发货是影响收入增速的主要原因，从内部分结构看，森马品牌一季度收入增速一般（24%左右）是影响整体收入增速的主要原因，而巴拉巴拉品牌依然保持了较高的增速（65%）。从盈利能力水平看，2011 年一季度毛利率为 36.07%，同比略有上升，受期间费用比率抬升的影响（品牌投入增长和购置门店增加等），一季度净利率略有下降。我们判断毛利率的稳定上升和销售费用、管理费用比率同比有所上升将是公司中期的一个趋势，但巨额募集资金带来的利息收入带来的财务费用明显下降将在一定程度冲减其他两项期间费用的上升。

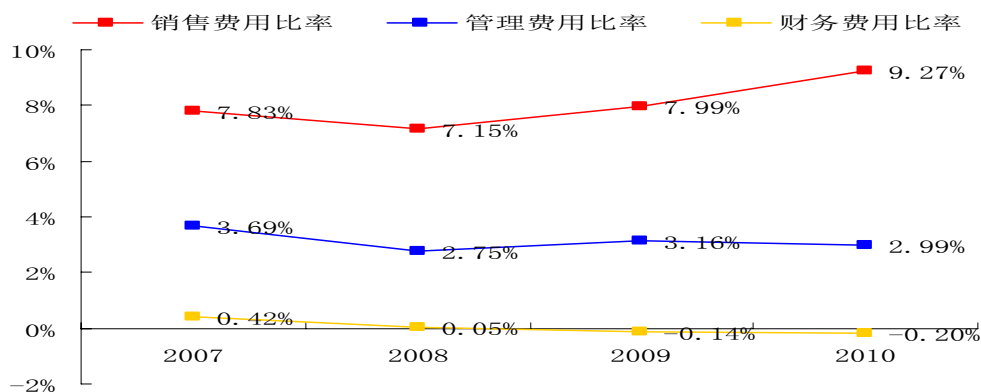
图 2 公司近年营业收入和净利润情况



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 3 公司近年综合毛利率情况


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 4 公司近年来期间费用率情况


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

3、公司募集资金项目分析

在行业高速增长的背景下，公司未来将主要以外延式发展为主，我们预计未来三年，公司将继续坚持以特许加盟为主、加盟与直营相结合的营销模式，对一线市场进行合理的战略布局，以二、三线城市为重点，立足于多开店、开大店，不断拓展公司在全国范围内的营销网点，同时对原有的营销网点进行扩容和优化。正是基于这样的发展规划，公司本次 IPO 拟发行 7000 万股，募集资金拟投资项目也是以渠道建设为主，同时配套信息化建设项目。

(1) 建设直营店和合作加盟店铺

公司募集资金拟投资的营销网络建设项目将主要建设直营店和合作加盟店铺，有利于优化现有的渠道结构，提高公司对渠道的控制力及渠道对品牌的影响力和渗透力。公司计划在未来 24 个月内，以购置的方

式，在全国新建营销网点 63 个，重点投资建设位于一二线城市和核心商圈的面积在 500m² 以上的森马品牌旗舰店和形象店，面积在 200m² 以上的巴拉巴拉品牌旗舰店和形象店，适度扩大现有店铺的单店面积。其中将建设森马品牌店铺 34 家，包括 6 家直营店和 28 家合作加盟店铺。巴拉巴拉品牌店铺 29 家，包括 6 家直营店和 23 家合作加盟店铺。募投项目建设期 24 个月，预测新增销售网络达产后公司年增销售收入 1251701 万元，净利润 33191 万元。

表 2 公司募集资金渠道建设规划

店铺类型	数量 (个)	建筑面积 (M ²)		
		直营店	合作加盟店	合计
森马品牌	34	8979	37943	46922
巴拉巴拉品牌	29	1581	11277	12858
合计	63	10560	49220	59780

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

(2) 投资信息化建设项目

公司募集资金拟投资的信息化建设项目，预计实施期限共为 2 年，将着力打造具有国际先进水平的集中式信息化管理平台，全面提升公司对主营业务数据的集成管理与科学应用能力，进一步规范管理模式，整合业务体系，优化业务流程，降低运营成本，改善内外部信息沟通渠道，建立科学决策体系，提高供应链管理水平，增强营销渠道掌控能力，增加公司的销售收入，降低库存，减少处理库存时的打折对公司毛利率的不利影响，有效推动财务、业务一体化进程，为公司多品牌经营模式的长期、快速发展提供有力支撑。

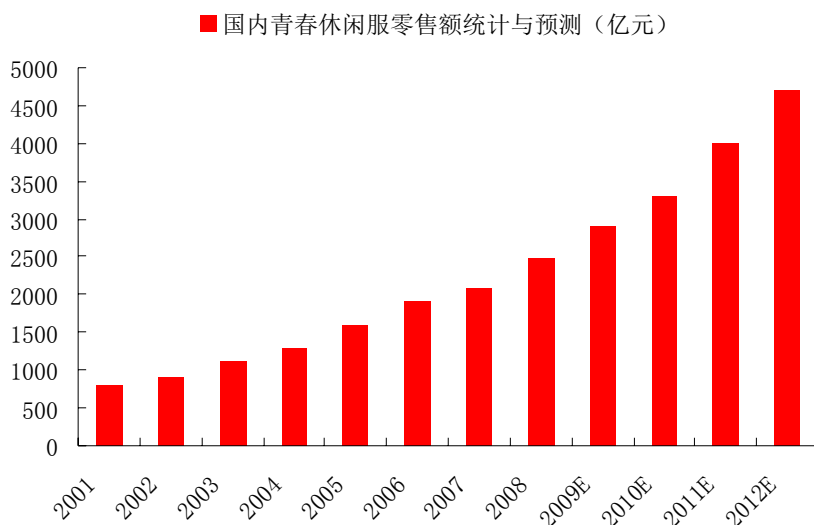
二、森马休闲服实现稳步有效增长

1、青春休闲服行业高速增长为公司带来广阔空间

公司森马休闲服主要为 16-25 岁的目标消费群体而设计，属于休闲服大行业中的青春休闲服子行业。根据中国纺织规划研究会撰写的《国内青春休闲服行业及市场分析报告》，我国青春休闲服零售行业从 2001 年开始进入高速增长阶段，**2001 至 2008 年的年均复合增长率为 17.18%**。2008 年我国青春休闲服市场零售总额约 2468 亿元，预计到 2012 年我国青春休闲服的零售总额将达到 4653 亿元。行业的高增长为公司带来了广阔的发展空间。

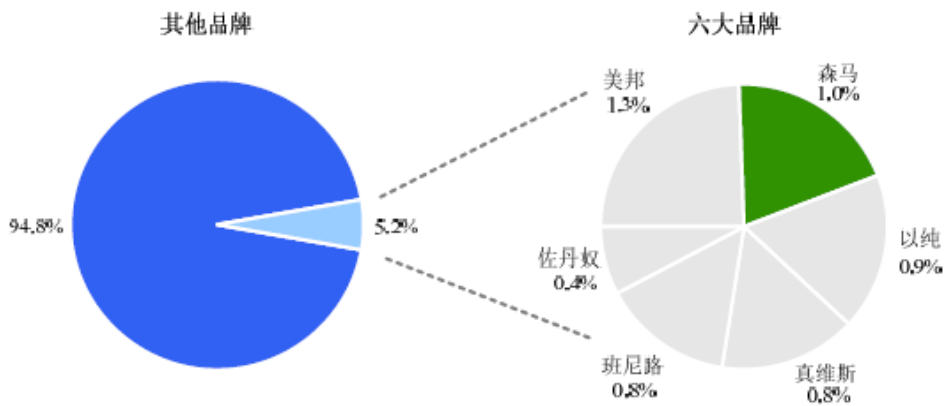
根据 Euromonitor 的市场分析数据，以终端销售收入计算，2008 年，行业前六大品牌美邦、森马、以纯、真维斯、班尼路和佐丹奴的市场占有率为 5.23%，比 2003 年的 2.75% 提高了 2.48 个百分点，**行业呈现出向优势品牌集中的趋势。**

