

商赢环球 (600146)

收购环球星光，脱胎换骨转型国际纺服品牌运营商

行业名称	有色金属
投资建议	买入
当前价格:	26.86元
目标价格:	31.25元

投资要点:

➤ 收购环球星光，切入国际化纺织服装品牌运营

公司历经多次主业变更，剥离世峰黄金等非盈利业务，为转型“大消费+大金融”奠定基础。14年10月收购环球星光95%股权，交易对价18.8亿，同时配套融资8.6亿用于环球星光品牌推广及美国物流基地项目等，正式转型国际化纺织服装品牌运营商，预计2016年9月底前完成定增，转型将进入快车道。定增完成后，实际控制人杨军持股比例增至23.90%，控制权进一步集中。

➤ 多品牌战略+供应链整合，双向推动产业发展

通过对VF、Inditex和G-III三大集团发展历程分析，我们总结出王者之道来自于全球供应链整合+多品牌策略。此外，千禧一代追求低价流行服饰，助推快时尚品牌迅速发展。

①多品牌策略以多样化定位满足不同消费群体需求，进而覆盖更广阔市场，通过持续收购造就品牌王国，降低整体经营风险；②全球化供应链整合大大降低生产成本，提升生产效率。在全球范围考量不同供应渠道，从供需+成本+效率+风险等多角度平衡优化布局，减少依赖单一渠道带来的风险。

➤ 环球星光：横纵双向扩张，打造国际化服装品牌运营商

环球星光集服装研发、设计、生产、销售于一体，旗下拥有Band Of Gypsies、Weavers等多个知名女装品牌，覆盖7-55岁女性消费者，目前共8家全资子公司分别开展三个子板块业务，资产优质。公司以供应链管理为基础，通过“渠道-品牌-供应链管理-工厂”开启上、下游整合：①向上游渗透，演化为类VF的具备集约化生产能力的品牌运营集团，横向扩张开启多品牌战略；②向下游渗透，形成一整条供应链，纵向扩张节约成本。公司积极寻求外延扩张机会，构建新业务及利润增长点，提升长期业绩。考虑到公司未来自有品牌中国电商推广项目、高端品牌建设项目，且公司前期提示未来仍有并购预期，市场前景广阔。

➤ 首次覆盖，给予“买入”评级

公司坚定转型，服装品牌运营+互联网金融思路清晰，未来或将通过供应链整合+外延拓展等方式实现高增长。假设环球星光16年9月底前完成资产交割，按照业绩承诺，2016-19年备考净利润0.3/3.8/5.2/7.3亿，考虑定增及配套融资完成后股本4.70亿，EPS分别为0.06/0.82/1.11/1.56元，对应PE分别为407/30/22/16倍。给予“买入”评级。

➤ 风险提示

外延收购不达预期；金融布局进展延后。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	200/200
流通 A 股市值 (百万元)	5,372
每股净资产 (元)	0.36
资产负债率 (%)	59.11
一年内最高/最低 (元)	38.00/16.10

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	21.62	14.86	465.62	3,789.86	5,136.09
增长率 (%)	-47.26%	-31.27%	3,033.33%	713.94%	35.52%
EBITDA (百万元)	5.44	-59.11	10.45	312.37	537.92
净利润 (百万元)	13.20	-61.07	26.56	384.09	520.95
增长率 (%)	-114.35%	-562.64%	-143.49%	1,345.97%	35.63%
EPS (元/股)	0.07	-0.31	0.06	0.82	1.11
市盈率 (P/E)	369.97	-79.97	432.09	29.88	22.03
市净率 (P/B)	32.90	57.77	30.12	15.00	8.92
EV/EBITDA	613.43	-111.00	1,191.29	67.36	27.60

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

正文目录

1. 收环球星光，设商赢金融，“大消费+大金融”双主业转型	4
1.1 主业不突出，转型“大消费+大金融”	4
1.2 盈利能力偏弱倒逼转型	5
1.3 收购环球星光，华丽转身国际化服装品牌运营商	6
1.4 设立商赢乐点，布局互联网金融	7
1.5 董事长增持坚定信心	8
2. 行业趋势：“多品牌拓展+供应链整合”，迎合快时尚消费	8
2.1 美国服装市场：规模稳增，多品牌拓展+供应链整合成未来趋势	8
2.2 VF 集团如何成长为国际化品牌运营商	11
2.3 Inditex 集团：引领西班牙时装革命	16
2.4 GIII: 60 年历史优质品牌运营商	21
3. 环球星光：横纵双向扩张，打造国际化服装品牌运营商	24
3.1 环球星光：国际化服装品牌运营商	24
3.2 多品牌战略崭露头角，横向扩张提升产品利润	27
3.3 供应链整合优势明显，纵向扩张成本优势突出	31
3.4 买断式销售模式降低压库风险，金融机构保理业务快速回笼资金	34
4. 盈利预测与估值	34

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 发行前后公司股权结构对比	5
图表 3: 2011-2016H1 公司营收及增长率	5
图表 4: 2011-2016H1 公司归母净利及增长率	5
图表 5: 2011-2016H1 公司毛利率与净利率	6
图表 6: 2011-2016H1 公司期间费用率	6
图表 7: 非公开发行对象认购情况	6
图表 8: 募集资金投向 (亿)	7
图表 9: 业绩未达标时补偿比例	7
图表 10: 商赢乐点互联网金融公司股权结构图	8
图表 11: 董事长持续增持公司股份	8
图表 12: 美国服装行业销售额稳步走高	9
图表 13: 美国服装行业市场规模逐步增长	9
图表 14: VF、Inditex、GIII 三大品牌情况一览 (截至 16 年 9 月 8 日)	9
图表 15: 通过供应链管理和优化，企业可以收获多方面效益	10
图表 16: 千禧一代超一半人存款低于 1000 美元	10
图表 17: 快时尚品牌一览	10
图表 18: 与名人合作的各大品牌女士运动服装系列	11
图表 19: VF 集团发展历程	12
图表 20: 近 30 年 VF 集团股价 (复权) 变化及公司重大事件	13
图表 21: VF 集团旗下 30 个主要品牌	13
图表 22: 户外与极限运动营收占比高达 60%	14
图表 23: VF 旗下 11 个户外与极限运动系列品牌	14
图表 24: VF 集团产销遍布全球	15
图表 25: VF 集团在不同地区销售情况	15
图表 26: VF 集团发展策略	15

图表 27: 公司营业收入同比增长 1%	16
图表 28: 公司净利润同比增长 17.6%	16
图表 29: Inditex 集团发展历程	16
图表 30: Inditex 旗下八大品牌	17
图表 31: Inditex 旗下品牌跟随 Zara 开店	17
图表 32: 2015 年 Inditex 集团下设品牌销售额, 店铺数量及特点	17
图表 33: Inditex 供应商分布情况	18
图表 34: Inditex 60% 工厂临近西班牙	18
图表 35: Inditex 供应商生产职能	18
图表 36: Inditex 产品销售分布	19
图表 37: 产品组织与设计过程	19
图表 38: ZARA 供应链管理优于其他品牌	20
图表 39: Inditex 发展战略	20
图表 40: 公司营业收入同比增加 15.4%	21
图表 41: 公司净利润同比增长 15.0%	21
图表 42: GIII 公司发展历程	21
图表 43: GIII 旗下主要的品牌	22
图表 44: GIII 集团收入结构	22
图表 45: GIII 集团旗下授权品牌情况	23
图表 46: GIII 公司营业收入增长情况	24
图表 47: GIII 公司净利润增长情况	24
图表 48: 八家全资子公司打通纵向一体化模式	25
图表 49: 旗下全资子公司营业情况一览	25
图表 50: 环球星光收购前后股权结构对比	26
图表 51: 2015 年 1-8 月实现营业收入 14.52 亿	26
图表 52: 2015 年 1-8 月实现净利润 1.21 亿	26
图表 53: 公司主要客户营收贡献率	27
图表 54: Under Armour 营收稳定增长	27
图表 55: 纵横双向扩张	27
图表 56: 多品牌战略优势突出	28
图表 57: 环球星光自有品牌客户	28
图表 58: 旗下拥有众多品牌	29
图表 59: Big Strike 旗下品牌	30
图表 60: 中国电商规模逐年增长	30
图表 61: 互联网购物渗透率对比	30
图表 62: 品牌推广项目投资具体构成情况	31
图表 63: 中国电商市场占有率	31
图表 64: 环球星光中国电商推广项目	31
图表 65: 三大业务板块纵向一体化	32
图表 66: 环球星光供应链遍布全球	32
图表 67: 2015 年 1-8 月供应链板块实现营收 6.9 亿	33
图表 68: 物流基地是供应链管理核心环节	33
图表 69: 物流基地投资具体构成情况	34
图表 70: 应收账款周转率高于 A 股服装行业均值	34
图表 71: 存货周转率显著高于 A 股服装行业均值	34
图表 72: 营收预测表	35
图表 73: 财务预测摘要	36

1.收环球星光，设商赢金融，“大消费+大金融”双主业转型

1.1 主业不突出，转型“大消费+大金融”

公司原名大元股份，成立于1998年，次年在上交所上市，历经多次股权与主业变更，包括炼油化工、苹果酸及防老剂、碳纤维预浸料、塑料板材、整橙门、黄金、PVC板材等，受困宏观经济+行业竞争等因素，主业盈利能力偏弱，逐步剥离其他业务，开始向“大消费+大金融”转型。2014年10月，拟定增收购环球星光95%股权转型国际化服装品牌运营商；2015年5月参股设立上海商赢乐点互联网金融信息服务有限公司，打造金融服务平台；2015年8月公司更名商赢环球，坚定转型决心。

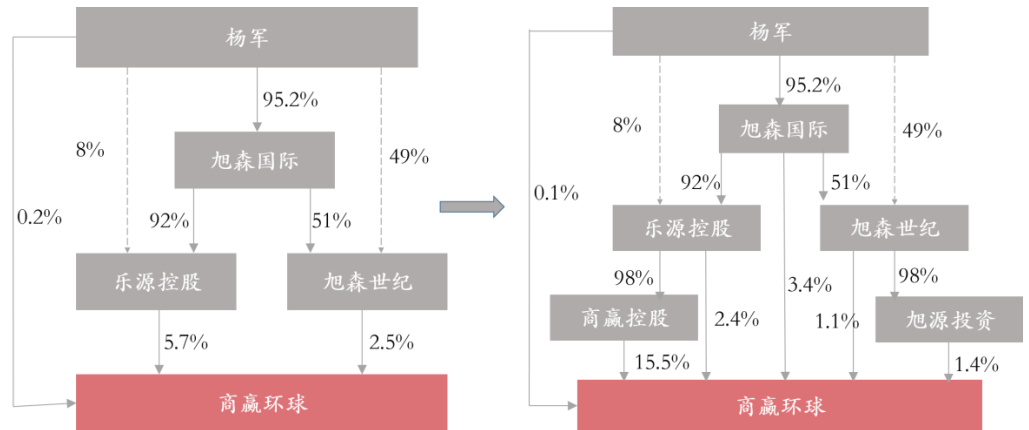
图表 1: 公司历史沿革



来源：公司公告，天风证券研究所

实际控制人不变，股权更加集中。2014年10月公告拟向10名对象定向增发2.7亿股（增发完成后总股本变更为4.7亿股），募集资金28亿，其中杨军及其控股公司共认购9550万股。发行前，公司第一大股东为乐源控股（持股比例5.65%）；自然人杨军直接持有公司0.23%股份，同时为乐源控股和旭森世纪（持有公司2.51%股份）实际控制人，因而共持公司8.4%股权，为实际控制人。发行后，定向增发认购对象商赢控股、旭森国际、旭源投资为杨军实际控制公司，分别认购公司非公开发行7300万股（占总股本15.5%）、1600万股（占总股本3.4%）、650万股（占总股本1.4%）。商赢控股成为公司第一大股东；杨军及其控制的商赢控股、旭森国际、旭源投资、乐源控股和旭森世纪共持有公司23.90%股权，仍为公司实控人，且控制权加强。

图表 2: 发行前后公司股权结构对比

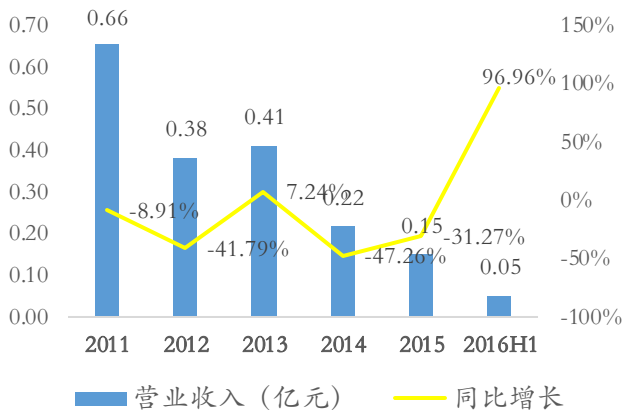


来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2 盈利能力偏弱倒逼转型

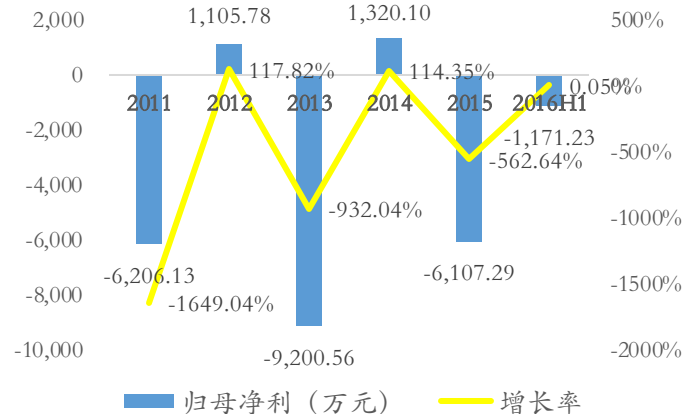
PVC 板材盈利弱, 转型国际纺服运营打开想象空间。公司目前主业为塑料建材、PVC 板材及 UC 板材等, 市场竞争日趋激烈致近年来业绩下滑。16H1 公司实现营收 459.74 万, 同比增长 96.96%, 主要系上年同期大连创元新生产线尚未投产运营, 同时销量好转所致; 归母净利-1171.23 万, 与上年同期基本持平。根据 16 年初制定的存量资产经营目标, 16H1 公司收入利润分别达预计目标的 38.31%、39.04%, 表现低于预期主要系市场竞争加剧致子公司相关业务受到一定冲击和影响。现有主业盈利能力偏弱倒逼公司谋求转型, 为此公司定增收购环球星光切入国际纺服运营。公司预计 16 年 9 月底前完成本次定增, 基于对增量资产的经营测算, 公司预计全年实现合并净利 2760.88 万。

