

纺织服饰

报告日期：2023年08月20日

二线龙头业绩惊喜不断，流水数据有望逐月加速

——纺织服装行业周报

投资要点

□ 品牌服饰：报喜鸟、361本周披露中报，二线龙头业绩惊喜不断

报喜鸟本周五披露靓丽中报，贴近业绩预告上限：23H1报喜鸟公司收入/归母净利润同比+24%/54%至24.7/4.1亿元，贴近业绩预告上限，其中Q2收入同比+41%/157%至11.8/1.5亿元。分品牌看，1) Hazzys品牌收入增长领跑，门店数量质量持续提升：23H1收入同比+29.6%至8.6亿元，体现运动时尚赛道β及品牌自身成长活力，渠道持续扩张，上半年新开31家/新关17家/净增14家至431家，平均面积提升至128m²；2) 报喜鸟主品牌作为男装龙头也实现增长提速：23H1收入同比+14.2%至8.0亿元，门店质量持续优化，上半年门店新开23家/新关42家/净减19家至785家；3) 其他品牌来看，宝岛职业装接单火爆，收入同比+23%至5.2亿元；乐飞叶受益户外火热，收入同比+56%至1.15亿元；恺米切&TB渠道改革成效有所体现，收入同比+32%至0.93亿元。各品牌亮丽收入表现叠加正向费用杠杆，带动Q2净利率从7.4%提升到13.7%，实现利润高增。

除报喜鸟外，本周361度中报也受到市场关注：23H1收入/归母净利润同比+18%/28%至43.1/7.0亿元，领跑运动板块，但中报披露后股价波动较为剧烈，我们预计主要与上半年现金分红较为谨慎（23H1现金分红率18%）有关。

从整个板块来看，虽然品牌服饰本周由于短期流水数据波动而持续震荡，但我们认为品牌服饰板块当前具备：1) 在基数效应下我们预计9-12月流水数据重新进入逐月加速期；2) 8月底披露完整业绩，我们预计部分龙头收入不仅较22年低基数恢复、也超越21年同期水准，开店推进顺畅；3) 6-7月短期流水数据波动致估值再次回调至较低水位。三大因素联合催化下，我们看好品牌服饰8-9月行情，建议关注强基本面+高股息率两条主线：

1) 运动时尚赛道：年初至今领涨板块的运动时尚赛道龙头比音勒芬、报喜鸟当前估值（23年PE）分别为20/14X，考虑开店加速逻辑主要在下半年验证，叠加作为运动时尚赛道的中小品牌仍在快速成长期，估值仍具备上行空间，继续作为当下首推板块。

2) 高股息率主线在消费数据波动背景下值得重视：纺服板块典型高股息率资产包括海澜之家（股息率7.5%）、家纺线的富安娜（股息率7.4%）、水星家纺（股息率6.3%）、罗莱生活（股息率7.0%）、地素时尚（股息率7.2%）

3) 港股功能性龙头：港股近期估值处于底部，安踏体育（23年PE 22X）、李宁（23年21X）、特步国际（23年PE 16X）、361度（23年PE 9X）估值具备吸引力；同时从高股息率角度，波司登（股息率5.9%），滔搏（股息率6.4%）值得关注。

4) 高业绩弹性标的：典型如太平鸟（董事长亲自操刀组织架构改革+零售折扣大幅收窄+加盟占比提升带动利润弹性，但短期有前高管减持压力），男装板块中的九牧王（效仿波司登打造男裤品类龙头形象，收入增长摊薄费用，盈利能力修复），建议关注锦泓集团（折扣收窄+积极拓展加盟渠道+利息负担进一步降低）

□ 纺织制造：新澳股份中报如期亮丽，继续关注出口链业绩改善机会

行业评级：看好(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：宁浮洁
执业证书号：S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

分析师：邹国强
执业证书号：S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

相关报告

1 《李宁中报收入表现亮眼，鞋类制造商订单率先复苏》

2023.08.14

2 《持续看好品牌中报行情，华利超预期提振制造端信心》

2023.08.06

3 《政治局会议带动运动服饰行情，海外龙头季报连续超预期》

2023.07.31

新澳股份本周披露中报，业绩如期亮丽：23H1 收入/扣非归母净利润同比+9.5%/20.8%至 23.2/2.5 亿元，单 Q2 收入/扣非归母净利润同比+9.6%/20.9%至 13.4/1.6 亿元，其中羊毛业务高基数背景下增长稳健：23H1 收入+5.9%，量增+3.2%，价增+2.6%，毛利率+0.46pp 至 25.7%；羊绒业务受益产能利用率提升，毛利率提升迅猛：23H1 羊绒纱线收入+7.7%，其中量增+8.5%，毛利率 16.3%（YOY+6.0pp），子公司新澳羊绒纱线净利润+63.6%至 4025 万元，英国邓肯扭亏实现净利润 1064 万元。

