

强烈推荐-A (维持)

梦洁家纺 002397.SZ

目标估值: 51.19-59.78 元

当前股价: 39.45 元

2011年5月30日

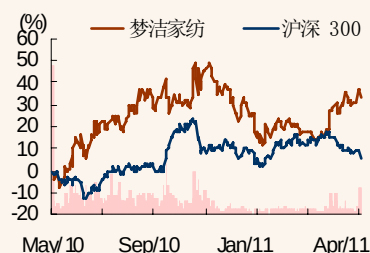
加盟有效拉动规模提升 多品牌丰硕度日趋完善

基础数据

上证综指	2722
总股本(万股)	9450
已上市流通股(万股)	2904
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	12
每股净资产(MRQ)	11.1
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	22.6%
主要股东	姜天武
主要股东持股比例	38.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-7	41
相对表现	10	-5	27



相关报告

- 1、《梦洁家纺-拓展加速, 毛利率维持了大幅提升的势头》2010/10/19
- 2、《坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31
- 3、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7
- 4、《梦洁家纺-收入增长持续改善, 毛利提升趋势明显》2011/4/26

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

近日对公司进行了调研, 通过与高管的交流, 更加深刻的感觉到“爱家”理念在品牌建设、产品设计及渠道、人员管理等方面的深远影响。我们认为尽管公司较国内第一梯队的其他两大家纺公司历史表现略有逊色, 但上市后的改进趋势明显, 11 年公司将聚焦于现有品牌的建设, 通过引进“阿米巴”经营哲学, 强调精细化管理, 加快渠道良性建设和供应链反应速度, 以获得快速的增长。我们坚定看好家纺龙头企业广阔的发展空间, 尤其是从中长期看, 建议持续重点关注。

- **品牌梯度建设完备, 意在做精做强。**公司现已成功搭建由高端至低端、成人及儿童床上用品品牌构架, 包括线上、线下共计五大品牌, 以及国际高端代理品牌, 自主品牌的多品牌丰硕度较竞争对手丰富。且国产高端家纺品牌比较缺失, “寐”在国内品牌中独树一帜, 未来发展空间可期。
- **直营以基础打造为主, 加盟有效拉动规模提升。**10 年直营扩张很快, 但收入增长未匹配, 主要是直营建设处于打基础阶段, 但公司对直营体系的策略是比较清晰的, 主要对租金上涨较快的一二线城市及经销商较难涉足的市场, 铺设范围目前已较广范; 加盟门店效率较直营高, 收入增速快, 但 10 年拓展略低于预期, 公司通过加大扶持、提高批发价和零售价之间的倍率等方式给加盟商提供支持, 11 年在增加装修、监理公司至 8 家的背景下, 预计可更有效保障开店计划实施, 全年计划新开 500 家左右, 一季度已完成 90 余家。
- **规模扩张及内部管理工效的提升是未来业绩增长的主基调。**在棉价有所回落的背景下, 公司意在稳定终端售价, 维持毛利率水平平稳运行, 将把依赖毛利率上涨作为业绩主增长点转向靠规模扩张及提升工效拉动。聚焦二三线城市及“阿米巴”经营模式的引入将为规模的扩张及提升供应链反应速度奠定良好的发展基础。
- **盈利预测与投资建议:** 我们一直强调家纺行业是我们近年最看好的服饰细分子行业之一。公司目前改进的趋势良好, 11 年业绩高速增长的基础具备。维持 11-13 年的 EPS 分别至 1.46、1.99 和 2.65 元/股, 目前估值分别为 11、12 年的 27 和 20 倍 PE, 鉴于家纺龙头公司成长性突出, 目前估值也并不算高, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	631	855	1199	1613	2109
同比增长	2%	36%	40%	35%	31%
营业利润(百万元)	73	103	161	224	295
同比增长	20%	40%	57%	39%	32%
净利润(百万元)	89	92	138	188	250
同比增长	76%	4%	51%	36%	33%
每股收益(元)	1.89	0.97	1.46	1.99	2.65
PE	21.3	41.4	27.5	20.2	15.2
PB	9.0	3.7	3.3	3.0	2.5