图表 3: 2011-2016H1 公司营收及增长率



来源: wind, 天风证券研究所

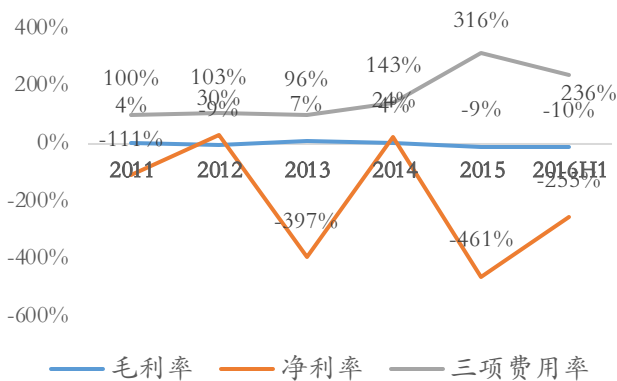
图表 4: 2011-2016H1 公司归母净利及增长率



来源: wind, 天风证券研究所

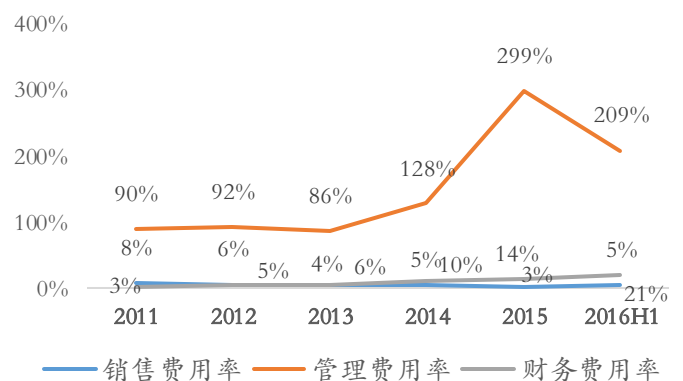
毛利率改善，费用降幅明显。16H1 公司毛利率为-10.34%，同比增加 14.12 个百分点，主要系加强成本管控所致。费用管控方面，16H1 期间费用率 235.51%，同比减少 377.48 个百分点。其中，销售费用率 5.32%，同比减少 3.97 个百分点；管理费用率 209.30%，同比减少 380.99 个百分点，主要系合并报表范围变化所致，新增商赢环球（香港）和商赢环球投资，注销原子公司申润（香港）；财务费用率 20.89%，同比增加 7.48 个百分点，主要系利息费用增加所致。费用率大幅下降致净利率同比增加 386.38 个百分点至-254.76%。

图表 5: 2011-2016H1 公司毛利率与净利率



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 6: 2011-2016H1 公司期间费用率



来源：公司公告，天风证券研究所

1.3 收购环球星光，华丽转身国际化服装品牌运营商

➤ 转型国际服装品牌运营商尘埃落定

2014 年 10 月公告拟向 10 名特定投资者定向增发不超过 2.70 亿股，交易价格 10.41 元/股，募集资金不超过 28.10 亿。所有发行对象均以同一价格现金认购本次非公开发行股票。本次非公开发行后，实际控制人杨军先生持有公司股权由 8.4% 增至 23.90%，控制权加强将有助于后期进一步发力。我们判断本次非公开发行拿到证监会批文后，公司国际服装品牌运营商转型将进入快车道。

图表 7: 非公开发行对象认购情况

发行对象	认购金额 (万元)	认购股份数 量(万股)	定增后持 股比例
商赢控股有限公司	75993.00	7300	15.50%
旭森国际控股(集团)有限公司	16656.00	1600	3.40%
旭源投资有限公司	6766.50	650	4.40%
江苏隆明投资有限公司	65978.58	6338	13.46%
江苏彩浩投资有限公司	22902.00	2200	4.67%
南通琦艺投资有限公司	22902.00	2200	4.67%
达孜县恒盛股权投资合伙企业(有限合伙)	21663.21	2081	4.42%

达孜县恒隆股权投资合伙企业（有限合伙）	21642.39	2079	4.42%
南通泓翔股权投资合伙企业（有限合伙）	14063.91	1351	2.87%
青岛盈和投资合伙企业（有限合伙）	12471.18	1198	2.54%
合计	281038.77	26997	60.35%

来源：公司公告，天风证券研究所

收购环球星光切入国际服装。本次募集资金中 18.8 亿现金认购环球星光 95% 股权（剩余 5% 股权用于完成与环球星光原股东利益绑定，在完成业绩承诺后公司将以相应价格进行后续收购），1 亿用于环球星光品牌推广项目，1.23 亿用于美国物流基地项目，剩余 6.37 亿用于补充流动资金。通过收购环球星光，一方面公司将拥有稳定盈利业务，另一方面将充分利用自身资本优势和环球星光供应链管理优势，将资本与渠道相衔接，深度挖掘其现有价值，提升环球星光品牌形象，同时借机切入中国市场，进一步拓展市场份额。此外，补充流动资金将改善上市公司财务状况、增强公司持续盈利能力和抗风险能力。

图表 8：募集资金投向（亿）

项目名称	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿）
收购环球星光 95% 股权	18.80	18.8
环球星光品牌推广项目	1	1
环球星光美国物流基地	1.23	1.23
补充流动资金	6.37	6.37
合计	27.4	27.4

来源：公司公告，天风证券研究所

环球星光承诺自资产交割完成之日起未来三年业绩分别不低于 3.83/5.20/7.30 亿，若实际净利润未达到承诺目标，将由罗永斌和杨军按一定比例以现金形式进行补偿，充分彰显公司管理层对环球星光发展信心。

图表 9：业绩未达标时补偿比例

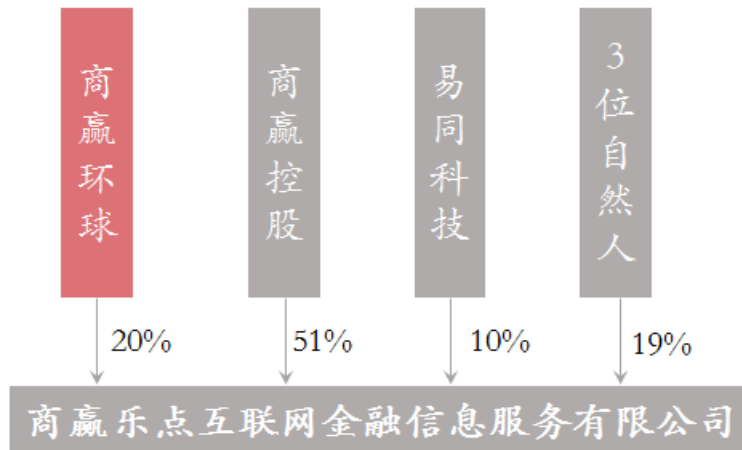
补偿人	第 1 年	第 2 年	第 3 年
罗永斌	67.52%	59.10%	50.55%
杨军	32.48%	40.90%	49.45%

来源：公司公告，天风证券研究所

1.4 设立商赢乐点，布局互联网金融

2015 年 3 月公告拟与商赢控股、易同科技、及自然人罗俊、范瑶瑶、曾而新合资设立金融服务公司，公司出资 360 万（占比 20%）。随后于 2015 年 5 月完成工商登记手续，注册名称为上海商赢乐点互联网金融信息服务有限公司，经营范围包括金融信息服务，接受金融机构委托从事金融信息技术外包、金融业务流程外包、金融知识流程外包，计算机数据处理，投资管理，商务信息咨询等。

图表 10: 商赢乐点互联网金融公司股权结构图



来源：公司公告，天风证券研究所

拓展互联网金融领域，迈出大金融转型第一步。 参股设立互联网金融公司选择与大股东合作模式主要是鉴于公司目前资金紧张，同时能充分学习和借鉴商赢控股在金融方面的经验和优势，为进一步向大金融转型做好准备。此次投资象征着公司向大金融转型迈出了第一步，待时机成熟后将择机加大投资，打造以典当、小额贷款、融资租赁以及供应链金融等业务为核心，“一站式解决中小企业融资难”的金融服务平台。

1.5 董事长增持坚定信心

董事长增持坚定发展信心，利益绑定激发潜力。 公司分别于 2016 年 1 月 6 日和 1 月 29 日公告，董事长罗俊先生先后增持公司股票 68.55 万股和 10 万股，增持均价分别为 29.18 元/股和 17.19 元/股，合计增持均价为 27.65 元/股。同时承诺，在增持行为完成后 6 个月内以及法定期限内不减持其所持有公司股份。增持完成后董事长合计持有公司 78.55 万股（占总股本 0.39%）。董事长持续增持显示出对公司未来发展的充分信心，一方面能够改善公司治理结构，加强公司内控、健全规章制度、增强执行力；另一方面实现利益绑定，激发公司长期发展潜力。

图表 11: 董事长持续增持公司股份

公告日	增持均价（元）	增持股数（万股）	持股比例
2016 年 1 月 6 日	29.18	68.55	0.34%
2016 年 1 月 29 日	17.19	10	0.05%
合计	27.65	78.55	0.39%

来源：公司公告，天风证券研究所

2.行业趋势：“多品牌拓展+供应链整合”，迎合快时尚消费

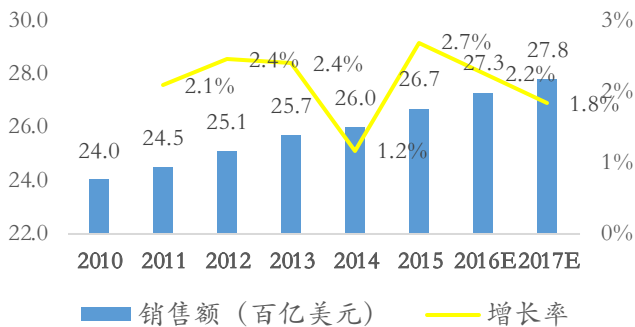
2.1 美国服装市场：规模稳增，多品牌拓展+供应链整合成未来趋势

➤ 美国服装市场规模稳步提升，2015 年达 2668.1 亿美元

据 Euromonitor 统计,2010 年至 2015 年美国服装行业市场规模呈现稳步提升:

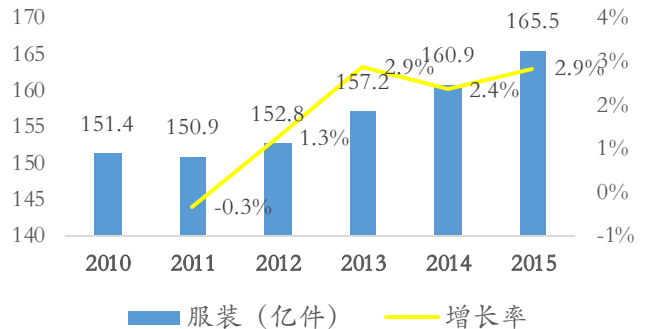
①销售总额由 2010 年 2401.1 亿美元增长至 2015 年 2668.1 亿美元; ②销售数量由 2010 年 151 亿件增长至 165 亿件。中短期来看, 美国经济发展依然强劲, 不断提升的劳动力薪酬将强力支持整体消费。我们预判未来几年美国服装行业仍将保持稳定增长, 预计 2016 年到 2020 年 CAGR 可达 1.8%。

图表 12: 美国服装行业销售额稳步走高



来源: Euromonitor, 天风证券研究所

图表 13: 美国服装行业市场规模逐步增长



来源: Euromonitor, 天风证券研究所

➤ 发展趋势: 多品牌拓展+供应链整合, 快时尚品牌+运动休闲倍受追捧

1) 满足多元需求, 多品牌服装商逐渐脱颖而出。代表性公司有 VF、Inditex、GIII, 均为多品牌战略成功践行者。①VF 是全球最大成衣上市公司之一, 年收入超 100 亿美元, 旗下拥有包括 Lee, Wrangler, Hero, The North Face 在内的 30 多个知名品牌。②Inditex 旗下囊括 ZARA, Pull&Bear、MassimoDutti、Bershka 及 Stradivarius 等品牌, 多品牌毗邻而居, 深入目标市场。目前 Inditex 市值已达 1033.2 亿美元, 营收 228.7 亿美元, 超过美国老牌服装集团 GAP, 并继续保持高速增长。③GIII 是美国最大的服装生产和进出口商之一, 运营品牌超过 40 个, 生产和销售 CK, GUESS, TOMMY HILFIGER, LEVI' S 等多个品牌, 自有品牌与授权品牌双线协同发展, 产品多元化, 拥有全球性供应链。多品牌策略通过不同品牌定位, 满足不同消费群体需求, 从而覆盖更大的市场。同时受益设计、制造、物流、生产调整、运营等多方面经验, 一站式服务将节约大量品牌孵化宣传费用。

图表 14: VF、Inditex、GIII 三大品牌情况一览 (截至 16 年 9 月 8 日)

公司	市值 (亿美元)	收入规模 (亿美元)	增速 (%)	净利润 (亿美元)	PE	PS	PB
VF	251.4	123.8	0.8	12.3	23.2	2.0	5.4
Inditex	1031.8	209.0	15.4	28.7	35.0	4.8	8.8
GIII	14.7	23.4	10.7	1.1	15.2	0.6	1.6

来源: 公司公告, 天风证券研究所

2) 供应链整合趋势明显, 成本下降+效率提升。供应链整合的核心在于打破任何阻碍产品“流通”的壁垒, 建立协调一致的“供应链条”, 以更高水平的进行合作,

实现商流+信息流+资金流+物流相互结合，以低成本和高速度提供最大的价值给客户。亿博物流咨询统计，通过供应链管理和优化，总供应链管理成本可降低 10%，其他经营效率指标也会带来不同程度提升。源于对于全球供应链的整合，全美目前 97.5% 的服装来自进口，既有效地降低了生产成本，又提高了效率，实现了成本和效率双赢。

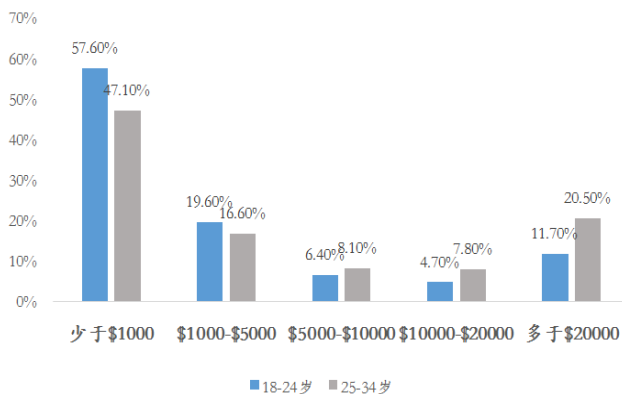
图表 15: 通过供应链管理和优化, 企业可以收获多方面效益

指标	变化
总供应链管理成本	(占收入百分比) 降低超过 10%
中型企业的准时交货率	提高 15%
订单满足前提期	缩短 25-35%
中型企业增值生产率	提高超过 20%
绩优企业资产运营业绩	提高 15-20%
中型企业库存	降低 3%
绩优企业库存	降低 15%
绩优企业现金流周转周期	比一般企业保持 40-65 天优势