图 5 国内青春休闲服进入高速增长阶段



资料来源：《国内青春休闲服行业及市场分析报告》，东方证券研究所整理

图 6 国内休闲服市场占有率情况（2008）



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

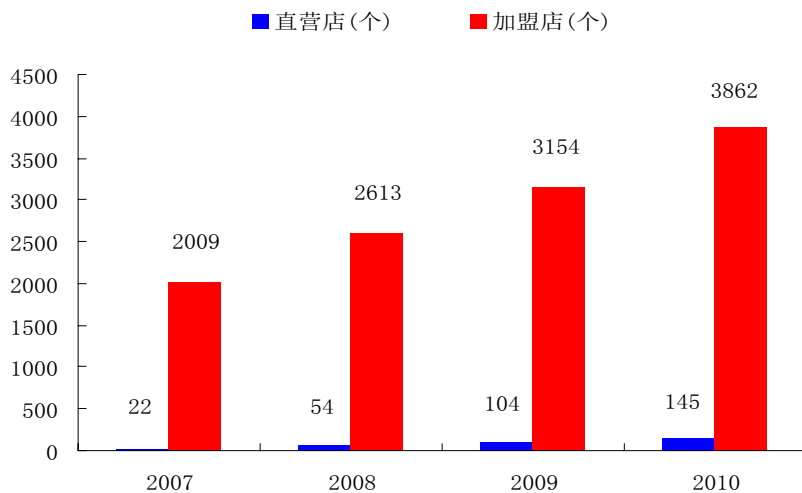
2、森马休闲服的核心竞争力

（1）以加盟为主的经营模式具有强大的渠道拓展能力

森马品牌是我国第二大休闲服饰品牌，以青年一代作为目标消费群，以品牌建设和产品设计为核心，根据第三方调研机构 TNS 提供的 2009 年市场调研数据，在国内年轻一代的休闲服饰品牌中，森马品牌在知名度、购买率、忠诚度和喜好度方面均处于领先地位。同时经过十多年的建设，依托加盟为主，直营为辅的快速扩张方式，公司有效整合了社会资源，在较短时间内在全国范围已形成了规模庞大的营销网

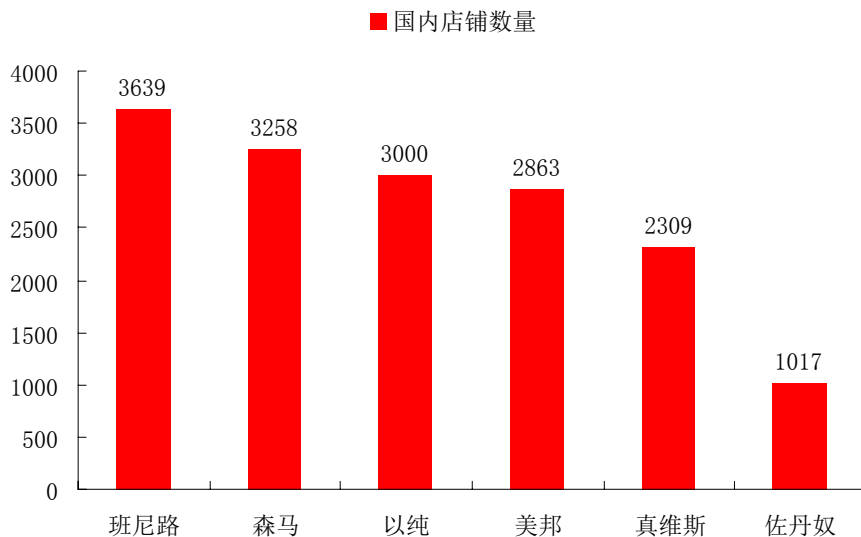
络。截至 2010 年年底，森马品牌在全国各地的销售网点为 4007 家，其中加盟店铺 3862 家，直营店铺 145 家。丰富的销售网络，显示了公司强大的渠道拓展能力和对于庞大渠道的较强的管理驾驭能力。

图 7 森马品牌渠道数量稳步增长



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

图 8 森马品牌渠道数量领先于国内休闲服同行（2009）



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

(2) 契合品牌定位的多样化产品开发实力

公司从成立之初就建立了专门的研发部门，并持续加大对研发工作的投入，通过持续深入的专业培训、国外采风和一线市场调研等不同方式不断提升其在休闲服领域的研发能力，从而满足消费者对服饰产品

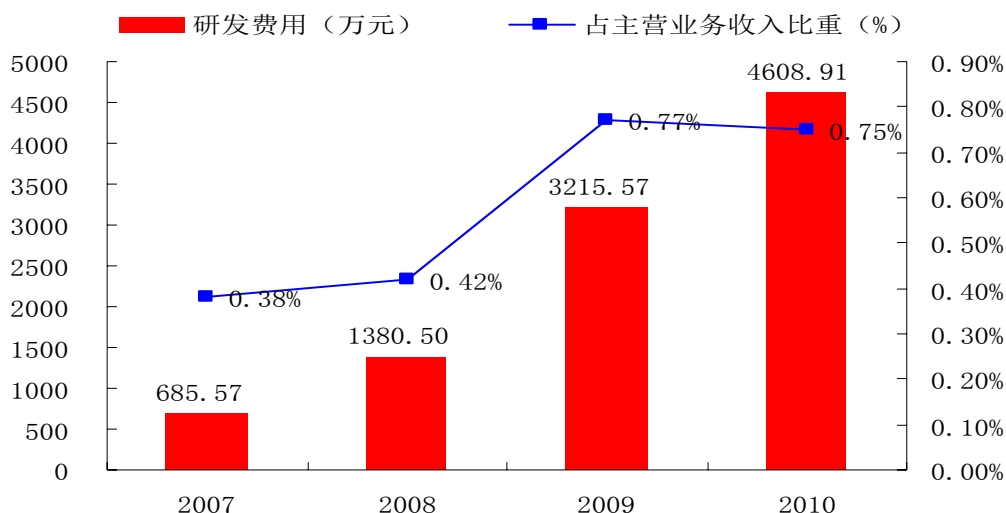
日益增长的差异化要求。公司通过全球招聘和自主培养相结合的方式组建设计团队，加大开发力度，款式和面料上推陈出新，不断推出新的服饰系列。2007 年开始推出“活力”和“时尚”系列产品，2008 年上市款数同比增加 932 款，2009 年度同比增加 649 款。我们认为公司的产品定位于 16-25 岁的年轻人，对产品的性价比和款式多元化更为关注，而公司优良的设计能力正能支持其产品的时尚度和产品品类不断提升，满足了目标消费者多样化、个性化的需求，最终促进了公司销售业绩的提升。

表 3 国内上市主要休闲服公司设计款式数量对比

序号	公司名称	2009 年	2008 年	2007 年
1	森马服饰	7466	4572	2688
2	美邦服饰	N.A.	3,000 余款	2,541
3	搜于特	5,285	4,052	1,012
4	浙江步森	3,697	3,535	2,994

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 9 公司研发费用占主营业务收入的比重



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

(3) 高效的供应链管理能力

公司产品的生产采用外包的方式，公司已经在服装产能集中的长三角和珠三角地区整合了多家生产能力强、技术过硬、质量稳定的合作伙伴，并且考虑到国内沿海地区人力成本不断上升的趋势，已经着手开发中西部地区的生产基地，未来从战略上公司已经考虑在人力成本更低的东南亚进行生产布局，这对公司中长期生产成本的下降将带来积极的意义。截至 2010 年底，森马品牌已与 248 家供应商建立了合作关系，包括成衣厂商 120 家，面、辅料供应商 128 家。另外，针对国内面辅料、成衣生产企业的现状，公司制定了一整套完善的管理激励体系，不断提升生产的质量、丰富性和及时性。

