

解构 Inditex——全球最大服装品牌零售商的成长启示

研究结论

- 总部位于西班牙的 Inditex (ZARA 的母公司) 目前是全球最大的服装品牌零售商。公司自 2001 年上市至今, 营业收入和净利润的年复合增长率分别为 16.17% 和 19.83%。同一期间公司股价增长 175%, 远远领先于同期西班牙 IBEX35 指数 14.66% 的增幅。公司股价的估值水平在业绩快速增长的阶段曾高达 60 倍, 平均水平也在 25—30 倍左右。2010 年底公司总市值达到 349.70 亿欧元, 在行业中仅次于 H&M。
- 我们认为公司成功的商业模式由五大重心构成: 顾客、专卖店、设计/生产、后勤和团队。具体表现为以下方面: (1) 顾客是一切的中心。(2) 渠道是最好的品牌传播平台。(3) 源于客户需求的快捷设计/生产是经营的关键。(4) 高效运营的后勤中心是成功的必要条件。(5) 以满足顾客需求为己任的团队是成功的组织保障公司。
- 通过对 Inditex 公司的研究, 我们认为对国内品牌服饰企业的经营有以下启示 (1) 从品牌长期发展的角度看, 我们认可国内有实力的公司购买少部分核心商圈专卖店的行为, 但也要充分考虑购买店铺的性价比进行理性的决策。(2) 品牌企业的增长除了渠道数量的外延式扩张外, 单店效益的内涵提升也是一个重要方向, 国内企业在这方面还有很大空间。(3) 每个品牌企业的发展过程中都会经历一定的经营波动, 如何及时应对并迅速扭转局面对公司来说十分关键。(4) 渠道本身是很好的品牌推广平台, 但在目前的国内商业环境下, 对于绝大多数国内品牌企业而言, 在核心商圈开设专卖店的同时, 通过必要的广告投入促进销售仍是一个重要的途径。(5) 企业采取直营还是加盟主要以符合企业的发展模式和当前的商业环境而定, 加盟和直营的比重不是决定品牌能否发展壮大的关键。
- 通过研究 Inditex 公司的股价表现和经营业绩的关系, 我们认为对资本市场投资品牌服饰股有重要的启示: 对于一个处于快速增长期的企业, 只要公司或者行业基本面整体向上的趋势没有发生根本变化, 股价由于短期经营波动或者市场系统性调整而出现下跌, 那么对于价值投资者来说恰恰是最好的介入机会。
- 结论: Inditex 公司的成功从一个侧面证明再次证明像公司这样定位的大众品牌服饰领域是最容易产生巨头型公司的企业。我们认为国内目前还没有一家品牌服饰企业具有公司这样优秀的品牌运营能力和供应链系统(从企业气质而言最为接近的是美邦服饰), 但这也是本土品牌服饰企业的发展空间, 毕竟我们身处全球增长最快最具活力的服饰消费市场, 毕竟我们的本土品牌服饰企业经过 15—20 年左右的时间已经积累了良好的品牌基础、渠道资源和市场经验, 而资本市场又为他们提供了更广阔的发展平台。我们坚定看好国内品牌服饰企业, 认为其可持续的快速增长将为投资者提供可观的复合收益率。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

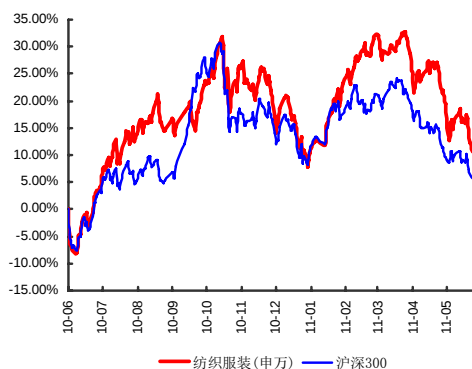
纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860200010014

联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 纺织服装
报告发布日期 2011 年 6 月 30 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.58	-10.91	17.64
相对表现 (%)	-0.23	-3.37	8.80

资料来源: WIND

相关研究报告

《20 年 200 倍还是太少——平价时尚服饰巨头 H&M 的牛股神话》	2011 年 3 月 21 日
《寻找女鞋行业的潜力企业——百丽成功的启示及与星期六的对比》	2010 年 12 月 16 日
《坚定看好国内家纺行业——欧洲家纺巨头素琦 (Zucchi) 公司兴衰启示录》	2010 年 9 月 27 日
《美国梦的诠释者和中国梦的追随者——POLO 和七匹狼的比较研究》	2010 年 9 月 8 日
《优衣库之优——迅销公司成功探秘》	2010 年 8 月 17 日
《牛股是怎样炼成的——GAP 成长启示录》	2010 年 8 月 2 日

目录

一、引言篇：穷乡僻壤出 ZARA	4
二、历史篇：扩张、扩张、再扩张.....	6
1、雏形初现：1975 年——1989 年	6
2、主攻欧洲：1990 年——2000 年	7
3、全球扩张：2001 年——2006 年	8
4、安度危机：2007 年——至今.....	11
三、商业模式篇：五大重心.....	14
1、顾客是一切的中心.....	15
2、渠道是最好的品牌传播平台	16
3、源于客户需求的快捷设计/生产是经营的关键	17
4、高效运营的后勤中心是成功的必要条件	18
5、以满足顾客需求为己任的团队是成功的组织保障	19
四、思考篇：经济消费大环境、企业经营、资本市场一个都不能少	19
1、品牌企业成功的基础：良好的经济增长 契合的消费趋势.....	19
2、企业经营方面的启示	21
3、公司两次股价波动对投资的启示	25

图表目录

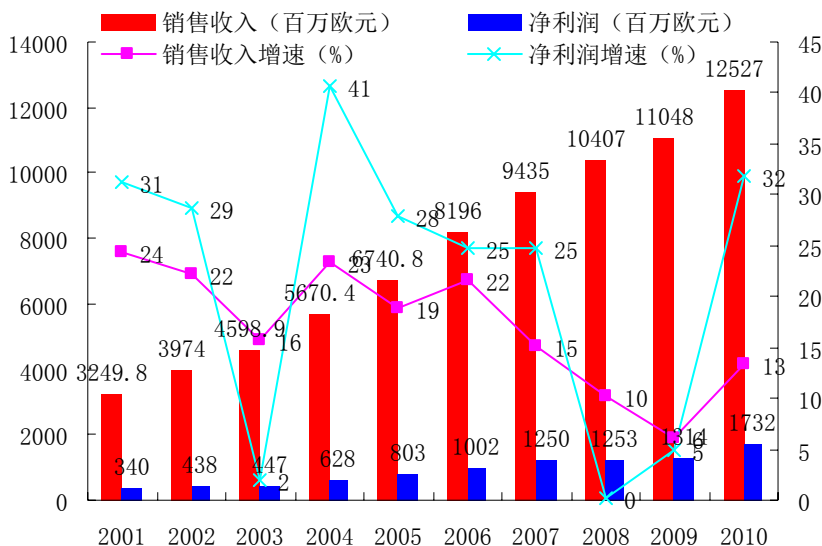
图 1 上市以来公司销售收入和净利润情况.....	4
图 2 公司上市以来的股价走势和市盈率情况	5
图 3 公司创始人奥尔特加和公司旗下知名品牌 ZARA	6
图 4 公司总部	7
图 5 公司 2000 年销售收入地区分布	7
图 6 1998 年推出的 Bershka 品牌，目前是公司的第二大品牌.....	8
图 7 ZARA 在中国大陆的第一家店，位于南京西路，原西班牙领事馆.....	9
图 8 2003 年推出的 ZARA HOME 品牌	10
图 9 公司在萨拉戈萨为 ZARA 设立的第二个后勤中心	10
图 10 公司在亚洲的销售收入占比逐年攀升	11
图 11 公司在中国的专卖店情况.....	12
图 12 ZARA HOME 的网上专卖店	13
图 13 ZARA 的 facebook 网页	14
图 14 公司商业模式的五大重心.....	15
图 15 公司在纽约第五大道购买的永久专卖店	17
图 16 公司的生产线	18
图 17 公司的后勤中心.....	19
图 18 80、90 年代的西班牙经济增长情况	20
图 19 M 型社会	20
图 20 公司专卖店数量和每年新开店数量	22
图 21 公司 2003 年对存货进行了及时的处理	23
图 22 公司以直营店为主	24
图 23 公司在 2003 年和 2007 年两年股价跌幅超过 IBEX35 指数	25
附图：相关上市公司近期资金流向	27
表 1 2010 年公司旗下各品牌情况	5
表 2 公司旗下各品牌 2001 年上市至今销售收入 单位：百万欧元	15
表 3 公司旗下各品牌 2001 年上市至今专卖店数量	17
表 4 公司旗下各品牌的单店收入及平效（2010）	22
表 5：纺织服装行业重点覆盖公司盈利预测表	26

