

安正时尚 (603839.SH)

内生外延双管齐下，助力多品牌集团发展

核心观点：

- 公司是国内知名女装企业，多品牌金字塔阵营搭建完成

公司旗下主品牌玖姿 (JZ) 是国内成熟女装领导品牌之一，2015 年在全国大型零售企业女装品牌销售排名中列入市占率前十大女装品牌之一，高端女装第三。另外，公司旗下还有进入成长期的尹默女装、中高端男装安正、新兴女装品牌摩萨克和斐娜晨以及互联网女装品牌安娜寇。

- 公司旗下多个主要品牌已经恢复增长，未来内生外延有望齐发力

公司收入占比超过 81% 的玖姿和尹默两个品牌今年收入趋势逐季向上，且增长主要由同店贡献。其他三个品牌除风格调整的摩萨克前三季度增长缓慢之外，安正和斐娜晨分别增长 42.40% 和 128.11%。今年主品牌玖姿已经恢复净开店，其他品牌正处于快速发展期，未来开店有望加快。

- 股权、店铺和品牌三层激励，绑定高管及业务骨干与公司利益

17 年 10 月完成股权激励授予，根据目标，17-19 年净利润分别不低于 2.75 亿、3.60 亿和 4.70 亿，同比增长 17%、31% 和 31%。公司还推出“店中店”制度和品牌股权转让，充分激发店铺经营团队和品牌管理团队积极性。

- 大股东发布增持计划公告，彰显对未来发展信心

公司于 17 年 12 月 15 日公司实际控制人郑安政先生计划于 6 个月内增持公司股份，累计金额不低于 1000 万不高于 2000 万元。

- 17-19 年业绩分别为 1.00 元/股、1.30 元/股、1.76 元/股

对应 17-19 年 PE 分别为 23 倍、18 倍和 13 倍，行业平均 PE 分别为 34 倍、29 倍和 23 倍，估值目前低于行业平均水平，首次覆盖给与“买入”评级。

- 风险提示

多品牌运作的风险；网络销售对传统销售模式冲击带来的风险；市场环境发生变化或竞争加剧导致存货跌价或存货变现困难的风险；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,224.89	1,206.17	1,449.94	1,919.15	2,558.77
增长率 (%)	4.50%	-1.53%	20.21%	32.36%	33.33%
EBITDA (百万元)	404.37	389.69	401.21	516.68	680.10
净利润 (百万元)	243.87	236.04	290.15	374.29	507.67
增长率 (%)	6.58%	-3.21%	22.92%	29.00%	35.63%
EPS (元/股)	1.141	1.104	1.004	1.295	1.756
市盈率 (P/E)	-	-	23.43	18.16	13.39
市净率 (P/B)	-	-	2.58	2.37	2.13
EV/EBITDA	0.06	-0.11	15.36	11.48	8.28

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

23.52 元

报告日期

2018-01-11

相对市场表现



分析师： 糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

1 公司简介：主品牌玖姿位列高端女装前列	5
1.1 公司是以玖姿品牌为核心的高端男女装集团	5
1.2 公司主品牌玖姿在成熟女装行业中排名靠前	5
1.3 公司近年来发展稳健	6
1.4 公司渠道遍布全国，品牌在华东区域具有较强影响力	7
2 女装行业市场规模大，集中度低	7
2.1 女装行业市场规模大，高端女装市场发展迅速	7
2.2 行业集中度低，龙头公司具备广阔发展空间	8
3 公司未来业绩有望实现较快增长	9
3.1 旗下品牌已构成较为完整“金字塔式”阵营，且均具备较大成长空间	9
3.2 公司直营店和加盟店数量均恢复增长，募投助力未来渠道扩张	12
3.3 公司同店增速加快，内生增长势头良好，且营运指标改善	15
3.4 自上而下层层激励到位，实际控制人发布增持计划公告彰显信心	16
4 盈利预测	17
5 风险提示	19
5.1 多品牌运作的风险	19
5.2 网络销售对传统销售模式冲击带来的风险	20
5.3 存货余额较大的风险	20
附录	20

图表索引

图 1: 公司各品牌营收 (万元) 及占比 (截至 2017Q3)	5
图 2: 公司各品牌渠道数量及占比 (截至 2017Q3)	5
图 3: 公司近年营业收入及增速	6
图 4: 公司近年净利润及增速	6
图 5: 公司近年毛利率及净利率	6
图 6: 公司近年期间费用率	6
图 7: 公司旗下各子公司	7
图 8: 公司各区域销售金额 (亿元) 及占比 (2017Q3)	7
图 9: 2015 年主要服饰品类前十品牌市占率	8
图 10: 公司金字塔品牌阵营	9
图 11: 主品牌玖姿营业收入及增速	10
图 12: 尹默营业收入及增速	10
图 13: 安正男装营业收入及增速	11
图 14: 摩萨克营业收入及增速	12
图 15: 斐娜晨营业收入及增速	12
图 16: 安娜寇营业收入	12
图 17: 公司存货周转率 (次)	16
图 18: 公司应收账款周转率 (次)	16
图 19: 公司股东结构情况	16
表 1: 公司多品牌发展历史	5
表 2: 女装销售前十品牌市场综合占有率	6
表 3: 服饰各子行业代表性公司	8
表 4: 玖姿与哥弟市占率对比	10
表 5: 各品牌门店情况	13
表 6: 募投资项目投资额	13
表 7: 新建门店商业形式	14
表 8: 新增门店城市分布	14
表 9: 公司渠道情况	14
表 10: 公司及各品牌在 2016 年和 2017 上半年同店增长情况	15
表 11: 直营加盟店单店收入情况	15
表 12: 公司高管情况	16
表 13: 公司限制性股票授予情况	17
表 14: 公司限制性股票激励计划业绩考核目标	17
表 15: 各品牌收入拆分预测 (万元)	19
表 16: 可比公司	19
表 18: 女装公司营业收入 (亿元)	20
表 19: 女装公司归母净利润 (亿元)	20
表 20: 女装公司渠道总数	20

表 21: 女装公司销售毛利率(%)	21
表 22: 女装公司销售净利率(%)	21
表 23: 女装公司期间费用率(%)	21
表 24: 女装公司销售费用率 (%)	21
表 25: 女装公司管理费用率 (%)	22
表 26: 女装公司财务费用率 (%)	22

