中国品牌化崛起系列深度（一）

万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源

增持（维持）

2021 年 02 月 04 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

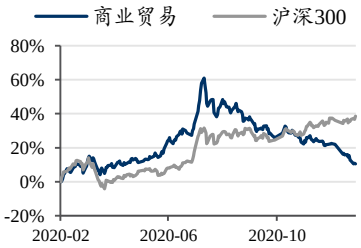
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

- **品牌是一种什么样的资产？**我们每天都会接触到品牌这个概念，本文从“一个奢侈品包的进货成本究竟是多少钱”切入，进而讨论“品牌”是什么、“品牌溢价”是什么，最后简单探讨“品牌化”带来的投资机会。我们认为市场对于品牌的认知是不够清晰的，常常把品牌简单归结于“研发”、“设计”等某一些具体的东西（都无法单独构成品牌溢价），而忽略了品牌在时间维度上的价值。
- **引子：奢侈品包的成本是什么样的？万元手袋进货成本可能仅百元。**PRADA、COACH 主力价格带约为 20,000 元、4,500 元。这些奢侈品包有相当一部分是由时代集团控股在广东代工的，平均出厂价仅 100-200 元；且时代集团代工的很多产品，其实是由代工厂自己设计的。
- **本文中奢侈品包只是个引子，核心还是品牌的论述。**从以上分析中我们可以看出：**1. 品牌本身才是奢侈品核心：**上万元的奢侈品包，进货成本可能仅 100-200 元，奢侈品包的主要溢价或许不在做工，设计等，而是就在品牌本身，**2. 中国具备足够强大的消费品制造供应链：**很多奢侈品品牌都是在中国制造的。
- **思辨：品牌溢价究竟来自哪里？来自“品牌认知”；“品牌认知”=品牌所有动作反馈在时间上的积分。**这个公式我们称为“品牌计分板”理论。品牌的每个动作（如 LOGO、设计、广告等），都会得到消费者的反馈，每次反馈都会在计分板上加分或减分。最后累积下的得分，就是“品牌认知”，也就是“品牌溢价”的来源。这里面有三层含义：1. 品牌不是由单个因素就能形成认知的，是一个综合认知影响；2. 品牌认知需要时间积淀；3. 要在对的时间做对的事，才能得分，切忌刻舟求剑。
- **我们为何需要品牌？——品牌是商家和消费者之间的信用契约。**信用契约的作用主要体现在：1. 赋予文化认同：指消费者对“品牌”本身产生认同感，这使得“品牌”成为效用的一部分，从而产生溢价；2. 降低搜索成本：指品牌起到组织生产的作用，使消费者认准品牌就能买到质量稳定的商品，从而节省时间。这两种作用大致对应“悦己型”和“省心型”消费者，前者买东西是为了开心，而后者买东西是为了用。
- **投资建议：**消费品产业链上利润最大的环节，是“品牌”。我国拥有全球领先的供应链，从中国制造到中国品牌，或是未来国内消费行业发展的主旋律。这个过程中，寻找“中国特色”是捷径——我们看好电商带动中国消费品品牌化，而服装、日用品、小家电、休闲零食、化妆品、消费数码等行业，未来有望诞生中国品牌。**建议关注：安克创新、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、波司登等“国牌崛起”赛道领先者。**
- **风险提示：**负面营销事件，产品质量问题，行业竞争加剧等

行业走势



相关研究

1、《商业贸易行业周报（2021 年第 3 期）：微信加大对第三方外链的整治力度，未来微信内部或将崛起新的内容及电商平台》2021-01-17

2、《教育行业周报（2021 年第 3 期）：教育行业解析：独立学院转设是个啥？》2021-01-17

3、《商业贸易行业跟踪周报：化妆品/服装数据深度追踪：11、12 月淘系美妆增速分化，华熙旗下多品牌持续高速增长》2021-01-10

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价（元）	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
688363	华熙生物	906	188.80	1.34	1.41	1.91	141	134	99	买入
3998.HK	波司登	319	3.55	0.11	0.13	0.16	26	23	18	买入
300866	安克创新	691	170.00	1.97	2.35	3.21	86	72	53	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所，注：PE 来自东吴证券研究所预测，数据截至 2021-02-03 收盘

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 引子：品牌究竟是一种什么样的资产？——从奢侈品包说起 4
1.1. 奢侈品包的售价是什么价钱？——3,000 元向上，上不封顶 7
1.2. 奢侈品包的成本是什么样的？万元手袋进货成本可能仅百元 9
2. 品牌认知计分板理论：——品牌溢价究竟来自哪里？ 13
2.1. “设计”的重要性到底有多高？ 13
2.2. 品牌溢价来自于“品牌认知”，“品牌认知”=“品牌所有动作反馈在时间上的积分” 14
3. 我们为何需要品牌？——品牌是商家和消费者之间的信用契约 15
3.1. “信用契约”的作用，主要体现在：①赋予文化认同；②降低搜索成本 16
3.2. “悦己型”和“省心型”消费者具备明显的行为差异 17
4. “品牌化”或是未来十年中国消费品最重要机会之一 18
4.1. 对于部分品类，品牌商是产业链中利润空间最大的一环 18
4.2. 大众品的线上化趋势或将延续 21
4.3. 从中国制造到中国品牌，看好电商带动中国消费品品牌化 22
5. 投资建议：看好未来十年中国供应链“品牌化”进程 24
6. 风险提示 26

图表目录

图 1：世界各国奢侈品品牌 4
图 2：品牌溢价来源公式——“计分板”理论 5
图 3：品牌是商家和消费者之间的信用契约 6
图 4：品牌在一次次消费中累计起“信用契约”：消费达预期，积分板加分；反之减分。 6
图 5：PRADA 最推荐（最畅销）产品定价在 20,000 元上下 7
图 6：COACH 最推荐（最畅销）产品定价在 4,500 元上下 8
图 7：PRADA 包各价位主力价格 8
图 8：COACH 包各价位主力价格 8
图 9：时代集团控股各产品线营收情况 10
图 10：时代集团控股手袋&小皮具平均出厂价仅 100-200 元 10
图 11：时代集团控股披露的其手袋&小皮具出厂单价范围 11
图 12：时代集团控股第一大&前五大客户占总营收比 11
图 13：中国占全球奢侈品皮具代工市场份额的 42% 12
图 14：2010 中国范围内奢侈品皮具代工市场前三企业 12
图 15：2010 世界范围内奢侈品皮具代工市场前三企业 12
图 16：时代集团控股代工生产的皮具很多是自己设计的 13
图 17：品牌溢价来源公式——“计分板”理论 14
图 18：品牌是商家和消费者之间的信用契约 15
图 19：品牌是“信用契约”，其作用体现在：1. 赋予文化认同；2. 降低搜索成本 16
图 20：“文化认同”可以包括很多种方面，其作用是使得品牌成为消费者效用的一部分 17
图 21：“悦己型”和“省心型”消费者的购买行为具有明显的差异 18
图 22：2019 年品牌商毛利率约为 50-70%，供应商毛利率约为 15-30%，渠道商毛利率在 20%左右 19
图 23：2019 年品牌商净利率约为 10-20%，供应商净利率约为 5-10%，渠道商净利率约为 1.5-3% 20
图 24：化妆品产业链利润分配——由品牌商、渠道商定价 20
图 25：不同品类的商品，未来会呈现不同的线上化程度 21
图 26：中国线上商品零售额占社零总额比 22
图 27：美国网络零售占比 22
图 28：中国社零线上部分增速迅猛 22
图 29：社零增长中线上部分贡献比例 22
图 30：看好“服装纺织，日用品，小家电，休闲零食，化妆品、消费电子”六大类中国产品的品牌化 23

表 1：重点公司估值 1
表 2：时代集团控股主要产品为手袋，小皮具和旅行箱包 9
表 3：公司估值表（基于 2021 年 2 月 3 日收盘价） 26

1. 引子：品牌究竟是一种什么样的资产？——从奢侈品包说起

——①**“品牌究竟是什么？”**：品牌是我们生活中，每天都会接触到的一个概念，但究竟“品牌”指的是什么？这个问题有点过大，那么，我们更具象化的提出一个问题：

——②**“当我们在买一个奢侈品包的时候，我们究竟在买什么？”**：相信这个问题每个人都会有不同的答案，可能是社交环境，可能是使用体验，可能就是追求一种高级感，那么接下来，我们再把这个问题进一步量化：

——③**“一个奢侈品包的进货成本到底是多少钱？”**：这也是我们本篇报告的核心内容。是一个可以具象化，甚至量化的论题。

图 1：世界各国奢侈品品牌



数据来源：BING，东吴证券研究所整理

很幸运，我们可以通过上市公司披露的详细且经审计的资料，来量化地，具象化的论证这个问题**“一个奢侈品包的进货成本究竟是多少钱”**，进而讨论**“品牌”是怎么来的，“品牌溢价”是什么**，最后简单探讨**“品牌化”带来的投资机会。**

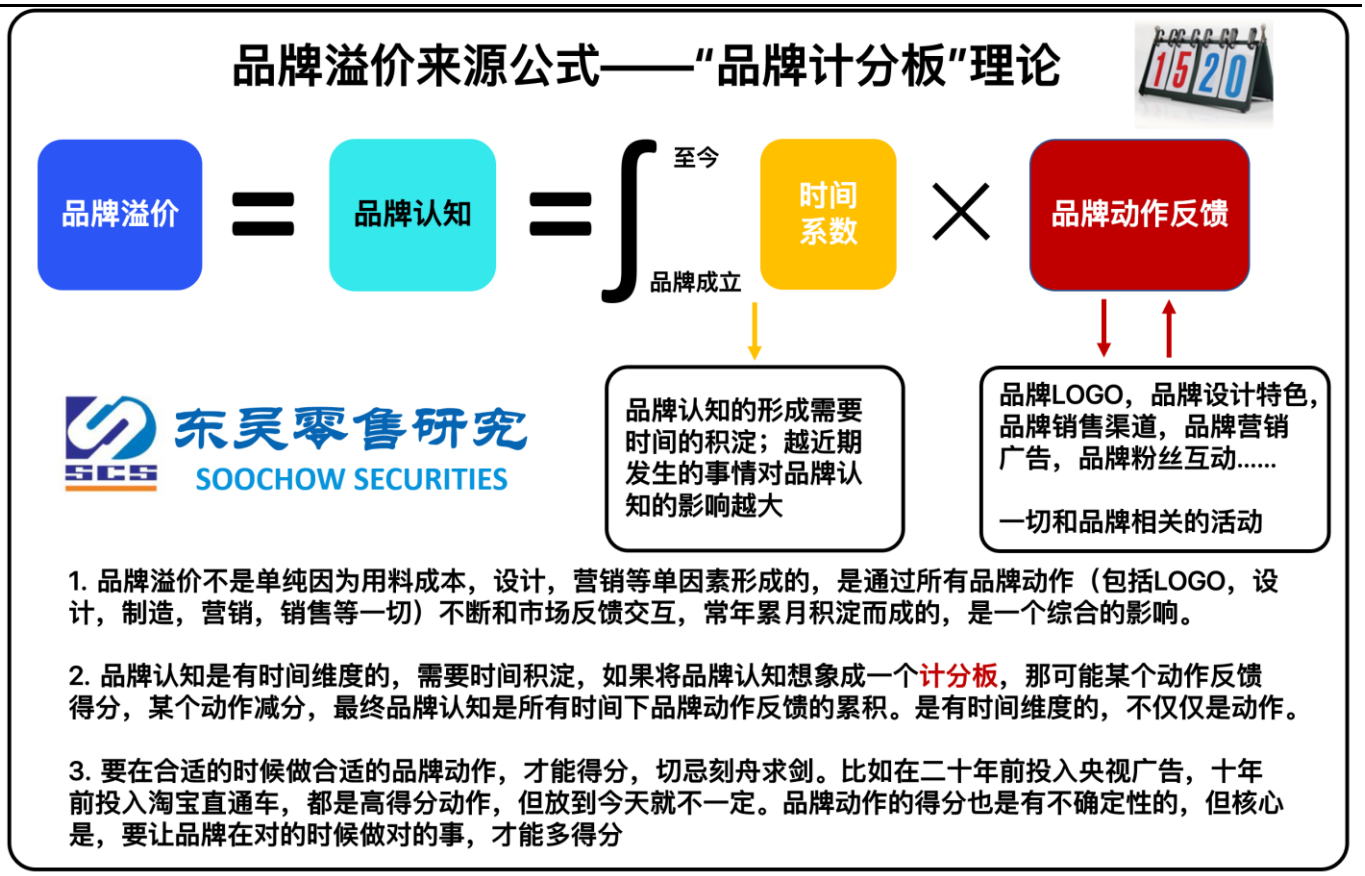
本报告主要财务和审计数据来源于港股公司时代集团控股，时代集团控股是一家工厂位于中国大陆的公司，主要厂址在东莞，主营业务为皮具制造，主要客户为 PRADA，COACH 等奢侈品品牌公司。简单说，时代集团控股，是一家给 PRADA，COACH 等奢侈品包做代工的公司，那么从时代集团控股的数据，我们大致就可以比较清晰的了解，这些奢侈品包的进货成本，大概是多少钱。