叠加前期 Nike 6/29 年报发布中表示库存清理符合预期，Lululemon 也在 6 月表示下半年预计收入及存货增长匹配度提升，总体来看制造龙头需求拐点预计下半年出现，虽然我们预计多数中报业绩仍然承压，但下半年基本面逐季改善趋势基本确认，叠加大部分制造龙头估值仍在偏低状态，继续提示出口链的左侧机会，首推新澳股份、申洲国际、华利集团，同时根据各自订单修复情况关注伟星股份、台华新材。

□ **投资建议：**

1. **A 股品牌服饰：**继续推荐运动时尚赛道的比音勒芬（23 年 PE 20X）、报喜鸟（23 年 PE 14X）；高股息率标的海澜之家（23 年 PE 11.5X）、富安娜（23 年 PE 12.5X）、水星家纺（23 年 PE 10.6X）、罗莱生活（23 年 PE 12.5X）、地素时尚（23 年 12.1X）；高业绩弹性标的太平鸟（23 年 PE 12.5X）、九牧王（23 年 PE 24X），建议关注锦泓集团。
2. **港股品牌服饰：**继续推荐运动龙头安踏体育（23 年 PE 22X）、李宁（23 年 PE 21X）、特步国际（23 年 PE 16X）、361 度（23 年 PE 9X）；高股息率标的波司登（23/24 财年 PE 12/10X），建议关注滔搏。
3. **纺织制造：**继续提示出口链左侧机会，推荐新澳股份（23 年 PE 12.2X）、申洲国际（23 年 21X）、华利集团（23 年 19X）；根据订单修复情况关注伟星股份（23 年 20X）、台华新材（23 年 18.5X）。

□ **风险提示：**终端销售不及预期；品牌间竞争加剧；原材料价格大幅波动

正文目录

1 本周核心观点：二线龙头业绩惊喜不断，流水数据有望逐月加速	5
1.1 品牌服饰：报喜鸟、361 本周披露中报，二线龙头业绩惊喜不断.....	5
1.2 纺织制造：新澳股份中报如期亮丽，继续关注出口链业绩改善机会.....	5
2 行业重要数据跟踪	7
2.1 本周板块表现.....	7
2.2 社零数据.....	8
2.3 出口数据.....	8
2.4 原材料数据.....	9
3 风险提示	13

图表目录

图 1: A 股标的本周涨跌幅 (单位: %)	7
图 2: A 股标的年初至今涨跌幅 (单位: %)	7
图 3: 港股标的本周涨跌幅 (单位: %)	7
图 4: 港股标的年初至今涨跌幅 (单位: %)	7
图 5: A 股板块指数涨跌幅	7
图 6: 港股标板块指数涨跌幅	7
图 7: 社零总额增速 (单位: %)	8
图 8: 社零服装鞋帽针纺织类增速 (单位: %)	8
图 9: 2019 年至今中国主要纺织品出口数据 (当月同比增速, 单位: %)	8
图 10: 2019 年至今越南主要纺织品出口数据 (当月同比增速, 单位: %)	9
图 11: 2018 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	9
图 12: 2018 年 1 月至今 328 级棉花期货价格走势	9
图 13: 2018 年 1 月至今 CotlookA 级棉花现货价格走势	9
图 14: 2018 年 1 月至今 NYBOT2 号棉花期货价格走势	9
图 15: 我国棉花商业库存	10
图 16: 我国棉花工业库存	10
图 17: 我国纱线库存天数 (单位: 天)	10
图 18: 我国坯布库存天数 (单位: 天)	10
图 19: 2018 年 1 月至今鸭绒价格 (单位: 元/千克)	10
图 20: 2018 年 1 月至今鹅绒价格 (单位: 元/千克)	10
图 21: 尼龙 6 原材料价格 (单位: 元/吨)	11
图 22: 纽约原油、布伦特原油 (单位: 美元/桶)	11
图 23: CCFEI 价格指数:氨纶 20/40D (单位: 元/吨)	11
图 24: CCFEI 价格指数:涤纶 DTY/POY (单位: 元/吨)	11
图 25: CCFEI 价格指数:锦纶 DTY/FDY (单位: 元/吨)	11
图 26: 市场价:粘胶短纤:1.5D/38mm (单位: 元/吨)	11
图 27: 市场价:涤纶短纤:1.4D*38mm (单位: 元/吨)	12
图 28: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数	12
图 29: 2018 年 1 月至今美元兑人民币中间价	12