1 公司简介：主品牌玖姿位列高端女装前列

1.1 公司是以玖姿品牌为核心的高端男女装集团

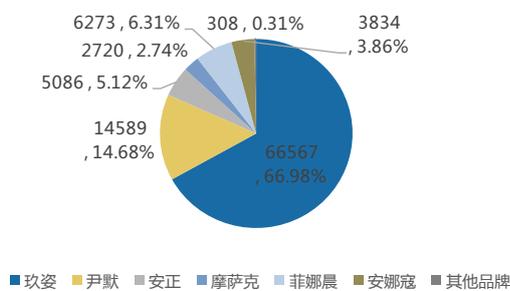
公司是一家集研发、生产、销售及品牌管理于一体的全国性多品牌时装企业，旗下拥有“玖姿”、“尹默”、“安正”、“摩萨克”、“斐娜晨”五个品牌风格鲜明互补、市场定位差异有序的成熟男女时装品牌。截至2017年第三季度，“玖姿”品牌仍然为公司的主力品牌，营业收入达6.66亿元，占公司总营业收入的67%，店铺数量653家，占公司总店铺数量72%，“尹默”女装为公司第二大品牌，营业收入达1.46亿元，占公司总营业收入的15%，店铺数量达85家，占公司总店铺数量10%，其他品牌处于品牌成长期，店铺数量较少、营收贡献占比较小。

表1：公司多品牌发展历史

品牌	创立/收购时间	品类	品牌风格特点	核心客群年龄
玖姿	2001年	大淑女装	自信、优雅、女人味	35-45岁
尹默	2008年	中淑女装	独立、知性、时尚	28-35岁
安正	2012年	高端男装	时尚、商务、品质	35-45岁
摩萨克	2014年	中淑女装	优雅、从容、智慧	25-35岁
斐娜晨	2015年	中淑女装	玩味、当代、精致	28-32岁
安娜寇	2017年	线上女装	乐活、都市、摩登	20-35岁

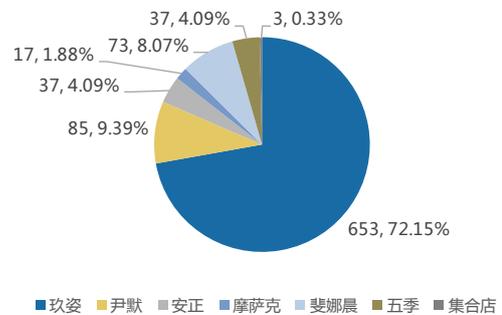
数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

图1：公司各品牌营收(万元)及占比(截至2017Q3)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：公司各品牌渠道数量及占比(截至2017Q3)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

1.2 公司主品牌玖姿在成熟女装行业中排名靠前

公司女装产品定位于中高档价格区间的成熟女装细分市场，主导品牌“玖姿”经过十余年的发展，已成为我国成熟女装领域的领导品牌之一。根据中华商业信息中心的统计，在2011-2015年全国大型零售企业的女装品牌销售排名中，列入市场综合占有率前十大女装品牌之一；其中，如不考虑ONLY、VERO MODA、拉夏贝尔、Ochirly等少淑品牌女装，“玖姿”则位列成熟女装领域市场占有率的前五大品牌之一；同时，在平均单价较高的高端女装品牌销售排名中，“玖姿”品牌位列行业第三。

表 2: 女装销售前十品牌市场综合占有率

排名	2011		2012		2013		2014		2015	
	品牌名称	占有 率%	品牌名称	占有率%	品牌名称	占有 率%	品牌名称	占有 率%	品牌名称	占有 率%
1	VERO MODA	6.21	VERO MODA	5.1	VERO MODA	3.82	VERO MODA	2.8	ONLY	2.23
2	ONLY	5.77	ONLY	4.7	ONLY	3.78	ONLY	2.71	VERO MODA	2.15
3	哥弟	3.52	哥弟	3.2	哥弟	2.37	哥弟	2.04	哥弟	1.61
4	Ochirly	2.15	Ochirly	2.0	Ochirly	1.66	Ochirly	1.51	拉夏贝尔	1.32
5	玖姿	1.82	玛丝菲尔	1.8	玖姿	1.61	玛丝菲尔	1.46	玛丝菲尔	1.31
6	玛丝菲尔	1.59	玖姿	1.6	玛丝菲尔	1.52	拉夏贝尔	1.44	雅莹	1.23
7	雅莹	1.58	雅莹	1.5	雅莹	1.51	雅莹	1.41	Ochirly	1.18
8	艾格	1.56	宝姿	1.3	拉夏贝尔	1.46	AMASS	1.33	阿玛施	1.12
9	声雨竹	1.53	衣恋	1.2	衣恋	1.36	玖姿	1.29	玖姿	1.11
10	AMASS	1.49	Teenie Weenie	1.2	AMASS	1.34	朗姿	1.12	玫而美	1.03

数据来源: 招股说明书; 广发证券发展研究中心

1.3 公司近年来发展稳健

公司2016年营收规模达12.06亿元,五年复合增速为7.82%,归母净利润规模达2.36亿元,五年复合增速为2.15%。2017年公司上市后,伴随行业的景气复苏和公司自身的调整到位,营收和归母净利润重新恢复较快增长,截至2017年三季度公司营收达9.96亿元,同比增长20.21%,归母净利润达2.05亿元,同比增长18.72%。公司毛利率和净利率水平多年来保持平稳,2017年公司整体毛利率和净利率水平分别为68.25%和20.54%。公司期间费用率近年来呈现逐年上升的趋势,主要由于近年来直营店铺占比提升导致销售费用率的上升。公司管理费用率控制良好,近三年来逐年下降。另外由于公司上市募集资金,公司财务费用率也有所下降。

图3: 公司近年营业收入及增速



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

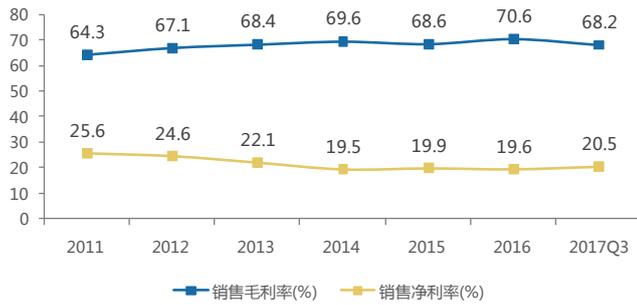
图5: 公司近年毛利率及净利率

图4: 公司近年净利润及增速



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图6: 公司近年期间费用率



数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

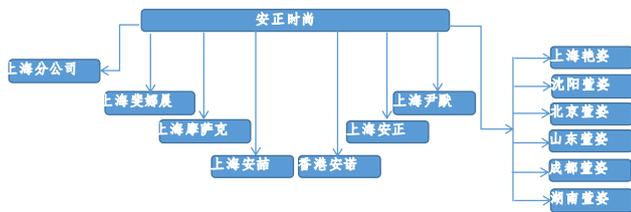


数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

1.4 公司渠道遍布全国，品牌在华东区域具有较强影响力

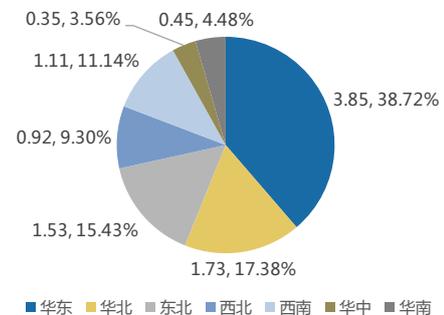
公司下属子公司主要为各品牌的销售子公司，负责各地及各品牌直营门店的建设运营和财务核算。玖姿品牌下设6个销售子公司，分别为北京萱姿（负责北京、天津等地区）、成都萱姿（负责四川、甘肃等地区）、湖南萱姿（负责湖南、河南、广西等地区）、山东萱姿（负责山东等地区）、上海艳姿（负责上海、江苏、浙江、江西、福建等地区）、沈阳萱姿（负责沈阳、长春、哈尔滨、大庆等地区）；尹默、安正、摩萨克、斐娜晨四大品牌及五季业务各分设1家销售子公司。华东区域是公司的主力销售区域，销售占比可达近40%（2017年三季度数据）。

