

2018-08-26

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

## 纺织品、服装与奢侈品行业

# 巨头之路系列Ⅲ： 昔日王者 Gap 的得与失

### 报告要点

#### ■ 本周专题

本周，我们发布“巨头之路”系列报告第三篇。我们希望通过回顾曾经的休闲装王者 Gap 集团在崛起、沉寂与复苏等三阶段的发展路径，寻找大众定位服装品牌在面对大市场的背景下的经营策略。**从市场策略来看**，Gap 经历了从借助多品牌矩阵深耕北美，到全球化扩张提速、布局高成长细分市场的发展路径。**营销策略方面**，在优化滞涨市场经营效率的同时尝试数字化营销，发力全渠道提升终端人效。**产品策略层面**，产品老化拖累成熟品牌表现，借助供应链优化支撑效率改善。**市场表现维度**，滞涨龙头 PE 中位数维持在 15x 以上。

回顾 Gap 发展史我们发现：大众服饰品牌公司面对大市场，早期扩张以搭建多品牌矩阵、提升市场份额的决策为优；成长性较优且品牌格局不稳定的新兴市场是海外扩张首选；顺应消费者需求更迭的产品创新是服装品牌保持竞争力的关键；供应链布局逐步显现出数量集约化和布局分散化并存的特征。我国本土大众品牌公司与 Gap 类似，面对着广阔的本土市场所蕴含的机遇与挑战；考虑到本土服装市场成长性相对较优且企业份额仍处低位，立足国内市场实现份额提升并通过效率优化构筑竞争壁垒仍为本土大众品牌现阶段战略重点。**持续推荐森马服饰和太平鸟，海澜之家目前估值已具安全边际，建议关注。**

#### ■ 行业观点

中报陆续披露，部分品牌公司出现经营性净现金流为负且净拓店有限的情况。我们认为，经营性净现金流为负主要受存货增加及经营性应付减少影响，销售回款情况良好，在上游企业经营压力增加的背景下加快回款节奏有助于保障供应商体系稳定。服装品牌开店旺季集中在 Q3，上半年多为渠道调整阶段、净开店较少，从跟踪情况来看目前未出现服装企业集中大幅下调开店计划的预期。我们依然建议排除短期数据干扰，着眼本土品牌经营中的长期有益变化，在零售趋缓、品牌分化的背景下，优选持续进化优质个股：（1）本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家；（2）中高端女装安正时尚、歌力思和朗姿股份；（3）复苏持续的家纺龙头罗莱生活和富安娜；（4）新模式公司跨境通、开润股份和南极电商；（5）纺织建议中期布局华孚时尚、百隆东方、健盛集团和鲁泰 A。

#### ■ 行情回顾

上周，纺织服装行业板块下跌 1.06%，跑输大盘 4.02 个百分点，排名第 27。个股涨幅前五分别为：日播时尚、柏堡龙、希努尔、浔兴股份、摩登大道。

**风险提示：** 1、终端零售环境恶化的风险；2、外延并购及内部整合不及预期的风险；3、原材料价格及汇率大幅波动的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilix2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

联系人 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

#### 相关研究

《信用风险防范下的纺织服装行业的危与机》  
2018-08-20

《巨头之路系列 II：ZARA 的卓越之路》  
2018-08-19

《巨头之路系列 I：优衣库的扩张与进化》  
2018-08-12

## 目录

巨头之路系列III：昔日王者 Gap 的得与失 .....	4
市场策略：多品牌聚焦北美市场，错失全球扩张机遇.....	5
营销策略：主品牌门店优化，发力全渠道提终端人效.....	9
产品策略：产品乏善可陈，供应链优化支撑规模优势.....	11
市场表现：享龙头公司估值溢价，多次推进股份回购.....	12
行业观点.....	13
公司事件跟踪 .....	15
行情回顾.....	17
数据追踪.....	17
宏观数据跟踪 .....	17
原材料价格跟踪.....	18
国际纺织服装企业估值指标 .....	20

## 图表目录

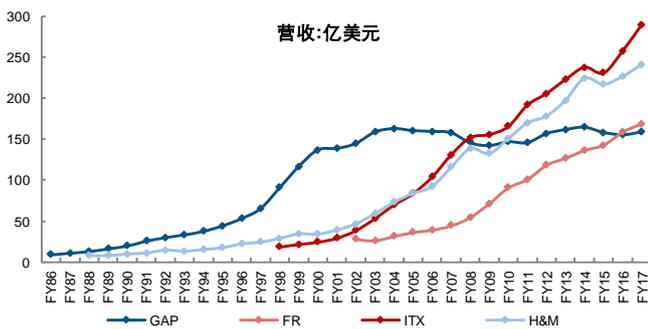
图 1：2007 年以来，Gap 集团营收规模逐步被 ITX、H&M 和 FR 超越.....	4
图 2：2001 年以来，Gap 集团市值体量逐步被 H&M、ITX 和 FR 超越.....	4
图 3：Gap 集团发展历史回顾 .....	5
图 4：2002 年以来，Gap 集团收入增速中枢明显下移 .....	6
图 5：2011-2017 年，Old Navy 营收复合增速为 4.14% .....	7
图 6：2010-2014 年，新兴品牌支撑了 Gap 集团的渠道扩张 .....	7
图 7：Gap 集团具备完善的品牌矩阵与立体的营销网络 .....	7
图 8：Gap 集团推进成熟品牌渠道优化与成长品牌门店扩张策略.....	7
图 9：2004 年以来，Gap 集团北美市场陷于停滞.....	7
图 10：2004 年以来，Gap 品牌在北美市场的销售占比持续下滑.....	7
图 11：2008 年以来 Gap 集团净开店以国际市场为主 .....	8
图 12：Gap 集团国际市场加速扩张，2017 年收入占比为 13.33%.....	8
图 13：截至 2017 年，Gap 集团在美国的市场份额达 4.19%.....	9
图 14：截至 2017 年，Gap 集团在日本市场扩张较缓 .....	9
图 15：亚洲市场是 Gap 集团海外扩张的主要方向 .....	9
图 16：Gap 品牌是 Gap 集团进行海外扩张的主力品牌.....	9
图 17：2005 年以来 Gap 集团实体渠道历经大幅调整 .....	10
图 18：Gap 集团各大品牌店效大致经历了“下滑-调整-恢复”三个阶段 .....	10
图 19：2010 年以来，Gap/Old Navy 平均单店面积提升/降低.....	10
图 20：Gap 集团各大品牌坪效大致经历了“下滑-调整-恢复”三个阶段.....	10
图 21：截至 2015 年，Gap 集团直营(电商)占比提升至 16.49% .....	10

图 22: 2002 年以来, Gap 集团人效持续改善 .....	10
图 23: 2015 年以来, Gap 集团加大广告营销投放 .....	11
图 24: Gap 集团供应商分布出现数量集约化、区域分散化趋势 .....	12
图 25: Gap 集团逐步降低中国供应商订单占比 .....	12
图 26: 在主业成长性放缓背景下, Gap 集团估值亦相应下滑 .....	13
图 27: Gap 集团增长停滞, 2002 年以来估值中枢明显下移 .....	13
图 28: 2004 年以来, Gap 集团累计回购股份 158 亿美元 .....	13
图 29: 历史上集中回购完成后估值有所修复, 但中枢未明显上移 .....	13
图 30: 本周行业涨跌幅 .....	17
图 31: 年初至今行业涨跌幅 .....	17
图 32: 本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名 .....	17
图 33: 纺织服装板块 PE 历史走势 .....	17
图 34: 7 月, 纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 8.79% .....	18
图 35: 7 月, 服装及衣着附件出口金额同比增长 3.99% .....	18
图 36: 截至 8 月 24 日, 国内外棉价差为 1009 元/吨 .....	18
图 37: 截至 8 月 24 日, 国内外棉价差 (滑准税) 为 202 元/吨 .....	18
图 38: 截至 8 月 24 日, 国内外纱线价差为 -312 元/吨 .....	18
图 39: 截至 8 月 23 日, 坯布价格为 5.75 元/米 .....	18
图 40: 第 24 周 (8.20-8.24) 国储棉抛储成交率大幅回升 .....	19
图 41: 第 24 周 (8.20-8.24) 地产棉抛储成交量大幅回升 .....	19
图 42: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨) .....	19
图 43: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨) .....	19
表 1: Gap 集团品牌矩阵一览 (2017 财年, 单位: 家、亿美元) .....	6
表 2: Gap 品牌与第三方合作开发系列产品梳理 .....	11
表 3: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/08/25-2018/10/25) .....	15
表 4: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/08/25) .....	15
表 5: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/07/25-2018/08/25) .....	16
表 6: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司 .....	16
表 7: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司 .....	16
表 8: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司 .....	16
表 9: 国际纺织服装企业估值 .....	20

## 巨头之路系列 III：昔日王者 Gap 的得与失

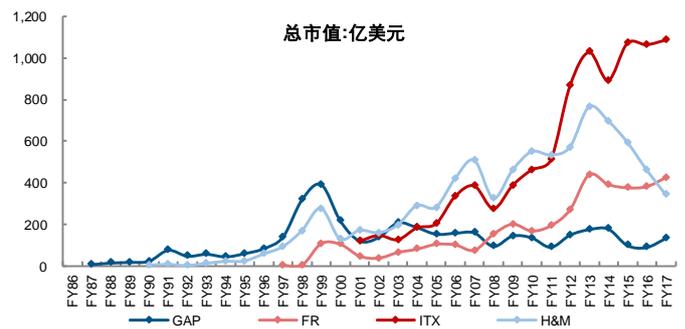
本周，我们继梳理 UNIQLO、Zara 之后发布“巨头之路”系列报告第三篇。Gap 集团作为曾经的休闲装王者，逐渐被后起之秀 Zara、H&M 和 UNIQLO 超越，从快速发展到陷入停滞，转变不过在短短几年之间。我们希望通过回顾 Gap 集团在崛起、沉寂与复苏等三阶段的发展路径，分析其在市场策略、营销策略及产品策略等维度的得失，探讨大众定位服装品牌公司在面对大市场<sup>1</sup>时的经营策略。