1 本周核心观点：二线龙头业绩惊喜不断，流水数据有望逐月加速

1.1 品牌服饰：报喜鸟、361 本周披露中报，二线龙头业绩惊喜不断

报喜鸟本周五披露靓丽中报，贴近业绩预告上限：23H1 报喜鸟公司收入/归母净利润同比+24%/54%至 24.7/4.1 亿元，贴近业绩预告上限，其中 Q2 收入同比+41%/157%至 11.8/1.5 亿元。**分品牌看，1) Hazzys 品牌**收入增长领跑，门店数量质量持续提升：23H1 收入同比+29.6%至 8.6 亿元，体现运动时尚赛道 β 及品牌自身成长活力，渠道持续扩张，上半年新开 31 家/新关 17 家/净增 14 家至 431 家，平均面积提升至 128 m²；**2) 报喜鸟主品牌**作为男装龙头也实现增长提速：23H1 收入同比+14.2%至 8.0 亿元，门店质量持续优化，上半年门店新开 23 家/新关 42 家/净减 19 家至 785 家；**3) 其他品牌**来看，宝鸟职业装接单火爆，收入同比+23%至 5.2 亿元；乐飞叶受益户外火热，收入同比+56%至 1.15 亿元；恺米切&TB 渠道改革成效有所体现，收入同比+32%至 0.93 亿元。各品牌亮丽收入表现叠加正向费用杠杆，带动 Q2 净利率从 7.4%提升到 13.7%，实现利润高增。

除报喜鸟外，本周 361 度中报也受到市场关注：23H1 收入/归母净利润同比+18%/28%至 43.1/7.0 亿元，领跑运动板块，但中报披露后股价波动较为剧烈，我们预计主要与上半年现金分红较为谨慎（23H1 现金分红率 18%）有关。

从整个板块来看，虽然品牌服饰本周由于短期流水数据波动而持续震荡，但我们认为品牌服饰板块当前具备：**1) 在基数效应下**我们预计 9-12 月流水数据重新进入逐月加速期；**2) 8 月底披露完整业绩，**我们预计部分龙头收入不仅较 22 年低基数恢复、也超越 21 年同期水准，开店推进顺畅；**3) 6-7 月短期流水数据波动致**估值再次回调至较低水位。三大因素联合催化下，我们看好品牌服饰 8-9 月行情，建议关注强基本面+高股息率两条主线：

1) 运动时尚赛道：年初至今领涨板块的运动时尚赛道龙头比音勒芬、报喜鸟当前估值（23 年 PE）分别为 20/14X，考虑开店加速逻辑主要在下半年验证，叠加作为运动时尚赛道的中小品牌仍在快速成长期，估值仍具备上行空间，继续作为当下首推板块。

2) 高股息率主线在消费数据波动背景下值得重视：纺服板块典型高股息率资产包括海澜之家（23 年 PE 11.5X，股息率 7.5%）、家纺线的富安娜（23 年 PE 12.5X，股息率 7.4%）、水星家纺（23 年 PE 10.6X，股息率 6.3%）、罗莱生活（23 年 PE 12.5X，股息率 7.0%）、地素时尚（23 年 12.1X，股息率 7.2%）

3) 港股功能性龙头：港股近期估值处于底部，安踏体育（23 年 PE 22X）、李宁（23 年 21X）、特步国际（23 年 PE 16X）、361 度（23 年 PE 9X）估值具备吸引力；同时从高股息率角度，波司登（23/24 财年 PE 12/10X，股息率 5.9%），滔搏（股息率 6.4%）值得关注。

4) 高业绩弹性标的：典型如太平鸟（23 年 PE 12.5X，董事长亲自操刀组织架构改革+零售折扣大幅收窄+加盟占比提升带动利润弹性，但短期有前高管减持压力），男装板块中的九牧王（23 年 PE 24X，效仿波司登打造男裤品类龙头形象，收入增长摊薄费用，盈利能力修复），建议关注锦泓集团（折扣收窄+积极拓展加盟渠道+利息负担进一步降低）

1.2 纺织制造：新澳股份中报如期亮丽，继续关注出口链业绩改善机会

新澳股份本周披露中报，业绩如期亮丽：23H1 收入/扣非归母净利润同比+9.5%/20.8%至 23.2/2.5 亿元，单 Q2 收入/扣非归母净利润同比+9.6%/20.9%至 13.4/1.6 亿元，其中羊毛业务高基数背景下增长稳健：23H1 收入+5.9%，量增+3.2%，价增+2.6%，毛利率+0.46pp 至 25.7%；羊绒业务受益产能利用率提升，毛利率提升迅猛：23H1 羊绒纱线收入+7.7%，其中量增+8.5%，毛利率 16.3%（YOY+6.0pp），子公司新澳羊绒纱线净利润+63.6%至 4025 万元，英国邓肯扭亏实现净利润 1064 万元。

