

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）
yangyuqin@gjzq.com.cn

露露乐蒙 25Q1 经营稳健，维持全年营收增长指引

核心观点

露露乐蒙 25Q1 增长稳健。露露乐蒙本周公布 FY25Q1 (25 年 2 月 3 日-5 月 4 日) 业绩情况，25Q1 实现营收 23.71 亿美元，同比增长 7.32%，弱于分析师一致预期的 25.7 亿美元。毛利率同比提升 0.62pct 至 58.34%，主要由于产品成本降低、折扣优化。净利润为 3.15 亿美元，同比下降 2.13%，CEO 称露露乐蒙经营整体符合预期。预计全年实现营收 111.5-113.0 亿美元，如果剔除 24 年多出的 53 周，营收预计同比增长 7%至 8%。按地区划分，继续预计北美的收入同比实现低至中单位数增长，中国大陆营收同比增长 25%-30%，世界其他地区的收入预计增长约 20%。

中国市场表现亮眼，关税不改增长预期。分地区来看，北美实现营收 16.75 亿美元，同比增长 3%。其中加拿大销售势头保持良好，固定汇率计算营收同比增长 9%，美国营收同比增长 2%，美国消费者整体仍然较为谨慎，但公司仍在在高端运动服装市场份额上有所突破。中国区实现营收 3.68 亿美元，同比增长 21%，并且 25 年中国春节时间为 1 月 29 日，时间点对应财报为 24Q4，去年春节为 2 月 10 日，时间点在 25Q1，旺季销售错期带来的差异大约有 4%的负面影响。截至 25Q1 末门店数量共有 770 家，较期初净开 3 家，由中国市场贡献（25Q1 末 154 家，期初 151 家）。其他地区营收 2.84 亿美元，同比增长 16%，亚太地区其他国家、欧洲、中东和非洲等地区的消费者对露露乐蒙品牌认可度较高，同时公司积极拓展新市场。我们认为露露乐蒙针对关税不确定性积极应对，维持了营收指引与展望，因此削减订单概率较小且与头部供应商绑定有望持续增强。纺织制造龙头如华利集团、申洲国际等有望持续受益。

行业数据跟踪：

4 月服装零售同比增长 2.2%，表现弱于整体消费大盘，主要因为 4 月部分地区天气异常，对板块主要公司春装流水形成影响。本周原材料价格整体稳定，328 级棉现货/美棉 CotlookA/粘胶短纤/涤纶短纤/长绒棉价格周涨跌幅分别为 0.21%/1.95%/0.00%/-1.79%/-0.13%，内外棉价差为 342 元/吨，周涨幅为-18.38%。

细分行业景气指标：运动户外（稳健向上）、男装（底部企稳）、女装（底部企稳）、家纺（底部企稳）、中游代工（稳健向上）、纺织原材料（略有承压）。

投资建议

1) 服装品牌：**海澜之家**顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位，**安踏体育**多品牌矩阵持续发力，且有望受益于亚玛芬业绩高增。同时推荐全棉时代品牌心智破圈，棉柔巾、卫生巾市占率持续提升的——**稳健医疗**。

2) 上游制造：造板块短期板块情绪或受到美国特朗普加征关税的影响有所调整，我们认为此次超预期加征关税将推动制造行业进一步洗牌，纺织制造龙头具备较强抗风险能力，可更好地应对外部宏观不确定性的影响，因此订单或进一步向龙头企业转移，利好龙头份额提升。推荐制造龙头——**浙江自然、申洲国际**等。

行情回顾及公告新闻

行情回顾：上周（2025 年 6 月 2 日-2025 年 6 月 6 日）沪深 300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为 0.88%、1.42%、1.13%，纺织服装板块上升 1.89%。板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在 28 个一级行业板块中位列第 11。个股方面，浪莎股份、华升股份、迎丰股份涨幅居前，华纺股份、跨境通、三房巷跌幅居前。