图 1：2007 年以来，Gap 集团营收规模逐步被 ITX、H&M 和 FR 超越



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 2：2001 年以来，Gap 集团市值体量逐步被 H&M、ITX 和 FR 超越



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

Gap 集团创立于 1969 年，自开设第一家同名品牌 Gap 门店以来，不断地强化北美市场布局、丰富品牌矩阵并积极推进全球化扩张，逐步成长为美国第一、全球排名领先的服装品牌集团；截至 2017 年<sup>2</sup>，公司实现营业收入 158.55 亿美元，门店数量达 3,594 家。Gap 集团大致经历了从借助多品牌矩阵深耕北美休闲装市场到全球化扩张提速、布局高成长细分市场的发展路径；我们分别以 2001 和 2011 年为界将其发展史粗略划分为崛起、沉寂与复苏等三阶段：

### ➤ 第一阶段 (FY86-FY01)：崛起

早期 Gap 集团专注于美式休闲服装市场，将主打牛仔、T 恤、衬衣、卡其裤等衣橱必需品的同名品牌 Gap 打造为中等价位美式休闲服装的代表性品牌，于 1986 年创造性地提出了 SPA 模式<sup>3</sup>、通过垂直一体化的经营模式实现快速扩张。并先后于 1982 年收购 Banana Republic、1994 年创立 Old Navy 品牌，形成了高中低档价位全覆盖的美式休闲服装品牌集团。截至 2001 年，Gap 集团实现营业收入 138.48 亿美元，1986-2001 年营收年复合增速达 20.47%。

### ➤ 第二阶段 (FY02-FY11)：沉寂

2002-2011 年是 Gap 集团逐步掉队的 10 年，收入端增长陷于停滞。一方面，Gap 和 Banana Republic 等成熟品牌产品形象老化、消费群体持续流失，以美国为代表的主力

<sup>1</sup> Euromonitor 统计数据显示，截至 2017 年，中国/美国服装零售市场规模以固定汇率计分别为 2,844.05 亿美元/2,673.15 亿美元，分列为全球第一/第二大服装消费市场。

<sup>2</sup> 本文财务数据所指年度均为财年。

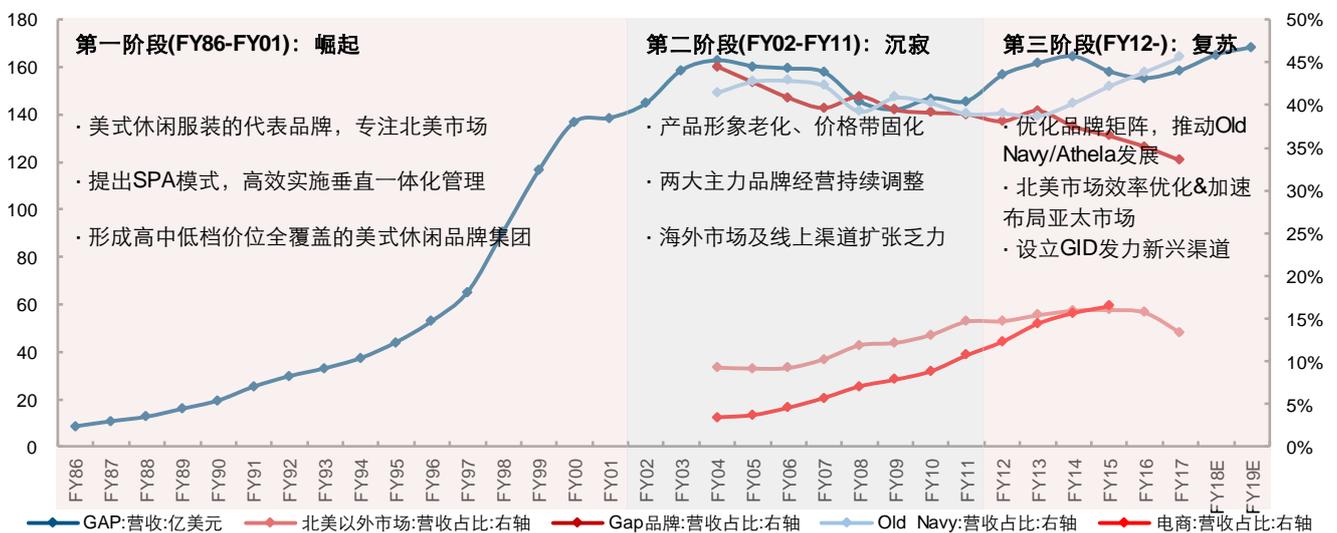
<sup>3</sup> SPA 的全称为 Speciality Retailer of Private label Apparel，即自有品牌专业零售商营业模式。

市场持续受到 H&M、Zara 等平价快时尚品牌的冲击；另一方面，海外市场与线上渠道扩张乏力，错失了布局高成长亚洲市场的战略机遇期。

### ➤ 第三阶段 (FY12 至今): 复苏

2012 年以来，Gap 集团大力调整品牌优化和市场布局策略，积极推进集团复兴进程。以强势北美市场为大本营，在优化 Gap 和 Banana Republic 等成熟品牌经营效率的同时，积极推进 Old Navy 和 Athleta 等新兴品牌的扩张；自 2013 年起为 Gap、Old Navy 和 Banana Republic 等三大品牌构建国际事业部，进一步提升海外市场扩张战略的重要性，并通过设立 GID (Growth, Innovation, and Digital) 探索数字化零售业务布局。截至 2017 年，公司实现营收 158.55 亿美元、同比增长 2.19%，结束了收入增速连续 4 年放缓的态势。

图 3: Gap 集团发展历史回顾

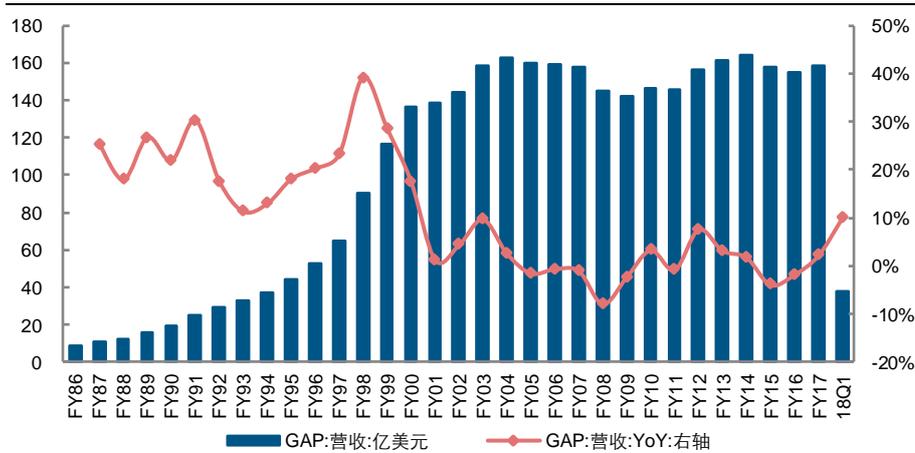


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 长江证券研究所 (2018、2019 财年数据为 Bloomberg 一致预测值)

## 市场策略: 多品牌聚焦北美市场, 错失全球扩张机遇

从市场策略来看, Gap 集团大致经历了从借助多品牌矩阵深耕北美休闲装市场到全球化扩张提速、布局高成长细分市场的发展路径。从快速发展到陷入停滞, Gap 集团的转变只不过在短短几年之间。作为四家国际快时尚中曾经收入体量最大的大众休闲公司, Gap 集团不仅经历了“做本土市场-全球化扩张-聚焦区域市场”的扩张路径, 还根据前期品牌管理经验迅速打造出超越 Gap 品牌收入体量的平价品牌 Old Navy, 建立了相对均衡的多品牌收入结构。从发展阶段来看, 1986-2001 年为集团快速扩张期, 收入端年复合增速达 20.47%; 后续受低价策略以及产品研发平庸化影响, Gap 和 Banana Republic 持续关店、Old Navy 扩张放缓, 2001-2017 年集团发展几近停滞, 收入端年复合增速放缓至 0.85%。

图 4：2002 年以来，Gap 集团收入增速中枢明显下移



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

其一，品牌维度，四家快时尚企业中 Gap 集团多品牌策略实施最为彻底，建立了以 Gap 和 Old Navy 为主相对均衡的品牌收入结构。自 1982 年收购 Banana Republic 以来，公司先后于 1994 年创立 Old Navy，并于 2008 年、2012 年和 2016 年收购 Athleta、Intermix 和 Weddington Way，建立了涵盖 6 大品牌在内的不同品类风格的品牌矩阵，在覆盖高中低档价位休闲装市场的同时，布局运动用品、买手零售及婚庆电商等高成长细分领域。截至 2017 年，公司两大拳头品牌 Gap 和 Old Navy 分别实现营收 53.18 亿美元和 72.38 亿美元，营收贡献分别为 34%和 46%。

