

百丽国际（1）：借力百货，布局多品牌

中性 （首次）

2012年09月26日

重点公司

重点公司 评级

投资要点

- 百丽国际 2011 年鞋类收入 185 亿，在中高档女鞋的市场占 40%，远超过其他公司的 10-50 亿；店铺 10270 个，接近达芙妮的 2 倍，是星期六、千百度等的 5 倍多，成就了遥遥领先的王者地位。百丽是个战略眼光和执行能力兼备的公司，对百货渠道的专注和多品牌的布局是其成功的关键因素。
- **以百货为渠道：**百丽定位中高档，与百货的目标群体相匹配。04 年开始，我国城镇居民收入增长步入加速期，百货也进入扩张期。百丽此时的战略是形成多品牌的集合优势，与百货并肩扩张。04-08 年，百丽收入复合增长率超过 80%，并于 06 年超越以街边店为主的达芙妮，成为女鞋第一品牌。
- **全直营：**05-07 年，百丽陆续收回了加盟商手中的代理权，建立了全直营的分销模式，竞争对手中，奥康直营占 10%，其他几家多在 70-80%。
- **渠道下沉：**10 年，中西部多数已突破 15000 元，这是 10 年前北上广等一线城市的居民可支配收入水平，也是东部百货和百丽快速增长的起点，而且中西部的百货公司近三年的收入和固定无形资产投资额也出现了直线攀升。与此相应，公司主品牌渠道下沉明显，新开店主要集中在东部三四线城市和中西部。11 年底，百丽进入城市突破 300 个。
- **规模优势：**百丽国际约占商场女鞋收入的一半，因此其可以在百货中优先选择好的位置，并可以得到较为优惠的扣点。我们推测，百丽的扣点约在 18-20%，其他品牌约在 25%。
- **布局多品牌：**公司自有品牌 15 个，代理品牌 11 个，03 年四大主品牌布局完成，而 04 年，达芙妮、千百度等才开始布局第二品牌。百丽旗下品牌主要是职业典雅、休闲时尚和运动休闲三大类，其自有品牌主要是职业典雅和休闲时尚，代理品牌主要是职业典雅中价格较高的品牌和运动休闲品牌。
- **销量 10 亿才算品牌：**女鞋平均实际售价主要集中在 200-800 元，各公司都有多个品牌布局与此，而且龙头品牌均布于 400-600 的核心区域。百丽起步也是聚焦于这个核心市场，主要品牌百丽和他她与其他公司的龙头品牌，如接吻猫，星期六，千百度，奥康，达芙妮等直面竞争，07 年又新建立了百思图以扩大占有率。在休闲时尚领域，天美意建立最早，近年索菲娅，太阳舞等品牌才纷纷跟进。在典雅风格上，思加图占据了较大份额，之后逐步通过收购、代理扩充了品牌线。可见，百丽品牌运作的方法是先布局销量最大的市场，将主品牌做大做强，再通过建立新品牌细分市场，占据更高市场份额。估计 10 年中高档女鞋中，百丽旗下品牌占前十大品牌的五席，而且牢牢占据前三，其六个主要品牌占中高档女鞋销量的 30%。11 年，百丽收入超过 50 亿，天美意，他她，思加图均超过 20 亿，百思图和森达超过 10 亿，此外还有 7 个超过 1 亿的品牌。
- 百丽能够成功运营多品牌，在于渠道的共通性，反过来，多品牌又形成集合优势，构成对渠道的谈判能力。随着渠道和品类的扩张，百丽仍有望维持 20% 的增长，预计 12-14 年 EPS 为 0.53, 0.69, 0.84 元，对应 PE 为 26, 20 和 16 倍，给予推荐评级。

相关报告

分析师：

王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

S0190511030003

目 录

1、鞋类第一品牌	- 3 -
2、渠道：借力百货扩张	- 4 -
2.1 抓住百货扩张的机遇	- 4 -
2.2 全直营模式加速发展	- 7 -
2.3 把握不同城镇的消费梯度	- 7 -
2.4 规模优势降低扣点	- 10 -
3、多品牌：定位得宜	- 11 -
3.1 布局早且差异明显	- 11 -
3.2 十亿才算成功品牌	- 13 -
4、增长正当时	- 15 -
图 1、中高档女鞋销售额占女鞋 28%	- 3 -
图 2、百丽收入和 ROE、净利率	- 4 -
图 3、百丽鞋类收入远高于其他竞争对手	- 4 -
图 4、2000 年中期城镇居民收入增长加速	- 5 -
图 5、王府井 10 年扩张路	- 5 -
图 6、百丽与王府井同成长	- 5 -
图 7、百丽依托百货扩张，06 年收入超越达芙妮	- 6 -
图 8、百丽店铺全部直营	- 7 -
图 9、百丽店铺数和开店速度都领先同行	- 8 -
图 10、百丽在不同省份的店铺数	- 8 -
图 11、10 年开始，百丽在山东和中西部加大开店力度	- 9 -
图 12、中西部居民可支配收入相当于十年前的上海，五年前的东部	- 9 -
图 13、近年中西部百货收入和固定无形资产投资额激增	- 10 -
图 14、百丽销售管理费用率稳定且低于同行	- 11 -
图 15、鞋类主要品牌定位	- 13 -
图 16、百丽旗下品牌名次不断提升	- 14 -
表 1、女鞋不同档次特征和代表品牌	- 3 -
表 2、达芙妮各类店铺比例	- 6 -
表 3、10 年百丽国际占中高档女鞋收入是同行十倍	- 10 -
表 4、百丽多品牌布局领先同行	- 12 -
表 5、10 年主要品牌的中高档市场份额	- 15 -
表 6、盈利预测表	- 16 -

1、鞋类第一品牌

依照实际售价，通常将女鞋分为四个档次，低档，中档，中高档和奢侈档，其中中高档是售价在 400-1500 元的女鞋，百丽旗下品牌以及其他上市公司的品牌多位于这一区域。另一个重要的区域是价格在 200-400 元的中档，达芙妮布局与此。