图7：公司旗下各子公司



数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

图8：公司各区域销售金额（亿元）及占比（2017Q3）



数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

2 女装行业市场规模大，集中度低

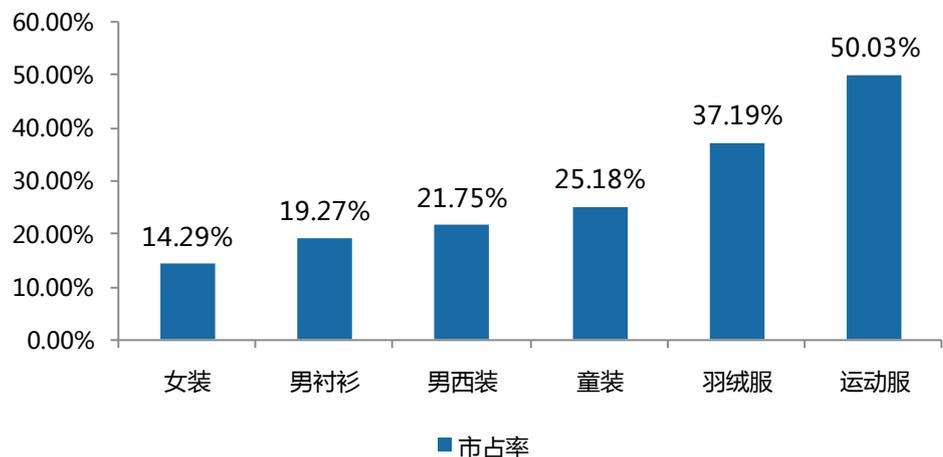
2.1 女装行业市场规模大，高端女装市场发展迅速

根据中国产业信息网的统计，2015-2018年女装行业零售收入年均复合增长15%+，2018年市场规模逾万亿。其中尤以高端女装市场发展迅速，2013年高端女装的零售额954.9亿元，占比为18.4%，受居民收入保持增长、富裕人口进一步扩大，高端女性服装的需求快速提高，预计2018年高端女装市场规模将达到2411.9亿元，年均复合增长20.36%，增速远高于中端和低端市场。

2.2 行业集中度低，龙头公司具备广阔发展空间

相较于服饰领域其他品类，女装公司的行业集中度较低。2015年女装行业前十大品牌市占率为14.29%，男西装、童装、运动服等前十大品牌市占率远高于女装。一方面，成熟女装行业的品牌化晚于其他品类。对比国内服装各子行业上市公司来看，女装上市公司的品牌成立较晚，比男装品牌和运动品牌成立晚10年左右，比休闲品牌晚1-2年。另一方，女装相较其他品类更为注重个性化需求。男装、运动和休闲等品牌相对更为大众化，他们无论是品牌收入规模还是门店数量都远超女装品牌。我们认为，未来随着我国女性消费者收入水平、就业机会与社会活动的增加，国内中高档成熟女装行业将迎来成长期，行业中具备研发、设计、供应链、资金等优势的女装企业能够更好的满足女装消费者的需求，从行业中脱颖而出，行业集中度具有提升的空间。

图9：2015年主要服饰品类前十品牌市占率



数据来源：中华全国商业信息中心；广发证券发展研究中心

表3：服饰各子行业代表性公司

类别	名称	品牌	成立时间	上市时间	单品牌营收 (亿元)	单品牌渠道数量
男装	海澜之家	海澜之家	1988	2000	140.31	4,321
	雅戈尔	Youngor	1979	1998	37.91	2,554
	中国利郎	LILANZ	1987	2009	22.38	2,400
	九牧王	JOEONE	1992	2011	21.49	2,673
	七匹狼	七匹狼	1990	2004	17.40	近 2500 家
运动	安踏体育	安踏	1991	2007	133.46	
	李宁	李宁	1990	2004	79.25	6,440
	特步国际	特步	2001	2008	53.97	6,800
	361度	361度	2003	2009	42.66	6,357
	贵人鸟	贵人鸟	2004	2014	18.90	4,106

	森马服饰	森马	1996	2011	106.67	3,477
休闲	美邦服饰	Metersbonwe	1995	2008	65.19	
	太平鸟	PEACEBIRD	2001	2017	62.05	4,279
	搜于特	潮流前线	2005	2010	18.69	
	安正时尚	玖姿 JZ	2001	2017	8.47	630
女装	歌力思	ELLASSAY	1996	2015	7.97	341
	日播时尚	broadcast:播	1998	2017	7.51	677
	维格娜丝	VGRASS	1997	2014	7.16	224
	朗姿股份	朗姿 LANCY	2000	2011	5.90	189

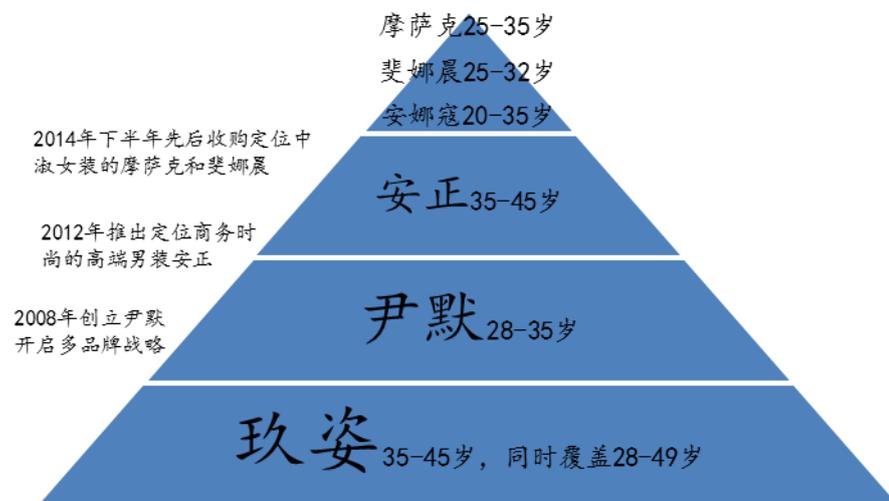
数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