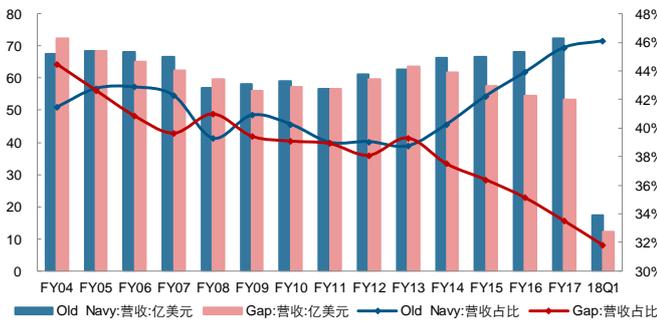
表 1：Gap 集团品牌矩阵一览（2017 财年，单位：家、亿美元）

品牌名称	品牌定位	取得方式	时间	品牌定位	渠道数量	营业收入	营收贡献
Gap	成熟品牌	自创	1969年	中等价位美式休闲装	1,278	53.18	34%
Banana Republic		收购	1982年	中高价位美式休闲装	621	23.8	15%
Old Navy	成长品牌	自创	1994年	平价美式休闲装	1,080	72.38	46%
Athleta		收购	2008年	女式运动服饰品牌	148	-	-
Intermix	新兴品牌	收购	2012年	奢侈品&设计师品牌零售商	38	-	-
Weddington Way		收购	2016年	婚庆电商	-	-	-

资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

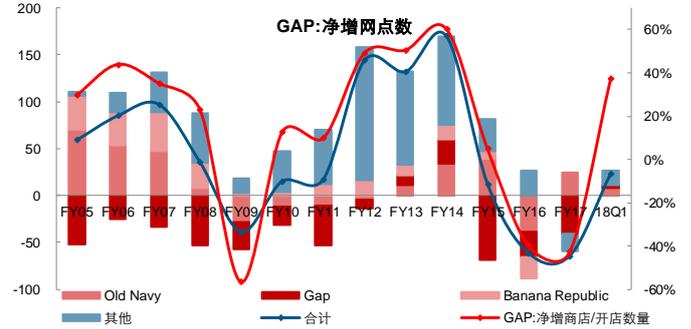
**成熟品牌陷于调整，成长品牌接棒扩张。**从多品牌运营表现来看，平价休闲装品牌 Old Navy 自 1994 年在美国开出第一家店之后，借助集团大众品牌的运营经验以及自身恰当的品牌定位在短期内实现了快速增长，截至 2004 年即已成长为一个拥有 889 家店铺、67.47 亿美元销售收入的品牌，贡献了 Gap 集团 41%的收入份额。此后的 10 年间，Old Navy 与 Gap 一道经历了长期的调整，于 2014 年起步入恢复性增长阶段，而 Gap 品牌受制于闭店因素收入端表现持续趋弱。2017 年 9 月，公司在官网发布的经营战略规划指出，Gap 和 Banana Republic 在 2014 年以来累计闭店近 200 家的基础上未来 3 年将进一步闭店约 200 家，Athleta 和 Old Navy 将逐步成为扩店主力。现阶段，公司的品牌策略逐步调整为借助 Gap 和 Banana Republic 等成熟品牌提供稳健的经营现金流，支撑 Old Navy 和 Athleta 等成长品牌扩充增长空间，并探索 Intermix 和 Weddington Way 等新兴业务发展前景的立体品牌矩阵。

图 5: 2011-2017 年, Old Navy 营收复合增速为 4.14%



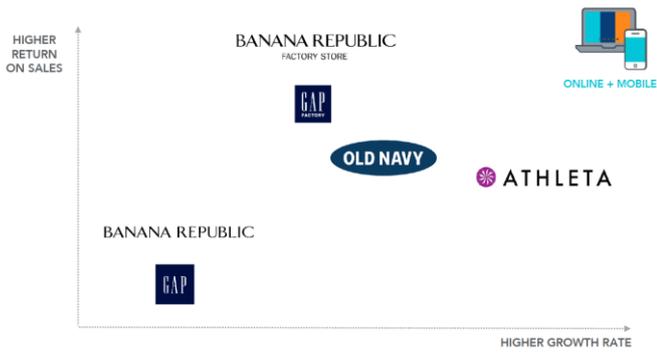
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 6: 2010-2014 年, 新兴品牌支撑了 Gap 集团的渠道扩张



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 7: Gap 集团具备完善的品牌矩阵与立体的营销网络



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 8: Gap 集团推进成熟品牌渠道优化与成长品牌门店扩张策略

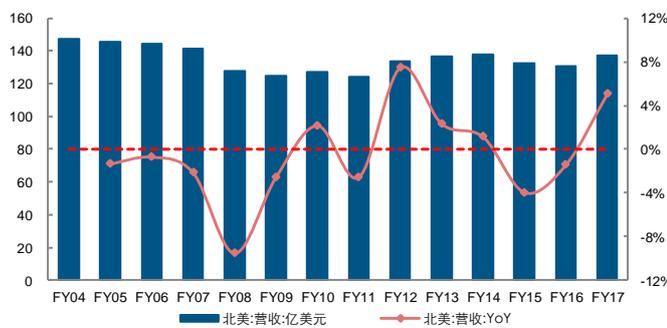


资料来源: 公司官网, 长江证券研究所 (2017 年 9 月)

**其二, 市场维度, Gap 集团扩张策略以深耕北美市场为主、全球化扩张节奏相对滞后。**

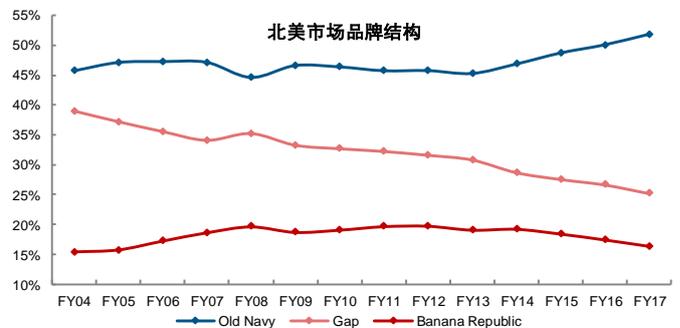
截至 2017 年, 公司北美市场业务实现营收 137.41 亿元, 仅与 2007 年体量基本相当。品牌层面, Old Navy 自 2013 年以来逐步成为北美市场恢复增长的主要动力; 截至 2017 年, Old Navy 北美业务实现营收 71.17 亿元, 贡献了北美市场一半以上的收入体量, 2013-2017 年营收年复合增速为 3.59%, 同期成熟品牌 Gap 和 Banana Republic 增速为-4.73%和-3.66%。早期 Gap 集团过度依赖北美市场、错失亚太市场扩张红利期, 现阶段则通过优化经营效率进一步强化北美市场第一大品牌集团的领先优势, 并通过打造分品牌国际事业部以及探索数字化营销等方式加速布局海外市场、寻找扩张新动力。

图 9: 2004 年以来, Gap 集团北美市场陷于停滞



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

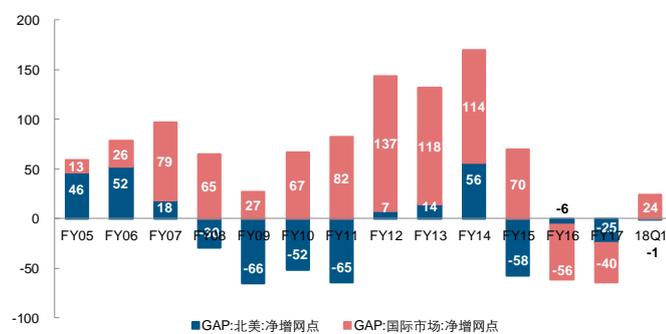
图 10: 2004 年以来, Gap 品牌在北美市场的销售占比持续下滑



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

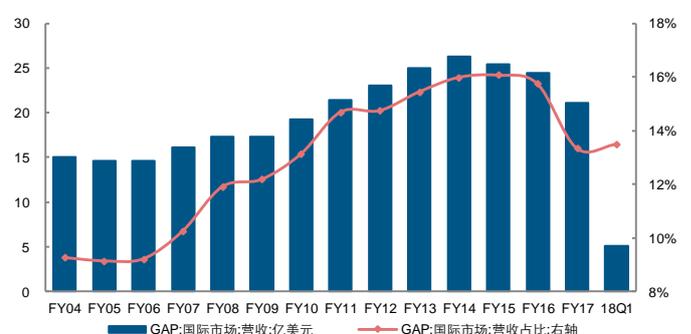
在北美本土市场表现趋弱的背景下 Gap 加速全球化扩张，其早期亚洲市场开发策略相对失误，在成熟且竞争激烈的日本市场致扩张受阻后期调整重点，于 2011 年明确提出重视在全球第二大市场中国的扩张。自 1987 年在伦敦开出首店以来，Gap 品牌开启了全球化扩张步伐，并于 2007 年明确提出全球化战略，通过发展特许经营店的模式进行全球化扩张。2008 年以来，国际市场成为 Gap 集团拓店重点，北美本土市场渠道结构则以小规模开店或闭店为主。在本土市场持续调整的背景下，公司于 2012 年分别建立 Gap、Old Navy 和 Banana Republic 分品牌国际事业部，提升全球化扩张的战略地位。同时，公司积极调整亚洲市场开发策略，减少成长趋缓且竞争激烈的日本市场布局，2017 年公司关闭 Old Navy 品牌在日本所有 53 家门店，转而布局消费活力更优的中国等市场。受益于渠道扩张，Gap 集团国际市场营收占比由 2007 年 10.25% 提升至 2017 年 13.33%，营收年复合增速达 2.73%，同期北美市场业务营收年复合增速为-0.29%。