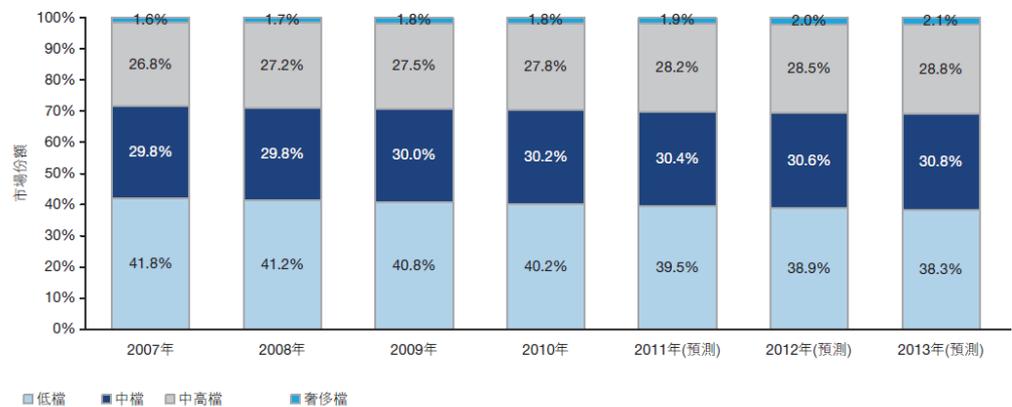
表 1、女鞋不同档次特征和代表品牌

	零售价	销售渠道	目标客户	代表品牌
低档	低于 200 元	大卖场，超市，独立街边店	低收入	
中档	200-400 元	连锁专卖店，中档百货	一般收入	达芙妮，康莉，奥卡索
中高档	400-1500 元	中高档百货，购物中心，连锁专卖店	一二线城市，若干富裕三线城市中产阶级女性	百丽，天美意，他她，千百度，星期六，克拉克，爱步
奢侈档	高于 1500 元	高档百货，购物中心，单一品牌专卖店	高收入	LV, Salvatore Ferragamo, Gucci, Dolce&Gabbana

资料来源：兴业证券研究所

我国 12 年女鞋市场预计在 1500 亿，其中中高档女鞋约占 28%，为 430 亿。过去十几年，女鞋保持了 11% 的复合增长率，随着二三线城市消费的升级以及中西部的发展，未来几年，中高档女鞋仍然有望保持 10% 以上的增长。

图 1、中高档女鞋销售额占女鞋 28%

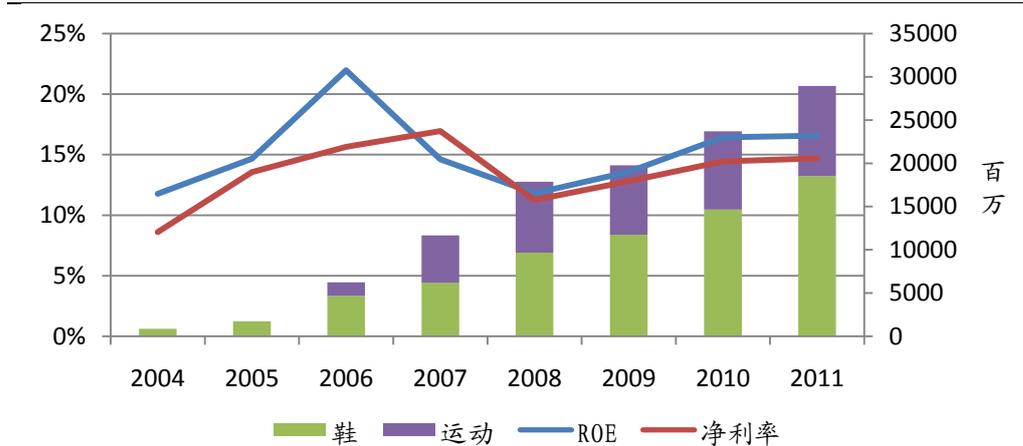


来源：Euromonitor，兴业证券研究所

百丽国际在中高档女鞋的市场占有率高达 40%，是我国当之无愧的鞋类第一品牌。以 2011 年的财务数据，百丽鞋类收入 185 亿，代理的运动品牌 NIKE 和 Adidas 收入 104 亿，从可考的数据看，百丽 04 年到 11 年收入复合增长率达到 65%，收入的规模和增长速度都远超同行。在快速增长的同时，百丽也保持了较强的盈利能力，其 ROE 多在 15% 以上，净利率在 10-15%。

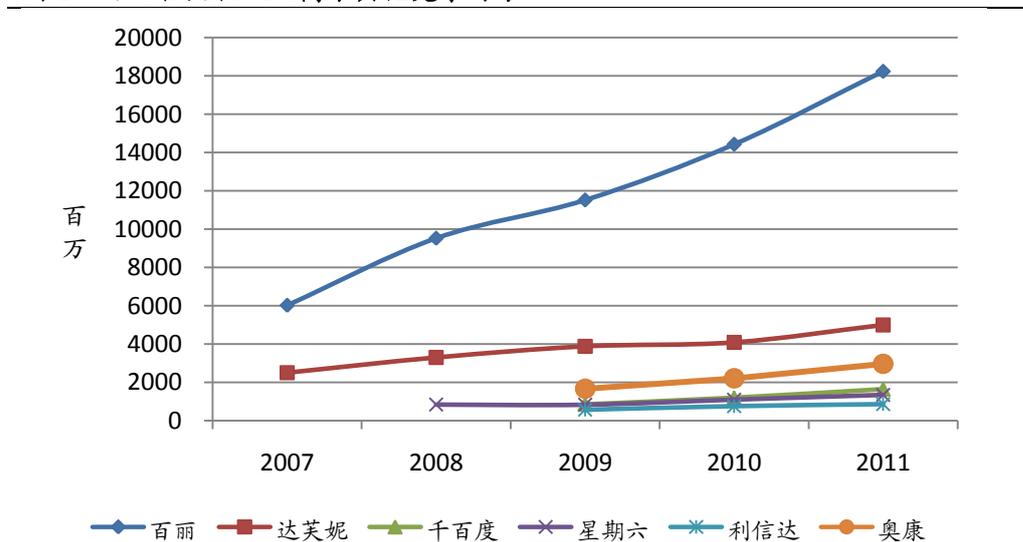
百丽是个战略眼光和执行能力兼备的公司，对百货渠道的专注和多品牌的布局是其过去成功的关键因素。

图 2、百丽收入和 ROE、净利率



来源：兴业证券研究所

图 3、百丽鞋类收入远高于其他竞争对手



来源：兴业证券研究所

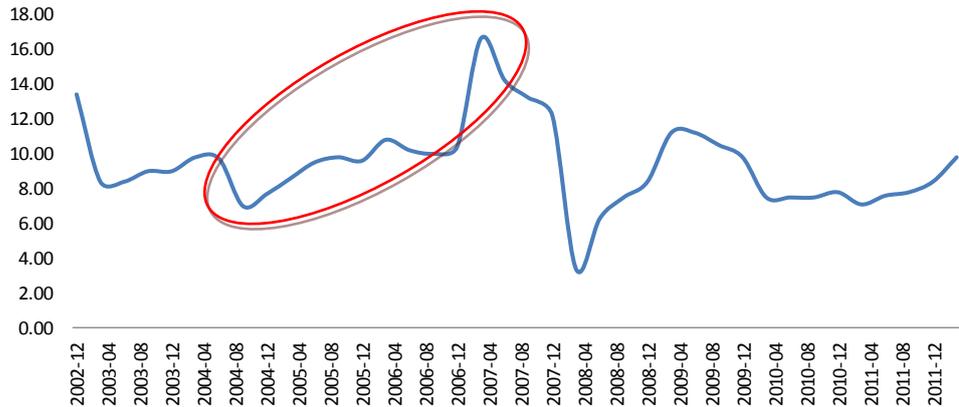
2、渠道：借力百货扩张

我们认为，百丽国际过去的成功之处是抓住了百货扩张的机会。百丽产品定位中高档，与百货的目标群体相匹配，因此选择百货作为销售渠道是恰当的，加上鞋子需要试穿的特点，百丽主要的营销策略就是多开店，让女人在逛商场，想买鞋的时候就能看到百丽。正如百丽 CEO 盛百椒所说：只要女人路过的地方，就要有百丽。