来源: 亿博物流咨询数据库, 天风证券研究所

3) 千禧一代追求低价流行服饰, 助推快时尚品牌迅速发展。千禧一代是指年龄在 18-34 岁左右的消费者, 约占 2015 年美国总人口 23%。他们对最新的流行趋势更敏感, 愿意把钱花在服装和配件上, 寻求个性化时尚风格的服装和饰品。但由于千禧一代大多仍在校, 收入相对较低, 一般没有足够的可支配收入花费在大量服装和配件上(谷歌消费者调查数据显示, 美国千禧一代中超过一半人存款低于 1000 美元)。相对低价却紧跟时尚潮流的快时尚品牌迎合了这代人的偏好, 同时美国消费者对于多样化服饰的追求、时尚快速的更替速度以及美国需求变化快的特性都促进了快时尚品牌的发展。2015 年, 快时尚品牌凭借自身特定, 市场份额迅速增加。H&M, Zara 和优衣库增长尤为强劲。H&M 的市场占有率由 2010 年 0.5% 提升至 2015 年 1%, 增速迅猛。

图表 16: 千禧一代超一半人存款低于 1000 美元



来源: 谷歌消费者调查, 天风证券研究所

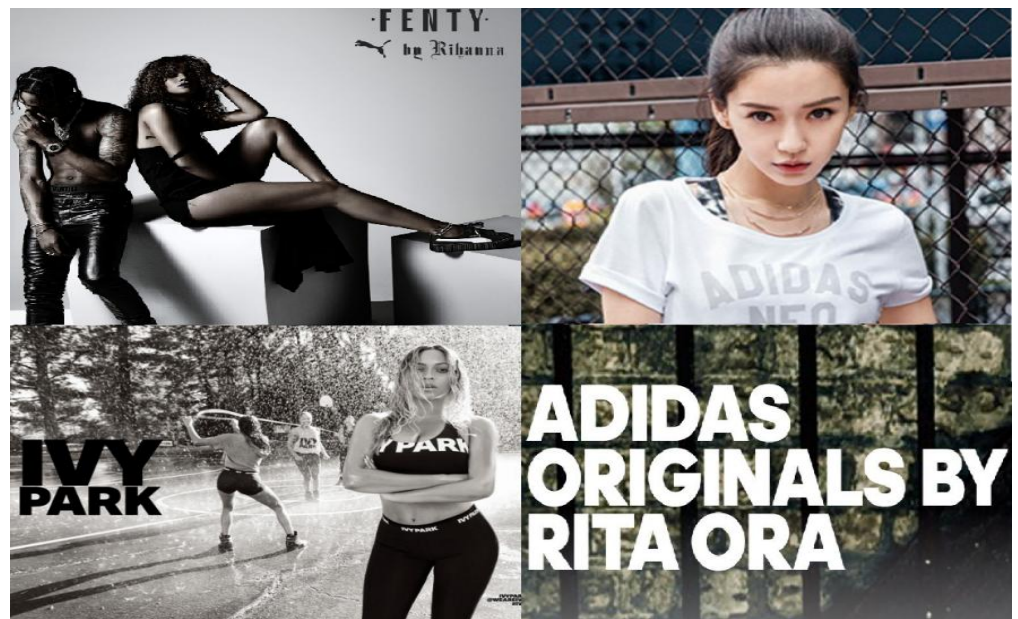
图表 17: 快时尚品牌一览



来源: Euromonitor, 天风证券研究所

4) 运动休闲趋势日渐明显, 各大品牌加大女士运动服饰比例。美国服装产业近年来持续着快速稳定的零售价值增长, 主要受运动服饰高销售驱动。越来越多的美国消费者正采取积极健康的生活方式, 消费者生活方式的改变, 导致对运动休闲服饰的强大需求。同样, 户外运动服饰也呈现出了增长态势, 这主要是由于消费者正努力寻找能够使得他们在各类日常活动如在办公室工作、参加社交聚会和外出办事时均表现优秀又能保持时尚的服装产品, 而户外运动服饰则满足了他们的需求。此外, 为了在运动休闲趋势中的获益, 各大成衣品牌都加入了女士运动服饰的系列。像 NIKE、Adidas、Under Armour 等主要运动品牌都在扩展他们的女士运动服饰和鞋类产品, 例如通过与名人合作来营销新的女士服饰系列, 包括 Rita Ora (adidas Originals), Rihanna (Puma) 等等。同样, 快时尚品牌也在运动休闲的趋势中不断加大其比例。H&M 和 Forever 21 在 2015 年引入了运动服饰系列, Topshop 也在 2016 年和 Beyoncé 合作启动了一条新的运动服饰产线。甚至是奢侈品设计师也在运动趋势中表显出了浓厚的兴趣, 例如 Tory Burch, Cynthia Rowley 和 Rebecca Minkoff 都发布了目标高端女性顾客的新运动服饰系列。

图表 18: 与名人合作的各大品牌女士运动服装系列

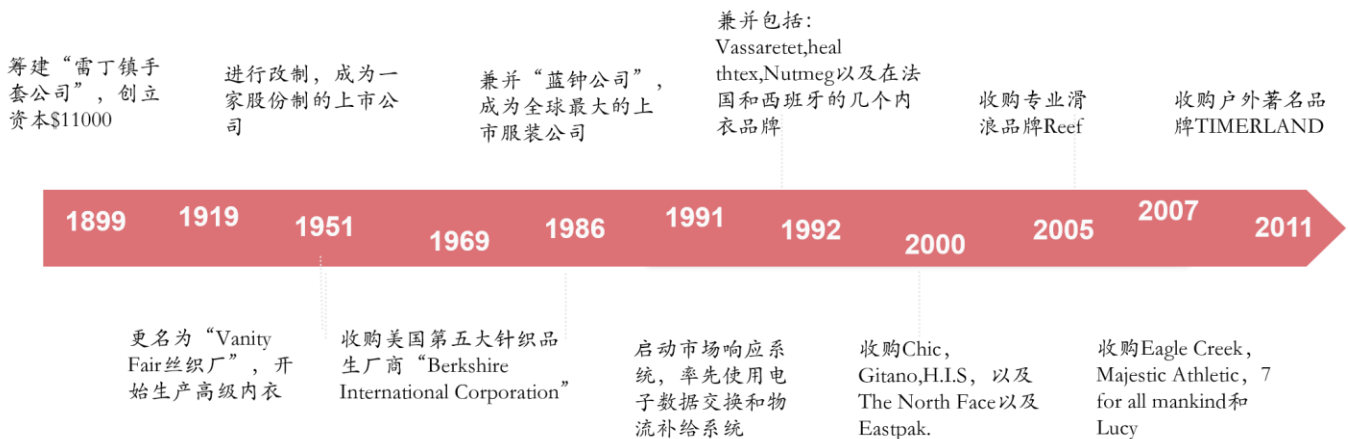


来源: 公司官网, 天风证券研究所

2.2 VF 集团如何成长为国际化品牌运营商

VF 集团是全球最大的成衣制造商之一, 也是美股市值最高的服饰公司。公司创建于 1899 年美国宾夕法尼亚州里丁市, 发展至今已有 117 年历史。2015 年营收 123.8 亿美元, 净利润 12.3 亿美元, 公司员工人数达 6 万人, 拥有 30 多个时尚品牌 (Wrangler、Lee、Riders、The North Face、Vans 等), 涉及鞋履、牛仔、箱包、运动装备、配饰及其他各类服装, 在 150 多个国家、通过 47000 多家零售商及自有渠道销售。致力于产品创新、与客户群紧密联系、通过多元化渠道随时与客户对接、不断进行全球化扩张, 是 VF 集团持续发展的四大核心因素。

图表 19: VF 集团发展历程

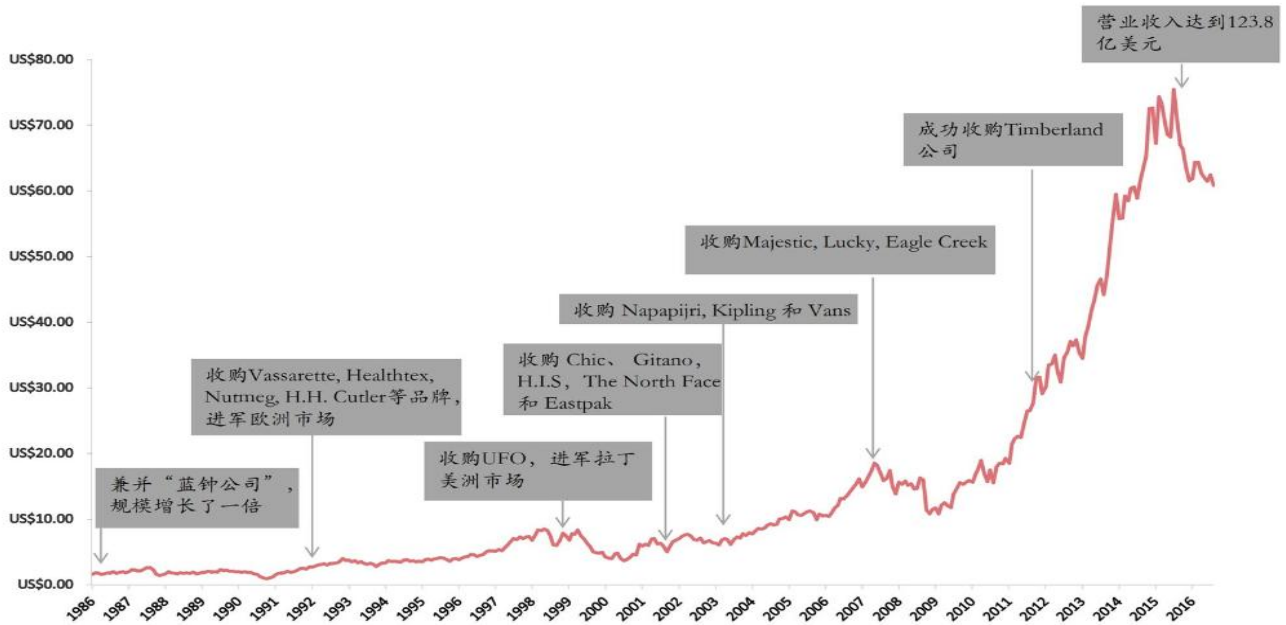


来源：集团官网，天风证券研究所

➤ 持续收购之路，股价稳健上涨

VF 集团整个发展历程就是一条持续收购的道路，收购是其发展壮大的重要途径，领域涉及牛仔、泳衣、背包、橄榄球服、棒球服、车赛服、冲浪服等。并不断拓展进军欧洲、拉美、亚洲市场。VF 收购历程始于 1969 年，前后分别收购了全美第五大针织品生产商 Berkshire International Corporation 和 LEE 公司，晋身成为财富 500 强的一员，并在纽交所成功上市；1986 年通过兼并蓝钟公司，规模增长一倍，成为世界上最大的服装上市公司；90 年代，收购速度不断加快，将十多个品牌纳入旗下，股价也随之从 2 美元左右升至 5 美元左右；2000 至 2007 年 VF 集团连续收购 The North Face、Eastpak、Nautica、Kipling、Vancs、Majestic Athletic、Eagle Creek 等众多知名品牌，股价大幅攀升，达到新高 19.12 美元。2011 年，成功收购 Timberland 公司，公司股票涨跌幅远超标准普尔 500 指数。经过 30 年的收购历程，集团不断发展壮大，产业布局不断完善，2015 年公司营收 123.8 亿美元，股价突破历史新高，最高到达 75.73 美元。

图表 20: 近 30 年 VF 集团股价 (复权) 变化及公司重大事件



来源：集团官网，天风证券研究所

➤ 并购+拆分成就 VF 五大系列+30 个品牌

VF 通过动态并购与拆分，成功构建起自己的品牌帝国。公司拥有户外品牌 The North Face 和 Eastpak; 牛仔品牌 Chic、Gitano、H.I.S、Rock & Republic; 时尚品牌 Nautica、John Varvatos 和 Napapijri; 休闲箱包品牌 Kipling; 运动品牌 Vans、Eagle Creek 和 Majestic; 专业冲浪品牌 Reef; 时尚服饰品牌 7 for all mankind 和 Lucy。目前 VF 旗下 5 大系列，超过 30 个主品牌，涵盖服装行业各领域，业务地区拓展到欧洲、拉美及亚洲市场。

图表 21: VF 集团旗下 30 个主要品牌

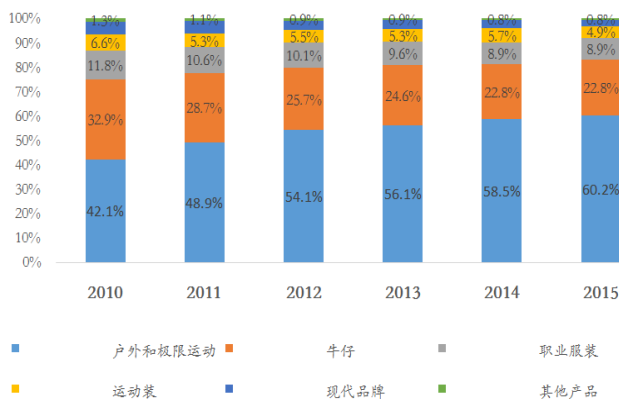


来源：谷歌消费者调查，天风证券研究所

五大系列涵盖众多服饰领域，其中户外与极限运动系列营收占比高达 60.2%。

目前 VF 集团旗下五大系列包括户外系列、牛仔系列、职业装系列、运动系列、现代品牌系列，营收占比分别为 60.2%、22.8%、8.9%、4.9%和 2.8%。户外与极限运动系列包含 The North Face, Timberland 等 11 个品牌，为户外爱好者提供专业户外运动装备，重视开发新品类品牌，通过积极增开自营商店，扩张销售地区增强长期盈利能力；牛仔系列包括著名牛仔品牌 Lee、Wrangler 等 7 个品牌，通过产品的创新、对消费者消费需求准确的把控以及良好的营销策略来推动系列稳定发展；制服系列包括职业装和授权体育服装两大分类，通过快速交货服务、自动化的配送中心及众多分配点稳定发展；运动系列包括 Nautica 和 Kipling 等品牌，通过百货商店、专卖店、自营店以及网络渠道进行销售，并通过增加销售价格、产品品种以及增强客户体验的方法发展；现代品牌包括 7 For All Mankind, Splendid 和 Ella Moss 三个品牌，通过高档百货商店、专业商店、自有品牌电商销售，以舒适的面料和丰富的颜色作为产品特色迅速发展。