3 公司未来业绩有望实现较快增长

3.1 旗下品牌已构成较为完整“金字塔式”阵营，且均具备较大成长空间

公司旗下的“玖姿”、“尹默”、“安正”、“摩萨克”、“斐娜晨”五个品牌形成了一个结构稳固、风格多样、定位互补的“金字塔式”品牌阵营。

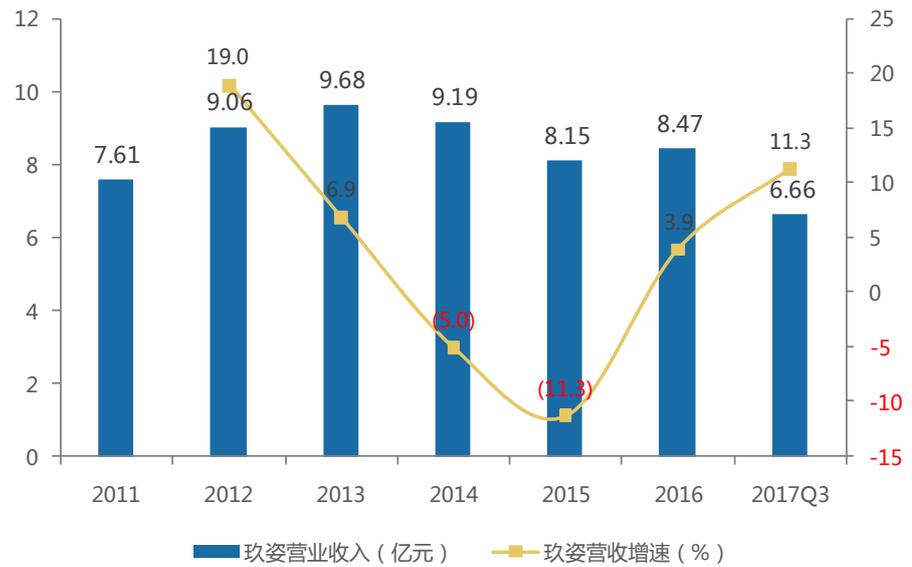
图10：公司金字塔品牌阵营



数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

主品牌玖姿在2013年度营收达到最高9.68亿元，2014-2015年期间由于整体女装行业下行，玖姿品牌收入也出现下滑，2016年开始又恢复了增长，2017年增速达到双位数。玖姿品牌门店数量在2017年三季度达653家，以加盟门店为主，加盟门店数为556家。作为公司的主品牌，玖姿属于女装细分类别的大淑装，风格定位上和哥弟相似。对比哥弟品牌和玖姿品牌市占率数据，2011-2015年间，哥弟品牌市占率最高是玖姿的两倍，最少也比玖姿高出约50%。因此我们预计玖姿目前还未触到品牌发展的天花板。

图11: 主品牌玖姿营业收入及增速



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

表4: 玖姿与哥弟市占率对比

	2011	2012	2013	2014	2015
哥弟市占率 (%)	3.52	3.2	2.37	2.04	1.61
玖姿市占率 (%)	1.82	1.6	1.61	1.29	1.11
哥弟/玖姿	1.93	2.00	1.47	1.58	1.45

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

作为公司创立的第二个女装品牌, 尹默品牌保持较高的增长态势, 在2011-2016年间五年复合增长率25.51%, 2016年收入已经接近2个亿, 逐步成为了一个成长期的品牌。尹默品牌在2016年店铺数量达到88家, 平均每年净开店11家, 且全部为直营店。尹默作为公司的第二大主力品牌, 风格定位和玛丝菲尔Marisfrolg相似。玛丝菲尔成立于1993年, 经过20多年的经营, 2015年玛丝菲尔品牌营收达16.43亿元, 渠道总数量达739家(含MASFER.SU), 因此我们预计尹默品牌未来的成长空间巨大。

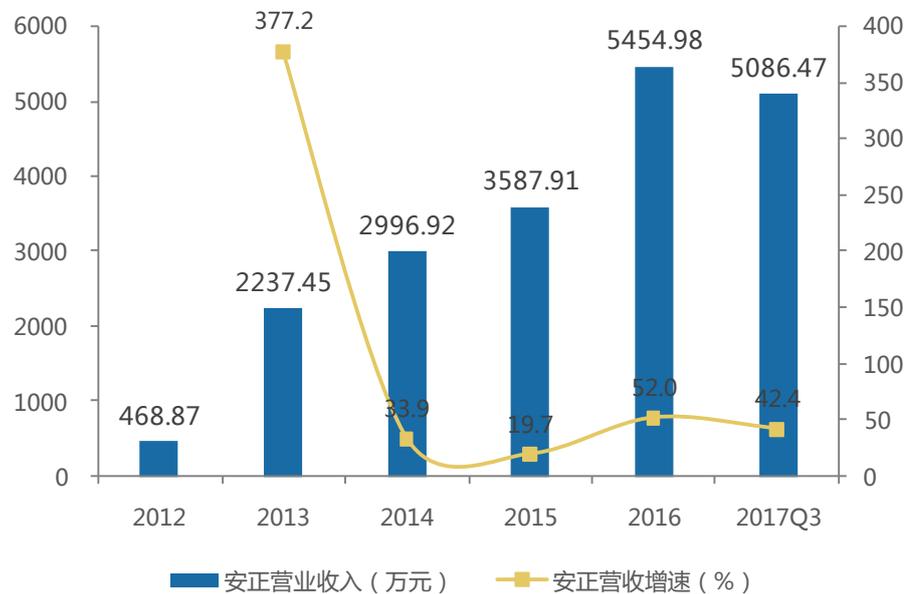
图12: 尹默营业收入及增速



数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

安正品牌是公司推出的第一个男装品牌，在过去的四年间品牌收入快速增长，年复合增速为84.68%。相较公司女装品牌，安正男装开店节奏更为稳健，截至2017年三季度，安正男装店铺数量达37家，其中36家直营店。与其风格定位类似的上市公司摩登大道，其男装主品牌卡奴迪路年营收最高达6.73亿元（2013年），店铺数量达479家（2013年）。因此我们看好安正男装未来的成长空间。

图13：安正男装营业收入及增速



数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

摩萨克和斐娜晨均为公司的新兴品牌，从收入上来看，摩萨克品牌在2017年经历品牌的调整，整体店铺数量由2016年底的25家下滑到2017年第三季度的17家，2017年前三季度营收2720万元，较同期增长23.50%。摩萨克前期由于定位出现了一些偏差，所以经历了一段时间的调整。风格调整后，品牌定位更加清晰，在渠道方面将依托玫姿的经销商开店，未来恢复高速增长可期；斐娜晨品牌在过去三年间获得了

迅速的发展，2017年前三季度收入6273万元，店铺数量几乎以每年翻倍数量增长，从2015年的24家，到2016年的45家，再到2017年第三季度的73家，并且在2016年经销商加入开店，2017年三季度已有经销商店14家。