一、引言篇：穷乡僻壤出 ZARA

地处西班牙西北角的加利西亚，是西班牙 17 个自治地区中倒数第三的贫困地区，失业率一度高于全国平均水平，和全国其他地区的联系也不十分顺畅，经济非常倚重传统的农业和渔业。在服装上，虽然加利西亚有着悠久的历史，最早可以追溯到文艺复兴时期，很多加利西亚人当时是贵族们的裁缝，那里有着成千的小型家庭服装生产作坊。但是对于纺织这个巨大的产业来说，加利西亚缺少行业所需要的上游的强大基地，成熟的当地需求，与纺织相关的研究机构和大学，甚至是在其中起到协调作用的行业协会。而且从运输角度看，加利西亚地处欧洲的角落，运输成本也较高。从种种不利的条件看，似乎这是一块难以培育出行业巨头公司的土地，但是就是这块土地，却出现了一家叫 Inditex 的公司，和 GAP、H&M、C&A 并列世界四大时装连锁机构，她八个旗下服装品牌中的一个叫 ZARA 的品牌更是令全世界的时尚爱好者为之雀跃和疯狂。在消费者眼里，Inditex 是“平价时尚的典范”，在同行眼里，Inditex 是“全球最具创意也最具破坏力的零售商”，在商学院眼里，Inditex 是“欧洲最具研究价值的品牌”。

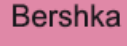
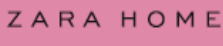
Inditex，集设计、生产、供应、配送、销售于一体，目前是全球最大的服装品牌零售商，旗下拥有包括 ZARA 等八大服饰品牌，2010 年公司在全球运营 5044 家专卖店，销售面积达到 259 万平米，营业收入 125.27 亿欧元，净利润 17.32 亿欧元。自公司 2001 年上市以来，公司营业收入增长 285.45%，年均增速 16.17%，净利润增长 409.41%，年均增长 19.83%。期间公司股价增长 175%，远远领先于同期西班牙 IBEX35 指数 14.66% 的增幅。公司股价的估值水平在业绩快速增长的时候曾高达 60 倍，平均水平也在 25——30 倍左右。公司的总市值也在 2010 年底达到 349.70 亿欧元。

图 1 上市以来公司销售收入和净利润情况

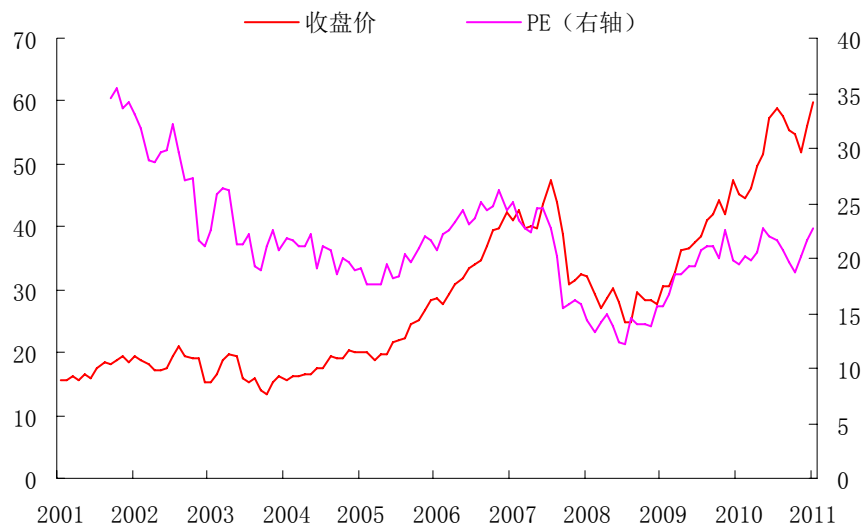


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

表 1 2010 年公司旗下各品牌情况

品牌	成立或者收购时间	定位	销售收入 (百万欧元)	店铺数	店铺面积 (平米)
ZARA 	1975	平价快时尚, 拥有男装、女装、童装及配饰等	8088	1723	1687949
Pull&Bear 	1991	定位中高档, 为现代的都市青年一代提供风格独特的服装	857	682	196320
Massimo Dutti 	1991	基于随意及运动的设计理念, 拥有男装、女装和童装等	897	530	143023
Bershka 	1998	西班牙街头风格年轻品牌, 以性感路线为主	1247	720	262009
Stradivarius 	1999	专门为年龄在 15 至 30 岁, 充满活力, 热爱时尚的女性而设计	780	593	154253
Oysho 	2001	主要经营内衣、化妆品、配饰和运动用品	304	432	60474
ZARA HOME 	2003	主要经营家居用品	294	284	72748
Uterque 	2008	专注于鞋包等配饰	59	80	10871

资料来源: 公司财报, 东方证券研究所整理

图 2 公司上市以来的股价走势和市盈率情况


资料来源: 彭博, 东方证券研究所整理

二、历史篇：扩张、扩张、再扩张

1、雏形初现：1975 年——1989 年

公司创始人，奥尔特加，1936 年出生于西班牙西北部贫困的加利西亚地区，父亲是铁路工人，母亲则是普通的家庭妇女，受生计所迫，13 岁便在拉科鲁尼亚的一家成衣店做起了杂工，在打工中，他逐渐发现了服装生产链条上各环节所蕴含的巨大商机和利润。1963 年，奥尔特加创办了一家叫 Confecciones Goa（Coa，是奥尔特加全名 Amancio Ortega Gaona，首字母的倒写）的制衣厂，专门生产睡衣。1975 年，因为一家德国客户取消了一个大的订单，制衣厂被迫在拉科鲁尼亚开设了一家以 ZARA 命名的零售店（这四个字母组成店名纯粹是偶然的）。开设零售店的初衷是为了销售批发商取消订单后的存货，但是这次经历却让奥尔特加认识到生产和零售之间衔接的重要性。之后制衣厂开始了一手抓生产，一手抓市场销售的全产业链经营模式并延续至今。1970 年底，在加利西亚的主要城市，已经有了 6 家 ZARA 的专卖店。**ZARA 从一开始便把其品牌定位在“一流的时尚，二流的品质，三流的价格”（时尚，中等质量，大众价格）。**

图 3 公司创始人奥尔特加和公司旗下知名品牌 ZARA



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

1985 年，发生了两件重要的事情，首先，Inditex 公司成立，作为 ZARA 和其他公司（包括制衣厂）的控股母公司。其次，由于创始人奥尔特加对于信息技术十分感兴趣，使他在当年认识了科斯特雷诺，后者拥有商业经济的博士学位，并在信息技术方面有丰富的专业经验，1985 年科斯特雷诺加入公司，担任代理主席。两人都认为计算机技术对于他们所想创建的企业是至关重要的。在科斯特雷诺的帮助下，公司建立了早期的信息系统。

整个 80 年代，在奥尔特加和科斯特雷诺的领导下，ZARA 不断向附近的市場拓展，1985 年进入西班牙首都马德里，到 80 年代末 ZARA 已经进入了所有西班牙人口超过 10 万的城市。在国内扩张的同时，公司也开始尝试向周边国家拓展，1988 年 ZARA 在葡萄牙开设第一家国外分店。随着公司收入的增长，公司在 80 年代末 90 年代初对于其后勤系统和 IT 系统建设方面投入了巨资，进一步完善了公司供应链体系的信息化。