图 11：2008 年以来 Gap 集团净开店以国际市场为主



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 12：Gap 集团国际市场加速扩张，2017 年收入占比为 13.33%

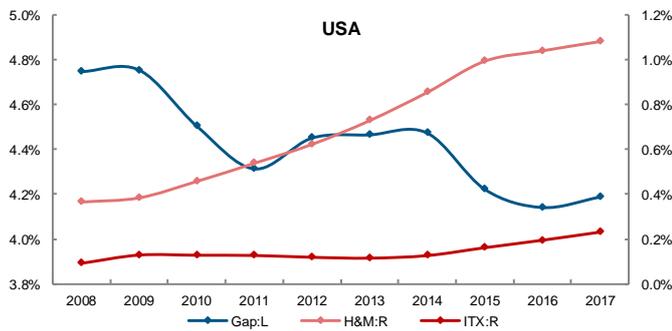


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

**展望未来，Gap 集团的市场策略将以北美市场效率优化和海外市场加速布局并重。**在 2001 年 Gap 品牌时尚化转型失败拖累业绩亏损的背景下，公司产品层面的调整趋于保守，而以 H&M 和 Zara 为代表的欧洲快时尚品牌持续冲击着公司在美国市场的份额。

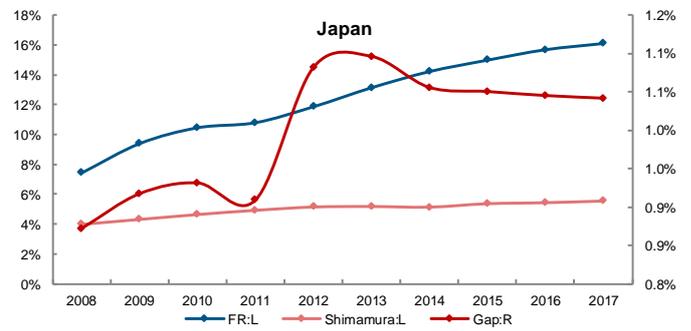
在多品牌矩阵逐步完整的背景下，公司将一方面着手优化成熟品牌渠道经营效率，另一方面借助 Athleta、Intermix 和 Weddington Way 布局运动用品、买手零售及婚庆电商等高成长细分市场。全球化布局层面，截至 2017 年 Gap 集团海外市场亚洲市场销售占比达 60%，是全球化扩张的主力市场；从品牌矩阵来看，Gap 品牌贡献了国际市场业务 88% 的营收。现阶段，公司积极调整亚洲市场扩张策略，一方面着手降低日本市场业务布局，另一方面优化中国市场品牌结构、把握中国市场发展机遇。自 Gap 品牌 2010 年进入中国以来，截至 2017 年累计开店数量为 127 家；产品形象老化以及定价较高限制了品牌扩张空间，未来或可借助 Old Navy 品牌满足低价格带产品需求。

图 13: 截至 2017 年, Gap 集团在美国的市场份额达 4.19%



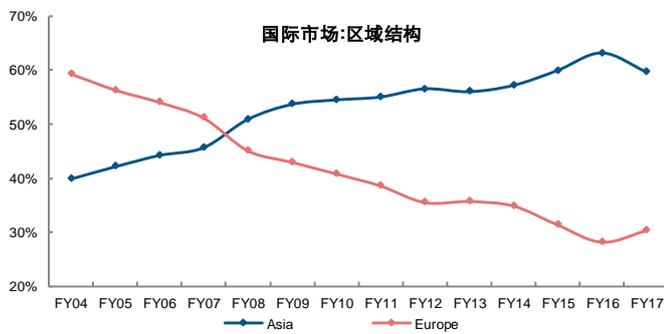
资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 14: 截至 2017 年, Gap 集团在日本市场扩张较缓



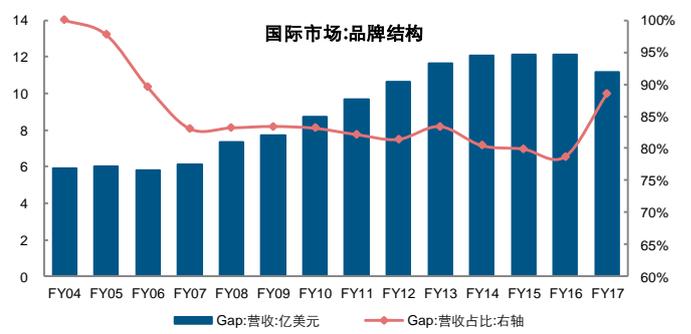
资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 15: 亚洲市场是 Gap 集团海外扩张的主要方向



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 16: Gap 品牌是 Gap 集团进行海外扩张的主力品牌



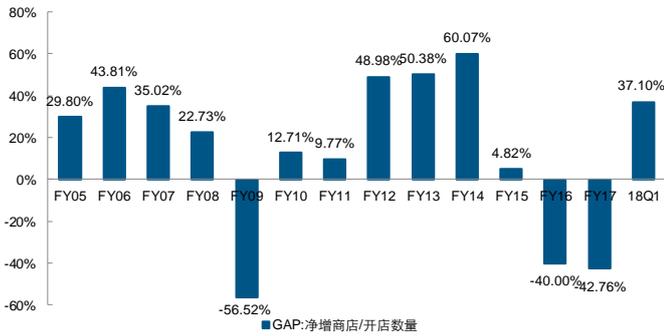
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

## 营销策略: 主品牌门店优化, 发力全渠道提终端人效

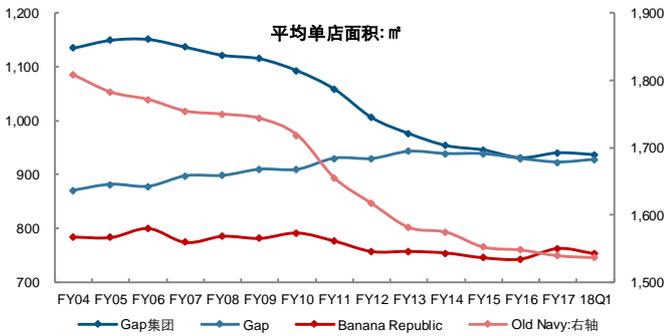
营销策略层面, Gap 集团在优化本土市场渠道结构的同时, 积极尝试新兴渠道业务布局, 通过全渠道零售模式升级等方式打通客户消费数据、提升终端人效。

一方面, 在收入端表现基本停滞的背景下, Gap 集团通过持续不断的渠道调整支撑店铺经营效率改善。2005-2012 年, 集团净增商店占开店数量的比例持续低于 50%, 特别地 2009 年在 Gap 和 Old Navy 大规模调整的背景下, 合计店铺数量为负增长。Gap 品牌在关闭低效店铺的基础上, 通过新开大店的模式提升店效; 前期即大范围采取大店策略的 Old Navy 品牌则反其道而行之, 通过新开相对较小面积店铺的模式带动整体坪效的提升, 从而促进单店营收恢复性增长。

2012-2014 年, 集团步入了由分销渠道和其它新兴品牌主导的渠道扩张阶段; 2015-2016 年, 分别受 Gap 大规模闭店及 Old Navy 日本市场策略调整影响, 集团店铺调整比例再度提升。2015 年 Gap 品牌北美闭店数量达 150 家、相关成本支出达 1.32 亿美元; 2016 年为持续改善营运效率、精简品牌运营机制, 支付的因租赁终止、员工安置以及门店资产清理等相关支出达 1.97 亿美元。集团网站披露信息显示, 计划在北美市场持续精简 Gap 和 Banana Republic 经营面积, 2017-2019 年拟进一步闭店 200 家。随着主力市场闭店接近尾声, 后续基于新兴品牌扩张及运营流程优化, 北美市场经营表现有望趋稳。

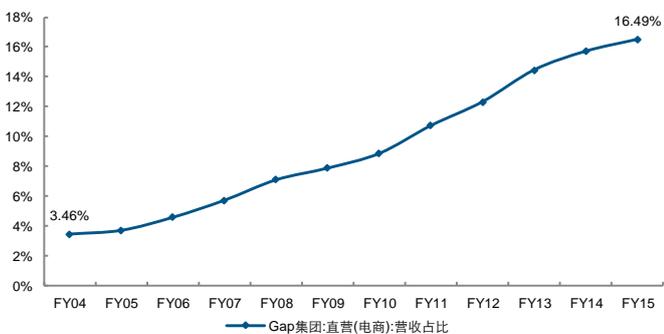
**图 17：2005 年以来 Gap 集团实体渠道历经大幅调整**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

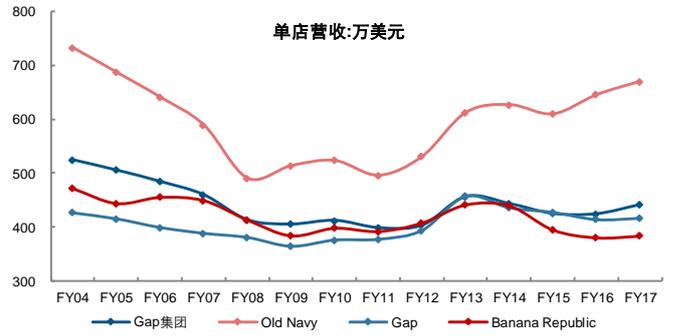
**图 19：2010 年以来，Gap/Old Navy 平均单店面积提升/降低**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

