

行业评级:

纺织服装

增持 (维持)

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

**张前** 执业证书编号: S0570517120004  
研究员 0755-82492080  
zhang\_qian@htsc.com

**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

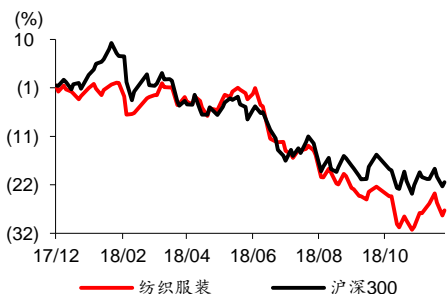
相关研究

1 《纺织服装:本土品牌正崛起,板块布局迎良机》2018.05

2 《歌力思(603808,买入):内生增长强劲,多品牌协同显现》2018.04

3 《太平鸟(603877,增持):库龄结构优化,Q4销售复苏显著》2018.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 冬去春来,静待风起

## 纺织服装行业 2019 年度策略

### 主要观点

2018 年以来纺服板块持续调整,截至 2018 年 11 月 15 日,纺织服装板块整体 PE (TTM) 20.6 倍,全行业相对于沪深 300 的估值溢价约 1.9 倍,PE 估值已经接近 2011 年以来的最低水平。从行业整体数据及上市公司财报来看,基本面向上拐点已经确立,未来仍有配置价值,建议沿两条主线选股: 1. 优质制造龙头: 建议关注鲁泰 A、健盛集团、百隆东方。2. 品牌、渠道、供应链提升的优质品牌服装企业: 建议关注太平鸟、歌力思、森马服饰、拉夏贝尔。

### 2018 年回顾: 基本面持续改善, 股价受市场影响持续调整

受大盘影响,2018 年初至 2018 年 11 月 15 日,纺织服装板块(申万)下跌 28.4%。从基本面看,行业整体稳中向好,根据国家统计局数据,2018 年前三季度限额以上批发和零售业中,服装鞋帽纺织类零售额为 9581 亿元,同比增长 8.9%,与消费品零售总额整体增速基本相当。主要上市公司业绩依旧保持了稳定增长,2018 年前三季度,主要纺织制造上市公司实现营业总收入合计 610 亿元,同比增长 14%;服装家纺上市公司实现营业总收入 1274 亿元,同比增长 8%。

### 优质制造龙头配置价值凸显, 建议按照四个要素选股

我们认为优质的制造龙头依然值得持续关注,优质企业的护城河主要体现在四个方面: 优质的客户资源、持续进行固定资产投入构建规模壁垒、持续的研发投入构建技术壁垒、全球化的产能布局以保持成本优势的可持续性。同时满足以上条件的制造型企业具备更好的持续增长能力。

### 品牌、渠道、供应链全方位提升, 本土品牌呈现新的生命力

我国本土服装品牌普遍存在品牌调性与销售价格不匹配的问题,以太平鸟为代表的本土优质品牌服装企业已经开始加大在品牌建设方面的投入,通过自主设计研发、跨界合作、多样化营销等手段提升品牌调性。渠道方面,经历了粗放发展后的调整阶段,部分企业的线下渠道数量重回增长轨道,线上的布局也逐渐加速。随着信息化技术的普及,服装品牌产生了以 TOC 为代表的新的供应链管理新模式,运营效率得到不断提升。

### 投资建议: 沿两条主线寻找结构性机会

建议沿两条主线布局: 1. 优质制造龙头: 订单将逐步向少数优质供应商集中,优质制造企业有望继续提升份额,同时规模优势的加强有助于盈利能力的进一步提升。建议关注鲁泰 A、健盛集团、百隆东方。2. 品牌、渠道、供应链提升的优质品牌服装企业: 我国本土服装品牌仍有很大成长空间,部分优质企业已经完成了品牌、渠道、供应链等多方位的提升,未来有望进入快速成长期。重点推荐太平鸟、歌力思,建议关注森马服饰、拉夏贝尔。

风险提示: 消费复苏低于预期; 贸易环境变化超预期; 原材料价格波动。

## 正文目录

板块回顾：向上拐点趋势确立，估值或已回调到位 .....	5
行业整体表现：内销稳定增长，出口不确定性增强 .....	5
上市公司财报表现：业绩持续增长，盈利能力基本保持稳定 .....	6
收入、利润保持稳定增长 .....	6
盈利能力基本保持平稳 .....	7
营运效率有待提升 .....	8
市场表现：年初至今持续调整 .....	9
2019 年展望：制造龙头强者恒强，本土服装品牌逐渐崛起 .....	12
马太效应显现，四大优势铸就生产型龙头企业 .....	12
本土服装品牌形象提升，渠道变革加速，供应链效率提高 .....	16
品牌：本土服装品牌调性逐步提升 .....	16
渠道：重回扩张轨道，线上、线下加速融合 .....	18
供应链：信息化助力服装供应链效率提升 .....	23
投资建议 .....	25
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1：社会消费品零售总额 .....	5
图表 2：限额以上批发和零售业零售额：服装鞋帽、针、纺织品类 .....	5
图表 3：中国纺织品出口额 .....	5
图表 4：中国服装出口额 .....	5
图表 5：规模以上企业收入 .....	6
图表 6：规模以上企业收入 .....	6
图表 7：主要纺织类上市公司营收 .....	6
图表 8：主要服装类上市公司营收 .....	6
图表 9：2018Q1-Q3 纺织各细分板块上市公司营收同比增速 .....	6
图表 10：2018Q1-Q3 服装各细分板块上市公司营收同比增速 .....	6
图表 11：主要纺织类上市公司净利润 .....	7
图表 12：主要服装家纺上市公司净利润 .....	7
图表 13：2018Q1-Q3 纺织各细分板块上市公司净利润同比增速 .....	7
图表 14：2018Q1-Q3 服装家纺各细分板块上市公司营收同比增速 .....	7
图表 15：2016-18 前三季度纺织制造板块主要上市公司毛利率、净利率 .....	7
图表 16：2016-18 前三季度主要服装家纺上市公司毛利率、净利率 .....	7
图表 17：2016-2018 前三季度主要纺织类上市公司管理、销售费用率 .....	8
图表 18：2016-2018 前三季度主要服装类上市公司管理、销售费用率 .....	8
图表 19：2018Q1-Q3 纺织各细分板块上市公司毛利率、净利率 .....	8
图表 20：2018Q1-Q3 服装各细分板块上市公司毛利率、净利率 .....	8

图表 21: 纺织各细分板块上市公司毛利率、净利润率前三季度同比.....	8
图表 22: 服装各细分板块上市公司毛利率、净利率前三季度同比.....	8
图表 23: 2017-18 前三季度纺服板块主要上市公司应收账款周转天数.....	9
图表 24: 2017-18 前三季度纺服板块主要上市公司存货周转天数.....	9
图表 25: 2017-18 前三季度纺织制造各子板块应收账款周转天数.....	9
图表 26: 2017-18 前三季度服装家纺主要上市公司应收账款周转天数.....	9
图表 27: 2017-18 前三季度纺织制造主要上市公司存货周转天数.....	9
图表 28: 2017-18 前三季度服装家纺主要上市公司存货周转天数.....	9
图表 29: 2018 年至今 (2018 年 11 月 15 日) 纺织服装指数、沪深 300 相对收益.....	10
图表 30: 2018 年初至今各板块涨跌幅 (申万分类).....	10
图表 31: 2018 年初至今纺织服装各子板块涨跌幅 (申万分类).....	10
图表 32: 2018 年初至今纺织服装板块 PE (TTM).....	11
图表 33: 四大优势铸就优质生产制造型企业.....	12
图表 34: 全球大型品牌服装企业供应商数量.....	12
图表 35: 主要纺织服装制造类上市公司主要客户.....	13
图表 36: 纱线上市公司固定资产净值.....	13
图表 37: 纱线上市公司营收/生产人员数量.....	13
图表 38: 面料上市公司固定资产净值.....	14
图表 39: 面料上市公司营收/生产人员数量.....	14
图表 40: 纱线上市公司研发费用/营业收入.....	14
图表 41: 纱线上市公司毛利率.....	14
图表 42: 面料上市公司研发费用/营业收入.....	15
图表 43: 面料上市公司毛利率.....	15
图表 44: 全球范围内纺织服装产业的中心转移.....	15
图表 45: 主要上市公司海外布局情况.....	16
图表 46: 主要生产型公司财务指标.....	16
图表 47: 2014-2017 年太平鸟研发费用.....	17
图表 48: 2014-2017 年太平鸟上市服装新款色数量.....	17
图表 49: 太平鸟与迪士尼、小黄人、百事推出的品牌联名合作款.....	17
图表 50: 歌力思旗下 Ed Hardy 与 Umbro2018 世界杯联名系列.....	17
图表 51: 森马、海澜之家聘请当红明星做代言人.....	18
图表 52: 太平鸟与时尚杂志 VOGUE 合作.....	18
图表 53: 2017 年中国消费者对不同品类的品牌偏好.....	18
图表 54: 我国本土大众品牌服饰发展的四个阶段.....	19
图表 55: 2015-2017 年服装家纺板块重点公司线下门店数量.....	19
图表 56: 与太平鸟合作的线下渠道商.....	20
图表 57: 2015-2017 年太平鸟购物中心店数量.....	20
图表 58: 阿里巴巴实现每单位 GMV 可以获得的市场服务收入变化.....	20
图表 59: 2012-2018 年天猫“双十一”活动女装销售品牌排名.....	21
图表 60: 2016-2017 年服装家纺板块重点公司线上营业收入.....	21
图表 61: 天猫与太平鸟集团新零售战略合作.....	22

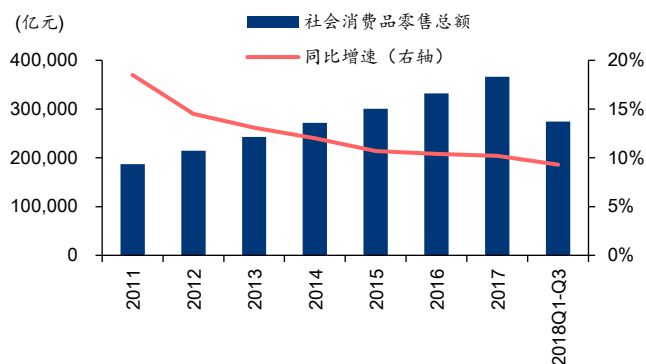
图表 62: 服装门店新零售智能运营平台 .....	22
图表 63: 服装商品 RFID 门店智能管理系统 .....	22
图表 64: 通过通用机器视觉技术对门店客流、成功交易率进行统计分析 .....	23
图表 65: 通过通用机器视觉技术对客户进行人脸识别, 转化为定量数据 .....	23
图表 66: 2015-2017 年服装家纺重要公司存货周转天数 .....	23
图表 67: 2011-2016 年 Fast retailing/H&M/Inditex 存货周转天数 .....	23
图表 68: 太平鸟 TOC 模式 .....	24
图表 69: 太平鸟 PeaceBird 男装执行 TOC 模式后的销售数据表现 .....	24
图表 70: RFID 技术可以快速跟踪各环节数据 .....	24
图表 71: 拉夏贝尔借力 RFID 技术, 进行货品有效调拨 .....	24

