

纺织服装

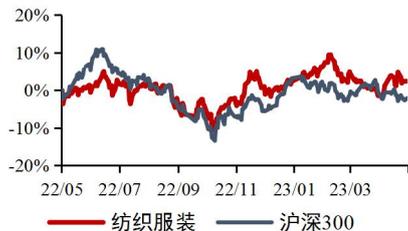
行业周报（20230514-20230520）

关注开店积极/黄金首饰为主的珠宝公司，昂跑上调 2023 财年业绩指引

2023 年 5 月 22 日

行业研究/行业周报

纺织服装行业近一年市场表现



投资要点

本周专题：看好金银珠宝板块全年表现，关注开店积极、黄金首饰为主的公司

复盘多轮疫情，金银珠宝疫后复苏领先、弹性足。复盘 2003 年 SARS 病毒、2020 年首轮新冠疫情期间及此后可选消费品类表现，金银珠宝在疫情期间受损程度重，但在疫后展现较高的弹性，需求快速恢复，2019-2021 年金银珠宝 CAGR 为 8.0%，表现优于社零大盘与纺织服装品类。2022Q2、2022Q4，国内消费市场再度受到疫情影响，线下消费场景缺失，金银珠宝社零 22Q2、22Q4 同比分别下降 10.1%、5.3%。进入 2023 年，疫情影响逐渐消退，线下消费场景回归，春节返乡人群送礼需求，叠加金价稳步上涨，金银珠宝社零 23Q1 同比增长 13.6%，21-23 年两年复合增速为 10.0%，较 2019-2021 年有所提速，行业呈现高景气。消费回归理性叠加金价稳步上涨，看好兼具消费及投资属性的黄金首饰。由于黄金首饰兼具消费属性与投资属性，消费者拥有“买涨不买跌”心理，金价的平稳上涨利于黄金首饰需求释放（如 2003-2013 年“黄金十年”），短时间内快速上涨对黄金需求将有所抑制（如 2019 年）。2021 年，金价平稳运行，我国金银珠宝社零分别为 3041 亿元，黄金首饰消费量为 711.3 吨，均基本恢复至疫情前的历史峰值水平。克重产品逐渐回归，年轻化群体推动新式黄金工艺份额提升。由于“按件计价”产品在金饰回购和以旧换新中，卖家回购价格显著低于消费者购买价格，2022 年以来，克重产品逐渐回归，其中古法金产品克服普通黄金产品硬度低、易变形、款式老旧等不足之处，古法金产品哑光古朴、硬度提升，同时更具文化内涵，2020 年，古法金产品零售量占比达到 18.8%。我们认为按件计价和按克计价并不是非此即彼的选择，在消费群体年轻化趋势下，行业计价方式趋于公开透明，款式新颖的新式黄金工艺产品均具备发展空间。我国黄金珠宝市场空间广阔，头部企业凭借渠道扩张提升市占。2022 年我国珠宝首饰市场规模为 7190 亿元，同比基本持平；其中黄金产品市场规模为 4100 亿元/-2.4%，占比为 57%；钻石产品市场规模为 820 亿元/-18%，占比为 11%。根据欧睿国际，2022 年，我国珠宝 CR5 品牌仅为 24.5%，在黄金品类景气上行阶段，相比镶嵌产品，黄金产品差异化相对较低，且消费者对产品品质要求更高，头部企业有望凭借积极的渠道积极继续提升市场份额。

行业动态：昂跑 FY23Q1 财报；敏华控股 2023 财年年报；香港 3 月零售业销售额

1) 5 月 16 日，瑞士运动品牌 On（昂跑）公布 2023 财年一季度关键财务数据。FY23Q1，销售额 4.20 亿瑞士法郎，同比增长 78.3%。分渠道看，DTC、批发渠道销售额分别为 1.37、2.83 亿瑞士法郎，同比增长 64.3%、86.0%；分区域看，EMEA、美洲、亚太销售额分别为 1.19、2.70、0.31 亿瑞士法郎，同比增长 51.6%、91.9%、89.4%。FY23Q1，毛利率由上年同期的 51.8% 增至 58.3%，主要是得益于供应链环境的正常化。在创新产品的推动下，On 下半年订单增长强劲，基于此，公司对 2023 年充满

来源：最闻，山西证券研究所

相关报告：

【山证纺织服装】裕元集团 23Q1 鞋履均价继续攀升，安德玛 23Q1 库存出现拐点-纺服家居行业周报 2023.5.14

【山证纺织服装】阿迪达斯 23Q1 营收同比持平，越南 4 月鞋类出口金额降幅环比收窄-纺服家居行业周报 2023.5.7

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

研究助理：

孙萌

邮箱：sunmeng@sxzq.com



信心，上调了全年业绩展望：预计 2023 财年销售额 17.4 亿瑞士法郎，毛利率 58.5%。预计 2023 年底的库存水平将与 2022 年 12 月的水平大致一致。

- 2) **敏华控股公布 2023 财年年报。**2023 财年，公司实现营收 177.89 亿港元，同比下降 18.4%，实现归母净利润 19.15 亿港元，同比下降 14.8%。分区域看，2023 财年，中国、北美、欧洲市场分别实现营收 110.93、41.89、11.61 亿港元，同比下降 15.9%、26.1%、15.5%。2023 财年，公司门店净开 503 家至 6471 家。分产品看，沙发及配套产品、床具及配套产品分别实现营收 122.99、27.27 亿港元，同比下降 15.9%、-19.4%。2023 财年，公司毛利率、净利率分别为 38.5%、11.0%，同比提升 1.8、0.5pct。
- 3) **2023 年 5 月 5 日，受益去年同期低基数以及访港客持续攀升推动，3 月香港零售业临时销货额临时估计增长 40.9%至 331.15 亿港元。**据协会成员透露，尖沙咀、旺角等传统旅游旺区生意恢复虽然理想，但整体生意额只有疫情前四成，预计零售业“小阳春”可能需等待暑假甚至“十一黄金周”。据香港零售管理协会调查，“五一黄金周”六成受访商户表示生意额环比有所增加，三成表示下跌。零售商预期 4 月销售有个位数至双位数增幅，与旅游相关的珠宝、健康护理产品生意持续向好，而本地消费相关的超市则受复活节本港居民外出旅游有所下跌。

行情回顾（2023.05.15-2023.05.19）

本周纺织服饰、家居用品板块均跑输大盘：本周，SW 纺织服饰板块下跌 2.56%，SW 轻工制造板块下跌 0.35%，沪深 300 上涨 0.17%，纺织服饰板块落后大盘 2.73pct，轻工制造板块落后大盘 0.52pct。各子板块中，SW 纺织制造下跌 1.86%，SW 服装家纺下跌 3.16%，SW 饰品下跌 1.91%，SW 家居用品下跌 1.43%。截至 5 月 19 日，SW 纺织制造的 PE(TTM 剔除负值，下同)为 18.03 倍，为近三年的 27.34%分位；SW 服装家纺的 PE 为 20.94 倍，为近三年的 46.43%分位；SW 饰品的 PE 为 21.55 倍，为近三年的 79.53%分位；SW 家居用品的 PE 为 21.41 倍，为近三年的 2.75%分位。。

投资建议：

纺织服饰板块，国际运动品牌库存拐点普遍已经出现，目前中游纺织制造企业估值性价比较高，建议持续跟踪订单改善情况，继续关注**华利集团、申洲国际**；品牌服饰方面，一方面在居民收入承压、消费者信心缓慢恢复背景下，看好平价服饰的下半年终端表现，建议关注**海澜之家、森马服饰**；另一方面，高端消费群体收入受损程度较小，女装公司在疫情期间保持积极净开店，抢占市场份额，建议关注中高端女装公司**锦泓集团、歌力思、赢家时尚**。中长期角度，继续看好运动服饰需求的稳健性与确定性，目前时点更看好定位大众市场的**361 度**，建议关注**安踏体育、李宁、特步国际**。黄金珠宝方面，珠宝企业 23Q1 业绩印证行业景气提升，婚庆需求回补贡献需求弹性，看好珠宝板块全年的表现，建议积极关注今年开店计划积极、终端销售黄金占比高的**周大生、老凤祥**。

家居用品板块，2023 年 4 月，我国住宅竣工面积同比增长 28.26%，延续快速恢复，对后

续家居需求提供有力支撑。同时,家居企业在今年春节后终端门店接单快速增长,预计 23Q2 收入与业绩环比向好。中长期角度看,家居行业集中度较低,头部企业通过品类融合提升客单值、挖掘下沉空白市场、供应链端降本增效,市场份额提升空间仍然较大。定制家居企业建议积极关注**索菲亚**、**欧派家居**、**金牌厨柜**、**志邦家居**。软体家居方面,建议关注**慕思股份**、**喜临门**、**顾家家居**。同时,继续看好我国智能家居渗透率的持续提升,关注**箭牌家居**、**好太太**。

