

纺织服装

行业研究/投资策略报告

关注服装家纺领跑者，聚焦纺织企业海外布局

——纺织服装行业 2019 年度投资策略

纺织服装

2018 年 12 月 26 日

报告摘要：

● 纺织制造企业加强海外布局，服装家纺公司产品、渠道升级

年初以来纺织服装行业消费端稳步增长，服装鞋帽、针纺织品零售额同比增速保持在 6% 以上。前三季度行业上市公司总体营业收入同比增长 16%，归母净利润下降 3%，基本面表现较为平稳。纺织制造方面，当前国内企业受到东南亚等地的低成本冲击，部分公司开始在东南亚地区设厂以应对冲击，有望充分利用当地的劳动力成本、税收政策优势，减少国际贸易壁垒和降低客户进口关税成本。国际贸易形势变化与汇率波动的背景下，我们建议关注积极布局海外产能的纺织制造企业。品牌服饰方面，行业领先的服装家纺公司持续优化产品、渠道，推进线上线下融合发展。我们认为，随着消费者对服装品质、设计的要求越来越高，以及消费主力群体逐步向年轻消费者过渡，时尚、个性化风格将为品牌带来更强的生命力，发展多品牌的战略可助服装企业更好的满足细分市场的差异化需求，为集团打开更大成长空间。此外，国内家纺消费需求逐步升级，中高端家纺领先企业有望受益。

● 板块前期持续调整，明年有望迎来回暖

整体来看，今年纺织服装行业上市公司基本面表现较为平稳。但另一方面，板块较年初相比跌幅较大，年初至 12 月 25 日行业下跌 32.04%，跑输沪深 300 指数 6.89 个百分点。我们认为，经过了近两年来较为充分的调整，纺织服装板块目前估值相对较低，建议关注优质个股投资机会。虽然消费市场短期承压，但个人所得税起征点提高、2019 年实施抵扣政策，有助于激发居民的消费潜力，有望促进新一年零售市场回暖、服装消费增长。

● 投资建议

我们建议重点关注产品、渠道持续升级且业绩有望保持增长的服装家纺领跑者，和订单充沛、积极布局海外产能的优质纺织制造企业。推荐：森马服饰、太平鸟、歌力思、安正时尚、富安娜、健盛集团、华孚时尚。

● 风险提示

经济环境变化导致服装消费低迷；汇率波动；棉价波动；新品牌发展不及预期。

盈利预测与财务指标

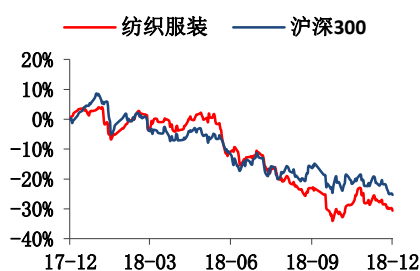
| 重点公司 | 现价 | EPS (元) | | | PE | | | 评级 |
|------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 12 月 25 日 | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E | |
| 森马服饰 | 8.82 | 0.42 | 0.58 | 0.69 | 20.8 | 15.1 | 12.7 | 推荐 |
| 太平鸟 | 19.43 | 0.95 | 1.37 | 1.79 | 20.5 | 14.2 | 10.8 | 推荐 |
| 歌力思 | 16.02 | 0.90 | 1.12 | 1.37 | 17.9 | 14.3 | 11.7 | 推荐 |
| 安正时尚 | 10.80 | 0.94 | 0.89 | 1.16 | 11.4 | 12.1 | 9.3 | 推荐 |
| 富安娜 | 7.38 | 0.60 | 0.69 | 0.81 | 12.3 | 10.6 | 9.1 | 推荐 |
| 健盛集团 | 10.82 | 0.32 | 0.56 | 0.75 | 34.3 | 19.3 | 14.4 | 推荐 |
| 华孚时尚 | 5.27 | 0.67 | 0.58 | 0.81 | 7.9 | 9.1 | 6.5 | 推荐 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李奇琦