在物流配送方面，根据业务规模的增长，公司加强了配送能力的建设。截至 2009 年末，公司已具备 1 亿件的年配发能力，订单日清率在 95% 以上，订单处理错误率在十万分之五以下。随着公司上海、温州两大物流中心的建成，配送能力和效率将进一步提高。在物流方面，公司已经与 7 家实力较强的全国性物流公司建立了长期合作关系，同时又在各省与当地物流公司建立了业务往来，公司内部已经形成了一整套针对物流配送的甄选管理体系，有效保障了货品送达的速度和准确度。公司目前有上海和温州两家物流中轴，其中上海物流中心负责长江以北的派发（大约 2900 家店）。温州物流中心负责长江以南的派发。从物流中心的运营看，目前下订单，审核到出库，24 小时内基本可以完成。为配合销售规模的进一步扩张，目前公司正在规划第三个物流中心，主要负责京津冀地区。我们预计随着第三个物流中心的建成，公司的供应链运营能力将进一步提升。

表 4 公司两大物流配送中心情况

配发中心	取得方式	仓储面积 (m ²)
温州 温州娄桥工业园	自建	66,000
上海 上海工业园	自建	32,000

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

(4) 独特的“和谐共赢”经营理念

公司的森马品牌，包括后文会提到的巴拉巴拉品牌，分别在十多年和十年不到的时间取得目前行业领先的地位，其独特的和谐共赢的经营理念功不可没。所谓的“和谐共赢”主要是指公司与加盟商和供应商的合作层面的理念和精神。

与加盟商合作方面，由于公司采用的是以加盟为主的渠道发展模式，如何稳定现有加盟商队伍，同时激发更多的加盟商的投资热情成为公司持续经营发展的关键。公司先后推出了一系列共赢的商务政策，包括为加盟商提供店铺选址及店面形象设计方面的建议与支持，提供对货品组合选择的建议，为加盟店铺提供信息系统方面的 IT 技术支持等。在直营店布局上，公司着力避免与现有加盟商网络相冲突。公司专门成立了零售支持部门，为加盟商提供业务指导和销售支持。加盟商对公司满意度的提高和经营积极性不断提升，保证了公司快速发展。

与供应商合作方面，由于公司采取的是外包生产轻资产运营模式，供应商成衣供应的质量和及时性，关乎公司品牌能否持续稳定发展。公司一方面制定了严格的供应商甄选、考核和淘汰制度，另一方面立足于与供应商共同发展，共同成长，比如，通过合理分配订单数量来保证主要供应商的生产规模，确保其合理利润空间；建立完善的供应商培育机制，针对供应商在管理及技术专业方面存在的不足，开展专项业务和技术培训等等。通过相互融合和经济利益纽带和供应商建立了长期战略合作关系，保证了整个供应链体系的稳定性。

公司在经营过程中一直深入贯彻与加盟商和供应商和谐共赢的经营理念，充分体现了公司对轻资产运营模式精髓的把握，这样的经营理念既造就了公司今日的成功，也将为公司未来的可持续增长提供扎实的基础。

3、森马品牌的未来增长来自客户群的延伸和渠道的质量型增长

受益于国内青春服行业的快速增长，同时作为行业的领先企业，公司有望分享行业增长和集中度上升带来的双重乘数效应。从具体的增长动因上分析，我们认为森马休闲服的未来增长一方面来自于客户群的延伸，另一方面来自于渠道的质量型增长——渠道数量的增长、单店面积的提升、平效的稳定上升和加盟商体系的调整带来的渠道运营效率提升。

我们所说的“客户群的延伸”主要是指品牌定位的微调，2011年起公司将对森马品牌产品和客户定位进行更清晰的定位，未来客户年龄段将由16——25岁以内延伸到16——29岁，涵盖从高中到成家立业前的人群。我们认为这样的品牌和客户延伸会为公司休闲服业务打开新的发展空间，当然这些变化具体落实到产品和财务报表估计要到2012年一季度才会有所体现，其效果也需要进一步跟踪。

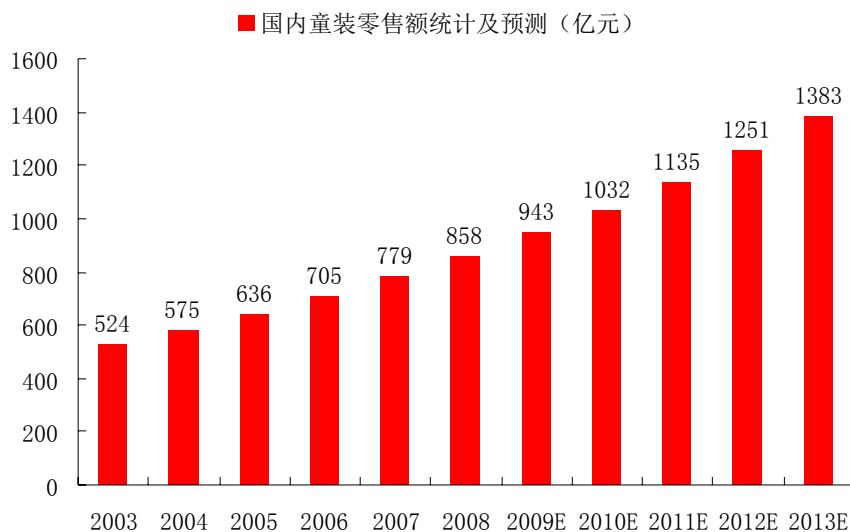
而“渠道的质量型增长”主要是指在目前已经超过4000家的渠道基数上，公司将通过进一步的数量扩张（渠道加密）、单店面积提升（新开店面积加大，老店面积扩大，森马品牌目前有1200家店的面积小于100平米，对于它们的扩大，会对销售收入产生极为正面的影响）和平效的稳定上升（产品品类进一步丰富、产品结构进一步优化等）来推动渠道数量和运营质量的共同提升。除了渠道数量的增长、单店面积的提升、平效的稳定上升外，公司从2011年开始也将对现有加盟商体系进行整合以提升渠道运营效率。目前公司实现的还是多级的加盟商体系，公司下面有一级加盟商（600个左右）和二级加盟商（500个左右，公司目前主要对一级加盟商进行直接管理，并通过一级加盟商实现对二级加盟商的管理。非高度扁平化的加盟商体系从中长期不利于公司对渠道的管控力和整个供应链的运营效率。公司初步考虑采取渐进方式对现有经销商体系进行整合，整合时遵循以下原则：单一客户销售不超过5%，注重渠道整体的扁平化，会对客户设定准入标准，关注毛利率和净利率等指标的控制。从整合节奏上看，先会在少部分地区（选两个省）进行试点，再考虑是否全面推广。我们认为经销商体系的调整和效率的提升最终会对公司中长期的经营产生积极的影响。

需要补充说明的是，在成人服装业务拓展方面，除了现有的森马品牌外，公司酝酿多时的新品牌范狄亚也是其未来的潜在看点之一。在城市化和消费升级的大背景下，公司非常重视对多品牌继续的拓展，基于公司在行业内唯一多品牌成功运营的经验 and 优势，公司将于2011年下半年推出针对20——30岁城市白领的一个新休闲服品牌——范狄亚，相比现有的森马品牌，范狄亚的定位更高端，先期将考虑在淘宝网上推出，通过在线销售了解消费者对产品的反应然后进行进一步的完善，之后可能在2012年半年正式在线下推出。我们认为虽然新品牌在一到两年内不可能对公司的业绩产生很大的贡献，但是从长期看，如果运作顺利，将为公司发展带来新的发展空间，推动公司业绩的可持续增长。