## 板块回顾：向上拐点趋势确立，估值或已回调到位

### 行业整体表现：内销稳定增长，出口不确定性增强

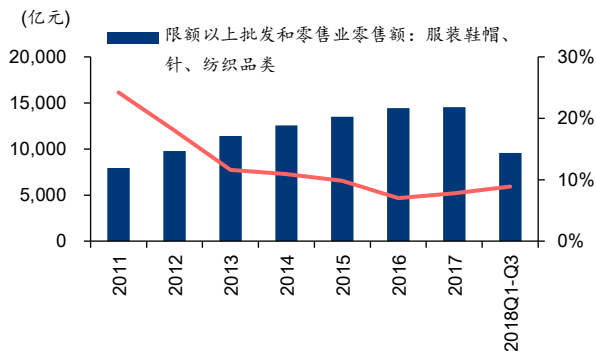
服装类内销情况依旧稳中向好。根据国家统计局数据，2018 年前三季度我国社会消费品零售总额为 27.4 万亿元，同比增长 9.3%，虽增速比去年同期下滑了 1.1 个百分点，但仍然保持了较好的增长态势。限额以上批发和零售业中，服装鞋帽纺织类零售额为 9581 亿元，同比增长 8.9%，与消费品零售总额整体增速基本相当。

图表1：社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

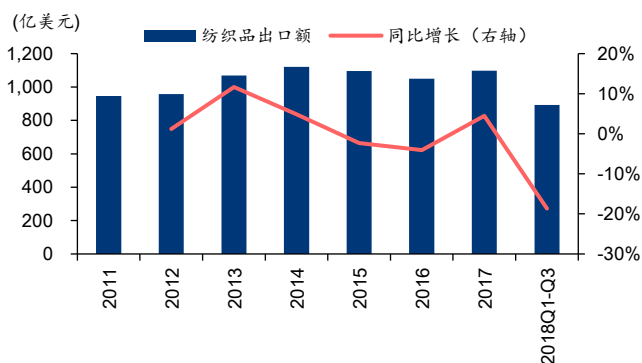
图表2：限额以上批发和零售业零售额：服装鞋帽、针、纺织品类



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

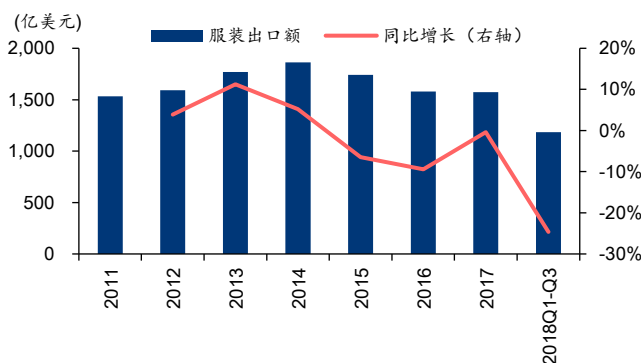
纺织服装出口承压，外部不确定性增强。根据海关总署数据，2018 年前三季度我国纺织纱线、织物及制品出口额 893 亿美元，同比下滑 18.7%；服装及衣着附件出口额 1185 亿美元，同比下滑 24.6%。我国在欧盟、美国、日本三大纺织品服装进口市场所占份额持续下降。越南等东南亚国家纺织服装行业发展较快，订单分流的压力增大，我国纺织、服装企业近几年加速在海外的产能布局，部分企业从国内直接出口至美国的占比已降至个位数。同时，中美的贸易摩擦给未来的纺织服装出口造成了一定的不确定性。

图表3：中国纺织品出口额



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

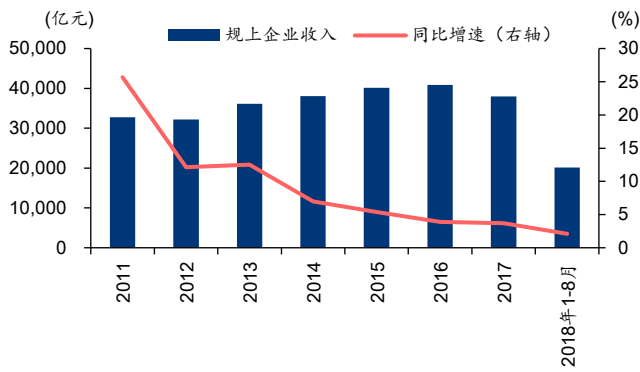
图表4：中国服装出口额



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

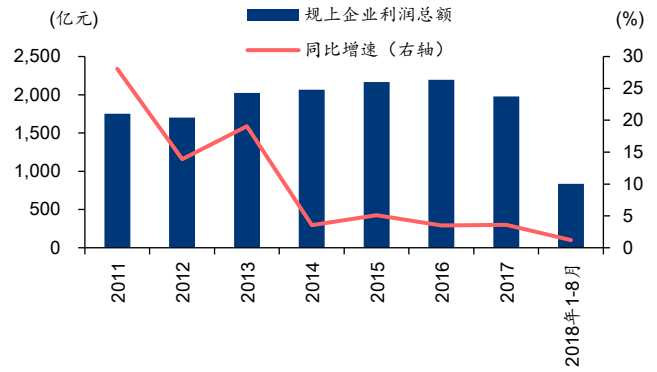
规模以上纺织服装企业收入规模保持增长，增速有所放缓。根据国家统计局数据，我国规模以上纺织业（主营业务收入 2000 万元以上）2018 年 1-8 月主营业务收入为 20,124 亿元，同比增长 2.1%，增速较去年同期下滑了 5.7 个百分点；利润总额为 835.6 亿元，同比增长 1.2%，增速较去年同期下滑 2.9 个百分点。我们认为主要是出口型企业收入下滑拖累了整体的增速。

图表5：规模以上企业收入



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表6：规模以上企业收入



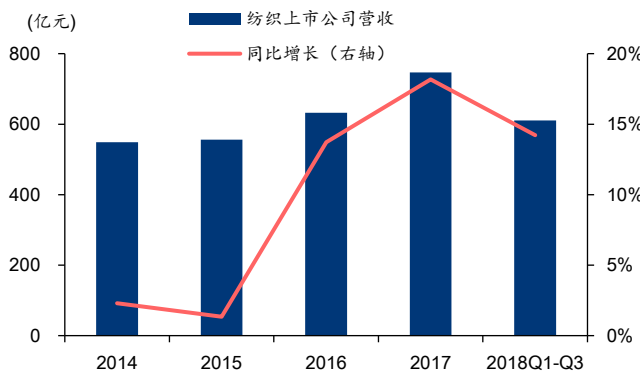
资料来源：海关总署，华泰证券研究所

## 上市公司财报表现：业绩持续增长，盈利能力基本保持稳定

### 收入、利润保持稳定增长

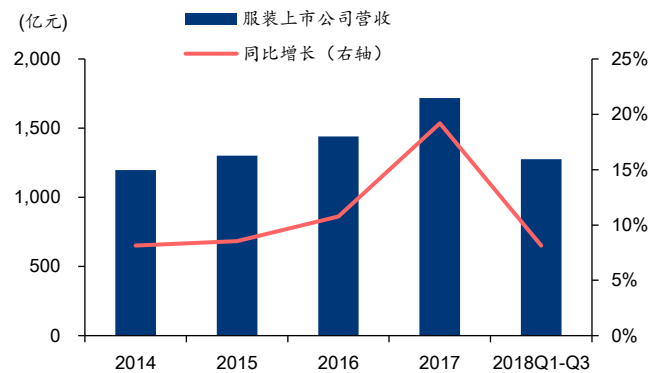
我们选取了主要的 80 家纺服行业上市公司（其中 28 家纺织公司，52 家服装公司）。2018 年前三季度，主要纺织类上市公司实现营业总收入合计 610 亿元，同比增长 14%；在各细分子板块中，印染以 20% 的同比增速领跑。前三季度主要服装家纺上市公司实现营业总收入 1274 亿元，同比增长 8%；各细分子板块中，休闲服装以 36% 的同比增速领跑。

图表7：主要纺织类上市公司营收



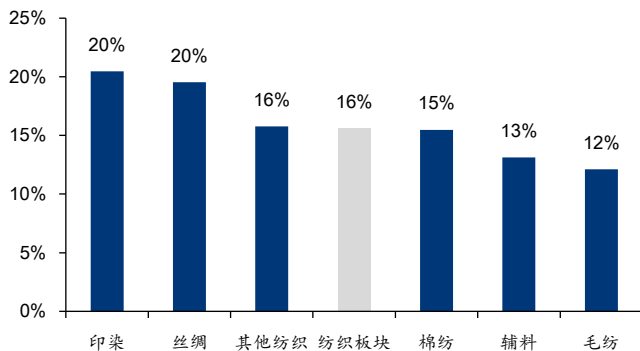
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：主要服装类上市公司营收



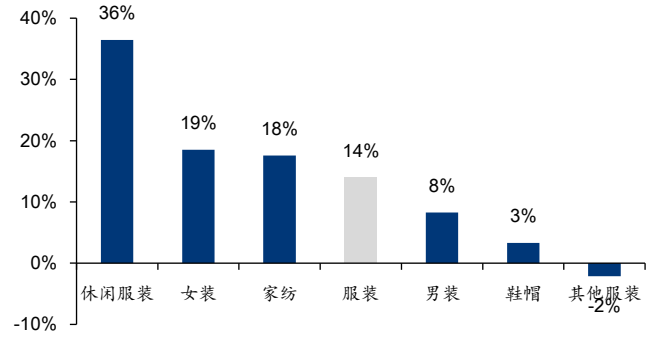
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2018Q1-Q3 纺织各细分板块上市公司营收同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

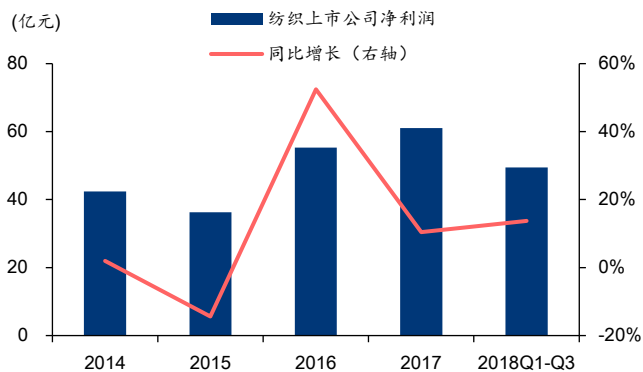
图表10：2018Q1-Q3 服装各细分板块上市公司营收同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

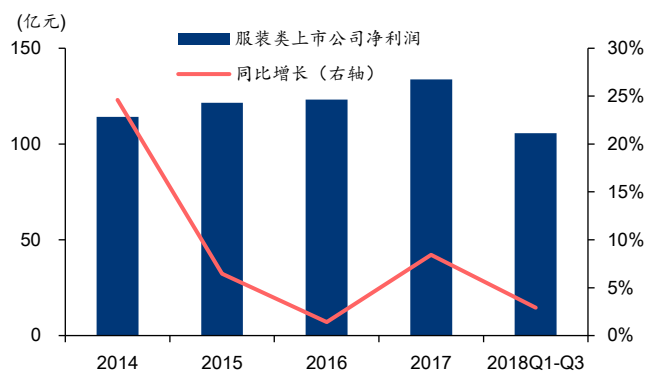
2018年前三季度，主要纺织类上市公司实现净利润合计49.4亿元，同比增长14%；在各细分子板块中，丝绸以25%的同比增速领跑。前三季度主要服装家纺上市公司实现营业总收入105.7亿元，同比增长3%；各细分子板块中，家纺以21%的同比增速领跑。

图表11：主要纺织类上市公司净利润



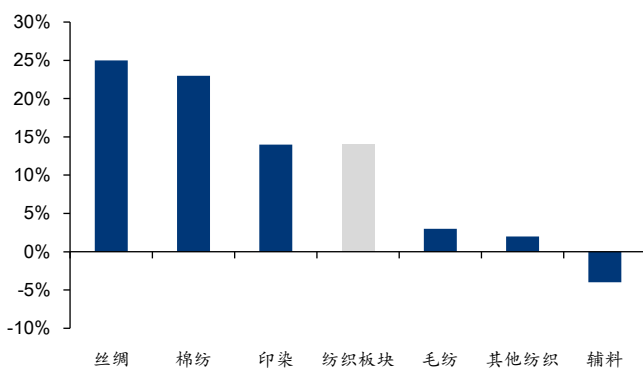
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：主要服装家纺上市公司净利润



