

强烈推荐-A (维持)

罗莱家纺 002293.SZ

目标估值: 103.89-115.43 元

当前股价: 89.00 元

2011年8月16日

多品牌协同快速发展 利润增长超预期

基础数据

上证综指	2627
总股本(万股)	14036
已上市流通股(万股)	3510
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	20.5
资产负债率	18.8%
主要股东	上海罗莱投资公司
主要股东持股比例	39.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	39	56
相对表现	12	48	54



相关报告

- 1、《罗莱家纺—规模增长超预期 着重打造渠道质量》2011/4/5
- 2、《罗莱家纺—税收优惠提升业绩 多品牌+多渠道打造规模优势》2011/4/20
- 3、《罗莱家纺—规模优势与价值提升 引领高速发展 值得骄傲的龙头》2011/4/29

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

研究助理:

孙好

0755-83295441
sunyu2@cmschina.com.cn

受益于规模效益、企业价值提升及所得税率优惠,以及多品牌的协同发展,上半年公司收入获得高增长,利润增长则超出预期。未来随着“多品牌+多渠道”策略运作日益成熟,公司在业内首屈一指的市场地位将进一步被稳固,同时,这也充分使其享受家纺行业高增长所带来的溢价。我们一直强调对于消费升级后端的家纺行业,外延的快速扩张和品牌化趋势的强大力量将使其未来几年的发展速度比消费升级前端的行业更强劲,家纺龙头公司是良好的战略性投资品种。

□ **规模及价值效益共促业绩表现超预期。**11年上半年公司实现营业收入 10.03 亿元,同比增长 51.59%,营业利润和净利润分别为 1.65 亿和 1.62 亿元,同比分别增长 58.38%和 109.77%,基本每股收益 1.16 元。规模效益有效拉动收入呈现快速增长,其中除“罗莱”外的其他品牌增长也提速,同比增长了 84.21%;而利润表现大大高于市场预期主要是公司企业价值提升,低毛利品牌正逐步向发展期过渡,盈利能力大幅提升,且所得税率享有优惠。

□ **附属品牌与核心品牌协同快速发展,品牌加大投入导致费用增加,但毛利率水平提升明显,现金流健康。**经过近年来的市场培育,公司除“罗莱”外的其他自主及代理品牌逐渐有了一定的运作基础,上半年该类品牌毛利率水平提升明显,带动综合毛利率同比增加 1.51 个百分点至 40.82%,达到历史最高点。但在品牌快速发展期,公司加大了对广告、业务宣传以及研发、生产等相关投入,导致同期费用率同比小幅增加 0.52 个百分点至 23.50%。

□ **盈利预测与投资建议:**在行业快速增长的背景下,公司“多渠道+多品牌”的运作模式可以持续带来规模的高速发展。未来更成功的多品牌运作,以及更精细化的渠道管理,将使得公司的利润高速增长更有保证。结合中报行情,继续小幅上调 11-13 年的 EPS 分别由 2.45、3.50 和 4.22 元/股上调至 2.65、3.85 和 4.82 元/股,对应 11 和 12 年 PE 分别为 33.6 和 23.1 倍。鉴于家纺龙头企业成长性好于服装主要品类,估值高于服装亦属合理,维持“强烈推荐”的投资评级,属于良好的战略性投资品种。

□ **风险因素:**房地产长期低迷拖累家纺销售;成本上涨打压毛利率的风险。

财务数据与估值

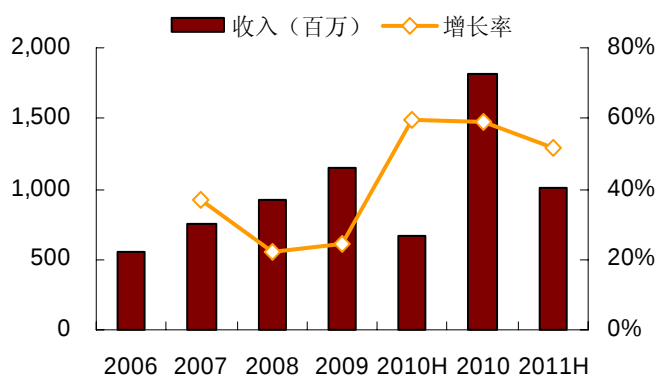
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1145	1819	2704	3785	5125
同比增长	27%	59%	49%	40%	35%
营业利润(百万元)	189	272	437	637	902
同比增长	38%	44%	60%	46%	42%
净利润(百万元)	144	241	372	540	676
同比增长	31%	67%	54%	45%	25%
每股收益(元)	1.03	1.72	2.65	3.85	4.82
PE	86.5	51.9	33.6	23.1	18.5
PB	9.4	8.6	7.1	5.6	4.5

资料来源:招商证券研发中心

一、绝对龙头优势促进业绩表现超预期

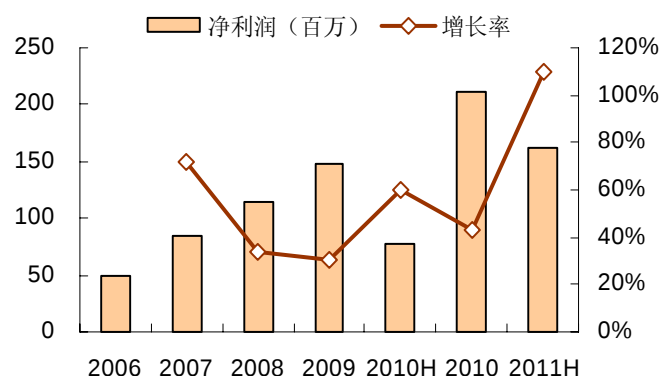
11年上半年公司实现营业收入10.03亿元，同比增长51.59%，营业利润和净利润分别为1.65亿和1.62亿元，同比分别增长58.38%和109.77%，基本每股收益1.16元。规模效益有效拉动收入呈现高速增长，其中除“罗莱”外的其他品牌增长也提速，同比增长了84.21%；而利润表现大大高于市场预期主要是公司企业价值提升，低毛利品牌正逐步向发展期过渡，盈利能力大幅提升，且所得税率享有优惠。

图1：公司近年来收入情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图2：公司近年来利润情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

1、规模及价值效益共促收入维持高速增长态势

上半年公司坚持贯彻“多品牌+多渠道”发展战略，继续加强品牌及渠道建设，推动规模优势进一步扩大，市场占有率稳步提升，拉动销量增长；而研发投入力度的加大，促使新品占比逐步提升，同时配合合理的提价政策，保证了收入维持稳定的高速增长。

分品牌看，公司附属品牌与核心品牌步入协同快速发展期。上半年在核心品牌“罗莱”收入同比实现48.87%快速增长的同时；其他附属品牌在经过近年的市场培育后，也逐步获得了快速发展，收入呈现爆发式增长，同比涨幅达到84.21%。

表1：公司各品牌经营情况

品牌名称	营业收入（百万）		营业收入增长率	毛利率	
	2011年1-6月	2010年1-6月		2011年1-6月	毛利率变动（百分点）
罗莱品牌	776.56	521.64	48.87%	42.11%	0.06
其他	201.77	109.54	84.21%	40.78%	4.30
合计	978.34	631.18	55.00%	41.84%	0.76

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

分产品看，公司上半年各项业务均实现了较快的增长。其中，高毛利产品标准套件和被芯的推广力度加大，上半年分别实现收入4.29和3.42亿元，同比分别增长41.95%和72.07%，而套件、枕芯类和饰品类产品毛利率的有效提升，低毛利率夏令产品毛利率下滑对整体盈利能力的影响。

表 2: 公司各产品经营情况

	营业收入（百万）		营业收入增长率	毛利率	毛利率变动
	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月		2011 年 1-6 月	(百分点)
标准套件类	428.57	301.92	41.95%	44.69%	1.17
被芯类	341.65	198.55	72.07%	44.05%	0.37
枕芯类	70.50	53.45	31.90%	37.84%	2.69
夏令用品类	55.88	25.00	123.55%	28.15%	-0.15
饰品其他类	81.73	52.26	56.40%	30.43%	1.10
合计	978.34	631.18	55.00%	41.84%	0.76

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

分区域看，公司除了在原有强势市场华东地区保持 62.20% 的快速增长外，随着渠道建设快速展开，公司以华东地区为中心加紧对周边市场的空白区域进行覆盖，中北部及西南地区均实现了快速增长，其中，除香港及海外销售增速相对较缓，其他国内区域收入增长均在 47% 以上。我们认为渠道的合理布局，进一步提升了公司在家纺行业的市场占有率，分散了公司过渡依赖单一市场的风险。

表 3: 公司各地区销售情况

地区	2011 年 1-6 月		2010 年 1-6 月	
	收入规模（百万）	增长率	收入占比	收入占比
华东地区	470.20	62.20%	48%	46%
华中地区	134.80	47.26%	14%	15%
东北地区	110.39	47.33%	11%	12%
华北地区	103.81	55.34%	11%	11%
西南地区	77.58	53.02%	8%	8%
华南地区	50.28	48.95%	5%	5%
西北地区	13.15	47.78%	1%	1%
香港地区	13.22	28.70%	1%	2%
出口	4.92	12.62%	1%	1%
合计	978.34	55.00%	100%	100%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

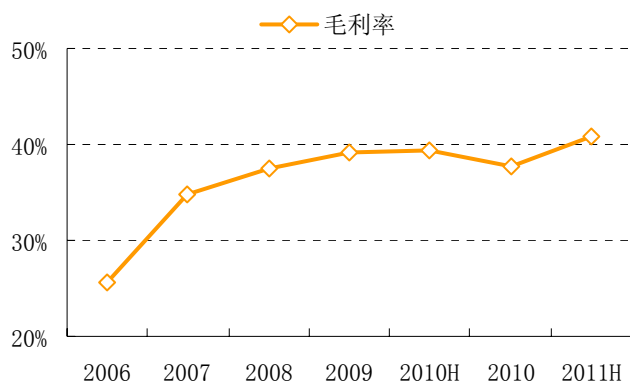
2、多品牌发展日益成熟，盈利能力显著提升

低毛利品牌组合获得快速发展，拉动毛利率大幅提升。上半年在价值效益及提价的驱动下，“罗莱”品牌盈利能力的到了稳步的提升，毛利率水平同比小幅 0.06 个百分点。而同期，其他附属品牌的发力，大大使公司整体盈利水平得到了增强，上半年其他品牌毛利率达到 40.78%，同比增加 4.30 个百分点，拉动综合毛利率同比增加 1.51 个百分点。我们认为随着附属品牌发展逐步成熟，后期将为公司带来市场份额及盈利能力的进一步提升。

品牌推广和研发生产规模加大投入，销售费用率及管理费用率有所提升。上半年在品牌快速发展时期，公司加大了对广告、业务宣传以及研发、生产等相关方面的投入，导致销售费用率及管理费用率小幅增加，同比分别增长 0.22 和 0.51 个百分点。但我们认为加大对新品牌推广的支持、研发生产及渠道拓展的投入是促推品牌发展的需要，而在抢占市场的时代，伴随企业的迅速壮大，费用的相应提升亦属合理。