三、巴拉巴拉童装保持高速增长

1、童装市场容量近4000亿，未来五年年均消费增速预计将达10%以上

根据Euromonitor的市场数据，2003-2010年，我国童装消费额从524亿元增长到1039亿元，年均复合增长率达10.37%，呈两位数增长，童装已成了服装业发展的一个新增长点，随着我国新一轮生育高峰的来临，居民消费能力的提升，特别是童装的消费需求从满足基本生活需求向追求美观、个性时尚转变，我们预计2011-2015年，童装市场将继续保持稳步增长，童装消费额的年均复合增长率将达10.06%，至2015年，市场规模将达到1578亿元。

图 10 国内童装零售额稳步增长


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所整理

根据统计年鉴，2009 年我国 14 岁以下的儿童约有 2.49 亿，按照每个儿童平均每季消费 2 套童装，每套童装均价 200 元估算，我国童装的市场容量在 3984 亿元，而 2010 年我国童装消费仅 1039 亿元，未来仍存在巨大的市场开拓潜力。

2、国内童装市场的特点

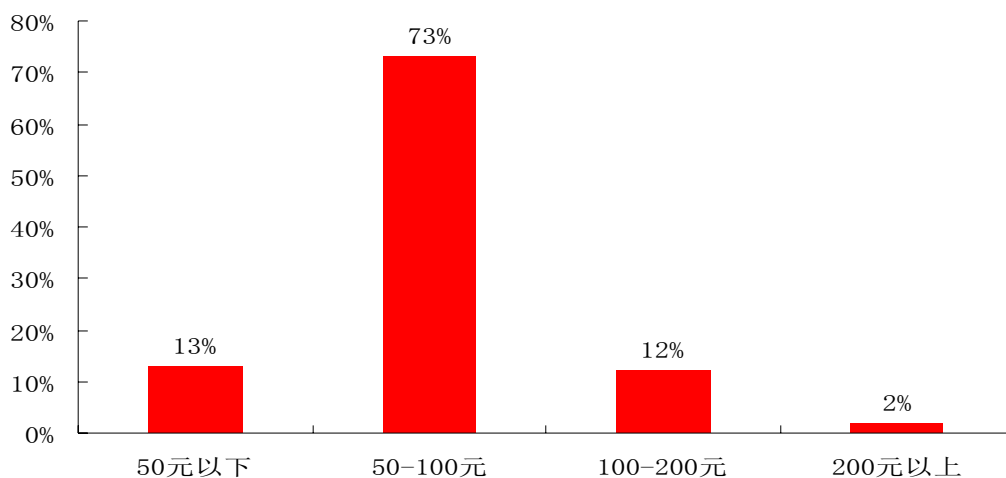
（1）3-12 岁童装消费占主导

从目前童装行业的消费分布看，3-12 岁童装消费是整个童装市场的主体。据统计，2003-2008 年，我国 3-12 岁的童装消费额从 425 亿元增长到 825 亿元，年均复合增长率达 10.09%，占整个童装市场消费额超过 80%。而公司巴拉巴拉品牌正是以 3-12 岁儿童作为自己的主力消费人群，占据了行业消费的最主力人群。

（2）高性价比的中档市场需求巨大

随着经济飞速发展，人民收入水平不断提高，以及农村人口向城市移动，目前童装市场消费正处于全面升级的阶段。原来中层消费者向中高端市场漂移，而原来的底层市场消费者逐渐向中端移动。另外，由于儿童生长快速的特点，往往今年合身的童装，到明年因儿童长高了就不能再穿了，按一年四季，一个儿童需要 6 套服装计算，如果是高档童装每套 500-600 元的价格，一年要 3300 元，对于中等收入的家庭来说是一笔不小的开支，而价位二三十元的低档童装，价格虽然便宜，但其用料、款式、工艺等诸多方面都不太讲究，难以令人满意，因此在当前，价格适宜，质量和款式又比较满意的中档品牌童装十分受市场欢迎。而专业的市场调查也从数据上证明了这一点。从历史数据看，公司的巴拉巴拉品牌童装均价基本在 50——100 元的区间之内。

图 11 73%的消费者认为童装的合理价位在 50-100 元之间

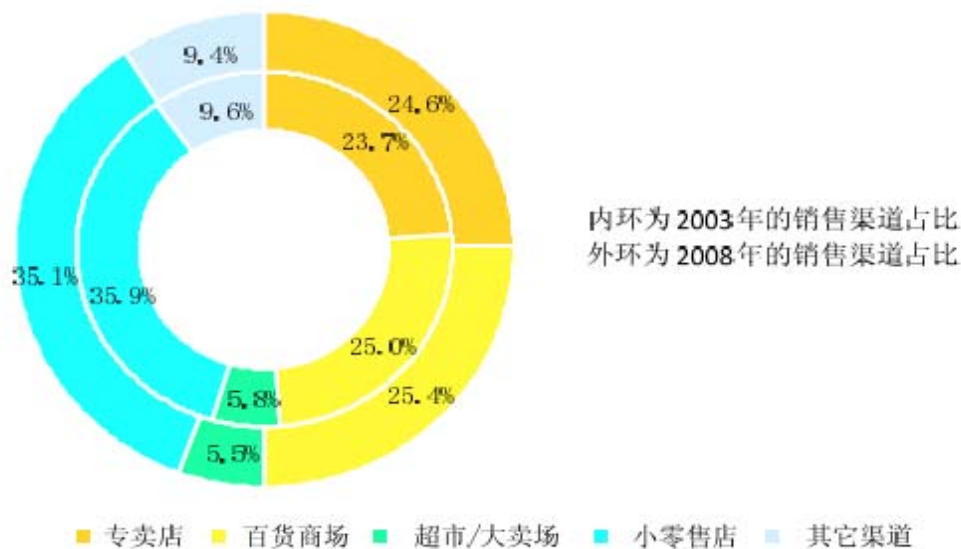


资料来源：《童装品牌的购买行为和消费心理》，东方证券研究所整理

(3) 专卖店、百货店和小零售店是童装品牌主要的销售渠道

由于我国童装行业起步较晚，市场分散，因此中高端品牌还是以商场百货为主要的渠道模式，而中低端品牌则以社区店和卖场超市为主要渠道。根据 Euromonitor 的市场分析数据，与 2003 年相比，2008 年童装各销售渠道的销售占比变化不大，专卖店、百货店和小零售店三大渠道销售比例合计超过了 85%，其中小零售店销售占有三分之一强的比例。

图 12 国内童装行业零售渠道的构成及占比情况

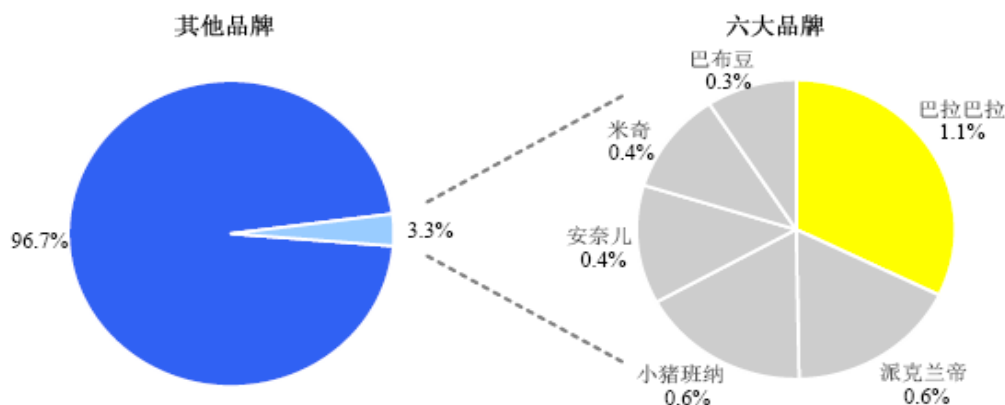


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

(4) 行业集中度低，市场份额逐步向优势品牌集中

根据 Euromonitor 的市场分析数据，2008 年，巴拉巴拉、派克兰帝、小猪班纳、安奈儿、米奇和巴布豆六大品牌的销售额合计占儿童服装总销售额的比重为 3.31%，比 2003 年提高了 1.97 个百分点。但可以看出，单个品牌市场占有率都不高，品牌之间的差距相对较小。