执业证号：S0100518060001

电话：010-85127661

邮箱：liqiqi@mszq.com

相关研究

1. 民生纺织服装周报 20181224：纺织企业产能转移，积极推进海外布局
2. 民生纺织服装周报 20181217：消费承压，关注行业绩优标的

目录

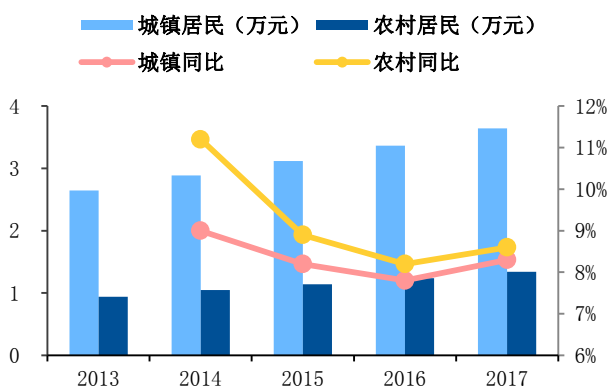
| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 一、服装消费稳步增长，行业业绩表现平稳 | 3 |
| (一) 消费市场持续增长，近期消费者信心指数略降 | 3 |
| (二) 服装零售额不断提升，行业业绩表现平稳 | 4 |
| 二、纺织制造业绩承压，聚焦海外产能布局 | 8 |
| (一) 板块业绩承压，布局东南亚产能或为趋势 | 8 |
| (二) 棉花消费增长，环保政策趋严，行业集中度有望提高 | 12 |
| 三、产品、渠道升级，服装家纺公司经营稳健 | 14 |
| (一) 品牌服装产品、渠道优化，家纺消费需求升级 | 14 |
| (二) 消费需求呈多样性，多品牌集团具备竞争优势 | 17 |
| (三) 新零售、新技术，线上渠道带来新机 | 19 |
| 四、板块低位徘徊，明年有望迎来回暖 | 21 |
| 五、投资建议 | 24 |
| 六、风险提示 | 25 |
| 插图目录 | 26 |
| 表格目录 | 27 |

一、服装消费稳步增长，行业业绩表现平稳

(一) 消费市场持续增长，近期消费者信心指数略降

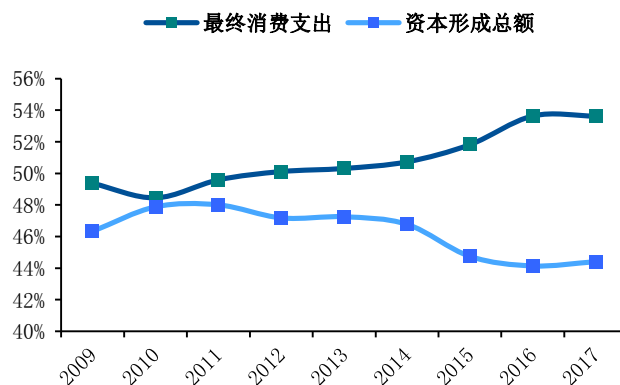
随着我国居民收入水平的不断提高,消费占 GDP 比重基本呈上升趋势,从 2009 年的 49.4% 提高至 2017 年的 53.6%,经济逐步从投资主导转向消费主导。