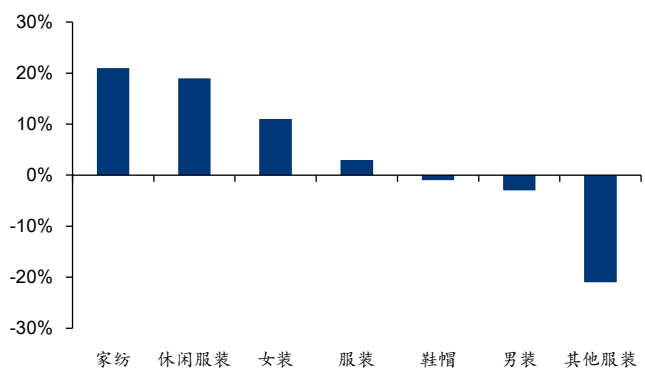
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：2018Q1-Q3 纺织各细分板块上市公司净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：2018Q1-Q3 服装家纺各细分板块上市公司营收同比增速

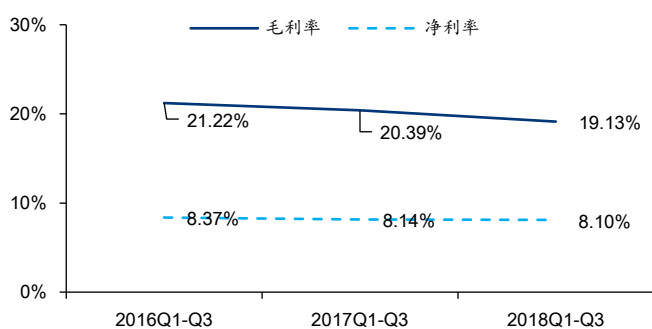


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**盈利能力基本保持平稳**

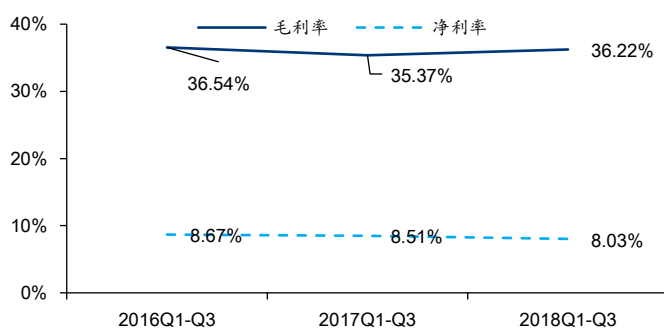
2018年前三季度，纺织制造板块主要上市公司实现毛利率19.1%，同比下降1.3个百分点；实现净利率8.1%，同比基本持平。服装家纺板块主要上市公司实现毛利率36.22%，同比增长0.9个百分点；实现净利率8.0%，同比下降0.5个百分点。

图表15：2016-18 前三季度纺织制造板块主要上市公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

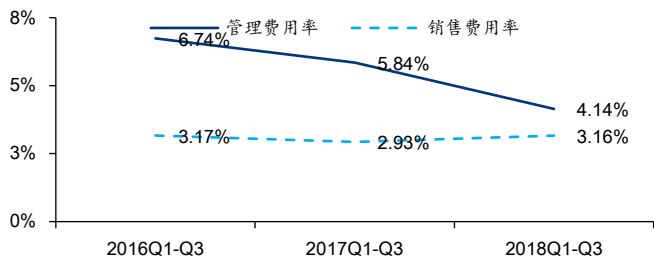
图表16：2016-18 前三季度主要服装家纺上市公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

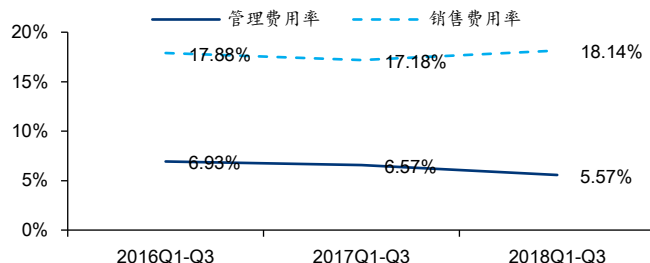
纺织制造、服装家纺板块管理费用率同比下降，销售费用率同比提升。管理费用率同比均有所下降。2018Q1-Q3，纺织制造板块主要上市公司管理费用率 4.1%，同比下降 1.7 个百分点；销售费用率 3.2%，同比增长 0.2 个百分点。服装家纺板块主要上市公司管理费用率 5.6%，同比下降 1.0 个百分点；销售费用率 18.1% 同比增长 1.0 个百分点。

图表17: 2016-2018 前三季度主要纺织类上市公司管理、销售费用率



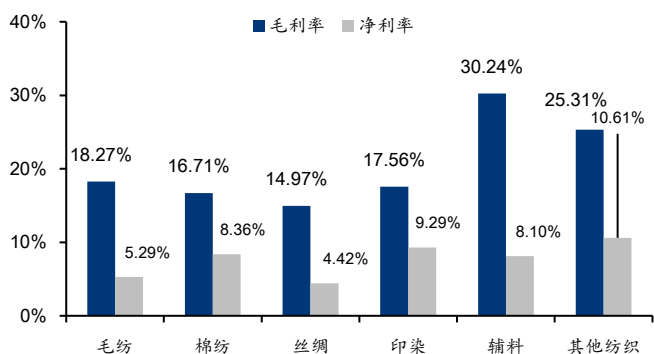
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 2016-2018 前三季度主要服装类上市公司管理、销售费用率



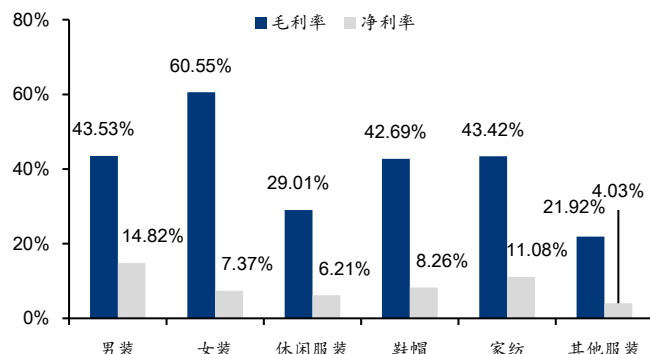
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 2018Q1-Q3 纺织各细分板块上市公司毛利率、净利率



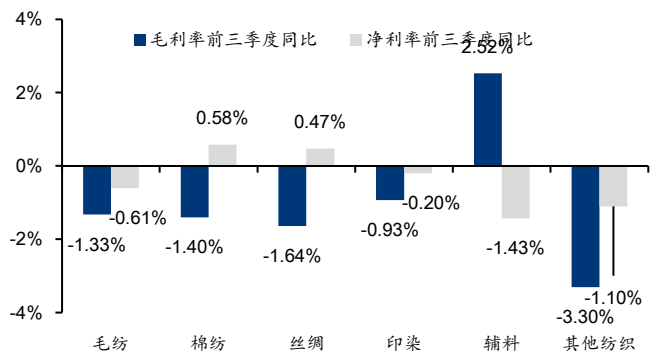
资料来源: Wind, 证券研究所

图表20: 2018Q1-Q3 服装各细分板块上市公司毛利率、净利率



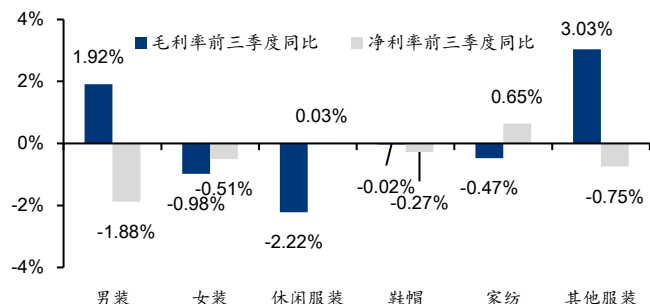
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 纺织各细分板块上市公司毛利率、净利率前三季度同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 服装各细分板块上市公司毛利率、净利率前三季度同比

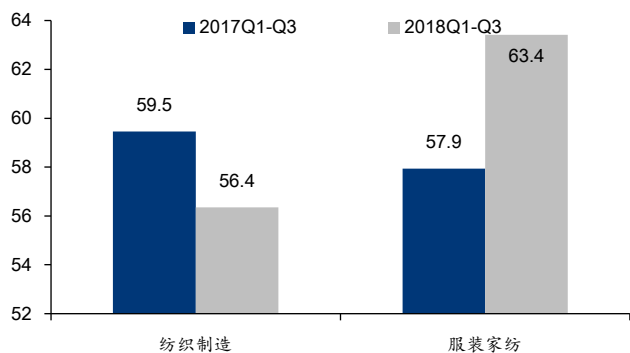


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**营运效率有待提升**

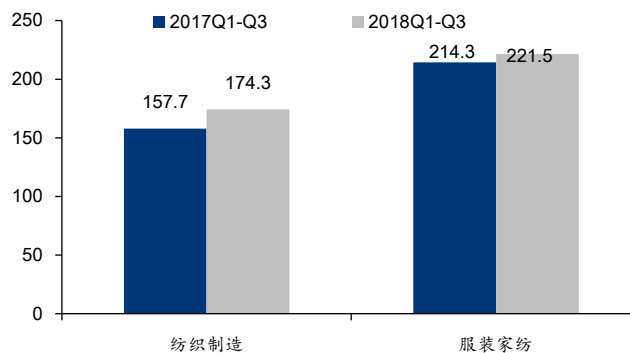
2018 年前三季度，纺织制造板块主要上市公司应收账款周转天数 56.4，同比减少 3.1 天；存货周转天数 174.3 天，同比增加 16.6 天。服装家纺板块主要上市公司应收账款周转天数 63.4 天，同比增加 5.5 天；存货周转天数 221.5 天，同比增加 7.2 天。

图表23: 2017-18 前三季度纺织服装板块主要上市公司应收账款周转天数



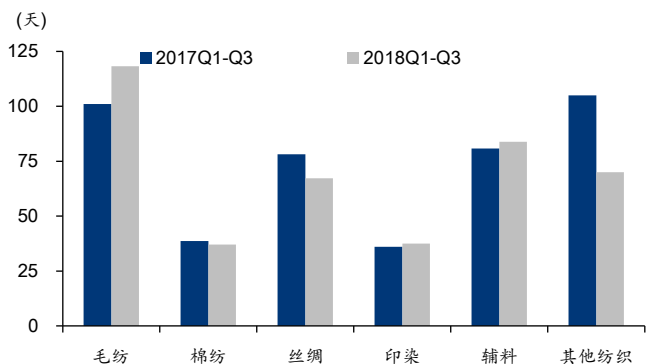
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 2017-18 前三季度纺织服装板块主要上市公司存货周转天数



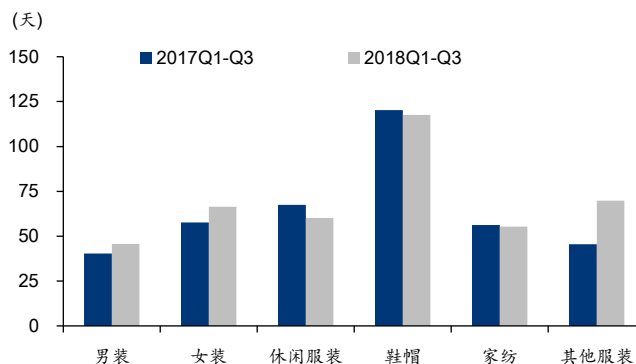
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 2017-18 前三季度纺织制造各子板块应收账款周转天数