图 12 国内童装行业零售渠道的构成及占比情况

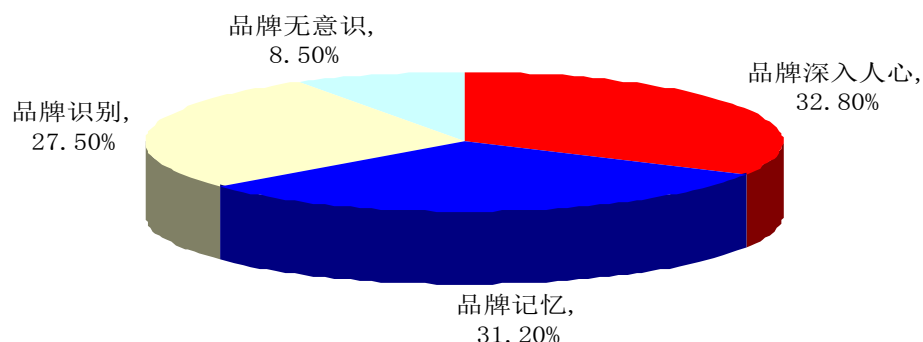


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

(5) 童装消费的品牌意识日益增强

随着居民人均收入水平的不断提高以及童装市场的不断成熟，具有一定收入水平的家庭对于童装的消费趋于成熟，对品牌的敏感度不断提高。童装市场的竞争正在从产品竞争、价格竞争、营销手段竞争逐步向产品技术研发竞争、品牌文化竞争、品牌服务竞争等方面转变。

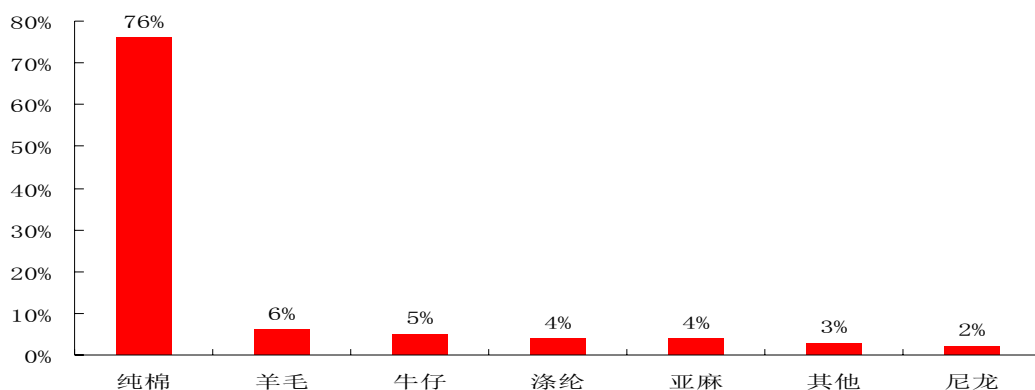
图 13 大部分消费者对童装具有比较强的品牌意识



资料来源：北京华研中商，东方证券研究所整理

另外，家长在挑选童装时十分重视童装的舒适安全性和品质保障，进一步强化了对品牌的依赖度。据中国服装协会 2007 年对消费者做过的童装消费倾向调查显示，几乎 100% 的消费者都选择了“面料”一项，成为“得票率”最高的选项。与面料有关的“安全性”选项也是高得票选项，而同时选择“款式”的消费者竟然不足 1/5。相当部分的消费者认为面料的选择能够从一个侧面反映出品牌的设计能力和档次，通常采用优良面料或环保面料的品牌的产品风格、款式都比较容易令人满意。

图 14 73% 的消费者在购买童装时会选择纯棉面料

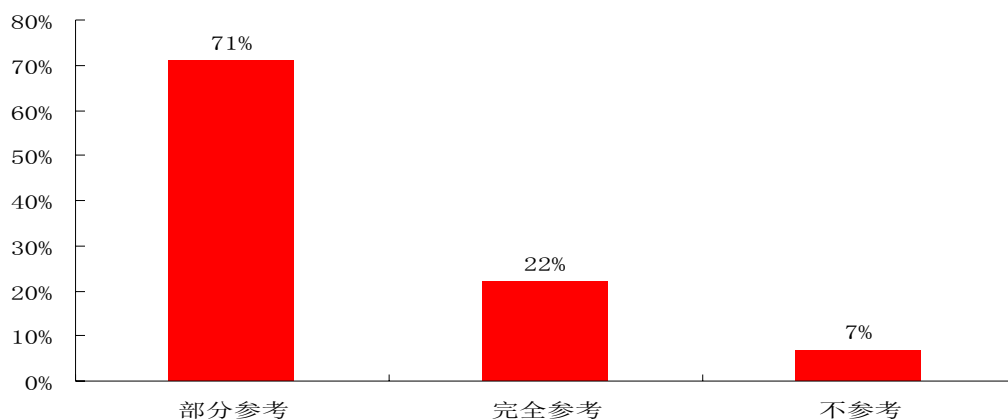


资料来源：《童装品牌的购买行为和消费心理》，东方证券研究所整理

(6) 儿童自身在购买童装中的自主性不断增强

据调查，现今的孩子对于服装款式的时尚化、个性化已经很敏感，超过 90% 的家长都愿意让孩子参与服装的购买，孩子对父母购买童装的决策有很高影响。因此如何揣摩孩子的心里，把握他们的消费偏好从而塑造相应的品牌内涵和文化也成了童装企业必须重视的关键。

图 15 71% 的消费者在购买童装时会参考孩子的意见



资料来源：《童装品牌的购买行为和消费心理》，东方证券研究所整理

3、巴拉巴拉童装的竞争力

(1) 巴拉巴拉作为国内第一大儿童服饰品牌具有一定先发优势

巴拉巴拉是公司在 2002 年创建的童装品牌，以童装休闲为切入点，产品涵盖了年龄在 3-12 岁的小童和中童，巴拉巴拉以“高起点、高档次、低价位”为经营发展战略，以“务实、开拓、创新”为经营理念，以“休闲、时尚、运动、健康”的都市化风格，获得了市场和消费者的高度认可。据 Euromonitor 的市场数据分析，2008 年巴拉巴拉品牌以 1.07% 的市场占有率独占鳌头，其他品牌的市场占有率均低于 1%。

我们认为巴拉巴拉品牌的优势在于其作为国内同行业销量第一的品牌，在规模、渠道和品牌影响力等方面已经积累的先发优势，同时品牌定位于占童装消费 80% 以上的主力人群，产品以高性价比为重要特征之一，因此在消费人群最广泛的二/三四线城市具有巨大的发展空间和渗透能力。

(2) “童年不一样”的品牌主张简洁深刻

巴拉巴拉认为孩子没有好孩子和坏孩子之分，不同的孩子都有不同的天性，调皮捣蛋造个反，怎样都行怎样都可爱。很恰当地抓住了孩子自由自在，无拘无束的天性。同时通过“童年不一样”的品牌主张，不断传播这种理念，鼓励家长去了解并尊重孩子的想法和天性，给孩子一个快乐自在的童年。“童年不一样”的成长理念自推出后引起了家长和孩子们的共鸣，根据 09 年 8 月第三方专业调研公司的报告显示，消费者对巴拉巴拉的品牌偏好度高达 28%，位居童装品牌第一。

(3) 注重质量控制和供应链管理

公司巴拉巴拉品牌在产品采购，供应链管理上和森马品牌一致，此处不再赘述。截至 2010 年 12 月 31 日，巴拉巴拉品牌与国内 157 家供应商建立了合作关系，包括成衣厂商 87 家，面、辅料供应商 70 家。