图 1: 居民人均可支配收入稳步增长



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

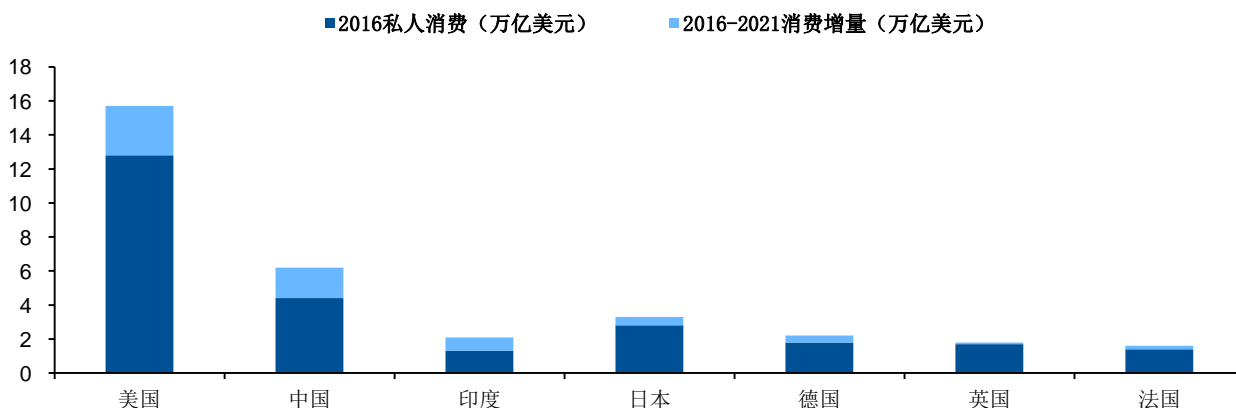
图 2: 消费占 GDP 比重逐年上升



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

根据阿里研究院联合 BCG 的测算,我国是全球增速最快的消费品市场之一,预计到 2021 年我国消费市场规模将扩大至 6.1 万亿美元,2016-2021 年复合增长率约为 6.8%。

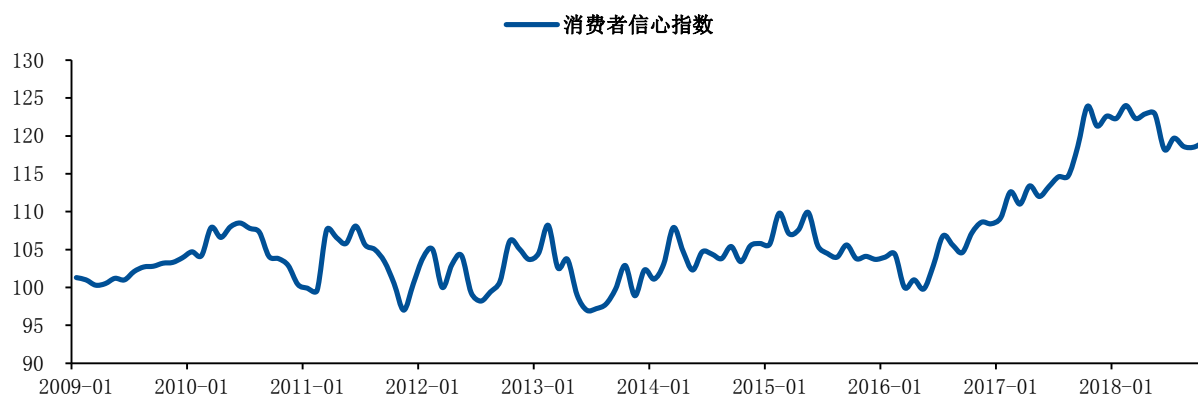
图 3: 各国 2021 年私人名义消费规模 (预测值)



资料来源: 阿里研究院, 民生证券研究院

国家统计局中国经济景气监测中心与国家发改委资料显示,自 2016 年以来,我国消费者信心指数逐步攀升,2018 年 2 月指数达到 124,为 1993 年 10 月以来的最高水平,此后虽略有下降,但一直维持在 118 以上。我们认为,虽然消费市场短期承压,但个人所得税起征点提高、2019 年实施抵扣政策,有望激发居民的消费潜力,促进消费回暖。