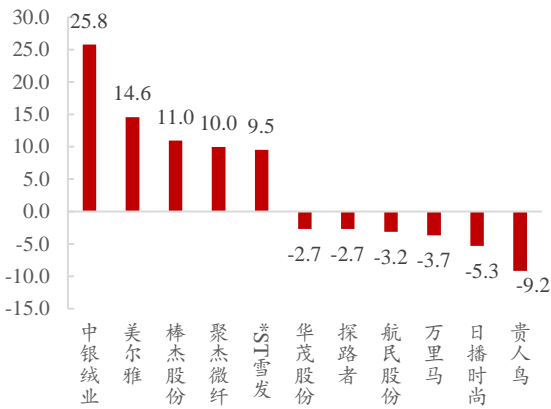
叠加前期 Nike 6/29 年报发布中表示库存清理符合预期，Lululemon 也在 6 月表示下半年预计收入及存货增长匹配度提升，总体来看制造龙头需求拐点预计下半年出现，虽然我们预计多数中报业绩仍然承压，但下半年基本面逐季改善趋势基本确认，叠加大部分制造龙头估值仍在偏低状态，继续提示出口链的左侧机会，首推新澳股份（23 年 PE 12.2X）、申洲国际（23 年 PE 21X）、华利集团（23 年 PE 19X），同时根据各自订单修复情况关注伟星股份（23 年 PE 20X）、台华新材（23 年 PE 18.5X）。

2 行业重要数据跟踪

2.1 本周板块表现

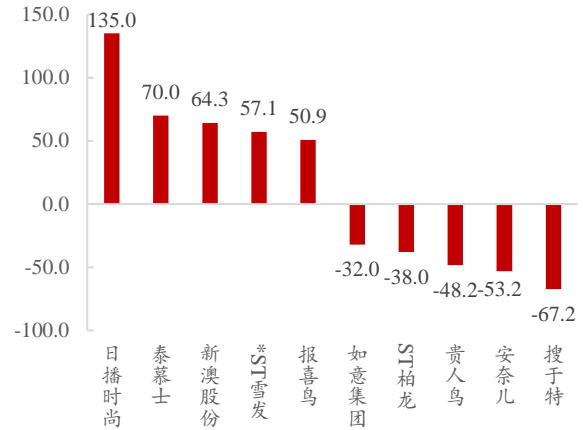
本周(8/14-8/18)上证综指下跌1.8%，深证成指下跌3.2%，沪深300下跌2.6%，其中纺织服装板块上周0.7%，纺织制造板块上涨1.3%，服装家纺板块上涨0.9%。

图1: A股标的本周涨跌幅(单位: %)



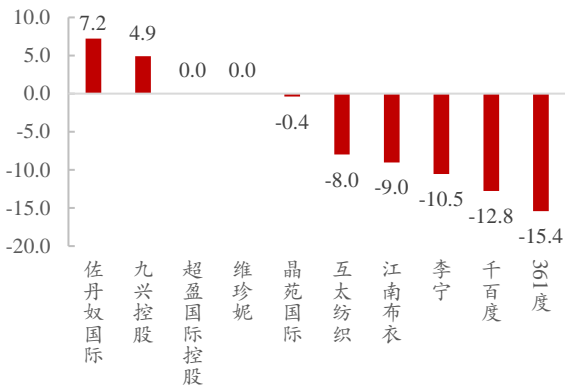
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: A股标的年初至今涨跌幅(单位: %)



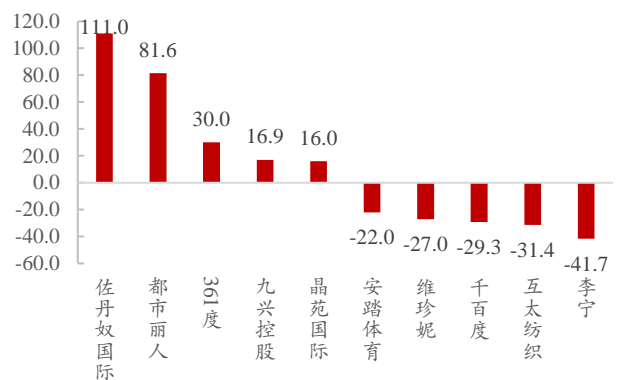
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 港股标的本周涨跌幅(单位: %)



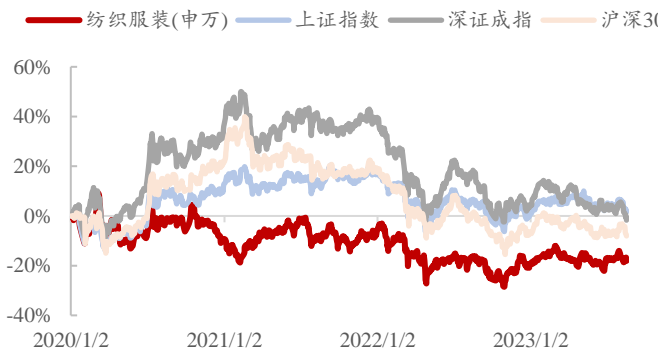
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 港股标的年初至今涨跌幅(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: A股板块指数涨跌幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 港股标板块指数涨跌幅