品牌研究的新框架范式：

此前市场对于“品牌”整体认知是不够清晰的，很容易把品牌竞争力，归于“产品”，“研发”，“设计”，“质量”，“营销”等一些单一且具体的东西，**而忽略了品牌在时间维度上的价值，且容易掉入“品牌是可以机械复制的”这种思维误区。**

在本文，我们试图提出一个全面的，用来描述“品牌资产”的研究框架范式——**“品牌计分板理论”：**品牌是公司与市场反馈动作，包括所有制造，设计，销售，营销，售后等动作给所有消费者带来的动态认知的集合，其内涵简化成一句话，是“品牌是消费者和商家之间的一种信用契约”。

图 2：品牌溢价来源公式——“计分板”理论



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

品牌是消费者和商家之间的一种“信用契约”。本文，我们也试图去描述清楚，为什么消费者心甘情愿为“品牌溢价”买单。品牌溢价具有现实意义，我们认为，本质上，“品牌溢价”就是“信用契约”的价格，而不是单纯给“质量”，“设计”等商品维度定价。

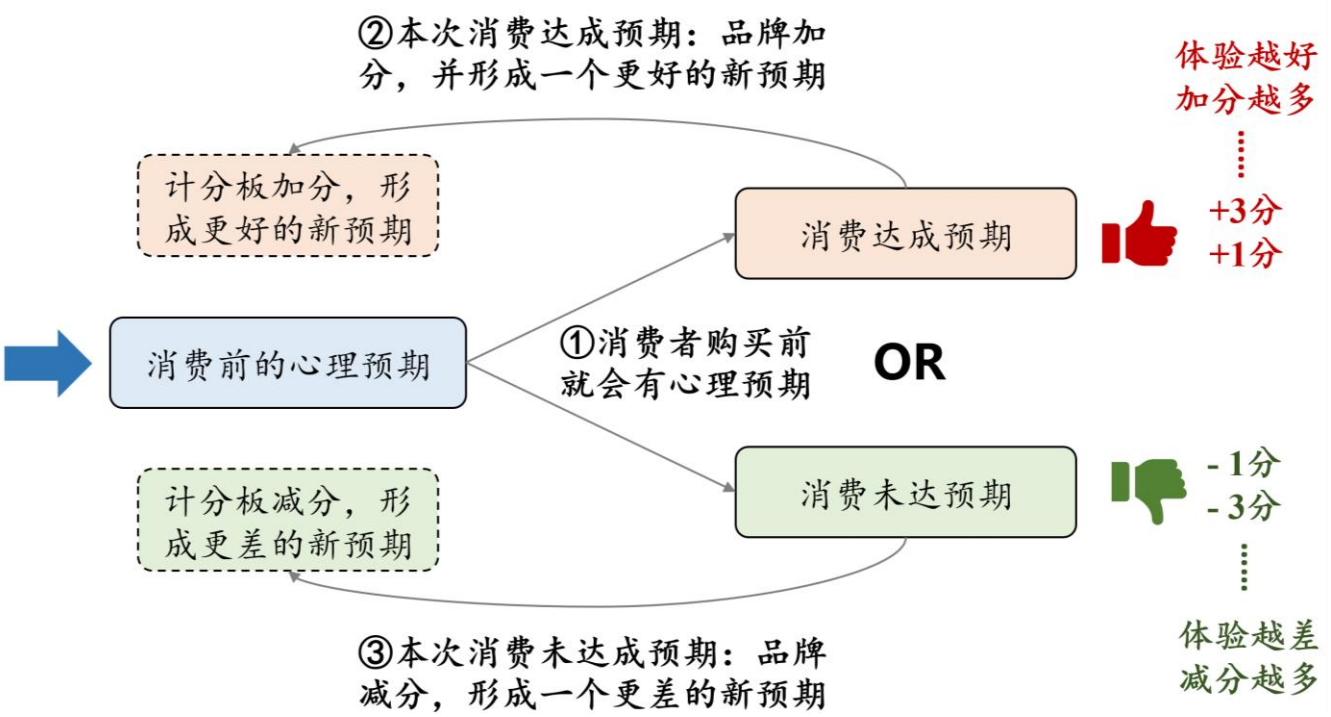
消费者购买品牌商品时为品牌额外支付的价格，即是在购买品牌背后的信用契约。这个契约是常年累月形成的，消费者在购买这个品牌商品之前，就有一个心理预期，这次消费是否达成预期，或者不达预期，以这个消费者的评价为载体，也被附加在了这个品牌上。品牌，就是这样一次次消费中，累积起来的“信用契约”。

图 3：品牌是商家和消费者之间的信用契约



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

图 4：品牌在一次次消费中累计起“信用契约”：消费达预期，积分板加分；反之减分。



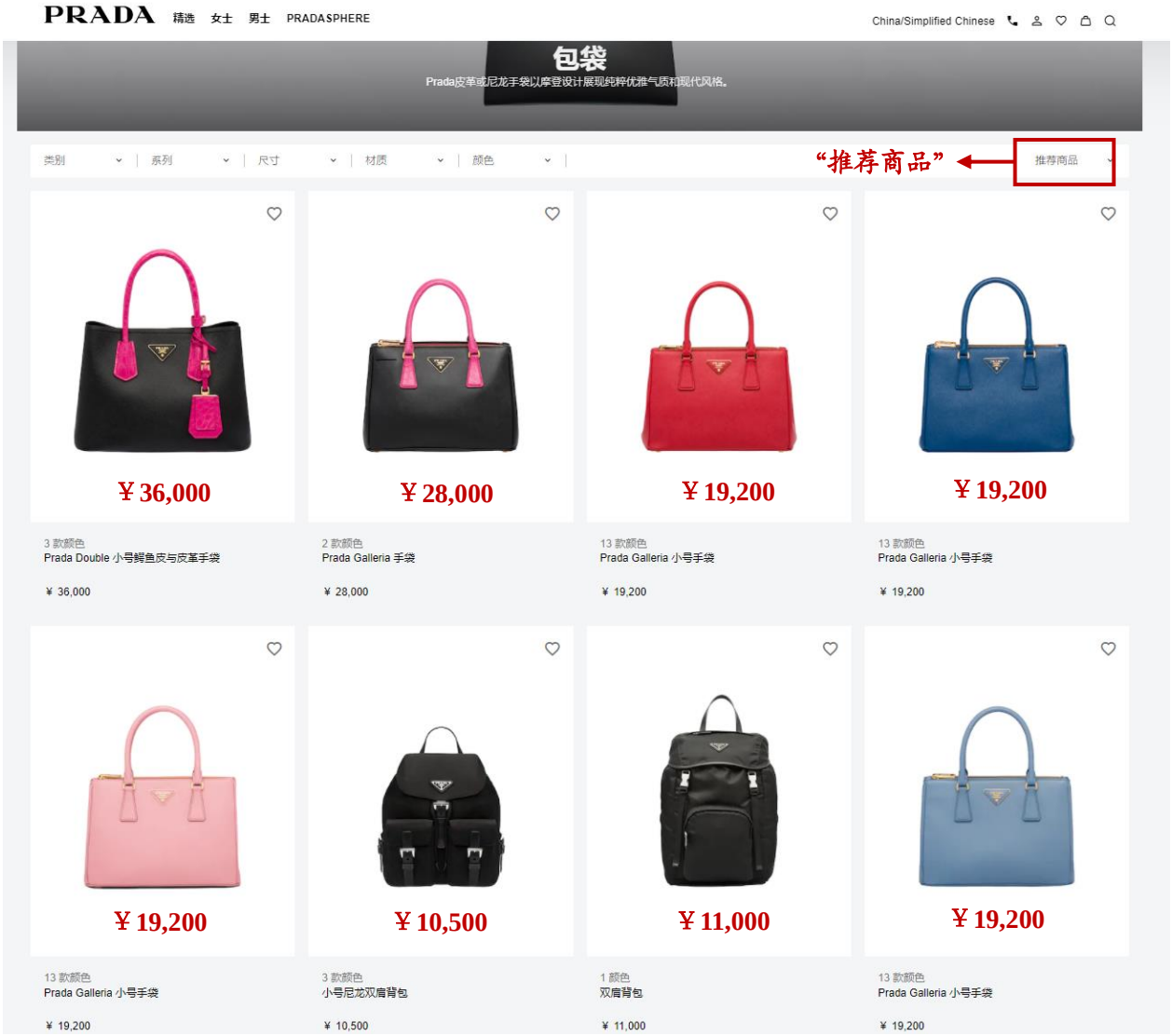
数据来源：东吴证券研究所整理绘制

1.1. 奢侈品包的售价是什么价钱？——3,000 元向上，上不封顶

我们以时代集团控股两个主要大客户 COACH 和 PRADA 为例，COACH 和 PRADA 都有自己的品牌主页来展示自己品牌的在售产品实时价格，主页上有四种排序展示模式（最新，最畅销/最推荐，价格最高，价格最低），“最新”和“最畅销（最推荐）”两种模式的排序基本上代表其主力产品的价格。

PRADA：主力产品价格带约 20,000 元。PRADA 的最推荐（最畅销）奢侈品包的价位在 10500-36000，大致 20000 元左右为其最畅销主力产品价格带，而按照高价位排序，可以看到 PRADA 包较贵的包，大约在 5 万元上下，按照低价位排序，可以看到 PRADA 较低价位的包，大约在 5000 元上下。