图 4：2018 年我国消费者信心指数相对往年较高

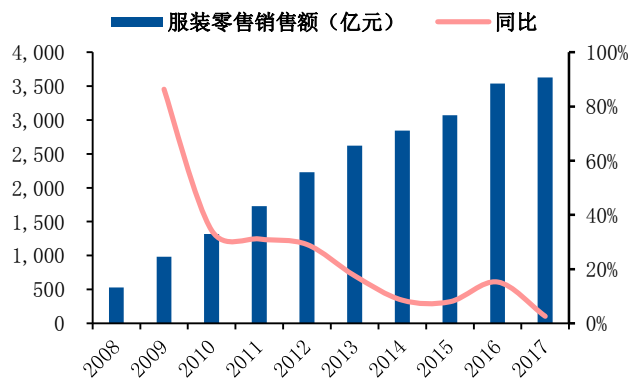


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

（二）服装零售额不断提升，行业业绩表现平稳

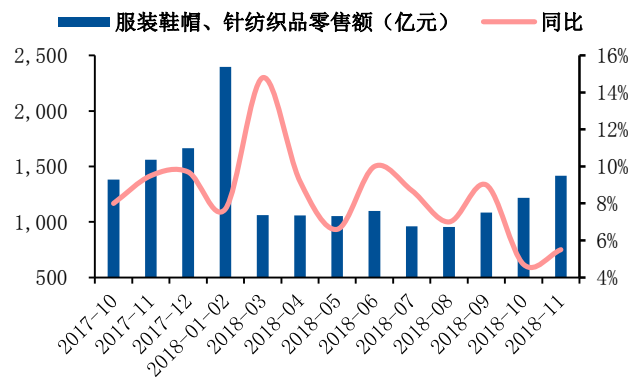
今年纺织服装消费继续保持稳步增长，根据国家统计局公布的数据，1-9月服装鞋帽、针纺织品零售额同比增速一直在 6% 以上，10月略下滑至 4.7%，11月回升至 5.5%。

图 5：国内服装零售额逐年提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

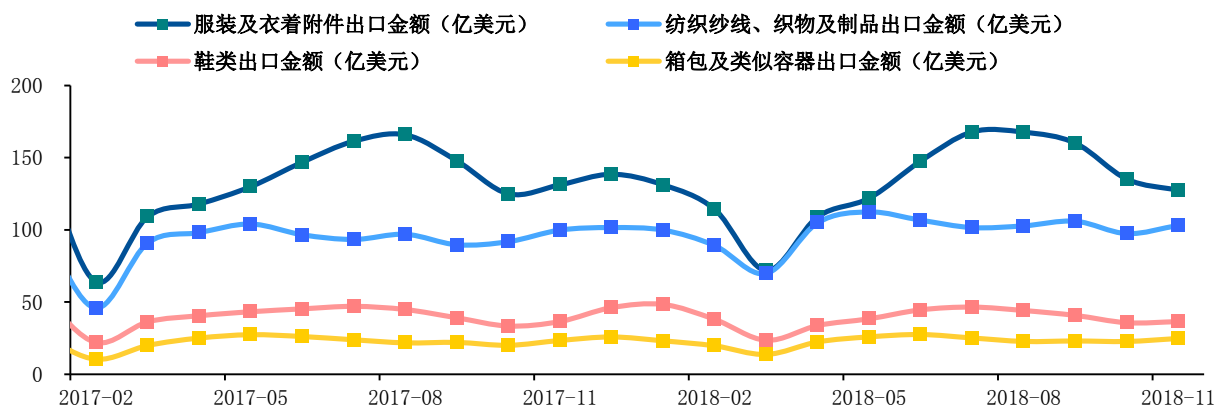
图 6：1-11 月服装鞋帽、针纺织品零售额及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

与去年同期相比，各类纺织服装产品总体出口表现较为平稳。据海关统计，2018 年 1-11 月，我国纺织品服装累计出口额为 2,539.58 亿美元，同比增长 4.4%，其中纺织品累计出口额为 1,093.02 亿美元，同比增长 9.54%；服装累计出口额为 1,446.57 亿美元，同比增长 0.83%。纺织品出口增速大幅高于服装出口增速。