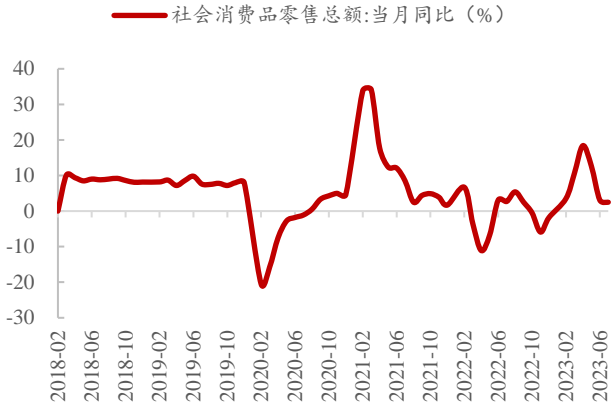


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 社零数据

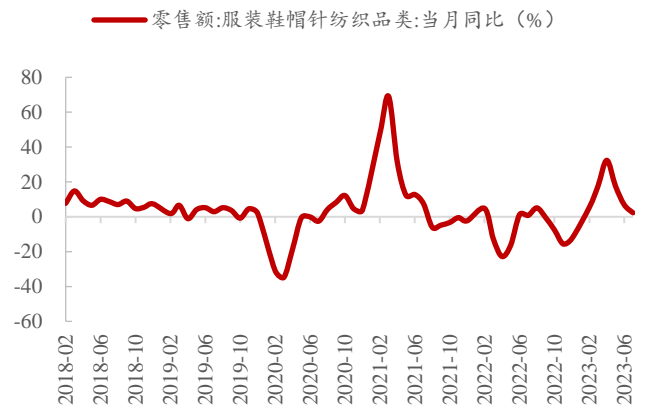
2023年7月，社会消费品零售总额同比增长2.5%，其中服装鞋帽针纺织品类当月同比增长2.3%。

图7: 社零总额增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 社零服装鞋帽针纺织品类增速 (单位: %)

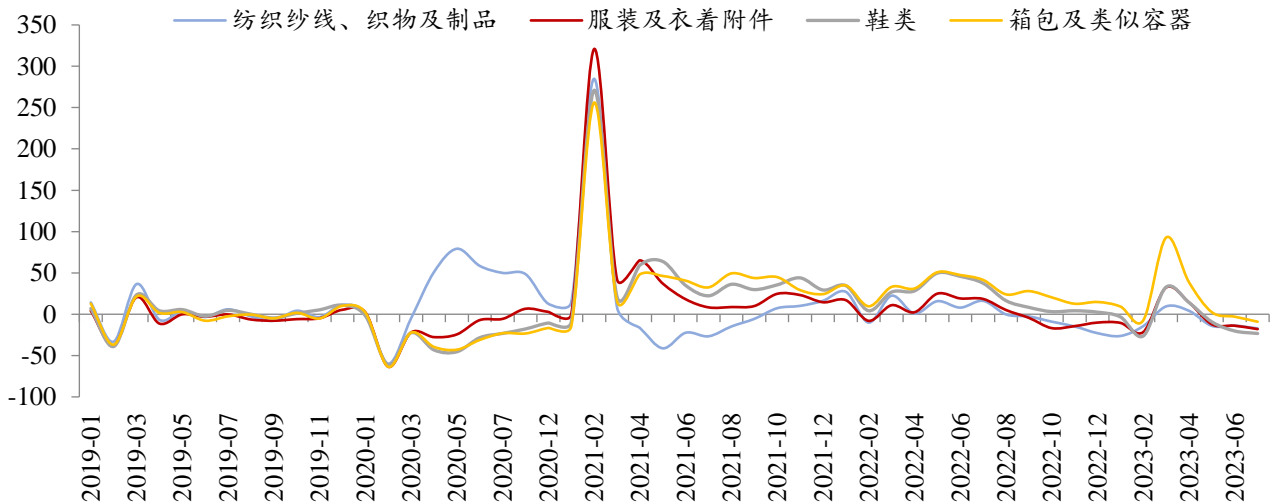


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 出口数据

2023年7月，中国纺织纱线、织物及制品出口金额111.5亿美元(同比-17.2%)，服装及衣着附件出口金额159.6亿美元(同比-18.0%)，鞋类出口金额45.1亿美元(同比-23.3%)，箱包及类似容器出口金额30.8亿美元(同比-9.1%)。