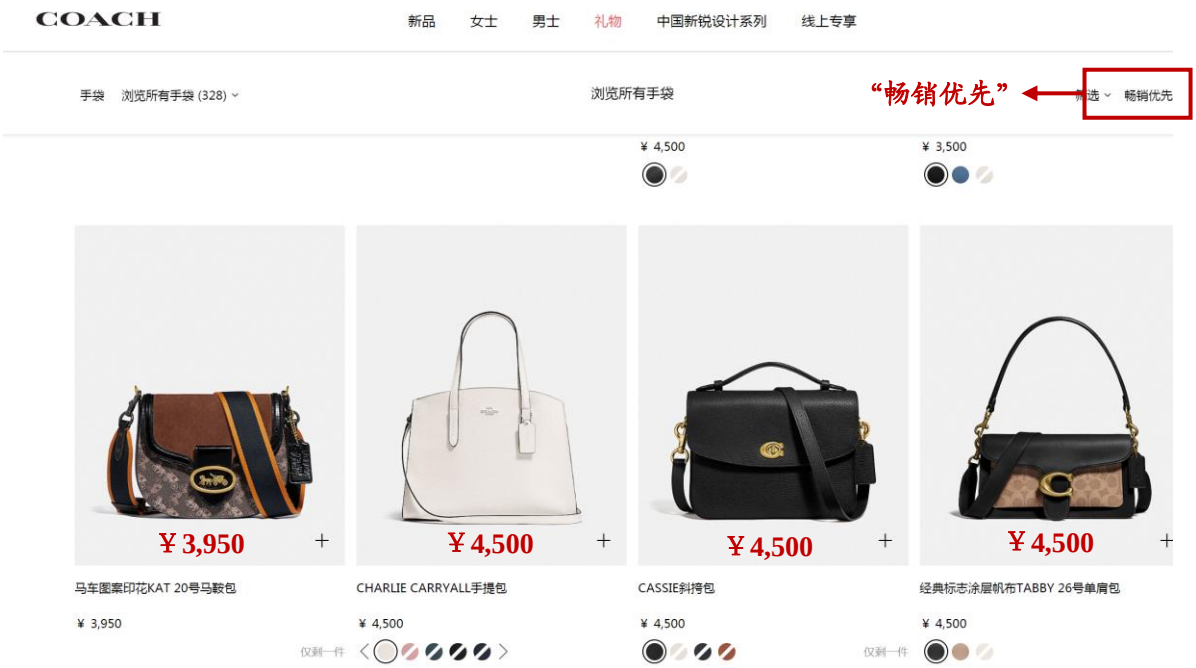
图 5：PRADA 最推荐（最畅销）产品定价在 20,000 元上下



数据来源：PRADA 公司官网，东吴证券研究所

COACH 的最畅销（最推荐）奢侈品包的价位在 4500 左右这个级别；而按照高价位排序，可以看到 COACH 较贵的包，大约在 7500 元上下，按照低价位排序，可以看到 COACH 较低价位的包，大约在 3000 元上下。

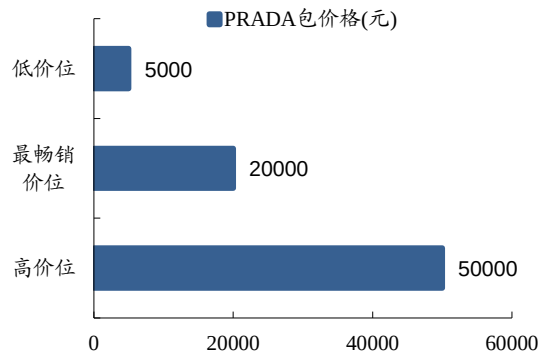
图 6：COACH 最推荐（最畅销）产品定价在 4,500 元上下



数据来源：COACH 公司官网，东吴证券研究所

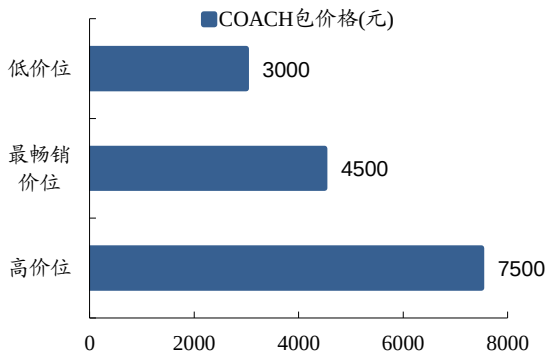
PRADA 和 COACH 的包，基本上价格也均在 3000 元以上。PRADA 定位奢侈品，COACH 定位轻奢，而 PRADA 包主力价位大概在 20000 元上下，低价位也在 5000+。COACH 不同包的价格差距小于 PRADA，主力价位大概 4500 元，低价位也基本上在 3000+左右。

图 7：PRADA 包各价位主力价格



数据来源：PRADA 公司官网，东吴证券研究所

图 8：COACH 包各价位主力价格



数据来源：COACH 公司官网，东吴证券研究所

而 PRADA 和 COACH 合计占时代集团控股一半以上的营收，可以说 PRADA 和 COACH 基本可以代表时代集团控股主要产品销向。

1.2. 奢侈品包的成本是什么样的？万元手袋进货成本可能仅百元

尽管 PRADA 等奢侈品品牌企业，一直在对其产品原产地进行着模糊化处理，但是时代集团控股作为一家上市公司，在招股书和年报中明确披露了其是 PRADA，COACH、Fossil、MK 等奢侈品手袋的主要供应商之一。因招股书披露的信息更为详尽，后文中较多数据来源于其 2011 年发布的招股书。

作为奢侈品皮具代工商，时代集团控股主要产品为手袋，小皮具及旅行箱包。而其手袋占比超过 90%，是其最主要的产品。

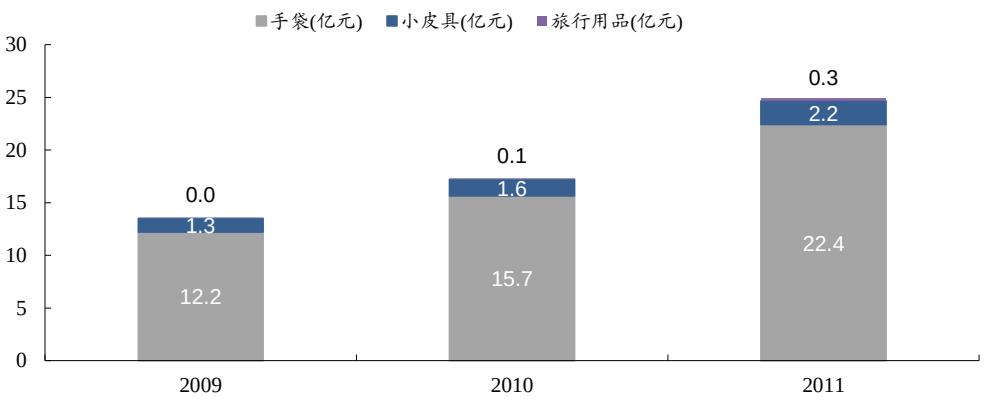
表 2：时代集团控股主要产品为手袋，小皮具和旅行箱包

手袋	**手袋产品类别主要包括手提袋、手抓包、背包、水桶包及保龄球包。取决于客户订单，手袋主要采用高档牛皮及少部分采用布料及麦秆制成。2009、2010 及 2011 财政年度，手袋销售额分别占公司收益 90.7%、90.7%及 90.0%。**	
小皮具	**小皮具产品类别主要包括钱包、化妆包及钱包。取决于客户订单，小皮具主要采用高档牛皮及少部分采用布料制成，小皮具销售额分别占公司收益 9.3%、9.0%及 9.0%。**	
旅行用品	**旅行用品产品类别主要包括旅行袋、电脑袋、公文包及背包。取决于客户订单，旅行用品主要采用真皮及布料制成。公司于 2009 年 4 月开始制造旅行用品，于 2011 财政年度，旅行用品销售额占公司收益 1.0%**	

	2009 年		2010 年		2011 年	
	销售额（亿元）	占比	销售额（亿元）	占比	销售额（亿元）	占比
手袋	12.2	90.7%	15.7	90.7%	22.4	90.0%
小皮具	1.3	9.3%	1.6	9.0%	2.2	9.0%
旅行用品	0.0	0.0%	0.1	0.3%	0.3	1.0%
总和	13.5	100%	17.3	100%	24.9	100%

数据来源：时代集团控股招股书，东吴证券研究所

图 9：时代集团控股各产品线营收情况



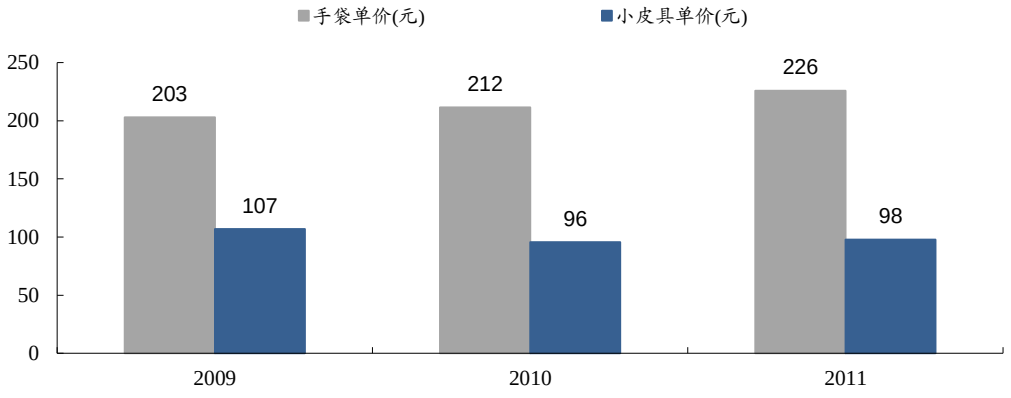
数据来源：时代集团控股招股书，东吴证券研究所

得益于时代集团控股招股书详尽的披露，我们可以清晰的了解到，其代工的奢侈品包，出厂价格是多少钱。

首先，根据时代集团控股招股书披露的产品销售额和销量，可以算出其产品的平均单价，可以看到，其生产手袋的平均销售单价为 200-230 元，而小皮具的平均销售单价为 95-110 元，其次，公司也披露了其产品的销售价格区间：手袋为 80-640 元，小皮具为 40-140 元，也进一步印证了一件事情，即

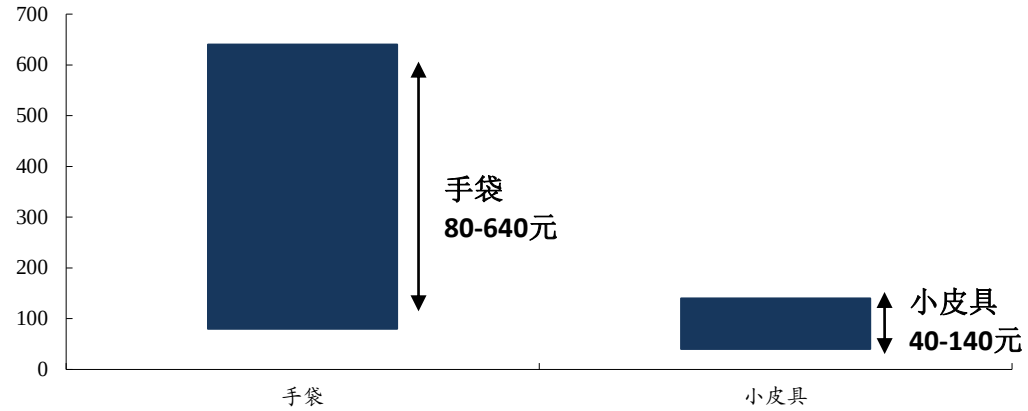
——PRADA，COACH 等奢侈品包，有相当一部分是在中国代工的，而这些售价 5000+甚至 10000 元+的奢侈品包，代工厂的出厂销售价，仅 100-200 元，售价超过 10 万元的奢侈品包，成本也没有超过 700 元。这还是代工厂销售给品牌商的价格，代工厂本身也有盈利，实际成本要更低于这个数。