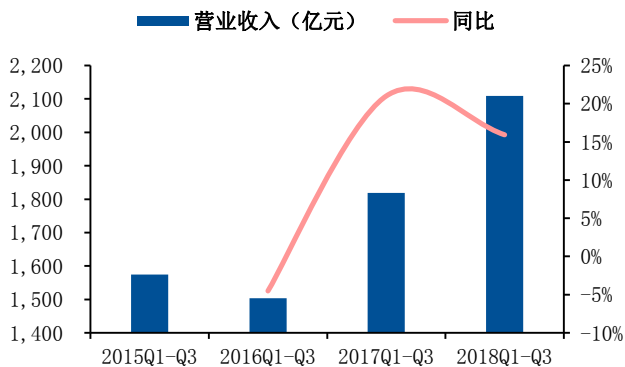
图 7：2017 年 1 月至今各类纺织服装产品出口额对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

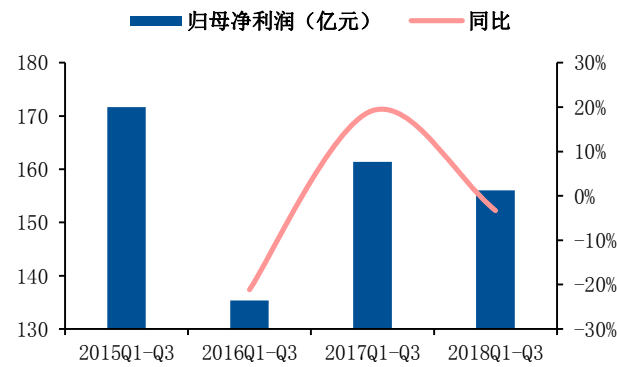
从上市公司业绩表现来看，前三季度纺织服装行业总体基本面表现平稳。根据我们的测算，前三季度行业总体营业收入约为 2,109 亿元，同比增长 15.93%；归母净利润约为 156 亿元，同比减少 3.31%。其中，Q3 单季行业营业收入约为 698 亿元，同比增长 7.75%；归母净利润约为 47 亿元，同比减少 3.98%。

图 8：纺织服装行业前三季度营业收入同比稳步增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

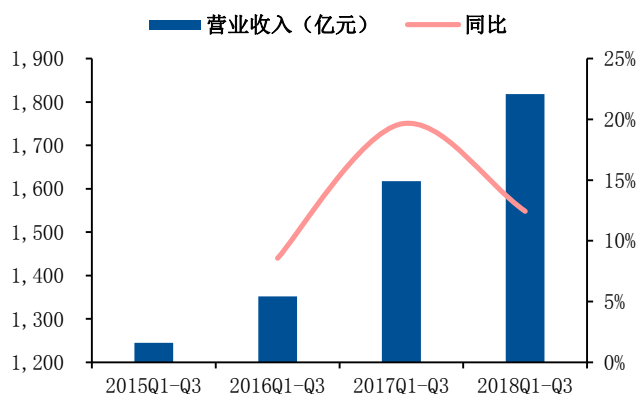
图 9：纺织服装行业前三季度归母净利润同比略有下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

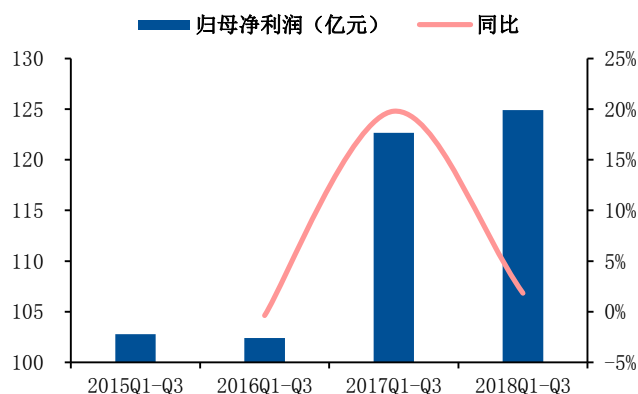
我们还选取了行业内 2016 年 9 月底前上市的 71 家公司，分别计算了 2015 至 2018 各年前三季度、Q3 单季以上公司总体营业收入及归母净利润。受去年同期基数较高的影响，上述公司 2018 年前三季度营业收入、归母净利润同比增速有所回落，但仍然保持增长态势；Q3 营业收入相较去年同期略有提升，但归母净利润出现小幅下降，我们认为或受到行业淡季以及零售市场整体增速放缓影响。