资料来源: 招商证券

一、品牌建设：丰硕度日趋完善，高端品牌独树一帜

国内家纺行业竞争日益加剧，品牌数量快速增多，细分市场的涵盖面已不仅仅局限于品种、档次，而更多的是突出产品的设计风格及对消费群体有针对性的细分。因此，家纺的龙头公司都早早开始规划多品牌战略，以先发优势尽可能的覆盖更多的市场。

目前，公司旗下品牌除原有核心中高端品牌“梦洁”、高端品牌“寐”、网销品牌“觅”和儿童品牌“梦洁宝贝”外，又配合空间广阔的保障性住房市场推出“平实美学”品牌。我们认为公司品牌由高端至低端的梯度建设较为完善，所处市场涉及成人和儿童两大细分市场，对日后品牌协同发展起到了良好的承接；产品类别包括床上用品、床垫、儿童玩偶及高端家居用品等，涵盖面广。

同时，我们认为目前国产高端家纺品牌比较缺失，公司的“寐”发展到现在已经有了一定的市场基础，是公司多品牌组合中比较有特色的部分，在国内品牌中独树一帜，未来发展空间可期；此外，公司认为保障性住房市场对于家纺是个很大的市场，将进行战略整体的评估，营销推广和策划都在进行中，未来此市场打开后的空间也值得期待。

目前看，公司未来三年内将不再进行新品牌的拓展，比较专注在现有几个品牌的运作，随着研发、渠道、服务、营销等方面相应配套升级，多品牌经营体系建设将进一步深化、稳固。同时，现有业绩贡献率较低的成长性品牌“梦洁宝贝”及“觅”亦将有所突破，实现线上、线下均衡发展。

表 1：公司各品牌经营情况

品牌	推出时间	目标市场	设计风格	品牌理念	销售比重
梦洁	2002 年	中高端消费群	以中式艺术、欧式古典巴洛克、梦洁婚庆红等主题概念，并结合 F 历年、M 历年进行产品整体设计	温馨、经典	80.52%
寐	2003 年	高端消费群	专业开发高端纯天然材质，以黑、白、米、会等中性色为主色系，坚持简约，主球精致、细节完美	环保、尊贵	16.41%
梦洁宝贝	2006 年	儿童消费群	以天然环保材质为主，将儿童成长分为四个年龄段，根据不同年龄段儿童的成长特点和生理需求进行专门设计；并代理国际品牌 barbie、doudou 等的形象使用权，完善产品丰富度	健康、快乐	3.07%
平实美学	2010 年	保障性住房消费群体	以高性价比产品为主打，针对“三低”消费群体设计	为生活做减法	-
觅	2009 年	网络消费群体	风格简约、色彩丰富	-	日销售 500 万

资料来源：公司招股说明书、年报，招商证券

二、渠道建设：直营以基础打造为主，加盟有效拉动规模提升

1、直营体系：以基础打造为主，铺设范围已较广范

10 年公司直营门店净增加 100 余家，扩张速度很快，达到约 46%，但是收入增长仅为 29.16%。目前直营店的投入产出情况尚不尽人意，主要是直营体系建设处于打基础阶段，在一线市场投入成本大，见效时间长。这与直营需要培养的状况是相符的。

但公司对于直营体系的策略还是比较清晰的。主要对租金上涨较快的一二线城市及北京、上海及广州等经销商较难涉足的市场进行了较为全面的覆盖，铺设范围目前已较广范，未来开设直营店的范围不会再扩大，以做精做好现有布点的市场为主。同时，如“梦洁美颂”这类大店的开设，可有效的对品牌形象起到良好的提升、示范作用。未来伴随立体营销的推广以及终端服务的持续提升，直营店单店收入及平效的增加是个趋势。

此外，公司对于直营大小店的定位也有清晰的分工，大店主要用于进行多品牌整合；小店则要突出便利性和个性。

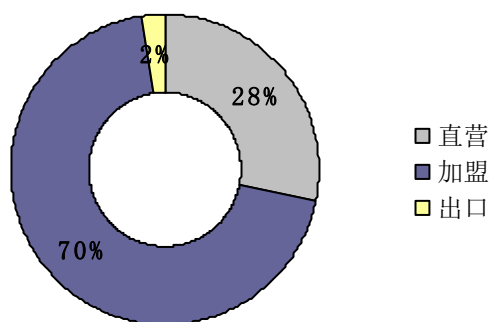
2、加盟体系：加强扶持力度，推动扩张提速

10年公司加盟门店净增加250余家，扩张速度约17%，而收入增长达到37.81%，加盟店的运营效率明显高于直营门店。但扩张速度比预期的低，公司认为主要是受客观因素影响，装修、监理都由一家公司负责，工程量太大，与公司开店进程无法匹配所致。

面对租金上涨的局面，公司现有经营较好的加盟商开始自购门店进行运作。为进一步提升加盟商的开店动力，公司将在道具、装修及授信力度上予以支持；同时，计划引入竞争机制，促进加盟渠道实现良性的可持续发展；此外，公司还提高了批发价和零售价之间的倍率关系，这样相当于给予了加盟商更大的盈利空间，以一季度为例，产品终端售价平均提升了20%以上，但批发价格提升约10%。

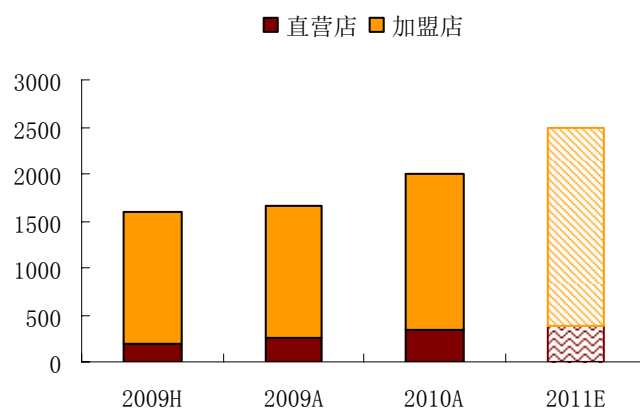
在市场布局上，公司将着重以广阔的县级二三线城市为主，加大铺设力度。11年公司增加装修、监理公司至8家，预计可更有效保障今年开店计划顺利实施，公司计划全年新开店500家（一季度已完成90余家），加盟店占比达到90%以上，其中“梦洁”门店保底新增300家，“寐”、“梦洁宝贝”及“床垫”门店则分别新增80家、60家和60家。

图1：10年公司各渠道收入占比情况



资料来源：公司年报，招商证券

图2：公司直营及加盟门店增长及预测情况



资料来源：公司公告，招商证券

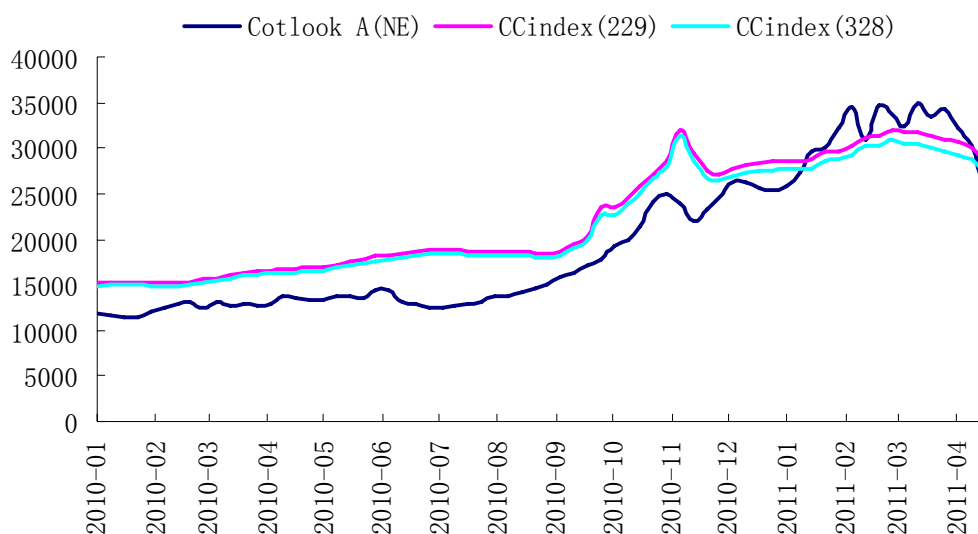
三、供应链管理：“阿米巴”经营理念及专业化信息系统模块导入，将强化精细化管理水平，共同推动供应链反应速度快速提升

1、原材料供给端：严格把握棉价波动趋势，有效降低成本压力

家纺企业中，80%以上原材料是与棉花有关的坯布及填充物，因此，棉价的走势直接影响企业的盈利变化。棉价从10年至今经历了暴涨、缓跌，纷纷引起市场对后市走势的担忧，但公司认为棉价下跌对公司的经营则利大于弊，目前，为抓住棉价下跌机会，公司已延后棉花的补库时间（现有原材料库存基本只保证维持到6月份的生产），并根据自身经验确定棉价回落低点进行合理配置，尽可能将原材料采购成本降至最低水平。

与此同时，成本压力的有效缓解，亦有益于稳定终端销售价格，降低终端售价大幅提升对消费需求打压的风险。从目前情况看，秋冬季产品售价将基本维持稳定，部分普通应季产品或略有下降，量增对收入增长的拉动将进一步凸显。

图 3：近期棉花价格走势



注：Cotlook A (NE) 价格按照即时汇率进行换算

资料来源：Bloomberg，招商证券

2、信息系统：IBM 专业化信息模块导入，反应速度提升显著

在目前的竞争环境下，供应链管理已经成为全球服装行业的关键竞争要素，国内外知名休闲品牌无一不在供应链的组织和管理上精心构思，在仓储、物流和信息管理系统上重点研究并大量投入，通过硬件和软件两个层面使供应链具备高时效、低成本和快速反应的特征。

公司现与国际管理经验丰富的公司合作已有半年，通过专家团队对公司从采购生产到终端销售整个流程进行全面整改，IBM 专业化信息模块的导入将使生产周期由6个月缩短至3个月的时间。目前，IBM 信息系统建设项目尚处于实施阶段，面临全新的整改，公

公司将经营或将出现一定的震荡，但预计整改将于年内全部完成，明年相应效益将会逐步显现。

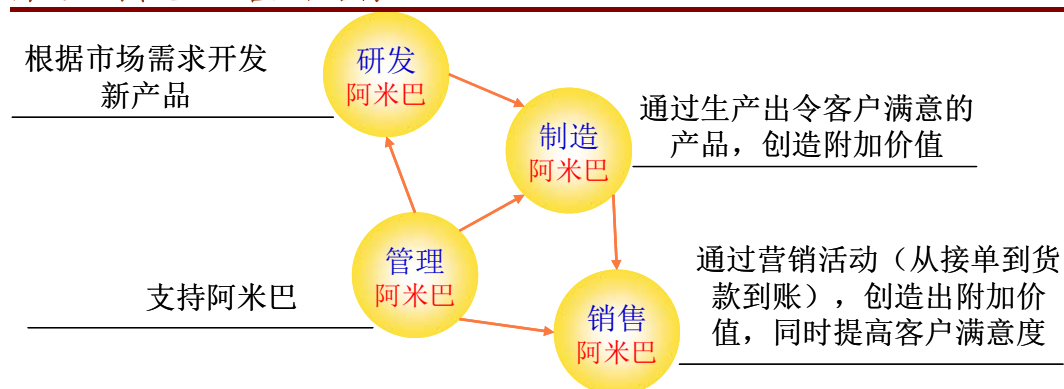
3、“阿米巴”理念植入，盈利最大化的保障

公司引入“阿米巴”经营理念，作为行业管理的一大创新。“阿米巴”即确立与市场挂钩的部门核算制度，培养具有经营者意识的人才，实现全体员工共同参与经营，让每一位员工都成为企业的主角。

我们认为从理念的衔接上，“阿米巴”与公司打造的“爱家文化”有异曲同工之处，“阿米巴”理念的植入，将更加精细化各个经营单元的目标。公司将在采购、生产到商务、营销每个环节建立 8 大区 8 个阿米巴，由阿米巴严格比对、管控每一个细小环节，促使每一道工序均实现高效且成本最低化，从而加快产品由生产到进入终端的速度，增加附加值，达到收入最大化，费用最小化。

公司预计通过运用“阿米巴”经营模式，未来净利润率水平最少会保持在 10%，达到收益最大化。虽然此经营理念的推广成效如何尚待尝试，但可看出公司希望提高管理精细化的决心，未来随着“阿米巴”经营模式的应用日渐成熟，将有可能使公司获得更好的经营效率。

图 4：“阿米巴”经营组织结构



资料来源：《阿米巴经营法分享》，招商证券

四、2011 年展望：享受行业高增长，业绩步入快行区间

我们一直强调家纺行业是我们近年最看好的服饰细分子行业之一。主要原因有四点：一是行业由于细分风格较少，最终格局的集中度较服装明显要高，而行业目前的集中度还非常低，提升趋势明显；二是行业具备品牌运营综合能力的企业较少，具备龙头地位的几大品牌较第二梯队的品牌已经明显表现出品牌、渠道、研发等方面的综合优势，伴随上市效应与渠道快速拓展，差距有望进一步拉大；三是家纺公司由于各国生活习惯差异等原因，跨国知名品牌不多，使得国内品牌无需像服装品牌一样，面对过多的国际竞争压力，发展空间无疑更广；四是家纺行业由于风格细分市场不多，做多品牌更容易驾驭，且行业处于品牌化的初期，管理运作能力强的公司不多，有利于龙头公司目前大力发展多品牌做大规模。

对家纺行业销售受房地产影响的看法：家纺行业一直有个分歧，部分观点担忧房地产对家纺销售的影响很大。我们对此的观点一直是，国内的品牌家纺行业还非常年轻，正处于品牌化的初期，品牌化进程是主流趋势，同时国内渠道拓展的空白点仍较多，此外第一梯队公司相对于行业其他公司的优势也在提升，将带来市场占有率的提高。这三点综合的结果

将会使得房地产销售对家纺产品的购买减少起到较大的抵消作用，我们认为龙头公司具备持续的快速增长的能力。

在加盟店快速稳步推进，直营店效益逐步释放，管理效率提升的前提下，公司 1-5 月获得了快速的增长。预计公司实现收入 12 亿元，净利润 1.4 亿元，同比分别增长 40%和 52%的预算底线，有望达标，11 年的业绩将获得高速增长。

另外，公司固定资产折旧年限的变更（折旧年限由 20 年、3%的残值率变更为 20-40 年，3%的残值率，年折旧率 2.43%-4.85%），预计增加 11 年 5-12 月利润总额 267.58 万元，净利润 200 万元，增厚 EPS 约为 0.02 元/股。

五、盈利预测与投资建议

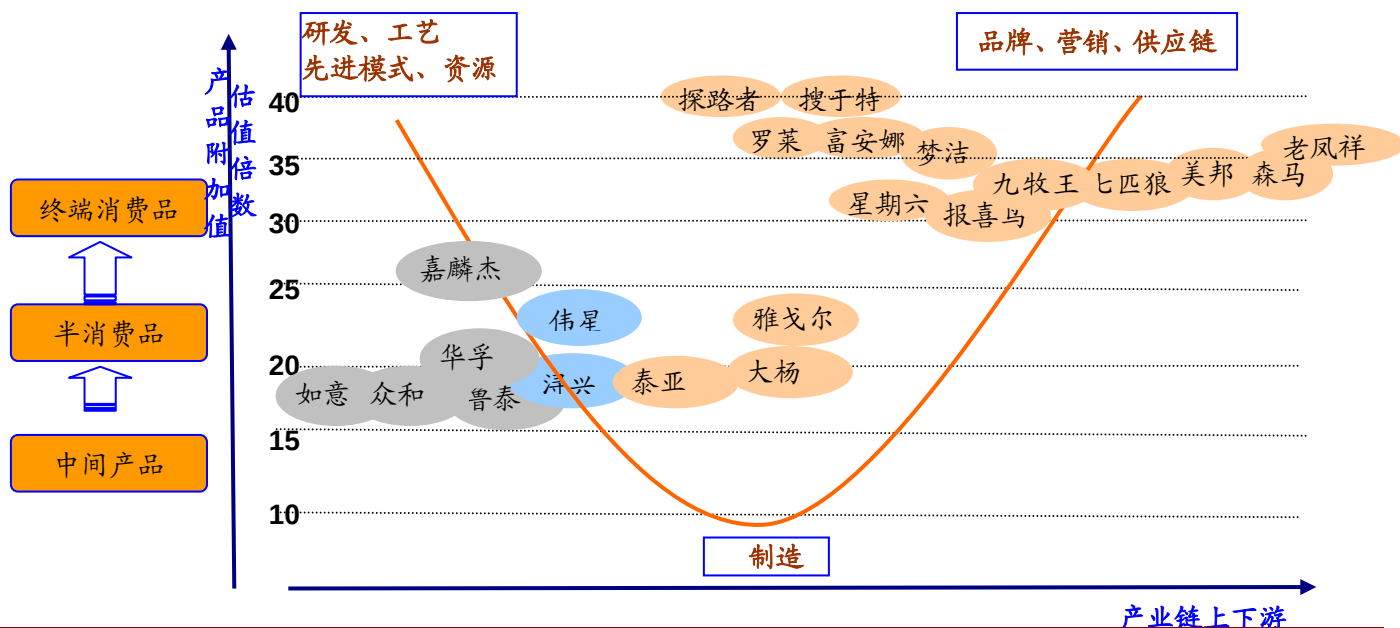
总体而言，家纺龙头企业目前体现出良好的增长趋势。而公司上市后看到和另外两家的差距，改进的积极性非常高，因此到目前也体现出较好的状态。公司未来将继续聚焦于现有品牌的建设，通过引进“阿米巴”经营哲学，强调精细化管理，加快渠道良性建设和供应链反应速度，以获得快速的增长。

我们认为家纺行业尚处于品牌化的初期，最终格局尚未定，因此在这个阶段规模靠前、管理可以跟上的品牌都可能在某个阶段具备较好的投资价值。虽然公司以往业绩的持续良好表现不如另两家，但目前改进的趋势良好，11 年业绩高速增长的基础具备。尤其从全年看，投资价值良好。我们维持 11-13 年的 EPS 分别至 1.46、1.99 和 2.65 元/股，目前估值分别为 11、12 年的 27 和 20 倍 PE，鉴于家纺龙头公司成长性突出，目前估值也并不算高，维持“强烈推荐-A”的投资评级。半年目标价以 11 年 35 倍的价值中枢为 51.19 元，一年目标价给予 12 年 30 倍，价格中枢为 59.78 元。而这些改进策略未来能否给公司带来持续的快速增长，缩小与另两家龙头的差距，是判断未来投资价值的关键。

风险因素：

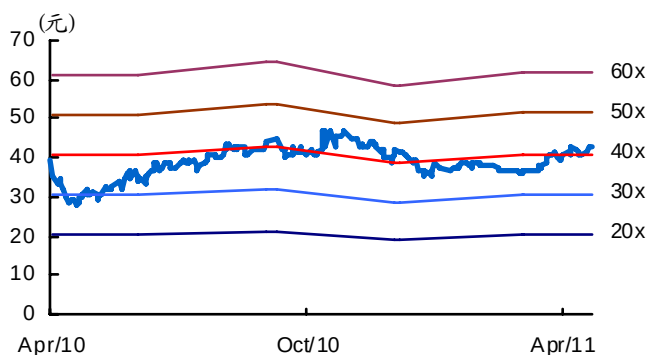
- 1、受宏观经济调控影响，房地产市场长期低迷拖累家纺产品销售的风险；
- 2、原材料价格波动的风险；
- 3、门店开设进程慢于预期的风险；
- 4、费用控制低于预期的风险。

图 5: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



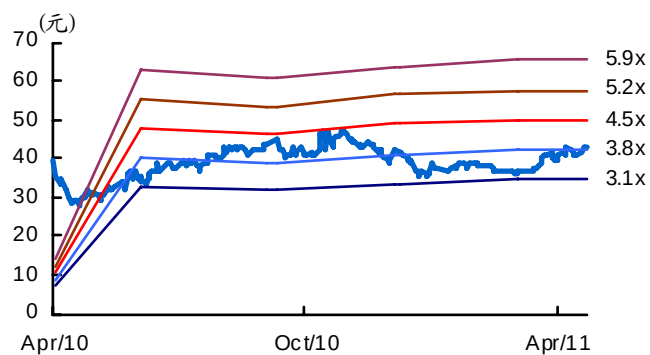
资料来源: 招商证券

图 6: 梦洁家纺历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 梦洁家纺历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

3、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

4、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

5、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

6、《梦洁家纺 - 收入维持快速增长，毛利提升加速利润增长的势头》2010/8/9

7、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

8、《梦洁家纺 - 拓展加速，毛利率维持了大幅提升的势头》2010/10/19

9、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

10、《梦洁家纺-收入增长持续改善，毛利提升趋势明显》2011/4/26

11、《织行业近期投资机会及 11 年一季报回顾分析-消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	413	973	967	1227	1009
现金	161	474	607	762	466
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	32	54	46	62	67
其它应收款	19	21	24	32	21
存货	187	365	275	352	427
其他	14	58	15	19	27
非流动资产	245	392	563	593	740
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	134	342	530	563	712
无形资产	26	25	23	20	18
其他	85	25	10	10	10
资产总计	658	1365	1530	1820	1749
流动负债	444	336	394	532	248
短期借款	185	30	0	0	20
应付账款	131	191	216	281	148
预收账款	19	16	31	42	43
其他	109	99	146	209	37
长期负债	4	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	3	0	0	0
负债合计	448	339	394	532	248
股本	47	95	95	95	95
资本公积金	3	761	761	761	761
留存收益	160	170	280	431	643
少数股东权益	1	1	1	2	3
母公司所有者权益	210	1025	1135	1286	1498
负债及权益合计	658	1365	1531	1820	1749

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	71	(87)	424	286	(53)
净利润	89	92	138	188	250
折旧摊销	0	0	57	69	80
财务费用	0	0	(5)	(7)	(5)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	224	27	(383)
其它	(17)	(179)	11	8	5
投资活动现金流	(22)	(156)	(233)	(100)	(230)
资本支出	0	0	(240)	(100)	(230)
其他投资	(22)	(156)	7	0	0
筹资活动现金流	(45)	556	(58)	(31)	(13)
借款变动	0	0	(33)	0	20
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(28)	(38)	(38)
其他	(45)	556	2	7	5
现金净增加额	5	313	133	155	(295)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	631	855	1199	1613	2109
营业成本	402	508	696	936	1232
营业税金及附加	5	4	7	10	11
营业费用	119	197	282	374	481
管理费用	24	41	58	76	96
财务费用	6	(0)	(5)	(7)	(5)
资产减值损失	2	3	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	73	103	161	224	295
营业外收入	34	5	7	4	5
营业外支出	1	2	3	2	1
利润总额	106	105	165	226	299
所得税	17	13	26	37	48
净利润	89	92	139	189	251
少数股东损益	0	0	0	1	1
母公司所有者净利润	89	92	138	188	250
EPS (元)	1.89	0.97	1.46	1.99	2.65

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	2%	36%	40%	35%	31%
营业利润	20%	40%	57%	39%	32%
净利润	76%	4%	51%	36%	33%
获利能力					
毛利率	36.3%	40.6%	41.9%	41.9%	41.6%
净利率	14.0%	10.7%	11.5%	11.7%	11.9%
ROE	42.2%	9.0%	12.2%	14.6%	16.7%
ROIC	16.4%	8.5%	11.5%	14.1%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	68.0%	24.9%	25.7%	29.3%	14.2%
净负债比率	29.3%	2.4%	0.0%	0.0%	1.2%
流动比率	0.9	2.9	2.5	2.3	4.1
速动比率	0.5	1.8	1.8	1.6	2.3
营运能力					
资产周转率	1.0	0.6	0.8	0.9	1.2
存货周转率	2.4	1.8	2.2	3.0	3.2
应收帐款周转率	18.7	19.8	23.8	29.8	32.6
应付帐款周转率	3.0	3.2	3.4	3.8	5.7
每股资料(元)					
每股收益	1.89	0.97	1.46	1.99	2.65
每股经营现金	1.52	-0.92	4.49	3.02	-0.56
每股净资产	4.47	10.85	12.02	13.61	15.86
每股股利	0.70	0.50	0.29	0.40	0.40
估值比率					
PE	21.3	41.4	27.5	20.2	15.2
PB	9.0	3.7	3.3	3.0	2.5
EV/EBITDA	27.0	19.7	11.4	8.4	6.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。