图 10：时代集团控股手袋&小皮具平均出厂价仅 100-200 元



数据来源：时代集团控股招股书，东吴证券研究所

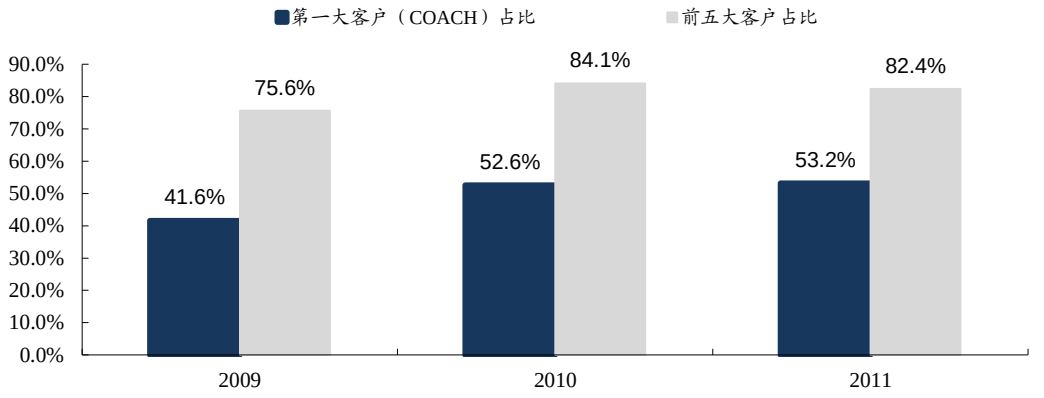
图 11：时代集团控股披露的其手袋&小皮具出厂单价范围



数据来源：时代集团控股招股书，东吴证券研究所

时代集团控股前几客户较为集中，可以认为主要产品就出售给这些客户。时代集团控股第一大客户为 COACH，COACH 占其营收额约 50%，其他前五大客户包括 Prada，Lacoste 等，前五大客户占比超过 80%，基本可以认为，上文所述时代集团控股的主要出厂产品，都是销售给 COACH,PRADA 等客户的。

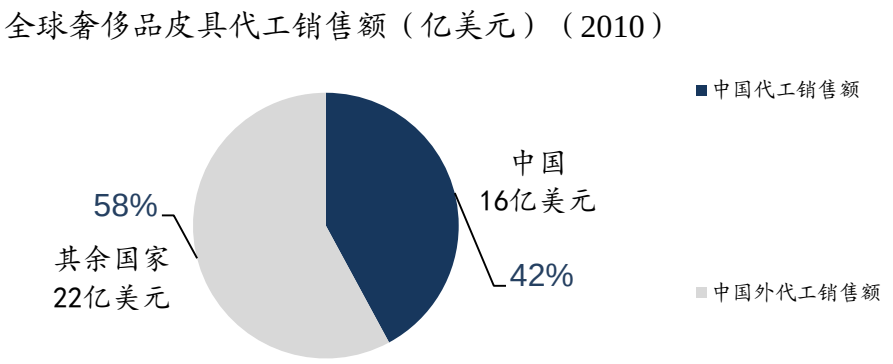
图 12：时代集团控股第一大&前五大客户占总营收比



数据来源：时代集团控股招股书，东吴证券研究所

中国是全球奢侈品皮具代工最大的供应地，具有相当强大的工厂供应链。根据 Frost&Sullivan 提供的数据，中国是全球奢侈品皮具代工最大的供应地，占全球奢侈品皮具代工份额达 42%，可以说，我们所熟知的各种品牌的奢侈品手袋，差不多每两件就有一件是产自位于中国的工厂的。中国具有强大的奢侈品皮具制造供应链。

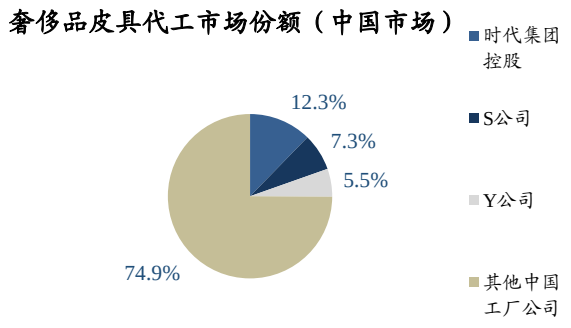
图 13：中国占全球奢侈品皮具代工市场份额的 42%



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

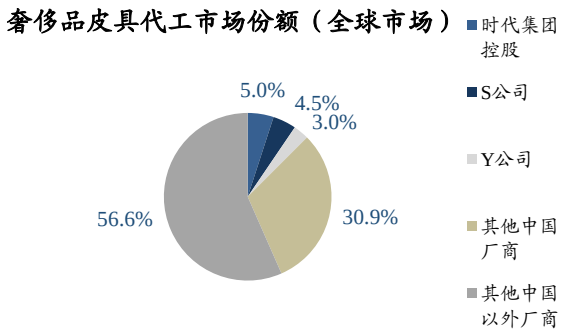
整个奢侈品代工市场是一个供应方分散，品牌方强势的市场。根据 Frost&Sullivan 提供的数据，时代集团控股是中国最大的奢侈品皮具制造公司，其在中国奢侈品皮具代工市场的占有率为 12.3%，而在全球奢侈品皮具代工市场占有率仅为 5%。而从世界范围来看，第二大的奢侈品皮具代工公司 S 公司为一家韩国公司（也在中国设厂），第三大的 Y 公司为一家日本公司（同样在中国设厂），奢侈品皮具代工是一个全球化程度较高的产业，而这个市场的 CR3，大概仅有 12.5%。**整个奢侈品代工市场是一个供应方分散，品牌方强势的市场，议价能力更多还是落在品牌方。**

图 14：2010 中国范围内奢侈品皮具代工市场前三企业



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 15：2010 世界范围内奢侈品皮具代工市场前三企业



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

那么，通过奢侈品皮具这么一个细分品类，我们可以看到一个显著存在的问题：中国的制造能力足够，但品牌化能力不足。中国具有足够的供应链能力，来制造高质量的奢侈品手袋皮具，但制造的手袋，贴上标牌以后，都是 Prada 牌，Coach 牌的，品牌的溢价显然是更高的。

通过以上分析我们可以看到两点，一是奢侈品手袋的成本在其售价中占比很小，一个 5,000-50,000 元的手袋，成本大概是 100-200 元，二是中国具有强大的供应链，很多世界知名品牌的奢侈品产品都是由中国供应链制造的。中国制造和品控能力足够，但品牌化能力还不够，而这里面，具备相当大的发展空间，即从“中国制造”到“中国品牌”。

2. 品牌认知计分板理论：——品牌溢价究竟来自哪里？

2.1. “设计”的重要性到底有多高？

接下来我们再讨论一个比较大的问题“品牌溢价”的内涵究竟是什么？这个问题是一个较大的问题，根据定义，“品牌”指是指**消费者对产品及产品系列的认知程度**。而本章，我们将提出一个公式，来描述品牌溢价的形成原因。

根据上文的分析，用料（成本）在品牌里面的占比是不大的，100 元的奢侈品包，可以卖到 10,000 元以上，显然不是简单靠用料成本撑起的价格。

那么很多人可能认为，是“设计能力”让消费者买单，但真的的这样吗？不一定。时代集团控股的招股书上还披露了一个非常有意思的点，即其生产代工的很多产品，不是品牌方设计的，是工厂自己设计的，很多中国供应链工厂，不仅仅是 OEM 公司，还是 ODM 公司（具自主设计能力），也就是说，我们平时看到的很多的奢侈品包，可能并不是品牌公司设计的，而是工厂设计的。

图 16：时代集团控股代工生产的皮具很多是自己设计的

產品研究、開發及設計

我們設有內部創意中心及研發中心，與國際領先之高檔及奢侈品牌客戶合作開發產品。內部創意中心負責生產源自設計概念之雛型及銷售樣品，而儘管研發中心並無直接參與產品研究、開發及設計，其負責研究及採用製造技術，如引進半自動鑲邊機器及壓紋機器至生產過程若干步驟(如適合)，務求高效地生產優質手袋及小皮具，並為不同設計的手袋及小皮具的生產過程就產品設計與材料而言在大量生產可行性方面提供意見。此兩家中心均參與我們生產的每件產品的生產過程且密切合作，為美國著名大型連鎖百貨店研究、開發及設計私人標籤手袋及小皮具。於二零一一年十月三十一日，創意中心及研發中心分別擁有約1,100名及62名員工，當中眾多員工於我們的行業具備豐富經驗，提升我們就客戶產品開發過程與其合作的能力。我們亦聘請意大利設計工作室之設計團隊不時為我們提供設計理念，以供我們參考及使用。於二零零九、二零一零及二零一一財政年度，我們的創意中心分別與客戶設計及開發或合作設計及開發超過5,000件、6,200件及7,400件獨一無二之手袋及小皮具。我們亦設有內部設計及開發團隊，專責為若干主要客戶服務。

数据来源：时代集团控股招股书，东吴证券研究所

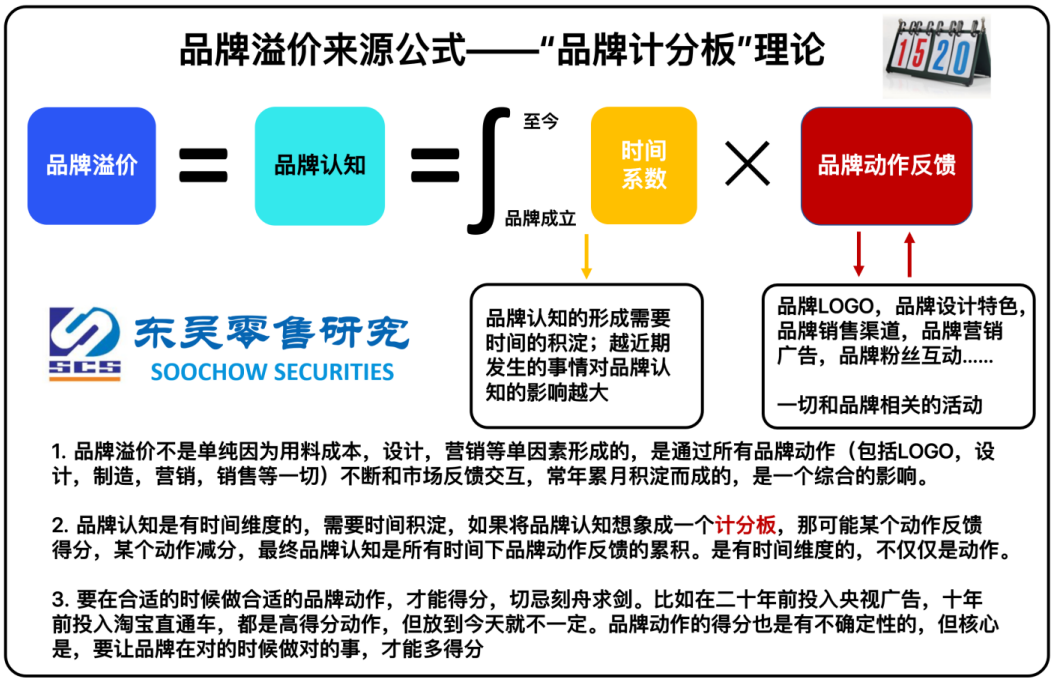
作为一个普通消费者，显然是很难分辨出一个包是“品牌方设计”还是“代工厂设计”的，**所以我们认为，“设计”其实也不是品牌溢价的决定性因素。**