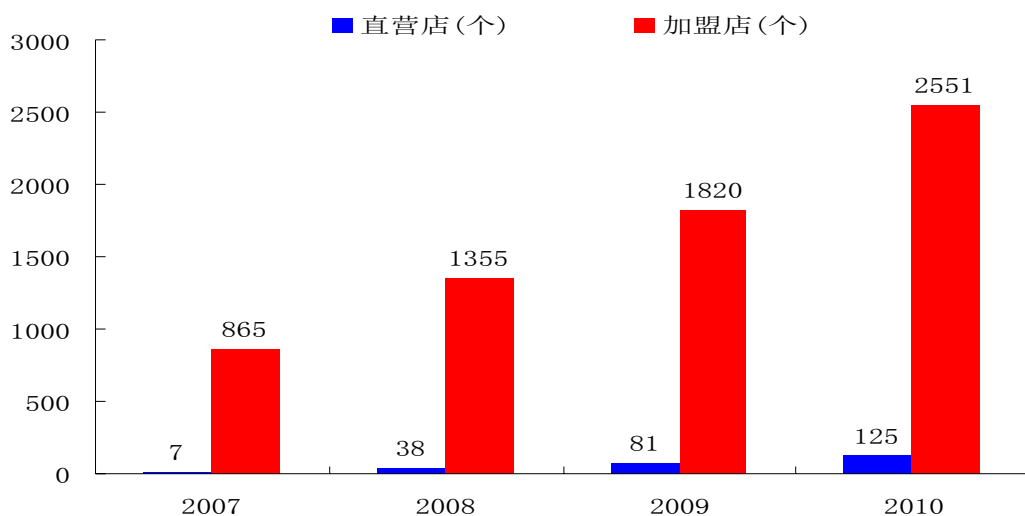
(4) 贴近儿童的设计理念

在产品设计上，巴拉巴拉通过大量的全国性实地调研，深入了解各区域儿童的生理结构、成长需求及穿着习惯，针对父母和孩子们真正的关注点而设计。巴拉巴拉抓住“舒适性”和“功能性”这个家长和孩子对童装的基本要求，采用环保柔软的面料、运用创新的剪裁和技术和人性化的细节设计，赢得了父母对于安全方面的信任和对功能性的要求。同时，巴拉巴拉的设计师们通过在全球考察，与国际一流的设计公司合作，采集全球的时尚元素，并将国际流行元素与中国儿童的特色相融合，独到的对于儿童时尚的理解征服了家长对儿童审美和品位的要求。根据第三方调研机构 AccuMe (上海亚米咨询服务有限公司) 于 2009 年 7 月提供的调研报告，在产品评价方面，巴拉巴拉品牌在“值得信赖的品牌”、“面料柔软、穿着舒适”、“设计时尚、新颖”、“款式可爱、大方”、“颜色搭配协调、柔和”等纬度，位列同行业前列。

(5) 丰富便利的营销渠道

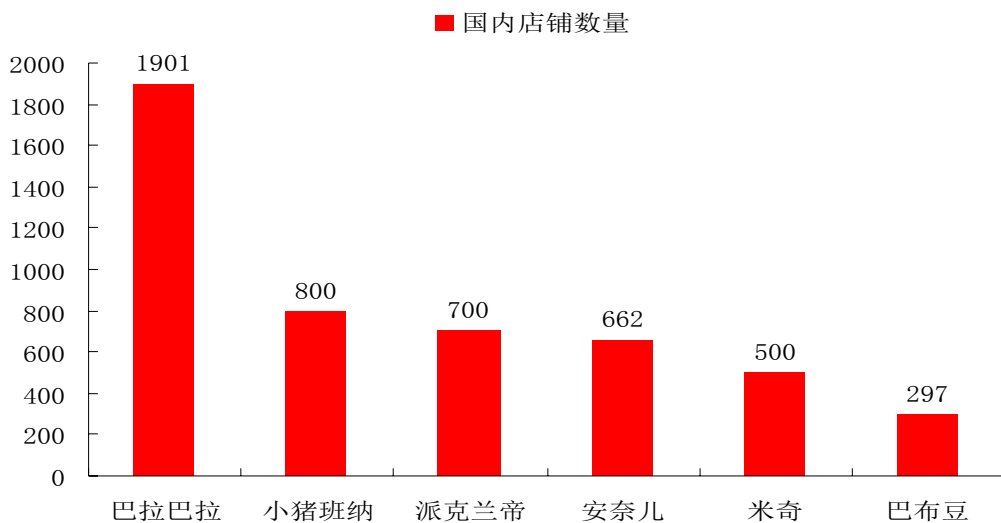
巴拉巴拉的渠道建设以消费者的便利性为重点，即在一流的零售百货和街区有形象专卖店，也在社区、学区、超市、购物中心有专卖店。截至 2010 年 12 月 31 日，巴拉巴拉品牌在全国的销售网点达到 2676 家，其中加盟店铺 2551 家，直营店铺 125 家。巴拉巴拉的店铺数在国内童装品牌中是最多的，一方面巨大的采购量保证了产品的供应，另一方面使公司更加广泛和密切地贴近终端消费者，及时了解其需求并予以不断改善，极大地提高了公司产品的竞争力。

图 16 巴拉巴拉品牌的销售渠道近年快速扩张



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 17 巴拉巴拉的店铺数是国内童装品牌中最多的



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

此外，对于店铺的设计，巴拉巴拉也十分注重突出童趣，巴拉巴拉的专卖店色调整体明亮又不失时尚，并在众多形象店和旗舰店内设置了休闲区，让孩子和家长都能找到乐趣。

在上文对童装行业特点的分析中我们也指出儿童自身在童装消费中的自主性日益增强，建立更符合儿童心理、偏好的品牌内涵、文化及购物环境等都是童装品牌企业需要努力和完善的方向之一，巴拉巴拉在这方面的努力和效果在同行中是较为突出的。

图 18 巴拉巴拉店铺内的墙面也透着童趣



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

4、巴拉巴拉童装未来的增长来自于渠道的快速扩张和品类的丰富

基于童装市场巨大的市场潜力、行业当前十分分散的竞争态势、公司在童装运营方面的先发优势和相对较小的销售规模，我们认为公司未来童装业务仍将保持较高的增长速度，其增速将明显超过公司的森马品牌休闲服装的增长。

我们认为巴拉巴拉品牌未来的增长主要来自于渠道的快速扩张和品类的日益丰富。渠道拓展方面，首先是数量的外延扩张。对比国内运动服饰领先企业单个品牌目前 7000 家左右的店铺数，休闲服饰领先企业单个品牌 4000 家左右的店铺数，巴拉巴拉童装目前 2000 多家的店铺未来仍存在极大的增长空间。我们预计未来 3 年巴拉巴拉每年将保持 800-900 家左右的新开店铺节奏。渠道的拓展还包括单店面积的提升和平效的提高。以前单店平均面积在 60 平米左右，2011 年一季度已经增长至 70 平米左右，未来单店面积的提升是一个重要方向，而募集资金的充沛将有效支持公司的大店策略。渠道的拓展还包括区域的选择上。目前巴拉巴拉品牌在国内的区域布局上，基本是一线市场占比 18%，二/三线达到 60%。未来公司将进一步聚焦二/三线市场的拓展，开更好更大的店铺，同时进行一线市场的战略布局。品类丰富方面，主要是公司的一个战略考虑，随着童装产品结构的丰富，款式多变，选择多样，公司考虑为消费者提供一站式的购物体验。我们认为品类的日益丰富对于提升大店的运营效率和平效的提升也将是十分重要的支撑。