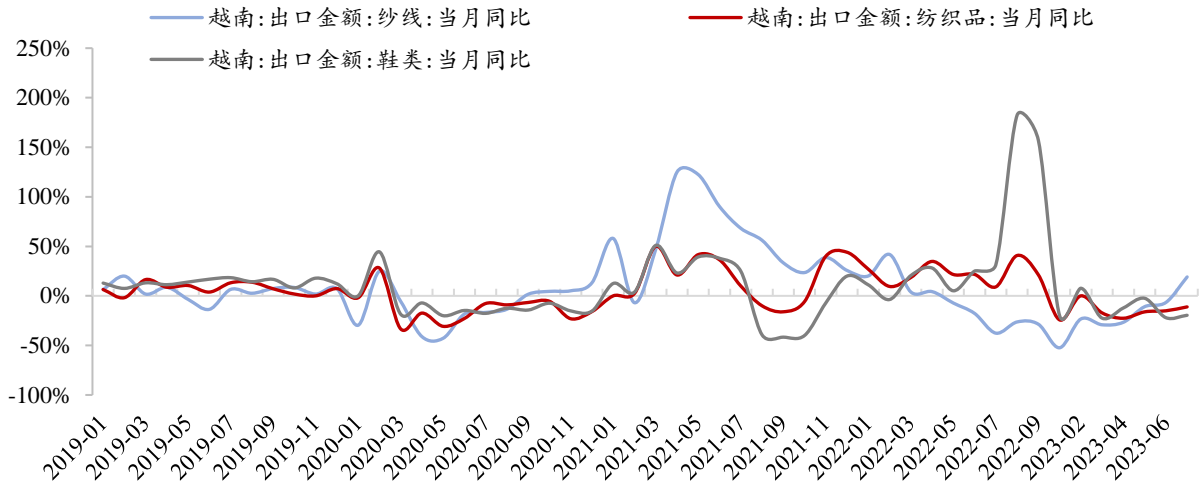
图9: 2019年至今中国主要纺织品出口数据 (当月同比增速, 单位: %)



资料来源: 国家海关总署, 浙商证券研究所

2023年7月，越南纺织品出口额32.0亿美元，同比-11.1%，年初以来累计同比-15.7%；鞋类出口额18.5亿美元，同比-19.6%，年初以来累计同比-14.4%；纱线出口额3.8亿美元，同比+19.1%，年初以来累计同比-21.0%。

图10: 2019年至今越南主要纺织品出口数据(当月同比增速, 单位: %)



资料来源: 越南统计局, 浙商证券研究所

2.4 原材料数据

国内棉花价格情况: 本周(8/14-8/18)328级棉花现货周均价: 18078.0元/吨(环比上周-0.19%); 328级棉花期货周均价: 16951元/吨(环比上周-1.46%)。

图11: 2018年1月至今328级棉花现货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

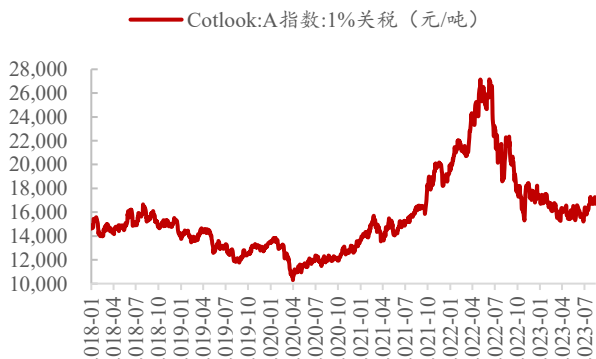
图12: 2018年1月至今328级棉花期货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

海外棉花价格情况: 本周(8/14-8/18)CotlookA现货周均价: 1953.50元/吨(环比上周+0.86%); NYBOT2号棉花期货周均价: 84.71美分/磅(环比上周-1.54%)。

图13: 2018年1月至今CotlookA级棉花现货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

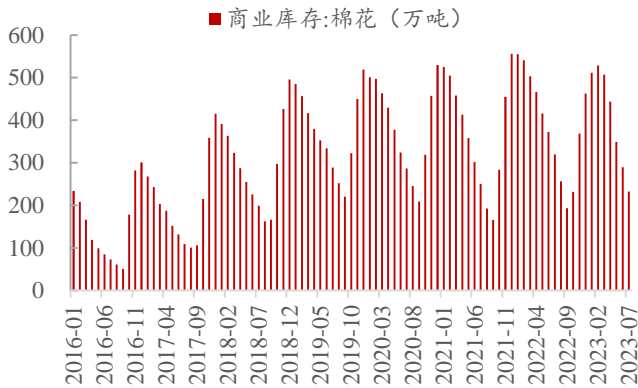
图14: 2018年1月至今NYBOT2号棉花期货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

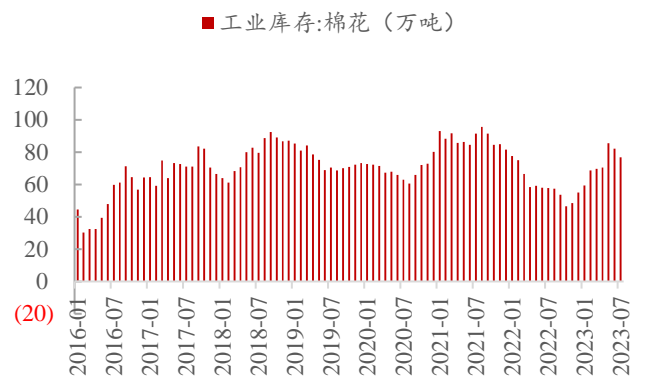
棉花库存情况: 2023年7月棉花商业库存232.75万吨(环比上月-19.66%); 2023年7月棉花工业库存76.85万吨(环比上月-6.53%)。