2.2. 品牌溢价来自于“品牌认知”，“品牌认知”=“品牌所有动作反馈在时间上的积分”

既然“用料成本”和“设计”都不是品牌溢价的决定性因素，那么品牌溢价究竟来自于哪里呢？

我们认为，品牌本质上，还是“认知”。而“认知”一方面是动态反馈形成的，另一方面是要靠时间积淀的。认知的形成不是化学公式，不是投入了什么什么，就会得到什么什么，而是根据不同时间的环境，不断和周围环境反馈，形成的一个动态认知过程。品牌 LOGO，品牌设计特色，品牌销售渠道，品牌营销广告，品牌粉丝互动，这些事情都是动态变化的，而动态变化过程当中，会给消费者留下不同的印象，那么长时间积累下来，**这个市场消费者动态认知的集合，就是“品牌溢价”的来源。所以我们提出一个公式“品牌认知”=“品牌动作反馈*时间”。**

图 17：品牌溢价来源公式——“计分板”理论



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

这个公式我们称之为“品牌计分板理论”：品牌溢价=品牌认知=品牌所有的动作反馈在时间上的积分。即品牌的每个动作，LOGO，设计特色，品牌销售渠道，品牌营销广告，品牌粉丝互动等等与品牌相关的一切动作，我们都称为“品牌动作”，而品牌每个动作，都有来自于市场和消费者的一个反馈，每次反馈，都会在计分板上得分或者减分，比如投入一次央视广告，推出一个新的设计新品，在淘宝上投入大量直通车，请美国篮球明星代言，都会在这个品牌的计分板上加分或者减分，最后累积的得分，代表这个品牌的综合“品牌认知”，也就是这个品牌的溢价来源。**这里面有三层涵义：**

1.品牌不是由单个因素就能形成认知的，是一个综合认知影响：字面意思，品牌认

知是千万个品牌动作综合反馈而成的，而不是某一个因素就绝定的。计分板上的得分，是一个总得分。

2.品牌认知是有时间维度的，需要时间积淀：品牌认知计分板是“品牌所有的动作反馈在时间上的积分”，但在某些时间内，有的品牌得分高，有的得分低；有的可能一个月都不得分，有的可能每天都在得分。总之，研究品牌须了解其动作发生的时间和背景环境，而不是单纯研究动作。

3.要在对的时间做对的事，才能得分，是有时间窗口期的，切忌刻舟求剑：比如二十年前投入央视广告，十年前投入淘宝直通车，都是品牌高得分项，但放在今天，就不一定有当年的高得分，在“品牌计分板”上的得分，是要在对的时间，做对的事，是有时间窗口期的，很多时候，是过了这个村，没这个店的。品牌的形成过程当中，是有不确定性的，且要适应现在所处的环境，单纯的刻舟求剑模仿当年的品牌动作，可能已经不符合当年的环境。

而品牌认知，是难以直接量化衡量的。我们或许可以大致感知到某些事情得了分，某些事情扣了分，但却很难量化计分板上到底有多少分。我们通常会通过“规模”和“粘性”这两个主要维度来尝试量化品牌的价值，“规模”类型的指标包括销量、销售额、市占率等；而“粘性”相关的指标包括品牌入口的占比、溢价幅度、潜在加价空间等。但这两个维度，也无法完全涵盖消费者对品牌认知的方方面面。

3. 我们为何需要品牌？——品牌是商家和消费者之间的信用契约

我们认为，大部分零售商品的产业链可以归结为三个环节，从上游到下游依次为——产品（供应链）、品牌、渠道。这三个环节缺一不可，有着不同的意义：

图 18：品牌是商家和消费者之间的信用契约

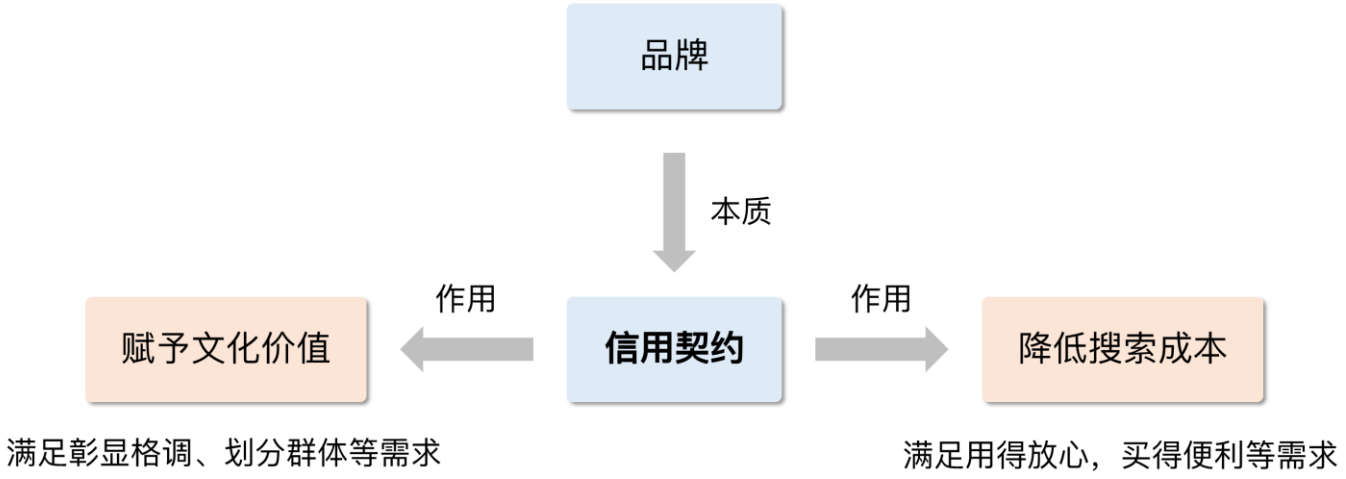


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

3.1. “信用契约”的作用，主要体现在：①赋予文化认同；②降低搜索成本

为什么消费者心甘情愿为“品牌溢价”买单？我们认为，品牌溢价具有现实意义。本质上，“品牌溢价”就是“信用契约”的价格，而不是单纯给“质量”，“设计”等商品维度定价。消费者购买品牌商品时为品牌额外支付的价格，即是在购买品牌背后的信用契约。这个契约是常年累月形成的，消费者在购买这个品牌商品之前，就有一个心理预期，这次消费是否达成预期，或者不达预期，以这个消费者的评价为载体，也被附加在了这个品牌上。品牌，就是这样一次次消费中，累积起来的“信用契约”。

图 19：品牌是“信用契约”，其作用体现在：1. 赋予文化认同；2. 降低搜索成本

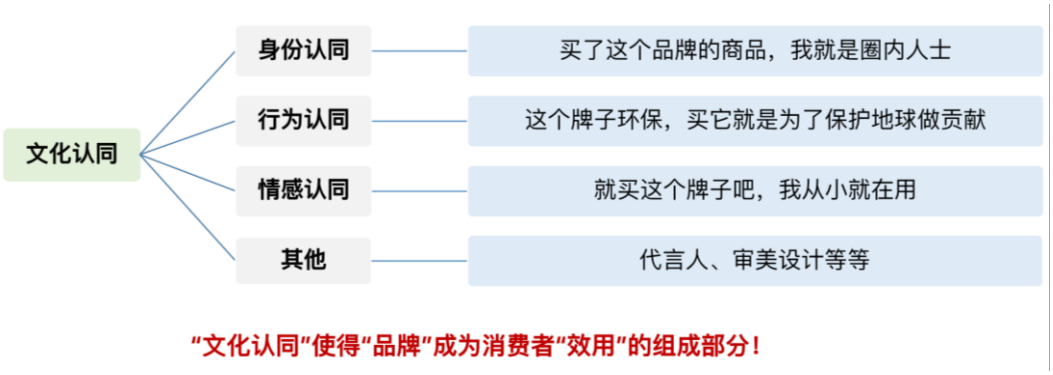


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

文化认同指的是消费者对“品牌”本身产生的认同感。其一方面可以是对品牌形象所代表的身份地位的认同，如消费者在购买了某一品牌的商品之后便认为自己具有了某种属性，从而达成身份的提升，前文所提到的奢侈品皮包品牌就具备这样的特性。奢侈品品牌花大力气去打造品牌形象，就是为了使得消费者在购买后，能够觉得自己在某些程度上与这些奢侈形象联系在了一起。一方面也可以是对品牌所作所为的认同，比如广大“米粉”群体的形成，是对小米品牌“为发烧而生”、专注性价比路线这个行为的认同；而有的品牌主打“环保”概念，实际上也是希望得到用户对其行为的认同。另一方面也可以是情感方面的认同，比如老一辈的消费者看到一些历史悠久的品牌时会说“就买这个品牌吧，我小的时候就经常用它”，这就是情感层面的认同。

除此之外，还有很多种类型的文化认同，比如对品牌样式或审美的认同，甚至是代言人的认同等等多个方面。我们认为前文中奢侈品品牌绝大部分的溢价都是由“文化认同”所产生，可以说文化认同多见于高档的品牌。但它绝不局限于高端品牌，实际上很多大众品牌也存在着各种各样的认同。**总的来说“文化认同”的根本作用，是使得品牌本身成为消费者购买产品时所获得的效用的一部分。**

图 20：“文化认同”可以包括很多种方面，其作用是使得品牌成为消费者效用的一部分



数据来源：东吴证券研究所绘制

品牌的另一个作用是“降低搜索成本”。——对品牌具备基础的认知之后，消费者只需要认准品牌，就能买到特定的产品，这个流程相比于在茫茫的产品堆中反复寻找购买对象，要简单很多，相当于帮助消费者节约了时间成本。这种行为可以有两种体现：一是“我需要具备某某质量的产品，这个品牌的产品都具备这样的品质，只要有这个品牌，我就不再花力气挑选了”；二是“随便搜索一个品类往下拉，看到一个价格合适且有印象的品牌，买个销量高的，这样产品质量应该不会出问题，就算出问题我也能找到人投诉索赔”。