图 10: 纺织服装 71 家公司 Q1-Q3 营业收入同比稳步增长



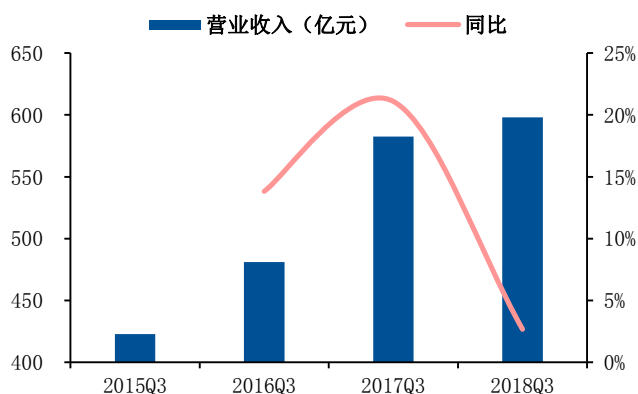
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 纺织服装 71 家公司 Q1-Q3 归母净利润同比稳中有升



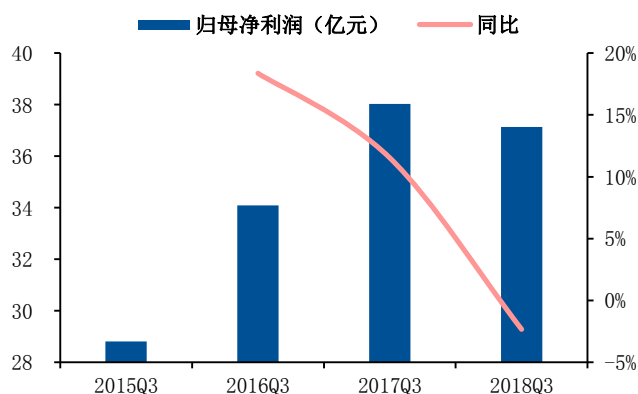
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 纺织服装 71 家公司 Q3 营业收入同比稳中有升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

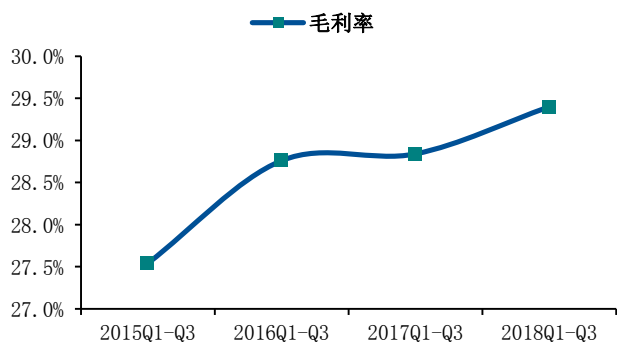
图 13: 纺织服装 71 家公司 Q3 归母净利润同比略有下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

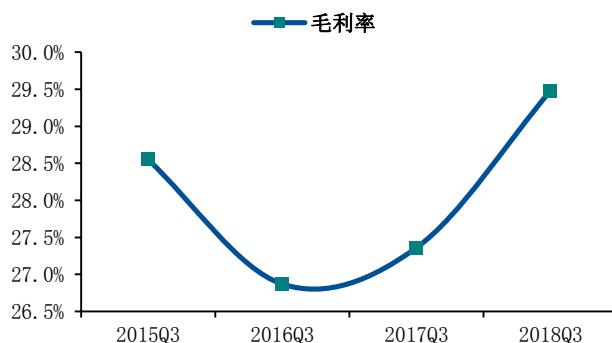
整体来看, 行业毛利率有所提高, 前三季度行业毛利率达 29.40%, 较去年同期上升 0.56 个百分点; Q3 毛利率达 29.48%, 同比上升 2.12 个百分点。