图 4 公司总部

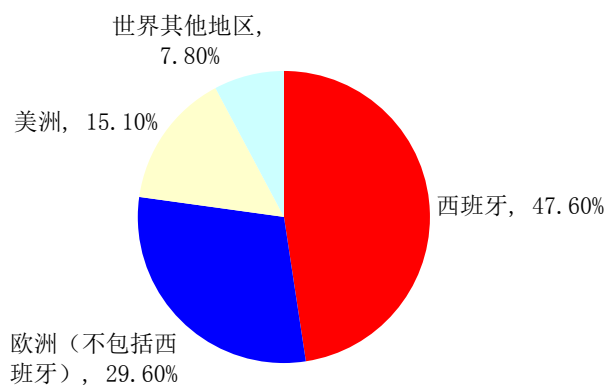


资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2、主攻欧洲：1990 年——2000 年

如果说 1988 年在葡萄牙开店是一种尝试的话，90 年代公司则真正拉开了向海外扩张的大幕，欧洲作为最近的市场成为公司重点开拓的地方，从 90 年代初，到公司上市前，公司专卖店打进的国家从 4 个增加到 39 个，截止 2000 年，公司在欧洲（不包括西班牙）的销售收入占比达到 29.6%，仅次于西班牙国内的 47.6%，其余在美洲 15.1%，在世界其他地区 7.8%。

图 5 公司 2000 年销售收入地区分布



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

在向国外扩张的同时，公司致力于发展更多的品牌系列以满足不同目标顾客群的需求，多品牌主要通过收购或者内部发展两种方式。公司在 1991 年引进了 Pull&Bear 品牌，提供男士休闲服，同年推出的 Massimo Dutti 品牌则是公司中处于高端价位的男士正装，但与同等竞争对手相比，产品性价比更高。1995 年在上述两种品牌 Pull&Bear 和 Massimo Dutti 中加入女装。1998 年推出 Bershka 品牌，向 14~24 岁的都市年轻女性提供非常便宜但又绝对新潮时尚的服装；1999 年公司收购 Stradivarius 品牌，其 75 家专卖店也并入公司，进一步加强对年轻女性服饰需求的满足，Stradivarius 的服饰定位于年龄在 15 至 30 岁，充满活力，热爱时尚的女性；2001 年公司又增加了 Oysho 品牌，主要经营内衣、化妆品、配饰和运动用品。

图 6 1998 年推出的 Bershka 品牌，目前是公司的第二大品牌



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

由于公司旗下各品牌都是独立运作，因此在推出多品牌的同时，公司出于对供应链信息化的一贯严格要求，分别对各品牌的中央服务和后勤设施进行了大规模的投资，比如 1999 年公司投资额较 1998 年大幅增长 52%，资本支出高达 702 亿比塞塔（约合 3.7 亿欧元），除了用于新开 99 家新店和收购 Stradivarius 外，其余均用于中央服务和后勤设施的投资。这些投资为公司这些新品牌在未来持续强劲的发展打下了稳固的基础。

该期间有统计数据的 1994 年算起，公司销售收入从 1994——2000 年复合增长率为 22.97%，净利润年复合增长率为 30.99%。公司经营的专卖店数量从 424 家，增长至 1080 家，年复合增长率 16.86%。公司的增长来自两方面，一个是国际扩张，在过去三年开拓了 20 个新市场，另一个是有效的商业管理，不考虑新店开张，公司成熟老店也是稳步增长的。

3、全球扩张：2001 年——2006 年

2001 年 5 月公司 IPO，向公众出售公司总股份的 26.09%，公司创始人奥尔特加依然保持有超过 60% 的股权。由于公司拥有充沛的现金流，因此上市的主要目的是出于未来奥尔特加退休，公司管理向新的管理层交接的时候能够平稳过渡，因为作为拥有现代管理制度的公众公司的交接要远优于私人公司，**用奥尔特加本人的话说“他想确保公司员工有一个光明的前途”**。在上市（5 月 23 日）的 4 个月后，公司的员工股票参与计划被执行，大部分员工无偿获得股票，作为他们贡献公司应得的回报。根据公司披露的信息，在 2001 年 12 月 31 日以前被公司聘用，在计划施行时仍在公司的员工，按工作年限每年获赠 50 股股票，考虑到公司是一家全球性的公司，对于部分在执行计划时面临行政困难的国家的员工，可以获得等值的现金，总共有相当与 3699756 股，占总股本 0.6% 的股份赠予 17864 名员工，其中 15308 人是获赠股票，其余则是现金。**IPO 当年，公司股价上涨 45.65%，市值达到 130 亿欧元，在西班牙 Ibex35 成分股中排名第七，在欧洲时尚零售公司中排名第二。**

公司的上市在一定程度上提升了公司的知名度，公司也借着这股春风，进一步加快了国际扩张，**东欧和亚洲分别先后成为公司开拓的重要地区**。2004 年公司实现了在所有欧盟国家开店。2005 年随着亚太地区逐渐成为世界最大的市场，巨大的人口基数和持续的经济快速增长，引起了公司的注意，公司在年度报告中特别强调亚太市场正在出现的机会，表示有兴趣增加该地区销售的权重，2006 年更是把之前一直坚持的“巩固主要的欧洲市场，同时也利用其他国际市场增长的机会”改为“欧洲多品牌扩张和亚太地区战略增长并重”，2006 年公司在亚太地区的销售面积增加 73%。并且在中国大陆开设了第一家 ZARA。

图 7 ZARA 在中国大陆的第一家店，位于南京西路，原西班牙领事馆



资料来源：www.c5jeans.com，东方证券研究所整理

除了国际扩张外，公司在品牌多元化方面也有收获，2002 年公司决定加强他在童装市场的份额，开始大力发展 Kiddy's Class 品牌，该品牌之前只是在 ZARA 的店内销售。2003 年 8 月，公司推出 ZARA HOME 品牌，主要经营家居用品，市场反响良好，推行 6 个月销量远超公司预期。年底，ZARA HOME 已开出 26 家专卖店，涉及国家包括西班牙，葡萄牙，希腊和英国。特别是英国伦敦

专卖店的开张，标志着 ZARA HOME 国际扩张的重要一步，因为在家居产品领域伦敦无疑是一个有着很高竞争的世界级市场。2004 年 ZARA HOME 便产生盈利。

图 8 2003 年推出的 ZARA HOME 品牌



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

快速的国际扩张离不开后勤系统的支持，以公司旗下最重要的品牌 ZARA 为例，为了保障 ZARA 维持快速扩张的步伐，公司选择在西班牙的萨拉戈萨为 ZARA 设立第二个后勤中心，作为原先在 Arteixo 的后勤中心的补充，该后勤中心坐落在机场附近，而且直接和铁路、公路网连接，极大地增强了国际货运的处理能力。该后勤中心于 2002 年开始建设，2003 年投入运营。2006 年公司又在莱昂设立了一个新的后勤中心，同时对于原先的几个后勤中心进行了系统改良和扩容。

图 9 公司在萨拉戈萨为 ZARA 设立的第二个后勤中心



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

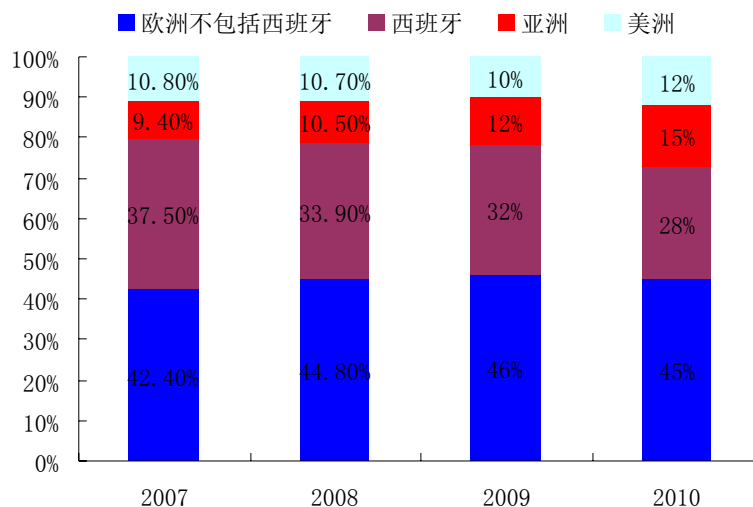
该时期得益于同店增长和销售面积的增长，公司销售收入继续稳步增长，从 2001 年的 32.50 亿欧元增长至 2006 年的 81.96 亿欧元，年复合增长 20.32%，净利润从 3.40 亿欧元增长至 10.02 亿欧元。