这两重作用，大致对应了两种消费者——前者是“悦己型”消费者，后者是“省心型”消费者。

3.2. “悦己型”和“省心型”消费者具备明显的行为差异

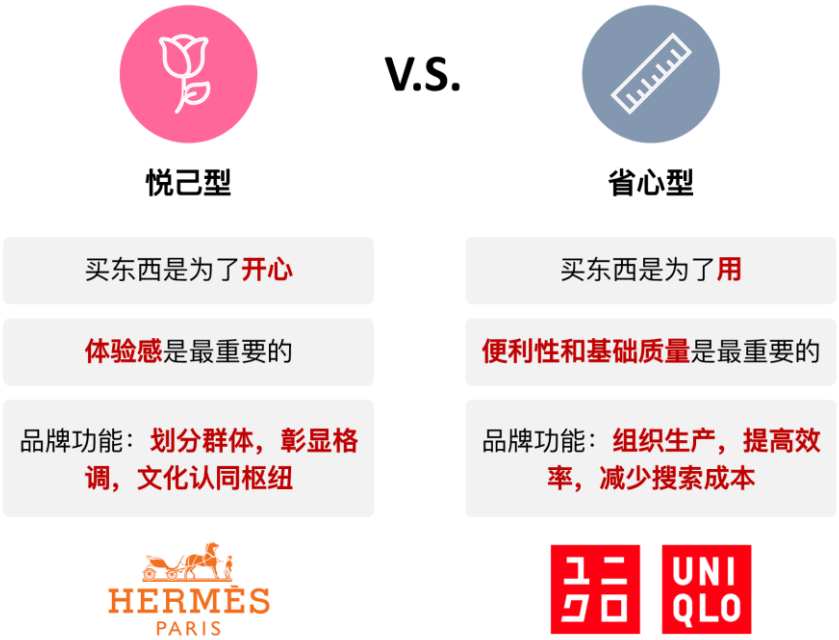
我们认为消费者也可以大致分为两种类型：“悦己型”和“省心型”，这两种消费者都需要品牌。而其中的不同之处在于，“悦己型”消费者更加看重品牌的文化认同；“省心型”消费者则更需要品牌来为其降低搜索成本。

“悦己型”消费者：买东西是为了开心。悦己型消费者的特点是，他们具有一定的挑剔型，对产品的格调、特性、质量等方面具有较强需求，在这个基础上才追求性价比，但有时候甚至不会考虑性价比。通常“悦己型”的购买流程为：这个产品看起来不错 – 圈子内反馈不错 – 专门找这个牌子、系列再买；更有甚者对于某个牌子、系列的所有产品，都要收集齐全。面向“悦己型”消费者的品牌的核心价值是拥有独特的“调性”，并具备突出的文化认同。

“省心型”消费者：买东西是为了用。这些消费者对产品的需求较为基础，买东西只是为了满足基本的使用需求，最大的特点是“不爱选”。他们关注产品的基础质量和性价比，追求的是以最便宜的价格、最方便的方式，买到质量过关的产品。通常“省心型”消费者的购买思路是：打开购物 APP – 搜索品类（如袜子） – 在前几个搜索结果里找到一个有印象的牌子 – 买销量&综合排序最高的牌子。面向“省心型”消费者的品牌，需要做到广泛的触达，核心能力是规模大&快速反馈。

悦己型品牌和省心型品牌都走出过让投资人收益百倍的巨型公司，如茅台、爱马仕就是典型的“悦己型”品牌公司；农夫山泉、优衣库就是典型的“省心型”公司。

图 21：“悦己型”和“省心型”消费者的购买行为具有明显的差异



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

悦己型和省心型消费者并不是完全割裂的。一种较普遍的错误看法是，悦己型消费者和省心型消费者之间有严格的界限，比如“有钱人才不会用某某东西”。而现实中，“悦己型”消费者和“省心型”消费者完全可能是同一批人——对于不同场景、不同品类，同一个消费者可以在“悦己”和“省心”之间相互转化。消费者可能只对某一些品类具有各种特殊要求，而对另一些品类的要求则是“能用就行”。比如挎着爱马仕的人，在路边口渴时随便找家小卖部买一瓶农夫山泉，这是一件再正常不过的事情。

因此我们认为，满足悦己者的高端品牌，和满足省心者的大众品牌，未来将一直存在。消费升级大趋势并不会使得高端品牌去取代大众品牌，因为“格调”需要通过对比来体现，所以只属于少部分人；反之若经济持续低迷，高端品牌也不见得会全部消失，因为对于炫耀、身份展示和自我满足的追求，也不见得会随着经济低迷而退散。

4. “品牌化”或是未来十年中国消费品最重要机会之一

4.1. 对于部分品类，品牌商是产业链中利润空间最大的一环

品牌是商家和消费者之间的信用契约，所以越是在需要信用和认同的地方，品牌的价值也越高。从两个极端来看，一些不需要信用、买到次品几乎没有损失的品类，很可能不会出现具有明显价值的品牌，比如垃圾袋；而一些能够展示格调、满足炫耀需求的品类，则更可能产生奢侈品牌。对于我们生活中遇到的很多品类而言，买到次品是有一定损失的，同时市面上又有很多选择，让消费者难以快速分清好赖，所以只能主要依靠

品牌来进行购买决策。于是品牌便成为溢价空间最大、估值最高的环节。

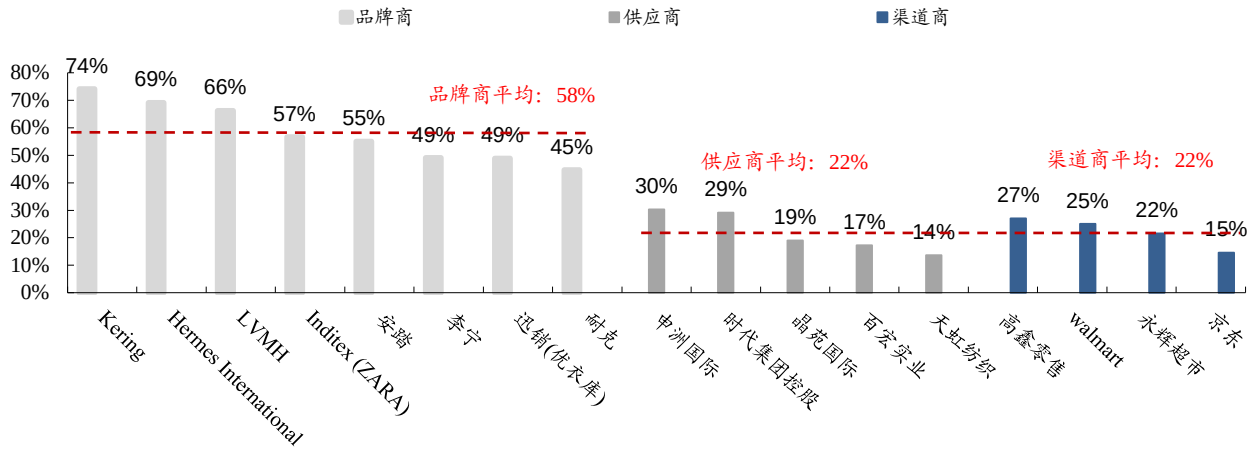
以纺服赛道为例：服装赛道是品牌作用较为显著的赛道之一。品牌一方面能赋予文化属性，满足消费者的展现个性和审美的需求；另一反面也可以通过快反、稳定的质量、宽广的触达来满足“省心型”消费者的基本需求。这两个方向对应奢侈品牌和大众品牌两个不同类别的品牌。

品牌商是利润率最高的环节，毛利率通常高达 50-70%，净利率可高达 10-20%。这意味着 10 元的东西，品牌商的进货成本/生产成本仅 5 元左右。品牌商的毛利也高于其他环节，通常为 10%-20%。而在毛利率与净利率之间，有大约 40-50%的期间费用率，其中约 30%是销售费用。可以说，品牌的商品里有相当一部分是营销成本；而品牌商花大力气进行营销，是为了不断维持品牌的认知，以保持“品牌计分板”上的高分。

供应商环节的整体利润率明显低于品牌商环节，而略高于渠道环节。通常而言上游供应商的毛利率通常在 15%-30%，净利率通常在 5-10%（申洲国际的高净利润是个例外）。体来看，靠近成品环节、且与知名品牌商有稳定合作关系的供应商，拥有较高的利润空间。而偏向原材料环节的供应商，盈利空间则要更低一些，比如主要制造纱线、氨纶的天虹纺织，毛利率/净利率分别仅为 14%/ 4%。

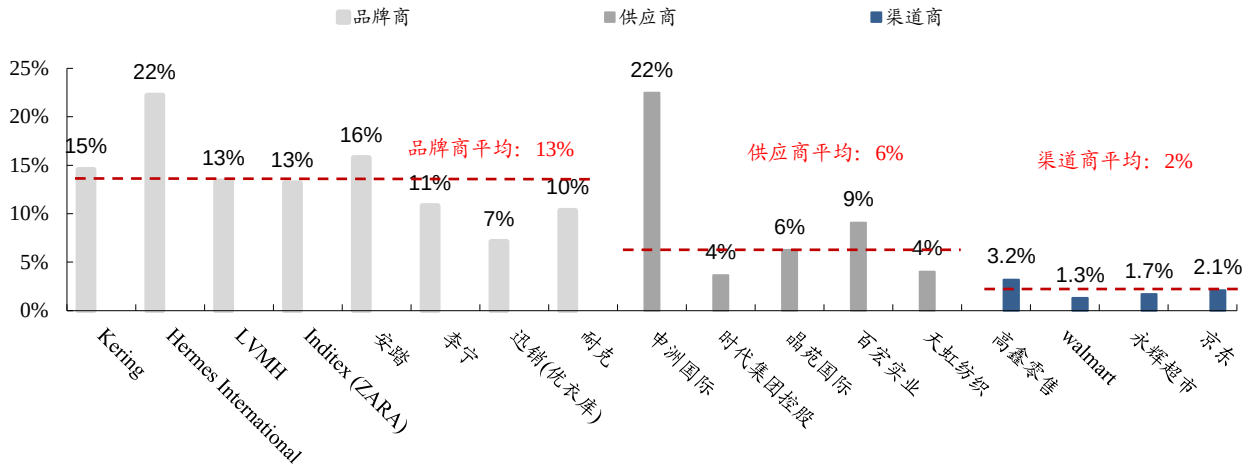
渠道商总体来看是利润率最低的环节，其利润空间根据品类和品牌的有所不同。总体来说，渠道商的毛利率大约在 15%-25%，净利率通常不高于 3%。渠道的利润率根据品类、品牌会有所不同，主要取决于话语权。通常而言，认知、忠诚度越突出的品牌，渠道的利润话语权越弱，利润空间也越低。但总体而言，渠道的利润率都不高。