图 14: 纺织服装行业前三季度毛利率同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

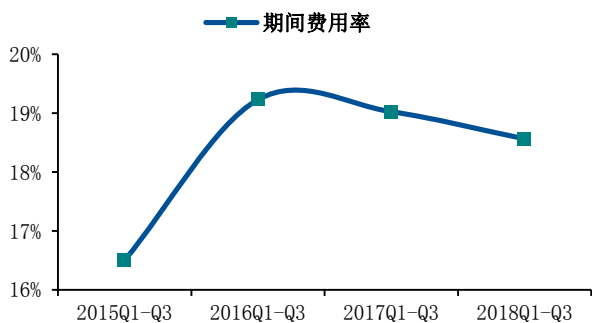
图 15: 纺织服装行业 Q3 毛利率同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

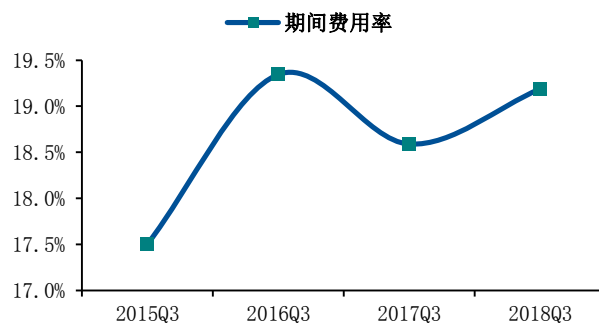
前三季度行业期间费用率为 18.56%，较去年同期下降 0.46 个百分点；Q3 期间费用率为 19.19%，较去年同期上升 0.60 个百分点，但低于 2016 年 Q3 水平。

图 16：纺织服装行业前三季度期间费用率同比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

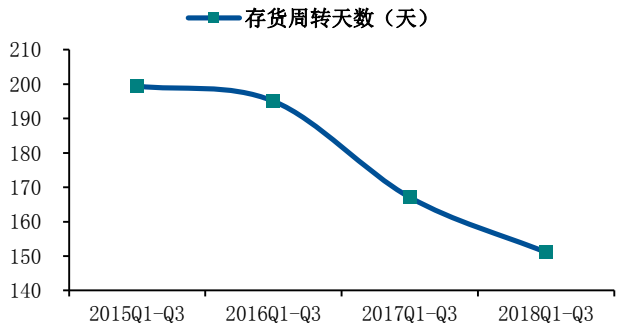
图 17：纺织服装行业 Q3 期间费用率同比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

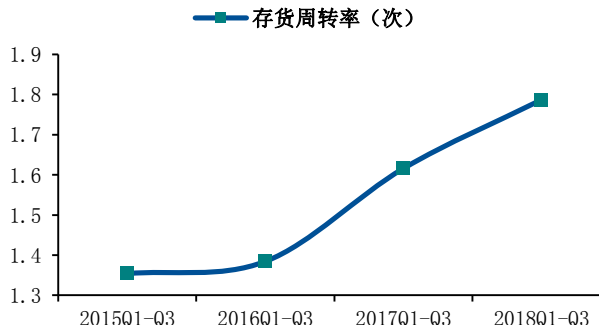
前三季度行业存货周转天数达 151 天，较去年同期减少 16 天，存货周转率由去年同期的 1.62 次上升至 1.79 次。我们认为行业去库存成效显著，存货管理水平提高。