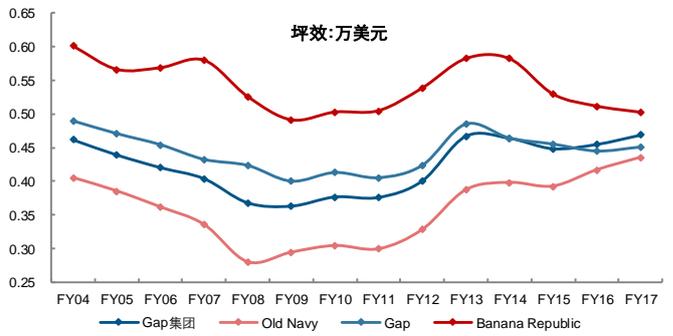
另一方面，在大规模调整实体渠道的同时，Gap 集团同样重视电商渠道发展。在零售渠道结构立体化发展的背景下，为速满足消费者对于便利与时尚的需求，公司于 2012 年成立 GID 项目 (Growth, Innovation, and Digital)，发展数字零售渠道以及 Athleta 等新兴品牌业务。并于 2013 年提出布局集 “Find in Store”与 “Reserve in Store”服务在内的全渠道零售体系，以期在效率为王时代快速满足消费者对于便利与时尚的需求。截至 2015 年，Gap 集团直营 (电商) 渠道实现营收 26.05 亿元，营收占比由 2004 年 3.46% 提升至 16.49%、年复合增速达 14.94%。受益于持续关店所带来的人员精简以及渠道结构调整所推动的销售转化，Gap 集团终端人效持续提升。

**图 21：截至 2015 年，Gap 集团直营(电商)占比提升至 16.49%**


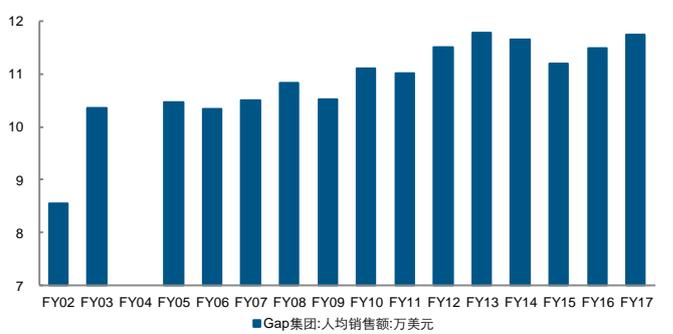
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

**图 18：Gap 集团各大品牌店效大致经历了“下滑-调整-恢复”三个阶段**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

**图 20：Gap 集团各大品牌坪大致经历了“下滑-调整-恢复”三个阶段**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

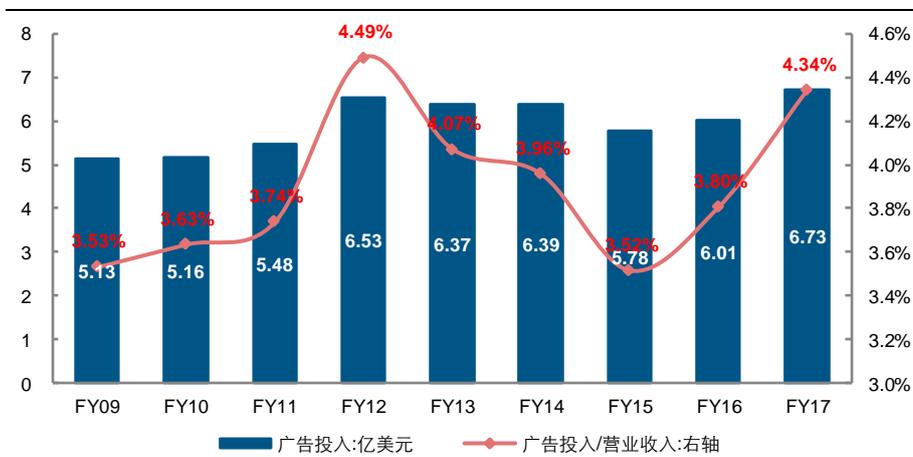
**图 22：2002 年以来，Gap 集团人效持续改善**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

## 产品策略：产品乏善可陈，供应链优化支撑规模优势

产品形象乏善可陈，创新不足是 Gap 集团两大成熟品牌陷于调整的主因。对于 Gap 和 Banana Republic 品牌而言，早期借助渠道扩张以及有效的营销推广，使得传统美式休闲风格深入人心；而产品形象过于固化又为以 H&M 和 Zara 等为代表的欧洲平价快时尚品牌提供了扩张的市场。为加大传统品牌对新兴消费客群的吸引力，公司积极尝试通过新兴媒体合作以及设计师联名款等方式提升产品曝光度，并在渠道效率优化的背景下亦自 2015 年起加大广告营销投放。区别于 UNIQLO 借助面料升级摆脱低价形象实现功能性提升、Zara 借助供应链效率优化快速响应消费者时尚化消费需求等模式，Gap 更多地选择与时尚媒体、时尚产业团体合作推选新锐设计师联名款等方式提高产品曝光度。从销售转化效果来看，借助外力而非自我革新的产品升级策略并未给品牌带来成长性。

图 23：2015 年以来，Gap 集团加大广告营销投放



资料来源：公司公告，长江证券研究所

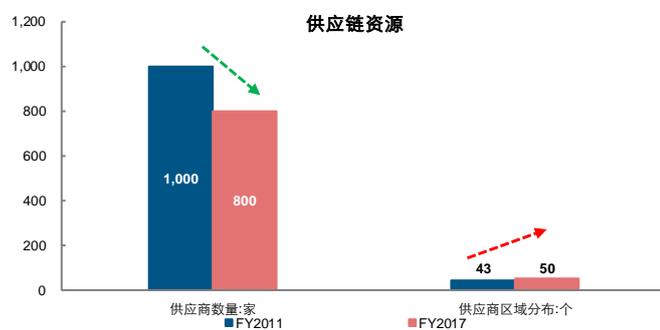
表 2：Gap 品牌与第三方合作开发系列产品梳理

合作对象	时间	品牌
	2012秋冬	六位新锐设计师BLKDNM, Ian Velardi, Mark Mc Nairy New Amsterdam, Ovadia&Sons, Saturdays NYC以及Todd Snyder
《GQ》	2013秋冬	由《GQ》选出的全美最佳新锐男装设计师设计，来自Aviator Nation、Baldwin、Bespoken以及 Ernest Alexander四个品牌
	2014秋冬	由GQ在全美挑选出的四位最佳新锐男装设计师
	2015秋冬	NSF,Stampd, David Hart, The Hill-Side
	2016年秋冬	过往的夺魁单位中，最受欢迎的4家设计师Michael Bastian、Steven Alan、Saturdays NYC、John Elliot，推出全明星阵容的2016年限量合作系列
	2017年秋冬	由《GQ》选出的全美最佳新锐男装设计师设计，包括AMI, Kinfolk和United Arrows
独立设计师 DavidsonTsui	2018春夏	ConSTANCETSUI
康泰纳仕时尚设计培训中心	2017年3-11月	推出Gap x Condé Nast Center设计师合作系列，与三位中国顶尖新锐设计师C.J.Yao、WenjunLi、JunZhou的品牌C.J.YAO、WbyWenJun、PRONOUNCE携手打造合作系列
微信	2017年7月28日线上 线下同步发售	针对中国场所采取的全新营销策略，也是微信首次跨界快时尚的尝试

资料来源：凤凰网，网易新闻，搜狐新闻，长江证券研究所

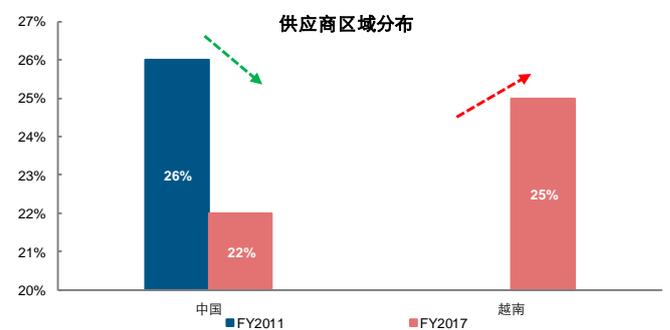
Gap 集团的产品策略具备显著的薄利多销特征，因此公司积极优化供应链结构，通过数量集约化和分散化布局强化生产效率和成本优势。我们在国际比较系列报告中多次提出，服装企业在建立一定的规模优势之后大概率会出现运营效率边际递减的情况，因此经营效率优化逐步成为 Gap 集团寻找业务新增长点之外的又一工作重点。截至 2017 年，公司合作供应商数量约 800 家，其中前 2 大供应商订单量占比均达到 5%；供应商分布于全球 50 个国家，越南和中国订单占比为 25%和 22%。而在 2011 年，公司合作供应商数量超过 1,000 家，单一供应商订单量占比不超过 2%，供应商分布于全球 43 个国家，其中中国订单占比接近 26%。对比上述数据可以发现，在供应链层面，为实现成本节约及产品交货周期的压缩，Gap 集团积极推进核心供应商制度，并在纺织产业转移的背景下加速开发中国以外供应商资源。

图 24：Gap 集团供应商分布出现数量集约化、区域分散化趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：Gap 集团逐步降低中国供应商订单占比