➤ **风险提示:**

地产销售或不达预期; 品牌库存去化不及预期; 原材料价格波动; 汇率大幅波动。

目录

1. 本周专题：看好金银珠宝板块全年表现，关注开店积极/黄金首饰为主的公司.....	7
1.1 复盘多轮疫情，金银珠宝疫后复苏领先、弹性足.....	7
1.2 消费回归理性叠加金价稳步上涨，看好兼具消费及投资属性的黄金首饰.....	8
1.3 克重产品逐渐回归，年轻化群体推动新式黄金工艺份额提升.....	9
1.4 我国黄金珠宝市场空间广阔，头部企业凭借渠道扩张提升市占.....	12
2. 本周行情回顾.....	13
2.1 板块行情.....	13
2.2 板块估值.....	14
2.3 公司行情.....	15
3. 行业数据跟踪.....	16
3.1 原材料价格.....	16
3.2 出口数据.....	18
3.3 社零数据.....	19
3.4 房地产数据.....	20
4. 行业新闻.....	22
4.1 瑞士运动品牌 On 昂跑一季度净销售额大增 78%超预期，盈利能力大幅提升.....	22
4.2 敏华控股 2023 财年营收 157.95 亿，净赚 17 亿.....	23
4.3 消费趋势正在变：内地客重返香港不再“大手大脚”买买买 更爱体验和小食.....	25
5. 重点公司公告.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1： 可选品类社零当月同比增速.....	7
------------------------	---

图 2: 我国金银珠宝社零与金价走势.....	9
图 3: 我国黄金首饰消费量与金价走势.....	9
图 4: 我国传统金饰品、古法金、硬足金饰品零售总量及零售收入总额（2020 年）.....	11
图 5: 我国金银珠宝社零.....	13
图 6: 2022 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比.....	13
图 7: 我国珠宝市场品牌竞争格局（2022 年）.....	13
图 8: 我国珠宝市场品牌 CR5.....	13
图 9: 本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	14
图 10: 本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅.....	14
图 11: 本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅.....	14
图 12: 本周 SW 纺织服装各子板块估值.....	14
图 13: 本周 SW 轻工制各子板块估值.....	14
图 14: 棉花价格（元/吨）.....	17
图 15: 中纤板、刨花板价格走势.....	17
图 16: 五金价格走势.....	17
图 17: 皮革价格走势.....	17
图 18: 海绵原材料价格走势.....	17
图 19: 金价走势（单位：元/克）.....	17
图 20: 美元兑人民币汇率走势.....	18
图 21: 中国出口集装箱运价指数.....	18
图 22: 纺织纱线、织物及制品累计值（亿美元）及累计同比.....	18
图 23: 服装及衣着附件累计值（亿美元）及累计同比.....	18
图 24: 家具及其零件当月值（亿美元）及当月同比.....	19

图 25: 家具及其零件累计值 (亿美元) 及累计同比.....	19
图 26: 社零及限额以上当月.....	20
图 27: 国内实物商品线上线下增速估计.....	20
图 28: 偏向可选消费品的典型限额以上品类增速.....	20
图 29: 地产相关典型限额以上品类增速.....	20
图 30: 30 大中城市商品房成交套数.....	21
图 31: 30 大中城市商品房成交面积 (单位: 万平方米)	21
图 32: 商品房销售面积累计值 (万平方米) 及累计同比.....	21
图 33: 商品房销售面积当月值 (万平方米) 及当月同比.....	21
图 34: 商品房新开工面积累计值 (万平方米) 及累计同比.....	21
图 35: 商品房新开工面积当月值 (万平方米) 及当月同比.....	21
图 36: 商品房竣工面积累计值 (万平方米) 及累计同比.....	22
图 37: 商品房竣工面积当月值 (万平方米) 及当月同比.....	22
表 1: 社零及可选品类同比增速.....	7
表 2: 黄金首饰分类.....	10
表 3: 本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司.....	15
表 4: 本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司.....	15
表 5: 本周家居用品板块涨幅前 5 的公司.....	16
表 6: 本周家居用品板块跌幅前 5 的公司.....	16
表 7: 箭牌家居股权激励计划业绩考核目标.....	27

1. 本周专题：看好金银珠宝板块全年表现，关注开店积极/黄金首饰为主的公司

1.1 复盘多轮疫情，金银珠宝疫后复苏领先、弹性足

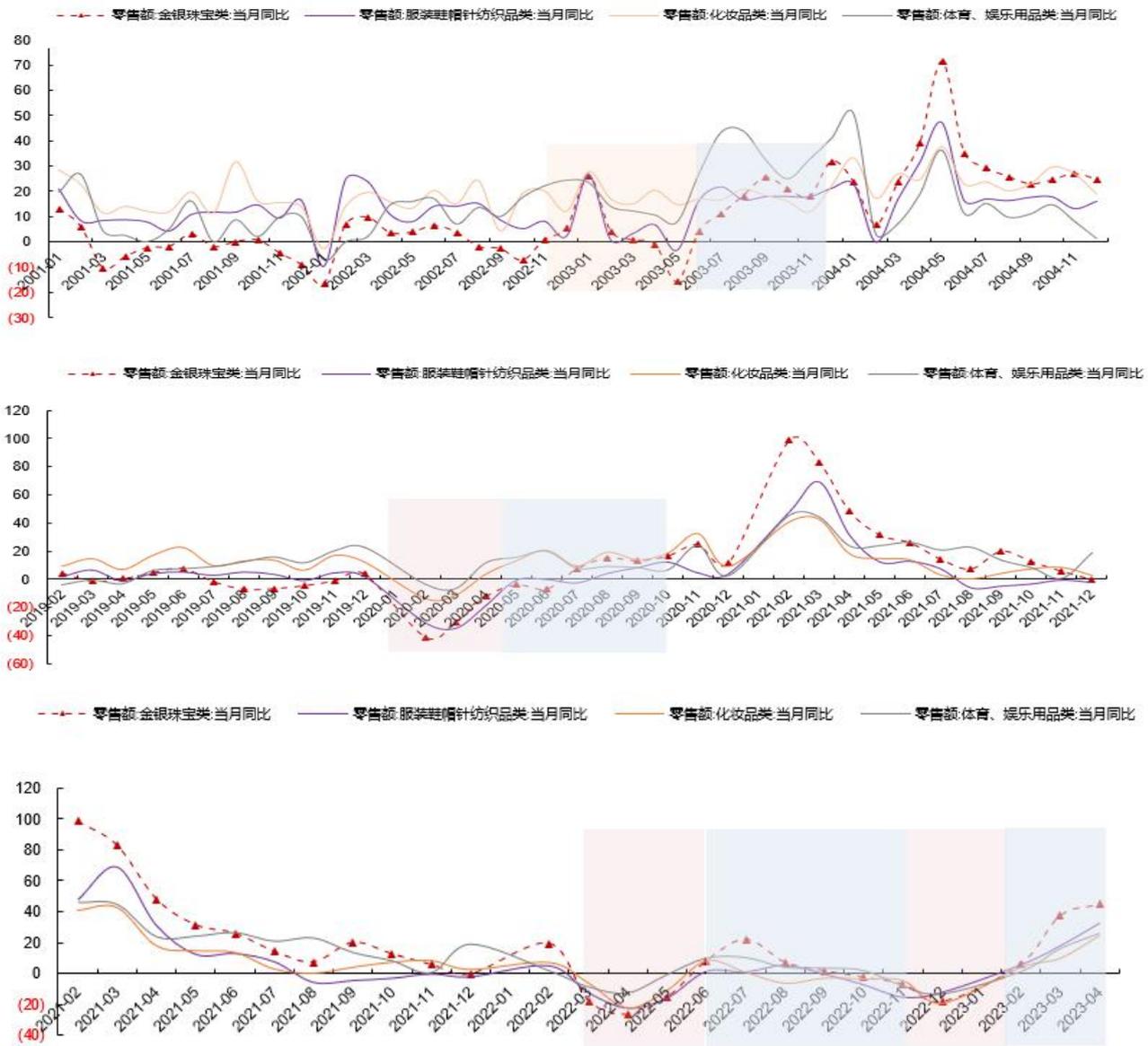
金银珠宝需求疫后快速复苏，23Q1 景气提升。(1) SARS 病毒最初发现于 2002 年 11 月，2003 年 3 月大规模爆发，2003 年 7 月左右结束。2003 年 3 月-5 月，金银珠宝社零同比增长 0.80%、-0.90%、-15.80%，受损程度重于纺织服装、化妆品、体育/娱乐用品。但在病毒结束后，金银珠宝需求恢复迅速，2003 年金银珠宝社零同比增长 11.7%，2002-2004 年金银珠宝社零年均复合增速为 19.8%，表现优于社零大盘与纺织服装品类。(2) 2020 年 1 月，国内出现新冠疫情，4 月中下旬逐渐好转，2020 年 2 月-4 月，金银珠宝社零同比下降 41.1%、30.1%、12.1%，受损程度同样最重，但疫情态势稳定后，需求迅速恢复，2019-2021 年年均复合增速为 8.0%。(3) 2022Q2、2022Q4，国内消费市场再度受到疫情影响，线下消费场景缺失，金银珠宝社零 22Q2、22Q4 同比分别下降 10.1%、5.3%。进入 2023 年，疫情影响逐渐消退，线下消费场景回归，春节返乡人群送礼需求，叠加金价稳步上涨，金银珠宝社零 23Q1 同比增长 13.6%，21-23 年两年复合增速为 10.0%，较 2019-2021 年有所提速，行业呈现高景气。