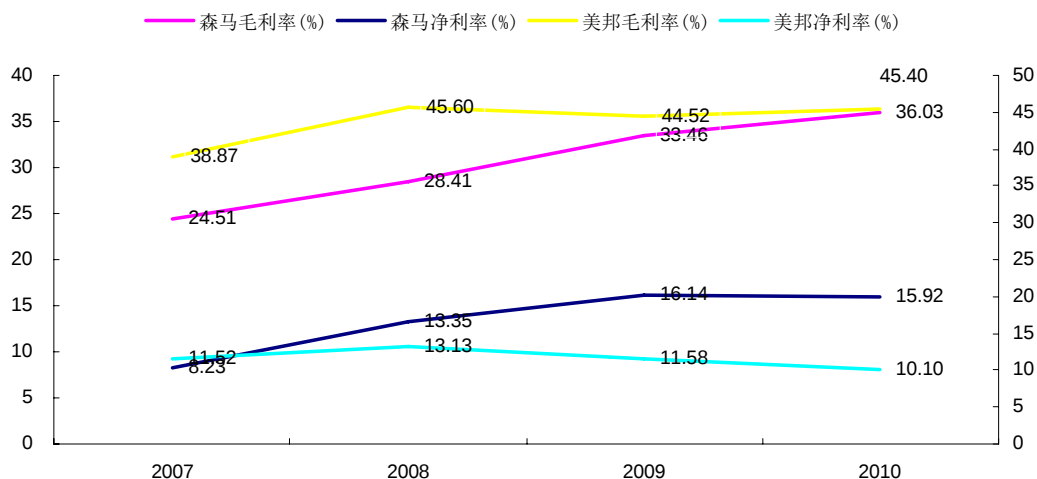
四、公司与美邦服饰的对比

作为一家新上市的龙头服饰企业，由于定位、规模等原因，公司最被拿来比较的就是已经上市的美邦服饰，我们的基本观点如下：**这是两家不同风格的优秀企业，各自有自己的长处和短板，在契合自身战略定位的发展轨道都将获得良好的增长预期。森马服饰的长处**在于其长期积累的加盟渠道资源和加盟为主的扩张能力以及在童装业务方面的先发优势，公司拥有一个团结、综合能力较高的中高层管理水平，公司对费用和成本的控制能力很强，因此在净利润率方面处于行业领先水平，也明显超过美邦服饰。**森马服饰的短板**可能在于其非充分扁平化的加盟商体系未来可能面临的控制力和运营效率问题。**美邦服饰的长处**在于其对品牌运营的深入理解、深刻贯彻和供应链体系的高起点和相对完善，另外直营 40% 以上的比重对于终端控制力的提升和品牌中长期的发展也是一个重要的积极因素。**美邦服饰的短板**在于其长期战略与短期策略之间的平衡，表现在财务上容易出现大起大落（对短期的投入产出比的控制力有待进一步提高），而直营占比较高在资本运营能力等方面也会面临相对更多的压力。

具体到业务方面，在成人休闲服装方面，森马品牌和美邦品牌分别是国内休闲服行业的第二和第一的品牌，森马品牌以加盟为主，直营占比 5% 以下，美邦品牌也以加盟为主，但直营占比 40% 以上。从区域布局看，森马品牌以二/三线城市为主，而美邦品牌以一/二线城市为主。由于品牌定位、运营模式及风格等不同表现在财务指标是森马的毛利率低于美邦，但期间费用率明显低于美邦，净利率水平也明显高于美邦，资产运营能力指标也要高于美邦。另外在成人服装方面，美邦已经开始开始了更高端品牌 MC 的摸索，而森马对相对更高端的成人服装品牌估计要到 2012 年才能在线下渠道看到。**在童装业务方面**，森马的巴拉巴拉目前在规模、渠道、品牌影响力等方面都具有先发优势，但和美邦的 MC-kids 相比，两者的风格定位有所差异，巴拉巴拉更侧重二/三线城市的小康家庭，而 MC-kids 更侧重于一/二线城市白领家庭，这个区别其实与成人装的区别是一样的。未来的发展需要进一步跟踪。

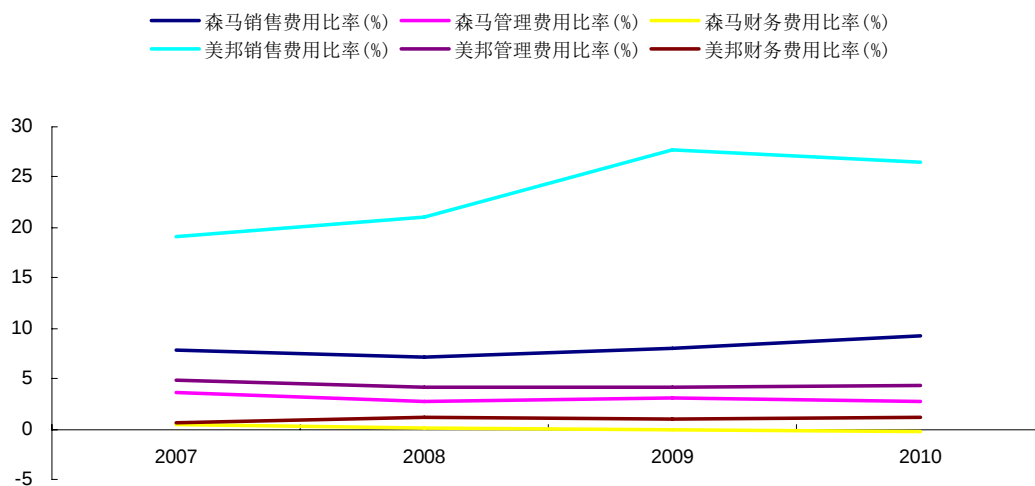
关于两家公司部分财务指标的具体比较见下面的图表。

图 19 森马服饰和美邦服饰盈利能力的比较



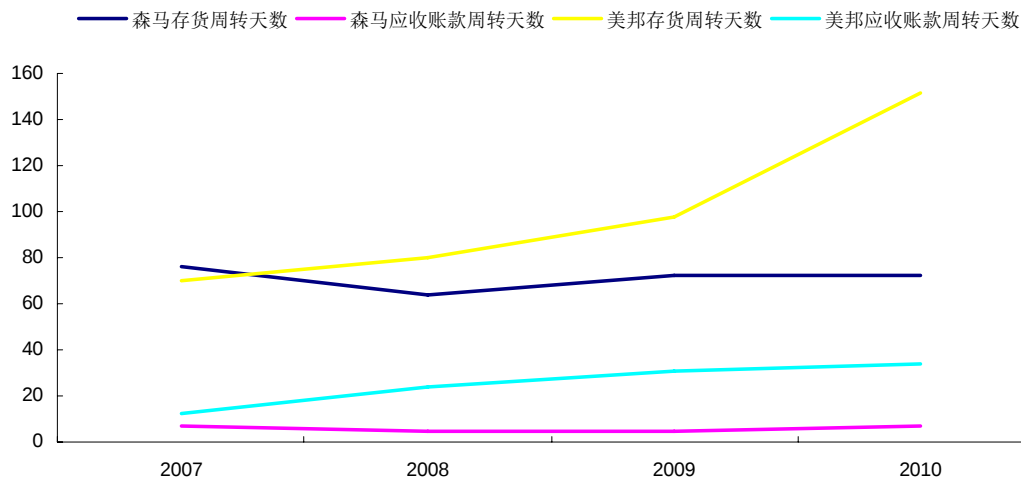
资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 20 森马服饰和美邦服饰期间费用比率的比较