图14: 摩萨克营业收入及增速

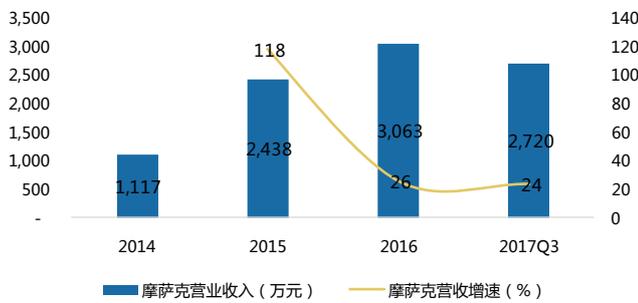


图15: 斐娜晨营业收入及增速

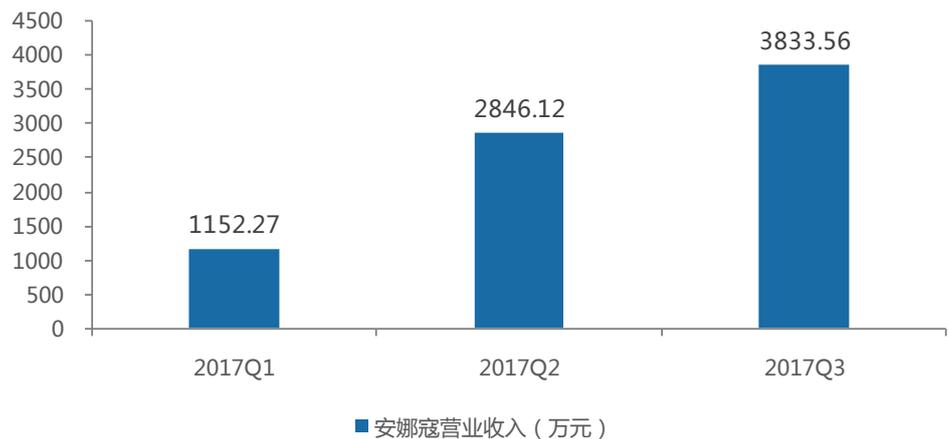


数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

安娜寇女装是公司在2017年为满足互联网消费者对于高性价比产品的需求，依托公司多年品牌运作经验，通过各专业团队的协同与供应链资源的共享，顺应“互联网+”发展大潮，推出的互联网品牌，是对集团现有5个品牌线下实体销售的有益补充。目前安娜寇女装已在天猫、唯品会、京东三大国内知名电商平台开设旗舰店。截至2017年三季度，安娜寇总收入达3834万元，品牌仍然处于培育阶段。2017年双11时期，安娜寇在唯品会渠道销售收入达600万以上（天猫渠道未参与双11），未来随着品牌逐渐发展，安娜寇品牌发展潜力巨大。

图16: 安娜寇营业收入



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

3.2 公司直营店和加盟店数量均恢复增长，募投助力未来渠道扩张

从公司整体的渠道数量来看，公司门店总数于2017年二季度开始恢复增长。其

中，直营门店数虽在一季度小幅下滑但不改逐年增长的趋势，加盟门店数量在经历了几年的调整之后2017年一季度开始增长。

从各品牌情况来看，玫姿品牌门店在2016年前加盟店处于缩减状态，2017年开始加盟店恢复增长。加盟门店数量的恢复也从侧面印证玫姿品牌经历了两年的调整期后，加盟商信心得以恢复，品牌势头向好。尹默品牌2017年直营门店小幅减少，5家直营门店转为加盟。安正品牌直营门店数量小幅增长，并且在三季度时首次出现加盟门店。摩萨克正在经历品牌调整，门店数量有所减少，但基数不大整体影响较小。斐娜晨处于品牌快速扩张期，直营和加盟门店数量都增长较快。从各个品牌情况来看，除了调整期的摩萨克，各个品牌无论直营还是加盟渠道均恢复增长。

表5: 各品牌门店情况

品牌	门店类型	2015	2016	2017Q1	2017H1	2017Q3
玫姿	总门店数	727	630	631	643	653
	直营门店	82	83	81	95	97
	加盟门店	645	547	550	548	556
尹默	总门店数	77	88	84	80	85
	直营门店	77	88	79	75	80
	加盟门店	0	0	5	5	5
安正	总门店数	33	32	33	35	37
	直营门店	33	32	33	35	36
	加盟门店	0	0	0	0	1
摩萨克	总门店数	18	25	25	23	17
	直营门店	18	25	25	23	17
	加盟门店	0	0	0	0	0
斐娜晨	总门店数	24	45	45	53	73
	直营门店	24	42	43	48	59
	加盟门店	0	3	2	5	14
五季	总门店数	30	37	36	35	37
	直营门店	30	37	36	35	37
	加盟门店	0	0	0	0	0
集合店	总门店数	6	5	5	3	3
	直营门店	6	5	5	3	3
	加盟门店	0	0	0	0	0
合计	总门店数	915	862	859	872	905
	直营门店	270	312	302	314	329
	加盟门店	645	550	557	558	576

数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

公司上市筹集资金12亿元，其中有5.12亿元用于营销网络的建设，为公司未来三年渠道扩张提供充足的资金保障。根据规划，将新建门店179家，渠道类型涵盖百货店、专卖店和购物中心点，门店覆盖一线到四线城市。

表6: 募投项目投资额

项目名称	投资额 (万元)
供应链中心改扩建	29,141.09
营销网络建设	51,272.13
研发中心建设	2,458.73
信息系统建设	8,937.40
补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金	19,645.76
合计	111,455.11

数据来源：公司招股说明书；广发证券发展研究中心

表7: 新建门店商业形式

类型	玖姿	尹默	合计
商场店	71	72	143
购物中心店	28		28
专卖店	8		8
合计	107	72	179

数据来源：公司招股说明书；广发证券发展研究中心

表8: 新增门店城市分布

城市分布	数量 (家)			合计
	百货	专卖店	Mall	
一线城市	44	2	16	62
二线城市	66	4	12	82
三线城市	28	1	0	29
四线城市	5	1	0	6
合计	143	8	28	179

数据来源：公司招股说明书；广发证券发展研究中心

同时，为促进过季和滞销产品的消化，避免该类产品的折扣促销对公司终端零售门店与品牌形象的影响，并利用以奥特莱斯 (Outlets) 为代表的名品折扣零售业态，以及日趋成熟的电子商务，公司建立了线下、线上相结合的五季产品销售渠道。进入五季渠道的商品由商品部根据正价门店销售情况、库存情况进行筛选，与零售门店形成差异化定位。截至2017年9月末，公司在全国共建立了59家五季门店，占公司总店铺数量6.52%，并在天猫商城与唯品会建立了线上品牌旗舰店。以2015年度为例，公司线上、线下五季销售渠道合计实现收入1.83亿元，占公司当年营收14.94%，达到营收增长和去库存的双赢效果。

表9: 公司渠道情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q	2017Q	2017Q
						1	2	3
总门店数	724	848	915	915	862	859	872	905
五季店	未披露	未披露	未披露	30	37	36	35	59

五季店占比 3.28% 4.29% 4.19% 4.01% 6.52%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3.3 公司同店增速加快，内生增长势头良好，且营运指标改善