元，年复合增长 24.13%。公司经营的专卖店从 1284 家，增长至 3131 家，年复合增长 19.52%，进入国家由 2001 年的 39 个增加至 64 个。从 2001 年至 2006 年，公司股价每年的增长情况为，45.65%、0.23%、-29%、38.7%、30.2%、53.8%，同期西班牙 IBEX35 指数的增长情况为-9.70%、26.11%、33%、16.3%、20.4%、31.1%。除了 2003 年由于气候问题导致产品滞销，四季度的大减价使得当年公司毛利率下降 140 个基点，净利润仅较同期增长 2%，引起股价大幅下跌，走势远弱于市场指数外，其余时间均大幅领先市场指数。

4、安度危机：2007 年——至今

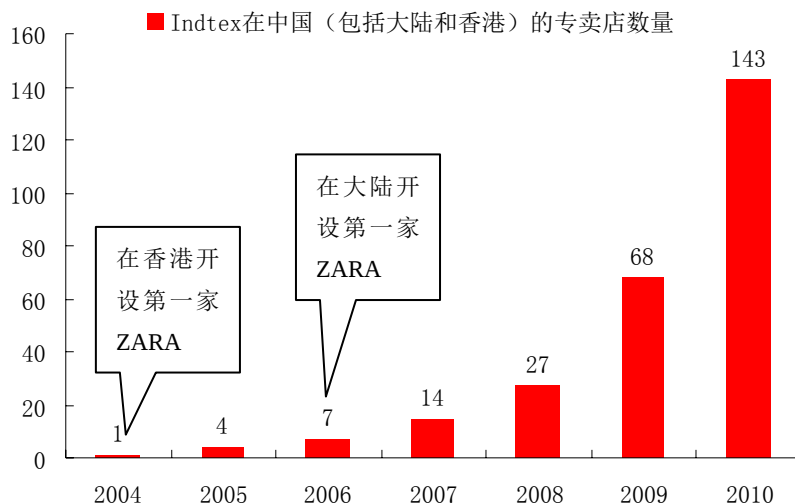
始于 2007 年的金融危机并未对公司的经营造成任何负面影响，公司抓住全球各大服装品牌企业纷纷收缩战线的时机，继续在全球快速扩张。该时期从地区分布看，亚洲成为了公司继欧洲后最主要的增长地区，2007 年公司在亚洲的商业面积增长 32%，是公司全球增长的 2 倍，2010 年更有超过三分之一的新店开在亚洲地区。**从销售收入看，2007 年到 2010 年，公司在亚洲的销售收入占比从不到 9%，增长至 15%。**公司旗下品牌在亚洲地区被很好的接受更加坚定了公司在未来几年继续着重开拓以中国、日本、韩国和印度为主的亚洲市场。

图 10 公司在亚洲的销售收入占比逐年攀升



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

图 11 公司在中国的专卖店情况



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

在品牌多元化方面，公司也有一些举措，比如，2007 年公司先是把 Kiddy's Class 品牌和 ZARA 的童装部合并，而后又于 2009 年推出 ZARA KIDS。2008 年 7 月，公司推出 Uterque 品牌，专注于鞋包等配饰，顾客的反响大大超出了公司之前的预期。

特别值得一提的是，该期间公司对于电子商务的重视程度与日俱增，原先公司各品牌的网站仅用于品牌宣传和部分产品展示。2007 年公司旗下的 ZARA home 品牌在网上开了公司第一家网上专卖店，到当年 10 月份，www.ZARAhome.com 已在 14 个欧洲国家运营，其中还包括 5 个她之前还没有开过专卖店的国家，比如爱尔兰，德国，瑞典，丹麦，卢森堡。网店提供超过 2000 款全系列的家居产品，网店配送到家的任务集中在 ZARA HOME 位于马德里的后勤平台。该平台在 2007 年 4 月投入运营，从那里将 ZARA home 的产品配送到全世界各网点。这个后勤平台面积 43000 平米，有超过 200 人，而目前他们需要的是调整部分工作流程，以包括网店配送到家的服务。2008 年公司对 ZARA，Stradivarius 和 Osyho 品牌的网店的设计和内容进行了大幅的修改，为所有的品牌都有配备了专门的网络团队，致力于持续的研发和运用更好的工具，使得顾客在网上的服务尽可能的舒适和有效。这一举措成效显著，2008 年公司网站浏览人数 4200 万，增长 30%。

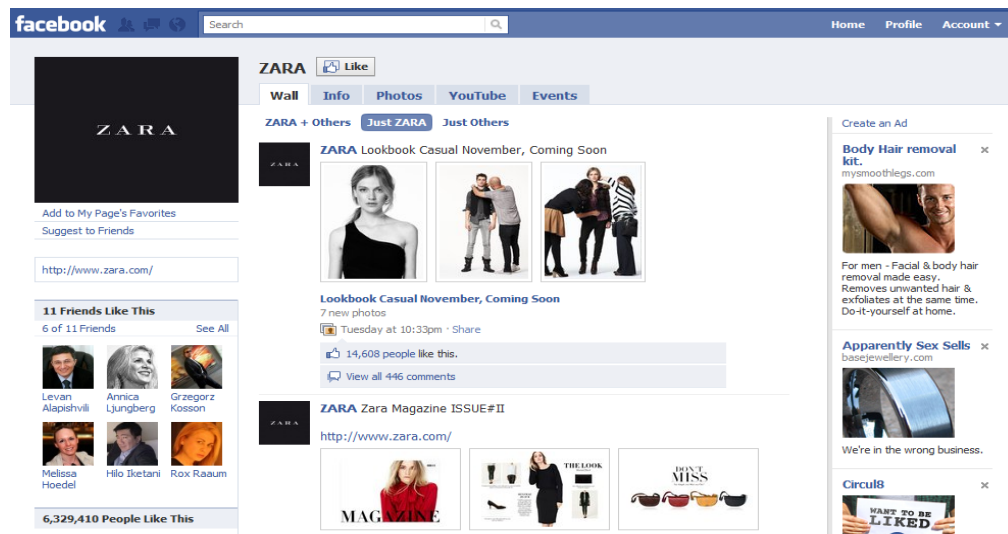
图 12 ZARA HOME 的网上专卖店



资料来源：www.pspsd.com/blog/1000.html，东方证券研究所整理

2009 年是公司进入通信 2.0 的年份，遵从对于顾客的愿望给予快速反应的哲学，公司旗下的重要品牌 ZARA 把她的时尚触角伸向了有着最广泛遍布人群的社交网络，ZARA 的形象开始出现在 facebook, twitter 和 youtube 上，引起了极大的反响。当年 9 月，ZARA 在 facebook 上开幕几周便已吸引了近 100 万粉丝，年底更是攀升至 2 百万人。此外公司还开发出可以通过 iphone 和智能手机实时看到公司最新产品讯息和流行资讯的软件，下载量突破 100 万。2010 年 ZARA 在欧洲 16 个国家开始网络销售，公司希望网络销售能够扩展到所有公司已经有实体专卖店进入的国家，为当地的顾客提供新的服务，公司相信电子商务和实体店之间的互补是重要的因素，电子商务能够对顾客和公司产生重要的协同效应，并致力于提供给顾客尽可能接近实体专卖店的购物经历。2011 年公司将加强拓展，把网上专卖店拓展到公司旗下其他的品牌。