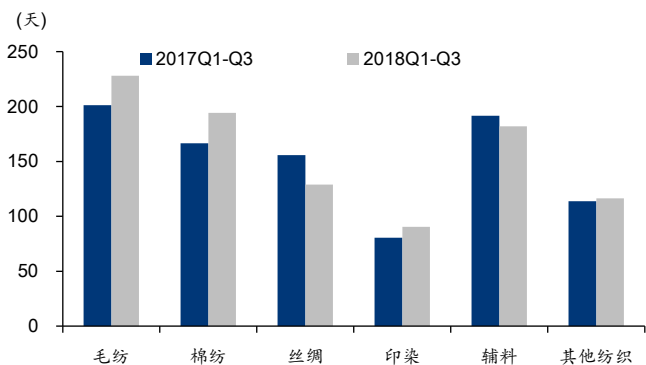
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 2017-18 前三季度服装家纺主要上市公司应收账款周转天数



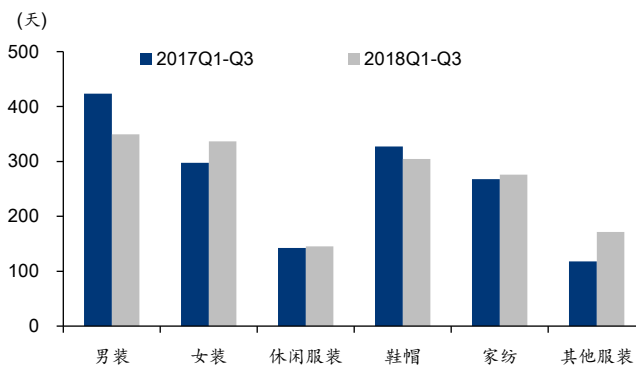
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 2017-18 前三季度纺织制造主要上市公司存货周转天数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 2017-18 前三季度服装家纺主要上市公司存货周转天数

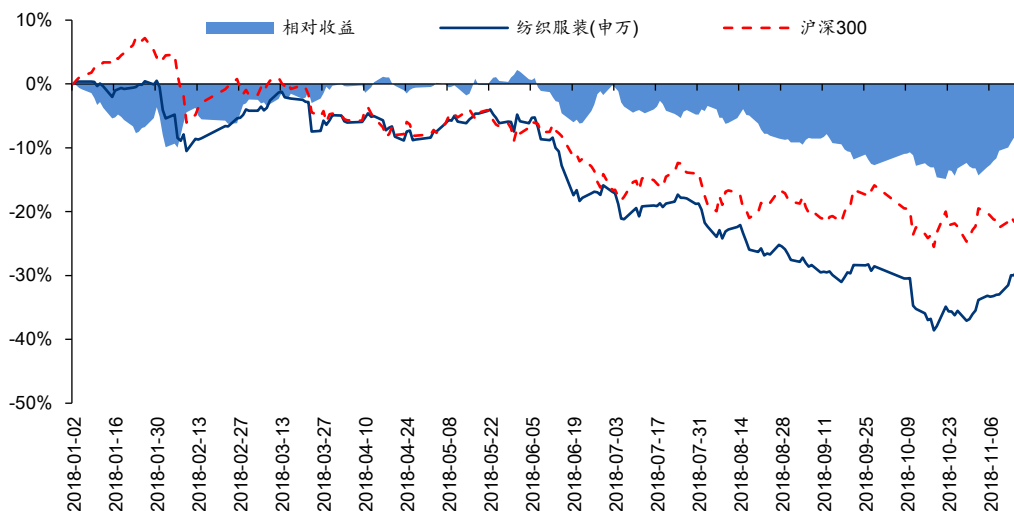


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 市场表现: 年初至今持续调整

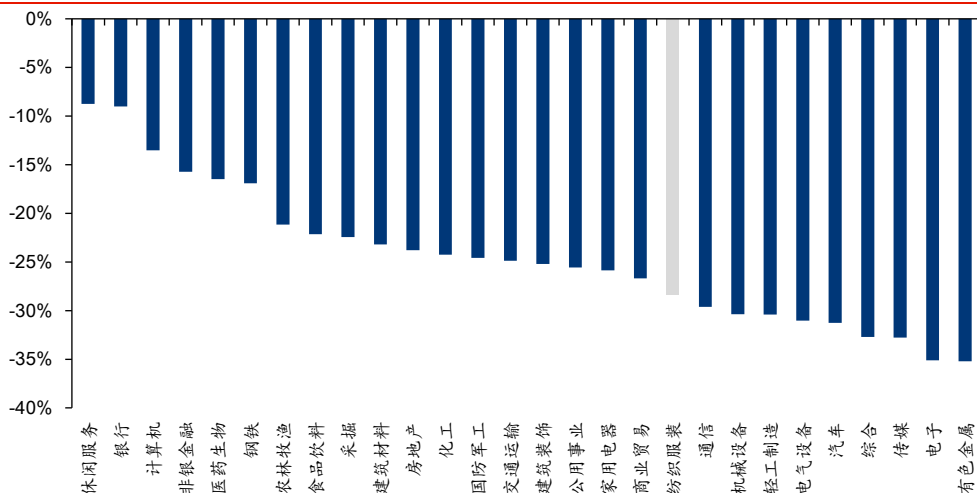
2018 年初至今 (2018 年 11 月 15 日), 沪深 300 指数下跌 19.6%, 纺织服装板块 (申万分类) 下跌 28.4%, 位列 28 个行业板块中第 19 位。纺服子板块中丝绸板块表现较好, 年初至今下跌 21%; 女装表现较为落后, 年初至今下跌 41%。

图表29: 2018年至今(2018年11月15日)纺织服装指数、沪深300相对收益



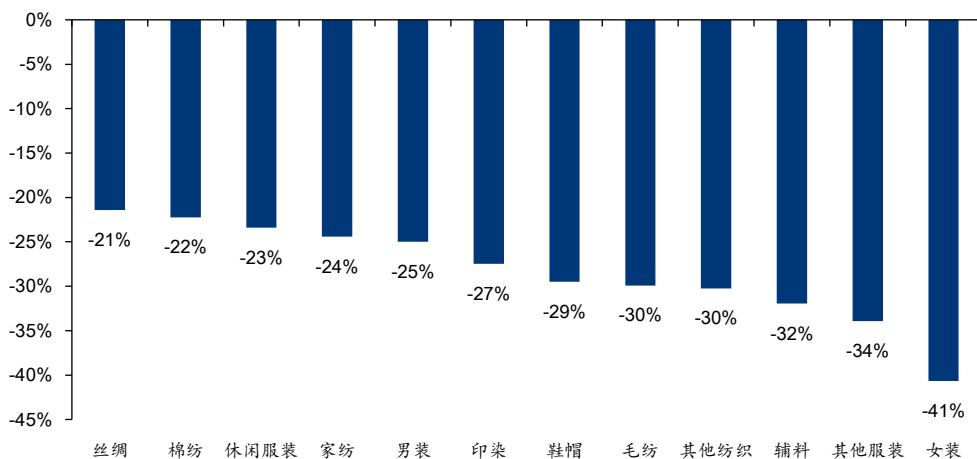
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 2018年初至今各板块涨跌幅(申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

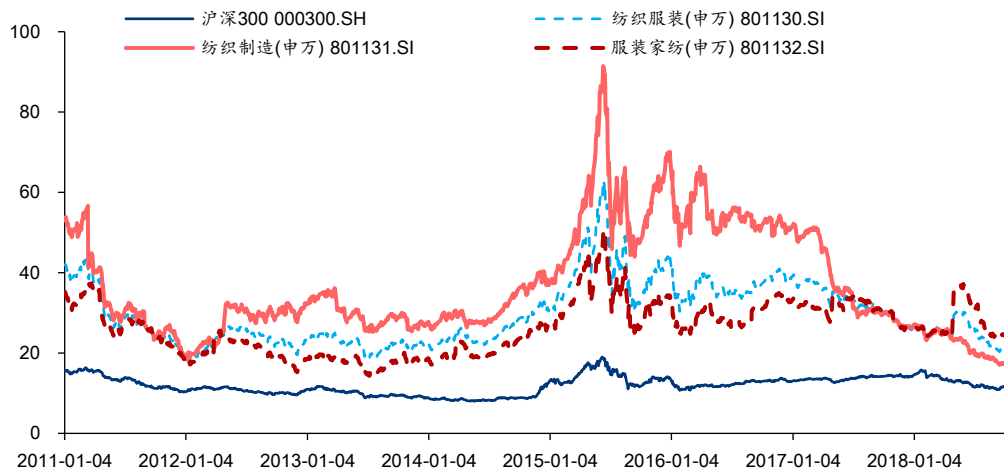
图表31: 2018年初至今纺织服装各子板块涨跌幅(申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

估值方面，今年以来市场持续调整，估值水平持续震荡下行。截至 2018 年 11 月 15 日，纺织服装板块整体 PE (TTM) 20.6 倍，全行业相对于沪深 300 的估值溢价约 1.9 倍；纺织制造板块整体 PE (TTM) 17.4 倍，服装家纺板块整体 PE (TTM) 23.8 倍，相对沪深 300 的估值溢价分别为 1.6、2.2 倍。板块估值水平已经接近 2011 年以来的最低水平。

**图表32： 2018 年初至今纺织服装板块 PE (TTM)**



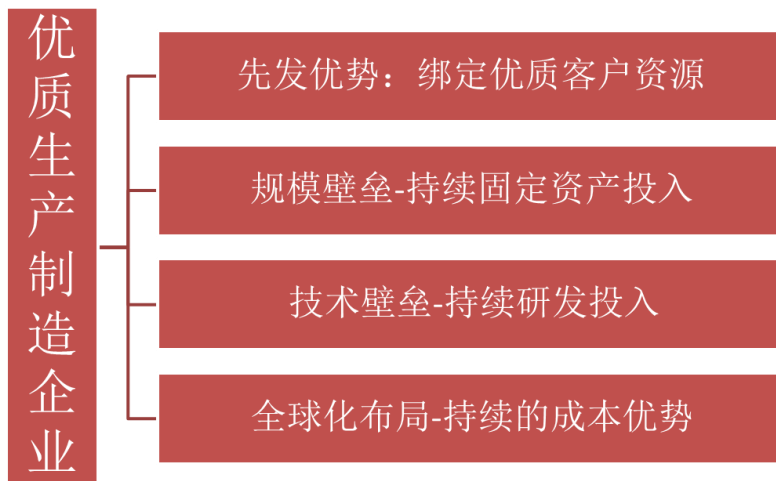
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2019 年展望：制造龙头强者恒强，本土服装品牌逐渐崛起

### 马太效应显现，四大优势铸就生产型龙头企业

自 20 世纪 80 年代以来，经过 40 年左右的积累，我国纺织服装行业从纱线、面料到成品服装领域都涌现出大量的优质生产制造型企业。我们认为应当从四个方面筛选优质的生产制造型企业：优质的客户资源、持续进行固定资产投资构建规模壁垒、持续的研发投入构建技术壁垒、全球化的产能布局以保持成本优势的可持续性。同时满足以上条件的制造型企业具备更好的持续增长能力。具体标的方面，建议关注鲁泰 A、健盛集团、百隆东方。

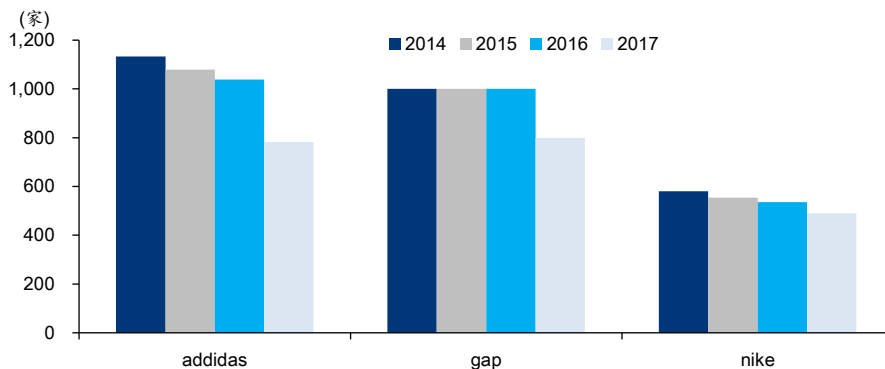
图表33：四大优势铸就优质生产制造型企业



资料来源:华泰证券研究所

绑定优质客户的生产型企业将具备显著的先发优势。在产业链分工逐步细分的背景下，品牌服装企业更多地将资源集中在产品设计、品牌运营、渠道铺设、市场营销等关键环节，对于上游原材料直至成品生产制造环节采用采购或者外包模式。随着市场竞争日趋激烈，品牌企业更倾向于将订单交付给产能、交付有保障、能够提供更高附加值的供应商，从而促进了供应商的集中度提升。因此，具备优质客户资源储备的生产型企业有较为显著的先发优势。

图表34：全球大型品牌服装企业供应商数量



资料来源:各公司公告，华泰证券研究所

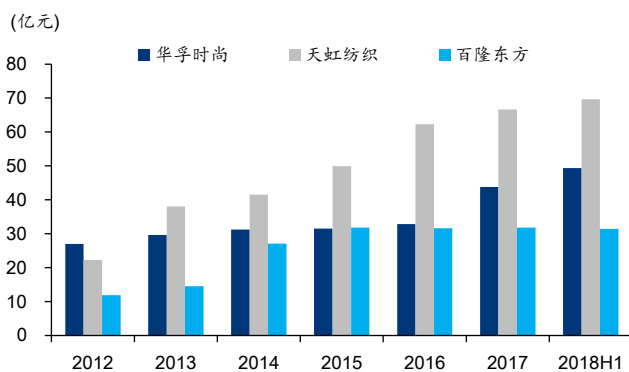
**图表35： 主要纺织服装制造类上市公司主要客户**

细分行业	公司	主营业务	主要客户
纱线	天虹纺织	纱线、坯布、印染布	超过 3000 个国内外客户，包括优衣库、耐克、阿迪、彪马等
	华孚时尚	色纺纱	国内：佐丹奴、李宁等；国外：GAP、POLO、耐克、彪马、优衣库、ZARA、H&M 等
	百隆东方	色纺纱	国内：雅戈尔、李宁、美特斯邦威；国外：ZARA、H&M、GAP、Esprit、优衣库、Burberry、Polo 等
面料	超盈国际	内衣物料、运动服饰面料	维密、安莉芳、黛安芬、玛莎、爱慕等
	鲁泰	色织布、衬衫	优衣库、阿玛尼、Gucci、Oxford 等
	联发股份	色织布、印染布、衬衫、家纺面料	H&M、GAP、THREADTEX、SEIDENSTICKER、PVH 集团等
成衣	申洲国际	针织成衣、鞋面	国内：安踏、李宁等；国外：优衣库、耐克、阿迪、彪马等
	维珍妮	女士内衣	维密、PVH、阿迪、Reebok 等
	健盛集团	袜子、内衣等	迪卡侬、伊藤忠、冈本、太平洋、麦德龙等
	孚日股份	毛巾、床上用品	沃尔玛、法朗哥；日本朝日、伊藤华洋行、易初莲花、网易严选等

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

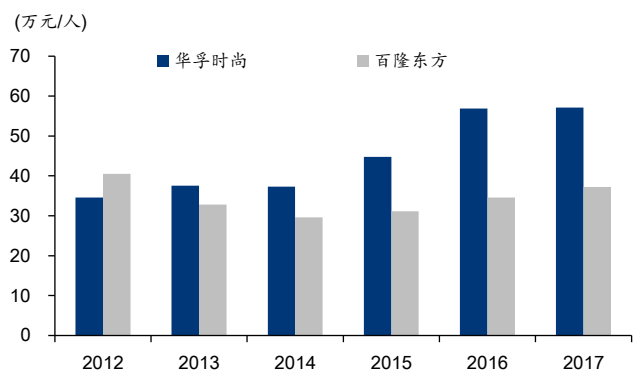
**优质的制造企业通过持续的固定资产投入构建规模壁垒和成本优势。**产能的扩张是生产制造型企业收入增长的保证，与此同时，持续在自动化设备上投入资本投入有助于企业提升人均产出、缩短订单周期。在下游客户普遍提升供应商准入门槛的背景下，订单将逐渐向产能充足、订单交付周期短的制造类企业集中。产能的持续扩张不仅需要企业管理层坚持深耕主业的战略，更需要管理层能够对经济周期和企业现金流管理有良好的把握。回顾过去行业的周期，我们发现优秀的制造类公司能够在行业景气度下行的阶段逆势进行产能扩张，从而在行业周期上行的阶段拉开和竞争对手的差距。

**图表36： 纱线上市公司固定资产净值**



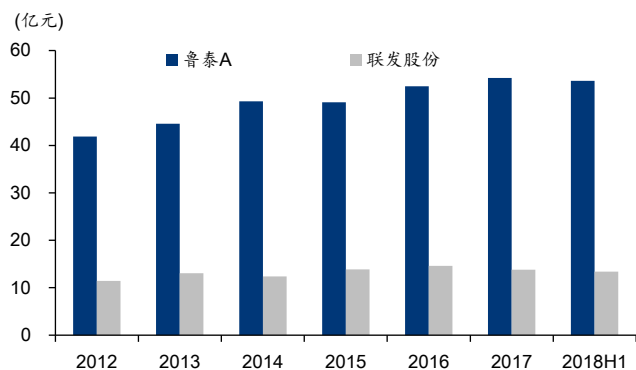
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表37： 纱线上市公司营收/生产人员数量**



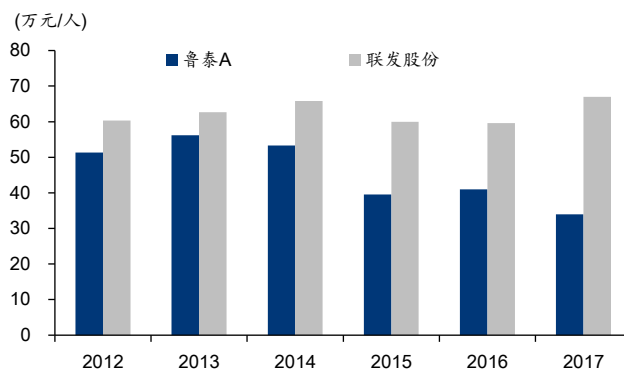
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表38: 面料上市公司固定资产净值**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

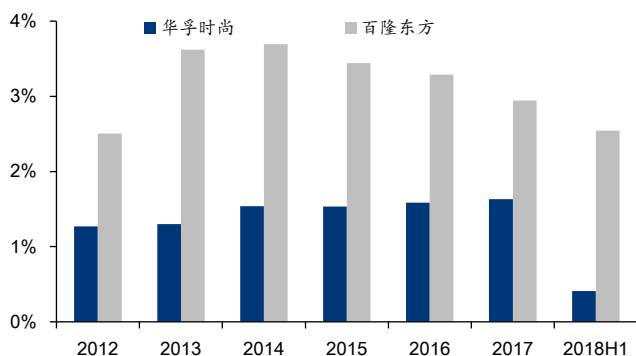
**图表39: 面料上市公司营收/生产人员数量**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

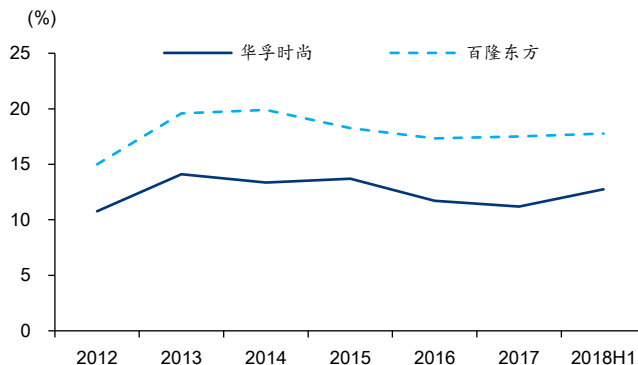
优质的制造企业通过较高的研发投入有助于为客户提供附加值更高的产品和服务,从而保证竞争力。通过对比纱线、面料、成衣典型上市公司的研发投入和毛利率可以发现,持续进行较高比例研发投入的公司毛利率的优势更明显。同时,高附加值的产品和服务有助于保持客户的粘性。以成衣制造领域的龙头申洲国际为例,公司由成衣生产向面料制造拓展,并持续在功能性面料的开发上进行较大的资本投入,在提升了公司议价能力的同时也增加了公司主要客户(如耐克、阿迪、优衣库等)的粘性。

**图表40: 纱线上市公司研发费用/营业收入**



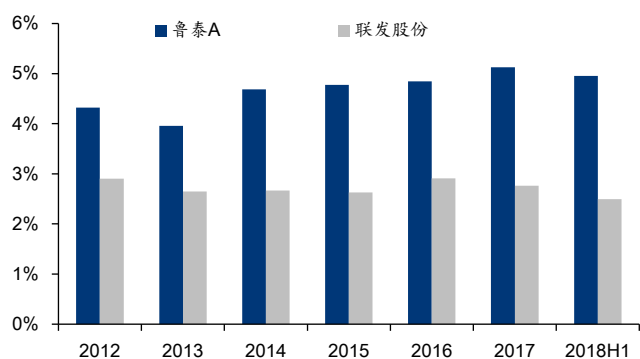
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表41: 纱线上市公司毛利率**



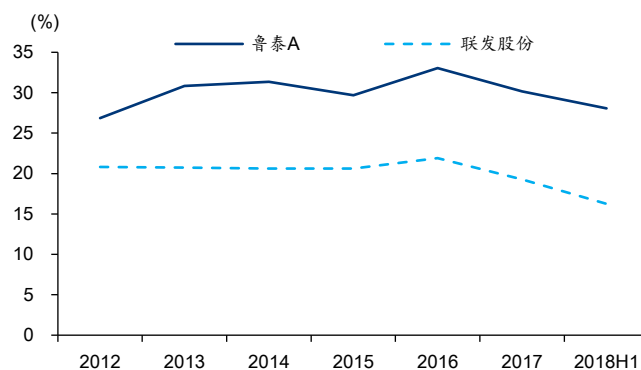
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42： 面料上市公司研发费用/营业收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

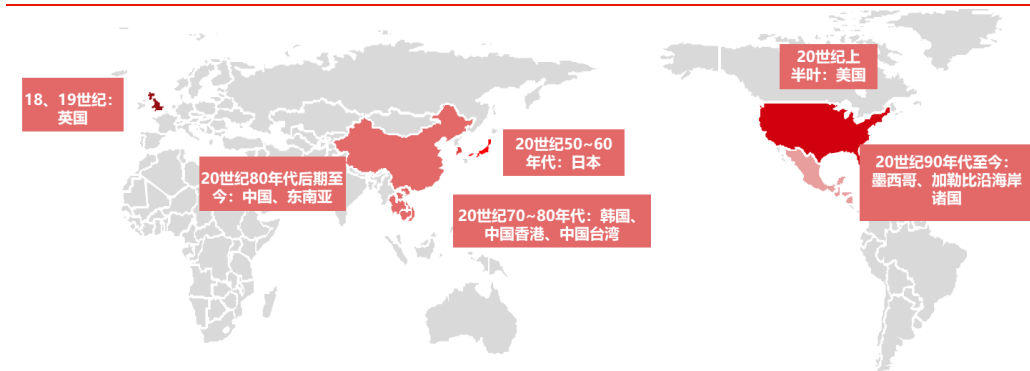
图表43： 面料上市公司毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**率先进行全球化布局的企业具备更持久的成本优势。**全球范围内看，自 18 世纪现代纺织业在英国诞生之后，纺织服装产业的中心发生过多次转移。中低端的纺织、服装产业具备劳动密集型的特点，有利于带动就业，成为很多处于工业化初期的国家重点扶持和发展的行业。由于更低的人工成本、税收优惠等原因，东南亚的纺织服装行业正在蓬勃发展。产业转移有望加速生产型企业的分化，我们认为具备全球化布局能力的大型企业更具备持久的成本优势。

图表44： 全球范围内纺织服装产业的中心转移



资料来源：华泰证券研究所

我国优质的制造企业已经率先开始了全球化产能布局的步伐。上游纱线企业中，天虹纺织是上市公司中最早开始海外布局的，公司 2006 年开始在越南建立纱厂，目前有产能 125 万锭，占公司总产能的 40%。百隆东方、华孚时尚等企业也陆续在越南建厂。中游面料企业中，鲁泰在全球化产能方面较为领先，

**图表45： 主要上市公司海外布局情况**

公司	时间	地点	目前状况
天虹纺织	2006	越南	2006 年开始在越南建厂，目前 188 万锭产能，2016 年建立天弘工业园
	2015	柬埔寨、中美洲等	2005 年收购柬埔寨成衣工厂，2017 收购年兴纺织旗下工厂获得越南、柬埔寨成衣加工厂以及尼加拉拉染厂
百隆东方	2013	越南	2013 年随大客户申洲在越南建厂，截至 2017 年底色纺纱产能 50 万锭，占公司总产能的 42%
华孚时尚	2013	越南	2013 年成立越南子公司，截至 2018H1 总产能 28 万锭，占公司总产能的 16%
鲁泰	2014	越南	15 年底纺纱 3 万锭产能投产；3 千万米色纺布面料第一期 2016 年底投产；17 年第一期衬衫项目投产
	2014	柬埔寨	300 万件衬衫产能，15 年全部投产
	2014	缅甸	100 万件衬衫产能，15 年投产
申洲国际	2005	柬埔寨	2017 年成衣工厂扩张到 1.1 万人
	2013	越南	成衣产能 4200 万件
健盛集团	2014	越南	截至 2017 年底自产产量 7 千万双

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

从财务指标来看，以上四个方面的优势（优质客户资源、规模壁垒、技术壁垒、成本优势）最终体现为稳定持续的业绩增长和较高的 ROE 水平。纺织服装板块（申万分类）2013-17 年整体的营收复合增速为 8.2%，归母净利的复合增速为 19.1%，ROE 平均值为 7.4%。

**图表46： 主要生产型公司财务指标**

证券代码	证券简称	2017 年营收 (亿元)	2017 年归母净利润 (亿元)	2013-17 年 营收 CAGR	2013-17 年 归母净利 CAGR	2013-17 年 ROE 平均值
<b>纱线</b>						
002042.SZ	华孚时尚	126.0	6.8	19%	36%	9.2%
2678.HK	天虹纺织	163.2	11.5	19%	1%	22.0%
601339.SH	百隆东方	59.5	4.9	9%	-1%	7.2%
<b>面料</b>						
000726.SZ	鲁泰 A	64.1	8.4	0%	-4%	13.4%
002394.SZ	联发股份	40.0	3.6	6%	6%	12.3%
<b>成衣</b>						
2313.HK	申洲国际	181.0	37.6	16%	20%	20.0%
2199.HK	维珍妮	58.7	2.4	11%	10%	16.8%
603558.SH	健盛集团	11.4	1.3	19%	15%	16.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

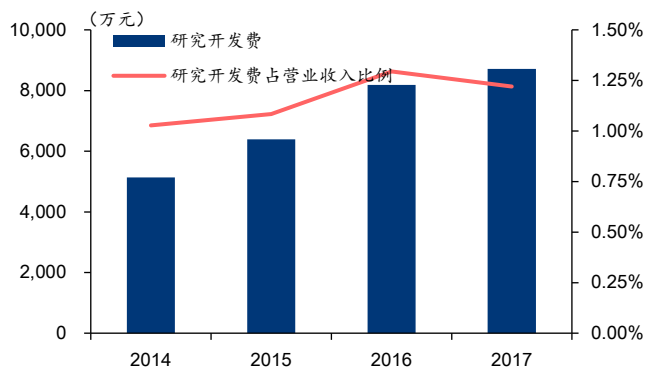
## 本土服装品牌形象提升，渠道变革加速，供应链效率提高

### 品牌：本土服装品牌调性逐步提升

我国本土服装品牌普遍存在品牌调性与销售价格不匹配的问题。发展前期，本土品牌通过广告宣传与全国范围内的门店布局，在消费者中累积了一定的品牌知名度；但由于本土品牌在发展前期的主要精力在渠道的拓展，忽视了运营的精细化管理，导致产品设计无法紧跟潮流、加价倍率高，捕获消费者心智的难度加大。品牌调性和销售价格之间的失衡造成了消费者的流失。

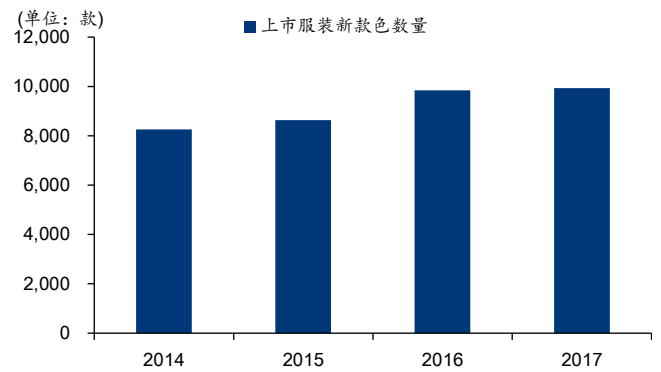
近几年，本土品牌积极在品牌建设方面加大投入，提升品牌调性。以太平鸟为例，2014-2017 年期间，公司研发费用逐年提升。2017 年公司共开发 9937 款新品投放市场。太平鸟向 Zara 等快销品牌看齐，采用高频率的上货将新款色送达各门店。2017 年全女装上新品 40 个波段，男装上新品 28 个波段，乐町上新品 38 个波段，童装上新品 22 个波段。多波段上货，可保持门店商品的高新鲜度，增加消费者门店造访次数。

图表47: 2014-2017 年太平鸟研发费用



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表48: 2014-2017 年太平鸟上市服装新款色数量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

在加大投入的同时, 本土品牌积极寻求跨界合作增加品牌知名度, 提升品牌形象。太平鸟推出了与国际知名设计师的合作款、娱乐明星系列产品 (如黄景瑜系列), 以及迪士尼合作款、小黄人合作款、百事合作款等品牌联名系列。歌力思旗下潮牌 Ed hardy 与英国足球服装生产商 Umbro 联名推出世界杯系列产品, 推出六国国旗配色的服饰, 增加产品吸引力。

图表49: 太平鸟与迪士尼、小黄人、百事推出的品牌联名合作款



资料来源: 中国时尚品牌网, 华泰证券研究所

图表50: 歌力思旗下 Ed Hardy 与 Umbro 2018 世界杯联名系列



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

在品牌定位提升的同时, 本土品牌服装公司开始进行多样化的营销。森马、海澜之家将品牌调性从休闲化、商务化转向时尚化、年轻化, 并顺应消费者喜好聘请当红明星作为新代言人。歌力思、太平鸟、安正时尚等与《VOGUE》、《时尚芭莎》等知名时尚刊物以及演艺明星合作, 在年轻消费群体中增加曝光度。

图表51: 森马、海澜之家聘请当红明星做代言人



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

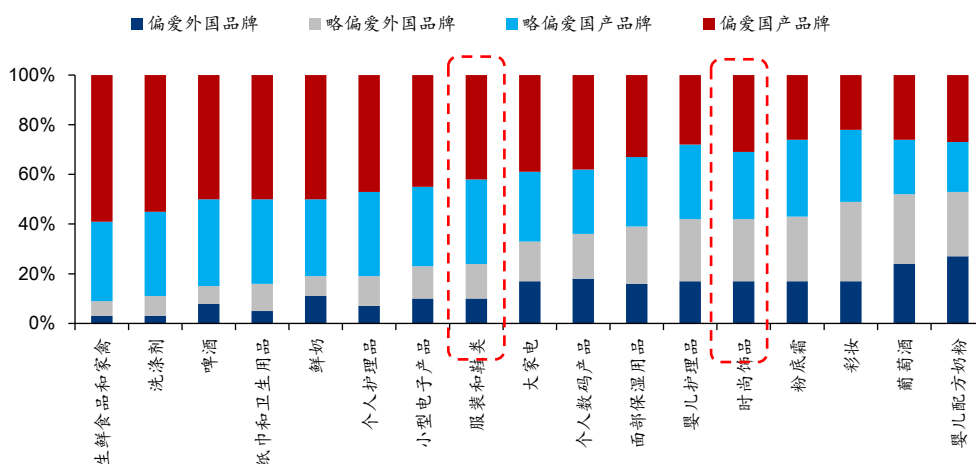
图表52: 太平鸟与时尚杂志 VOGUE 合作



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

本土服装企业在品牌方面的努力逐步得到了消费者的肯定。根据麦肯锡发布的《2017 年中国消费者调查报告》，我国消费者在服装和鞋类偏爱国产品牌的比例达到 42%，略偏爱国产品牌的比例达 34%。该报告调查时间为 2017 年 5 月至 7 月，调查样本包括 1 万名受访者，受访者来自 44 座城市和 7 个农村乡镇，这些地区占中国 GDP 的 90%，以及占总人口的一半以上。

图表53: 2017 年中国消费者对不同品类的品牌偏好



资料来源: 麦肯锡《2017 年中国消费者调查》，华泰证券研究所

**渠道: 重回扩张轨道, 线上、线下加速融合**

我们认为, 2000 年至今我国品牌服装行业在渠道方面主要经历了四个阶段:

**第一阶段 (2000~2008): 跑马圈地, 粗放发展**

本土服装品牌相对稀缺, 大众品牌通过广告树立品牌形象的同时通过加盟/类加盟模式快速抢占市场, 行业处于快速成长期, 开店回报率高。同时, 城镇化加快提供了充足的店铺资源。渠道扩张、抢占市场是这一阶段行业发展的主要渠道力。

**第二阶段 (2008~2012): 渠道增长减速, 产品开始提价**

粗放增长之后, 品牌服饰企业开始放慢了渠道扩张的速度, 主要受到以下几个因素的影响: 1) 2008 年以后, 我国房价、租金显著上涨, 开店成本提升; 2) 国外品牌加快进军中国市场的步伐, 行业竞争加剧; 3) 很多企业前期轻视了供应链管理和零售终端的运营能力, 整体效率较低。为了保证终端的盈利能力, 很多品牌开始提价, 为下一个阶段的行业调整埋下了伏笔。