从盈利能力来看，公司旗下的各个品牌在2017年均出现了显著的回暖迹象。对比公司在2016年和2017年上半年的同店增长情况测算，2017年上半年公司整体同店增长为21.76%，大幅高于2016年的4.53%，其中主要由于主品牌玖姿同店强势复苏，同店增长达14.12%，2016年则为-0.22%，第二大品牌尹默同店增长也优于去年，由5.00%提升至12.38%。其他品牌除了斐娜晨由于处于大力开店状态导致同店增长测算有所下滑之外，安正男装同店有32.93%提升至35.87%，摩萨克女装同店增长由-22.97%提升至88.63%。

表10：公司及各品牌在2016年和2017上半年同店增长情况

	2016	2017H1	2017H1 相较 2016 增幅
总体	4.53%	21.76%	增加 17.24 个百分点
玖姿	-0.22%	14.12%	增加 14.34 个百分点
尹默	5.00%	12.38%	增加 7.38 个百分点
安正	32.93%	35.87%	增加 2.94 个百分点
摩萨克	-22.97%	88.63%	增加 111.60 个百分点
斐娜晨	133.21%	-29.72%	下降 162.93 个百分点

数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

从公司直营和加盟店的单店收入情况来看，2016年公司直营店单店收入达170万元，较去年同期增长5%，但加盟店单店收入为97万元，较去年同期有所下滑。2017年这一情况有所改善，截至2017年上半年，不仅直营店单店收入增长13%，加盟店单店收入增长也高达19%。由此可见，经过前期的经营调整，公司的各个品牌各渠道均出现内生增长向好的态势，未来发展可期。

表11：直营加盟店单店收入情况

	2015	2016	2016H1	2017H1
直营店单店收入	162	170	88	100
直营店单店收入增速		5%		13%
加盟店单店收入	105	97	35	41
加盟店单店收入增速		-7%		19%

数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

从经营指标来看，2017年公司的存货周转率和应收账款周转率持续改善。存货周转率自2014年起逐年下降，2017年开始出现回升迹象，中报和三季度报的存货周转率分别较去年同期增长0.18次和0.20次，显示出公司直营渠道库存不断改善。而应收账款周转率在2015年触底，2016年起开始回升，2017年亦呈现逐季改善的现象，中报和三季度报的应收账款周转率分别较去年同期增长2.09次和3.47次。作为加盟渠道库存的替代指标，应收账款周转率的改善体现了公司加盟渠道库存逐季改善。

图17: 公司存货周转率 (次)



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图18: 公司应收账款周转率 (次)



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

3.4 自上而下层层激励到位, 实际控制人发布增持计划公告彰显信心

在中高层管理人员激励层面, 除了上市前部分高管持有公司股票之外, 2017年8月25日公司实施限制性股票激励计划, 向147名高级、中级管理人员及业务骨干以12.81元/股授予股票402万股, 占公司总股本的1.41%, 10月份完成授予。公司此次限制性股票激励计划设定公司层面的业绩考核目标为: 2017年-2019年净利润分别不低于2.75亿元、3.60亿元和4.70亿元, 对应当年业绩增速分别为16.53%、30.91%和30.56%。同时, 被授予人员需满足个人的业绩考核要求。此次股权激励覆盖人员范围广, 将公司管理人员和业务骨干与公司未来发展利益绑定, 充分调动其积极性, 并且设定的考核目标充分彰显了公司对未来发展增速的信心。

图19: 公司股东结构情况



数据来源: 招股说明书; 广发证券发展研究中心

表12: 公司高管情况

股东	担任职位	股东	担任职位
郑安政	董事长、总经理	金俊	副总经理、董事会秘书 (已离职)
陈克川	副董事长	谭才年	副总经理、财务总监、董事会秘书
郑安坤	董事	赵典媚	副总经理
郑安杰	形象工程采购中心总监	王正宇	品牌管理中心总监
郑秀萍	副总经理	吴峥	研发中心总监

葛国平	加盟管理部总监	曾云榜	生产中心总监
赵颖	副总经理	王齐斌	信息物流中心总监

数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

表13：公司限制性股票授予情况

分类	授予数量 (万股)	占股权激励计划总量 的比例	占授予时总股本 的比例
高级层管理人员 (1人)	33	6.76%	0.12%
中层管理人员及业务骨干 (146人)	369	75.61%	1.29%
合计	402	82.37%	1.41%

数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

表14：公司限制性股票激励计划业绩考核目标

解锁安排	业绩考核目标	业绩增速
第一个解锁期	2017 年度净利润不低于 2.75 亿元	16.53%
第二个解锁期	2018 年度净利润不低于 3.60 亿元	30.91%
第三个解锁期	2019 年度净利润不低于 4.70 亿元	30.56%

数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

在品牌负责人激励层面，为促进斐娜晨服饰快速发展和品牌提升，公司于2017年12月29日公告，向斐娜晨服饰品牌研发、设计负责人陈静静女士转让斐娜晨服饰5%的股权、向斐娜晨服饰总经理黄永强先生通过上海斐晨企业管理合伙企业转让斐娜晨服饰15%股权。黄永强先生出资人民币现金956.481万元通过上海斐晨受让斐娜晨服饰15%的股权；陈静静女士出资人民币现金318.827万元受让斐娜晨服饰5%股权。此次品牌股权转让充分体现了公司及品牌管理层对斐娜晨品牌未来看好，实现品牌与经营者利益充分绑定，作为公司新兴品牌中发展最好的品牌，未来发展动力更为清晰。

在店长激励层面，为了提升公司基层管理与经营能力，实现责、权、利的有效统一，公司从2015年开始对终端店铺推行“店长店”模式试点，从2015年的1家店铺到2016年的30家店铺，截止2017年上半年，共计试行店铺数量达到80家。试行店铺业绩产生了超过10%-30%的同比增长，实现了终端店铺业绩提升、盈利能力提升和员工收入水平的三方面同时提升。

另外，公司实际控制人郑安政先生在2017年12月15日宣布将在未来6个月内以自有资金增持，累计增持金额不低于1000万元、不高于2000万元。公司实际控制人的增持表明其对公司价值的认可，显现出其对公司未来发展的强烈信心。

4 盈利预测

我们对公司的盈利作如下假设：

2017年到2019年各品牌单店收入预测：假设新开店是老店店效的1/2，据此测算公司旗下各品牌2016年老店单店收入分别为，玫姿134万、尹默234万、安正男装170万、摩萨克142万、斐娜晨154万；2017年至2019年，玫姿品牌老店单店收入预计分别为145万、157万和169万，同店增长分别为8%、8%、8%，主要基于2017年公司前三季度业绩，包括高端女装行业景气度高，并且公司作为行业龙头在产品品质和VIP管理上具有一定优势市占率提升；尹默品牌老店单店收入预计分别为255万、278万和304万，同店增长分别为9%、9%、9%，尹默的体量较玫姿小，因此预计同店增长更快；安正男装老店单店收入预计分别为191万、214万和239万，同店增长12%、12%、12%，主要基于安正男装产品设计感强，且整体渠道体量不大；两个中淑女装，摩萨克老店单店收入预计分别为185万、213万和245万，同店增长分别为30%、15%、15%，主要基于风格调整后预计摩萨克会有较好的发展，斐娜晨老店单店收入预计分别为177万、198万和222万，同店增长分别为15%、12%、12%，主要基于斐娜晨今年发展势头良好且激励到位。电商品牌安娜寇预计2017年至2019年分别为5000万、1亿、1.5亿，增速较快。