图表 22: 户外与极限运动营收占比高达 60%



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 23: VF 旗下 11 个户外与极限运动系列品牌

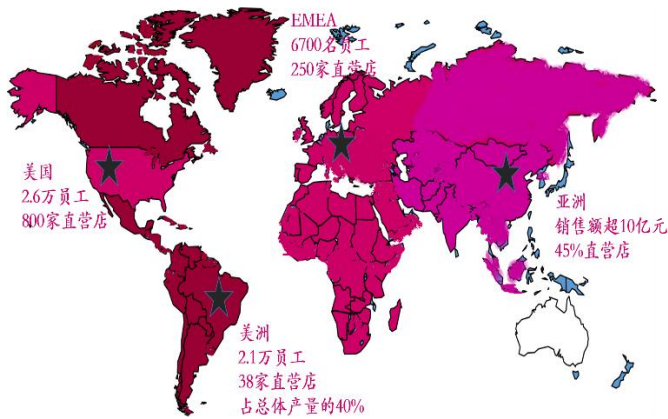


来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 优质品牌运营能力，产销全球化布局

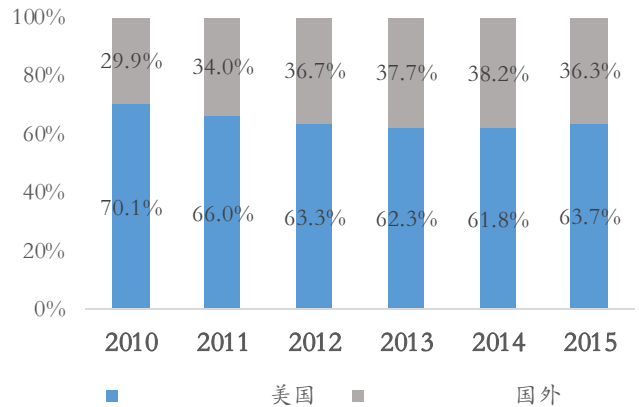
VF 集团产销全球化布局，具备优质的品牌运营能力。生产方面，VF 拥有 28 家自营工厂，与 60 多个国家的 1900 家制造商有着紧密的合作关系，2015 年生产约 5.6 亿件产品，其中 77% 以外包方式完成。此外，31% 产品是在美洲生产，比行业平均值高出 11%，而西半球的承包商交货时间更短，能大幅降低库存水平。同时通过网络的信息系统进行产品改进、预测、订单管理和仓库管理，每季度至少详细审查一次，控制生产数量，并根据未来需求及时调节生产，从而最有效的配置资源，大幅提升效率降低成本。**销售方面**，产品通过分销渠道、自有店铺以及电子商务在 150 多个国家销售，目前拥有 32 个分销中心和 1520 家零售店，其中 65% 的店铺位于美洲地区，25% 的店铺位于欧洲地区，仅有 10% 的店铺位于亚太地区。2015 年国际销售占比为 36.3%，相比于 2014 年的 38.2%，减少 1.9 个百分点，主要系外币汇率变动带来的负面影响，其中在欧洲地区，收入降低了 11%，其中外币汇率带来了 16% 的负面影响；亚洲地区，由于中国地区销售的强劲增长，收入增长 9%，其中外币汇率带来 4% 的负面影响。

图表 24: VF 集团产销遍布全球



来源：集团官网，天风证券研究所

图表 25: VF 集团在不同地区销售情况



来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 发展战略：产品创新+消费者研究+直营销售+市场拓展

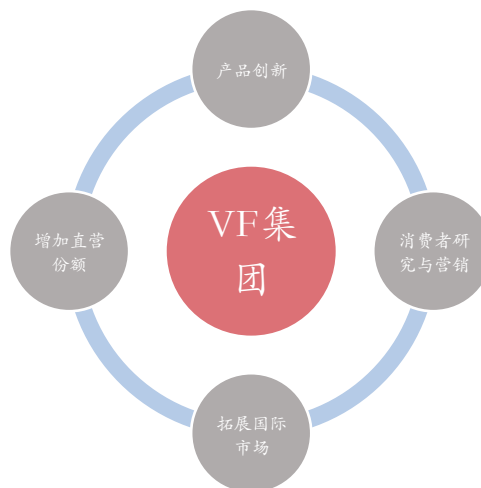
VF 长期增长战略专注于四个方面：产品创新、消费者研究与营销、增加直营份额、拓展国际市场。

①**产品端**：加大产品创新，满足消费者对新产品体验的需求，推动营收和毛利率的强劲增长；VF 公司在全球拥有三个产品创新中心，致力于为目标客户提供崭新的产品体验和突破性的产品益处。公司内部培养创新的文化，通过网络进行合作，激发新的想法；与外部专家和其他公司合作，发现新的机会。

②**营销端**：深入了解消费者的分类、喜欢服装类别、购物方式，设计消费者需要的产品，紧跟流行潮流。

③**渠道端**：一方面，通过拥有的零售店、直营店和电子商务商店增加直营份额，形成类似的商店体验，在正确的地点新开适合的品牌店铺，同时加速电商业务的销售，并计划 2017 年实现 44 亿美元的年收入；另一方面，从成熟的市场到新兴市场扩张国际市场，在全球范围内实现产品组合满足消费者需求。

图表 26: VF 集团发展策略

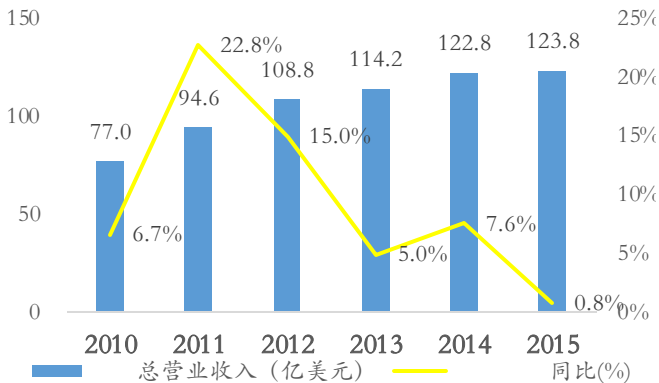


来源：公司官网，天风证券研究所

➤ 财务分析

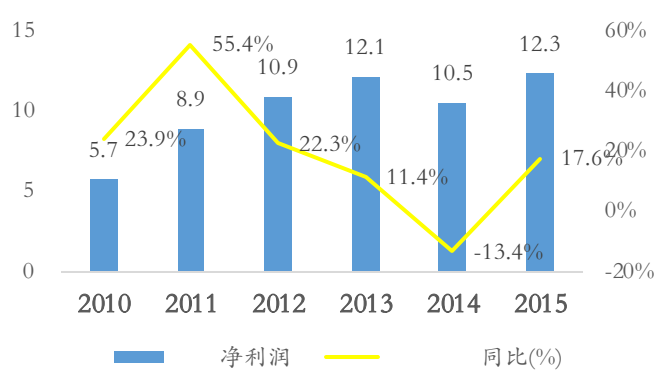
VF 集团 2015 年营业收入 123.8 亿美元，同比增长 0.77%。净利润 12.3 亿美元，同比增长 17.6%。主要系户外与极限运动系列及国际直营方面增长所致。国际收入方面受到外币贬值影响同比下降 4%。扣除外币汇率负面影响，2015 年 VF 集团在世界每个地区营收均处于增长状态。

图表 27: 公司营业收入同比增长 1%



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 28: 公司净利润同比增长 17.6%

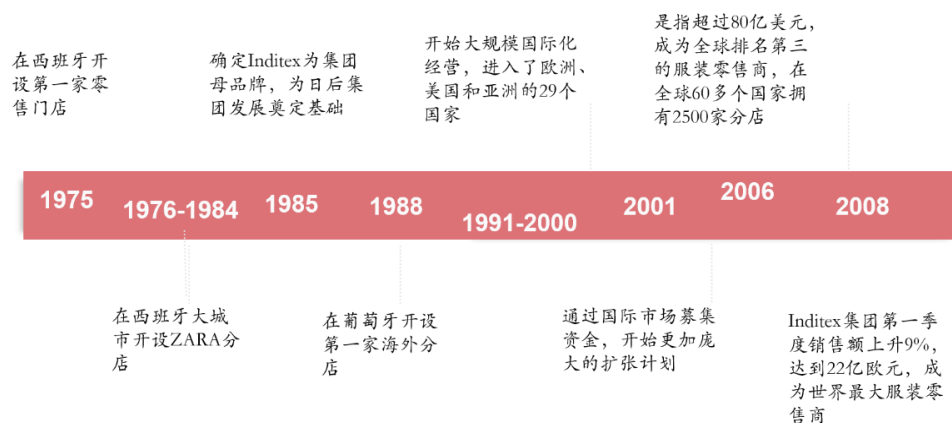


来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.3 Inditex 集团: 引领西班牙时装革命

Inditex 集团来自西班牙，是世界最大的时装零售集团之一，成立于 1975 年，总部办公室设在西班牙拉科鲁尼亚。20 多年，这个由服装商人阿曼西奥·奥尔特加·高纳 (Amancio Ortega Gaona) 一手打造的企业成为世界服装行业一颗耀眼明星。2015 年营收高达 205.7 亿美元，同比增长 8.32%。在全世界范围内拥有 15 万员工。Inditex 旗下拥有八大品牌，在 88 个国家地区开设 7013 个商店。近年来凭借旗下 ZARA 的风靡流行与全球扩张，逐渐超越 H&M、GAP 等时装零售巨头，成为世界最大的时装集团公司。

图表 29: Inditex 集团发展历程



来源: 公司官网, 天风证券研究所

➤ 八大品牌独立运营共筑品牌王国

Inditex 从 1975 年第一家零售门店开始，逐渐创建、收购了彼此独立并有着各自风格的八大品牌，分别是 ZARA、Pull and Bear、Massimo Dutti、Bershka、Stradivarius、Oysho、Uterque 和 ZARA HOME。其中 Zara 为公司最成功也是最畅销的品牌，2015 年销售额高达 136.3 亿欧元，在 88 个国家拥有 2162 个零售店及 27 个线上商店，成为世界上发展最快的零售品牌。与 VF 不同，Inditex 集团旗下每个品牌都有自己独立的采购、销售、设计和物流部门，管理也是各自独立运作。品牌总部位于西班牙不同城市，物流中心也各自为营。Zara 团队除服务自身之外，也会供其他品牌调配，尤其是当其他品牌去新的国家和地区开拓市场时，Zara 总是第一个入驻，帮助其他品牌打开市场，形成如同在西班牙巴塞罗那的 Inditex 一条街。

图表 30: Inditex 旗下八大品牌



来源：集团官网，天风证券研究所

图表 31: Inditex 旗下品牌跟随 Zara 开店



来源：集团官网，天风证券研究所

图表 32: 2015 年 Inditex 集团下设品牌销售额，店铺数量及特点

品牌	销售额 (亿欧元)	销售占比	店铺数量	特点
ZARA	136.28	65.2%	2162	风格年轻时尚，T 台风
Pull&Bear	14.17	6.8%	936	运动休闲风
Bershka	18.75	9.0%	1044	街头风格
Massimo Dutti	14.98	7.2%	1498	商务装,商务休闲装
Uterque	0.75	0.4%	72	高端男女装
Stradivarius	12.89	6.2%	950	甜美性感风，定位最年轻
Oysho	4.52	2.2%	607	内衣、化妆品、配饰和运动用品
ZARA HOME	6.66	3.2%	502	居家用品

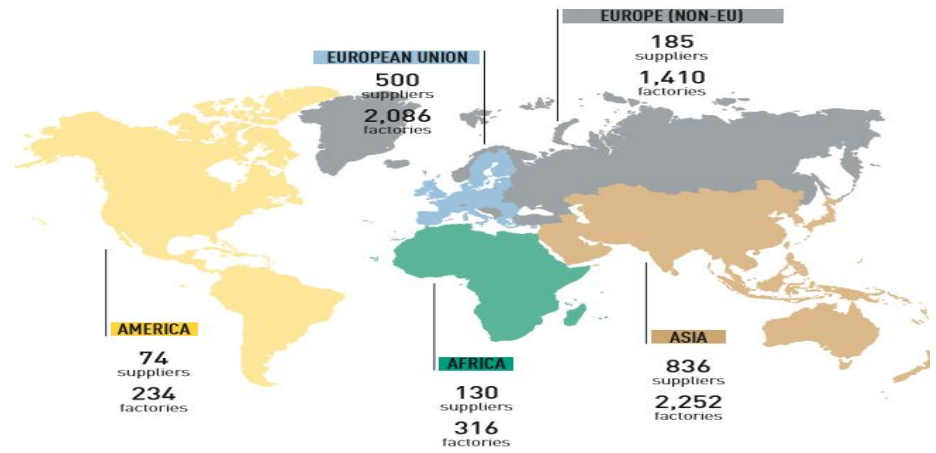
来源：公司官网，天风证券研究所

➤ 卓越供应链管理助力成功

供应链方面，Inditex 生产销售遍布全球。2015 年，1725 个直接供应商注册的 6298 家工厂参与生产，实现了整个供应链的可追溯。其中，836 个直接供应商位于亚洲，占总体 48.5%，生产成本相对较低；临近西班牙的工厂达到总工厂数目的 60%，保证了出货速度；另外，面料制造、印花等初级制造工厂占比较低，有效提升了产品

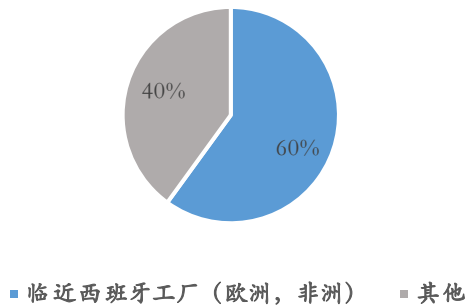
生产效率。

图表 33: Inditex 供应商分布情况



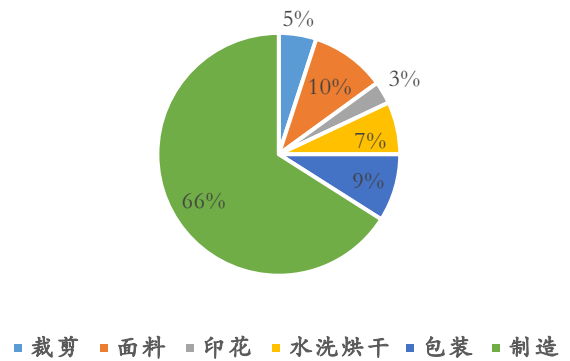
来源：公司官网，天风证券研究所

图表 34: Inditex 60% 工厂临近西班牙



来源：公司公告，天风证券研究所

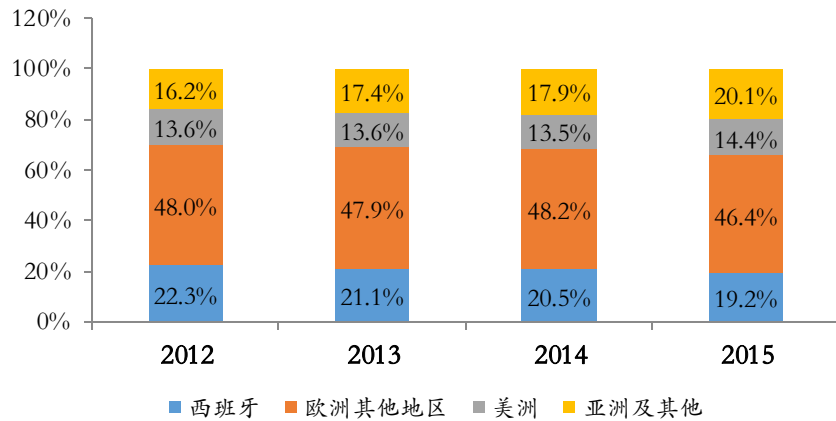
图表 35: Inditex 供应商生产职能



来源：公司公告，天风证券研究所

销售方面，Inditex 在 88 个国家地区拥有 2126 个直营店以及 72 个电子商务平台。西班牙之外的欧洲其他地区一直以来都占 Inditex 总销售额比例最高，2015 年占比 46.4%，随着 Inditex 在全球市场的扩张，亚洲市场增速迅猛，2015 年占比达到 20.1%。