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 21 森马服饰和美邦服饰资产运营能力的比较



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

表 5 2010 年森马品牌和美邦品牌休闲服销售规模和渠道比较

	森马	美邦
销售规模（亿元）	47	69
渠道数量（家）	4007	3389
加盟店数量（家）	3862	2900
直营店数量（家）	145	489

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

五、盈利预测与估值分析

我们认为公司未来 3 年销售收入和盈利的增长仍主要来自于渠道的快速扩张和单店效益的提升（平效的增长、平均单店面积的提高）。而上市为公司提供了更为充沛的资金和更好的平台，将吸引产业链上下游的资源进一步向公司集中，因此我们预计公司渠道扩张的步伐和供应链整体运营的效率将获得进一步的提升。**分业务看**，我们认为森马品牌休闲服将总体保持稳步而更有质量的增长，其增长动力一方面来自于客户群的延伸，另一方面来自于渠道的质量型增长——渠道数量的增长、单店面积的提升、平效的稳定上升和加盟商体系的调整带来的渠道运营效率提升；巴拉巴拉品牌童装仍将保持较高的增长速度，其增速将明显超过公司的森马品牌休闲服装的增长，其增长动力主要来自于渠道的快速扩张和品类的日益丰富。关于公司更高端的新品牌范狄亚后期的推出，我们认为短期对公司盈利影响不大，后续需要跟踪观察能否成为公司新的盈利增长点。

我们对公司的盈利作如下假设：

- 1、森马休闲服 2011—2013 年的加盟渠道扩张速度分别为 16%、12%和 10%，直营渠道的扩张速度分别为 35%、30%和 25%。2011—2013 年加盟渠道的面积增速分别为 25%、20%和 18%，直营渠道的面积增速分别为 40%、35%和 30%。2011—2013 年加盟渠道的平效增速均为 5%左右，直营渠道的平效增速分别为 7%、5%和 5%。
- 2、巴拉巴拉童装 2011—2013 年的加盟渠道扩张速度分别为 30%、25%和 20%，直营渠道的扩张速度分别为 45%、40%和 35%。2011—2013 年加盟渠道的面积增速分别为 45%、40%和 35%，直营渠道的面积增速分别为 50%、45%和 40%。2011—2013 年加盟渠道的平效增速分别为 8%、5%和 5%，直营渠道的平效增速分别为 5%、5%和 4%。
- 3、2011—2013 年森马休闲服的毛利率分别为 36.15%、36.34%和 36.52%，巴拉巴拉童装的毛利率分别为 37.68%、37.73%和 37.78%。
- 4、考虑募集资金项目买店及未来直营扩张速度相对更快等因素，我们预计公司 2011—2013 年的销售费用比率分别为 10.27%、10%和 9.7%，管理费用比率均为 2.7%左右。
- 5、公司所得税率为 25%。

我们预计公司 2011—2013 年的每股收益分别为 2.10 元、2.80 元和 3.69 元，未来三年盈利的复合增长率在 35%左右。目前股价对应公司 2011 年动态市盈率仅在 26 倍左右。按照 5 月 4 日的收盘价格，纺织服装板块 2011 年和 2012 年的动态估值分别为 23 倍和 16 倍，我们所覆盖的重点公司的盈利预测和估值水平见下表 6。考虑公司的质地、未来业绩的成长性及同行品牌公司的估值水平，我们认为给予公司 2012 年 25 倍的估值水平较为合理，对应目标价 70 元。首次给予公司“买入”评级。

表 6 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值表

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年盈 利复合 增长率	投资评 级
伟星股份	0.99	1.24	1.59	19.62	15.66	12.21	25%	买入
报喜鸟	0.83	1.14	1.50	33.17	24.15	18.35	32%	增持
七匹狼	1.00	1.31	1.73	33.59	25.64	19.42	29%	买入
美邦服饰	0.75	1.13	1.65	43.93	29.16	19.97	44%	买入
罗莱家纺	1.71	2.50	3.63	42.17	28.84	19.87	43%	买入
鲁泰	0.74	0.95	1.13	14.15	11.02	9.27	22%	买入
瑞贝卡	0.23	0.34	0.44	42.65	28.85	22.30	38%	增持
富安娜	0.95	1.31	1.77	41.11	29.81	22.06	36%	增持
梦洁家纺	0.97	1.42	1.95	42.42	28.98	21.10	40%	增持
星期六	0.28	0.36	0.48	38.32	29.81	22.35	33%	增持
嘉麟杰	0.30	0.41	0.57	48.87	35.76	25.72	33%	中性
探路者	0.20	0.37	0.57	69.45	37.54	24.37	60%	增持

资料来源：东方证券研究所整理，对应估值的股价是 5 月 4 日收盘价

六、投资风险

公司休闲服业务从发展阶段看过了最黄金的外延增长期，未来在店铺拓展的速度和单店面积提升后的效率需要跟踪，不排除低于市场预期的可能，另外上市后加快自购直营大店的投入最终在财务报表上反映短期投入产出比效果也存在一定不确定性。

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					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2681	7923	9678	12852	营业收入	6287	8705	11575	15100
现金	1004	5672	6774	9004	营业成本	4037	5579	7400	9636
应收账款	182	251	330	430	营业税金及附加	39	53	69	91
其它应收款	142	197	191	309	营业费用	583	894	1158	1465
预付账款	318	391	518	675	管理费用	169	235	313	408
存货	1034	1413	1865	2434	财务费用	-13	-72	-58	-64
其他	0	0	0	0	资产减值损失	93	130	182	255
非流动资产	858	2003	2846	3005	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	0	3	3	投资净收益	-5	-5	-5	-5
固定资产	520	1649	2492	2662	营业利润	1374	1880	2506	3304
无形资产	98	95	92	88	营业外收入	1	1	1	1
其他	237	259	259	251	营业外支出	7	7	5	6
资产总计	3539	9926	12524	15857	利润总额	1369	1875	2502	3299
流动负债	1524	2060	2782	3641	所得税	368	469	626	825
短期借款	0	0	0	0	净利润	1001	1406	1877	2475
应付账款	491	670	888	1156	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1033	1391	1894	2485	归属于母公司净利润	1001	1406	1877	2475
非流动负债	11	0	0	0	EBITDA	1402	1879	2583	3414
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.67	2.10	2.80	3.69
其他	11	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1535	2060	2782	3641	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	600	670	670	670	营业收入	47.9%	38.5%	33.0%	30.5%
资本公积	5	4390	4390	4390	营业利润	50.2%	36.9%	33.3%	31.9%
留存收益	1399	2805	4681	7156	净利润	45.7%	40.5%	33.4%	31.9%
归属母公司股东权益合计	2003	7865	9742	12216	获利能力				
负债和股东权益	3539	9926	12524	15857	毛利率	35.8%	35.9%	36.1%	36.2%
现金流量表					净利率	15.9%	16.2%	16.2%	16.4%
单位:百万元					ROE	49.9%	17.9%	19.3%	20.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	51.0%	17.2%	18.8%	19.9%
经营活动现金流	814	1345	2006	2475	偿债能力				
净利润	1001	1406	1877	2475	资产负债率	43.4%	20.8%	22.2%	23.0%
折旧摊销	41	71	135	173	净负债比率				
财务费用	-13	-72	-58	-64	流动比率	1.76	3.85	3.48	3.53
投资损失	5	5	5	5	速动比率	1.03	3.11	2.76	2.82
营运资金变动	-309	-66	24	-139	营运能力				
其它	89	1	23	25	总资产周转率	2.27	1.29	1.03	1.06
投资活动现金流	814	-1204	-961	-308	应收账款周转率	48	38	38	38
资本支出	507	1200	950	300	应付账款周转率	9.16	9.62	9.50	9.43
长期投资	0	-3	3	0	每股指标 (元)				
其他	1321	-7	-8	-8	每股收益	1.67	2.10	2.80	3.69
筹资活动现金流	-21	4528	58	64	每股经营现金流	1.36	2.01	2.99	3.69
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.34	11.74	14.54	18.23
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	70	0	0	P/E	32.58	25.89	19.40	14.71
资本公积增加	0	4386	0	0	P/B	16.27	4.63	3.74	2.98
其他	-21	72	58	64	EV/EBITDA	25	19	14	10
现金净增加额	294	4668	1102	2230					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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