2.1 抓住百货扩张的机遇

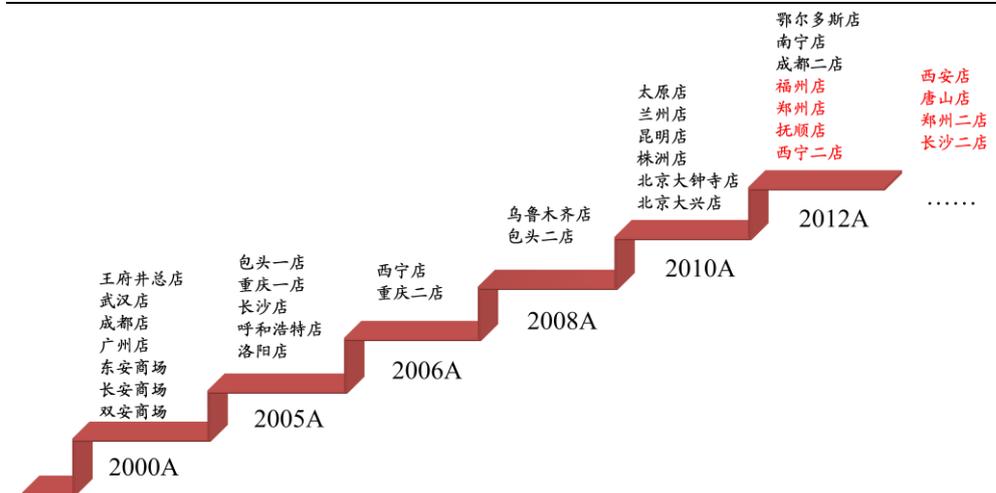
04 年开始，我国城镇居民收入增长步入加速期，百货也进入扩张期。百丽很好的抓住了这次机遇，将百货作为自己的主渠道，随百货公司的扩张而扩张。

图 4、2000 年中期城镇居民收入增长加速



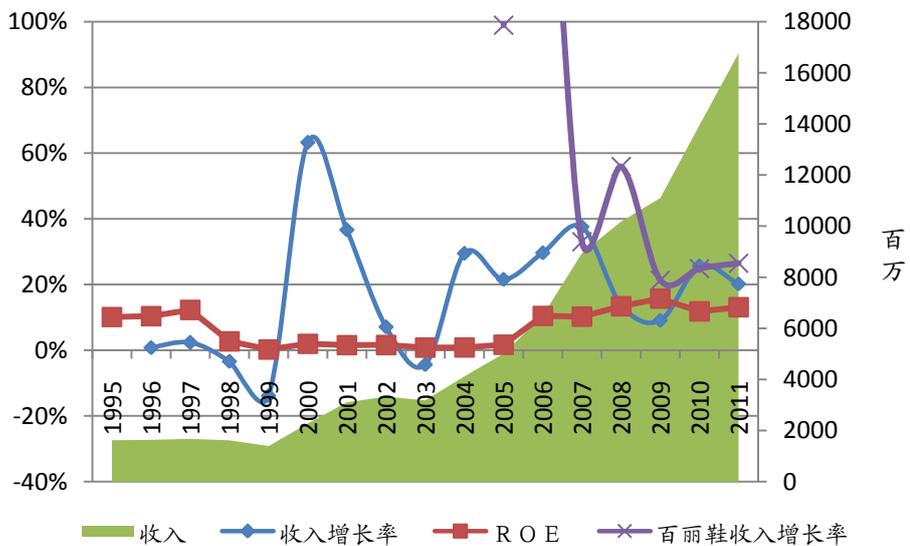
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 5、王府井 10 年扩张路



来源: 兴业证券研究所向涛

图 6、百丽与王府井同成长



来源: 兴业证券研究所

以王府井为例，公司 00 年行业低谷开始异地扩张，10 年来新增百货商场 30 余家，收入增长 6 倍，ROE 稳步攀升。其他东部百货，广州友谊，大商股份等也有类似的发展路径。

百丽跟随王府井等全国性百货和一些区域性百货的步伐，从一线城市向二三线城市扩展，从东部向中西部渗透，逐步进入收入达到一定水平的新兴城镇。

06 年以前，女鞋第一大品牌是达芙妮，其定位主要在售价 200-400 元的中档女鞋，扩展渠道主要是街边店。以可考数据，04 年，达芙妮收入为百丽 2 倍。

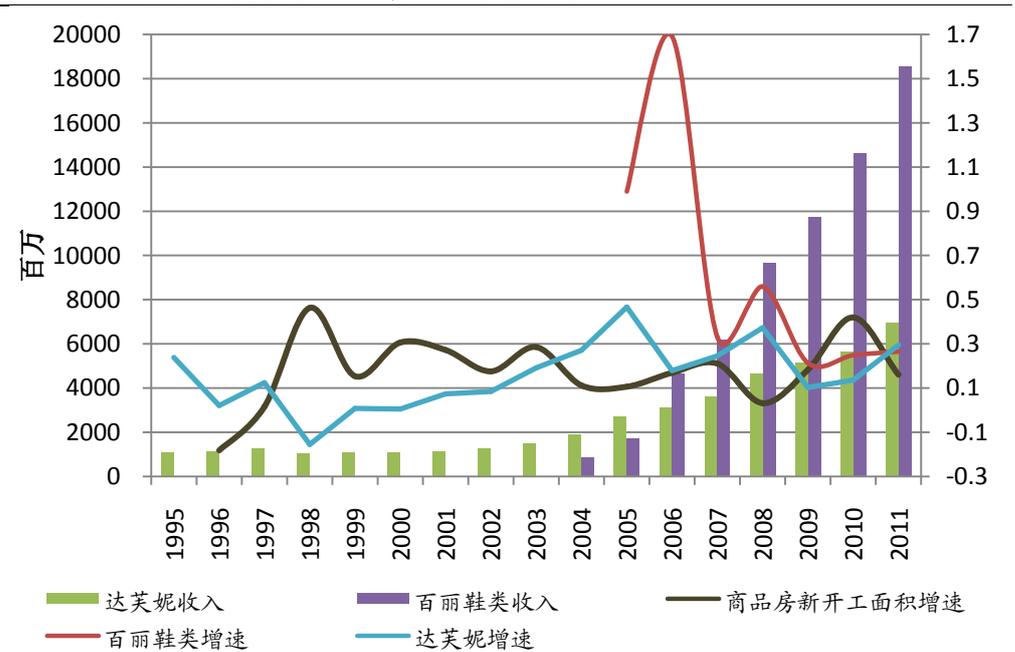
但在 04 年开始的城镇居民收入快速增长的背景下，达芙妮的选择是将品牌下移，新增更低端的品牌“鞋柜”。从达芙妮店铺数量分析，此后几年，其扩张依然以街边店为主，占总体店铺的 78%，而且加大了加盟商比例，从 06 年的 10% 提升到 09 年 22%，这可能与街边店租金提高，而且获得较好店面难度加大有关。达芙妮商场柜台数量仅占总数量的 22%，相比百丽，达芙妮 07 年商场柜台数是百丽的 16%，09 年，下滑至 12%。而且，街边店需要逐一与业主谈判的模式也制约了达芙妮的扩张速度。