表 1：社零及可选品类同比增速

	2002	2003	2004	2002-2004 CAGR	2019	2020	2021	2019-2021 CAGR	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	21Q1-23Q1 CAGR
社零	8.8%	9.1%	13.3%	14.8%	8.0%	-3.9%	12.5%	3.5%	3.3%	-4.6%	3.5%	-2.7%	-0.2%	5.8%	4.5%
服装	9.3%	13.8%	18.7%	16.7%	2.9%	-6.6%	12.7%	1.2%	-0.9%	-10.2%	3.0%	-11.2%	-6.5%	9.0%	4.3%
珠宝	0.9%	11.7%	27.5%	19.8%	0.4%	-4.7%	29.8%	8.0%	7.6%	-10.1%	8.7%	-5.3%	-1.1%	13.6%	10.0%
化妆品	14.2%	17.9%	25.3%	22.1%	12.6%	9.5%	14.0%	16.0%	1.8%	-2.9%	0.3%	-6.5%	-4.5%	5.9%	5.7%
体育 娱乐	11.0%	26.0%	15.3%	20.8%	8.0%	8.4%	22.0%	23.6%	-2.0%	5.3%	14.5%	-2.7%	-1.2%	5.8%	4.2%

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 1：可选品类社零当月同比增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.2 消费回归理性叠加金价稳步上涨，看好兼具消费及投资属性的黄金首饰

2021年我国金银珠宝市场、黄金首饰消费量基本恢复至疫情前高点水平。长周期看，我国金银珠宝市场在2003-2013年期间迎来“黄金十年”，在此期间，金银珠宝社零CAGR为33.7%，AU9999金价CAGR为11.2%，随着金价的持续上涨，金银珠宝市场呈现量价齐升的态势，2013年，金价首次下行，由于消费者对金价长期上涨形成惯性预期，“抢金潮”爆发，2013年我国黄金首饰消费量为716.5吨，同比大幅增长42.5%。

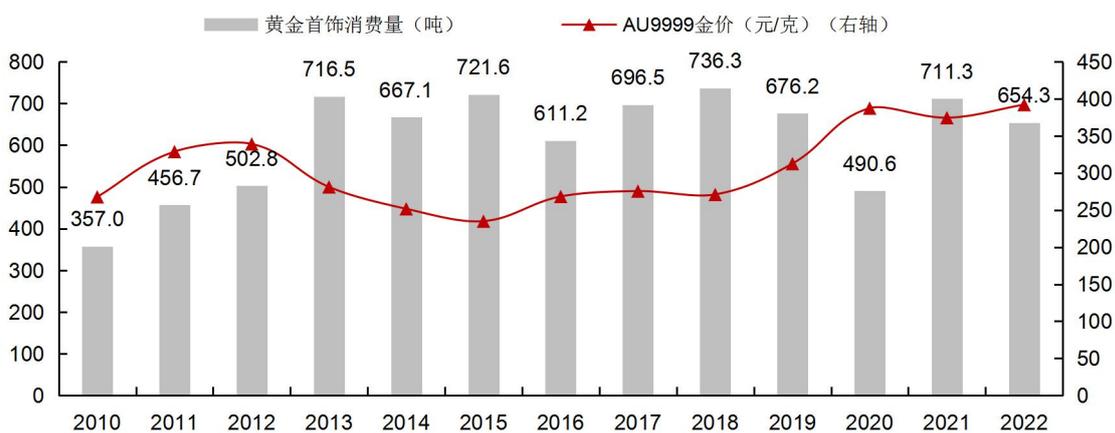
2013-2019 年期间，“抢金潮”透支黄金珠宝需求，叠加我国结婚登记人数于 2013 年达峰后开启下滑，金银珠宝市场增长放缓，2013-2019 年金银珠宝社零 CAGR 为-2.1%，黄金首饰消费量 CAGR 为-1.0%，AU9999 金价 CAGR 为 1.8%。2021 年，金价平稳运行，我国金银珠宝社零分别为 3041 亿元，黄金首饰消费量为 711.3 吨，均基本恢复至疫情前的峰值水平。由于黄金首饰兼具消费属性与投资属性，消费者拥有“买涨不买跌”心理，金价的平稳上涨利于黄金首饰需求释放，短时间内快速上涨对黄金需求将有所抑制。

图 2：我国金银珠宝社零与金价走势



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 3：我国黄金首饰消费量与金价走势



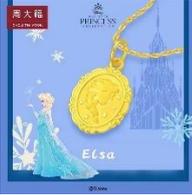
资料来源：中国黄金协会，Wind，山西证券研究所

1.3 克重产品逐渐回归，年轻化群体推动新式黄金工艺份额提升

按克计价产品逐渐回归，行业定价方式透明度有望提升。按照产品计价方式的不同，黄金首饰产品一般分为按克重计价、按产品计价两种。（1）按克重计价产品零售终端的购买价=（付款日当日金价*单品克

重)+手工费,克重产品主要包括传统黄金产品、周大福 2017 年推出的“传承”系列古法金产品。(2)按产品计价的黄金首饰主要包括 3D 硬金产品、5G 黄金产品、金镶钻石/玉石等产品。根据世界黄金协会与中国黄金报社合作发布的《2021 中国黄金珠宝零售终端趋势洞察》报告,按件计价产品引起了部分消费者对产品定价公平性和透明性的质疑,大多数客户投诉都与金饰回购和以旧换新有关,即消费者以“按件计价”方式购买的金饰产品,回收时却只能按照每克价格出售,而后者通常远远低于购买价格。根据渠道调研,老凤祥于 2022 年初率先推行克重产品销售为主,我们认为按件计价和按克计价并不是非此即彼的选择,在消费群体年轻化趋势下,行业计价方式趋于公开透明,款式新颖、获得消费者认可的按件计价产品同样拥有发展空间。

表 2: 黄金首饰分类

分类	特点	不足	图示	价格
古法金产品	哑光,厚实,不易变形,更具文化内涵。	克重大,不易修复,工费较高		644 元/克,其中工费 61 元/克
克重产品				
普通克重产品	工费便宜,工艺有所局限,款式一般比较传统。	款式传统,硬度低易变形		616 元/克,其中工费 33 元/克
3D 硬金	空心,立体感强,硬度高,耐磨性强,克重小,显大	重力挤压变形难修复,工费较高		1242 元/件,金重约 1.4g
一口价产品				
5G 黄金	黄金第五代工艺,设计感突出,更闪亮,实心,重量轻,韧性更好,不易断裂	价格较高		2660 元/件,金重约 2g
金镶钻产品	黄金与钻石、玉石等珠宝进行镶嵌,设计、款式新颖,产品精致。			39800/件,黄金 28.8g,主钻 0.13ct

资料来源：周大福、周大生天猫官方旗舰店，知乎，山西证券研究所

我国当前仍以传统黄金饰品为主，年轻化群体推动新式工艺产品份额上升。传统黄金饰品方面，根据《中国黄金年鉴 2021》，2020 年，我国传统金饰品零售总量为 348.01 吨，同比下降 35.7%，年度零售收入总额为 1698.74 亿元，同比下降 23.20%。2020 年，传统金饰品占我国黄金首饰消费总量的 71%，仍是我国黄金首饰消费的主流产品。四、五线城市及农村市场是我国传统金饰品的主要销售区域，婚庆消费和保值增值是传统金饰品消费的核心诉求。最受欢迎的产品类别为足金手镯。古法金方面，2020 年，我国古法金饰品零售总量为 92.23 吨，同比增长 26.0%，占我国黄金首饰消费总量的 18.8%；古法金零售总额为 542.43 亿元，同比增长 67.0%，文化内涵和产品款式是决定消费者购买古法金饰品的主要因素，最受欢迎的产品类别为手镯。硬足金饰品方面，2020 年，我国硬足金饰品零售总量为 50.34 吨，占黄金首饰消费总量的 10.26%；年度零售收入总额为 321.23 亿元，同比增长 10.90%。2020 年，小克重产品是我国硬足金饰品消费市场的主流产品，其单件克重比 2019 年下降了 0.2 克，其中最受欢迎的首饰类别是吊坠。

图 4：我国传统金饰品、古法金、硬足金饰品零售总量及零售收入总额（2020 年）





资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，《中国黄金年鉴 2021》，山西证券研究所

1.4 我国黄金珠宝市场空间广阔，头部企业凭借渠道扩张提升市占

我国珠宝市场规模超过 7000 亿元，市场集中度水平低。根据《2022 中国珠宝行业发展报告》，中宝协引用国家统计局的数据与中宝协自主采集的数据进行综合分析，2022 年我国珠宝首饰市场规模约为 7190 亿元，同比基本持平。分品类看，黄金产品市场规模约 4100 亿元，同比下降 2.4%，占比为 57%；钻石产品市场规模约为 820 亿元，同比下降 18%，占比为 11%。分渠道看，2022 年线上珠宝首饰销售总额约为 2,350 亿元，同比增长 27%。其中，抖音平台珠宝品类销售额为 600 多亿元，同比增长 1 倍；京东为 201 亿元，同比增加 40.24%；天猫平台为 274.6 亿元，同比下降 9.01%。总体来看，因疫情反复而导致社会面活动受到抑制的环境下，珠宝电商的强劲增长一定程度上对冲了线下渠道增长乏力的被动局面。品牌竞争格局方面，根据欧睿国际，2022 年，我国珠宝前五大品牌市占率为 24.5%，第一大品牌周大福市占率为 9.3%，其次为

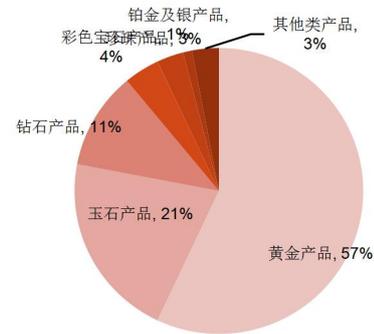
老凤祥、老庙黄金、周大生。在黄金品类景气上行阶段，相比镶嵌产品，黄金产品差异化相对较低，且消费者对产品品质要求更高，头部企业有望凭借积极的渠道积极继续提升市场份额。

图 5：我国金银珠宝社零



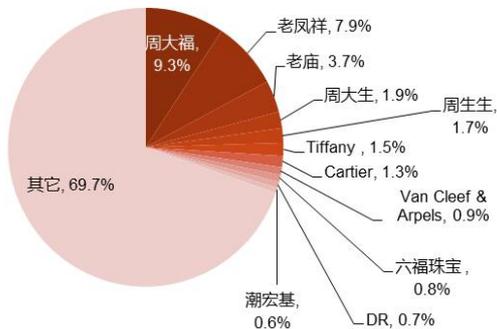
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：2022 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比



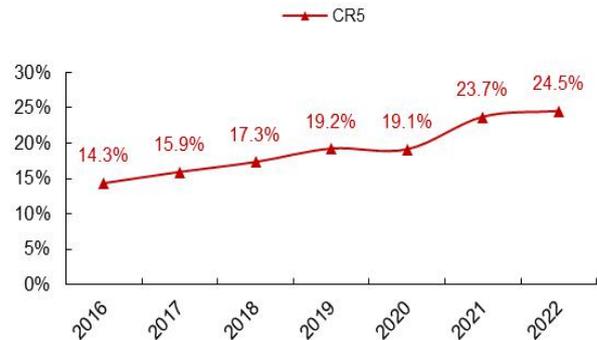
资料来源：《2022 中国珠宝行业发展报告》，山西证券研究所

图 7：我国珠宝市场品牌竞争格局（2022 年）



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 8：我国珠宝市场品牌 CR5



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

2. 本周行情回顾

2.1 板块行情

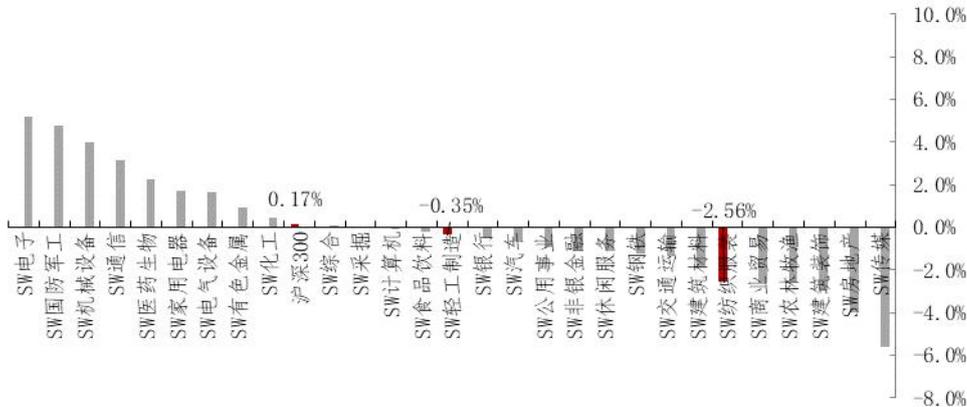
本周，SW 纺织服饰板块下跌 2.56%，SW 轻工制造板块下跌 0.35%，沪深 300 上涨 0.17%，纺织服饰板块落后大盘 2.73pct，轻工制造板块落后大盘 0.52pct。

SW 纺织服饰各子板块中，SW 纺织制造下跌 1.86%，SW 服装家纺下跌 3.16%，SW 饰品下跌 1.91%。

SW 轻工制造各子板块中，SW 造纸下跌 0.54%，SW 文娱用品上涨 0.66%，SW 家居用品下跌 1.43%，

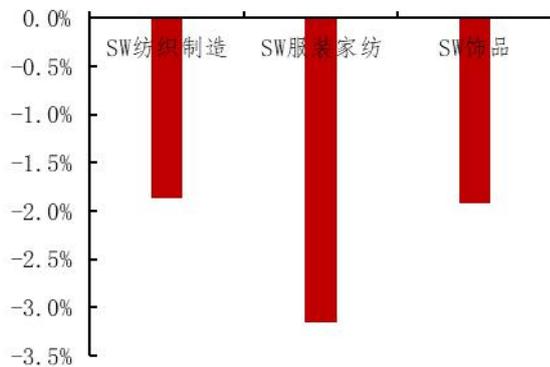
SW 包装印刷上涨 0.88%。

图 9：本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



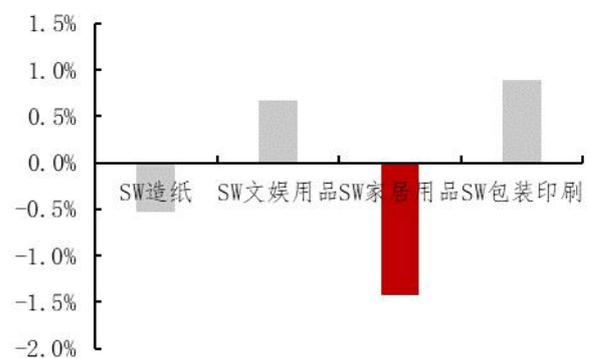
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 板块估值

截至 5 月 19 日，SW 纺织制造的 PE（TTM 剔除负值，下同）为 18.03 倍，为近三年的 27.34%分位；SW 服装家纺的 PE 为 20.94 倍，为近三年的 46.43%分位；SW 饰品的 PE 为 21.55 倍，为近三年的 79.53%分位。

截至 5 月 19 日，SW 家居用品的 PE 为 21.41 倍，为近三年的 2.75%分位。

图 12：本周 SW 纺织服装各子板块估值

图 13：本周 SW 轻工制各子板块估值



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3 公司行情

SW 纺织服饰板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：日播时尚 (+46.44%)、三夫户外 (+8.18%)、恒辉安防 (+5.18%)、*ST 雪发 (+4.25%)、哈森股份 (+3.87%)；本周跌幅前 5 的公司分别为：*ST 搜特 (-21.43%)、红蜻蜓 (-18.17%)、浙文影业 (-14.96%)、ST 贵人 (-12.97%)、戎美股份 (-12.92%)。

表 3：本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603196.SH	日播时尚	46.44	16.24
002780.SZ	三夫户外	8.18	14.54
300952.SZ	恒辉安防	5.18	20.72
002485.SZ	*ST 雪发	4.25	3.68
603958.SH	哈森股份	3.87	7.25

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002503.SZ	*ST 搜特	-21.43	0.44
603116.SH	红蜻蜓	-18.17	6.08
601599.SH	浙文影业	-14.96	3.41
603555.SH	ST 贵人	-12.97	1.61
301088.SZ	戎美股份	-12.92	18.07

资料来源：Wind，山西证券研究所

SW 家居用品板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：雅艺科技 (+12.36%)、松霖科技 (+7.37%)、嘉益股份 (+6.99%)、松发股份 (+5.89%)、玉马遮阳 (+5.51%)；本周跌幅前 5 的公司分别为：喜临门 (-8.74%)、尚品宅配 (-7.91%)、东鹏控股 (-5.26%)、蒙娜丽莎 (-5.26%)、志邦家居 (-4.63%)。

表 5: 本周家居用品板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
301113.SZ	雅艺科技	12.36	27.45
603992.SH	松霖科技	7.37	16.31
301004.SZ	嘉益股份	6.99	31.38
603268.SH	松发股份	5.89	17.44
300993.SZ	玉马遮阳	5.51	11.30

资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 6: 本周家居用品板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603008.SH	喜临门	-8.74	23.39
300616.SZ	尚品宅配	-7.91	22.94
003012.SZ	东鹏控股	-5.26	7.74
002918.SZ	蒙娜丽莎	-5.26	15.14
603801.SH	志邦家居	-4.63	32.10

资料来源: Wind, 山西证券研究所

3. 行业数据跟踪

3.1 原材料价格

✚ 纺织服装原材料:

1) 棉花: 截至 5 月 19 日, 中国棉花 328 价格指数为 16380 元/吨, 环比上涨 0.5%, 截至 5 月 18 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 16523 元/吨, 环比上涨 4.9%。

2) 金价: 截至 5 月 19 日, 上海金交所黄金现货:收盘价:Au9999 为 446.72 元/克, 环比下跌 0.8%。

✚ 家居用品原材料:

1) 板材: 截至 2022 年 3 月 1 日, 中国木材指数 CTI:刨花板、中国木材指数 CTI:中纤板为 1130.09、2028.07。

2) 五金: 截至 2022 年 6 月 5 日, 永康五金市场交易价格指数为 104.73。

3) 皮革: 截至 5 月 12 日, 海宁皮革:价格指数:总类为 71.23。

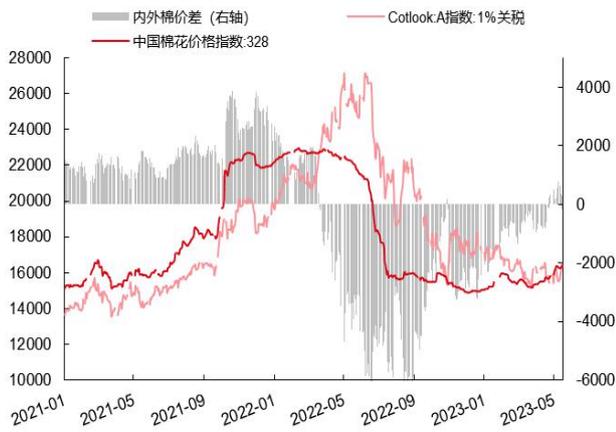
4) 海绵: 截至 5 月 19 日, 华东地区 TDI 主流价格为 18400 元/吨, 华东地区纯 MDI 主流价格为 19500 元/吨, TDI、MDI 价格环比分别下跌 8.9%、上涨 1.6%。

✚ 汇率: 截至 5 月 19 日, 美元兑人民币 (中间价) 为 7.0356, 环比上涨 1.3%。

✚ 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 截至 5 月 19 日, CCFI 综合指数为 946.18。

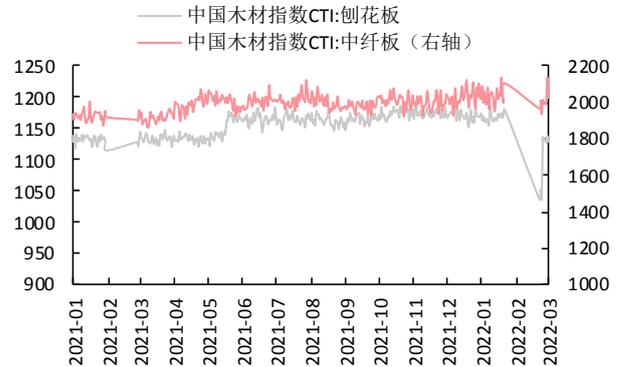


图 14：棉花价格（元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：中纤板、刨花板价格走势



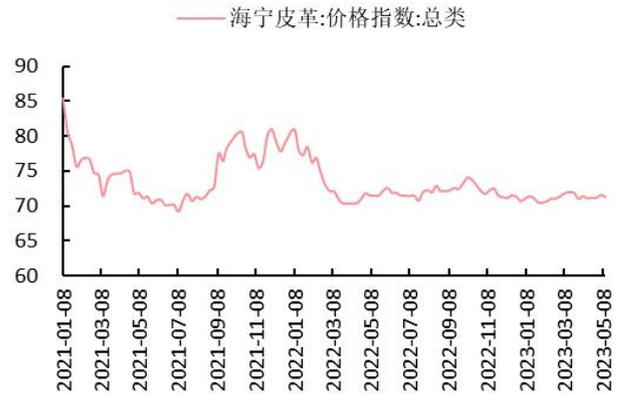
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：五金价格走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：皮革价格走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

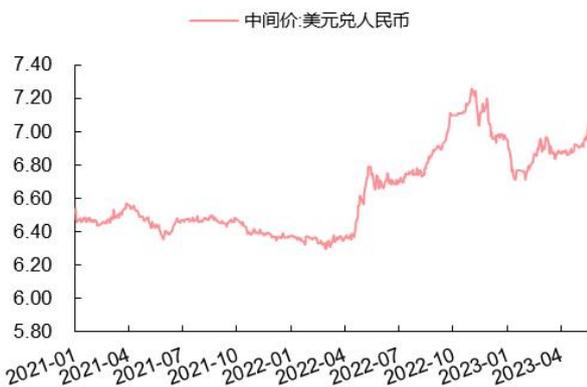
图 18：海绵原材料价格走势

图 19：金价走势（单位：元/克）



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 20: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所

3.2 出口数据

纺织品服装: 2023 年 1-4 月, 纺织品服装出口 928.84 亿美元, 同比下降 3.1%。其中, 2023 年 1-4 月纺织品出口 448.09 亿美元, 同比下降 8.0%, 服装出口 480.75 亿美元, 同比增长 2.5%。2023 年 4 月, 纺织品服装出口 256.53 亿美元, 同比增长 8.8%; 其中 2023 年 4 月纺织品出口 127.39 亿美元, 同比增长 4.2%, 服装出口 129.14 亿美元, 同比增长 14.5%。

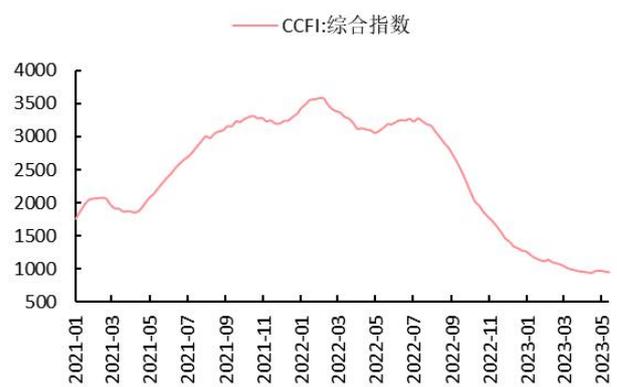
家具及其零件: 2023 年 1-4 月, 家具及其零件出口 216.34 亿美元, 同比下降 5.24%。2023 年 4 月, 家具及其零件出口 60.46 亿美元, 同比下降 0.01%。

图 22: 纺织纱线、织物及制品累计值(亿美元)及累计同比



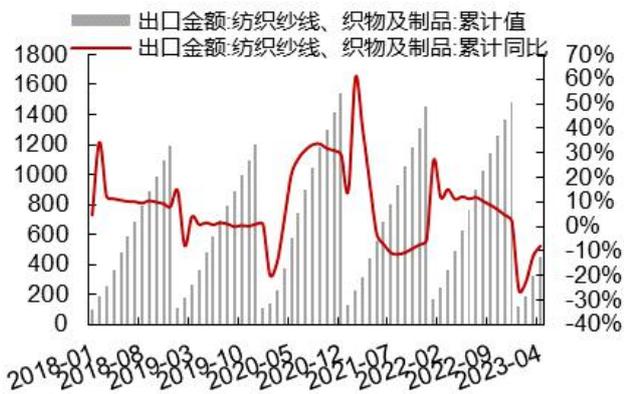
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 21: 中国出口集装箱运价指数



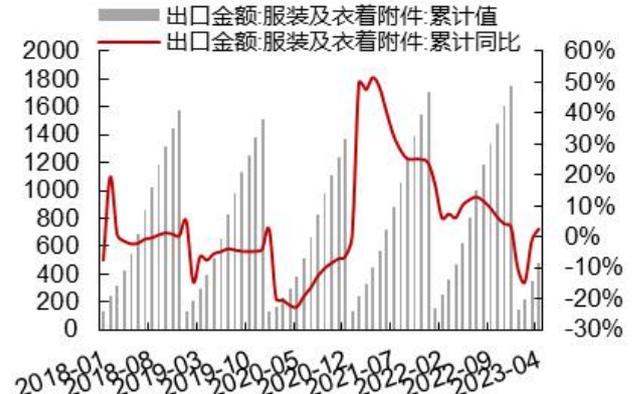
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 23: 服装及衣着附件累计值(亿美元)及累计同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 24：家具及其零件当月值（亿美元）及当月同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 25：家具及其零件累计值（亿美元）及累计同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

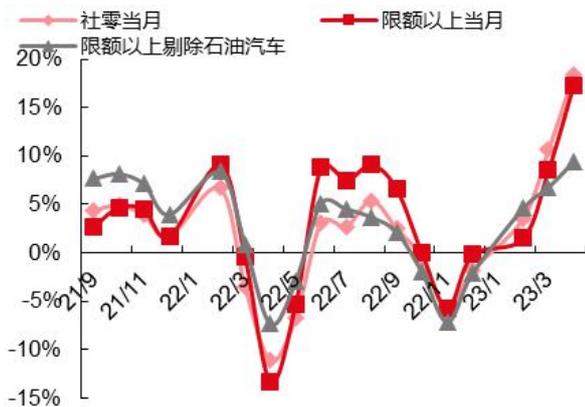
3.3 社零数据

23年4月，国内实现社零总额3.49万亿元，同比增长18.4%，增速环比提升7.8pct，表现低于市场一致预期（根据Wind，23年4月社零当月同比增速预测平均值为+20.21%），21-23两年复合增速为2.6%。

分渠道看，线上渠道，2023年4月，实物商品网上零售额为9329亿元/+22.3%，实物商品网上零售额占商品零售比重为29.9%。2023年1-4月，实物商品网上零售额为3.72万亿元/+13.0%，其中，吃类、穿类和用类商品同比分别增长9.0%、13.5%、9.6%。线下渠道，2023年4月，实物商品线下零售额（商品零售额-实物商品网上零售额）约为2.18万亿元/+13.4%。2023年1-4月，实物商品线下零售额（商品零售额-实物商品网上零售额）约为9.68万亿元/+5.2%，按零售业态分，2023年1-4月限额以上超市、便利店、专业店、品牌专卖店、百货店零售额同比分别增长0.7%、8.1%、6.5%、2.9%、11.1%。

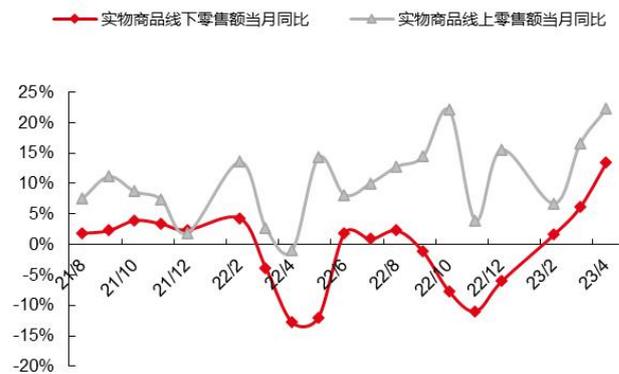
分品类看，2023年4月，限上化妆品同比增长24.3%，增速环比提升14.7pct；限上金银珠宝同比增长44.7%，增速环比提升7.3pct；限上纺织服装同比增长32.4%，增速环比提升14.7pct。剔除上年同期低基数影响，21.4-23.4化妆品、金银珠宝、纺织服装品类复合增速为0.7%、2.0%、1.0%。

图 26：社零及限额以上当月



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

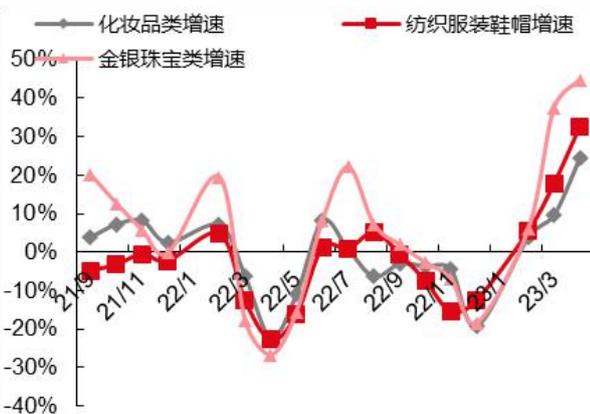
图 27：国内实物商品线上线下增速估计



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

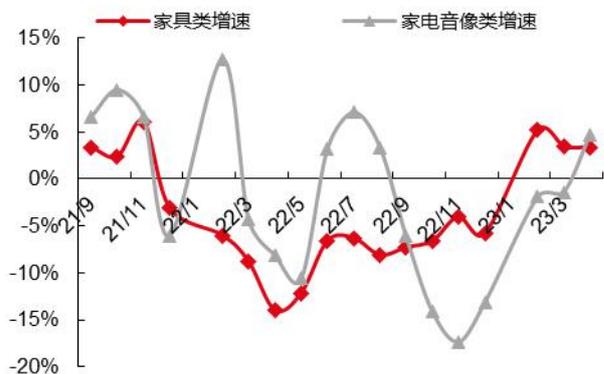
注：实物商品线下零售额=商品零售额-实物商品网上零售。

图 28：偏向可选消费品的典型限额以上品类增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 29：地产相关典型限额以上品类增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

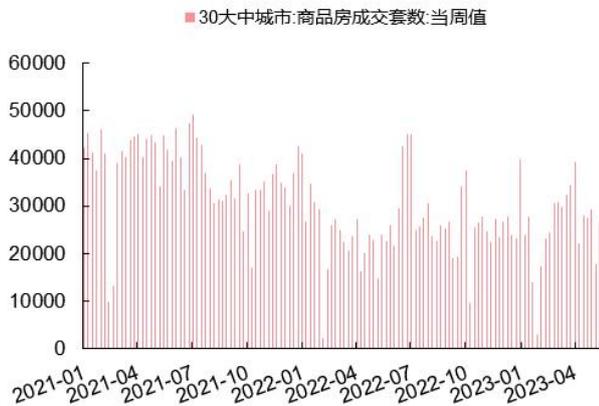
3.4 房地产数据

本周(5.14-5.20日)，30大中城市商品房成交26448套、成交面积294.88万平方米，较上周环比分别下跌5.7%、6.4%。年初至今，30大中城市商品房成交508733套、成交面积5705.37万平方米，同比增长11.2%、12.7%。

2023年4月，住宅新开工面积、销售面积、竣工面积分别为5181、6714、3000万平方米，同比下降

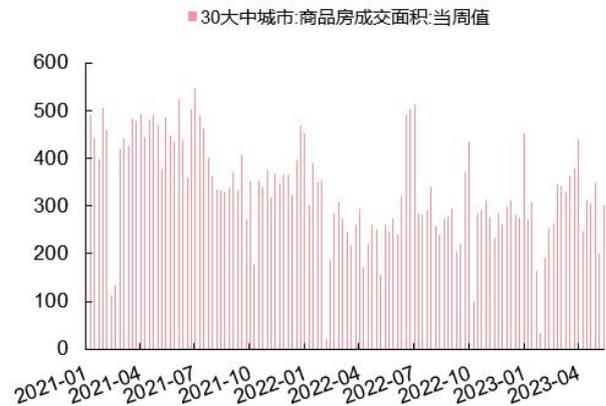
29.21%、9.47%、增长 28.26%。

图 30：30 大中城市商品房成交套数



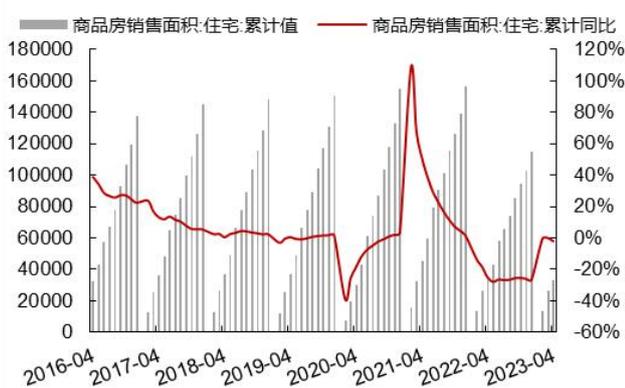
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 31：30 大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 32：商品房销售面积累计值（万平方米）及累计同比



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 33：商品房销售面积当月值（万平方米）及当月同比



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

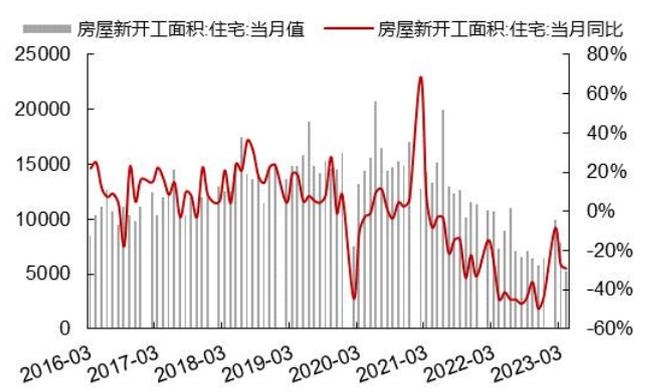
图 34：商品房新开工面积累计值（万平方米）及累计同比

图 35：商品房新开工面积当月值（万平方米）及当月同比



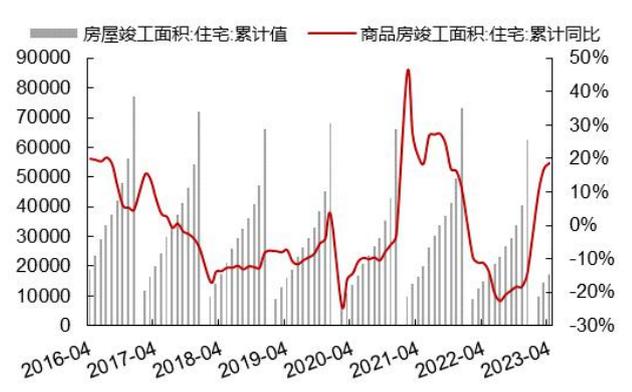
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 36：商品房竣工面积累计值（万平方米）及累计同比

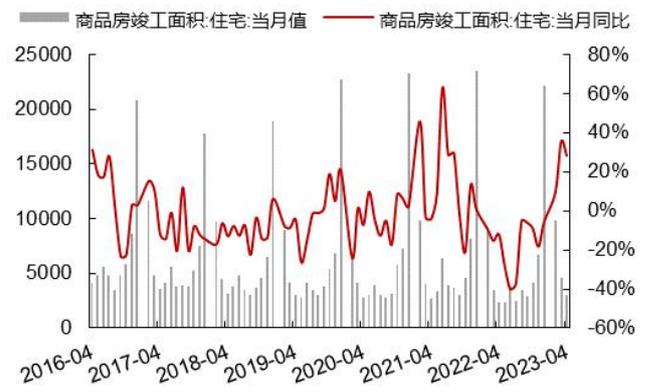


资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 37：商品房竣工面积当月值（万平方米）及当月同比



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

4. 行业新闻

4.1 瑞士运动品牌 On 昂跑一季度净销售额大增 78%超预期, 盈利能力大幅提升

【来源：华丽志 2023-05-17】

5月16日，瑞士运动品牌 On（昂跑）公布 2023 财年一季度关键财务数据：在正常化的运营环境和持续的品牌势头支持下，净销售额同比大增 78.3%达到创纪录的 4.202 亿瑞士法郎，超出预期。与此同时，盈利能力也大幅提升，净利润与调整后 EBITDA 增长超 200%，分别达到 4440 万和 6100 万瑞士法郎。On 联合首席执行官兼首席财务官 Martin Hoffmann 表示：“我们第一季度创纪录的净销售额进一步证明了 On 在所有地区、渠道和产品组合方面的强劲势头。与 2022 年第一季度相比，得益于供应链环境的基本正常化，毛

利率也大幅提高。我们一直强调多渠道战略的重要性，我们很高兴看到新零售店贡献卓越，在伦敦新店强劲开局的支持下，自营门店的零售销售额同比增长了四倍多。”。

毛利率由上年同期的 51.8% 增至 58.3%，主要是得益于供应链环境的正常化。去年一季度由于航空货运中断，导致了盈利能力承压。

较高的毛利率、规模效应降低了行政管理费用（SG&A）占比，都让 On 的盈利能力持续扩张，净利润和调整后的 EBITDA（息税折旧摊销前利润）显著增加，分别达到 4440 万和 6100 万瑞士法郎。

在创新产品的推动下，On 下半年订单增长强劲，基于此，公司对 2023 年充满信心，上调了全年业绩展望：预计 2023 财年实现销售额 17.4 亿瑞士法郎，毛利率 58.5%。

如前所述，最近几个月的供应链正常化加速了产品供应，目前 On 正在优化现有产品，以适应更新的交货时间指标。在保持更高净销售额的基础上，On 预计 2023 年底的库存水平将与 2022 年 12 月的水平大致一致。On 联合创始人兼执行联席主席 David Allemann 总结道：“我们满怀雄心壮志进入 2023 年，很高兴看到我们的增长之旅得以延续，今年第一季度的盈利能力也有所提高。随着 Hellen Obiri 在波士顿马拉松比赛中获胜，我们再次证明了我们的性能产品是市场最适合长跑运动的产品之一。与此同时，这也提高了我们产品在跑步爱好者中的知名度和影响力，我们最近开始筹备 2024 年巴黎奥运会，但 2023 年还有很多令人兴奋的事情要做。”

4.2 敏华控股 2023 财年营收 157.95 亿，净赚 17 亿

【来源：泛家居圈 2023-05-15】

5 月 15 日，敏华控股披露截至 2023 年 3 月 31 日止年度（“2023 财年”）末期业绩，实现总收益 177.89 亿港元（约合人民币 157.95 亿元），同比下降 18.35%；公司权益拥有人应占纯利 19.15 亿港元（约合人民币 17 亿元），同比下降 14.80%；整体毛利率（不包括其他收入）约 38.5%（上年同期：约 36.7%）；毛利 66.78 亿港元，同比下降 15.36%。

业务分产品来看，报告期内，不包括 Home 集团业务，集团销售沙发产品约 1502 千套（2022 财政年度约 1896 千套），下降了约 20.8%（一套沙发产品等于六个座位，未包括向商业客户销售的座椅及其他产品）。根据欧睿国际于 2023 年 4 月最新发布的市场调研报告，集团连续 5 年蝉联全球功能沙发销售量第一企业。

报告期内，沙发及配套产品业务共实现收入约 122.99 亿港元，较上年同期的 146.17 亿港元下降约 15.9%。其中，中国市场的收入约 75.47 亿港元，同比下降 12.5%；在北美市场的收入达到约 39.81 亿港元，同比下降 26.4%，来自美国和加拿大的收入分别为 37.81 亿港元及 1.92 亿港元；在欧洲及其他海外市场的沙发及配套产品销售收入达到 7.71 亿港元，同比增长 33.2%。

床具及配套产品方面，报告期内，该产品业务共实现收入 27.27 亿港元，同比下降 19.4%；其他产品销售收入为 14.17 亿港元，同比下降 36.6%；来自 Home 集团业务收入为 6.13 亿港元，同比下降 31.2%；其他业务（房地产、酒店、家居商场业务及服务）收入达到 2.96 亿港元，同比下降 20.3%；其他收入约 4.38 亿港元，同比增长 50.4%。

得益于多元化的市场分布，以及快速应对中美贸易战出口危机，同步积极发展内销业务。三年时间，集团业务已经由出口代工为主逐渐转变为品牌销售为主的商业模式，目前中国区品牌销售业务占集团已经超过 60%。FY2019-2022 期间，集团中国市场主营业务收入由 54.95 亿港元增长至 135.64 亿港元，增长 146.8%；海外市场主营业务收入由 57.63 亿港元增长至 79.33 亿港元，增长 37.7%。

然而，2023 财年，叠加中国疫情、房地产政策、美国经济通胀等中美宏观环境营销，中国消费及出口订单均不同程度受损。

今年是中国市场受疫情影响最严峻的一年，对集团中国市场线下业务造成较大冲击，经销商经营压力大增。回顾期内，集团中国市场主营业务收入 110.93 亿港元（不包含房地产、商场物业等其他业务收入），同比下降 15.9%。截至 2023 年 3 月 31 日，集团在中国总共拥有 6471 间品牌专卖店（不包含格调、普丽尼和苏宁门店 1706 间），于回顾期内，疫情期间实现专卖店店铺数目净增长 503 间。

在中国市场线上销售渠道，集团在传统天猫、京东等电商销售平台、及直播电商都具备较强的先发优势。加强推广直播销售模式，通过短视频推广、自有店铺直播、与头部主播深度合作等，实现在线品牌影响力的持续加强和销售转化。

美国仍是功能沙发的主要消费国，在全球功能沙发市场仍占有重要地位和发展参考性。去年美国通货膨胀带来消费情绪低迷，加上管道端高库存状况，导致全年出口订单需求疲软。回顾期内，集团在北美市场的收入同比上年同期比较下降较多，于回顾期来自北美市场的主营业务收入 41.89 亿港元，同比下降 26.1%。

经欧睿国际基于 2023 年 4 月执行的案头研究、零售网站到访与行业访谈计算，集团销售额在美国功能沙发生产商中排名稳步第三，市场占有率 10.1%。

回顾期内，集团在欧洲及其他海外市场（不包括 Home 集团）的收入有所下降，主营业务收入为 11.61 亿港元，同比下降 15.5%。

此外，由于疫情及俄乌战争的影响，使得 Home 集团的主营业务收入同比大幅减少 31.2%。集团于乌克兰的生产设施于回顾期内并无受到严重破坏，由于 Home 集团收入下滑及战争不可测因素，集团谨慎考虑，在本财年对 Home 集团进行商誉减值准备 1.33 亿港元，管理层会根据战争局势积极准备乌克兰工厂的生产复苏。

展望未来，敏华控股表示，集团一直敏锐感知市场变化，进行多元化的管道布局，坚持以“产品+品牌”

为核心商业战略。以不断提升产品品质为核心，加强产品创新研发，实现尺寸小、美观、轻盈、平躺等更加升级版功能沙发，为消费者提供更多美好舒适体验。

集团自主生产的智能铁架在全球销量第一，拥有数量众多核心专利布局，实现低坐感、零靠墙、零重力等功能属性，已逐步实现美式、意式、德式全方位智能铁架产品布局。仍在不断加强研发突破，为集团沙发和床垫产品研发创新和产品线丰富可做强有力的支撑，实现集团产品的自主可控和差异化壁垒。

集团将在智能制造、数字化管理、品牌影响力等方面加大投入。通过生产过程自动化一体式作业，实现沙发生产工艺再次突破创新，降低人工劳动密度与生产成本，提升长期竞争力。集团也重视人才的培养和组织梯队的建设，实施五年管培生计划，加强组织年轻活力态。同时不断完善薪酬绩效政策，坚持以绩效管理为总抓手，实施组织革新战略。通过适度组织构架调整，激发业务创造力。

集团继续实施霸盘中国战略不动摇，致力于为消费者提供差异化产品，让芝华仕品牌在软件领域深入人心，加强消费者功能沙发引导，助力于在中国市场占有率提升。基于美国和欧洲功能沙发主要依赖进口，海外工厂的建设和运营将持续提供重要支撑。集团将利用规模化产能、产品质量及成本优势，在海外市场需求复苏之际，继续努力扩大欧美市场份额。

4.3 消费趋势正在变：内地客重返香港不再“大手大脚”买买买 更爱体验和美食

【来源：本土零售观察 2023-05-11】

2023年5月5日：受益去年同期低基数以及访港客持续攀升推动，3月香港零售业临时销货额临时估计飙升40.9%至331.15亿港元，连续四个月录得增长，远高于2月份31.3%的增幅。

40.9%的同比增幅亦是香港统计处有零售行业纪录来最好月度表现，不过低于1998年2月份44.8%的历史最好表现，但鉴于1、2月份农历年日历效应，3月香港零售表现难以逾越，唯绝对值仍距疫情前平均值相差甚远，主要依赖低基数效应。

香港零售管理协会执行总监罗振邦表示，3月零售业小火额与2月份相若，尽管市道有所改善，但本地消费仍然疲弱，零售业继续充满挑战。他续指，访港客消费模式有所转变，与以往“大手大脚”购物不同，内地客疫情后更注重体验消费，倾向于深度旅游和街头小食。

据协会成员透露，尖沙咀、旺角等传统旅游旺区生意恢复虽然理想，但整体生意额只有疫情前四成，预计零售业“小阳春”可能需等待暑假甚至“十一黄金周”。

内地刚刚经历的“五一黄金周”消费模式与罗振邦所提相当，游客消费更注重体验消费，更是出现了

“特种兵”新物种大行其道，餐饮、旅游人次恢复远好于消费支出，显示消费者在长假中“买买买”的意愿和能力都较疫情前有所下降。

据香港零售管理协会调查，“五一黄金周”六成受访商户表示生意额环比有所增加，三成表示下跌。零售商预期4月销售有个位数至双位数增幅，与旅游相关的珠宝、健康护理产品生意持续向好，而本地消费相关的超市则受复活节本港居民外出旅游有所下跌。

香港特区政府发言人评论3月零售表现时称，随着个人及游客消费改善，零售业销货额在3月份按年进一步急升，尽管比较基数也是部分原因。展望未来，访港旅游业和私人消费复苏，应继续惠及零售业，而新一轮消费券的发放将提供额外支持。

香港旅发局数据显示，3月份访港客2,454,093人次，而2022年同期只有1,800人次，1-3月份访港客合计4,414,751人次，2022年同期11,490人次，其中内地客由8,598人次增至3,361,187人次，3月份内地访港客1,970,777人次，上年同期只有997人次。

首季度香港零售业销货额合计1,028.48亿港元同比增加24.1%，销货量增幅22.3%，其中3月销货量增幅39.4%创历史新高，高于1988年2月的33.1%。

与游客相关的时尚消费明显反弹，3月珠宝首饰、钟表及名贵礼物销售增幅高达165.0%，不过50.71亿港元的绝对值与2月相当，首季度该类别销售飙升88.0%至145.02亿港元。

鞋类、有关制品及其他衣物配件3月和首季度销售增幅187.9%和66.0%；服装3月和首季度销售增幅136.0%和70.1%；药物及化妆品3月和一季度销售分别增幅64.4%和33.9%；百货类别3月和首季度增幅37.2%和18.2%；眼镜店3月和1-3月销售分别增加137.8%和75.2%。

伴随游客进场，香港业主亦开始逐渐加租，罗振邦指出，65%协会受访零售商表示业主开始进行5-30%的加租，暂时未加租的业主亦有加租意愿。

据钹联控股数据，一季度香港尖沙咀、旺角、铜锣湾和中环四大核心商区空置率为10%，吉铺数746间，较去年三季度高峰期845间和11.2%有所改善，预计年底会改善至8.5-9.5%水平。

5. 重点公司公告

【箭牌家居】箭牌家居集团股份有限公司2023年限制性股票激励计划(草案)

[2023-05-19] 本激励计划拟向激励对象授予600.00万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.6214%。其中，首次授予514.92万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.5333%，占拟授予权益总额的85.82%；预留授予85.08万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.0881%，占拟授予权益总额的14.18%。本激励计划授予的限制性股票（含预留部分）的授予价格为9.13元/股。本激励计

划首次授予的激励对象总人数为 180 人，占公司 2022 年末在册员工总数的 1.1331%，包括公司公告本激励计划时在本公司（含合并报表范围内子公司，下同）任职的中层管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员。本激励计划首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标如下表所示：

表 7：箭牌家居股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	公司层面业绩考核目标
第一个解除限售期	以公司 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15%；且以公司 2022 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2023 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 20%。
第二个解除限售期	以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 10%；且以公司 2023 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2024 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 15%。
第三个解除限售期	以公司 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%；且以公司 2024 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2025 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 15%。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

6. 风险提示

- 1.地产销售或不达预期；
- 2.品牌库存去化不及预期；
- 3.原材料价格波动；
- 4.汇率大幅波动。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