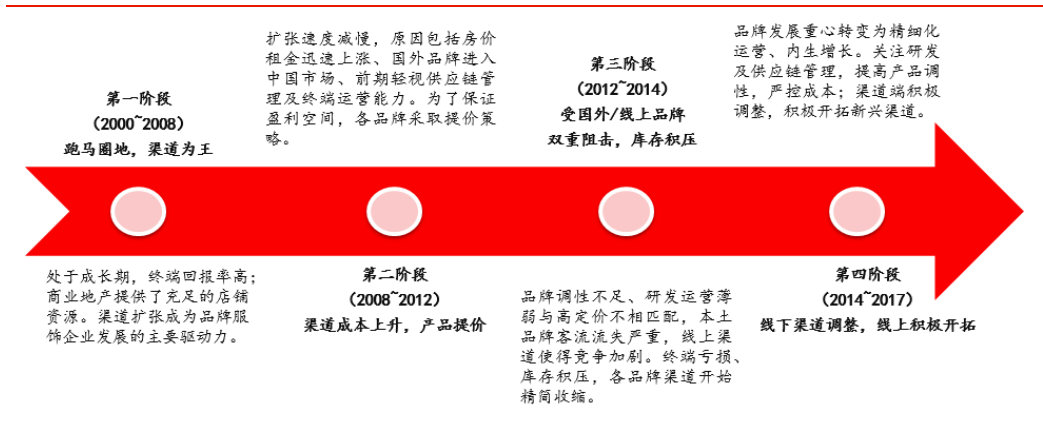
### 第三阶段（2012~2014）：库存积压，增长放缓

提价之后，国内品牌调性的薄弱和高定价不匹配的问题开始凸显出来：根据中国纺织工业联合会的统计，当时国内低端品牌加价倍率约 3~4 倍、中端品牌约 5 倍；国际低端品牌约 2~3 倍，中端品牌约 4 倍。同时，线上渠道进一步发展，电商品牌/网红品牌/明星品牌/海外代购等为消费者提供了更多个性化、高性价比、方便快捷的服饰购买选择。双重制约下，终端出现亏损，库存积压严重，品牌渠道开始收缩。

### 第四阶段（2014 至今）：围绕渠道提升供应链效率，线上线下加速融合

各品牌服饰企业将发展重心转移到自身的精细化运营，并围绕渠道进行供应链效率的提升，实现良性的内生增长。渠道端积极进行调整，顺应客流的变化，逐步关闭客流较少的街边店，将渠道向购物中心、电商等新兴渠道转移。同时，线上、线下渠道的融合开始加速。

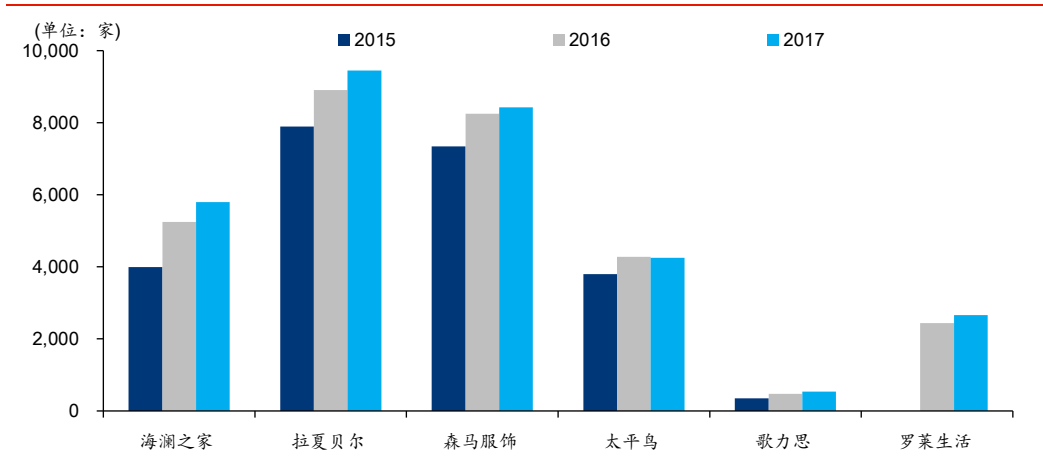
图表54：我国本土大众品牌服饰发展的四个阶段



资料来源：中国服装网，华泰证券研究所

线下渠道数量重新回到增长轨道。由于客流发生变化，转型过程中品牌服饰企业持续调整渠道，关闭亏损或增长缓慢的店铺，并积极拓展购物中心、电商等新兴渠道。从 2015-2017 年服装家纺板块重点公司线下门店数量来看，大部分企业净开店数量转正。海澜之家、拉夏贝尔、森马服饰、歌力思 2016/2017 净开店数分别为 1253/549 家、1014/541 家、911/171 家、127/59 家；罗莱生活 2017 年净开店数为 221 家。太平鸟由于 2017 年关闭了 100 多家联营店（联营店坪效相对较低），对门店总数产生影响，我们预计 2018 年太平鸟将恢复门店增长速度。

图表55：2015-2017 年服装家纺板块重点公司线下门店数量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

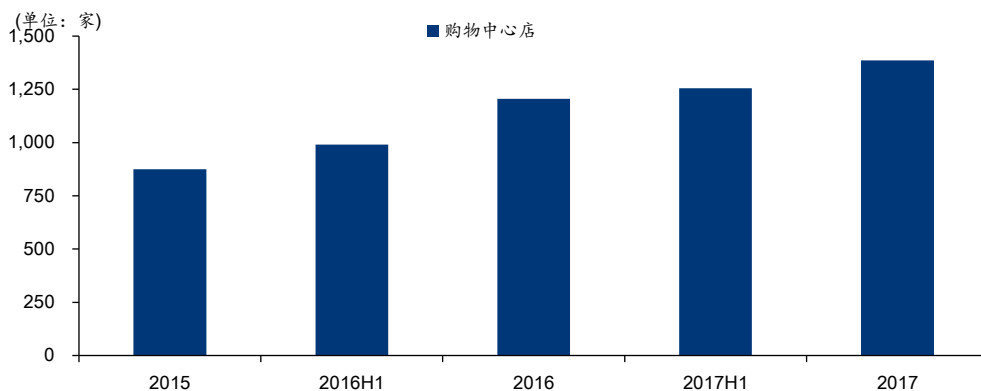
本土服饰品牌综合实力的提升也获得了渠道商的青睐，优质渠道商与品牌商强强联合，达成良好战略合作关系。品牌商在店铺位置、租金扣点、开店速度等方面具有一定优势。以太平鸟为例，2015 至 2017 年，购物中心门店数量从 874 家增至 1386 家。

图表56：与太平鸟合作的线下渠道商



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表57：2015-2017 年太平鸟购物中心店数量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

线上流量成本攀升，传统品牌企业线上渠道发展迅速。天猫/淘宝平台的引流广告费与平台抽成费用逐步上升，给各服饰品牌带来较大的流量成本压力。以阿里巴巴实现每单位 GMV (Gross Merchandise Volume, 即商品成交总额) 可以获得的市場服务收入 (报表中体现为 Revenue from China commerce retail business, 即中国商业零售业务收入) 为粗略的估计值, 2012 财年至 2018 财年已增加了 81%。

图表58：阿里巴巴实现每单位 GMV 可以获得的市場服务收入变化

财报公布时间	2012-03	2013-03	2014-03	2014-09	2015-03	2015-09	2016-03	2016-06	2017-03	2018-03
GMV (十亿人民币)	663	1077	1678	556	600	713	742	837	3767	4820
市場服务收入 (十亿人民币)	13.42	26.97	42.83	12.77	13.05	17.27	18.34	23.38	114.11	176.56
市場服务收入/GMV	0.0202	0.0250	0.0255	0.0230	0.0218	0.0242	0.0247	0.0279	0.0303	0.0366

资料来源：公司财报，华泰证券研究所 注：阿里自 2016 年 6 月后，除全年财报外，不再公布 GMV 数据；

作为在淘宝土生土长的淘品牌，凭借淘宝快速发展时期带来的流量红利，以及“少量、快速、多款、多批次”的柔性供应链模式，为消费者提供更具性价比的服装商品，在阿里平台体系上发展迅速。然而，随着近几年线上流量成本的增加、消费升级的出现以及传统服饰品牌线上渠道的布局，淘品牌发展瓶颈愈发明显，生存空间受到挤压。根据 2012-2018 年天猫“双十一”活动女装销售品牌排名，可以看到淘品牌业绩的下滑和传统品牌在线上渠道的崛起。2012 年天猫“双十一”活动女装销售前十名里共有六个品牌为淘品牌，而到 2018 年只存有两家。传统大众品牌越来越重视线上渠道，并在与阿里战略合作的基础上，线上渠道的销售优势将进一步凸显。

**图表59： 2012-2018 年天猫“双十一”活动女装销售品牌排名**

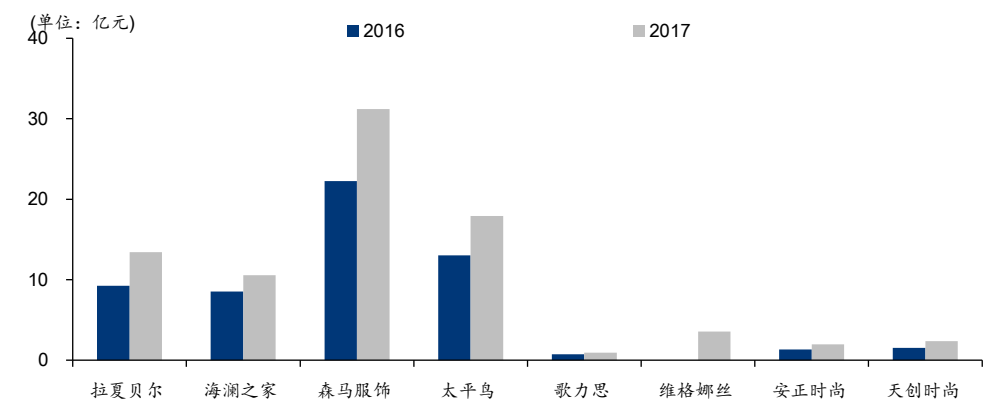
排名	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1	茵曼	茵曼	韩都衣舍	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库
2	裂帛	韩都衣舍	优衣库	韩都衣舍	ONLY	Veromoda	ONLY
3	韩都衣舍	artka	artka	拉夏贝尔	波司登	ONLY	Veromoda
4	纳纹	裂帛	茵曼	ONLY	韩都衣舍	伊芙丽	伊芙丽
5	欧时力	欧时力	波司登	欧时力	乐町	韩都衣舍	波司登
6	ONLY	波司登	欧时力	Veromoda	欧时力	太平鸟	韩都衣舍
7	歌莉娅	ONLY	初语	裂帛	Veromoda	波司登	乐町
8	波司登	歌莉娅	妖精的口袋	乐町	太平鸟	乐町	太平鸟
9	othermix	Veromoda	ONLY	茵曼	伊芙丽	欧时力	Teenie Weenie
10	Artka	初语	裂帛	artka	裂帛	Teenie Weenie	ZARA

注：标红品牌为淘品牌，其中原淘品牌伊芙丽已开设线下门店超 1200 家

资料来源：亿邦动力网，华泰证券研究所

从 2017 年数据来看，服装家纺板块重点公司的线上营业收入同比增速达到 20% 以上，高于线下渠道。拉夏贝尔、海澜之家、森马服饰、太平鸟、歌力思、安正时尚、天创时尚、罗莱家纺 2017 年线上渠道营收同比增速分别为 45%、23%、40%、37%、26%、49%、56%、40%。

**图表60： 2016-2017 年服装家纺板块重点公司线上营业收入**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**品牌服装企业积极拥抱新零售，加快线上、线下的融合。**对传统大众品牌企业来说，已有的几千家门店是十分重要的线下资源，也是目前企业营业收入的主要来源。电商天生具备数据优势，客户在网站上的浏览、搜索、下单等行为都会被记录，通过越来越丰富的数据可以提供更精准的推荐，同时也可以据此对商品的销售情况进行统计。而传统门店缺乏对于数据的掌握，从而影响了运营效率的提升。线下门店利用新零售技术与实践，赋能传统门店，将原本难以测量的客户与货品变得可识别、可触达、可分析，有助于提升单店运营能力。