表 2、达芙妮各类店铺比例

	2006	2007	2008	2009
直营店铺比例	67.9%	66.4%	63.7%	56.6%
直营专柜比例	21.7%	21.8%	21.6%	21.3%
加盟店比例	10.5%	11.8%	14.7%	22.1%

资料来源：兴业证券研究所

图 7、百丽依托百货扩张，06 年收入超越达芙妮



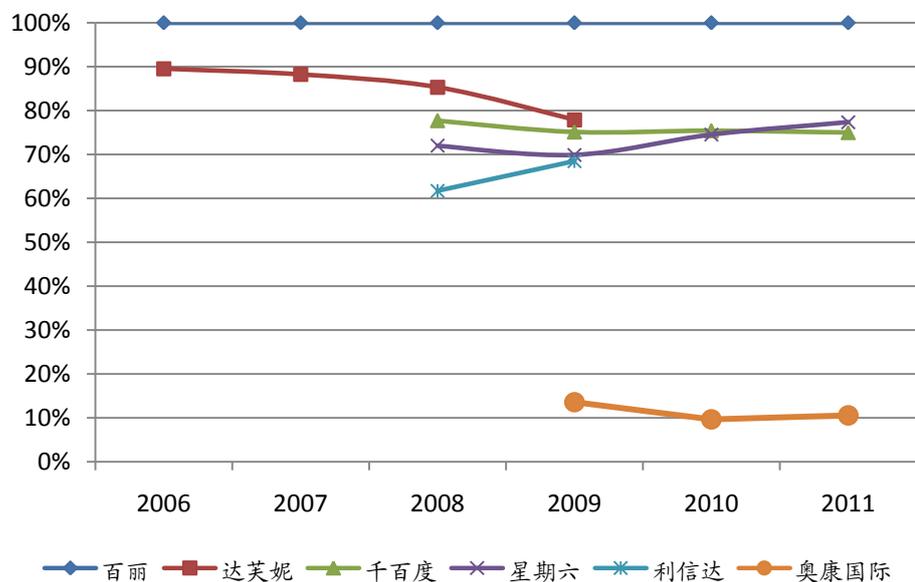
来源：CEIC、兴业证券研究所

此阶段，百丽的选择是创立新品牌，新收购和代理一些比自身品牌略高档的中高档品牌，形成集合优势，依托百货扩张。百货扩张的10年也是百丽扩张的10年，04-08年，百丽收入大幅增长，复合增长率超过80%。与百货结盟，建立中高档多品牌的战略获得了极大的成功，06年，其收入超越达芙妮，成为女鞋第一品牌。

2.2 全直营模式加速发展

分销方面，百丽采用了全直营的模式，竞争对手中，奥康直营占10%，其他几家多在70-80%。在发展的初期，百丽也有很多加盟商，05-07年，公司陆续收回了加盟商手中的代理权，使主要加盟商通过World China持有上市公司25%股权，也算是通过“杯酒释兵权”完成了公司销售的直接管理。

图8、百丽店铺全部直营



数据来源：兴业证券研究所

站在现在的时点上回看，加盟模式有利于开街边店，而直营模式便于在百货中运营专柜。百丽全直营的模式，有利于发挥公司多品牌的规模优势与百货进行谈判，并与百货结成同盟，同步扩张，而且避免了加盟商的小富即安，贯彻执行了公司做大做强的雄心，使其在05-08年飞速发展，甩开了主要对手。

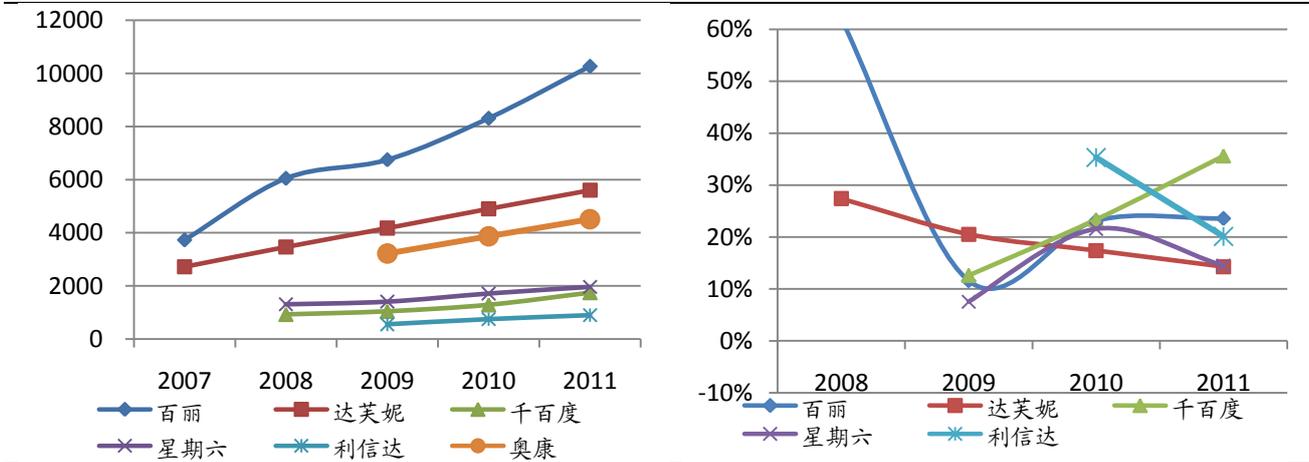
2.3 把握不同城镇的消费梯度

百丽起步主要布局在东部，以及各省的省会等主要城市，10年，公司主品牌百丽，他她和天美意的渠道下沉明显，新开店主要集中在东部三四线城市和中西部。截止11年底，百丽店铺突破1万，达到10270个，接近达芙妮的2倍，是星期六、千百度等的5倍多，成就了遥遥领先的地位。