重点公司公告：**南山智尚：**公司向特定对象发行股票的保荐机构为民生证券股份有限公司，本次发行的股票种类为境内上市人民币普通股（A 股）股票，每股面值为人民币 1 元，发行价格为 14 元/股，募集资金总额不超过 100,000 万元。**江南布衣：**公司宣布其拟向杭州市规划和自然资源局提交对杭州市西湖区一块土地（地块编号 XH120405-20）的竞标申请，该土地总面积为 203,308 平方米，可作工业用途，使用期限为 50 年。目标土地的土地使用权的起始竞价约为人民币 281.2 百万元。

风险提示：内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险。

内容目录

1、周观点：露露乐蒙 25Q1 经营稳健，维持全年营收增长指引.....	3
2、行业数据跟踪.....	4
3、投资建议.....	5
4、上周行情回顾.....	5
5、行业新闻动态.....	7
6、公司动态.....	7
7、风险提示.....	7

图表目录

图表 1：露露乐蒙 25Q1 营收稳健增长（单位：亿美元）.....	3
图表 2：露露乐蒙中国区门店保持扩张（单位：家）.....	3
图表 3：4 月服装零售表现稳健.....	4
图表 4：大宗原材料价格汇总.....	4
图表 5：328 级棉现价走势图（元/吨）.....	5
图表 6：CotlookA 指数（美分/磅）.....	5
图表 7：粘胶短纤价格走势图（元/吨）.....	5
图表 8：涤纶短纤价格走势图（元/吨）.....	5
图表 9：长绒棉价格走势图（元/吨）.....	5
图表 10：内外棉价差价格走势图（元/吨）.....	5
图表 11：上周纺织服装板块涨跌幅.....	6
图表 12：上周纺织服装板块涨跌幅走势.....	6
图表 13：上周各板块涨跌幅（%）.....	6
图表 14：近一周纺织服装行业涨幅前五名.....	6
图表 15：近一周纺织服装行业跌幅前五名.....	6
图表 16：上周（2025/06/02/-2025/06/06）重点公司公告.....	7

1、周观点：露露乐蒙 25Q1 经营稳健，维持全年营收增长指引

露露乐蒙本周公布 FY25Q1 (25 年 2 月 3 日-5 月 4 日) 业绩情况，25Q1 实现营收 23.71 亿美元，同比增长 7.32%，弱于分析师一致预期的 25.7 亿美元。毛利率同比提升 0.62pct 至 58.34%，主要由于产品毛利率提升(1.30pct)，包括成本降低，折扣优化，部分被高运费、汇率因素抵消。净利润为 3.15 亿美元，同比下降 2.13%。CEO 称 25Q1 经营符合预期，维持全年营收指引，经营利润率预计下降 160pct，25 年 EPS 预计为 14.58-14.78 美元 (24 年 14.64 美元)。

图表1：露露乐蒙 25Q1 营收稳健增长 (单位：亿美元)

	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1
营收	18.57	27.72	20.01	22.09	22.04	32.05	22.09	23.71	23.97	36.11	23.71
yoy	28.02%	30.19%	24.01%	18.24%	18.70%	15.63%	10.40%	7.33%	8.73%	12.68%	7.32%
净利润	2.55	1.20	2.90	3.42	2.49	6.69	3.21	3.93	3.52	7.48	3.15
yoy	36.04%	-72.43%	52.85%	17.99%	-2.64%	458.77%	10.68%	15.02%	41.48%	11.79%	-2.13%
存货周转天数	154	120	160	159	155	124	129	131	146	115	141

来源：ifind，国金证券研究所（露露乐蒙财年均为 1 月 31 日后最近周一到第二年 1 月 31 日后最近周日）

分地区来看，北美实现营收 16.75 亿美元，同比增长 3%。其中加拿大销售势头保持良好，固定汇率计算营收同比增长 9%，美国营收同比增长 2%，CEO 称美国消费者整体仍然较为谨慎，但公司仍在在高端运动服装市场份额上有所突破。

中国实现营收 3.68 亿美元，同比增长 21%，按固定汇率计算，营收同比增长 22%，露露乐蒙在中国市场的销售表现仍然亮眼。并且 25 年中国春节时间为 1 月 29 日，时间点对应财报为 24Q4，去年春节为 2 月 10 日，时间点在 25Q1，根据 CEO 的叙述，旺季销售错期带来的差异大约有 4% 的负面影响。截至 25Q1 末门店数量共有 770 家，较期初净开 3 家，由中国市场贡献 (25Q1 末 154 家，期初 151 家)。