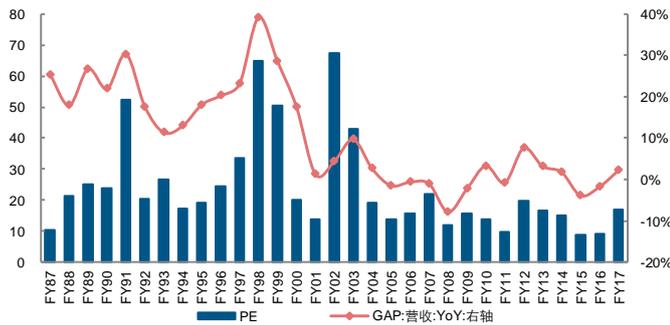


资料来源：公司公告，长江证券研究所

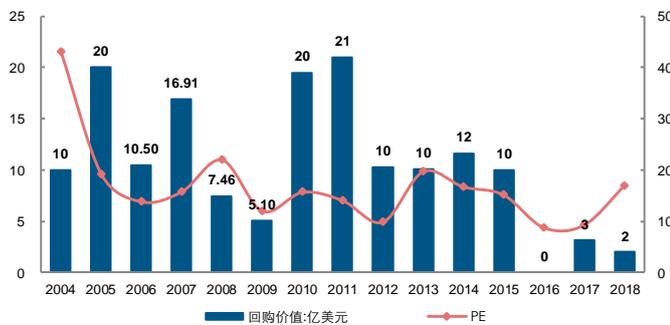
## 市场表现：享龙头公司估值溢价，多次推进股份回购

增长停滞估值中枢相应下移，享受龙头公司估值溢价。基于前期在《如何看待纺服板块目前的估值水平？》专题中的分析，我们认为在建立一定规模优势之后，海外大众品牌公司中期估值均包含了明显的稳增长溢价。以大众快时尚公司 ITX (Zara 母公司)、H&M、FR (UNIQLO 母公司) 和 Gap 等为例，通过对比其扩张期与成熟期的经营和估值表现发现，收入和业绩增速相对放缓、长期盈利能力（以 ROE 表征）维持稳定的优质公司往往在成熟期享受估值溢价。即使如 Gap 增长几近停滞，其基于相对规模优势也能获得稳定的估值中枢和溢价；2002 年以来，在收入端增长停滞的背景下其 PE 中位数仍维持在 15x 以上水平。

持续推进大额股份回购，集中回购完成后 PE 估值有所修复，但中枢未明显上移。2004 年以来，在经营表现不振、股价持续走低的背景下，公司多次推行股份回购方案；截至 2018 年中报累计回购股份达 158 亿美元，报告期末公司总市值为 118 亿美元。从股份回购计划实施前后财务及市场表现来看，受益于现金资产规模减少，资产周转率提升带动公司 ROE 改善；而在 2005 年、2007 年、2010-2011 年以及 2014 年等大规模集中回购完成后，公司 PE 估值有所修复但中枢未出现明显上移。

**图 26: 在主业成长性放缓背景下, Gap 集团估值亦相应下滑**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

**图 28: 2004 年以来, Gap 集团累计回购股份 158 亿美元**


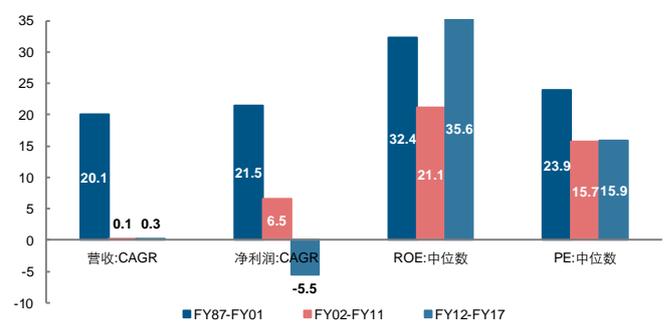
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (2018 年为截至 Q2 累计值)

回顾美国第一服装品牌公司 Gap 集团崛起、沉寂与复兴等三阶段发展历史我们发现: (1) 面对广阔的本土市场, 大众服饰品牌公司早期扩张以搭建多品牌矩阵、提升市场份额的决策为优; (2) 成长性较优且品牌格局不稳定的新兴市场是海外扩张首选, 品牌矩阵应与市场需求相契合; (3) 顺应消费者需求更迭的产品创新是服装品牌保持竞争力的关键; (4) 建立规模优势以后, 供应链布局逐步显现出数量集约化和布局分散化并存的特征。

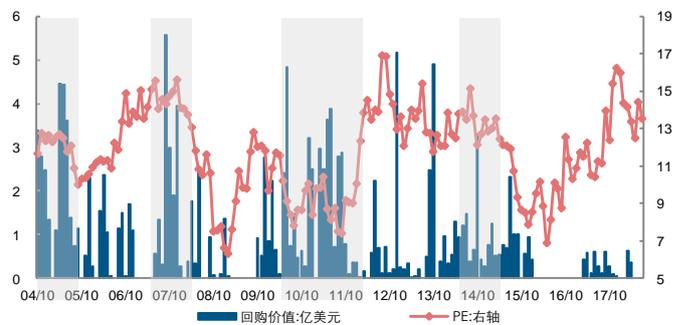
具体到国内服装品牌公司, 本土大众定位的品牌公司与 Gap 集团类似, 共同面对着广阔的大市场所蕴含的机遇与挑战。考虑到本土服装市场成长性相对较优且企业份额仍处低位, 立足国内市场实现份额提升并通过效率优化构筑竞争壁垒仍为本土大众品牌现阶段战略重点; 同时我们也看到, 以森马服饰和海澜之家为代表的品牌集团亦逐步开启海外市场布局策略。我们认为, 在行业库存顺利出清、渠道盈利显著改善的背景下, 本土品牌背靠广阔且最具成长性的低线市场、基于本土消费者认知优势并借助全方位自我进化有望份额提升; 基于国际研究参考, 持续推荐大众子板块中的**森马服饰和太平鸟**, **海澜之家**目前估值已具安全边际, 建议关注。

## 行业观点

上市公司中报陆续披露, 在 17Q4 及 18Q1 受益于冷冬以及春节错峰因素收入端高增的背景下, 服装公司 18Q2 收入端增速放缓已有预期; 但在终端零售增速回落的背景下, 市场对下半年消费担忧情绪加重, 因而更加关注上市公司上半年现金流及拓店情况。从目前已披露的中报来看, 部分代表性品牌公司出现上半年经营性净现金流为负且净拓店有限的情况。我们认为, 一方面经营性净现金流为负主要受存货增加及经营性应付减少

**图 27: Gap 集团增长停滞, 2002 年以来估值中枢明显下移**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所 (营收/净利润年复合增速、ROE 单位为%)

**图 29: 历史上集中回购完成后估值有所修复, 但中枢未明显上移**


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (18Q2 月度回购数据缺失)

影响；目前看销售回款情况良好，在上游企业经营压力增加的背景下加快回款节奏有助于保障供应商体系的稳定性。另一方面，历史上服装品牌开店旺季集中在 Q3，上半年多为渠道调整阶段、净开店较少，从跟踪情况来看目前未出现服装企业集中大幅下调开店计划的预期，预计 Q3 扩店节奏加快，重点公司业绩环比回升值得期待。同时，棉价中期上行叠加人民币贬值利好上游优质制造，助力下半年业绩提速，优质制造正迎中期布局良机。

我们依然建议排除短期数据干扰，着眼本土品牌经营中的长期有益变化，在零售趋缓、品牌分化的背景下，优选持续进化的优质个股：（1）本土大众品牌森马服饰、太平鸟和海澜之家；（2）中高端女装安正时尚、歌力思和朗姿股份；（3）复苏持续可期的家纺龙头罗莱生活和富安娜；（4）新模式公司跨境通、开润股份和南极电商；（5）纺织板块建议中期布局华孚时尚、百隆东方、健盛集团和鲁泰 A。

## 公司事件跟踪

表 3: 未来两个月限售股解禁统计 (2018/08/25-2018/10/25)

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前(万股)			变动后(万股)		
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)
002656.SZ	摩登大道	2018-09-04	2,342.46	71,251.98	44,828.61	62.92	71,251.98	47,171.07	66.20
603877.SH	太平鸟	2018-09-14	177.97	48,093.24	19,876.60	41.33	48,093.24	20,054.57	41.70
603157.SH	拉夏贝尔	2018-09-25	9,103.30	54,767.16	5,477.00	10.00	54,767.16	14,580.30	26.62

表 4: 2017 年以来增发实施及增发预案股价倒挂情况 (2017/01/01-2018/08/25)