图 22：2019 年品牌商毛利率约为 50-70%，供应商毛利率约为 15-30%，渠道商毛利率在 20%左右



数据来源：Wind（A 股及港股），Bloomberg（其他），东吴证券研究所

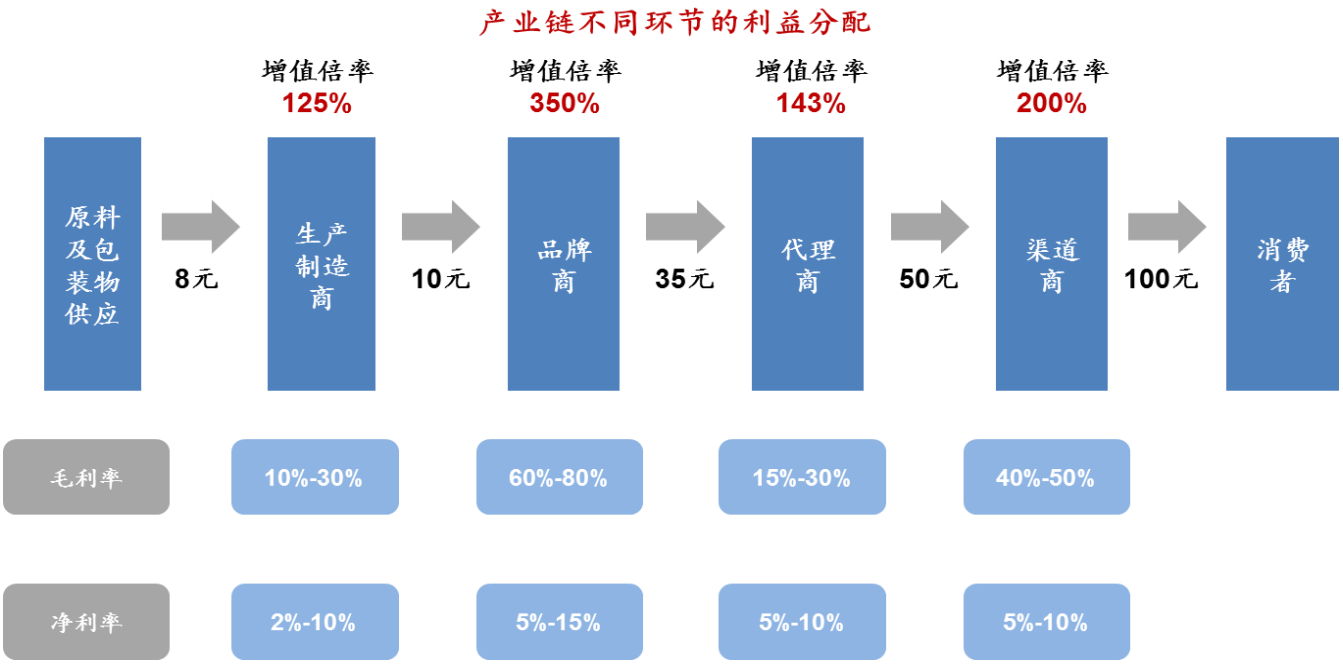
图 23：2019 年品牌商净利率约为 10-20%，供应商净利率约为 5-10%，渠道商净利率约为 1.5-3%



数据来源：Wind（A 股及港股），Bloomberg（其他），东吴证券研究所；注：图中供应商平均净利率不包括申洲国际

与服装赛道类似，化妆品同样是一个由品牌和渠道定价的赛道。整个产业链可分为原料供应、生产制造、品牌商、代理商、渠道商五个环节。一款终端价格为 100 元的化妆品，平均而言其原材料及包装成本仅 8 元，其中大部分为包装。生产制造商、品牌和渠道拥有非常高的毛利率，增值倍率超 200%，但需要支付刚性的广告推广、渠道运营、租金人工等费用，以塑造品牌形象。

图 24：化妆品产业链利润分配——由品牌商、渠道商定价



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所整理绘制（相关上市公司 2019 年年报数据算数平均）

从以上分析中我们可以看到，品牌是整个消费产业链条中利润空间最大的环节之一。我国生产的优质商品，仅靠质量是无法完全兑现其价值的，更重要的环节是“品牌”。

4.2. 大众品的线上化趋势或将延续

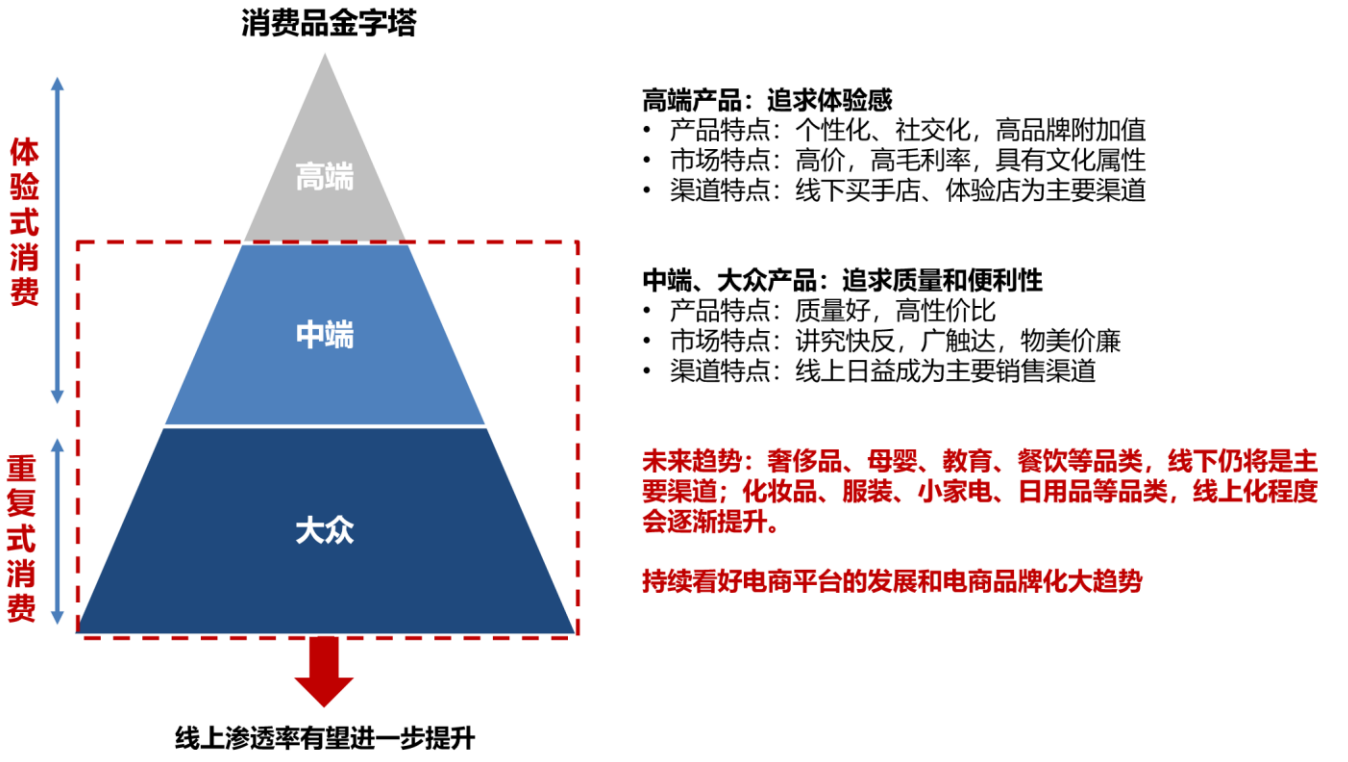
近年来高端品牌和大众品牌主要的分化在于，大众品牌的线上化程度大幅提升。我们认为未来大众品牌线上化程度提升的趋势将会持续，而高端品牌将仍以线下渠道为主。

这是因为高端品牌是一个高售价、体验化、社交化的市场，未来将仍以线下为主。这些“悦己”消费者购买时，追求的不仅是产品和品牌附加，还有购物过程中的体验带来的“尊贵感”。目前的线上购物还没有办法满足传统线下购物场景中提供的体验、社交，因此奢侈品仍然会以线下为主。

而大众产品要求的是质量和便利性，未来线上化的趋势还将延续。这是一个标准化、快反化、高复购的市场，消费者更关注产品本身的性价比，以及是否能够方便地买到产品。线上渠道本身就具备快反、触达广、效率高物美价廉的特点，因此对于大众品牌而言，线上将日益成为主要的销售渠道。

只有某些品类适合线上，对于一些体验为主的消费，线下将仍是主要场景。这一方面是教育、餐饮等品类；另一方面则是母婴、生鲜等品类。对于这些品类，消费者倾向于亲自感知实体商品，来进行购买决策，因此线下的体验店将仍是主要的购买渠道。

图 25：不同品类的商品，未来会呈现不同的线上化程度

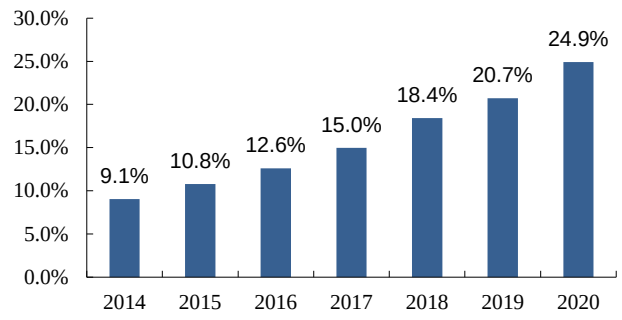


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

4.3. 从中国制造到中国品牌，看好电商带动中国消费品品牌化

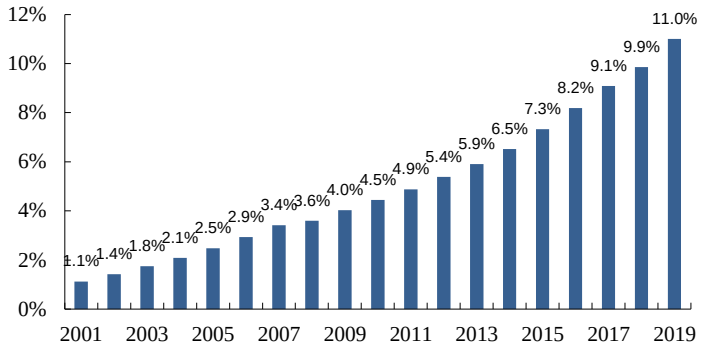
从中国制造到中国品牌，寻找“中国特色”是捷径——看好电商带动中国消费品品牌化。在消费品品牌化的前期（80-90 年代），一些外国品牌如宝洁，可口可乐等在中国占得了先机，但有一些中国特色的消费品品类，如白酒，教育等，都出现了相当大的品牌公司。而站在现在 2021 年这个时点，我们看好电商带动中国消费品的品牌化，电商是一个相当中国特色的市场，中国整体社零电商渗透率以达 20%级别，还在快速增长（而美国只有大约 10%的电商渗透率），我们认为，未来会有很多中国消费品大品牌，以电商为主要渠道走出来。

图 26：中国线上商品零售额占社零总额比



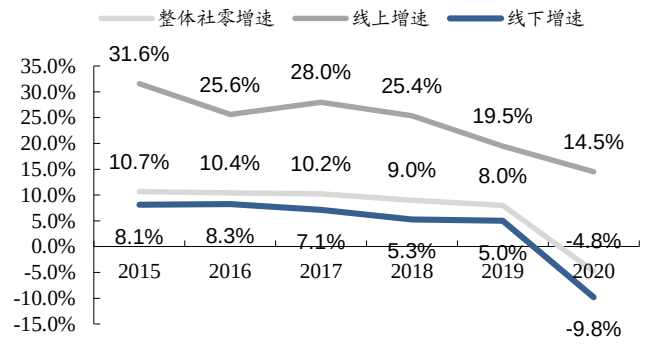
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 27：美国网络零售占比