图 13 ZARA 的 facebook 网页



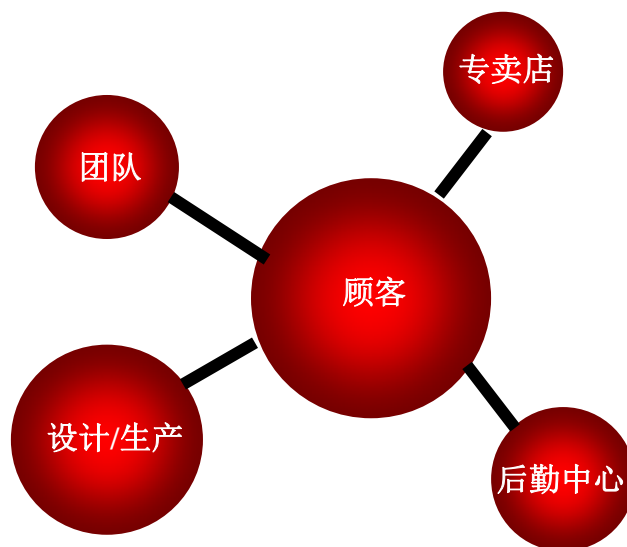
资料来源：www.jeffbullas.com，东方证券研究所整理

该时期虽然公司销售收入增速出现了下滑，但并未出现负增长，2010 年随着全球经济的复苏，公司销售收入增速也出现了明显的反弹，2007 年公司销售收入 94.35 亿欧元，2010 年增长至 125.27 亿欧元，期间年均增速 9.91%。公司净利润从 12.50 亿欧元增长至 17.32 亿欧元，年复合增速 11.48%。公司经营的专卖店数从 2007 年的 3691 家增长至 5044 家，年均增速 10.97%，进入的国家由 68 个增加到 77 个。从 2007 年到 2010 年，公司每年股价的增长情况为，-23%、-11%、52.7%、20.9%，同期西班牙 IBEX35 指数的走势为，-9%、-36%、29.6%、1.3%，公司除 2007 年外走势均强于市场指数。

三、商业模式篇：五大重心

关于公司成功的快时尚商业模式已经成为行业学习和分析的经典案例，我们希望从其基本的元素构成角度给予新的梳理。我们认为公司成功的商业模式由五大重心构成：顾客、专卖店、设计/生产、后勤和团队。

图 14 公司商业模式的五大重心



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1、顾客是一切的中心

传统时装连锁企业的商业模式开始于设计师的设计图稿，而公司则以顾客为中心，所有相关的活动（专卖店、设计、生产、后勤）均围绕顾客的需求开展。公司的专卖店从顾客处搜集信息，把它实时发给设计中心和商业部，顾客的要求和建议被设计和商业团队采纳，基于此创造出新的产品，马上发给专卖店。整个过程在顾客不断的新要求下反复运转。公司的专卖店一周收到两次新产品，凭借以此快速反应顾客的要求。

公司和顾客的联系除了来自所提供的时尚服饰外，还来自专卖店的位置和专卖店的装潢，公司的专卖店一般坐落在大城市最主要的购物区，同时提供舒适的购物环境。另外，为了尽可能贴近顾客的需求，公司通过旗下的 8 大品牌提供不同的时尚服饰，这些品牌采用相同的商业模式，但是独立运营。

表 2 公司旗下各品牌 2001 年上市至今销售收入 单位：百万欧元

品牌	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ZARA	2435	2913	3220	3820	4441	5352	6264	6824	7077	8088
Pull&Bear	226	266	288	379	445	519	614	720	771	857
Massimo Dutti	241	287	289	481	534	614	696	722	790	897
Bershka	202	299	395	516	639	798	925	1026	1177	1247
Stradivarius	94	124	162	242	341	428	521	633	702	780
Oysho	5	23	45	72	107	165	213	242	280	304
Kiddy's Class	5	60	90	121	155	182				

ZARA HOME			11	40	78	139	201	222	243	294
Uterque								17	44	59
总计	3250	3974	4599	5670	6741	8196	9435	10407	11084	12527

注：Kiddy 's Class 于 2007 年并入 ZARA

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

2、渠道是最好的品牌传播平台

公司从成立伊始就将渠道建设作为最重要的内容之一，渠道不仅是销售和盈利的来源，也是公司品牌最好的传播平台，是公司自身最好的广告。因此，公司绝大部分的渠道以直营专卖店为主，依托个性鲜明、不断扩张的渠道向更多的终端顾客更充分地传达品牌的信息。

公司的专卖店通常通过如下的要素展示公司旗下各品牌的风采：**1) 顶级的位置。**公司的专卖店通常地处世界最大城市最重要的购物区，一般在当地标志性的历史建筑内，此外也会选择有着奇异外观的建筑。2004 年公司甚至不惜重金，耗资 2.3 亿欧元在美国纽约第五大道 666 号购买了永久专卖店作为公司全球旗舰店。**2) 精心设计的专卖店橱窗。**公司专卖店的橱窗经常展示公司最新的时尚产品，同时，橱窗作为公司的名片，是顾客对于品牌的第一眼直观感受，因此相当重要。**3) 最大程度地关注专卖店内外部的建筑设计。**公司的建筑团队依照每个专卖店的实际情况单独设计，注重空间的格局，最大程度的为顾客提供购物的舒适。**4) 协调恰当的服装陈列。**公司店内的服装陈列一方面使顾客可以快速的找到自己需要的产品（比如，鞋包和服装有机结合，方便顾客进行搭配消费），另一方面使尽可能多的产品能够很方便的抓住顾客的眼球（比如，通过不同色彩的展墙，不同材质的货架，2007 年 ZARA 男装部采用新形象，家具采用直线条和清醒色调占主导，契合男性时尚的最新趋势）。**5) 优质的顾客服务。**公司专卖店的店员不会主动向顾客营销产品，他们鼓励自由舒适的购物经历，但是一旦顾客有需求，他们随叫随到。

图 15 公司在纽约第五大道购买的永久专卖店



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

表 3 公司旗下各品牌 2001 年上市至今专卖店数量

品牌	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ZARA	507	531	626	723	852	990	1361	1520	1608	1723
Pull&Bear	249	296	350	371	427	467	519	583	626	682
Massimo Dutti	223	250	297	326	369	399	426	470	497	530
Bershka	151	197	253	302	368	433	510	591	651	720
Stradivarius	120	153	191	227	263	304	381	456	515	593
Oysho	34	72	76	104	154	201	290	374	392	432
Kiddy's Class		59	103	129	149	185				
ZARA HOME			26	62	110	152	204	239	261	284
Uterque								31	57	80
总计	1284	1558	1922	2244	2692	3131	3691	4264	4607	5044

注：Kiddy's Class 于 2007 年并入 ZARA

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

3、源于客户需求的快捷设计/生产是经营的关键

公司很大部分的研发生产始于从专卖店团队处搜集的关于顾客需求的信息，客户需求是公司设计/生产的源泉。公司的每个品牌都有自己的设计和商业团队，能够根据顾客对于产品不断变化的需求

做出迅速反应，以 ZARA 为例，每年大约有 11000 款产品推出，远多于公司主要竞争对手每年大约 2000-4000 款产品，目前公司有超过 1000 个专业人员从事产品的设计和研发。

由于公司把时间看得比生产成本更重，因为越是时尚的产品，生产远离决策制定中心就越有风险，所以为了能够保持迅速的反应，公司把时尚产品（占比超过 70%），放在公司自己的工厂，或者在公司各品牌总部附近的代理工厂生产（主要集中在欧洲），而基本款产品，由于价格敏感度比时尚敏感度更高，则主要放在亚洲的代理工厂生产。截止 2011 年 1 月底，公司在全球有 1337 个供应商，他们和公司保持密切稳固的合作关系。

图 16 公司的生产线



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

4、高效运营的后勤中心是成功的必要条件

公司的后勤系统被设计成，从配送中心收到订单，到配送到各个专卖店的时间，欧洲平均是 24 小时，美洲和亚洲最多 48 小时。所有公司销售的产品，不论原产地，均由公司各个品牌的后勤中心源源不断的配送至各个专卖店，公司全球所有的专卖店，平均一周收到两次货，且每一批货都包含有新品。公司所有的后勤中心都在西班牙，目前的后勤中心已经具备了承接未来几年增长所需的容量。高效运作的后勤中心已经成为公司快时尚产业链最重要的环节之一，也支撑着公司在渠道快速扩张时期依然维持良好的增长质量和品牌提升。

图 17 公司的后勤中心



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

5、以满足顾客需求为己任的团队是成功的组织保障

公司所有的员工，不管是否接近终端销售，从直接和生产环节相联系的，包括设计师，商业企划和后勤，到企业管理层面的，比如人力资源，系统，财务等，都共享同样的顾客定位，即以顾客的需求为满足。顾客是公司所有日常事务中的常量，公司各个团队的成员十分留意他们的日常事务中可能的改善，以更好地服务顾客。

四、思考篇：经济消费大环境、企业经营、资本市场一个都不能少

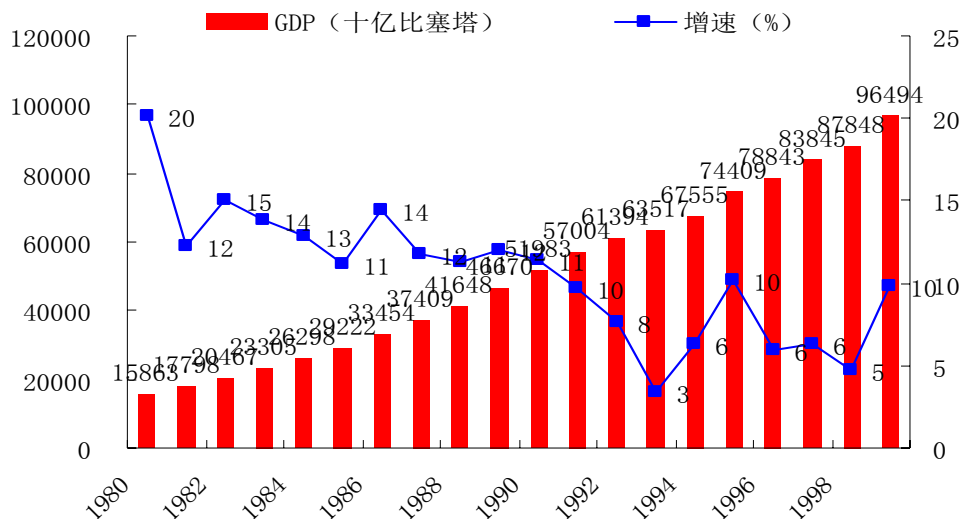
1、经济消费大环境造就企业的启示

公司有两段时期最值得关注，一段是从初创到上市前的高速发展，一段是金融危机后平稳度过，这两段时期的优异表现，不但和公司独特的商业模式有关，也离不开当时社会的经济状况和消费趋势，这个我们在前期梳理其他国外品牌服饰企业发展壮大的报告有同样的发现。

公司从初创到上市前的高速发展，增长的动力主要来自国内（公司 2000 年后西班牙国外的销售收入占比才超过 50%），当时的时间是在上世纪 80 年代到 90 年代，从整个西班牙看，80 年代初，西班牙政府采取了一系列经济自由化的措施，并以 1986 年加入欧共体为契机，经济发展出现高潮，90 年代初，由于出现经济过热现象，经济增长速度放慢并陷入衰退，但在西班牙政府及时采取宏观调控政策的作用下，90 年代中期，经济开始回升并持续稳步增长，年均增速超过 3%，成为欧

盟的“领头羊”，西班牙于 1998 年 5 月成为首批加入欧元的国家之一。西班牙经济在该时期的稳步增长，持续繁荣为公司的发展提供了良好的社会环境和产品需求社会购买力基础。

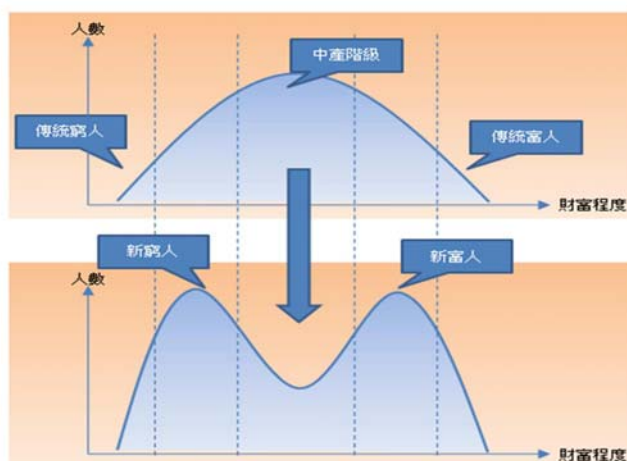
图 18 80、90 年代的西班牙经济增长情况



资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

2007 年金融危机爆发，公司成为为数不多的在金融危机期间销售收入未显衰退的公司之一，其中主要的社会原因是，金融危机导致西方发达国家 85% 以上的人沦为中下阶层，社会结构向 M 型转变。

图 19 M 型社会



资料来源：<http://zhanghan.blshe.com/post/10349/374209>，东方证券研究所整理

M 型社会是指在全球化的趋势下，富有者在数字世界中大赚全世界的钱，财富快速攀升；另一方面，随着资源的重新分配，中产阶级因失去竞争力，而沦落到中下阶层。整个社会的财富分配，在中间这块出现了一个很大的缺口。在 M 型的社会下，消费市场也随之出现向奢华和省钱两个方向挪移的趋势。少部分的富有者处于社会的一端，他们需要有情感的产品满足他们的社会地位和代表其尊贵的象征，而另一端的社会大众则希望购买到优质低价的产品，既不失品位又能够支付。公司在黄金地段开店、与奢侈品为邻、店面光鲜，采用“少量、多款、低价”的理念，对流行时尚做出快速反应，成功地满足了后者社会大众的需求，也由此顺利度过了金融危机。

2、企业经营方面的启示

公司作为全球品牌服饰行业的知名企业，其发展过程中有哪些值得国内企业借鉴的，撇开公司独特且复杂的商业模式不谈，单单从目前国内相关上市企业所遇到的问题，结合 Inditex 公司的情况，谈谈我们的看法。

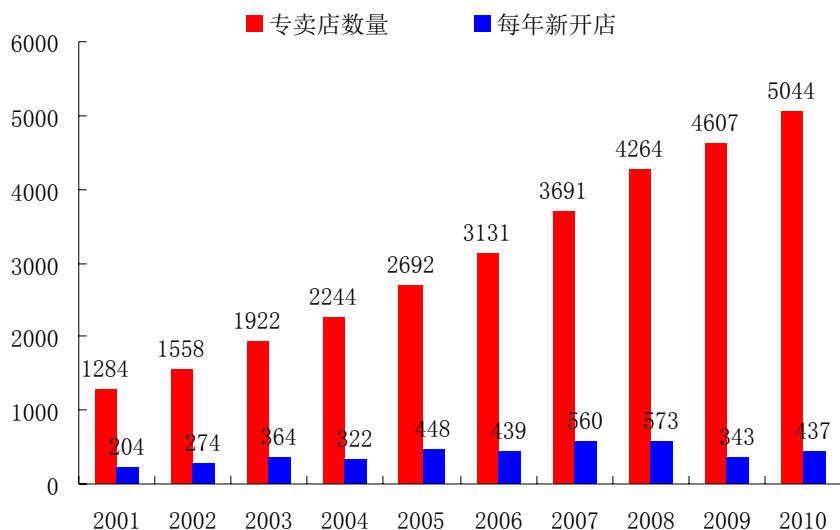
(1) 买店 VS 租店

在品牌服饰企业发展壮大的过程中，特别是具备一定实力和规模后，买店往往成为很多企业的战略选择之一。我们可以看到如今很多国内上市企业通过募集资金购买专卖店，有些甚至不惜投入巨资以取得较好的地段，我们认为，归纳起来国内上市企业融资购买专卖店的主要原因有三个，首先，抢占较好的商业地段，其次，出于稳定专卖店的需要，最后，为了应对日益上涨的租金成本对企业构成的经营压力。从 Inditex 公司的发展的历史看，也曾遇到国内企业相似的问题，特别是公司对于专卖店的定位，需要开设在全球知名城市的主要商圈，因此也就决定了其专卖店的需要将直接面对全球各大品牌的激烈争夺，对此公司采取的方式也是购买专卖店，如 2004 年，公司耗资 2.3 亿欧元在美国纽约第五大道 666 号购买了永久专卖店作为公司全球旗舰店，创出了当年全球商铺交易之最。总所周知，纽约第五大道是全球知名的高级商店集中地区和商业贸易中心，也是全球租金最贵的零售业场所。公司对于核心商圈重要专卖店的购买稳定了专卖店资源，同时也树立了公司国际大牌的形象。因此从品牌长期发展的角度看，我们倾向于认可国内有实力的公司购买核心专卖店的行为，但是也要充分考虑购买店铺的性价比进行理性的决策，如果是出于房地产投资，舍本求末，则是不可取的。

(2) 店铺数量 VS 单店效益

回顾国内品牌服饰企业的成长历史，几乎都是渠道数量快速扩张带来的外延式增长，因此在渠道绝对数量达到一定规模后，市场会担心其瓶颈问题，运动品牌 7000/8000 家的渠道规模似乎已经成为了行业的魔咒。我们认为单一品牌的渠道数量最终会存在一个容量问题，但行业消费容量的不断扩大和不同层次市场消费的逐步成熟将不断扩大这个容量，因此以往企业的经验也只能说明历史，并不会完全重复。另外更重要的一点是，我们认为品牌企业的扩张除了渠道数量的外延式增长为，单店效益的提升带来的内涵式增长也是一个关键因素。从 Inditex 公司（包括前期梳理过的国外品牌服饰巨头企业）的发展历史看，渠道的数量增长是推动业绩增长的一个要素，但高效运营的单店（表现为高单店收入和高平效）则是支撑其持续增长特别是在渠道数量增速放缓后仍保持业绩增长的重要动力。

图 20 公司专卖店数量和每年新开店数量



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

表 4 公司旗下各品牌的单店收入及平效（2010）

品牌	店铺总面积（平米）	单店面积（平方米）	平效（万元/平方米）
ZARA	1687949	980	4.79
Pull&Bear	196320	288	4.37
Massimo Dutti	143023	270	6.27
Bershka	262009	364	4.76
Stradivarius	154253	260	5.06
Oysho	60474	140	5.03
ZARA HOME	72748	256	4.04
Uterque	10871	136	5.43

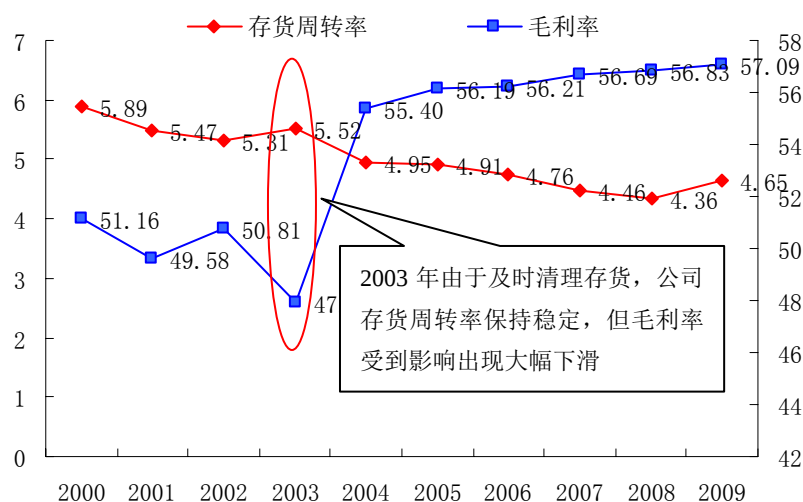
资料来源：公司财报，东方证券研究所整理（平效测算中未考虑其加盟比重）

从上图 20 和表 4 我们可以发现作为目前全球销售收入第一的品牌服饰企业，Inditex 公司目前的渠道总数也只有 5044 家，远低于国内众多品牌企业的渠道数量，但仅仅 5000 多家的店铺却创造 1000 亿以上的销售，除了直营比重很高（85%）的原因之外，整体较高的单店面积和平效是支撑其成为全球巨头的关键因素之一。Inditex 公司各品牌的平效基本在 4—6 万元之间（如果考虑到其加盟比重还要更高），远远高于目前国内品牌服饰公司平均 1—2 万元的水平，这恰恰是国内品牌服饰公司经过十多年的渠道外延式增长后需要努力追求的新方向。渠道扩张和单店效益提升的两条腿增长才能支撑品牌企业走得更远更长。

（3）经营波动 VS 及时应对

每个品牌企业的发展过程中都会经历一定的经营波动，有些是公司经营决策的问题，有些是天气、经济等非公司因素问题，在出现这样的问题时，如何及时应对并迅速扭转局面对公司来说十分关键。Inditex 公司在 2003 年也曾遇到过类似的情况，当年全欧洲经历了超长的酷夏，导致公司第三季销售疲弱，虽然公司颇具弹性的商业模式使公司的供货在第四季快速适应了这种环境，但是第三季度的疲弱销售依然给公司留下了大量的存货，对此公司的做法是在第四季度，对所有相关的市场进行了大规模的促销活动，虽然这种做法直接导致公司当年第四季度销售收入下降 4%，全年毛利率下降 140 个基点，全年净利润仅同比增长 2%，但却为公司提供了宝贵的现金流，使得公司在次年继续有足够的资金可以用于专卖店的扩张，2004 年公司新开专卖店 322 家，仅较 2003 年减少 42 家，当年业绩实现大幅反弹，净利润同比增长 41%。由此可见，对于经营活动出现的偶发波动，只要公司及时应对给予正确的处理，并不会影响其中长期的增长趋势，也不会改变好公司的优秀本质。

图 21 公司 2003 年对存货进行了及时的处理



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

(4) 渠道推广 VS 广告宣传

关于 Inditex 公司超低的广告支出经过国内外一系列分析报告的宣传已经广为人知，市场分析所归结的理由无外乎公司把在核心商圈开设专卖店作为最重要的品牌宣传手段，因此无需再投入大量的广告费用，这种宣传也导致了很多人国内企业竞相模仿，但是我们认为这样的理解存在一定的偏颇，很简单，作为公司最主要的竞争对手，H&M 其不但在核心商圈和公司同样开设专卖店，同时也十分注重广告的宣传，如果能起到同样的效果 H&M 为何要白花这么多广告费呢？**其实公司广告支出低的重要原因除了渠道本身的推广外，其在时尚的快速反应上支付了巨大的成本。**时尚的快速反应是公司最大的广告，为了不断在顾客心中保留并且强化这种形象，公司坚持 70%以上的产品在人力成本远高于亚洲的欧洲生产，坚持为了保证产品在欧洲基本 24-36 小时能够运到专卖店，在欧洲以外的地区则保证在 24-48 小时之内，不惜 25%的产品通过费用昂贵的空运。因此，从这种角

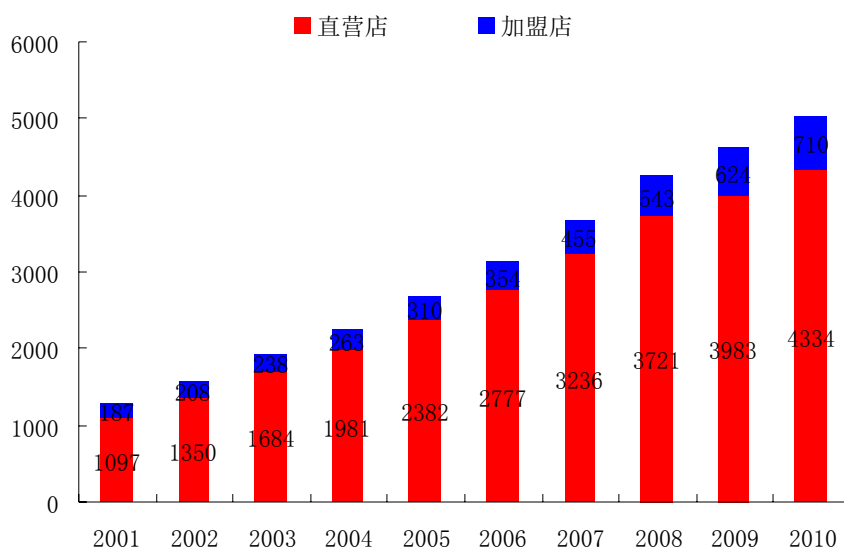
度看，其实公司的“广告”支出并不低，但是只是较为隐形。所以我们认为，在国内外商业环境和企业运营商业模式存在巨大差别的前提下，对于绝大多数国内品牌企业而言，在核心商圈开设专卖店的同时，通过必要的广告投入促进销售仍然是一个重要的途径。

(5) 直营 VS 加盟

资料显示，Inditex 公司的直营比例高达 85.92%，而目前国内品牌服饰企业有相当多的是以加盟为主，有很多加盟比例还很高，对此我们的观点是，**直营还是加盟主要以符合企业的发展模式和当前的商业环境而定，加盟和直营的比重不是决定品牌能否发展壮大的关键。**

Inditex 公司的直营比重之所以这么高，主要和她的商业模式有关，其主品牌定位于“少量、多款、平价”的快时尚服饰，因而对于信息的反馈、传递和执行等要求很高，直营相对加盟来说更具有优势，也更利于品牌的传达、传播和提升。具体而言表现为以下几个方面：**a、**公司的生产围绕顾客，需要从专卖店中及时获取大量的信息，直营店显然比加盟店更容易进行品牌和顾客之间的信息互动反馈。**b、**新产品的推广和试错也需要直营店进行大量的配合工作。虽然公司每天有几十种产品被设计，但只有三分之一的产品会最终被生产，公司一般会选择在某些重点的专卖店进行新产品的推广销售，大规模的生产则是在消费者对其反馈十分正面的前提下，这样新产品失败的概率被控制在 1% 以内，远低于行业的 10%。而这种模式显然需要在直营店内实施。**c、**公司采用的是少量，多款的理念，这在一定程度上决定了畅销品在没有全部满足市场需求的条件下必须被迫下架，而这种严格执行力度通常直营店要优于加盟店。另外，公司在早期开拓某些国家的时候，鉴于市场认知度等问题，也曾采取加盟的模式，只是后来通过股权收购把加盟转变成了直营，比如公司在俄罗斯和波兰的 ZARA 专卖店早先均是由和当地加盟商合资的公司开设的，2005 年公司收购了俄罗斯合资公司 100% 的股权和波兰合资公司的大部分股权，相应的加盟店也转变为直营店。

图 22 公司以直营店为主

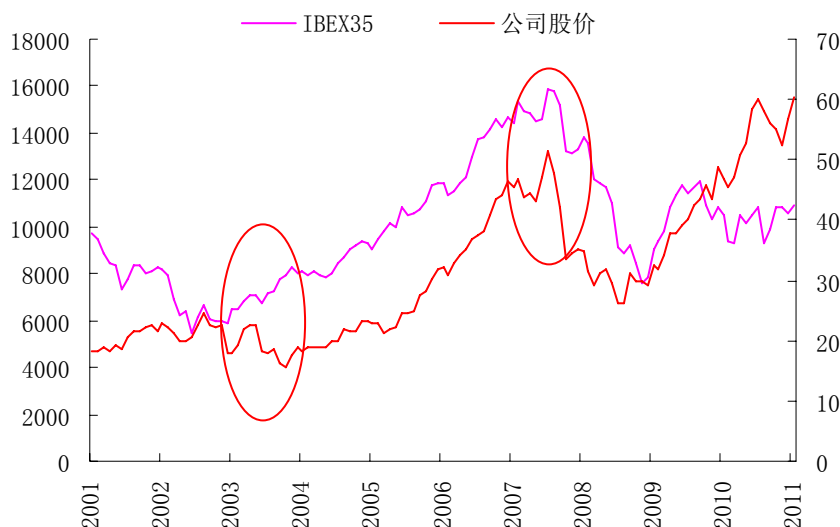


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

3、公司两次股价波动对投资的启示

公司 2001 年上市以来有三年股价出现下跌，分别是 2003 年、2007 年和 2008 年，其中 2003 年和 2007 年两年公司股价下跌的幅度甚至超过了当年西班牙 IBEX35 市场指数，从**现在看，这两年公司股价大幅下跌的糟糕表现却是为投资者提供了绝佳的买入时机。**通过研究公司这两次股价下跌造成的原因，我们发现其是有相当的借鉴意义的。

图 23 公司在 2003 年和 2007 年两年股价跌幅超过 IBEX35 指数



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

首先，第一次，2003 年，公司股价的大幅下跌主要由于业绩的下滑，其原因上文也已谈到，因为全欧洲当年经历了超长的酷夏，导致公司第三季度销售疲弱，公司为了清理由此导致的库存，在第四季度进行了大规模的促销活动，使得公司全年毛利率下降 140 个基点，净利润同比仅增长 2%，大幅低于上一年净利润 28.7% 的增速。

第二次，2007 年，公司股价的大幅下跌主要是由于市场的预期发生变化，2007 年下半年受美国房屋抵押贷款市场坏消息的影响，市场对于整个世界经济增速的预期下降，并在第四季度对投资组合进行重新配置以适应新的预期，由此导致整个消费行业的股票均发生大幅下跌，公司也受到波及，股价暴跌 23%，从后来的情况看公司当年的销售收入同比增长 15%，净利润同比增长 25%，情况良好，即使是在后来金融危机深重蔓延的 2008 年公司的销售收入和净利润也未见衰退，远优于其他公司，可见这一次的暴跌是一次不折不扣的错杀。

这两次下跌的深层次原因我们发现都有一个共同点，就是全都不是因为公司或者行业本身出现了问题，前者是由于天气的偶发性因素导致公司业绩增速下滑，而后者则完全出于市场的非理性恐慌，与公司经营基本没有关系。由此，我们可以看到，对于一个处于快速增长期的企业，比如我们所关注的品牌服饰企业，只要公司或者行业基本面整体向上的趋势没有发生根本变化，股价由于短期经营波动或者市场系统性调整而出现下跌，那么对于价值投资者来说恰恰是最好的介入机会。

综上，通过对 Inditex 公司的成长过程、商业模式、资本市场表现等因素的分析，我们试图还原一个优秀的品牌服饰企业的历史轨迹，也想从一个侧面证明再次证明像公司这样定位的大众品牌服饰领域是最容易产生巨头型公司的企业。良好的宏观经济背景、与社会消费趋势相契合的品牌定位、以顾客为中心的商业模式、快速高效的供应链（设计、生产、后勤等）、渠道数量和单店效益双向提升的扩张方式等，这些都是其成功的重要因素。

我们认为国内目前没有一家品牌服饰企业具有公司这样优秀的品牌运营能力和供应链系统（目前从企业气质而言最为接近的是美邦服饰），但这也是本土品牌服饰企业的发展空间，毕竟我们身处全球增长最快最具活力的服饰消费市场，毕竟我们的本土品牌服饰企业经过 15—20 年左右的时间已经积累了良好的品牌基础、渠道资源和市场经验，而资本市场又为他们提供了更广阔的发展平台。我们坚定看好国内品牌服饰企业，认为其可持续的快速增长将为投资者提供可观的投资收益率。

表 5：纺织服装行业重点覆盖公司盈利预测表

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	17.17	13.71	10.69	25%	买入
报喜鸟	0.41	0.57	0.75	32.56	23.42	17.80	32%	增持
七匹狼	1.00	1.31	1.73	32.14	24.53	18.58	29%	买入
美邦服饰	0.75	1.13	1.65	39.63	26.30	18.01	44%	买入
罗莱家纺	1.71	2.50	3.63	45.56	31.16	21.46	43%	买入
森马服饰	1.67	2.10	2.80	29.16	23.19	17.39	35%	买入
鲁泰 A	0.74	0.95	1.13	14.23	11.08	9.32	22%	买入
瑞贝卡	0.23	0.36	0.48	46.26	29.56	22.17	43%	增持
富安娜	0.95	1.37	1.87	43.53	30.18	22.11	39%	增持
梦洁家纺	0.97	1.43	1.96	44.47	30.17	22.01	40%	增持
星期六	0.28	0.36	0.48	40.50	31.50	23.63	33%	增持
嘉麟杰	0.30	0.41	0.57	48.57	35.54	25.56	33%	中性
探路者	0.20	0.37	0.57	80.20	43.35	28.14	60%	增持

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

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，我司持有罗莱家纺（002293.SZ）股票2000122股，占总股本1.42%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师声明

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