行业研究报告

从开店速度指标看，百丽依然保持较好的增长态势，保持了 20% 以上的店铺增速。达芙妮则呈增速趋缓之势，星期六上市后也增速放缓，千百度 11 年上市，后续增速可能也有个下降期。

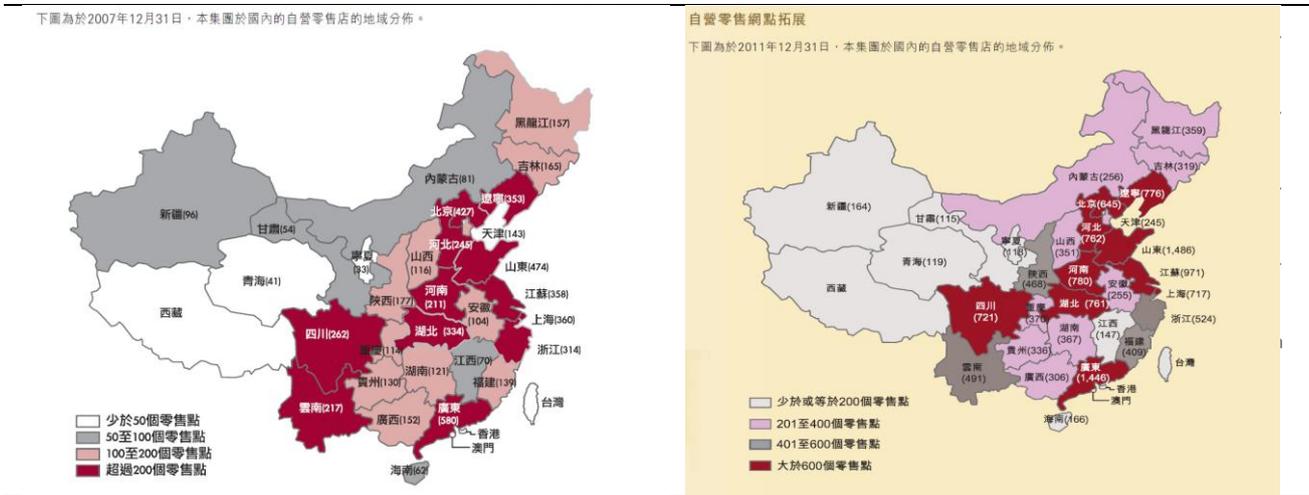
图 9、百丽店铺数和开店速度都领先同行



来源：兴业证券研究所

在店铺数量的扩张方面，我们看到百丽在各区域的扩张相对均衡，只是中南部广西、贵州、湖南和东北略弱，山东河南略强。

图 10、百丽在不同省份的店铺数

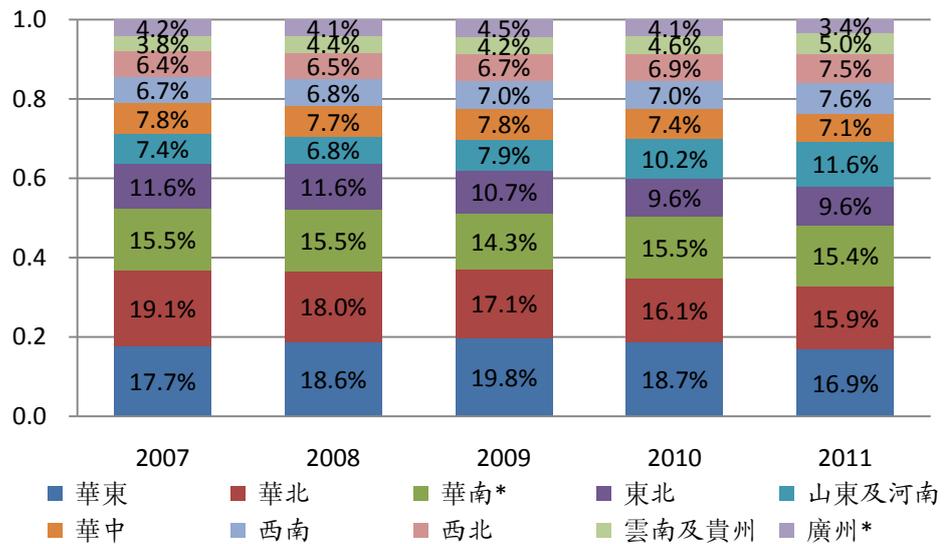


来源：兴业证券研究所

公司扩张战略的一个转折点大约在 10 年，此前，公司对东部着力较多，尤其是华东。10 年后，公司东部的扩张以二三线城市为主，山东河南被强化，在中西部重点城市开始加强布局。

11 年底，百丽进入城市突破 300 个，占全国 367 个省地级城市的 82%，占全国 3229 个市镇的 9.3%（省级 34 个，地级 333 个，县级 2862 个）。未来，百丽将继续在城镇化发展和百货渠道下沉中寻找发展的空间。