2017年到2019年各品牌渠道预测：玫姿2017年至2019年预计开店数量分别为48、40、40，主要基于2017年四季度玫姿重新恢复净开店；尹默预计开店数量分别为-3、20、20，2017年尹默渠道有一定调整，预计2018年重新恢复净开店；安正男装预计开店数量分别为8、20、20，安正男装从2017年第三季度开始放开加盟，预计未来开店速度有所加快；摩萨克预计开店数量分别为-8、50、50，2017年渠道数量净减少主要由于风格定位有偏差导致关店，2018年之后伴随风格调整到位，且未来依托玫姿的经销商开店，预计净开店数将加快；斐娜晨预计开店数量分别为45、80、30，2018年斐娜晨加盟和直营并重，且激励到位，预计开店速度加快。

2017年到2019年各品牌毛利率预测：2017年公司采取“提质不提价”的策略，导致2017年毛利率较2016年低，随着该策略执行告一段落，2018年之后毛利率预计将保持平稳。玫姿2017年至2019年预计毛利率为67.5%、67.5%、67.5%；尹默预计毛利率为77.3%、77.3%、77.3%；安正男装预计毛利率为69.7%、69.7%、69.7%；摩萨克品牌的加价倍率和渠道策略均与玫姿类似，参考玫姿毛利率水平预计该品牌毛利率为67.5%、67.5%、67.5%；斐娜晨毛利率为79.2%、79.2%、79.2%；安娜寇每年毛利率为42.7%。

2017年到2019年销售费用率预计分别为29.4%、29.4%和29.4%，2017年较2016年提升主要是由于职工薪酬增加，同时公司加大了各方面的宣传力度，广告费用增幅较大，2018年之后预计保持平稳。

2017年到2019年管理费用率预计分别为13.22%、13.22%和13.22%，2017年较2016年下降主要是基于公司管理费用率控制较好，而且股权激励费用增加不多。

2017年到2019年营业外收入预计分别为2540万元、944万元和944万元，2017年较2016年大幅提高主要基于公司2017年12月23日公告收到政府补贴2452万元，2018年之后采取保守预测，主要基于公司2016年年报公告政府补贴大多与收益相关，因此预计大部分可持续。

2017年到2019年所得税率预计分别为15%、15%和15%。

预计2017-2019年每股收益为1元、1.30元和1.76元，对应PE分别为23倍、18倍和13倍，行业平均PE分别为34倍、29倍和23倍，估值目前低于行业平均水平，

首次覆盖给与“买入”评级。

表15: 各品牌收入拆分预测 (万元)

营业收入	2015	2016	2017E	2018E	2019E
玖姿	97984	84727	94991	109492	125028
YOY		-14%	12%	15%	14%
尹默	16114	19336	22482	26454	34906
YOY		20%	16%	18%	32%
安正	4232	5455	6873	10692	16765
YOY		29%	26%	56%	57%
摩萨克	2863	3063	3148	8944	22531
YOY		7%	3%	184%	152%
斐娜晨	1215	5313	11955	25788	41102
YOY		337%	125%	116%	59%
安娜寇			5000	10000	15000
YOY				100%	50%
其他品牌	80	2723	545	545	545
营业总收入	122487	120617	144994	191915	255877
YOY		-2%	20%	32%	33%

数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

表 16: 可比公司

公司	代码	最新价格 (元)		每股收益 (元)			市盈率			
		2018/1/10	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
歌力思	603808.SH	21.07	0.81	0.87	1.12	1.38	26.01	24.22	18.81	15.27
维格娜丝	603518.SH	19.39	0.68	1.15	1.84	2.38	28.51	16.86	10.54	8.15
日播时尚	603196.SH	11.47	0.32	0.41	0.52	0.65	35.84	27.98	22.06	17.65
星期六	002291.SZ	7.33	0.05	0.06	0.07	0.09	146.60	122.17	104.71	81.44
汇洁股份	002763.SZ	13.63	0.47	0.65	0.79	0.91	29.00	20.97	17.25	14.98
天创时尚	603608.SH	11.01	0.44	0.47	0.63	0.68	25.02	23.43	17.48	16.19
哈森股份	603958.SH	13.72	0.42	0.19	0.20	0.26	32.67	72.21	68.60	52.77
平均数							30.41	33.76	28.84	23.37

数据来源: WIND; 广发证券发展研究中心

5 风险提示

5.1 多品牌运作的风险

新品牌的推出及发展需要大量的时间及资源投入, 将对公司多品牌运营能力提出较高的要求。如果公司的设计研发、生产组织、市场销售等方面无法满足多品牌运作要求, 可能将对公司的业务、财务状况及经营业绩造成不利影响。

5.2 网络销售对传统销售模式冲击带来的风险

我国传统品牌服装销售主要通过线下实体渠道完成，近几年，我国电子商务蓬勃发展，服装网络销售规模迅速增长，对我国服装行业传统销售模式造成了一定程度的冲击。2013年至2017年1-9月，公司网络销售占比分别为2.81%、4.31%、9.14%、10.98%和12.19%，呈上升趋势，但在信息技术发展与行业市场变革的背景下，未来如果成熟女装客户群的网络购物消费习惯逐步强化，以及线上与线下互动结合的O2O业务模式趋于成熟，公司如不能及时拓展网上销售渠道、加强电子商务建设及引进相应配套的电子商务人才等，将对公司的销售业绩带来一定程度的影响。

5.3 存货余额较大的风险

截至2017年9月30日，公司存货净额为4.79亿元。虽然目前公司较大的存货规模符合公司生产经营特点，且公司采取加强研发、采购和生产的计划性、以销定产等措施，但若在以后的经营年度中因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货跌价或存货变现困难，本公司的盈利能力将可能受到不利影响。

附录

表 17: 女装公司营业收入 (亿元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	11.17	13.79	12.35	11.44	13.68	16.45
日播时尚	7.78	9.29	9.11	8.98	9.49	7.16
维格娜丝	5.98	7.46	8.47	8.24	7.44	15.45
歌力思	5.99	7.10	7.44	8.35	11.32	13.79
安正时尚	10.09	11.41	11.72	12.25	12.06	9.96
平均	8.20	9.81	9.82	9.85	10.80	12.56