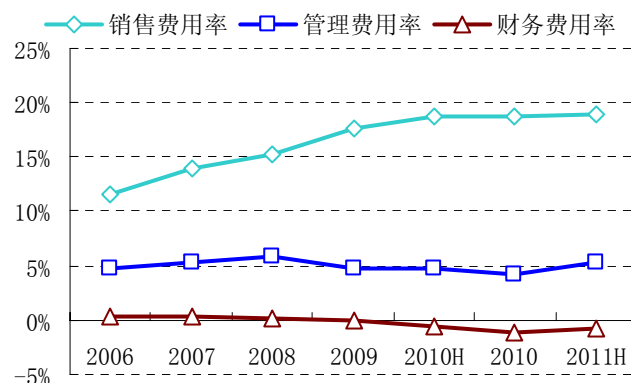
现金流情况良好。上半年销售表现靓丽，现金回流情况较好，经营性现金流净额同比增加 8714.53 万元。

图 3: 公司毛利率变动情况



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 4: 公司费用变动情况



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

所得税率优惠政策提振净利润增长。

表 4: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	255	408	316	421	359	662	484	314	583	420
营业毛利	95	162	120	165	142	260	173	112	234	176
营业费用	38	73	41	87	60	124	62	96	101	89
管理费用	14	25	11	18	14	32	18	13	22	30
财务费用	0	0	-1	0	-2	-3	-9	-4	-5	-2
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	40	62	66	61	69	104	101	-2	109	56
归属母公司净利润	36	51	50	44	51	77	66	47	89	74
EPS (元)	0.13	0.18	0.18	0.16	0.18	0.28	0.24	0.17	0.32	0.27
主要比率										
毛利率	37%	40%	38%	39%	40%	39%	36%	36%	40%	42%
营业费用率	16%	15%	21%	15%	19%	16%	21%	-1%	19%	13%
管理费用率	14%	12%	16%	10%	14%	12%	14%	15%	15%	18%
营业利润率	16%	15%	21%	15%	19%	16%	21%	-1%	19%	13%
有效税率	20%	24%	24%	30%	26%	32%	34%	7602%	25%	-6%
净利率	14%	12%	16%	10%	14%	12%	14%	15%	15%	18%
YoY										
收入	-	7%	26%	56%	41%	62%	53%	-26%	62%	-37%
归属母公司净利润	-	1%	51%	63%	43%	51%	32%	8%	74%	-4%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 5: 11 年二季度业绩回顾

(百万元)	10Q2	11Q1	11Q2	同比	环比
营业收入	662	583	420	-37%	-28%
营业毛利	260	234	176	-32%	-25%
营业费用	124	101	89	-28%	-11%
管理费用	32	22	30	-3%	36%
财务费用	-3	-5	-2	-46%	-66%
投资收益	0	0	0	-	-
营业利润	104	109	56	-46%	49%
所得税	36	29	-4	-112%	114%
归属母公 司净利润	77	89	74	-4%	17%
EPS(元)	0.55	0.63	0.53		

资料来源：公司报表，招商证券研发中心

二、后期展望：规模扩张的绝对龙头 中长期投资价值明显

我们沿用在中期策略中提出的研究逻辑，伴随国内消费升级的演进，与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴，以户外、家纺、内衣、童装、配饰等行业为代表，品牌化过程的力量非常强大，同时这些行业的外延扩张的空间还非常大，因此面临的租金、人工成本等上升的压力较小，即可以用更多的外延扩张迅速占领市场，并带来较快的发展速度，因此未来几年的发展速度相比消费升级前端的一些行业，将会更强劲。

具体到家纺行业，我们一直强调是投资领域我们最钟爱的行业之一。我们对未来发展空间的判断主要基于以下四点：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、研发等各方面的综合优势，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。