增发实施									
代码	名称	发行日期	定增股份上市日	发行方式	发行价格(元)	最新价 (元)	自发行价涨跌幅 (%后复权)	增发数量(万股)	实际募集资金 总额(亿元)
600448.SH	华纺股份	2017-11-15	2017-11-29	定向	5.91	3.65	-38.24	10,248.56	6.06
002397.SZ	梦洁股份	2017-12-20	2018-01-12	定向	7.48	4.70	-36.35	7,624.06	5.70
603518.SH	维格娜丝	2018-02-05	2018-03-06	定向	18.46	16.65	-9.11	2,826.24	5.22
601718.SH	际华集团	2017-04-11	2017-04-24	定向	8.19	3.82	-51.13	53,462.94	43.79
002293.SZ	罗莱生活	2018-01-23	2018-02-07	定向	11.84	11.16	-3.58	3,927.36	4.65
002042.SZ	华孚时尚	2017-02-23	2017-03-22	定向	12.62	6.56	-18.71	17,432.65	22.00
002780.SZ	三夫户外	2017-12-08	2017-12-21	定向	23.38	13.51	-42.22	1,114.09	2.60
603889.SH	新澳股份	2017-07-14	2017-08-01	定向	13.01	9.28	-27.29	6,849.11	8.91
002127.SZ	南极电商	2017-10-09	2017-11-09	定向	13.44	7.98	-10.63	2,912.89	3.91
002640.SZ	跨境通	2018-04-10	2018-04-27	定向	16.97	14.20	-16.05	3,886.27	6.59
002656.SZ	摩登大道	2017-07-24	2017-09-04	定向	15.71	9.61	-2.00	1,464.04	2.30
002404.SZ	嘉欣丝绸	2018-01-31	2018-03-06	定向	7.19	5.35	-23.57	5,702.36	4.10
603558.SH	健盛集团	2017-11-13	2017-12-01	定向	14.00	8.10	-41.24	1,373.82	1.92
603608.SH	天创时尚	2017-11-30	2017-12-25	定向	14.37	8.89	-36.77	3,573.42	5.13
增发预案									
代码	名称	最新公告日	方案进度	增发价格 (元)	预案价下限 (元)	最新价 (元)	预案差价率(%)	增发数量(万股)	预计募集资金 (亿元)
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案	5.00		5.58	11.60	26,288.97	13.14
002291.SZ	星期六	2018-08-14	董事会预案			5.58		7,978.44	5.14
300526.SZ	中潜股份	2018-05-19	股东大会通过			12.72		3,300.00	4.90
603608.SH	天创时尚	2017-11-07	证监会核准			8.89		7,918.40	2.37
600626.SH	申达股份	2018-06-27	发审委通过			5.08		14,204.85	19.95
600987.SH	航民股份	2018-06-07	股东大会通过	9.72		9.21	-5.25	11,008.23	10.70

资料来源: Wind,长江证券研究所 (个股最新价为 8 月 24 日收盘价)

表 5: 近一个月重要股东二级市场交易情况 (2018/07/25-2018/08/25)

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)	代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	均价 (元)
601718.SH	际华集团	1	1	减持	4.10	002569.SZ	步森股份	1	1	增持	10.40
600439.SH	瑞贝卡	1	1	增持	3.33	002404.SZ	嘉欣丝绸	5	1	增持	5.74
600400.SH	红豆股份	1	1	增持	3.62	002269.SZ	美邦服饰	1	1	增持	2.97
002780.SZ	三夫户外	7	4	增持	8.72	002003.SZ	伟星股份	1	1	增持	7.69
002640.SZ	跨境通	1	1	减持	15.22	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (均价为根据减值市值与股本数量粗略测算的均值)

表 6: 纺织服装板块 PE、剔除类现金资产后 PE 以及 PEG 由低到高排名前 10 的公司

代码	简称	PE (2018E)	代码	简称	除类现金资产后 PE (2018E)	代码	简称	PEG (2018E)
002087.SZ	新野纺织	7.98	002029.SZ	七匹狼	1.85	600177.SH	雅戈尔	0.03
002394.SZ	联发股份	8.62	002087.SZ	新野纺织	5.22	600146.SH	商赢环球	0.12
600987.SH	航民股份	9.28	002394.SZ	联发股份	6.45	002154.SZ	报喜鸟	0.14
000726.SZ	鲁泰A	9.44	600987.SH	航民股份	6.53	002397.SZ	梦洁股份	0.18
603518.SH	维格娜丝	10.65	600177.SH	雅戈尔	6.54	300005.SZ	探路者	0.20
002083.SZ	孚日股份	10.95	600146.SH	商赢环球	7.88	603518.SH	维格娜丝	0.22
600146.SH	商赢环球	11.19	603518.SH	维格娜丝	8.27	002087.SZ	新野纺织	0.23
603157.SH	拉夏贝尔	11.25	000726.SZ	鲁泰A	8.65	603608.SH	天创时尚	0.24
002042.SZ	华孚时尚	11.39	002042.SZ	华孚时尚	8.84	603558.SH	健盛集团	0.25
002327.SZ	富安娜	11.95	603157.SH	拉夏贝尔	9.55	002640.SZ	跨境通	0.28

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (类现金资产=货币资金+理财产品, 其中理财产品包括“其他流动资产”、“一年内到期的非流动资产”中的“理财产品”、“基金产品”、“国债逆回购”、“供应链融资借款”、“银行结构性存款”、“可供出售金融资产”、“结构性存款”)

表 7: 纺织服装板块类现金资产占比前 10 的公司

代码	简称	市值 (百万元)	类现金资产/市值
002029.SZ	七匹狼	4,957.20	86.54%
600177.SH	雅戈尔	25,034.32	56.54%
600448.SH	华纺股份	1,915.70	50.49%
300005.SZ	探路者	3,039.31	46.35%
600626.SH	申达股份	3,608.03	43.36%
002674.SZ	兴业科技	2,171.97	41.48%
601718.SH	际华集团	16,776.02	39.10%
603116.SH	红蜻蜓	4,696.00	38.65%
002193.SZ	如意集团	3,415.39	37.01%
000982.SZ	*ST中绒	2,833.92	34.93%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 8: 纺织服装板块股息率排名前 10 的公司

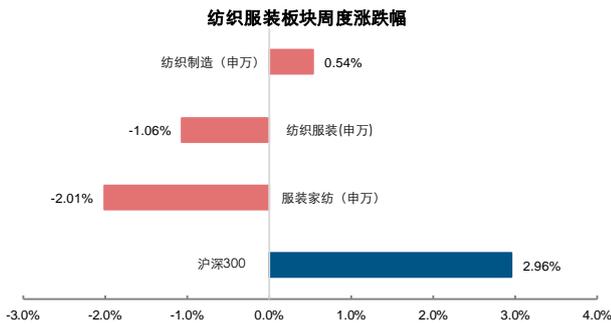
代码	简称	股息率 (2017A)
601566.SH	九牧王	7.04%
600398.SH	海澜之家	4.95%
002674.SZ	兴业科技	4.85%
601339.SH	百隆东方	4.61%
000726.SZ	鲁泰A	4.57%
002083.SZ	孚日股份	4.49%
002003.SZ	伟星股份	4.37%
600177.SH	雅戈尔	4.36%
002394.SZ	联发股份	4.13%
002042.SZ	华孚时尚	3.73%

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (百隆东方考虑 2017 年年中、年末两次分红)

## 行情回顾

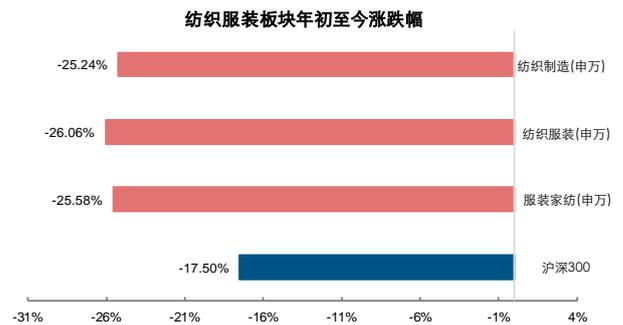
上周，纺织服装行业板块下跌 1.06%，同期沪深 300 指数上涨 2.96%，纺织服装板块跑输大盘 4.02 个百分点，排名第 27。个股方面，涨幅前五分别为：日播时尚（10.34%）、柏堡龙（6.43%）、希努尔（6.12%）、浔兴股份（5.43%）、摩登大道（4.71%）；跌幅前五分别为：商赢环球（-40.93%）、起步股份（-17.81%）、太平鸟（-8.26%）、延江股份（-7.97%）、金发拉比（-7.72%）。

图 30：本周行业涨跌幅



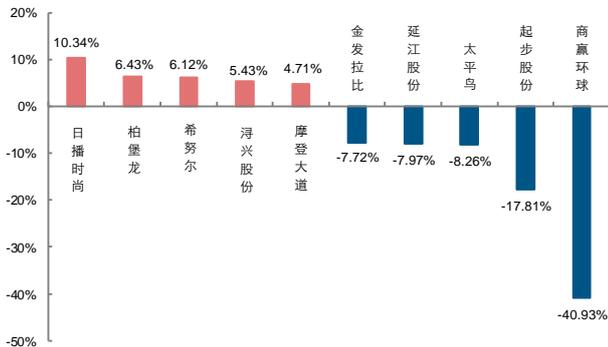
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 31：年初至今行业涨跌幅



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 32：本周纺织服装行业上市公司涨跌幅前五名



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 33：纺织服装板块 PE 历史走势



资料来源：Wind,长江证券研究所。

## 数据追踪

### 宏观数据跟踪

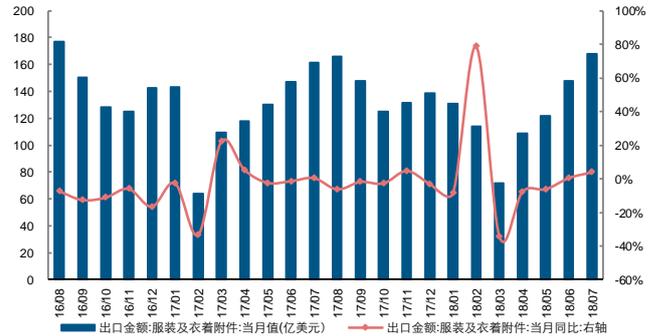
2018 年 7 月，纺织纱线、织物及制品出口金额为 101.59 亿美元，同比增长 8.79%；同期，服装及衣着附件出口金额为 167.92 亿美元，同比增长 3.99%。2018 年 1-7 月，纺织纱线、织物及制品累计出口金额为 684.61 亿美元，同比增长 10.10%；同期，服装及衣着附件出口金额为 859.06 亿美元，同比下降 0.80%。