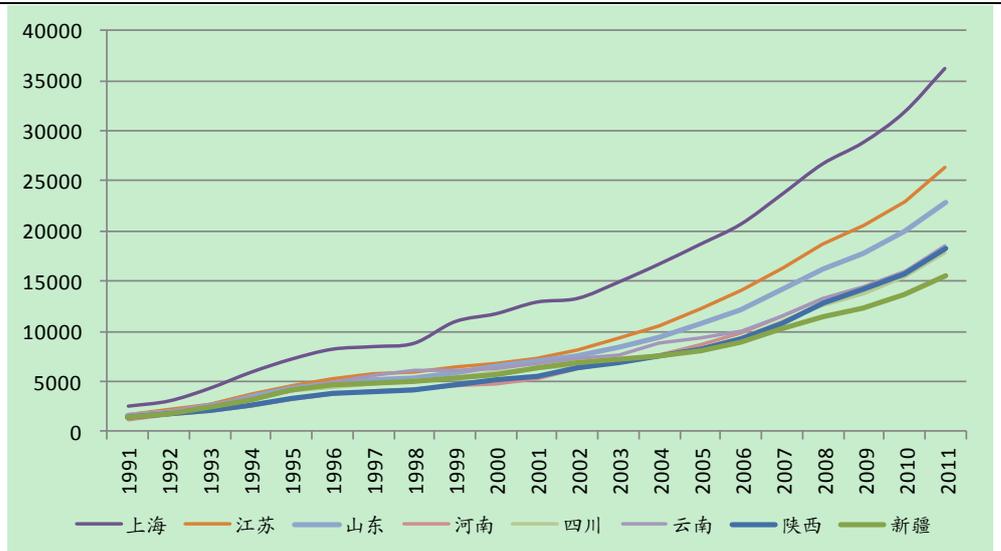
图 11、10 年开始，百丽在山东和中西部加大开店力度



数据来源：兴业证券研究所

对比不同省份的居民可支配收入，中西部多数已突破 15000 元，这是 10 年前北上广等一线城市的居民可支配收入水平，也是东部百货和百丽快速增长的起点。

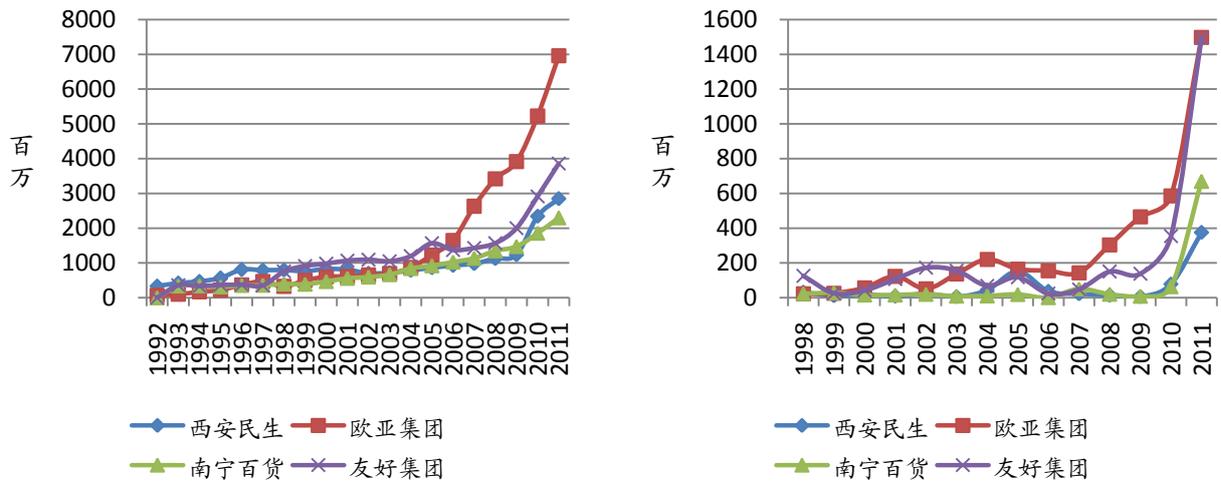
图 12、中西部居民可支配收入相当于十年前的上海，五年前的东部



数据来源：兴业证券研究所

百丽重要的合作伙伴——中西部的百货公司近三年的收入和固定无形资产投资额也出现了直线攀升，因此我们可以预期百丽在中西部店铺数量和收入都将获得较快的增长，未来 5 年，公司店铺数依然可能维持 20% 以上的增速，百丽与百货的共同成长仍将持续。

图 13、近年中西部百货收入和固定无形资产投资额激增



来源：兴业证券研究所

2.4 规模优势降低扣点

依照各公司财务报表和招股说明书，我们估计百丽国际收入占中高档女鞋收入的一半，由于中高档女鞋 80% 的销售渠道都是商场，我们预计百丽国际占商场女鞋的收入起码一半。

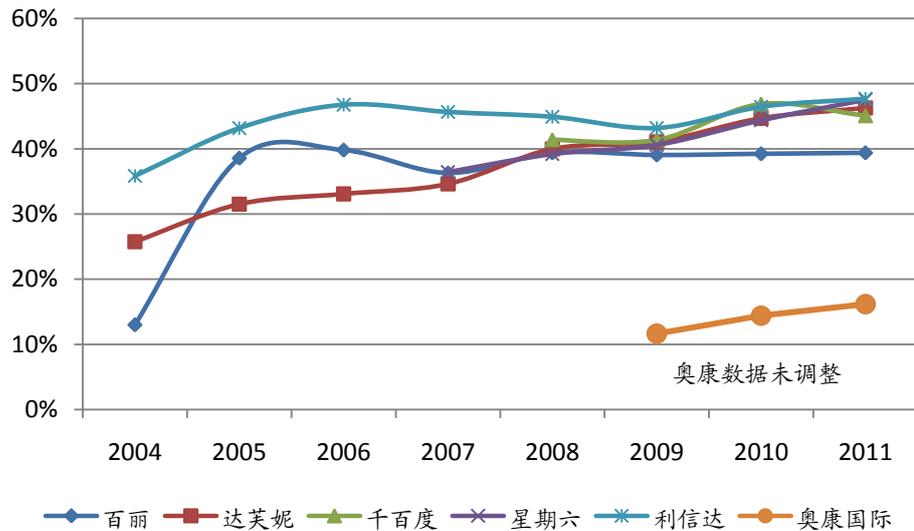
表 3、10 年百丽国际占中高档女鞋收入是同行十倍

公司	报表收入	推算市场份额
百丽国际	146.5	44.2%
达芙妮	19.1	5.8%
千百度	13.7	4.1%
接吻猫	13.5	4.1%
星期六	13.2	4.0%
利信达	11.2	3.4%
其他	114.0	34.4%
合计	331.1	100.0%

资料来源：兴业证券研究所

百货中店铺数量的扩张和较高份额的营业额，给百丽带来了规模优势，其也成为百货公司异地扩张不可缺少的合作伙伴。百丽可以在百货中优先选择好的位置，并可以得到较为优惠的扣点。比较不同公司销售和管理费用比率的差异，我们发现百丽的费用率低于同行且稳定，其差异主要来自商场扣点的不同。我们大体推测，百丽的扣点约在 18-20%，其他品牌约在 25%。

图 14、百丽销售管理费用率稳定且低于同行



数据来源：兴业证券研究所

3、多品牌：定位得宜

百丽能够成功运营多品牌，在于渠道的共通性，反过来，多品牌又形成集合优势，构成对渠道的谈判能力。

3.1 布局早且差异明显

公司主品牌百丽创始于 1978 年，第二个品牌思加图于 98 年创立于香港，时尚休闲品牌天美意于创立 99 年，他她创立于 03 年。至此，公司最主要的几个品牌已建立。

百丽在多品牌建立中领先于其他公司，达芙妮，星期六，奥康，千百度 03 年前均只有主品牌。利信达的莱尔斯丹创立于 77 年的，第二品牌斯艾依创立于 92 年，虽早于百丽的思加图，但之后在品牌建设上也乏善可陈。