图表 36: Inditex 产品销售分布



来源: 公司官网, 天风证券研究所

透过 ZARA 分析卓越供应链养成法。ZARA 四大阶段的供应链均围绕客户运转, 产品更新速度快, 全程供应链可分为产品组织与设计、采购与生产、产品配送、销售与反馈四大阶段, 所有环节都围绕目标客户运转, 整个过程不断滚动循环和优化。

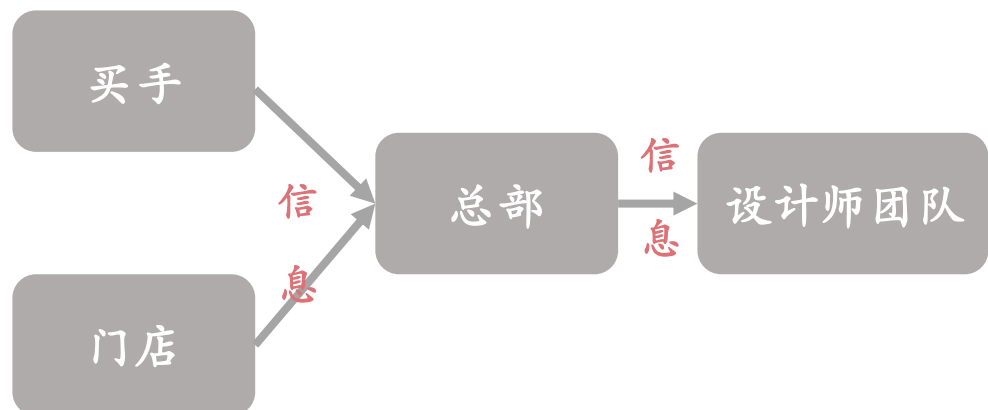
① 产品组织与设计: ZARA 开发模式基本基于模仿, 一方面, ZARA 在全球各地配有时尚买手, 他们购买当区主要竞争对手的当季流行产品用以模仿; 另一方面, 分析销售和库存信息完善设计新款服装。

② 采购与生产: 大部分生产安排在欧洲, 有效提升速度; 通过提前买来白坯布和标准化半成品大大缩短产品生产周期。

③ 产品配送: ZARA 总部设有双车道高速公路直通配送中心, 通常订单收到后 8 个小时以内货物就可以被运走, 在 24 小时内基本上全球零售店均能收到货物。

④ 销售和反馈: 总部拿到各专卖店的销售、库存和订单等消息后, 分析判断各种产品是畅销还是滞销, 把预测风险控制最低水平。

图表 37: 产品组织与设计过程



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 38: ZARA 供应链管理优于其他品牌

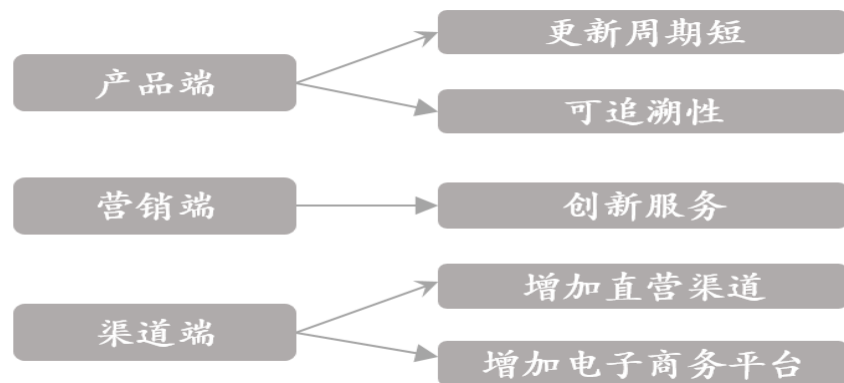
指标	Zara	其他品牌
产品从设计至上架时间	10-14 天	6-9 个月
库存周转 (次/每年)	12	3-4 次
产品品种 (件/每年)	12000	3000-4000

来源: 网络资料整理, 天风证券研究所

➤ 发展战略: 产品可追溯+创新服务+全球化市场

Inditex 集团发展目标是所有顾客同时提供最高质量的产品, 同时努力发展可持续性商业。①**产品端**: 利用公司供应链优势, 降低产品更新周期, 实现产品可追溯性。Inditex 生产管理系统可根据业务模式, 基于信息进行可追溯性审计, 用来评估生产能力, 流程和时限, 并确保所有生产合理进行。此外, 利用可追溯管理, 可评估工厂的生产能力, 减小外包风险。②**营销端**: 为客户提供创新的服务, Inditex 电子商务平台每天都在提供客户数据进行需求分析, 设计团队整理后进行生产。Inditex 将运用电子商务平台同社交媒体进一步了解消费者需求, 同消费者对话提供创新服务。③**渠道端**: 全球化战略, 加速布局电子商务市场。在直营店方面, 瞄准世界上成熟市场, 同时把时尚之风吹向更多新兴发展中国家。

图表 39: Inditex 发展战略

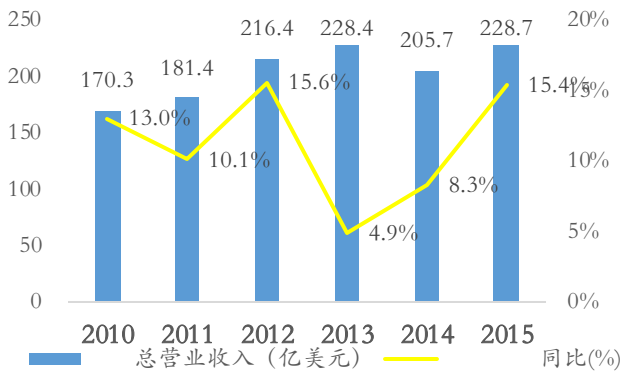


来源: 集团官网, 天风证券研究所

➤ 财务分析

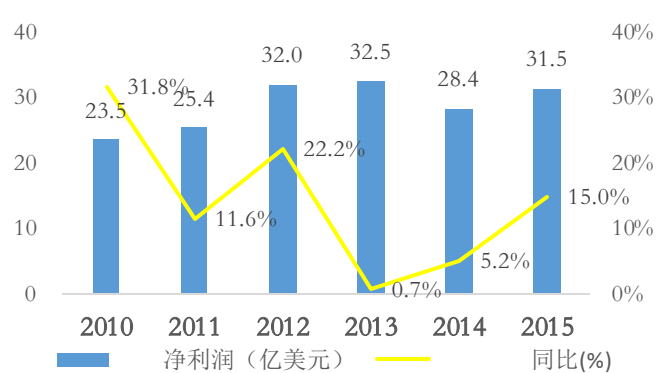
2015 年 Inditex 全年实现营收 209.0 亿美元, 同比增长 15.4%; 净利润 28.7 亿美元, 同比增长 15.0%。销售额的增长得益于新店铺的强劲销售, 同店销售上涨 8.5%。2015 年集团在全球新开设了 330 家店铺。

图表 40: 公司营业收入同比增加 15.4%



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 41: 公司净利润同比增长 15.0%



来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.4 GIII: 60 年历史优质品牌运营商

G-III 是美国最大的服装生产和进出口商之一, 生产销售众多知名品牌, 创建于 1956 年, 总部设在纽约第七大道。GIII 以欧洲工艺起家, 很快成为世界顶尖的高品质服装, 裙装, 运动服, 箱包等设计和制造公司。公司现已有超过 25 个部门, 运营品牌超过 40 个, 包括 CK, GUESS, TOMMY HILFIGER, LEVI' S 等多个世界知名品牌。

图表 42: GIII 公司发展历程



来源: 集团官网, 天风证券研究所

➤ 多品牌多领域运营, 良好合作关系助力发展

GIII 自 1972 年开启集团多品牌战略以来, 先后并购了 Marvin Richards、Winlit、Jessica Howard、Eliza J、G.H.Bass 等多个知名品牌, 目前经营领域包括服装外套、成衣、连衣裙、运动服装、配件和手提包、鞋类等多个领域。此外, GIII 也是最早进行国际化运营的服装集团, 是首批从韩国进口外衣的服装公司。在发展过程中, 通过与美国国内知名品牌建立合作关系拓展市场, 与体育联盟的良好合作关系, 也成为

GIII 发展过程中独特的优势。

图表 43: GIII 旗下主要的品牌

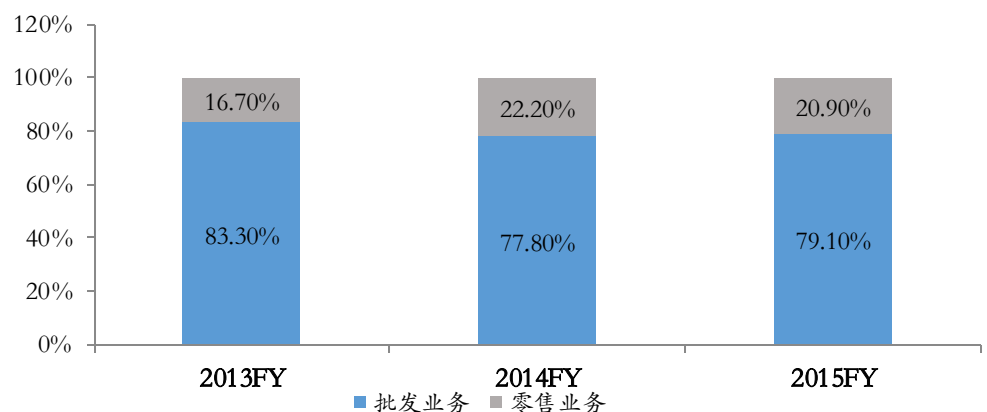


来源：公司官网，天风证券研究所

➤ 批发业务与零售业务齐头发展，开展全球化布局

GIII 集团业务划分为批发业务和零售业务。批发业务板块主要包括授权品牌业务和非授权品牌业务两大部分；零售业务板块包括来源于 Wilsons Leather, G.H.Bass 商店及部分 CK 商店的收入。从收入贡献角度来看，2015 财年批发业务收入达 19.50 亿美元，占总营业收入比重达 79.10%，而零售业务收入比重占集团业务收入比重约五分之一。

图表 44: GIII 集团收入结构



来源：公司公告，天风证券研究所

GIII 的授权品牌业务是其批发业务中关键的一环。2015 年财年度，这项业务的收入达 13.88 亿美元，占总收入的比重达 59.2%。旗下授权品牌多是美国国内知名的品牌，在各自细分领域都占据重要的市场地位，包括 CK、Tommy Hilfiger、GUESS 等，已经覆盖女性和男性市场，为不同客户提供差异化服务。在授权品牌业务中，尤其值得注意的是，GIII 与包括 NFL、NBA、MLB、NHL 在内的美国各大体育联盟建立起良好的合作关系，通过球队官网、体育场零售商店等渠道进行销售，扩大其品牌在粉丝中的影响力，推动业务增长。

图表 45: GIII 集团旗下授权品牌情况

Women's	Men's	Team Sports
Calvin Klein	Calvin Klein	National Football League
ck Clavin Klein	ck Clavin Klein	Major League Basketball
Tommy Hilfiger	Tommy Hilfiger	National Basketball Association
Karl Lagerfeld	Karl Lagerfeld	National Hockey League
Guess	Guess	Touch by Alyssa Milano
Guess ?	Guess ?	Kenneth Cole NY
Kenneth Cole NY	Kenneth Cole NY	Hands High
Reaction Kenneth Cole	Reaction Kenneth Cole	Collegiate Licensing Company
Cole Haan	Cole Haan	Major League Soccer
Levi's	Levi's	Starter
Vince Camuto	Vince Camuto	
Jessica Simpson	Dockers	
Ivanka Trump		
Jones New York		
Ellen Tracy		
Kensie		

来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 生产与销售地区分离，打造全方位供应链

G-III 生产和销售分别在不同地区进行，供应链全球化。在生产上，G-III 主要的制造商都位于中国，其余的分布在越南，印度尼西亚，印度，孟加拉国和美国中西部。目前，G-III 在中国，越南和印度尼西亚都设有办事处，共有员工 321 名。最终生产的成品大部分运到新泽西仓库等地进行最终的检查和分配。在销售上，G-III 产品主要在美国专门店和大商场零售店进行销售。产品约销售给各国 2800 家企业客户。从销售区域来看，美国始终是最稳定的市场，而加拿大，欧洲，远东共占营业收入的 7.9%。

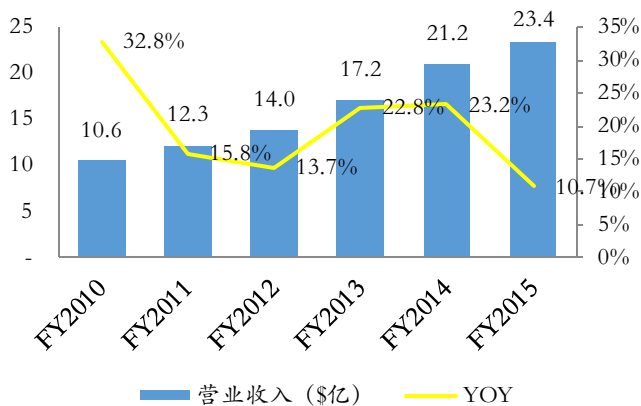
➤ 战略发展：优秀产品+收购扩张

GIII 集团的发展策略致力于生产能够触及客户方方面面的最好的产品，通过收购不断拓展经营规模和能力。①产品端：继续产品多元化策略，扩张品牌以及品类。G-III 计划收购互补的产品线，寻求有吸引力的收购。②营销端：除了通过户外广告和传统广告宣传外，加大在互联网等新兴媒体上的营销。③渠道端：增加自有品牌的直营店数量，加大在新兴市场的零售店规模。