图15: 我国棉花商业库存



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 我国棉花工业库存

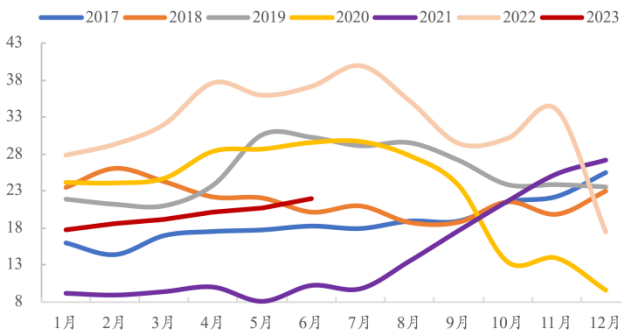


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

纱线库存情况: 2023年6月纱线库存21.98天, 环比变化+1.31天, 同比变化-15.17天。

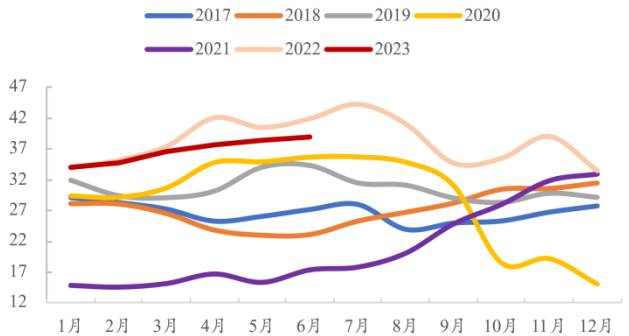
坯布库存情况: 2023年6月坯布库存38.87天, 环比变化+0.46天, 同比变化-3.11天。

图17: 我国纱线库存天数(单位: 天)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

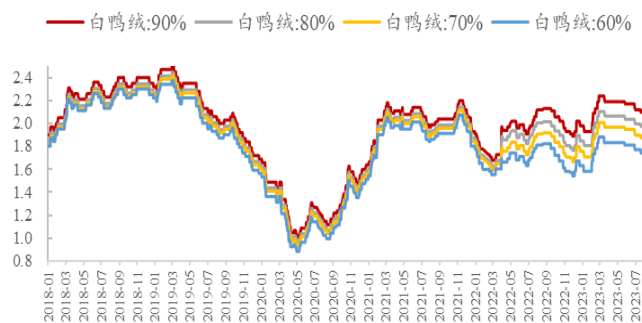
图18: 我国坯布库存天数(单位: 天)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

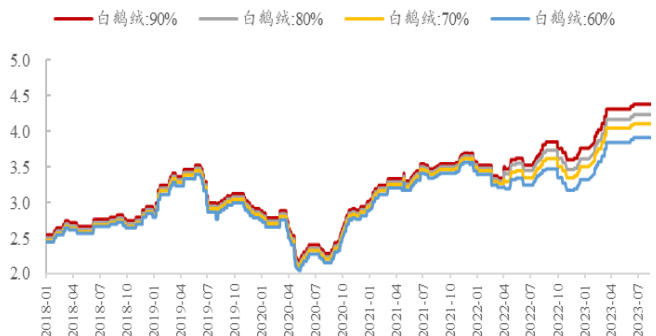
羽绒价格情况: 本周(8/14-8/18)90%/80%/70%/60%鸭绒平均价格分别为2.12/2.00/1.90/1.77元/千克, 环比上周+1.14%/+1.21%/+1.28%/+1.84%; 本周(8/14-8/18)90%/80%/70%/60%鹅绒平均价格分别为4.42/4.26/4.15/3.95元/千克, 环比上周+0.77%/+0.61%/+0.88%/+0.66%。

图19: 2018年1月至今鸭绒价格(单位: 元/千克)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2018年1月至今鹅绒价格(单位: 元/千克)

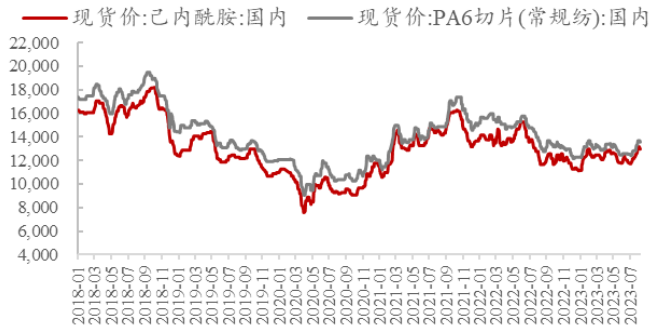


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

化纤价格情况: 本周(8/14-8/18) NYMEX 轻质原油期货收盘平均价格 80.72 美元/桶, 环比变化-2.85%。本周(8/14-8/18) MICEX 布伦特原油期货收盘平均价格为 85.15 美元/桶, 价格环比变化-1.49%。

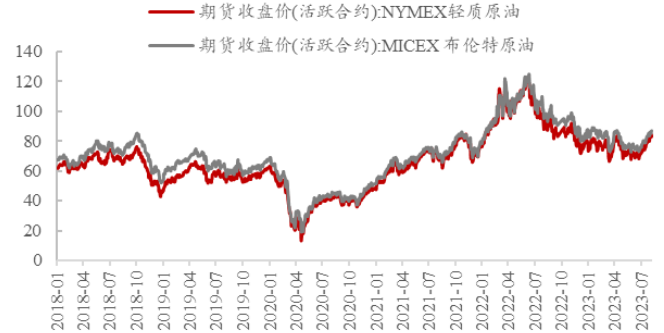
本周(8/14-8/18) 己内酰胺国内现货平均价格为 12790 元/吨, 环比变化-2.22%; PA6 国内现货平均价格为 13480 元/吨, 环比变化-1.32%。

图21: 尼龙6原材料价格(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

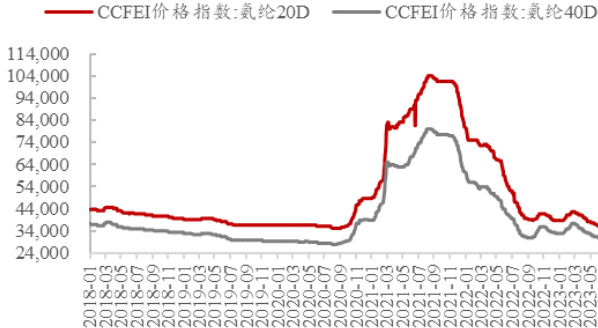
图22: 纽约原油、布伦特原油(单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

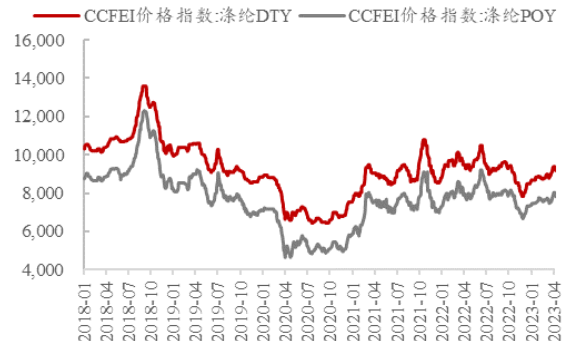
本周(8/14-8/18) 粘胶短纤/涤纶短纤/氨纶 20D/氨纶 40D/锦纶 DTY/锦纶 FDY/涤纶 DTY/涤纶 POY 的平均价格分别为 12620.00/7440/36500/31680/18730/17600/9175/7633 元/吨, 环比变化为 +0.83%/+0.54%/0.00%/+0.57%/-0.37%/+0.23%/-0.33%/-0.52%。

图23: CCFEI 价格指数:氨纶 20/40D(单位: 元/吨)



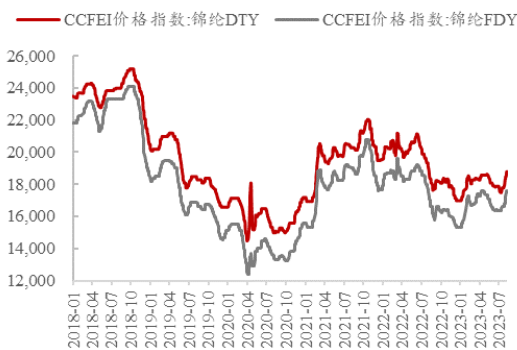
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: CCFEI 价格指数:涤纶 DTY/POY(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: CCFEI 价格指数:锦纶 DTY/FDY(单位: 元/吨)



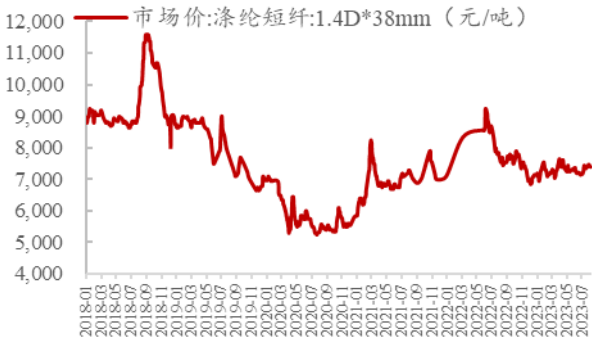
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 市场价:粘胶短纤:1.5D/38mm(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 市场价:涤纶短纤:1.4D*38mm (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

羊毛价格: 澳大利亚羊毛交易所 8 月 10 日指数为 772, 均价环比上周-2.77%。

人民币汇率情况: 本周 (8/14 -8/18) 美元兑人民币汇率平均水平为 1:7.19, 环比上周+0.51%。

图29: 2018年1月至今美元兑人民币中间价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

1. **终端销售不及预期:** 整体经济增速放缓, 导致销售复苏不及预期
2. **品牌间竞争加剧:** 消费者风格偏好、购物习惯变化导致市场风格变化、品牌间竞争加剧
3. **原材料价格大幅波动:** 棉价、化纤等价格波动, 可能导致纺织制造企业利润率受到影响

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>