04 年，其他鞋类公司也开始意识到多品牌的重要，达芙妮、千百度均开始布局第二品牌鞋柜、伊伴。百丽则步伐更大，创立的伐拓，收购了西班牙设计风格的 Jipi Japa，还开始了代理其他高端些的品牌，Bata 和真美诗，而且，后者在 08 年被百丽收购。

百丽 06 年开始代理休闲运动品牌，其中不仅有 Nike，Adidas 等一线品牌，还有 Clark 等高端运动休闲品牌。

表 4、百丽多品牌布局领先同行

	休闲时尚		职业典雅		运动休闲	
	百丽	其他	百丽	其他	百丽	其他
1977				利信达创立莱尔斯丹		
1978			创立百丽			
1990				达芙妮创立达芙妮		
1992				利信达创立斯艾依		
1996				千百度创立千百度		
1998			创立思加图			
1999	创立天美意					
2001				奥康创立奥康		
2002				星期六创立星期六		
2003			创立他她			
2004			创立伐拓, 收购 JipiJaha, 代理 Bata, 真美诗	达芙妮创立鞋柜 千百度创立伊伴		
2005		奥康创红火鸟				
2006						代理 Nike, Adidas
2007			创立百思图, 收购森达, 好人缘, 妙丽, 代理 BCBG, Elle	千百度创立娜然		收购 Fila, 代理李宁, Reebok, PUMA, Kappa, Mizuno, Converse
2008			收购美丽宝, 真美诗, 代理 Fiorucci, Mephisto	达芙妮代理 soft 利信达合营 Rebeca Sanver, To Be		代理 Scholl, Geox, Sebago, Merrell, Caterpill 达芙妮代理 born
2009						出售 Fila
2010				达芙妮收购 AEE, Ameda, 代理 ALDO, Jessica Simpson		
2011	创立茵奈儿, 法雷诺	达芙妮创立杜拉拉 千百度创立太阳舞		达芙妮代理 Aerosoles 千百度创立范欧纳 利信达创立 Linea Rosa		
2012	创立网络品牌十五分钟					

资料来源：兴业证券研究所

由于百丽在多品牌构建上起步较早，其先发优势明显，不仅自有品牌获得了很好的认可，代理品牌也质量较高。当前，百丽国际自有品牌 15 个，代理品牌 11 个。

细分百丽的品牌，主要是职业典雅、休闲时尚和运动休闲三大类，其自有品牌主要是职业典雅和休闲时尚，代理品牌主要是职业典雅中价格较高的品牌和运动休闲品牌，以补充自身品牌的不足。

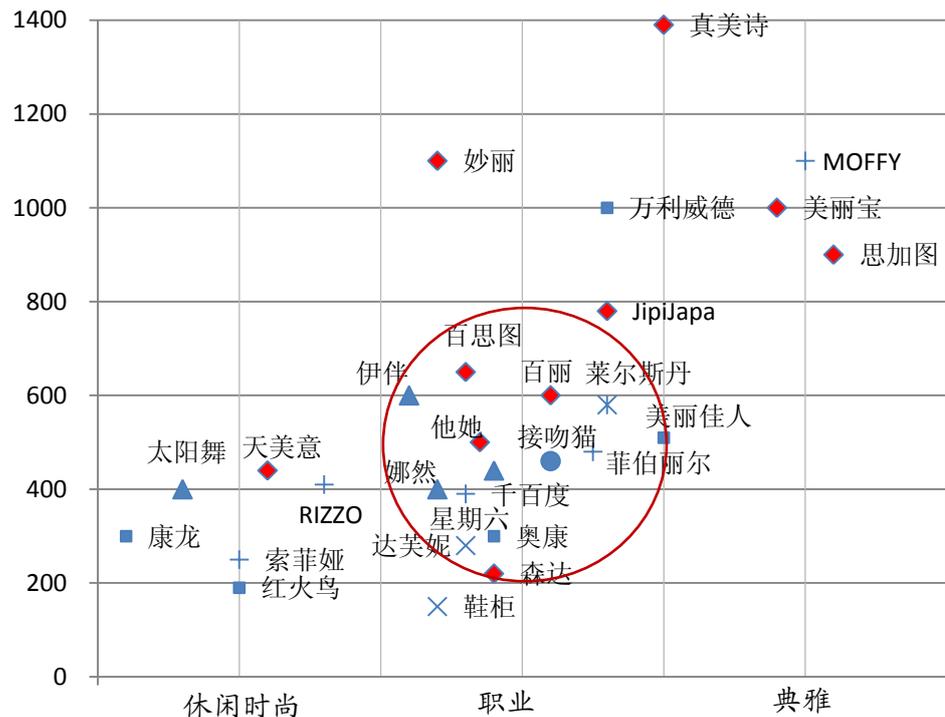
百丽的品牌划分模式也影响了行业内的其他公司，达芙妮 08 年开始通过代理向高端努力，并代理运动休闲品牌 Born，11 年建立休闲时尚的杜拉拉；星期六，有休闲时尚的索菲亚，与天美意极为类似，比主品牌高端有菲伯丽尔和 MOFFY；奥

行业研究报告

康，休闲时尚有红火鸟，运动休闲有康龙，高端的有新品牌万利威德；千百度 11 年创立了休闲时尚的太阳舞。

百丽各品牌通过设计风格和价格形成差异化，通过多个品牌布满消费者需求的各个领域。我们以各公司的自有品牌为主要研究对象，可以看到百丽旗下的品牌分布最广，消费者经常是挑来选去还是百丽。下图红色标记均为百丽旗下品牌。

图 15、鞋类主要品牌定位



来源：兴业证券研究所

百丽品牌主要分布在职业典雅类，休闲时尚只有天美意，而且低端只有森达，11 年，百丽开始向休闲端和低价位扩充，推出茵奈儿，法雷诺，占据当前红火鸟附近的市场空间。12 年推出网络新品牌十五分钟，向更年轻的消费群体延展。百丽发迹于女鞋，经过几年的努力，男鞋 11 年也只占其收入的 15%，未来百丽也着力发展男鞋，并通过合作进入童鞋领域。

总之，布局早，且品牌差异性明显促成了百丽多品牌运营的成功，品类的继续扩展将使百丽的品牌布局更为完善，占据更多的消费者需求，也将打开百丽的成长空间。

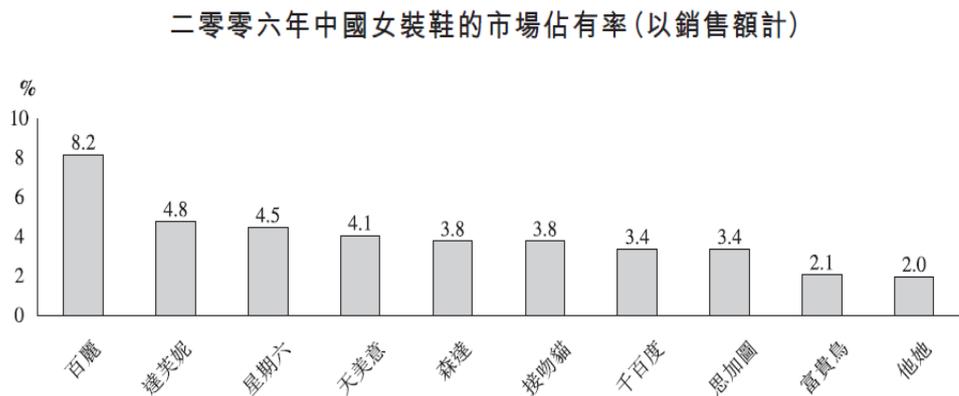
3.2 十亿才算成功品牌

有足够销量的品牌才是成功的品牌，从前文女鞋不同档次的销售额我们可以看出中档和中高档占鞋类总销量的 60%，而且从实际调查看，平均实际售价主要集中在 200-800 元。在 200-800 的主要价格区域，各公司都有多个品牌布局与此，而且龙头品牌均布于 400-600 的核心区域。

百丽起步也是聚焦于这个核心市场，主要品牌百丽和他她与其他公司的龙头品牌，如接吻猫，星期六，千百度，奥康，达芙妮等直面竞争，07年又新建立了百思图以扩大占有率。

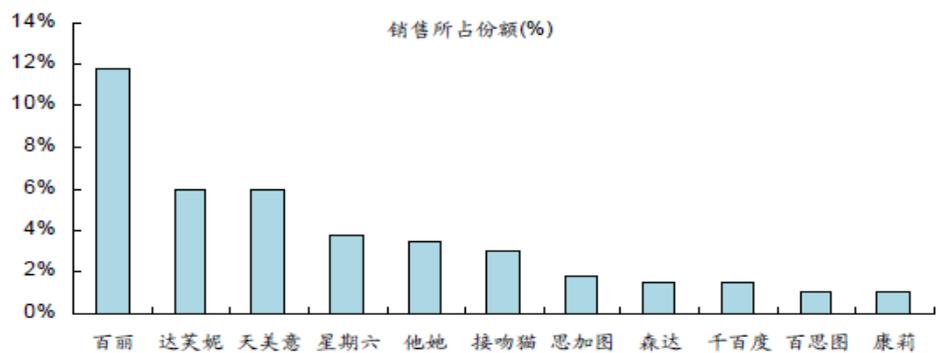
在另一个重要区域——休闲时尚领域，天美意建立最早，销售也最好，其建立之初几无竞争对手，近年索菲娅，太阳舞等品牌才纷纷跟进。在高端些的典雅风格上，百丽则用思加图占据了较大份额，之后逐步通过收购、代理扩充了品牌线。

图 16、百丽旗下品牌名次不断提升



来源：CIIC

图表 5: 中国女鞋品牌市场份额 (2008)



来源：兴业证券研究所

可见，百丽品牌运作的方法是先布局销量最大的市场，将主品牌做大做强，再通过建立新品牌细分市场，占据更高市场份额。在中高档女鞋不断增长的十几年中，百丽旗下各品牌排名不断攀升，我们综合各公司招股书的数据以及年报数据，估计 10 年中高档女鞋中，百丽旗下品牌占前十大品牌的五席，而且牢牢占据前三名，其六个主要品牌占中高档女鞋销量的 30%。

表 5、10 年主要品牌的中高档市场份额

亿元	品牌	品牌收入	占比	剔除男鞋后收入	占比
1	百丽	43.0	13.0%	36.6	11.0%
2	天美意	18.3	5.5%	15.6	4.7%
3	他她	18.3	5.5%	15.6	4.7%
4	达芙妮-中高档	15.6	4.7%	15.6	4.7%
	达芙妮总计	37.4	11.3%	37.4	11.3%
5	思加图	12.0	3.6%	12.0	3.6%
6	接吻猫	11.8	3.6%	11.8	3.6%
7	百思图	9.3	2.8%	9.3	2.8%
8	千百度	8.9	2.7%	8.9	2.7%
9	莱尔斯丹	8.0	2.4%	8.0	2.4%
10	星期六	7.5	2.3%	3.8	1.1%
11	森达	7.4	2.3%	3.7	1.1%
12	康莉	6.8	2.1%	6.8	2.1%
	前十合计	152.7	46.1%	137.0	41.4%
	百丽国际	108.4	32.7%	92.7	28.0%

公司 11 年报披露，百丽单品牌收入超过 50 亿，天美意，他她，思加图均超过 20 亿，百思图和森达超过 10 亿，此外还有 7 个超过 1 亿的品牌。结合其他品牌的数据，我们给一个粗略的判断，鞋类超过十亿收入的品牌才算是个成功的品牌，拥有众多过十亿的品牌才是成功的多品牌运作，当前，百丽的“十亿俱乐部”已有 6 位成员。

4、增长正当时

百丽是我国鞋类的第一品牌，也是纺织服装领域最有价值的品牌，在渠道和多品牌的运营上都是成功的，其难能可贵之处在于一个千亿市值的公司依然保持着较强的成长动力。

我们预计随着渠道的下沉以及百丽品类向更年轻时尚，男鞋以及童鞋扩展，公司每年仍能保持 20% 的开店增速，单店平均收入有望维持稳定，同时毛利率会随着经济形势略有波动，费用率稳定。

在这样的假设下，我们预计百丽 12-14 年 EPS 为 0.53, 0.69, 0.84 元，对应 PE 为 26, 20 和 16 倍，给予推荐评级。

表 6、盈利预测表

百万	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	19,764	23,709	28,949	34,738	41,685	50,021
营业成本	9,220	10,498	12,389	15,491	17,923	21,407
销售行政及一般费用	7,723	9,306	11,405	13,686	16,423	19,707
营业利润	2,821	3,906	5,155	5,561	7,340	8,907
非经常损益	69	0	0	0	0	0
净利润	2,533	3,425	4,255	4,477	5,840	7,088
EPS (元)	0.30	0.41	0.50	0.53	0.69	0.84
毛利率	46.7%	44.3%	42.8%	44.6%	43.0%	42.8%
费用率	39.1%	39.3%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%
所得税率	11.5%	17.0%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
净利率	12.8%	14.4%	14.7%	12.9%	14.0%	14.2%
收入增长率	10.7%	20.0%	22.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	26.0%	35.2%	24.2%	5.2%	30.5%	21.4%

资料来源：兴业证券研究所

行业研究报告

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

行业研究报告

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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，以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。