➤ 财务分析

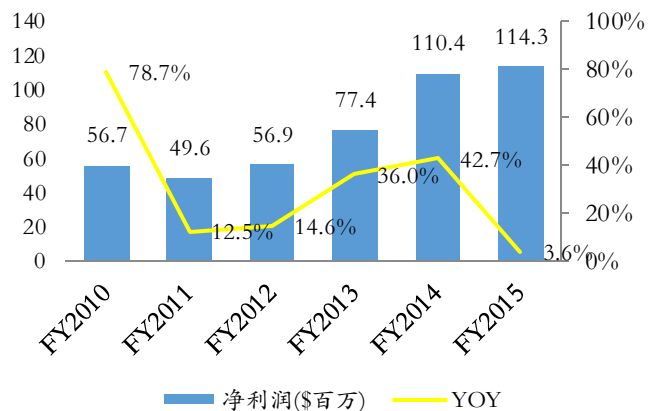
GIII 公司 2015 财年实现营业收入 23.44 亿美元，同比增长 10.74%；净利润 1.14 亿美元，同比增长 3.6%。这主要是由于去年 11、12 月创纪录的温暖冬天天气拖累集团旗下外套业务销售及毛利率。扣除外套批发和零售，非外套业务以及集团的连衣裙和团队运动业务都有非凡的表现。尤其值得关注的是，进入 2016 年春天高毛利的连衣裙业务将会表现非常抢眼，而 Tommy Hilfiger 授权业务的扩张、Calvin Klein 业务持续提高的市场份额以及 G.H. Bass 品牌的日益改善都将增强集团业绩，此外 Karl Lagerfeld 卡尔·拉格菲尔德品牌在北美的全面上市有助推高集团的销售和利润率，预期 GIII 公司 2016 年财年表现将会更加抢眼。

图表 46: GIII 公司营业收入增长情况



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 47: GIII 公司净利润增长情况



来源：公司公告，天风证券研究所

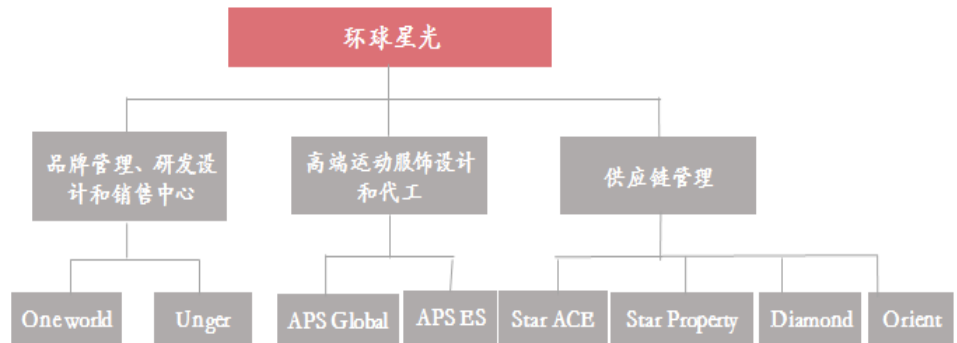
从 VF 集团、Inditex 集团和 G-III 集团的发展历程和发展战略中可以看到多品牌策略和全球供应链整合是成功的关键。多品牌策略以多样化的品牌定位满足了不同群体的消费需求，覆盖了更广阔的市场，而全球化的供应链整合则大大降低了生产成本，提升了生产效率。由此可见，有效地实施多品牌策略，整合全球供应链，实现优秀的供应链管理将对服装企业产生积极影响。

3. 环球星光：横纵双向扩张，打造国际化服装品牌运营商

3.1 环球星光：国际化服装品牌运营商

环球星光是一家依据 BVI (英属维尔京) 法律在 BVI 注册登记成立的有限责任公司，前身 Tim Dragon Limited 2012 年成立，并于 2014 年 7 月更名环球星光公司集服装研发、设计、生产、销售于一体，旗下拥有 Band Of Gypsies、Weavers 等多个知名女装品牌，覆盖 7-55 岁女性消费者，品类涵盖女性夏装、针织衫和高端运动服饰等，因其设计新潮深受消费者喜爱。公司目前共有 8 家全资子公司分别开展三个子板块业务，其中 APS ES 是美国第二大运动服装商 UA 重要合作伙伴，资产优质。

图表 48: 八家全资子公司打通纵向一体化模式



来源: 公司公告, 天风证券研究所

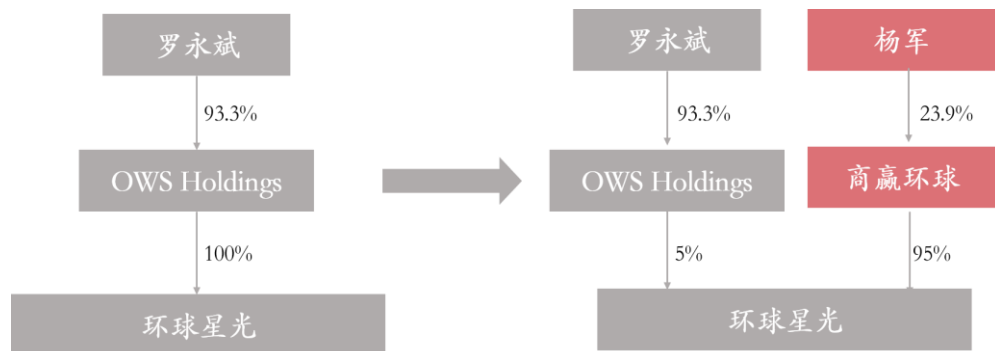
图表 49: 旗下全资子公司营业情况一览

子公司	2015 年 1-8 月 营收 (亿元)	2015 年 1-8 月 净利润 (亿元)	业务简要介绍
Oneworld	4.54	0.13	美国电视和网络购物商店 Shop HQ 的第一大品牌, 产品定位在 25—55 岁的女性, 产品线包括上衣、长裙、短裙、毛衣、休闲装和睡衣等, 不仅以自有品牌通过综合商场、网络等渠道销售, 同时为客户提供设计和产品加工服务。
Unger	3.97	0.01	品牌服装公司, 定位在 16—25 岁的少女, 旗下品牌 Band of Gypsies、Rules of Etiquette、Wearvers 等, 其中少女品牌 Band of Gypsies 属于新兴起的潮流品牌范畴, 在各大潮店销量巨大, 销售渠道方式与 Oneworld 相似。
APS Global	2.64	0.03	主要负责与客户联系并取得订单, 再将生产任务分别下发给 APS ES 和墨西哥的代工厂, 还负责与客户、供应商联系并监控相应的物流情况。
APS ES	1.19	0.26	一家高端运动服饰制造商, 在中美洲的萨瓦尔多拥有一个生产制造基地, 主要为美国高端运动服饰品牌进行代工, 目前主要销售来自 Under Armour (Under Armour 是全球知名的高端和专业运动品牌公司)
Star Ace	5.32	0.55	为美国的服装厂商提供 OEM 服务并进行供应链管理, 将接到的客户订单发送给长期合作的外包厂商进行生产, 产品完工后联系物流公司将货物运送至美国的物流基地。Star Ace 负责全流程的管控, 保证交货的质量和及时性。
Orient	1.23	0.03	主营业务是面料贸易销售
Diamond	0.32	0.21	主营业务是为集团内部 Oneworld/Unger 公司提供供应链管理服务, 包括联系供应商、跟单等, 并根据服务内容收取相应的佣金。
Star Property	0.01	0.00	主要资产为香港九龙的房产, 收入主要来源于房产租赁。

来源: 公司公告, 天风证券研究所

实际控制人易主。非公开发行前，OWS Holdings 持有环球星光 100% 股权，合计 2 万股；自然人罗永斌直接持有 OWS Holdings 93.30% 股权，为环球星光实际控制人。本次非公开发行完成后，商赢环球将持环球星光 95% 股权，成为其控股股东，杨军变为其实际控制人。公司主业将转移到以环球星光为中心的国际服装行业，有望迎来新生。

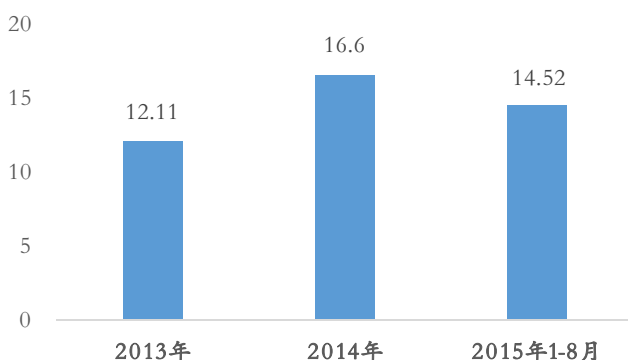
图表 50: 环球星光收购前后股权结构对比



来源：公司公告，天风证券研究所

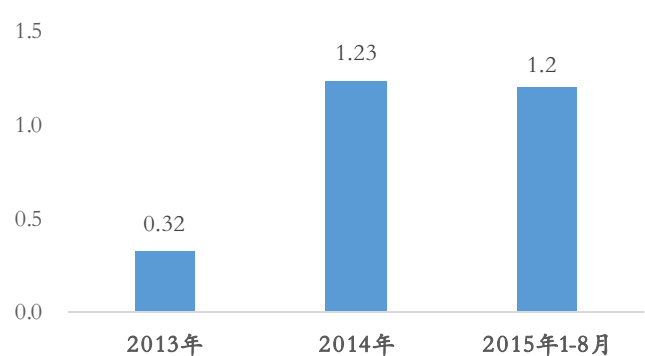
战略结构调整效果初显,优质客户资源增产,营收保持稳定增长。环球星光 2013 年战略调整,放弃部分账期较长客户,稳定原有优质客户,采取以销订产方式并集中清理压库商品,当年营收和利润同比大幅下滑,后期逐渐开发新的优质客户并收购 APS ES 股权和 APS Inc.增强盈利能力,目前公司营收与净利润开始回升,并且主要客户保持稳定,而 Under Armour 成为公司第一大客户。环球星光 2013 年、2014 年、2015 年 1-8 月分别实现营收 12.11 亿、16.60 亿、14.52 亿,净利润 0.43 亿、1.24 亿、1.21 亿。从主要客户来看,除 2014 年收购 APS 以后新增客户 Under Armour 以外,环球星光三大客户 Target、Macy's、Kohl's 基本稳定,2015 年 1-8 月营收贡献率分别为 13.71%、10.30%、9.66%,未来环球星光业绩增长将很大程度上依赖于现有客户的自然增长。新增客户 Under Armour 作为美国高端和专业的运动装备品牌,近年发展势头凶猛,在 2014 年已超越 Adidas 成为全美第二大运动销售品牌,业绩不俗,将为环球星光持续的业绩增长做出贡献。

图表 51: 2015 年 1-8 月实现营业收入 14.52 亿



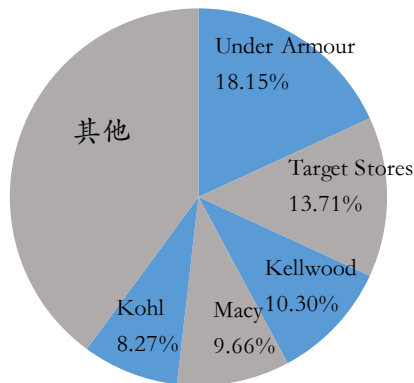
来源：公司公告，天风证券研究所

图表 52: 2015 年 1-8 月实现净利润 1.21 亿



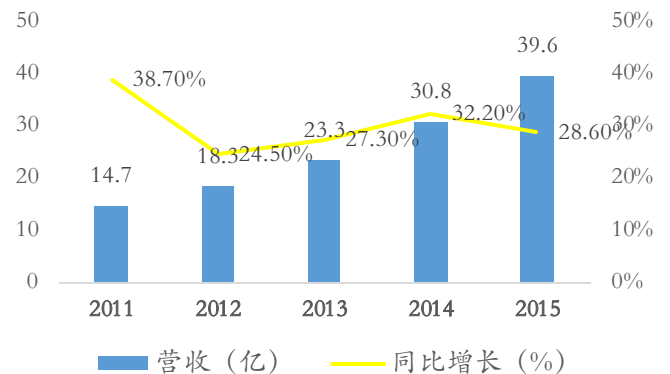
来源：公司公告，天风证券研究所

图表 53: 公司主要客户营收贡献率



来源: 公司公告, 天风证券研究所

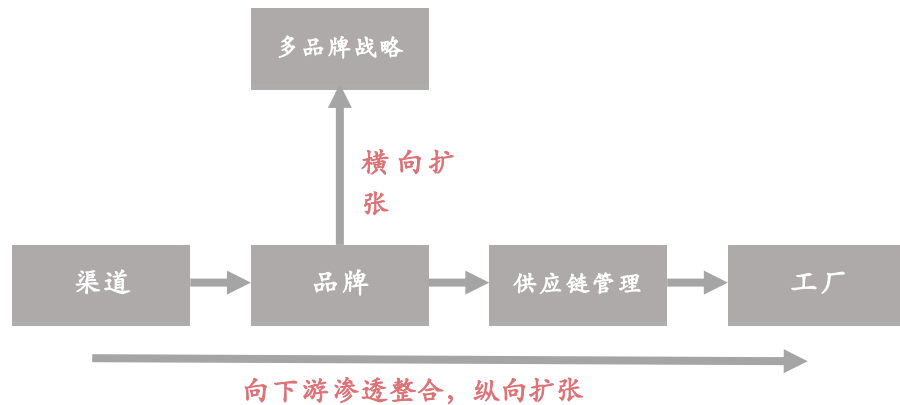
图表 54: Under Armour 营收稳定增长



来源: 公司公告, 天风证券研究所

横纵双向扩张, 打造国际化品牌运营商。 环球星光以供应链管理为基础, 顺应商品生产流通价值链集约化趋势, 通过“渠道-品牌-供应链管理-工厂”开启上下游整合。向上游渗透, 演化为类 VF 的具备集约化生产能力的品牌运营集团, 横向扩张开启多品牌战略; 向下游渗透, 形成一整条长供应链, 纵向扩张节约成本。