图表2：露露乐蒙中国区门店保持扩张 (单位：家)

Number of company-operated stores by market	May 4, 2025	February 2, 2025
United States	373	374
Canada	71	71
Mexico	18	17
Americas	462	462
China Mainland	154	151
Australia	33	33
South Korea	20	20
Hong Kong SAR	10	10
Japan	10	10
New Zealand	8	8
Taiwan	8	8
Singapore	7	7
Malaysia	5	5
Thailand	4	4
Macau SAR	2	2
APAC	107	107
United Kingdom	19	19
Germany	9	9
France	6	6
Ireland	4	4
Spain	3	3
Netherlands	2	2
Sweden	2	2
Norway	1	1
Switzerland	1	1
EMEA	47	47
Total company-operated stores	770	767

来源：公司公告，国金证券研究所

其他地区营收 2.84 亿美元，同比增长 16%，按固定汇率计算营收同比增长 17%，亚太地区其他国家、欧洲、中东和非洲等地区的消费者对露露乐蒙品牌认可度较高，同时公司积极拓展新市场，包括在丹麦、土耳其开设门店以及按计划进入意大利市场并在未来拓展捷克市场。

产品方面 25Q1 公司针对女性用户推出 Daydrift、Shake It Out 和 BeCalm 等产品，向男性用户推出 Zeroed in、Smooth Spacer 和 ShowZero 等新品，均收到了较好的反馈。CEO

称公司计划大力开发瑜伽、跑步、训练、高尔夫和网球等 5 项主要运动，力争成为客户首选品牌。

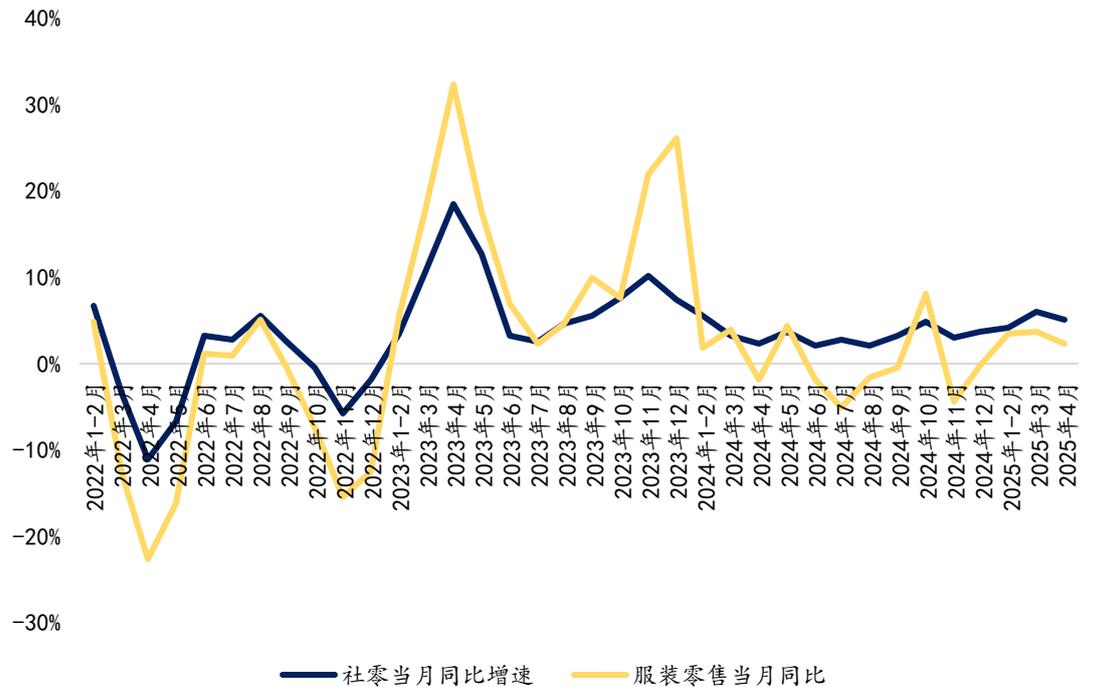
关税方面公司积极应对，整体采取与公共卫生事件期间相似的方式，包括 1) 谨慎地管理费用。2) 提升供应链效率。3) 利用自身在供应链中的地位与供应商进行成本协商，以确保公司产品在市场上的竞争力。