图 34：7 月，纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 8.79%



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 35：7 月，服装及衣着附件出口金额同比增长 3.99%



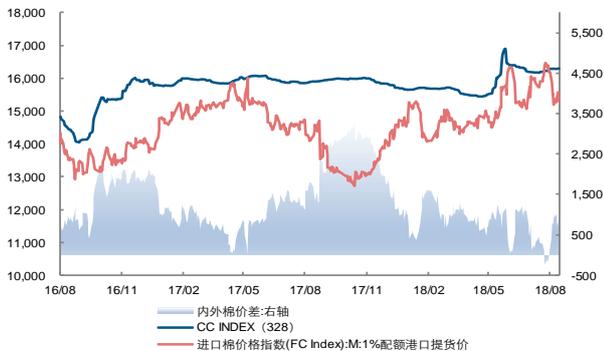
资料来源：Wind,长江证券研究所

## 原材料价格跟踪

截至 8 月 24 日，国内 328 级棉花现货收报 16,300 元/吨，较 8 月 17 日上涨 0.06%；进口棉（M）1%配额港口提货价 15,291 元/吨，国内外棉价差 1009 元/吨，较 8 月 10 日扩大 77 元/吨；进口棉(M)滑准税港口提货价较 8 月 10 日下跌 41 元/吨至 16,098 元/吨，国内外棉价差（滑准税）为 202 元/吨，较 8 月 10 日扩大 50 元/吨。

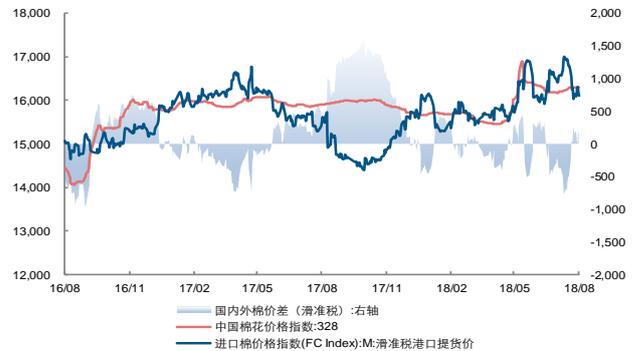
截至 8 月 24 日，国内纱线价格 24,070 元/吨，较 8 月 17 日上涨 100 元/吨；进口纱线港口提货价为 24,382 元/吨，较 8 月 17 日上涨 20 元/吨；国内外纱线价差为-312 元/吨，较 8 月 3 日收窄 80 元/吨。截至 8 月 23 日，坯布价格为 5.75 元/米，与上周持平。

图 36：截至 8 月 24 日，国内外棉价差为 1009 元/吨



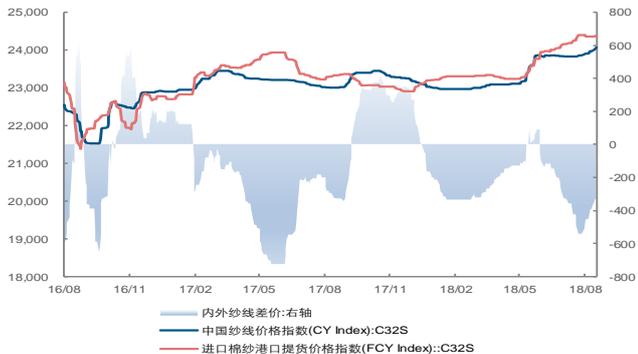
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 37：截至 8 月 24 日，国内外棉价差（滑准税）为 202 元/吨



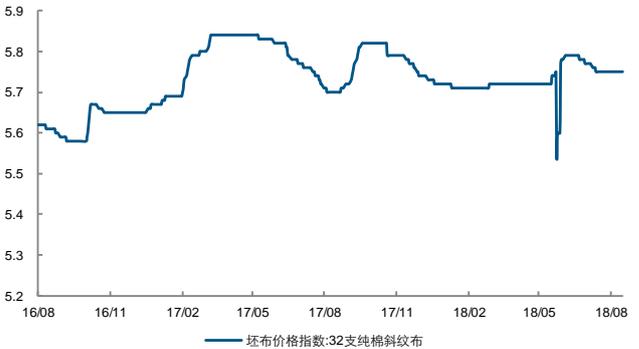
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 38：截至 8 月 24 日，国内外纱线价差为-312 元/吨



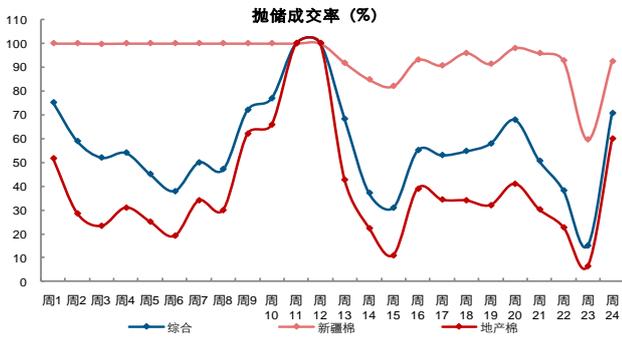
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 39：截至 8 月 23 日，坯布价格为 5.75 元/米



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 40: 第 24 周 (8.20-8.24) 国储棉抛储成交率大幅回升



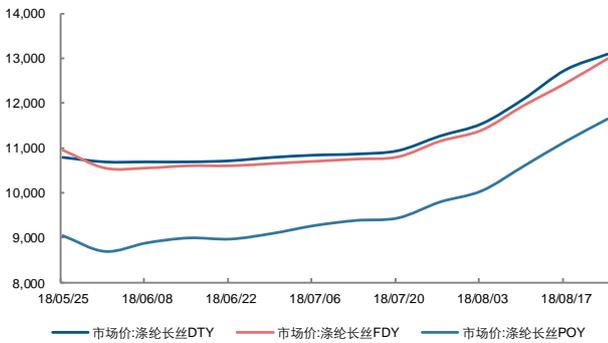
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 41: 第 24 周 (8.20-8.24) 地产棉抛储成交量大幅回升



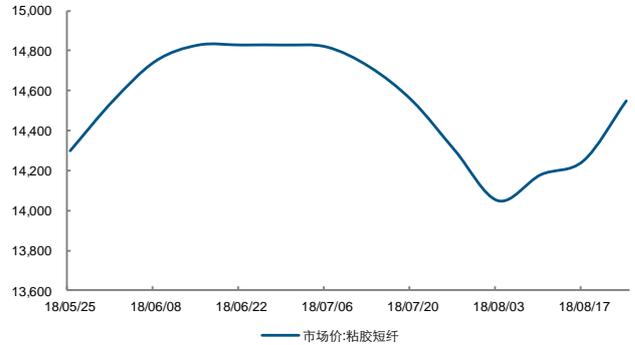
资料来源: Wind,长江证券研究所

图 42: 近 3 个月涤纶 POY/DTY/FDY 市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind,长江证券研究所

图 43: 近 3 个月粘胶短纤市场表现 (元/吨)



资料来源: Wind,长江证券研究所

## 国际纺织服装企业估值指标

表 9: 国际纺织服装企业估值

类别	公司简称	昨日 收盘价	调整市值 (百万美元)	EPS			PE		
				上一年度	当前年度	下一年度	上一年度	当前年度	下一年度
运动休闲	Nike Inc (美元)	82.45	131965.72	1.17	2.66	3.13	70	31	26
	adidas (欧元)	214.20	52091.43	5.42	8.15	9.49	40	26	23
	Puma(欧元)	465.50	8161.08	9.09	13.08	17.02	51	36	27
	Lululemon Athletica (美元)	138.76	18828.47	1.90	3.24	3.75	73	43	37
	李宁(港元)	8.37	2332.20	0.21	0.29	0.38	40	29	22
	安踏体育(港元)	40.15	13732.45	1.17	1.46	1.81	34	28	22
奢侈品	LVMH(欧元)	299.35	175753.66	10.21	12.58	13.65	29	24	22
	Hermes International(欧元)	554.00	67983.49	11.70	12.66	13.76	47	44	40
	Tapestry(美元)	51.03	14698.63	1.39	2.79	3.09	37	18	17
	Michael Kors Holdings Ltd(美元)	74.81	11170.76	3.89	5.03	5.36	19	15	14
	Ralph Lauren Corp(美元)	136.70	11090.49	1.99	6.60	7.20	69	21	19
	Burberry Group(英镑)	22.65	12052.93	0.69	0.81	0.86	33	28	26
	PVH Corp(美元)	154.53	11912.06	6.93	9.18	10.29	22	17	15
大众品牌	Kering (欧元)	457.20	67111.06	14.17	21.27	24.51	32	21	19
	Fast Retailing Co Ltd(日元)	52020.00	49617.41	1169.70	1405.58	1594.76	44	37	33
	Inditex(欧元)	28.54	103394.61	1.08	1.15	1.26	26	25	23
	Gap Inc(美元)	29.65	11488.47	2.16	2.58	2.71	14	12	11
	H&M(克朗)	130.62	23700.13	9.78	8.32	8.43	13	16	15
	TJX Cos Inc(美元)	108.06	67559.40	4.10	4.93	5.43	26	22	20
	Abercrombie & Fitch Co(美元)	27.34	1853.39	0.10	0.88	1.01	273	31	27
	中国利郎(港元)	8.98	1369.76	0.51	0.65	0.77	18	14	12

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

## 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。