对于公司“多渠道+多品牌”的运作模式我们予以充分的肯定。首先，公司不仅渠道的外延拓展规模在业内首屈一指，且在渠道业态模式的发展上做出了积极的探索。不仅在稳固一二线市场的同时，向三四线县级城市下沉，并大力开发拓展难度较大的超市渠道，还在业内率先推出网络销售平台，顺利实现由实体经营向虚拟营销的渗透。渠道业态模式多样化的发展趋势有利于公司网罗目标市场不同消费阶层，从而扩大公司的家纺龙头优势地位及市场占有率。其次，随着公司信息化系统 SAP 逐步实现终端全覆盖，在店面面积和督导管理上更加精细化，单店效率仍具备进一步提升的空间。另外，公司具有高瞻性的多品牌梯度建设布局将实现高端到低端市场的覆盖、国内到国际品牌的协同、以及实体渠道到虚拟网络渠道品牌的延伸，全方位的网罗目标消费群体，进一步巩固规模经济及差异化竞争优势。我们一直强调坚定看好家纺龙头企业的高成长性，公司作为行业中规模扩张的绝对龙头，中长期投资价值明显。

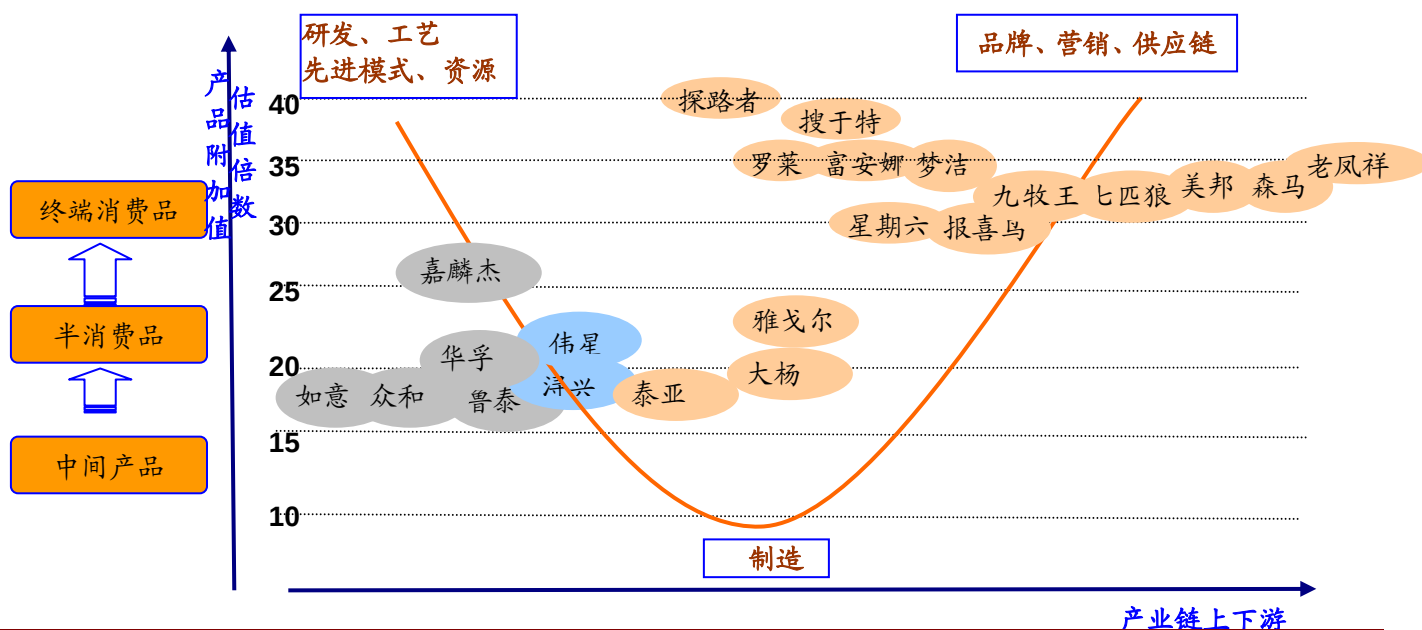
三、盈利预测及投资评级

我们从年初开始就提出坚定看好家纺行业龙头公司的发展，公司在家纺行业的龙头公司中，市场开拓规模占有最大的优势。在行业快速增长的背景下，我们认为公司“多渠道+多品牌”的运作模式可以持续带来规模的高速发展。未来更成功的多品牌运作，以及更精细化的渠道管理，将使得公司的利润高速增长更有保证。结合中报行情，继续小幅上调 11-13 年的 EPS 分别由 2.51、3.50 和 4.22 元/股上调至 2.65、3.85 和 4.82 元/股，对应 11 和 12 年 PE 分别为 33.6 和 23.1 倍，税收优惠加强了估值的安全边际。

鉴于家纺龙头企业成长性好于服装主要品类，估值高于服装亦属合理，维持“强烈推荐”的投资评级。虽然今年上涨幅度较多，但基于家纺行业未来 2、3 年品牌化的趋势的力量强大，属于良好的战略性投资品种。半年目标价可给予 12 年 27-30 倍估值，目标价格为 103.89-115.43 元。

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) 成本上涨，打压毛利率的风险；3) 渠道拓展与费用控制低于预期。

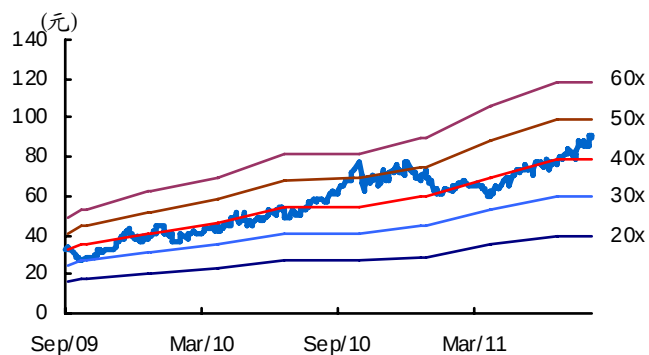
图 5: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



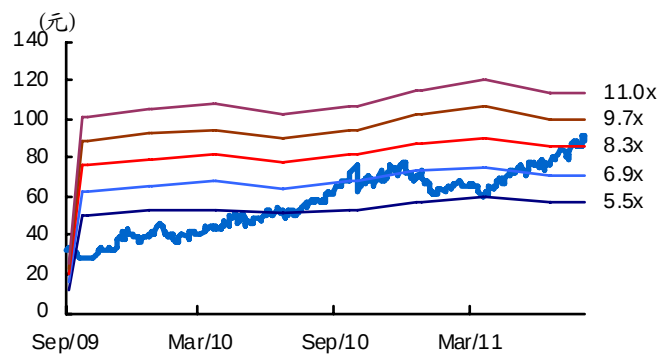
资料来源：招商证券研发中心

图 6: 罗莱家纺历史 PE Band

图 7: 罗莱家纺历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心，港澳资讯



资料来源：招商证券研发中心，港澳资讯

参考报告:

- 1、《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。
- 2、《罗莱家纺—收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/30
- 3、《罗莱家纺—业绩超预期 收入与利润高速增长》2010/4/26
- 4、《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。

- 5、《罗莱家纺—收入与利润增长超预期, 各品牌增长趋势喜人》2010/8/17
- 6、《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, 并据此总结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

- 7、《纺织服饰行业 2010 年四季度投资策略-品牌制造冰火两重天 品牌行业布局的黄金时期》2010/10/17
- 8、《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。

- 9、《罗莱家纺—收入增长大超预期 多品牌建设与费用摊销拉低利润表现》2011/2/23
- 10、《罗莱家纺—规模增长超预期 着重打造渠道质量》2011/4/5
- 11、《罗莱家纺—税收优惠提升业绩 多品牌+多渠道打造规模优势》2011/4/20
- 12、《罗莱家纺—规模优势与价值提升引领高速发展 值得骄傲的龙头》2011/4/29
- 13、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略(服饰品牌研究第七卷)-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11:

系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题, 在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱, 分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴; 同时针对消费升级前端的行业, 创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

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	1420	1661	1538	2049	2656
现金	1067	1057	805	1060	1284
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	12	3	4	0
应收款项	66	99	108	121	164
其它应收款	6	0	14	19	51
存货	260	459	583	810	1088
其他	17	34	25	35	69
非流动资产	128	215	533	587	754
长期股权投资	0	141	141	141	141
固定资产	79	84	306	364	536
无形资产	12	38	34	31	28
其他	37	(48)	52	50	50
资产总计	1548	1877	2071	2635	3410
流动负债	215	431	306	407	600
短期借款	0	0	0	0	20
应付账款	95	269	209	279	376
预收账款	34	45	80	105	110
其他	86	118	17	23	94
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	215	431	306	407	600
股本	140	140	140	140	140
资本公积金	909	907	907	907	907
留存收益	278	398	714	1173	1748
少数股东权益	4	0	3	8	14
母公司所有者权益	1328	1446	1762	2221	2795
负债及权益合计	1548	1877	2071	2636	3410

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	134	132	141	427	525
净利润	144	241	372	540	676
折旧摊销	0	0	30	46	59
财务费用	0	0	(9)	(9)	(11)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(282)	(170)	(239)
其它	(10)	(109)	32	20	39
投资活动现金流	(33)	(40)	(347)	(100)	(230)
资本支出	0	0	(240)	(100)	(230)
其他投资	(33)	(40)	(107)	0	0
筹资活动现金流	887	(100)	(46)	(72)	(71)
借款变动	0	0	0	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	(56)	(81)	(101)
其他	887	(100)	9	9	11
现金净增加额	988	(8)	(252)	255	224

资料来源：公司报表、招商证券研发中心

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1145	1819	2704	3785	5125
营业成本	697	1131	1674	2325	3136
营业税金及附加	4	4	5	11	10
营业费用	201	342	487	662	871
管理费用	55	77	111	159	215
财务费用	(1)	(19)	(9)	(9)	(11)
资产减值损失	(0)	12	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	189	272	437	637	902
营业外收入	8	12	6	5	8
营业外支出	1	1	1	0	1
利润总额	197	283	441	641	910
所得税	51	40	66	96	227
净利润	146	243	375	545	682
少数股东损益	2	2	3	5	6
母公司所有者净利润	144	241	372	540	676
EPS (元)	1.03	1.72	2.65	3.85	4.82

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	27%	59%	49%	40%	35%
营业利润	38%	44%	60%	46%	42%
净利润	31%	67%	54%	45%	25%
获利能力					
毛利率	39.1%	37.8%	38.1%	38.6%	38.8%
净利率	12.6%	13.2%	13.7%	14.3%	13.2%
ROE	10.9%	16.7%	21.1%	24.3%	24.2%
ROIC	10.5%	15.0%	20.6%	23.9%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	13.9%	23.0%	14.8%	15.4%	17.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%
流动比率	6.6	3.9	5.0	5.0	4.4
速动比率	5.4	2.8	3.1	3.0	2.6
营运能力					
资产周转率	0.7	1.0	1.3	1.4	1.5
存货周转率	2.9	3.1	3.2	3.3	3.3
应收帐款周转率	21.8	21.9	26.1	33.0	35.9
应付帐款周转率	8.4	6.2	7.0	9.5	9.6
每股资料(元)					
每股收益	1.03	1.72	2.65	3.85	4.82
每股经营现金	0.96	0.94	1.01	3.04	3.74
每股净资产	9.46	10.30	12.55	15.82	19.92
每股股利	0.70	1.12	0.40	0.58	0.72
估值比率					
PE	86.5	51.9	33.6	23.1	18.5
PB	9.4	8.6	7.1	5.6	4.5
EV/EBITDA	32.1	24.1	13.8	9.4	6.6

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。