从 25 全年来看，露露乐蒙维持全年营收指引，预计全年实现营收 111.5-113.0 亿美元，同比增长 5%-7%，如果剔除 24 年多出的 53 周，营收预计同比增长 7%至 8%。按地区划分，继续预计北美的收入同比实现低至中单位数增长，中国大陆营收同比增长 25%-30%，世界其他地区的收入预计增长约 20%。我们认为露露乐蒙经营符合预期，针对关税不确定性积极应对，维持了营收的指引与展望，因此削减订单概率较小且与头部供应商绑定有望持续增强。纺织制造龙头如华利集团、申洲国际等有望持续受益。

2、行业数据跟踪

4 月服装零售有所走弱。4 月社零同比增长 2.2%，环比 3 月略有下滑，主要由于 4 月北方大风以及南方降雨等异常天气因素，对板块主要公司春装流水形成影响。3-4 月服装零售体偏弱。5 月我们预计流水会有好转。1) 全国天气状况环比转好。2) 五一出行情况乐观带动门店客流量恢复。3) 618 预售提前助力线上流水增长、鉴于服装板块复苏的潜在弹性和改善空间，建议持续关注服装板块的投资机会。

图表3: 4 月服装零售表现稳健



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

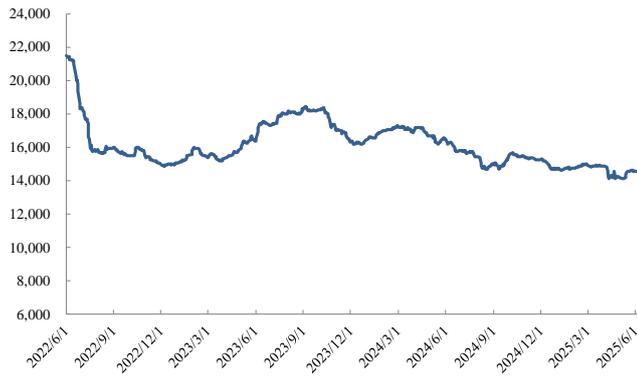
本周原材料价格整体稳定，328 级棉现货/美棉 CotlookA/粘胶短纤/涤纶短纤/长绒棉价格周涨跌幅分别为-0.12%/-1.08%/0.00%/-0.31%/-0.65%，内外棉价差为 165 元/吨，周涨幅为-52.72%。

图表4: 大宗原材料价格汇总

原材料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	14561 元/吨	-0.12%	2025/6/6
美棉 CotlookA	77.75 美分/磅	-1.08%	2025/6/6
粘胶短纤	12800 元/吨	0.00%	2025/6/6
涤纶短纤	6510 元/吨	-0.31%	2025/6/6
长绒棉	22850 元/吨	-0.65%	2025/6/6
内外棉价差	165 元/吨	-52.72%	2025/6/6

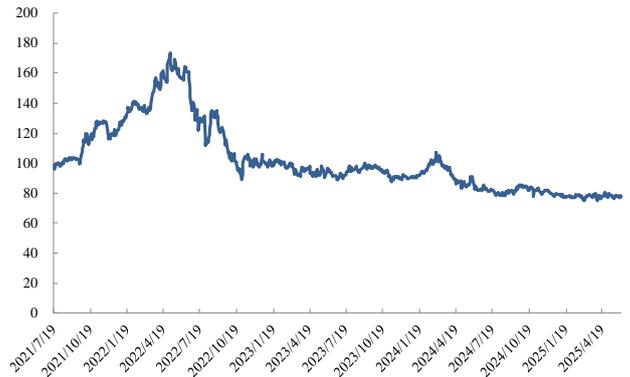
来源：iFinD，国金证券研究所

图表5: 328 级棉现价走势图 (元/吨)



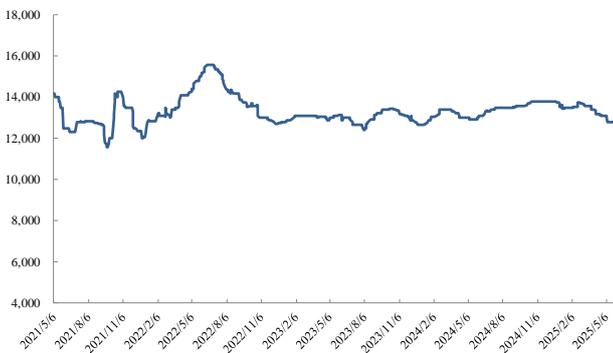
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表6: CotlookA 指数 (美分/磅)



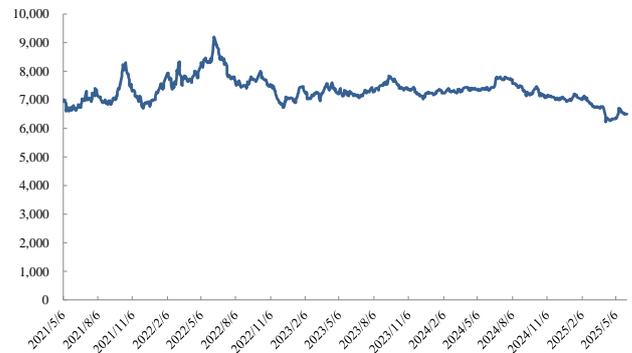
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表7: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)



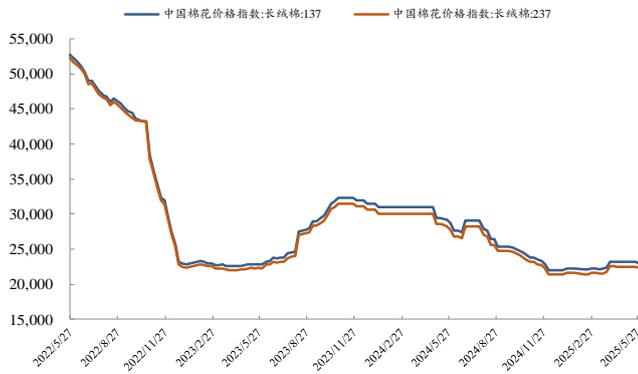
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表8: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表9: 长绒棉价格走势图 (元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表10: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

3、投资建议

- 1) **服装品牌**: 海澜之家顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态, 未来开店空间较大且具备较强盈利能力, 同时主业成人装筑底恢复, 分红水平近年维持在高位。安踏体育多品牌矩阵持续发力, 且有望受益于亚玛芬业绩高增。同时推荐品牌服饰龙头——比音勒芬等, 推荐全棉时代品牌心智破圈, 棉柔巾、卫生巾市占率持续提升的——稳健医疗。
- 2) **上游制造**: 造板块短期板块情绪或受到美国特朗普加征关税的影响有所调整, 我们认为此次超预期加征关税将推动制造行业进一步洗牌, 纺织制造龙头具备较强抗风险能力, 可更好地应对外部宏观不确定性的影响, 因此订单或进一步向龙头企业转移, 利好龙头份额提升。推荐制造龙头——浙江自然、申洲国际、华利集团、扬州金泉等, 建议关注——晶苑国际等。

4、上周行情回顾

上周（2025年6月2日-2025年6月6日）沪深300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为0.88%、1.42%、1.13%，纺织服装板块上升1.89%。

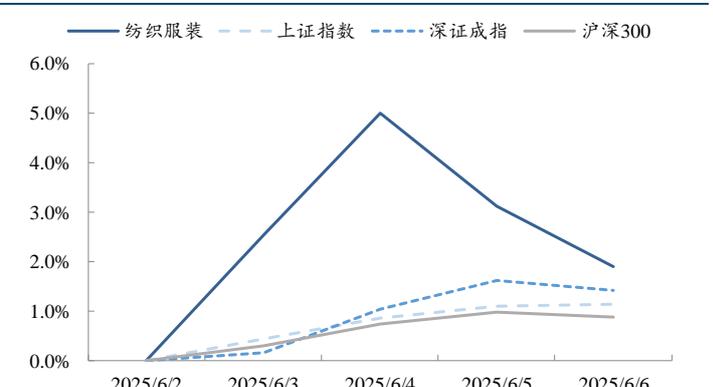
板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在28个一级行业板块中位列第11。

个股方面，浪莎股份、华升股份、迎丰股份涨幅居前，华纺股份、跨境通、三房巷跌幅居前。

图表11：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅 (%)
上证指数	1.13
深证成指	1.42
沪深300	0.88
纺织服装	1.89
纺织制造	0.98
服装家纺	1.90

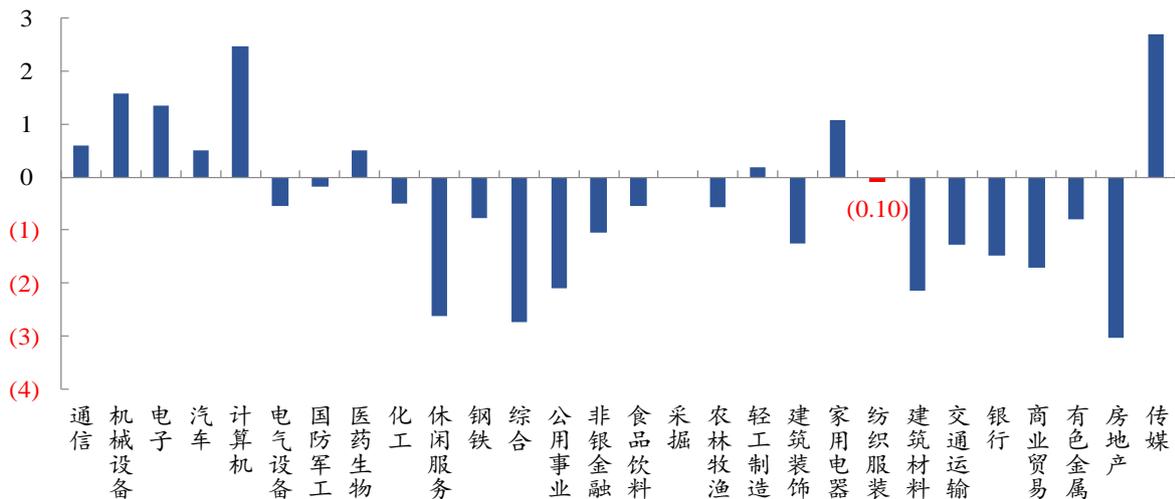
图表12：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表13：上周各板块涨跌幅 (%)



来源：iFind，国金证券研究所

图表14：近一周纺织服装行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价 (元)	上周涨跌幅 (%)	上周成交量 (万股)
600137.SH	浪莎股份	18.37	1.55	2,099
600156.SH	华升股份	7.56	8.00	11,002
605055.SH	迎丰股份	7.80	0.52	5,622
600493.SH	凤竹纺织	5.91	3.50	4,795
603608.SH	天创时尚	5.31	3.11	3,354

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

图表15：近一周纺织服装行业跌幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价 (元)	上周涨跌幅 (%)	上周成交量 (万股)
600448.SH	华纺股份	3.67	1.94	39,292
002640.SZ	跨境通	4.57	-5.77	73,661
600370.SH	三房巷	1.96	0.00	9,264
603055.SH	台华新材	9.48	-1.76	2,516
1086.HK	好孩子国际	1.17	-4.88	4,158

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

5、行业新闻动态

■ “苏超”爆火，一线品牌赞助商去哪儿了（每日经济新闻 2025/06/06）

“苏超”在全国掀起看球热潮，带动江苏文旅消费市场活力迸发，同时活跃了资本市场。6月5日上午，体育板块指数放量上扬近3.4%，创下近半年来的新高。位于江苏的体育产业链企业金陵体育（300651.SZ）股价表现亮眼，6月5日开盘后不到10分钟触及20%的涨停板，且已连续第三日封板，股价同步刷新两年内高点。江苏省足球协会的TOP赞助商为卡尔美和迈冠体育，官方赞助商、官网供应商、战略合作伙伴等累计9家，均为地域品牌，而耐克、阿迪达斯、李宁等一线大牌并未押宝“苏超”。某国际运动品牌相关人士称，“苏超”赛事属于地区性质的民间赛事活动，并且是一个新生赛事，其影响力和知名度还在积累阶段，不少国际大牌对此还没有关注。业内人士表示，苏超的“造梗”在前期是话题是流量，越到后期越考验赛事的运营和管理。而在后期的运营管理，也是赛事成长、沉淀为长期赛事，并被赞助商下注的重要砝码。

■ 百亿光伏豪赌崩盘，棒杰股份“卖身价”不到1亿元（国际金融报 2025/06/03）

棒杰股份于6月2日公告称，上海启烁睿行企业管理合伙企业（有限合伙）将斥资9655.8万元取得公司控制权，黄荣耀将成为公司实际控制人。新东家能否为棒杰股份化解债务压顶、光伏业务受挫等窘况，尚未可知。但棒杰股份的追“光”之路，显然已到了关键岔路口。数据显示，2024年，棒杰股份实现营业收入11.06亿元，同比上升44.83%；归母净利润亏损6.72亿元，同比下滑660.3%。其中，无缝服装、光伏产品分别贡献了总营收的56.06%、40.86%，毛利率分别为22.75%、-32.93%。棒杰股份在近期业绩说明会上表示，2025年公司将继续聚焦无缝服装的主营业务，加强市场开拓，实施降本增效措施，加强供应链管理，不断提高公司运营决策效率及市场感知能力，推动公司实现更高质量发展。未来，扬州棒杰仍将以积极推进化债工作和引进战略投资人工作为重点。

■ 返校购物季或大涨价 美关税阴影笼罩鞋业“超级碗”（南方财经网 2025/05/31）

美国政府加征关税政策扰乱了供应链。虽然多项关税政策暂缓执行，但美国有线电视新闻网报道说，在8、9月份的返校季，学生们将会承受更高的商品价格，比如，鞋子的价格可能大涨。每年开学前，美国学生在返校购物季对于鞋子的需求较高，数据显示，去年美国人在鞋类上的消费金额达到了76亿美元。业内人士表示，受美国政府的关税政策影响，今年的返校购物季，消费者可能面临艰难的选择——价格上涨，甚至出现货架空置，虽然美国对中国的部分关税措施暂缓实施，但洛杉矶港的数据显示，中国此前已减少了货物运输量。美国销售的鞋子中，仅有不到1%产自美国，美国政府近乎不可能实现制造业回流。

6、公司动态

图表16：上周（2025/06/02-2025/06/06）重点公司公告

股票代码	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
300918.SZ	南山智尚	2025/06/03	保荐意见书	公司向特定对象发行股票的保荐机构为民生证券股份有限公司，本次发行的股票种类为境内上市人民币普通股（A股）股票，每股面值为人民币1元，发行价格为14元/股，募集资金总额不超过100,000万元，用于投入建设年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目，公司主营业务为精纺呢绒面料及正装职业装、纺织纤维的研发、设计、生产与销售，拥有完善的毛纺织服饰产业链，符合国家产业政策要求。
3306.HK	江南布衣	2025/06/05	其他-业务发展最新情况	公司业务需求持续增长，拟新建一个集数字化研发、智能化仓储运营于一体的现代化园区，通过土地招标程序收购位于中华人民共和国杭州市的一块土地使用权。公司宣布其拟向杭州市规划和自然资源局提交对杭州市西湖区一块土地（地块编号XH120405-20）的竞标申请，该土地总面积为203,308平方米，可作工业用途，使用期限为50年。目标土地的土地使用权的起始竞标价约为人民币281.2百万元。竞标过程在浙江省自然资源智慧交易服务平台进行，预期将于二零二五年六月三十日前后结束。

来源：iFind，国金证券研究所

7、风险提示

内需恢复不及预期：当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。

汇率波动风险：川普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

关税风险：若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-86695353 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---