**图表61： 天猫与太平鸟集团新零售战略合作**



资料来源：中国服装网，华泰证券研究所

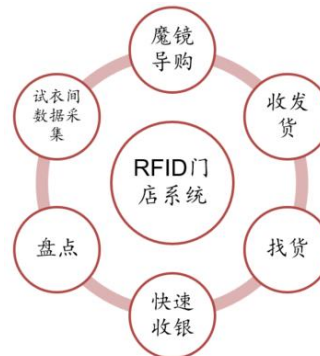
门店转型升级后的“智慧门店”可以通过多种感知设备（如摄像头、WiFi 探针、RFID 设备、iBeacon、客流计等），与门店内的人与货取得联系；然后通过数据采集系统（如现场视频、热度图、客户人脸、商品库存、商品关注度等），把人与货的半结构化和非结构化数据进行抓取、管理和处理；最后将采集到的数据录入业务系统（如客流统计、远程巡店、智能导购、RFID 系统、ESL 系统等），以供系统或管理人员进行进一步分析，便于做出精准的门店管理判断。RFID 是目前服装行业使用较多的一种技术，只要给每件服饰贴上 RFID 标签，便可使门店系统获得与货品的联系；简单来说，RFID 就是给每件商品的身份证。基于 RFID 门店系统，可以实现对货的快速盘点、收发、找寻和结算；可以对试衣间的数据进行搜集，对各款商品的适销性进行分析；获取足够的商品销售信息，判断热销款与滞销款，及时的对终端的产品进行调整。

**图表62： 服装门店新零售智能运营平台**

感知设备	业务系统	数据采集
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 摄像头</li> <li>• EAS天线</li> <li>• WiFi探针</li> <li>• RFID设备</li> <li>• iBeacon</li> <li>• 客流计</li> <li>• 电子价签</li> <li>• .....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 客流统计</li> <li>• 远程巡店</li> <li>• 智能导购</li> <li>• RFID系统</li> <li>• ESL系统</li> <li>• 综合安防</li> <li>• DRP系统</li> <li>• .....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 现场视频</li> <li>• 热度图</li> <li>• 顾客人脸</li> <li>• 商品库存</li> <li>• 商品关注度</li> <li>• 视频安防报警</li> <li>• 客流量</li> <li>• .....</li> </ul>

资料来源：中瑞思创新零售改造方案，华泰证券研究所

**图表63： 服装商品 RFID 门店智能管理系统**



资料来源：中瑞思创新零售改造方案，华泰证券研究所

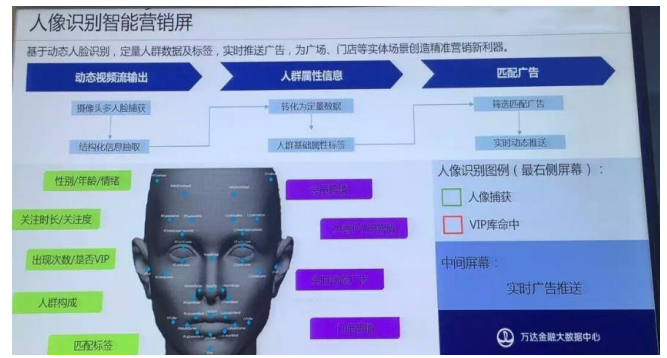
同样，利用空间交互技术 WiFi、iBeacon 以及视频人脸识别等，可以使门店系统与客户取得联系。以客流监测为例，在智慧门店中，可以实时统计客流量、新老客户、驻店时长、提袋率、进店率、单个顾客行为数据等。这些数据为管理者提供了针对商品陈列、人员安排、选址、营销设计等经营活动的决策依据。

图表64： 通过通用机器视觉技术对门店客流、成功交易率进行统计分析



资料来源：每人计，华泰证券研究所

图表65： 通过通用机器视觉技术对客户进行人脸识别，转化为定量数据

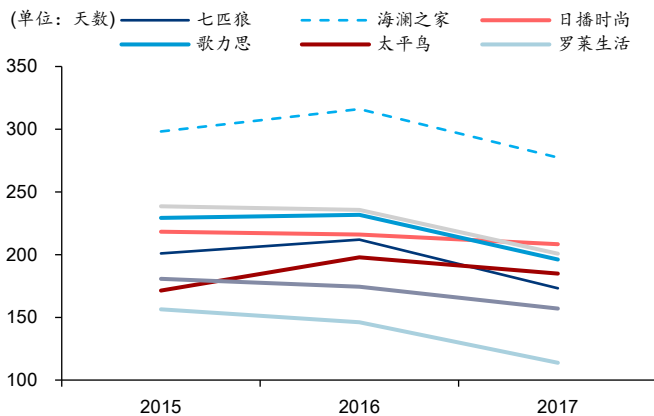


资料来源：万达金融大数据中心，华泰证券研究所

**供应链：信息化助力服装供应链效率提升**

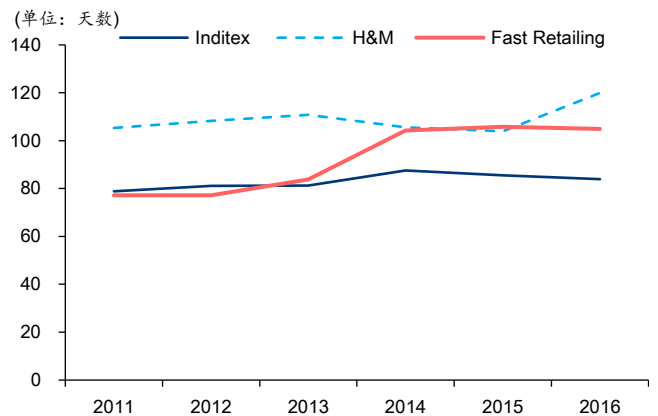
服装产业链链条较长，同时下游需求变化较快，因此有效匹配上游生产和下游销售是品牌服装企业的核心竞争力之一。国外优质品牌在供应链管理方面相对成熟，尤其 Fast retailing (优衣库母公司)、H&M、Inditex (Zara 母公司) 等快时尚企业。近年来，我国品牌逐步开始重视供应链的整合，从财务上看主要反应为周转率的提升。2017 年服装家纺重要公司的存货周转天数下降明显，七匹狼、海澜之家、日播时尚、歌力思、太平鸟、罗莱家纺、水星家纺、天创时尚的存货周转天数分别较 2016 年下降了 39、39、8、36、13、32、17、35 天。

图表66： 2015-2017 年服装家纺重要公司存货周转天数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

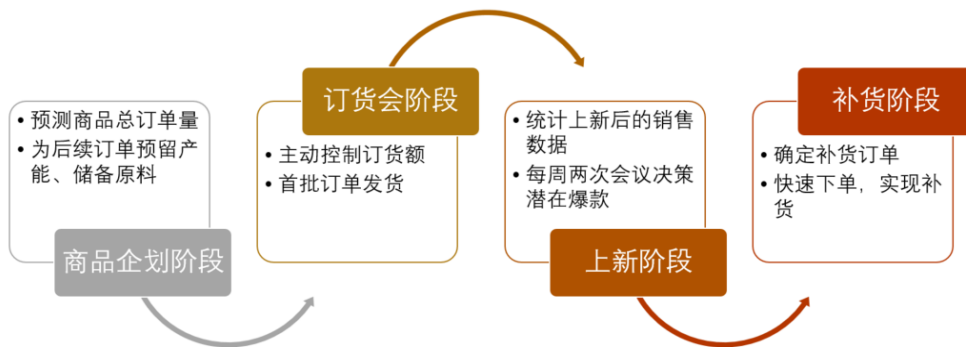
图表67： 2011-2016 年 Fast retailing/H&M/Inditex 存货周转天数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

以 TOC 为代表的供应链管理模式的显著提升了服装企业供应链的管理效率。TOC 模式是指企业在接到订货会订单后只生产部分产品，剩余产品供应商提前备料；根据市场销售情况，做出快速反应，及时补单。具体来看可以分为四个阶段：1) 企划：根据历史数据预测销售情况，并为后续订单预留产能、储备原料；2) 订货会：指导供应商订货，控制首批订单的订货额；3) 上新：统计上新后的销售数据，并在例行会议上确定潜在爆款；4) 补货：确定补货订单，快速补货。太平鸟 2017 年率先尝试对 PeaceBird 男装进行 TOC 模式，2018 年公司已开始在全品牌推广。

**图表68： 太平鸟 TOC 模式**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**TOC 模式有助于产销率、毛利率等经营指标的提升。**太平鸟 PeaceBird 男装经过一年尝试，2017 年冬季补单占比达到 35%，冬季产销率从 72%提升至 78%，冬季成衣折扣率从 71%提升至 74%。随着公司旗下全品牌推进 TOC 模式，将有效改善整体的产销率和折扣率，有望持续提升公司的利润率。

**图表69： 太平鸟 PeaceBird 男装执行 TOC 模式后的销售数据表现**

	2016	2017	提升 pct
冬季产销	72%	78%	6
冬季成衣折扣	71%	74%	3
冬季补单占比	0%	35%	35

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**信息化技术的应用将加速服装企业供应链效率的提升。**RFID 电子标签可以快速让处在不同流程中的单品数字化，加快供应链信息化进程，在新零售领域中运用广泛。由于服饰品牌毛利率和单价相对商超商品高，已被海澜之家、拉夏贝尔等多家企业全商品应用。RFID 技术的应用改变了过去人口盘货的低效模式。具体来看，在成衣制造环节可以获得成衣出货数据，提高出货的准确率；在物流环节可以获得收发存数据，提高收发货效率；在终端销售环节，可以获得消费和库存数据，优化商品和存货管理。拉夏贝尔还对店铺和商品进行分级和分类，不同等级店铺配以不同种类商品，并根据实时且精确的数据，进行有效的货品调拨，加速货品流转。

**图表70： RFID 技术可以快速跟踪各环节数据**



资料来源：华泰证券研究所

**图表71： 拉夏贝尔借力 RFID 技术，进行货品有效调拨**



资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

## 投资建议

2018 年以来纺服板块持续调整，截至 2018 年 11 月 15 日，纺织服装板块整体 PE(TTM) 20.6 倍，全行业相对于沪深 300 的估值溢价约 1.9 倍，PE 估值已经接近 2011 年以来的最低水平。从行业整体数据及上市公司财报来看，基本面向上拐点已经确立，未来仍有配置价值，建议沿两条主线选股：1. 优质制造龙头：建议关注鲁泰 A、健盛集团、百隆东方。2. 品牌、渠道、供应链提升的优质品牌服装企业：建议关注太平鸟、歌力思、森马服饰、拉夏贝尔。

### 主线一：全球化布局的优质制造龙头。

经过长时间的积累，我国纺织服装产业链各个环节都涌现出优秀的企业。我们认为，优质制造型企业的护城河主要体现在四个方面：优质的客户资源、持续的固定资产投资构建规模壁垒、研发和创新提升产品附加值、全球化的产能布局以保持持续的成本优势，从财务角度主要体现为高于行业平均水平的业绩增长和净资产回报率。随着下游客户将订单逐步向少数优质供应商集中，优质制造龙头企业有望继续提升市场份额，同时规模优势的加强有助于盈利能力的进一步提升。个股方面，建议关注鲁泰 A、健盛集团、百隆东方。

### 主线二：品牌、渠道、供应链提升的优质品牌企业

我国本土服装品牌仍有很大成长空间，部分优质的龙头企业在过去几年已经完成了品牌、渠道、供应链等多个环节的调整和提升，未来将进入业绩的快速成长期。估值方面，经历过年初至今的调整，服装板块的估值已经接近了 2011 年以来的最低位。个股方面，建议关注太平鸟、歌力思、森马服饰、拉夏贝尔。

## 风险提示

**国内消费复苏低于预期：**服装家纺作为可选商品，销售情况与终端消费紧密相关，若国内整体消费复苏低于预期，可能会使服装家纺终端销售不及预期，从而影响服装家纺类企业的收入；

**全球贸易环境变化超预期：**我国纺织服装出口企业的收入与全球贸易环境息息相关，若全球贸易环境复苏不及预期，可能会导致纺织服装出口持续低迷；

**原材料价格波动：**棉花、染料等纺织制造原材料价格的波动在中短期时间内会影响公司的成本，进而对净利润产生影响；

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com