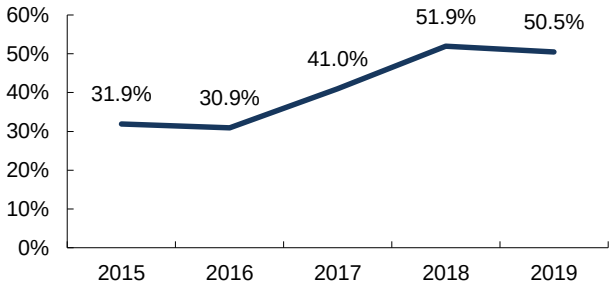
数据来源：同花顺 iFinD，东吴证券研究所

图 28：中国社零线上部分增速迅猛



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 29：社零增长中线上部分贡献比例



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

中国“品牌化”即将崛起的一些品类：服装纺织类，日用品，小家电，休闲零食，化妆品、消费数码。像奢侈品包这种品类，在“品牌计分板”上得分，是件相对长久的事情，但有一些品类，可以通过中国特色（主要是电商渠道），在“品牌计分板”上快速得分，把中国的优秀产能“品牌化”。这些品类我们认为应该满足以下特点：

1. 高频使用。消费者更容易记住使用及购买频次更高的商品及其品牌，高频使用意味着消费者给品牌计分板打分的频次也更高，因此这样的产品更容易出现品牌，且品牌具有的价值也更明显。反之如果一个产品的使用频次不够高，那么它的品牌很可能被

消费者所淡忘，久而久之便难以形成有价值的品牌。

2. 上下游相对分散。在这种场景下，上游很难找到对应的消费者，可能需要大量的销售团队来满足销售需求；消费者也很难找到对应的上游供应商，每次选购都要花费巨大的搜索时间成本。这时就需要一个品牌来作为链接二者枢纽，有了品牌之后，消费者只需认准品牌即可，从而节约大量搜索成本；而厂家也只需要对接少数品牌，从而大大降低卖货的难度，同时提升对市场的反应速度。

3. 有一定消耗性。对于消耗性高的品类，过去我们是通过“多囤货”的方式来保证商品的充足。而随着近些年来信息、物流越来越发达，商品的消耗性会促使购买的行为越来越高频。

4. 有一定存储时间和保质期。通常而言具备存储期限和保质期的商品，本身就容易出现腐烂变质等质量问题。而品牌作为一种信用契约，代表的是一种质量的稳定性。

5. SKU 多但销售价格没有统一的锚定，未来的购物需求将会是更多元化、及时化、高频化的，这代表着“快反”的重要性将日益提升。SKU 多，代表的是消费者对商品有不同的喜好，有多元化的需求。在这样的品类中，能做到“快反”的品牌更容易脱颖而出。而价格没有统一的锚定，意味着这个品类没有完全完成品牌化，也就意味着未来有新品牌崛起的空间。

在这些标准下，我们看好“服装纺织，日用品，小家电，休闲零食，化妆品、消费电子”六大类中国产品的品牌化。

图 30：看好“服装纺织，日用品，小家电，休闲零食，化妆品、消费电子”六大类中国产品的品牌化



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

5. 投资建议：看好未来十年中国供应链“品牌化”进程

奢侈品包的进货成本占比极小，消费品产业链上利润最大的地方，在于“品牌”：从时代集团控股相关的数据我们可以看到，一个售价 5000-50000 元的奢侈品手袋，进货成本仅 100-200 元，这还是产品出厂价单价，如果是工厂成本价，仅为 70-150 元。消费品产业链上利润最大的地方，在于“品牌”这个环境。

“品牌溢价”来自何处？——品牌计分板理论：关于“品牌溢价”的来源，我们提出一个“品牌计分板”理论，即品牌溢价来源于“品牌认知”，而**品牌认知=品牌所有的动作反馈在时间上的积分**。用料成本，设计等这些，都单独构不成品牌认知的核心价值，品牌认知是动态反馈逐渐形成的，和品牌相关的每一个动作（包括每次选品，制造，设计，广告营销，销售）都形成和消费者和市场的一次交互，有一个反馈，有的品牌动作能加分，有的减分，分数都记在“品牌计分板”上，而品牌认知，是所有时间下，所有品牌动作反馈得分的累积。

所以这个理论下：**1.品牌不是设计&用料这样单个因素就能形成认知的，是一个综合影响，算总分的。2.品牌认知是有时间维度的，需要时间积淀，研究品牌并不只是研究动作，3.要在对的时间做对的事，才能得分，这是有时间窗口期的，切忌刻舟求剑。**

看好中国消费品“品牌化”的巨大浪潮带来的投资机会：

其一，我国拥有强大的供应链，能够产出物美价廉高质量的产品。目前很多国外品牌的高端产品，都是由中国的供应链代为设计和加工的。如全世界约 40%的奢侈品手袋都产自中国；而其他多种消费品，中国也有强大制造能力。

其二，我国的电商渗透率及电商文化领先世界，看好电商带动中国品牌的崛起。电商是一个非常“中国特色”的强大变量，在电商上的品牌动作，可能在“品牌计分板”上快速得分。而根植于浓厚电商文化和强大供应链土壤中的中国品牌，有望凭借其“快反”能力脱颖而出。

其三，“文化自信”大趋势下，“国货当自强”的呼声日益响亮。近年来随着“文化自信”的推进，有很多品牌通过“中国标签”赢得了新一代的喜爱。未来在服饰、化妆品等国外传统品牌领先优势较大的赛道中，中国品牌也有望赢得更多消费者的青睐。

因此，我们看好中国消费品“品牌化”的巨大浪潮带来的投资机会，未来有更多的中国消费品企业通过“品牌化”的方式崛起。事实上，这个浪潮已经很显著了：安克创新、完美日记，花西子，元气森林都是中国供应链品牌化的产物。品牌化大潮已经开始，相信未来还会有更多优秀的中国品牌进入我们的视线。

看好服装纺织，日用品，小家电，休闲零食，化妆品，消费数码六大品类的国牌崛起，也看好电商在“国牌崛起”中的核心作用。我们认为，电商是一个非常“中国特色”的强大变量，在电商上的品牌动作，可能在“品牌计分板”上快速得分。这些品类具备：

“1. 高频，2. 上下游分散，3. 有消耗性，4. 有储存期和保质期，5. SKU 多但销售价格没有统一锚定”五大特性，满足这样特性的品类，我们认为具有更大的“品牌化”崛起潜力，而崛起路径很可能是借力电商。基于这几个标准，我们看好服装纺织，日用品，小家电，休闲零食，化妆品、消费数码等六大品类的电商化崛起。

珀莱雅：护肤美妆公司，旗下品牌“珀莱雅”等。公司位于杭州，本身公司组织内部活力十足，电商文化深厚，以护肤品为主要产品，国货护肤品市占率居前，产品迭代升级速度快，水乳膏霜面膜均擅长，具有年轻化的特点。具有自己的电商运营团队，在化妆品品牌公司中独树一帜，电商增速快，目前电商销售占比已过半，未来预计会继续快速增长。

华熙生物：“四位一体”的透明质酸全产业链龙头，具有全球领先的 HA 技术优势，在此基础上形成医美、功能性护肤品、功能性食品三大消费板块。其中功能性护肤品板块目前线上占比较高，2020 年多品牌线上加速增长。公司近年来持续发力品牌建设，力图各消费品板块份额的进一步提升。

贝泰妮：护肤品公司，以“薇诺娜”为核心品牌，专注敏感肌护理。线上销售为主，主品牌“薇诺娜”国内皮肤学级护肤品市场市占率第一，2018-2020 年连续三年位列天猫“双 11”美容护肤 TOP10。薇诺娜品牌复购率保持在 30%以上，大单品“舒敏特护霜”销售占比较高，有望逐步带动其他品类实现销售增长。

安克创新：每当有新渠道崛起，就会有新的品牌随之诞生。安克创新就是随着跨境电商渠道崛起而不断发展壮大的品牌商。公司具备突出的品牌价值，体现在产品的定价和销量均领先对手。近期随着 iPhone 取消充电头，以及扫地机器人等新品类的不断拓展，公司有望维持高速增长的步伐。

名创优品：线下新零售品牌典范，公司本质上是通过“品牌”组织供应链生产的品牌商。公司主打“711”快反概念，在维持低库存的同时实现 7 天上 100 个新品的快速上新，并做到高颜值、高品质、高效率，低价、低毛利、低价格。近期国内业务已经基本上从疫情中恢复，开店速度恢复常态；国外正逐季转好，未来业绩恢复可期。

新宝股份：小家电 ODM/OBM 制造商，本身具备强大小家电（电热水壶，电热咖啡机等）供应链能力，通过“摩飞”品牌代理运营进行品牌化突破，效果显著。打造多款榨汁机，料理锅成为爆款产品，主要也以线上销售为主。

小熊电器：小家电公司，以“小熊”为核心品牌。线上销售为主，借助大数据进行创意小家电的设计，生产和销售，酸奶机，打点气，电热饭盒，加湿器等均为其热销产品，在多电商品牌销售，快速形成了围绕小家电的强大的品牌认知。

波司登：服装公司，旗下“波司登”，“雪中飞”等品牌。本身具有强大的羽绒服制造供应链，为世界各国的羽绒服进行 ODM 生产，而作为知名羽绒服公司，在羽绒服相关的“品牌计分板”上，品牌认知突出。2017-2018 年，战略聚焦羽绒服主业，显著提

高羽绒服的品牌认知度和价格认知度，在功能性服装的基础上，提升了其时尚性。

安踏体育：在运动服饰市场持续深耕多年，成为国内的行业龙头，且拥有相当程度的文化认同。安踏的核心亮点是，其是国牌崛起的品牌中多品牌整合能力最强的公司之一，近年来公司成功完成了对 fila、始祖鸟、迪桑特等品牌的整合，这体现其零售运营能力的强大。

表 3：公司估值表（基于 2021 年 2 月 3 日收盘价）

股票代码	证券简称	总市值（亿人民币）	收盘价（元/股）	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
300866.SZ	**安克创新**	691	170.00	1.97	2.35	3.21	86	72	53	**买入**
603605.SH	**珀莱雅**	390	193.82	1.96	2.37	2.98	99	82	65	**增持**
688363.SH	**华熙生物**	906	188.80	1.34	1.41	1.91	141	134	99	**买入**
A20333.SZ	贝泰妮	-	-	1.14	1.54	2.28	-	-	-	未覆盖
3998.HK	**波司登**	319	3.55	0.11	0.13	0.16	26	23	18	**买入**
2020.HK	安踏体育	3,100	137.60	1.99	1.94	2.85	58	59	40	未覆盖
MNSO.N	**名创优品**	607	31.12	-0.26	0.61	1.06	-120	51	29	**增持**

数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截止 2021 年 2 月 3 日收盘）

注 1：表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测；未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期；

注 2：收盘价为原始货币；3.波司登财期 0331，表中 2019A 对应 FY2020A

6. 风险提示

负面营销事件：品牌本质上是厂商过去的所有所作所为给消费者带来的认知的集合。而负面的营销事件，可能会在“品牌计分板”上留下永久的伤痕，对品牌价值造成不可恢复的打击。

产品质量问题：轻则造成大额赔偿，重则影响品牌声誉。

行业竞争加剧：品牌商是消费品产业链上利润最丰厚、加价率最高的环节，自然也会成为竞争最激烈的赛道。若竞争过于激烈，品牌商将有出现亏损的可能。

品类、渠道变迁：每当有新品类、新渠道诞生，就会有新的品牌随之崛起；而过去有很多伟大的品牌，也会因为没有跟上变迁的步伐而被时代遗忘。尽管时间一直是品牌商的重要壁垒，但随着互联网的普及，消费者认知的改变也越来越快。不能迅速响应时代的品牌，或将加速陨落；而反之，能做到“快速响应”的品牌，则有望加速崛起。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn