



Research and
Development Center

3 月越南纺服出口同比下滑，海外去库存调整持续

—— 纺织服装行业周报

2023 年 4 月 2 日

证券研究报告

行业研究

行业周报

行业名称 纺服

投资评级 看好

上次评级 看好

汲肖飞 纺织服装行业首席分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

3月越南纺服出口同比下滑, 海外去库存调整持续

2023年4月2日

本期内容提要:

- **本周行情回顾:** 本周上证综指、深证成指、沪深300涨幅分别为0.22%、0.79%、0.59%，纺织服装板块跌幅为1.27%，位居全行业第24名。恒生指数周涨幅为2.43%，耐用消费品与服装板块跌幅为0.18%。A股纺织服装个股方面，本周涨幅前五位分别为欣贺股份、潮宏基、ST爱迪尔、欣龙控股、歌力思，跌幅前五位分别为*ST中潜、搜于特、酷特智能、华升股份、金发拉比。港股耐用消费品与服装板块涨幅前五位分别为APOLLO出行、特步国际、慕尚集团控股、中国动向、九兴控股；跌幅前五位分别为千百度、超盈国际控股、晶苑国际、都市丽人、德永佳集团。
- **行业动态:** 1) 得益于Power of Three计划，lululemon 2022年净收入同比增长29.6%至81.1亿美元。2) SHEIN与Temu在低价市场竞争日趋激烈，SHEIN或将加速中高端转型。3) H&M第一季度销售额同比增长12%至548.7亿瑞典克朗，Arket快速增长，销售额自2019年以来已实现两倍以上增长。4) 天猫提出新的方法论，未来致力于帮品牌构建以用户为中心、以科技为核心能力的新品时代，实现从“商品成功”走向“企业经营”的成功。
- **上市公司公告:** 1) 日播时尚股东曲江亭将1472万股，转让于王晟羽，占公司总股本的6.14%。2) 2022年凤竹纺织合并报表实现营收11.49亿元，同降11.78%，归母净利润为2607.27万元，同降64.38%。3) 2022年嘉欣丝绸合并报表实现营收43.21亿元，同增16.95%，归属于上市公司股东的净利润为2.30亿元，同增76.19%。4) 2022年赢家时尚实现收入56.63亿元，同增-10.95%，实现归母净利润3.82亿元，同增-32.20%。5) 富安娜回购注销限制性股票16.71万股，限制性股票数量由1137.42万股调整至1098.51万股。6) 探路者回购股份672.68万股，占公司总股本的比例为0.76%。
- **行业数据跟踪:** 1) 截至2023年3月31日，中国328级棉价、Cotlook价格指数市场价分别为15347元/吨、96.70美分/磅，周涨幅为0.87%、4.20%。棉价方面，国内宏观情绪有所缓和，加之国内棉花意向种植面积预期将减少，棉期货价格上扬，带动棉花现货价格跟涨。国际棉价方面，由于市场对银行业危机担忧减弱，宏观形势趋于缓和，市场普遍预期美联储暂停加息，叠加美棉出口销售强劲，助力棉价反弹走高。2) 短期受到全球主要经济体需求疲软影响，越南纺服及鞋类出口企业面临订单下降的情况，2023年3月越南纺织品、鞋类出口金额为26.5亿美元、15.5亿美元，同降17.19%、22.50%。长期来看，越南制造企业将持续推进可持续发展战略、深度嵌入全球供应链，逐步实现从原材料出口向深度加工产品和高附加值加工制造产品出口结构的转移。
- **投资建议:** 我们建议持续关注服装企业下游需求和库存表现，防疫政

策调整后港股优质服装公司股价实现率先反弹，短期估值率先修复，关注 2023 年基本面拐点。我们建议把握两条主线：服装板块，一方面服装行业精细化运营能力强、直营渠道占比高、供应链柔性化的优质公司管理能力强，有望率先恢复增长；另一方面受益于高景气度延续和国潮崛起，运动鞋服细分赛道有望率先恢复业绩增长，重点关注安踏体育、李宁、特步国际、波司登。关注泛品类跨境电商龙头公司华凯易佰。纺织板块在出口疲软环境下短期增长压力大，关注优质行业龙头华利集团、申洲国际、色纱行业龙头富春染织、毛纺行业龙头新澳股份。

- **风险因素：**终端消费疲软风险、人民币汇率波动风险。

目录

本周行情与观点	5
纺织服装在板块涨幅排名位列第 24 名	5
本周行业动态	6
新闻一: lululemon 上季度收入大增 30%超预期, 2023 年的新店大部分将开在中国	6
新闻二: 深度 谁在放火? SHEIN 大战 Temu	7
新闻三: H&M 第一季度毛利率大幅下滑	9
新闻四: 天猫 2023 新品策略曝光: 升级方法论 提高上新“成功率”	9
行业数据跟踪	11
上游数据跟踪: 宏观情绪有所缓和, 国内外棉价反弹	11
下游数据跟踪: 出行及户外活动恢复, 全年可选消费有望实现强劲反弹	13
越南数据跟踪: 海外去库存调整持续, 3 月越南纺织品、鞋类出口额同降 17.19%、22.50%	14
上市公司公告	14
重点公司估值	15
风险因素	16

表目录

表 1: 上市公司重点公告	14
表 2: 重点公司 EPS 预测及估值对比	15

图目录

图 1: 近一月纺织服装、美容护理板块表现情况	5
图 2: A 股行业板块近一周表现情况 (%)	5
图 3: 近一周 A 股纺服板块涨幅、跌幅前十位公司 (%)	5
图 4: 近一周港股纺服板块涨幅、跌幅前十位公司 (%)	5
图 5: 国内 328 级棉价变化情况 (元/吨)	12
图 6: CotlookA 价格指数变化情况 (美分/磅)	12
图 7: 粘胶短纤价格变化情况 (元/吨)	12
图 8: 涤纶长丝价格变化情况 (元/吨)	12
图 9: 棕榈油价格变化情况 (元/吨)	12
图 10: LDPE 价格变化情况 (元/吨)	12
图 11: 美元兑人民币即期汇率变化情况	12
图 12: 中国进口牛皮革平均价格变化情况 (美元/吨)	12
图 13: 国内服装鞋帽纺织品零售额增速变化情况 (亿元)	13
图 14: 国内化妆品零售额增速变化情况 (亿元)	13
图 15: 中国纺织制品出口额增速变化情况 (万美元)	13
图 16: 中国服装出口额增速变化情况 (万美元)	13
图 17: 越南纺织品出口额及增速变化情况 (百万美元)	14
图 18: 越南鞋类出口额及增速变化情况 (百万美元)	14

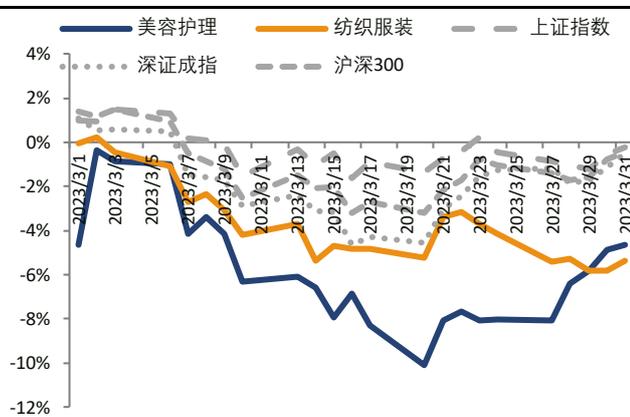
本周行情与观点

纺织服装在板块涨幅排名位列第 24 名

本周上证综指、深证成指、沪深 300 涨幅分别为 0.22%、0.79%、0.59%，纺织服装板块跌幅为 1.27%，其中纺织板块下跌 2.57%，服装板块下跌 0.83%，从行业板块涨跌排名来看，本周纺织服饰板块位列第 24 名。恒生指数周涨幅为 2.43%，耐用消费品与服装板块跌幅为 0.18%。

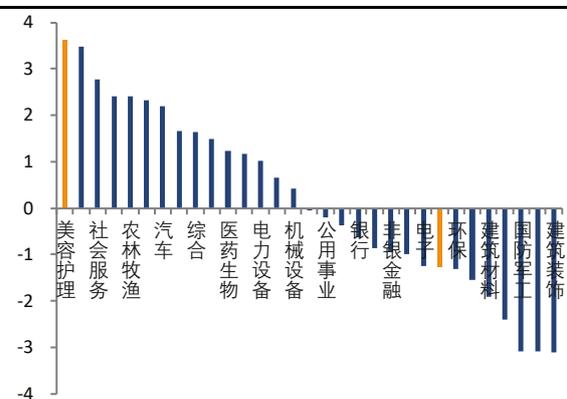
A 股纺织服装个股方面，本周涨幅前五位分别为欣贺股份、潮宏基、ST 爱迪尔、欣龙控股、歌力思，涨幅分别为 11.58%、9.75%、7.91%、4.80%、4.57%；跌幅前五位分别为*ST 中潜、搜于特、酷特智能、华升股份、金发拉比，跌幅分别为 28.01%、7.89%、7.49%、6.89%、6.87%。港股耐用消费品与服装板块涨幅前五位分别为 APOLLO 出行、特步国际、慕尚集团控股、中国动向、九兴控股，涨幅分别为 9.79%、8.71%、6.37%、4.62%、3.98%；跌幅前五位分别为千百度、超盈国际控股、晶苑国际、都市丽人、德永佳集团，跌幅分别为 10.32%、10.32%、6.25%、3.75%、3.57%。

图 1：近一月纺织服装、美容护理板块表现情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：A 股行业板块近一周表现情况 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：近一周 A 股纺织服装板块涨幅、跌幅前十位公司 (%)

	周涨幅前十	周跌幅前十	
欣贺股份	11.58	百隆东方	-5.60
潮宏基	9.75	ST摩登	-5.63
ST爱迪尔	7.91	莱绅通灵	-5.78
欣龙控股	4.80	上海三毛	-5.81
歌力思	4.57	三房巷	-5.97
比音勒芬	4.55	金发拉比	-6.87
富安娜	4.12	华升股份	-6.89
*ST雪发	4.05	酷特智能	-7.49
朗姿股份	3.64	搜于特	-7.89
康隆达	2.64	*ST中潜	-28.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：近一周港股纺服板块涨幅、跌幅前十位公司 (%)

	周涨幅前十	周跌幅前十	
APOLLO 出行	9.79	互太纺织	-2.69
特步国际	8.71	六福集团	-2.71
慕尚集团控股	6.37	天虹纺织	-2.75
中国动向	4.62	江南布衣	-3.12
九兴控股	3.98	申洲国际	-3.57
李宁	2.82	德永佳集团	-3.57
周大福	2.50	都市丽人	-3.75
361度	2.36	晶苑国际	-6.25
冠城钟表珠宝	1.74	超盈国际控股	-10.32
思捷环球	1.49	千百度	-10.32

资料来源：Wind，信达证券研发中心

纺织服装方面，当前行业处于去库存中后期，去年市场担心疫情反复，对于消费预期较低，板块调整幅度较大。2023 年 1-2 月春节销售旺季结束，且去年收入基数相对较高，北京冬奥会催化运动鞋服需求，1-2 月综合看服装鞋帽零售同比个位数增长，防疫政策优化后服装消费有所修复，但整体弹性相对较小，3 月份服装需求有望恢复稳定增长，23Q2 低基数效应下服装零售额增长有望加速，但多数品牌预计难以恢复 21Q2 水平。2022 年 11 月疫情管控调整后优质服装品牌估值持续修复，目前看多数公司已恢复至合理水平，短期估值提升空间有限，仍具有长期配置价值。近期跨境电商行业市场关注度提升美高通胀背景下居民消费能力受损，高性价比消费预计增长韧性较强，优质卖家华凯易佰数据表现良好，结合 AIGC 技术公司不断提升运营效率，成长空间较大。上游纺织

企业方面，22H2 受全球海外高通胀影响下游需求疲软，业绩表现环比上半年有所下滑，22Q4-23Q1 多数纺织企业业绩存在一定压力。色纱龙头富春染织技术水平不断提升，产能快速扩产，通过价格优势拓展毛巾、家纺等新品类，在手订单充足，业绩弹性较大。

我们认为要持续关注服装企业下游需求和库存表现，防疫政策调整后港股优质服装公司股价实现率先反弹，短期估值率先修复，关注 2023 年下半年基本面拐点。我们建议把握两条主线：服装板块，一方面服装行业精细化运营能力强、直营渠道占比高、供应链柔性化的优质公司管理能力强，有望率先恢复增长；另一方面受益于高景气度延续和国潮崛起，运动鞋服细分赛道有望率先恢复业绩增长，重点关注安踏体育、李宁、特步国际、波司登。关注泛品类跨境电商龙头公司华凯易佰。纺织板块在出口疲软环境下短期增长压力大，关注优质行业龙头华利集团、申洲国际，关注色纱行业龙头富春染织。

本周行业动态

新闻一：lululemon 上季度收入大增 30%超预期，2023 年的新店大部分将开在中国（华丽志 2023/03/29）

3 月 28 日，加拿大瑜伽运动服零售商 lululemon（露露乐蒙）公布了截至 2023 年 1 月 29 日的 2022 财年第四季度和全年关键数据：第四季度净收入同比增长 30.2%至 27.72 亿美元（按固定汇率计算：+33%），全年净收入同比增长 29.6%至 81.1 亿美元，均高于此前预期。而由于折扣力度加大，lululemon 第四季度毛利率下降了 300 个基点至 55.1%。

尽管 lululemon 提供了更多折扣以清理过剩库存，但分析师指出，公司最畅销的产品和核心品类仍在全价销售，而促销集中在鞋类和手袋等配饰上。

在过去的一年中，尽管生活必需品价格居高不下，迫使消费者削减服装等非必需品的支出，但较富裕的消费者仍在购买 lululemon 的上衣、瑜伽裤和短裤，这提振了网上和实体店的客流量。其中，Lululemon Align 瑜伽裤被列为网站上最畅销的商品之一，售价在 98 美元至 118 美元之间。

lululemon 首席执行官 Calvin McDonald 表示：“在 2022 年第四季度和全年中，我们在创新的产品、突出的客户体验和战略市场扩张的推动下，各项业务均取得强劲增长。进入 2023 年，我们期待再创佳绩，并实现 Power of Three ×2 增长计划。”

根据 Power of Three ×2 增长战略，到 2026 年，lululemon 净收入将从 2021 年的 62.5 亿美元增加一倍至 125 亿美元。其中男装和数字业务营收翻倍，国际市场营收实现四倍增长。（详见《华丽志》：Lululemon 发布全新五年计划：营收翻倍至 125 亿美元，中国将成为第二大市场）

财报发布后，lululemon 股价在盘后交易中上涨了约 11%。截至 3 月 28 日收盘，公司股价较上一交易日上涨 0.97%，最新市值约为 408.44 亿美元。

今年 1 月，为了进一步推动公司全球商品策划战略的制定与执行，lululemon 任命 Elizabeth Binder 为新设立的首席商品策划官（Chief Merchandising Officer），向首席产品官 Sun Choe 汇报工作。Elizabeth Binder 在商品策划方面拥有丰富的经验，曾任职于 Burberry、J. Crew、Club Monaco、Ann Taylor 等公司。

中国市场表现：

2022 财年第四季度，lululemon 中国大陆营收较去年同期增长超过 30%，三年复合增长率超过 50%。尽管尚未披露具体数据，但 lululemon 透露“在中国是盈利的”。今年第一季度，lululemon 也稳定延续了这一强劲势头。

Calvin McDonald 在财报电话会议中表示：“我们在国际市场的发展仍处于早期阶段，lululemon 在中国大陆市场仍有巨大潜力。我们将在人才培养、门店布局、数字渠道等多方面的投资持续推动业务增长。”“后疫情时代，我

们期待加速业务增长的势头，并对 2023 年以及未来的机遇感到振奋。”

过去一年，公司净增设新门店 81 家，其中第四季度新增 32 家。截至 1 月 29 日，lululemon 门店总数共计 655 家。

首席财务官 Meghan Frank 在分析师电话会议上表示，2023 年，lululemon 预计净增设 45 至 50 家新门店，其中，国际市场将开设 30 至 35 家新店，大部分计划在中国开设。

上周，lululemon 亚太最大门店落地上海静安嘉里中心。Calvin McDonald 称，上海静安嘉里中心店的开业“体现了对中国大陆市场的承诺。”如今，lululemon 在中国的门店数量已接近 100 家。

Meaghan Frank 表示：“我们很高兴地看到，无论是从产品品类、销售渠道还是市场区域发展而言，第四季度的表现十分均衡。在不断变化的运营环境中，我们依旧超越了年度营收目标，这证明了 lululemon 品牌强劲持久的竞争力。展望未来，我们对持续增长保持乐观，并有信心为所有股东创造长期价值。”

基于此，lululemon 公布了 2023 财年业绩展望，预计 2023 财年净收入增长 15% 达到 93-94 亿美元：

与 2021 年底的 9.665 亿美元相比，2022 年底的库存增加了 50%，达到 14 亿美元。这包括与全新健身内容平台 lululemon Studio 相关的库存准备金 6290 万美元，这使库存增长率降低了 7 个百分点。

新闻二：深度 | 谁在放火？SHEIN 大战 Temu (LADYMAX 2023/03/28)

据消息人士透露，由于中国跨境快时尚品牌 SHEIN 用户创建账户时会将用户分类为个人进口商，该公司规避了所有其他合法企业必须支付的关税。根据美国政府相关规定，作为个人进口商的用户只要在 SHEIN 购买的订单低于 800 美元，该订单就不会触发向美国海关和边境保护局报告的要求。SHEIN 疑似规避美国关税的消息引发市场广泛关注。美国民间联盟机构 Shut Down SHEIN 积极呼吁关停 SHEIN。不过，SHEIN 在今日上午向媒体否认了来自该美国民间机构的虚假说法，并表示公司在美遵照当地法律法规正规运营，将坚决捍卫公司权益。

值得关注的是，SHEIN 的这一舆论危机恰好发生在抖音海外版 TikTok 在美受到挑战的节点之下。几天前，TikTok 首席执行官周受资出席了美国国会众议院能源和商务委员会听证会。这使得不少人揣测，SHEIN 所面临的关税指控很大程度上受到国际环境的影响。不过，另有观点将矛头指向了 SHEIN 当前最大的竞争对手，拼多多旗下的跨境电商 Temu。

去年 9 月，Temu 将出海首站选择在了 SHEIN 的腹地美国市场，仅用一个月时间就登顶美国谷歌和苹果应用程序市场榜首。去年 12 月时 Temu 独立访客量增长至 4450 万，再度超越 SHEIN。根据 Sensor Tower 数据，截至 2 月 23 日，Temu App 总下载量超过 4000 万，跻身增长榜第 2 名，仅次于 Aliexpress。2 月，Temu 亮相美国第 57 届“超级碗”，斥资近 1 亿元在两个时段投放了一条约 30 秒的广告，使其下载量在短时间内激增 45%。凭借低价补贴以及病毒式营销的策略，Temu 在美国的影响力一路飙涨，目前 Temu 的注册用户为 500 万，日活跃用户数大约为 500 万，月活跃用户数则已经上涨至 1600 万。用户快速猛增带动了平台 GMV 的上涨，根据 YipitData 数据显示，Temu 在今年 1 月的 GMV 达 1.9 亿美元，上线 5 个月累计实现了约 5 亿美元的 GMV，其当前在美国的包裹数甚至已经超过 SHEIN。另一方面，持续上涨的交易额也为 Temu 加快海外布局提供了支持，在今年 2 月宣布扩展至加拿大后，Temu 于 3 月 13 日上线澳大利亚和新西兰，澳洲站点是继北美地区后 Temu 的第二次重大扩张。尽管 Temu 并未像此前消息称的于 3 月 25 日进入英国市场，但包括英国在内的欧洲，以及非洲和拉美等地已经进入等待行列。

Temu 的迅猛势头让 SHEIN 开始感到焦虑。根据路透社报道，SHEIN 近日将 Temu 告上美国联邦法院，指控后者在社交媒体推广时，要求 KOL 对 SHEIN 发表“虚假和欺骗性言论”。事实上，SHEIN 早在去年 12 月就在美国伊利诺伊州北区地方法院对 Temu 提起诉讼，称 Temu 指导社交媒体 KOL 对 SHEIN 发表诋毁言论，并欺骗客户使用冒名社交媒体账户下载 Temu 应用，还试图诱导消费者认为 Temu 跟 SHEIN 有关联，以增加 APP 的下载量。SHEIN 试图通过诉讼阻止 Temu 冒充 SHEIN 进行营销，并要求 Temu 对恶意炒作带来的销售损失进行赔偿。但 Temu 发言人坚决否认了 SHEIN 的指控，并积极捍卫自己的权利，要求法院驳回诉讼。法院尚未对此案

作出裁决。

由于同样瞄准海外低价市场，比较 SHEIN 和 Temu 各自优势的帖子在海外社交媒体上不计其数，相关关键词 #Temu and shein 及 #temu vs shein 浏览量分别达到 28 亿次浏览及 8.6 亿次。面对本已经被 SHEIN 牢牢占据的局面，社交媒体恰恰被 Temu 作为撬动增长的主要战略营地。虽然 Temu 在 TikTok 仅有 4 万多名粉丝，但相关话题的流量已经超过 5 亿次。根据 Temu 推出的 Referral Bonus（推介奖励）机制，每成功邀请 5 位新用户，消费者就可以获得 20 美元或 150 元人民币的现金奖励，以引导人们在各个平台发布分享商品链接。Temu 还在官网首页设置了博主合作入口，邀请 KOL 在多个社交媒体平台上发布推广并给予返利佣金。有数据显示，Temu 向社 KOL 支付每小时 100 至 1000 美元的费用，让他们在 TikTok、Instagram 和 YouTube 上投放 Temu 市场的内容。据《中国企业家》报道，自去年 9 月上线，Temu 大概以每月 10 亿元人民币的规模来做营销。晚点 Late Post 则分析称 Temu 上线两月时，营销费用就已投入约 140 亿元。因此，一旦 Temu 败诉，其可能会被迫收缩迄今为止至关重要的一项营销策略。更为关键的是，谷歌、苹果等应用程序市场有可能会因此下架 Temu。

与针对设计版权、ESG 等相关时尚行业常见的指控不同，SHEIN 选择通过营销纠纷来起诉 Temu，可能是因为 SHEIN 自身在过去 3 年中，就因被指控侵犯商标版权而在美国遭到至少 50 起诉讼。

不过有业内人士指出，SHEIN 的指控或许很难被法院支持。用户在社交媒体上发布类似“我将不再购买 SHEIN 而选择 Temu”等内容不具有任何法律问题，而 SHEIN 拿到 Temu 与 KOL 的合作合同，或是其他能够指证这些帖子授意于 Temu 的可能性也非常低。

因此与其说这是一场进攻，不如说是 SHEIN 迫于 Temu 的迅速崛起，而不得不表明的立场。

自 Temu 去年 9 月上线以来，比较 SHEIN 和 Temu 各自优势的帖子在海外社交媒体上不计其数

去年 10 月曾有内部人士透露，2023 年 Temu 的 GMV 目标为 30 亿美元，预计在未来 5 年达成甚至超过 300 亿美元的体量。而 300 亿元正是 SHEIN 原定 2023 年的 GMV 目标，这意味着 Temu 计划仅用 5 年时间达成 SHEIN 用 15 年发展出的体量。据悉，Temu 在今年 2 月定下了一个销售目标，即在 9 月 1 日之前，也就是上线一周年内，北美市场至少有一天的 GMV 超过 SHEIN。该公司在内部会议中表示，将不惜投入 200 亿元实现该目标。

与独立站 SHEIN 不同的是，背靠拼多多的 Temu 作为电商平台，虽然高度复制了 SHEIN 的供应链，但并没有采取小单快返的方式测试产品，而是直接大规模生产压低成本。尽管 SHEIN 的价格已经十分低廉，但是根据浙商证券数据，Temu 在鞋履、服装等各个品类价格上仍然能做到 SHEIN 价格的 53%-80%。

尽管 Temu 的规模目前仍旧只有 SHEIN 的十分之一，但 SHEIN 的低价优势已经被成功撼动。雪上加霜的是，由于流量红利的消失，SHEIN 的运营数据正在经历全面放缓。

资料显示，2022 年 SHEIN 营收为 227 亿美元，同比增长 52.8%，较 2020 年高达 211% 的增速有着大幅度下滑，其净利润更是首次出现下跌，同比下降 36% 至为 7 亿美元。

不仅如此，SHEIN 的用户数量和用户价值增长也面临着挑战。根据招商证券数据，2022 年多个月份的日活跃用户数量仅维持环比个位数增长，在 7 月甚至出现了日活跃用户环比下降 4% 的情况。

由于流量红利的消失，SHEIN 的运营数据正在经历全面放缓

为吸纳更具购买力的消费者，通过低价打下基础的 SHEIN 正在开启中高端化策略，包括热门爆款进行全面涨价，减少用户福利，提高包邮门槛、缩短退货周期等。目前 SHEIN 旗下的十余个子品牌也包括 MOTF、Dazy 等中高端定位品牌。

此前 SHEIN 更是宣布了 Lazada 前总裁、品牌商城负责人刘秀云 Jessica Liu 为全球品牌运营副总裁，以加强 SHEIN 在中高端业务上的竞争力以及国际资本市场上的吸引力。刘秀云先后担任天猫服饰总经理和天猫奢侈品事业群总裁，为推动天猫的高端化做出突出贡献。

然而，Temu 在低价市场突然发起的攻势让 SHEIN 感到措手不及，并陷入两难困境。

如果继续中高端化转型，很有可能最终会被 Temu 偷走在低价市场的绝对统治力，进而丢失庞大的基本盘，反之却无法突破 Temu 所筑造的价格壁垒。

值得关注的是，有消息称美国正计划取消 800 美元以下跨境小包裹的免关税优惠，即取消前文所提到的 SHEIN 遵循的关税政策。如果消息属实，SHEIN 将不再具备价格优势。

因此，SHEIN 正在从以国内供应链为主向全球本地化供应链的转型，并在美国、加拿大、波兰多个国家开始搭建仓储、物流等基础设施，而这无疑将大大增加运营成本。

面对有着拼多多巨额现金流作为靠山的 Temu，SHEIN 在近期完成了新一轮融资，称该轮融资规模为 20 亿美元。不过由于增长乏力，SHEIN 的最新估值降至 640 亿美元，较去年少了 300 多亿美元。

去年，SHEIN 已正式聘请前贝尔斯登投资银行家唐伟担任执行副主席，以帮助推动 IPO 进程。近日金融时报透露 SHEIN 计划于今年晚些时候进行 IPO，目前正在积极吸引投资者。

该团队在一份面向投资者的演示稿中披露，预计 2025 年实现 585 亿美元的年营收，这一体量将超过 H&M 和 Zara 两大快时尚品牌年销售额总和，届时 GMV 则将达到 806 亿美元，而贡献了一半用户流量的美国市场毫无疑问是 SHEIN 达成这个目标的主要推动力。

为提高用户粘性，SHEIN 还开始在美国试水会员制，推出“SHEIN CLUB”，用户每季度只需要支付 6.99 美元，就可享受逾 10 万件商品专属 95 折优惠以及其他折扣。

可见，SHEIN 能否突破瓶颈，主要取决于美国市场。这也让此次 SHEIN 美国关税相关舆论危机更加致命。

新闻三：H&M 第一季度毛利率大幅下滑（Ladymax 2023/03/31）

在截至 2 月底的三个月内，H&M 销售额同比增长 12% 至 548.7 亿瑞典克朗，营业利润增长 1.3% 至 7.25 亿瑞典克朗，毛利率则从 49.3% 下滑至 47.2%。值得关注的是，H&M 首次在财报中提及旗下品牌具体业绩表现，表示 COS 在高端服饰领域的地位得到巩固，Arket 延续快速增长趋势，销售额自 2019 年以来已实现两倍以上增长。

新闻四：天猫 2023 新品策略曝光：升级方法论 提高上新“成功率”（亿邦动力 2023/04/01）

【亿邦原创】4 月 1 日消息，2023 中国新品消费盛典刚刚在上海落幕，作为天猫小黑盒一年一度最大型的活动和新品消费的风向标，会上天猫方面分享了对新品消费市场的判断，明确了天猫新品中心未来一年的计划，并提出了全新的新品经营方法论。

机会之上 新品如何“破卷”？

社会消费正在逐步回暖，今年 1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 3.5%。淘宝天猫产业发展及运营中心总裁吹雪指出，消费市场活力仍然存在，但市场的底层逻辑已经发生了变化。

一个明显的变化是，主流消费人群正在进一步分化：Z 世代的新品类新品购买数比大盘平均有 20% 增长；银发人群更关注信任、家庭和健康，过去一年在天猫的成交用户规模涨到了 15%；家庭消费人群更看重质量，花费是平均数的 3 倍，连续三年都在高速增长。

通过对过去一年天猫平台消费数据的观察，吹雪把当下的消费习惯总结为“4H”：

健康消费（Health），保健品类购买人数国模增加了 25%，购买数已经超过 2 亿，主要为 90% 后；

愉悦消费（Happiness），悦己消费人群金额贡献增长了 25%，典型的悦己人群宠主人均消费平均数的 3 倍，生活方式的改变带来了一波新的消费浪潮。

家庭消费（Home），精致居家人群年度花费的年复合增长率超过了 21%；

兴趣消费（Hobby），登山露营消费的同比增速达到了 129%。

然而，伴随明确的机会而生的，是更“卷”的市场竞争：同赛道的竞争进一步加剧，跨赛道的替代竞争也在加速。

2022 年，在天猫有 5 万个百万级新品的诞生，500 个品牌新品销售总额破亿，小黑盒新品上线供给量同比提升了 60% 多。进入 2023 年，新品供给规模仍不断增加，消费者新品平均浏览数量增长了 59%，新品动销数量提升了 30%。对比社会消费品零售总额的增速，当下新品正处于供大于求的状态。

从竞争节奏来看，天猫超级新品成长速率在不断提升，破亿和破千万的新品平均成交达成时长缩短了 9 天，超级新品单价提升了 10%。消费者更愿意选择大单品，也让超级新品的打爆速度和效率都越来越高，马太效应更加显著。

数据显示，从 2021 到 2022 年，天猫新品在线商品数增加了 137%，和巨大商品供给量形成对比的，是新品上市周期在快速下降，从 2017 年的 4.4 个月缩短到了 2022 年的 2.5 个月。与此同时，基于供应链上游原材料的整合和技术的创新，诸如冻干咖啡这样的跨赛道新品大量涌现，迅速替代掉原有商品。

面对不断加剧的新品竞争，品牌已经则失去了更长期的销售机会，新品“成功”的不确定性也随之增加。在这样的环境下，对新品“成功”的定义，已经不能局限于创造了多少销售额，而要更多的去关注数据和技术驱动的用户沉淀，通过新品“投资”消费者，让新品为品牌创造长期价值。

2023 新品公式：智能创造+种割一体

据介绍，今年天猫协助品牌新品的整体方向会围绕“长期成功”。天猫希望在未来 3 到 5 年，帮品牌构建以用户为中心、以科技为核心能力的新品时代，帮助品牌从“商品成功”走向“企业经营”的成功。

具体来看，天猫会从三个方面调整业务策略并加大投入：共享消费数据，用科学定义产品，帮品牌创造更好地满足用户体验的产品；从图文到内容，用内容改造消费者决策，目前手淘中超过 20% 商品已经短视频化；加大全域人群资产建设，提升用户忠诚度，并将人群周期数据开放给品牌，从站内经营走向全域的经营。

“新品仍然是推动品牌成长，是引领消费趋势的重要载体，是新客获取的主要方式，是不确定性的市场环境下，保持品牌持续经营和企业经营利润的关键。”淘宝天猫市场部总经理暮珊如是说。

她指出，在不断加速的竞争趋势下，跟随已有趋势做新品规划的模式会变得非常困难。“当下新品经营面临两个核心问题。第一，如何研判市场机会，根据预测快速调整经营策略，推出满足市场需要的新品，建立领先身位。第二，如何快速渡过新品冷启动，缩短蓄水时间提升蓄水效率，保障爆发的确定性。

为了帮商家解决上述核心问题，天猫正式发布了新品经营方法论 2.0: InTO STAR。

亿邦动力了解到，去年 8 月，天猫曾提出新品方法论 1.0“数字化上新”，从新品生命周期的视角帮新品完成从 0 到 1，从 1 到 100 各个场景的全链路打通。而本次提出的 2.0，则进一步总结了新品经营的七个阶段，包含了创造、测试、优化、种草、试用、爆发、沉淀，回归到了“做好货、找对人”的商业逻辑本质。

方法论中提升新品上市成功的具体的策略包括两方面：新品上市前期的“智能创造”和新品上市爆发期的“种割一体”。

“智能创造”方面，天猫小黑盒在在原有趋势洞察的基础上，升级了趋势前瞻能力、智能研发、用户共创等基于产业数字化同时提升研发领先性的能力，比如通过 AI 算法帮品牌挖掘面向目标最优的货品元素组合，做到智能研发。

“种割一体”是通过消费决策相关的内容增加新品打爆的确定性，主要围绕商品内容化、全域人群运营和导购矩阵三个方向，分别对应的新布局包括新品测试报告、新品校园计划和派样拉新工具，天猫趋势榜以及搜索直播等核心场域扶持。

明确重点 天猫“四步”帮商家打爆新品

据介绍，为了提升品牌新品成功的确定性，天猫新品中心业务已经明确了新一年的重点业务方向：影响消费决策的有效种草、着眼未来购买力去扩展新品人群、关键购物路径上资源确定性、超级新品全网影响力打造。

首先，影响消费决策的有效种草方面，以往新品的购买转化往往受限于销量少、缺乏累计评价，但新品测评价则是“转化和引流”双效合一的解决方案，帮商家找到最适合新品内容选型。

目前，天猫已经积累了以 88VIP 为主体的 500 万资深买家，1.5 万垂直的 KOL，数百万专业圈层的 KOL，1.5 万垂直的 KOC 等组成的专业评测团，试用报告将会快速回归到商品详情页。数据显示，详情页装修了试用报告的转化率可提升 30%。未来天猫新品试用报告还会打通站内各种内容化通道，甚至站外如小红书。

用新品为品牌积累未来购买力人群方面，天猫着眼于“高校人群”。依托于天猫校园的线下布局，品牌新品将有机会通过大屏、快闪店等各种方式触达 700 多家线下校园店，覆盖 40% 以上的 985 和 211 高校，2000 多个微信社群和 5000 多个校园达人。

据悉，今年手淘搜索、推荐、直播等几大关键路径都会新增和新品相关的导购产品，比如在搜索里为小黑盒提供优先入选、在推荐中展示新品日历、在直播场域新增 IP 上新直播等，确保新品启动周期内的资源确定性。

在刚刚过去的三八焕新周里，小黑盒联动天猫榜单试跑天猫新品榜，以小黑盒的新品作为底池，通过浏览、成交、上新时间三个维度对新品进行每日的更新排名，创造的 300 个榜单在活动周期内最高单日浏览超过 150 万，点击率领也明显高于其它榜单。

今年，作为头部新品的全域营销解决方案，小黑盒营销 IP 也会升级。“天猫超级新品计划”全年计划用 100 场超级新品首发活动进行站内站外超强曝光。今年线下场景也会加入其中，比如大屏媒介、天猫校园等，平台会为品牌会员、精准潜客提供类似精准派、抢先派等。此外，小黑盒还会上线新 IP“新物种”，创造新的消费赛道，获取新的消费人群，引领新起的流行。

值得商家关注的是全新的“追捧”政策。当品牌投入的预算超过了某个量级后，平台会进行“追捧”，合力推动超级新品上市推广，针对 TMIC 共同孵化的新品，如果达到预计的销售目标，平台还会返回品牌在整体 TMIC 里面的投入费用。

一款成功的新品研发，除了通过智能算法的理性预测，也少不了来自于人的感性创造力。小黑盒在今年将开启“创意盒伙人”计划，联合各个领域的先锋创意者，分别在新品研发、新品内容、新品营销上为各个品牌的新品创造更多可能性。

目前，天猫已联合欧莱雅、薇诺娜、小米、雷蛇、李宁、蕉下等品牌开启“81 天百亿新品计划”：从 3 月 31 日到 6 月 18 日，在不到 3 个月时间里共同打造 100 亿规模的新品。

行业数据跟踪

上游数据跟踪：宏观情绪有所缓和，国内外棉价反弹

从原材料价格来看，截至 2023 年 3 月 31 日，中国 328 级棉价为 15347 元/吨，周涨幅为 0.87%，截至 2023 年 3 月 30 日，Cotlook 价格指数市场价为 96.70 美分/磅，周涨幅为 4.20%。截至 2023 年 3 月 31 日，粘胶短纤市场价、涤纶长丝市场价分别为 13100 元/吨、7800 元/吨，周涨幅为 0.00%、3.31%，较年初跌幅分别为 11.49%、7.14%。棉价方面，国内宏观情绪有所缓和，加之国内棉花意向种植面积预期将减少，棉期货价格上扬，带动棉花现货价格跟涨。国际棉价方面，由于市场对银行业危机担忧减弱，宏观形势趋于缓和，市场普遍预期美联储暂停加息，叠加美棉出口销售强劲，助力棉价反弹走高。

从人民币汇率来看，截至 2023 年 3 月 31 日，美元兑人民币汇率为 6.87，周涨幅为 0.08%，较 2022 年初涨幅

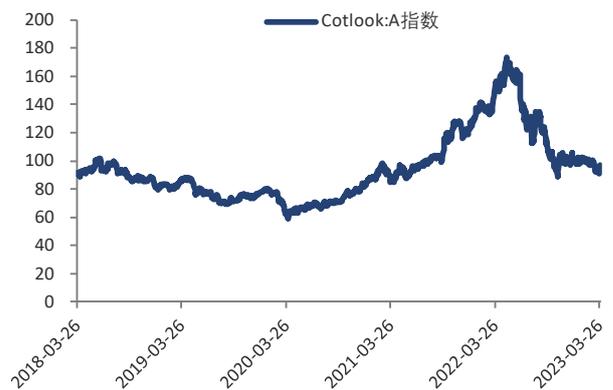
为 8.82%。

图 5: 国内 328 级棉价变化情况 (元/吨)



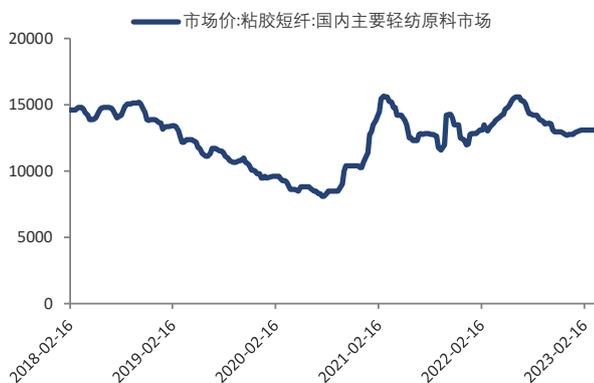
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: CotlookA 价格指数变化情况 (美分/磅)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 粘胶短纤价格变化情况 (元/吨)



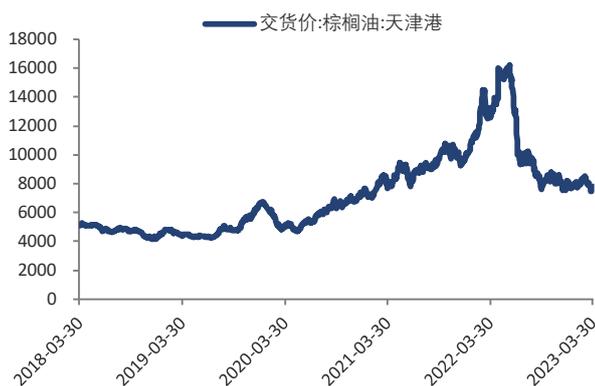
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 涤纶长丝价格变化情况 (元/吨)



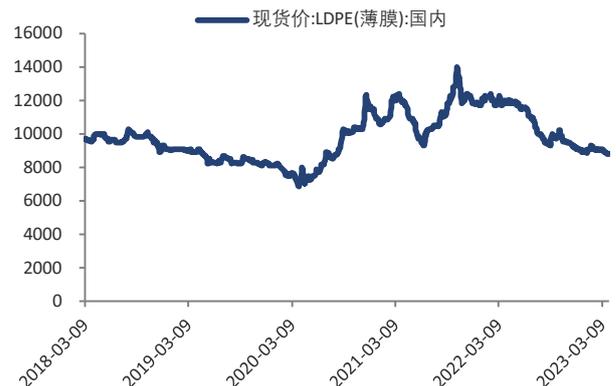
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 棕榈油价格变化情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: LDPE 价格变化情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 美元兑人民币即期汇率变化情况

图 12: 中国进口牛皮革平均价格变化情况 (美元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下游数据跟踪：出行及户外活动恢复，全年可选消费有望实现强劲反弹

2023年1-2月服装鞋帽针纺织品类零售额为2549亿元，同增5.4%。2023年1-2月春节销售旺季结束，且去年收入基数相对较高、北京冬奥会催化运动鞋服需求，1-2月综合看服装鞋帽零售同比个位数增长，疫情政策调整后服装消费有所修复，我们预计3月份服装需求将恢复稳定增长。从全年来看，出行及户外活动恢复，服装等可选消费在低基数背景下有望实现强劲反弹。

纺织服出口方面，美欧通胀虽触顶回落、有所趋缓，但进一步降息趋势尚不明朗，消费、零售承压，去库存调整仍在持续。23年1-2月国内纺织品服装出口额为408.42亿美元，同比下降18.5%；其中纺织品(包括纺织纱线、织物及制品)出口额为191.65亿美元，同降22.38%；服装(包括服装及衣着附件)出口额为216.78亿美元，同降14.72%。

图 13：国内服装鞋帽针纺织品类零售额增速变化情况（亿元）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：国内化妆品零售额增速变化情况（亿元）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15：中国纺织制品出口额增速变化情况（万美元）

图 16：中国服装出口额增速变化情况（万美元）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

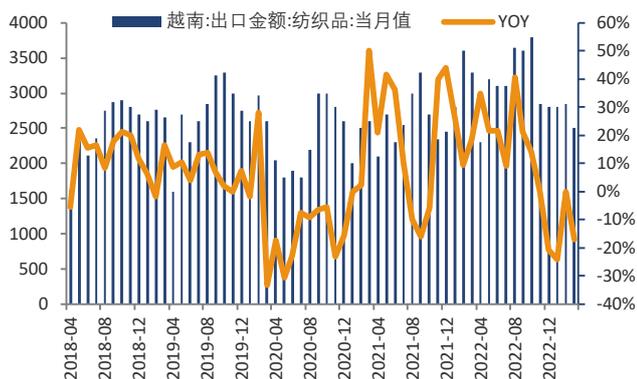


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

越南数据跟踪：海外市场去库存调整持续，3月越南纺织品、鞋类出口额同降 17.19%、22.50%

短期受到全球主要经济体需求疲软影响，越南纺服及鞋类出口企业面临订单下降的情况，2023年3月越南纺织品、鞋类出口金额为26.5亿美元、15.5亿美元，同降17.19%、22.50%。长期来看，越南制造企业将持续推进可持续发展战略、深度嵌入全球供应链，逐步实现从原材料出口向深度加工产品和高附加值加工制造产品出口结构的转移。因此越南纺织服装业提出2023年实现出口总额460-470亿美元，鞋类出口力争达到270-280亿美元的目标。

图 17: 越南纺织品出口额及增速变化情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 越南鞋类出口额及增速变化情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

上市公司公告

表 1: 上市公司重点公告

代码	公司	时间	公告内容
603839.SH	安正时尚	2023-03-31	此前安正时尚与文创文化及其实际控制人晏许勇签订了《股份转让协议》，截至2023年3月31日，公司已累计收到晏许勇支付的股份转让款1700万元，其尚有3200万元股份转让款和4900万元对应的计算利息待支付。公司经与晏许勇多次沟通，就新的股份转让款支付安排签订了《补充协议之二》，本协议约定了晏许勇新的还款安排，并设置了晏许勇就其债务履约需提供相应的股权质押和资产抵押作为债务担保的履约条款。
603196.SH	日播时尚	2023-03-31	2023年3月8日，日播时尚实际控制人之一曲江亭女士因家庭资产规划需要，和王晟羽先生（系王卫东、曲江亭夫妇之子）签署了《股份转让协议》，曲江亭女士以协议转让方式将其持有的公司股份合计1472万股（占公司总股本的6.14%）转让给王晟羽先生，目前已完成过户登记。

600493.SH	凤竹纺织	2023-03-31	2022年凤竹纺织合并报表实现营收11.49亿元,同降11.78%,归属于上市公司股东的净利润为2607.27万元,同降64.38%,归母扣非净利润2161.88万元,同降58.30%,母公司实现的净利润为2687.69万元。
603477.SH	巨星农牧	2023-03-30	2022年巨星农牧合并报表实现营收39.68亿元,同增33.02%,归属于上市公司股东的净利润为1.58亿元,同降38.96%,归母扣非净利润2.80亿元,同降8.90%。主要系生猪平均销售价格较上年度有所下降,叠加饲料等原材料价格较大幅度上涨,毛利率较上年度下降8.13个百分点,导致公司综合毛利率较上期同比下降。
002404.SZ	嘉欣丝绸	2023-03-30	2022年嘉欣丝绸合并报表实现营收43.21亿元,同增16.95%,归属于上市公司股东的净利润为2.30亿元,同增76.19%,归母扣非净利润1.82亿元,同增61.94%。主要系公司拥有较为完整的丝绸产业链,具备较强的产业链资源整合优势和抗风险能力。
002634.SZ	棒杰股份	2023-03-30	棒杰股份持股5%以上股东苏州青嵩企业管理合伙企业(有限合伙)本次解除质押360万股,占其所持股份比例为10.55%,占公司总股本的比例为0.78%,截至2023年3月30日,苏州青嵩累计持有3411万股,持股比例为7.43%,累计质押1460万股,占总股本比例为3.18%。
002327.SZ	富安娜	2023-03-30	富安娜鉴于授予激励对象共7人因个人原因已离职,失去本次限制性股票激励资格,对其持有的尚未解锁的限制性股票16.71万股进行回购注销的处理,此次回购注销完成后,第五期限制性股票数量由1137.42万股调整至1098.51万股,
300005.SZ	探路者	2023-03-28	探路者本次回购股份数量为672.68万股,占公司总股本的比例为0.76%,本次回购完成后,限售股为672.68万股,占总股本比例为0.76%,流通股为8.77亿股,占总股本比例为99.24%。
300819.SZ	聚杰微纤	2023-03-28	聚杰微纤本次解除限售股份数量为1.05亿股,占公司总股本70.37%。本次实际可上市流通数量为9055.73万股,占公司总股本60.69%。本次解除限售股份上市流通后,流通股由4420.50万股增至1.35亿股,占公司总股本的比例由29.63%提升至90.32%。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

重点公司估值

表 2: 重点公司 EPS 预测及估值对比

股票代码	证券简称	股价(元)	市值(亿元)	PE(倍)				EPS(元)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
2020.HK	安踏体育	99.80	2708.11	34.89	36.16	28.27	23.93	2.86	2.76	3.53	4.17
2331.HK	李宁	54.19	1428.41	33.85	35.19	28.04	22.93	1.60	1.54	1.93	2.36
3998.HK	波司登	3.83	418.06	20.24	17.12	14.68	12.31	0.19	0.22	0.26	0.31
603877.SH	太平鸟	21.09	100.48	14.65	41.70	19.15	14.72	1.44	0.51	1.10	1.43
300979.SZ	华利集团	52.52	612.91	22.16	17.62	14.75	13.23	2.37	2.98	3.56	3.97
2313.HK	申洲国际	72.13	1084.33	32.20	23.73	21.88	17.61	2.24	3.04	3.30	4.10
1368.HK	特步国际	8.74	230.36	24.03	24.27	19.79	15.95	0.36	0.36	0.44	0.55
300218.SZ	安利股份	10.39	22.54	17.03	6.58	8.38	6.93	0.61	1.58	1.24	1.50
002563.SZ	森马服饰	6.02	162.18	10.95	12.81	10.20	8.48	0.55	0.47	0.59	0.71
300993.SZ	玉马遮阳	13.09	31.03	11.00	19.83	18.18	15.22	1.19	0.66	0.72	0.86
605068.SH	明新旭腾	26.45	44.07	26.99	21.86	16.96	12.97	0.98	1.21	1.56	2.04
603558.SH	健盛集团	8.41	32.06	19.76	11.13	8.69	6.99	0.43	0.76	0.97	1.20
300888.SZ	稳健医疗	66.20	282.34	22.75	18.60	14.36	11.74	2.91	3.56	4.61	5.64
301177.SZ	迪阿股份	53.17	212.69	14.69	12.93	10.06	8.36	3.62	4.11	5.29	6.36
300918.SZ	南山智尚	11.76	42.34	27.78	23.77	20.40	17.14	0.42	0.49	0.58	0.69

002674.SZ	兴业科技	11.16	32.57	17.97	17.10	12.98	11.50	0.62	0.65	0.86	0.97
301077.SZ	星华新材	24.08	28.90	21.41	27.63	18.68	14.53	1.12	0.87	1.29	1.66
603889.SH	新澳股份	7.99	40.89	13.71	10.60	8.29	6.95	0.58	0.75	0.96	1.15
002083.SZ	孚日股份	4.64	38.15	14.06	14.04	9.78	6.44	0.33	0.33	0.47	0.72

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价; 李宁、太平鸟、申洲国际、特步国际为 wind 一致预期, 其余为信达证券研发中心预测, 安踏体育、李宁、申洲国际、特步国际、玉马遮阳 2022 年 EPS 为实际值

风险因素

终端消费疲软风险: 经济增速下行, 消费信心指数不确定, 消费疲软导致服装和化妆品终端销售情况低于预期。

人民币汇率波动风险: 人民币汇率下行将有可能导致纺织出口企业营收缩水, 对盈利水平造成不利影响。

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	Caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。