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表 18: 女装公司归母净利润 (亿元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	2.31	2.34	1.21	0.74	1.64	1.02
日播时尚	1.26	1.12	0.82	0.75	0.76	0.45
维格娜丝	0.95	1.36	1.38	1.12	1.00	0.57
歌力思	1.22	1.37	1.38	1.60	1.98	2.02
安正时尚	2.48	2.52	2.29	2.44	2.36	2.05
平均	1.64	1.74	1.42	1.33	1.55	1.22

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表 19: 女装公司渠道总数

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	521	573	586	486	445	-
日播时尚	-	-	989	927	886	-
维格娜丝	361	361	335	220	189	1421

歌力思	327	362	354	347	474	493
安正时尚	724	848	915	915	862	905
平均	483	536	636	579	571	-

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表20: 女装公司销售毛利率(%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	61.10	61.72	60.66	58.99	54.96	54.20
日播时尚	57.16	58.73	58.84	61.73	61.74	61.82
维格娜丝	67.16	68.80	71.05	70.33	70.24	68.26
歌力思	66.25	69.60	67.51	67.61	68.96	69.77
安正时尚	67.06	68.41	69.61	68.61	70.63	68.25
平均	63.74	65.45	65.53	65.46	65.31	64.46

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表21: 女装公司销售净利率(%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	20.70	16.95	9.81	6.51	13.44	5.99
日播时尚	16.66	12.13	9.26	8.38	8.15	6.01
维格娜丝	15.85	18.17	16.32	13.60	13.48	4.62
歌力思	20.41	19.24	18.55	19.14	19.64	17.55
安正时尚	24.56	22.09	19.52	19.91	19.57	20.54
平均	19.64	17.72	14.69	13.51	14.86	10.94

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表22: 女装公司期间费用率(%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	34.01	39.66	48.04	54.62	50.77	50.17
日播时尚	32.33	38.35	42.10	45.80	45.86	49.60
维格娜丝	45.14	43.29	48.68	52.81	54.65	60.10
歌力思	35.99	37.91	40.28	41.65	43.72	43.29
安正时尚	33.52	39.07	40.12	40.96	42.95	42.29
平均	36.20	39.66	43.85	47.17	47.59	49.09

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表23: 女装公司销售费用率(%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	22.73	28.35	31.97	35.65	34.83	34.87
日播时尚	23.31	27.66	30.58	32.10	32.31	35.04
维格娜丝	37.11	35.41	40.68	43.22	41.44	41.79
歌力思	27.40	28.96	30.91	32.37	30.33	29.19

安正时尚	19.42	24.93	25.56	26.73	28.78	29.34
平均	25.99	29.06	31.94	34.01	33.54	34.05

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表24: 女装公司管理费用率 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	15.21	13.43	15.56	16.64	15.30	12.84
日播时尚	9.13	9.86	11.23	13.21	13.04	14.10
维格娜丝	8.48	8.34	8.48	11.51	13.98	8.89
歌力思	8.52	8.93	9.37	10.61	13.95	15.59
安正时尚	14.10	14.09	14.47	13.80	13.75	13.22
平均	11.09	10.93	11.82	13.16	14.01	12.93

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

表25: 女装公司财务费用率 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
朗姿股份	-3.93	-2.12	0.51	2.33	0.64	2.45
日播时尚	-0.11	0.84	0.30	0.50	0.51	0.46
维格娜丝	-0.45	-0.47	-0.48	-1.92	-0.77	9.42
歌力思	0.06	0.02	0.00	-1.34	-0.56	-1.49
安正时尚	0.00	0.05	0.10	0.42	0.42	-0.27
平均	-0.88	-0.33	0.09	0.00	0.05	2.11

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	754	905	1579	2012	2593
货币资金	44	110	636	865	1167
应收及预付	138	117	165	214	287
存货	404	381	481	634	840
其他流动资产	168	298	298	298	298
非流动资产	872	880	1676	1633	1587
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	544	506	469	432
在建工程	96	46	46	46	46
无形资产	116	110	65	59	50
其他长期资产	178	180	1059	1059	1059
资产总计	1626	1785	3255	3645	4180
流动负债	398	394	512	666	882
短期借款	70	66	0	0	0
应付及预收	312	313	490	644	859
其他流动负债	16	15	22	22	22
非流动负债	85	109	107	107	107
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	85	109	107	107	107
负债合计	483	502	618	773	988
股本	214	214	289	289	289
资本公积	5	5	1101	1101	1101
留存收益	923	1063	1246	1482	1802
归属母公司股东权	1142	1282	2636	2872	3192
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1626	1785	3255	3645	4180

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1225	1206	1450	1919	2559
营业成本	384	354	450	594	787
营业税金及附加	16	20	24	32	42
销售费用	327	347	426	564	752
管理费用	169	166	192	254	338
财务费用	5	5	-3	-11	-15
资产减值损失	87	61	56	67	78
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	8	11	11	11
营业利润	250	262	317	431	588
营业外收入	35	9	25	9	9
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	283	271	341	440	597
所得税	39	34	51	66	90
净利润	244	236	290	374	508
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	244	236	290	374	508
EBITDA	404	390	401	517	680
EPS (元)	1.14	1.10	1.00	1.30	1.76

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	265	339	350	315	415
净利润	244	236	290	374	508
折旧摊销	76	71	43	41	41
营运资金变动	-114	-12	-127	-147	-191
其它	59	44	144	46	57
投资活动现金流	-273	-187	-925	22	26
资本支出	-172	-67	64	11	15
投资变动	14	15	-989	11	11
其他	-115	-135	0	0	0
筹资活动现金流	-52	-87	1101	-107	-138
银行借款	435	131	-66	0	0
债券融资	-365	-135	-2	0	0
股权融资	0	0	1171	0	0
其他	-122	-83	-2	-107	-138
现金净增加额	-60	65	526	230	302
期初现金余额	106	44	110	636	865
期末现金余额	46	110	636	865	1167

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.5	-1.5	20.2	32.4	33.3
营业利润增长	-2.3	4.9	21.0	36.0	36.4
归属母公司净利润增长	6.6	-3.2	22.9	29.0	35.6
获利能力(%)					
毛利率	68.6	70.6	69.0	69.1	69.3
净利率	19.9	19.6	20.0	19.5	19.8
ROE	21.3	18.4	11.0	13.0	15.9
ROIC	25.6	23.6	32.3	42.6	56.2
偿债能力					
资产负债率(%)	29.7	28.2	19.0	21.2	23.6
净负债比率	-	-	-0.2	-0.3	-0.4
流动比率	1.90	2.30	3.09	3.02	2.94
速动比率	0.86	1.31	2.12	2.05	1.97
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.71	0.58	0.56	0.65
应收账款周转率	9.72	11.30	10.72	10.91	10.84
存货周转率	1.01	0.73	0.94	0.94	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.14	1.10	1.00	1.29	1.76
每股经营现金流	1.24	1.59	1.21	1.09	1.44
每股净资产	5.34	6.00	9.12	9.94	11.04
估值比率					
P/E	-	-	23.4	18.2	13.4
P/B	-	-	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	0.1	-0.1	15.4	11.5	8.3

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。