图表 55: 横纵双向扩张

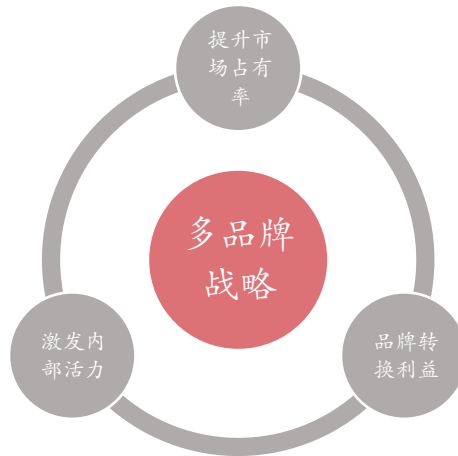


来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.2 多品牌战略崭露头角, 横向扩张提升产品利润

多品牌战略有利于全方位抓住消费者, 获取更高的综合效益。 多品牌战略指企业对其生产或经营的同一产品使用两个或两个以上品牌的战略, 目前很多大公司拥有众多品牌, 优势明显: ①**有利于企业扩大市场覆盖面。** 在一个大市场中, 消费者拥有不同期望和需求, 推出一种产品只能迎合某一消费群体, 如若根据不同需求, 推出不同品牌, 则可吸引各类不同群体, 进而从整体上提高市占率。②**获取品牌转换利益。** 虽然消费者心中对品牌存在忠诚度, 但却很少对某一品牌忠诚到绝对程度, 而对其他品牌毫无兴趣, 多品牌战略是获取“品牌转换器”的主要方法。③**激发企业内部活力, 提高效率。** 企业内有多品牌能使每位品牌经营者感到竞争压力, 努力搞好自己承担的品牌营销和市场开拓任务, 由此推动企业效率提高。

图表 56: 多品牌战略优势突出



来源: 公司公告, 天风证券研究所

➤ 环球星光积极向上游渗透整合, 横向扩张品牌

多元化渠道加速扩张品牌的推广。环球星光将依托现有女装品牌, 逐步实现多品牌战略, 积极外延扩张, 力求演化为类 VF 的具备集约化生产能力的品牌运营商。从市场需求来看, 美国服装市场正在经历快时尚风潮, 消费者对于产品多样性需求提升。从环球星光来看, 其自有品牌下游销售渠道广泛, 涵盖实体店、电视购物、产品目录和网络销售等, 客户包括①高档百货公司 Dillard's 和 Carson 等; ②中档商店 Macy's 和 Kohl's 等; ③电视购物节目 Shop HQ; ④潮牌商店 Top Shop、Urban Outfitters 等, 将加速环球星光新扩张品牌的推广, 快速实现现金流回笼。

图表 57: 环球星光自有品牌客户



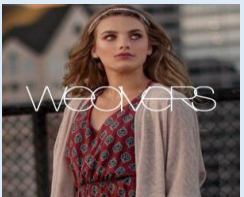
NORDSTROM	★macy's	TOPSHOP
evine LIVE	URBAN OUTFITTERS	TARGET
Dillard's	kmart sears	TILLY'S CLOTHING • SHOES • ACCESSORIES
KOHL'S	BEALLS	Buckle
Carson Pirie Scott	JCPenney	dressbarn.

来源: 公司官网, 天风证券研究所

环球星光目前主要拥有 Oneworld、Band Of Gypsies、Weavers 等多个自有品牌, 各品牌差异化定位, 全面覆盖 7-55 岁女性客户。其中: ①Oneworld 客户定位 25-55 岁女性, 价格约 20-79 美元, 主要产品包括上衣、裙子、套装等, 以中年女士服装的印花出名, 同时具备特殊工艺处理、特别图案设计、丰富色彩、特殊技术加工布料等特色, 目前已成为众多终端门店同类商品中的畅销品牌。此外, 中年女士

品牌坚持度较高，且有更多可支配收入，追求品牌价值；②Band of Gypsies 品牌主要定位 13-35 岁潮流年轻女性，定价 17-85 美元，紧跟时尚潮流、融合自然、女性感觉和压花工艺等元素，目前已成为 Top Shop、Urban Outfitters、Nordstrom 以及一些网络零售商店中最时尚的品牌之一，在网络上也有众多追随者；③Weavers 紧跟时尚潮流的成年女性，定价 15-59 美元，主要产品包括编织女装和毛衣，拥有新奇的设计风格、更加出色的水洗效果、压花等特色。

图表 58: 旗下拥有众多品牌

品牌	客户定位	定价 (美元)	产品	风格特点	风格图样
Oneworld	25-55 岁女性	20-79	上衣、裙子、套装	以印花而闻名，其特殊的工艺处理、特别的图案设计、丰富的色彩、布料的特殊技术加工等、	
Band Of Gypsies	13-35 岁潮流年轻女性	17-85	年轻少女流行服装	紧跟时尚潮流、融合自然、女性感觉和压花工艺等元素	
Weavers	时尚潮流的成年女性	15-59	编制女装和毛衣	新奇的设计风格、更加出色的水洗效果、压花以及其他时尚潮流因素的加入	

来源：公司官网，天风证券研究所

横向扩张品牌，积极寻求外延扩张机会。2015 年 7 月公告，环球星光实际控制人罗永斌 100%控股的 Arlington Global Financial Limited 于 2015 年 6 月与 Glamour Sage Investment Limited 就收购 Big Strike 100% 的权益已达成协议。Big Strike 主业：服装研发、设计、生产和销售，旗下拥有包括 Workshop、Sugarhigh 在内的多个女装品牌。此外，环球星光现正在洽谈其他 3 个美国收购项目。通过外延品牌扩张、横向增加公司产品种类，品牌将贡献公司利润增长新量级。

图表 59: Big Strike 旗下品牌

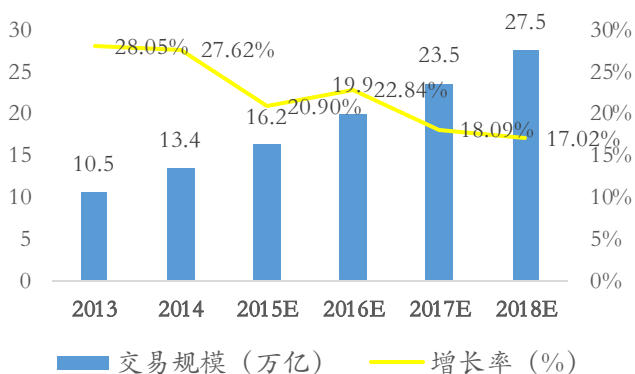


来源: 公司官网, 天风证券研究所

➤ 投资一亿推广品牌, 强势进军中国市场

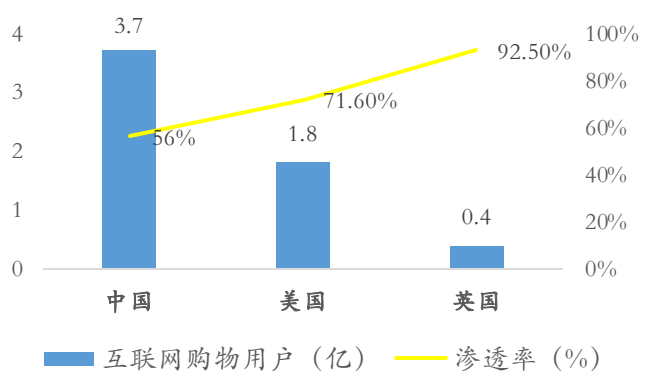
国内电商市场持续高增长, 渗透率不断提升。据艾瑞咨询统计, 2015 年中国电子商务市场交易规模达到 16.2 万亿, 同比增长 21.2%, 连续四年增长率超过 20%。预计 2018 年, 中国电商市场交易规模将达 27.5 万亿。另据 DCCI2015 年数据, 中国网络购物用户达 3.74 亿人, 网购渗透率持续增长, 2015 年达到 56%。而美国, 英国网络购物用户规模分别为 1.77 亿人和 0.44 亿人, 渗透率分别为 71.6%和 92.5%。相比于发达国家, 中国人口基数大, 网络用户规模大远高于美国, 英国等国家, 但用户渗透率低, 未来市场空间广阔。

图表 60: 中国电商规模逐年增长



来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

图表 61: 互联网购物渗透率对比



来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

投资 1 亿切入中国市场。为了进一步推广公司产品形象和品牌建设, 进而提高公司研发设计能力、产品认知度和毛利率, 提升企业业绩和价值, 拟投入 1 亿进行品牌推广建设, 主要包括自有品牌中国电商推广项目、高端品牌建设项目, 其中 4000 万元用于广告推广, 6000 万元用于品牌建设。

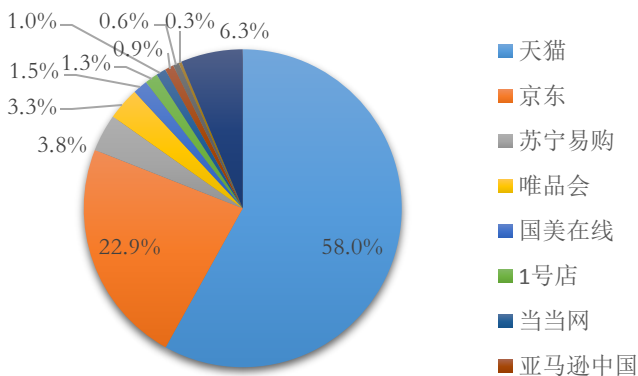
图表 62: 品牌推广项目投资具体构成情况

工程或费用名称	投资额度(万元)	所占比例
自有品牌中国电商推广项目-广告推广费	4000	40%
高端品牌建设项目-设计师工资	5700	57%
高端品牌建设项目-电脑运营系统	300	3%
合计	10000	100%

来源: 公司公告, 天风证券研究所

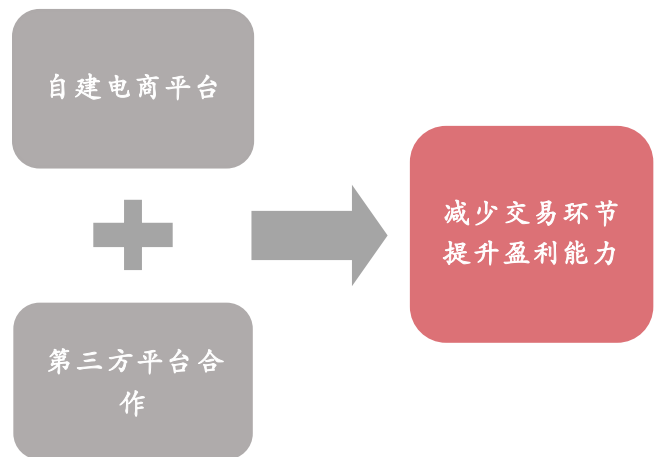
自建电商平台+第三方平台合作抢占内地市场。推广项目不仅会利用自建电商平台方式推广旗下品牌, 展示产品优势, 也将与第三方平台进行合作。天猫、京东已经成为国内市场份额最大的网站, 而唯品会也很受消费者关注。环球星光进入国内市场后, 将会和这些平台寻求合作。目前, 环球星光旗下品牌在美国已经拥有了一定品牌知名度、信誉度、顾客以及供应商合作资源, 有很强的竞争力。通过中国电商推广项目, 环球星光将把旗下品牌引入中国, 树立品牌形象, 培养品牌忠诚度。同时, 通过与支付以及物流公司合作, 最大化减少交易环节, 最大限度把流量转化成交易量, 帮助环球星光把握电商发展潮流, 切入中国市场, 进而提升盈利能力, 创造新的利润增长点。

图表 63: 中国电商市场占有率



来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

图表 64: 环球星光中国电商推广项目



来源: 公司公告, 天风证券研究所

增大研发投入, 提升产品档次。通过本项目, 环球星光将引进一个约 45 名设计人员的设计师团队, 加大品牌研发力度, 并在原有的品牌研发设计基础上, 进一步改善现有研发条件, 为设计师获取设计灵感提供更舒适的工作环境, 同时给后期不断引入高端设计人才预留工作空间, 进而提升产品的设计研发实力和品牌档次, 为环球星光的快速发展注入持久的活力。

3.3 供应链整合优势明显, 纵向扩张成本优势突出

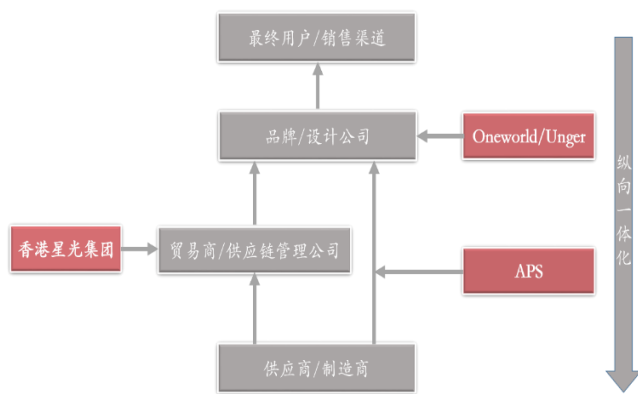
纵向一体化指沿产业链占据若干环节的业务布局, 能全面提升公司整体运作能力。具体来看: ①功能整合成有机整体, 增强风险抵抗性, 削弱上下游议价能力。所有供应链成员以一个有机整体的形式参与市场竞争, 产业链中的设计商、生产商、配送商、分销商通过功能整合、策略联盟及优势互补实现整体竞争优势最强, 抵御市

场波动的能力也大幅度体现。此外，一个强大的整体具备更强的价格谈判能力，无论是在原材料购买还是产品销售中，都能占据主导地位，保证自身利益最大化。②**降低成本，提高生产效率**。通过现代化信息网络在供应链之间的共享与传递，供应链组织之间的需求预测、库存状态和生产计划等重要数据能够实时、有效、快速地响应用户需要，不仅降低组织内谈判成本，也能通过各地区资源最优配置降低生产成本，节省时间和资源，提高整体生产效率。③**提供高质量产品，提升产品差异化能力**。当供应链中的每一个环节都能由公司整体把控时，能完全根据要求精细到每一步，提供客户最满意的产品和服务，提升产品差异化能力，充分实现供应链最大的增值。

➤ 三大业务板块纵向一体化

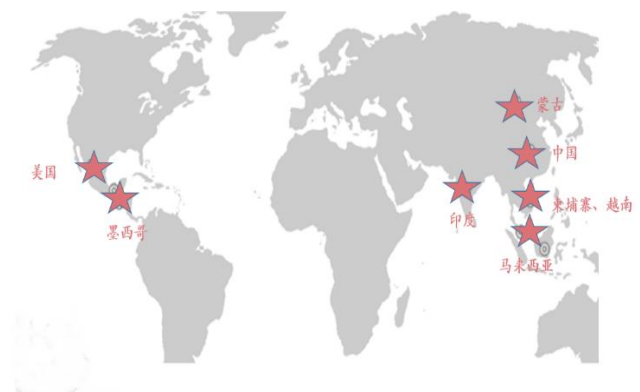
环球星光历经多年发展，在设计、制造、销售各环节形成专业化分工局面，通过纵向一体化方式综合整合资源，充分提升供应链附加值。①**品牌设计**：Oneworld/Unger 拥有自己的品牌和专业设计团队，其独特的风格深受消费者青睐；②**供应链管理**：香港星光集团拥有强大的供应链管理和资源配置能力，能在全球多个国家采购品质过硬、价格合理的产品，并通过有效的调节物流、生产以及采购各环节，能最大程度降低成本，压缩成本+整合资源成为其优势；③**生产**：APS 拥有大量生产设备和员工，能根据客户订单需求保质保量交货，在户外服装，专业运动服等细分市场更是具有出色表现。

图表 65: 三大业务板块纵向一体化



来源：公司公告，天风证券研究所

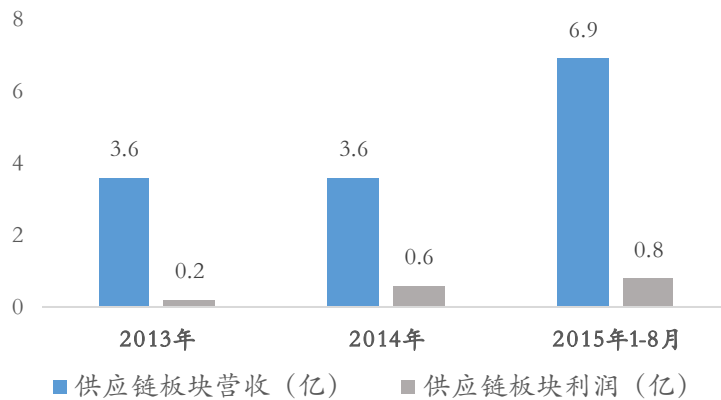
图表 66: 环球星光供应链遍布全球



来源：公司公告，天风证券研究所

环球星光供应链管理板块旗下四家子公司营收稳定增长，2015 年 1 至 8 月合计实现营业收入为 6.89 亿，占整体营收 47.5%。其中供应链板块公司 Star Ace 收入贡献最高，达 5.32 亿，占供应链板块 77%。

图表 67: 2015 年 1-8 月供应链板块实现营收 6.9 亿

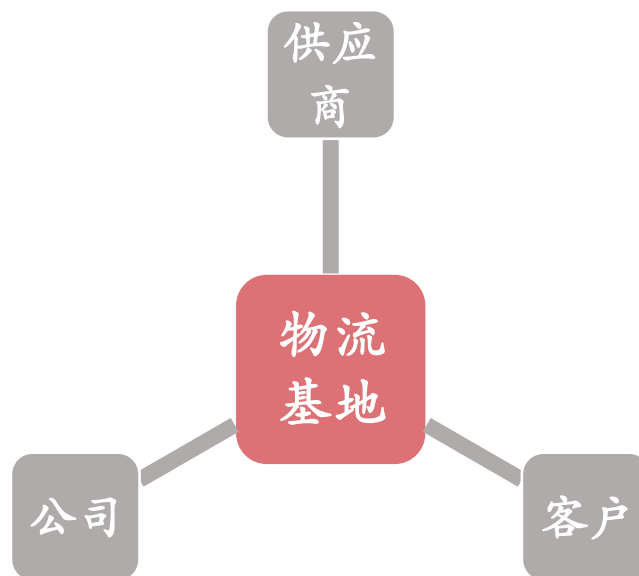


来源: 公司公告, 天风证券研究所

➤ 增资建设美国物流基地项目, 进一步提升供应链管理能力和

供应链管理是服装企业最重要环节之一, 也是环球星光核心竞争力之一。而物流基地又是供应链管理的核心环节, 是联系供应商、公司与客户的枢纽, 会影响到采购、销售以及资金流转等各个环节。环球星光目前在洛杉矶有两个租赁物流渠道, 共为公司提供年货物流转量约为 3000 万件。

图表 68: 物流基地是供应链管理核心环节



来源: 公司公告, 天风证券研究所

考虑环球星光现有租赁物流中心已不能满足发展需求。环球星光拟投入募集资金 1.2 亿用于美国物流基地项目, 购买 2.5 万平方米的办公仓储物流中心。通过本项目一方面可以节省环球星光现有租赁办公及物流仓储租赁费用 123.60 万美元/年, 另一方面有助于改善公司物流条件, 提升企业竞争力。

图表 69: 物流基地投资具体构成情况

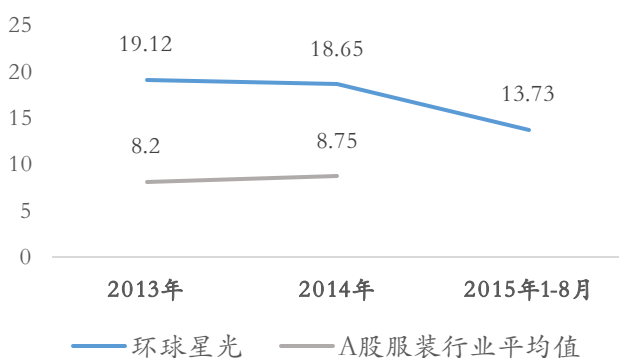
工程或费用名称	投资额度 (万)	所占比例
办公仓储一体化基地购置费	9840.0	80%
配套工程费	553.5	4.5%
办公设备	799.5	6.5%
电脑系统及软件	184.5	1.5%
运载车辆	922.5	7.5%
合计	12300	100%

来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.4 买断式销售模式降低压库风险, 金融机构保理业务快速回笼资金

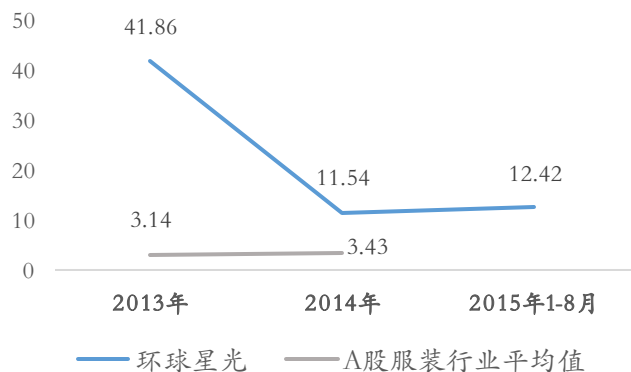
环球星光应收账款与存货周转率显著高于 A 股服装行业平均值。一方面环球星光采用终端 (卖场/商场) 买断式销售模式, 相比中国服装企业采用高库存和广开店的经营模式, 具备将产品压库风险转嫁给商场的优势; 另一方面环球星光大部分应收账款进行了保理, 即第三方支付现金购买环球星光的应收账款, 并收取一定的保理费, 第三方再向客户收取相应的应收账款, 这种方式既能节省收款时间和精力, 也能快速收拢资金用于其他商业活动。2013 年、2014 年、2015 年 1-8 月公司应收账款周转率分别为 19.12、18.65、13.73, 存货周转率分别为 41.86、11.54、12.42, 而 2013 年、2014 年 A 股服装行业上市公司应收账款周转率平均值分别为 8.20、8.75, 存货周转率平均值分别为 3.14、3.43, 环球星光应收账款与存货周转率显著高于 A 股服装行业平均值。

图表 70: 应收账款周转率高于 A 股服装行业均值



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 71: 存货周转率显著高于 A 股服装行业均值



来源: 公司公告, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

➤ 假设与预测

收入预测: 假设 16 年 9 月底前非公开发行完成资产交割, 2016 年四季度业并表, ① 按环球星光业绩承诺, 2016-19 年环球星光主业收入分别为

26.85/30.07/33.08/35.73 亿。②15 年 7 月 1 日公告提示未来外延并购预期(包括 Big Strike 和三家正在洽谈公司),我们假设外延品牌自 17 年起陆续注入环球星光体内,参考 Big Strike 2015 年收入 5.5 亿,及行业平均增速水平假设 2016-19 年增速分别为 20%、16%、15%、12%;在谈项目 2015 年收入 21 亿,参考行业平均水平假设 2016-19 年增速分别为 18%、15%、12%、10%。在并购进度上,假设 2017-19 年 Big Strike 累计并购进度分别为 25%、70%、100%;在谈项目分别为 22%、67%、100%。综合以上假设,我们预计环球星光+外延并购总收入 2016-19 年为分别为 4.66/37.90/51.36/70.21 亿。

图表 72: 营收预测表

收入预测 (单位: 亿)	2016E	2017E	2018E	2019E
环球星光原有业务	26.85	30.07	33.08	35.73
yoy	17%	12%	10%	8%
Big Strike	6.6	7.66	8.8	9.86
yoy	20%	16%	15%	12%
在谈项目	24.78	28.5	31.92	35.11
yoy	18%	15%	12%	10%
合计	4.66	37.90	51.36	70.21

来源: 公司公告, 天风证券研究所

预计环球星光原有业务 2016-19 年毛利率分别为 33.66%、33.61%、33.70%、33.75%;销售费用率分别为 10.31%、9.76%、9.68%、9.56%;管理费用率分别为 11.11%、11.10%、11.19%、11.25%,对应备考净利润分别为 2.45/2.95/3.30/3.59 亿。综合考虑未来外延并购规划,我们预计公司 2017-19 年备考净利润分别为 3.84/5.21/7.31 亿。

➤ 投资建议

首次覆盖, 给予“买入”评级。公司前期主业不突出,逐步剥离世峰黄金等非盈利业务,收购环球星光,参股设立商赢乐点,正式转型“大消费+大金融”,最终目标通过供应链垂直整合+品牌横向扩张,打造国际化服装品牌运营商。假设环球星光 16 年 9 月底前完成资产交割,按照业绩承诺,2016-19 年备考净利润 0.27/3.84/5.21/7.31 亿,考虑定增及配套融资完成后股本 4.70 亿, EPS 分别为 0.06/0.82/1.11/1.56 元,停牌前股价对应 PE 分别为 407/30/22/16 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 73: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	10.6	10.0	37.25	303.19	410.89	营业收入	21.62	14.86	465.62	3,789.86	5,136.09
应收账款	42.8	63.1	1,779.	15,983	8,089.6	营业成本	20.76	16.16	308.89	2,516.09	3,405.23
预付账款	6.65	15.8	399.4	2,992.	1,646.6	营业税金及	0.05	0.19	5.59	56.85	61.63
存货	6.76	1.29	306.0	2,170.	1,210.4	营业费用	1.16	0.49	48.01	435.83	564.97
其他	0.00	50.2	17.85	30.06	30.08	管理费用	27.64	44.38	86.14	454.78	564.97
流动资产合计	66.8	140.	2,540.	21,479	11,387.	财务费用	2.10	2.15	-0.10	-0.40	-0.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损	3.62	12.58	10.00	20.00	10.00
固定资产	31.5	4.32	34.80	81.16	124.07	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	44.4	24.3	50.62	78.37	77.02	投资净收益	31.13	-4.54	0.00	0.00	0.00
无形资产	123.	22.5	22.32	22.13	21.94	其他	-62.26	9.07	0.00	0.00	0.00
其他	29.0	5.00	1.67	2.22	2.96	营业利润	-2.57	-65.63	7.10	306.71	530.19
非流动资产合	228.	56.1	109.4	183.89	225.99	营业外收入	9.86	0.19	15.00	15.00	15.00
资产总计	295.	196.	2,649.	21,663	11,613.	营业外支出	2.16	3.05	1.93	2.38	2.45
短期借款	8.00	8.00	760.8	7,960.	4,043.2	利润总额	5.13	-68.49	20.17	319.33	542.74
应付账款	35.1	66.9	1,205.	10,853	6,438.5	所得税	0.00	0.00	0.40	79.83	135.68
其他	32.5	32.1	49.17	170.32	100.95	净利润	5.13	-68.49	19.76	239.50	407.05
流动负债合计	75.6	107.	2,015.	18,984	10,582.	少数股东损	-8.08	-7.42	-6.80	-144.59	-113.90
长期借款	0.00	0.00	255.8	2,056.	0.00	归属于母公	13.20	-61.07	26.56	384.09	520.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每 股 收 益	0.07	-0.31	0.06	0.82	1.11
其他	7.01	5.14	4.05	5.40	4.86						
非流动负债合	7.01	5.14	259.8	2,061.	4.86	主要财务					
负债合计	82.6	112.	2,275.	21,046	10,587.		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	64.6	0.00	-6.46	-148.6	-260.00	成长能力					
股本	200.	200.	470.0	470.00	470.00	营业收入	-47.26%	-31.27%	3,033.3%	713.94%	35.52%
资本公积	122.	119.	119.52	119.52	119.52	营业利润	-98.42%	2,450.7%	-110.81%	4,222.76%	72.87%
留存收益	-51.5	-115.	-88.89	295.20	816.15	归属于母公	-114.35%	-562.64%	-143.49%	1,345.97%	35.63%
其他	-122.	-119.	-119.5	-119.5	-119.52	获利能力					
股东权益合计	213.	84.5	374.6	616.56	1,026.1	毛利率	3.99%	-8.73%	33.66%	33.61%	33.70%
负债和股东权	295.	196.	2,649.	21,663	11,613.	净利率	61.06%	-410.98%	5.70%	10.13%	10.14%
						ROE	8.89%	-72.23%	6.97%	50.19%	40.50%
						ROIC	-0.24%	-35.00%	8.85%	16.99%	3.84%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	27.96%	57.03%	85.86%	97.15%	91.16%
净利润	5.13	-68.4	26.56	384.09	520.95	净负债率	21.72%	75.81%	25.14%	198.09%	1,045.2%
折旧摊销	5.96	4.37	3.45	6.07	8.63	流动比率	0.88%	1.31%	1.26%	1.13%	1.08%
财务费用	1.90	2.18	-0.10	-0.40	-0.90	速动比率	0.79%	1.30%	1.11%	1.02%	0.96%
投资损失	-31.1	4.54	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	-8.89	-54.3	-1,215	-8,902.	5,713.4	应收账款周	0.64%	0.28%	0.51%	0.43%	0.43%
其它	-2.57	70.1	-6.80	-144.5	-113.90	存货周转率	1.43%	3.69%	3.03%	3.06%	3.04%
经营活动现金	-29.6	-41.5	-1,191	-8,657.	6,128.2	总资产周转	0.07%	0.06%	0.33%	0.31%	0.31%
资本支出	-6.10	-142.	61.09	78.65	50.54	每股指标					
长期投资	-13.4	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.07	-0.31	0.06	0.82	1.11
其他	24.8	138.	-121.0	-158.6	-100.54	每股经营现	-0.15	-0.21	-5.96	-43.29	30.64
投资活动现金	5.34	-4.10	-60.00	-80.00	-50.00	每股净资产	0.74	0.42	0.81	1.63	2.74
债权融资	8.00	8.00	1,016.	10,017	4,043.2	估值比率					
股权融资	-8.03	-5.05	270.1	0.40	0.90	市盈率	369.97	-79.97	432.09	29.88	22.03
其他	6.10	46.1	-7.66	-1,014.	-10,014	市净率	32.90	57.77	30.12	15.00	8.92
筹资活动现金	6.07	49.1	1,279.	9,003.	-5,970.	EV/EBITDA	613.43	-111.00	1,191.29	67.36	27.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-7,038.01	-103.35	1,779.62	68.69	28.05
现金净增加额	-18.2	3.43	27.19	265.94	107.70						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)