图 18：纺织服装行业前三季度存货周转天数同比减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

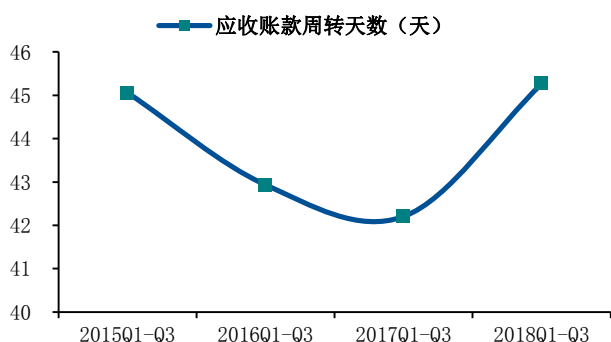
图 19：纺织服装行业前三季度存货周转率同比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

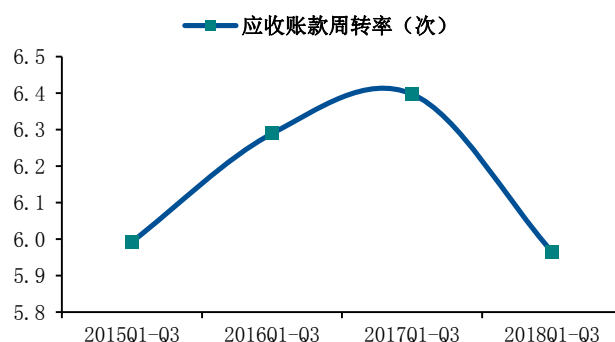
前三季度行业应收账款周转天数达 45 天，较去年同期增加 3 天，应收账款周转率由去年同期的 6.40 次下降至 5.97 次。

图 20: 纺织服装行业前三季度应收账款周转天数同比增加



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 纺织服装行业前三季度应收账款周转率同比下降



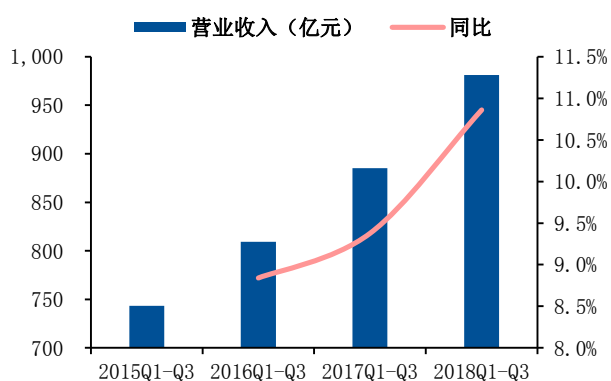
资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、纺织制造业承压，聚焦海外产能布局

(一) 板块业绩承压，布局东南亚产能或为趋势

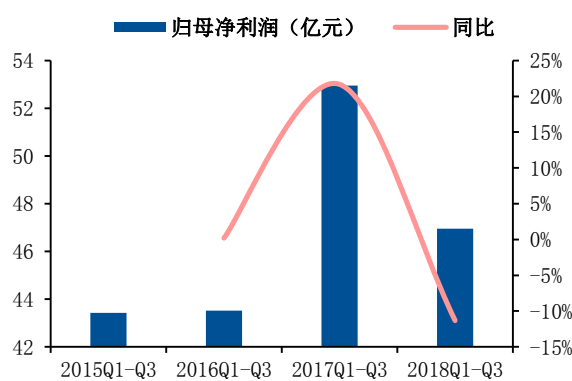
从二级行业来看，我们选取了纺织制造子版块内 2016 年 9 月底前上市的 40 家公司，分别计算了 2015 至 2018 各年前三季度以上公司总体营业收入及归母净利润。上述公司 2018 年前三季度营收同比稳步提升，我们认为或主要受益于下游需求上涨、订单量加大，以及部分公司产品提价等；但另一方面，前三季度归母净利润同比有所下降，我们认为或主要受部分企业费用提升、成本上涨等因素拖累。

图 22: 纺织制造 40 家公司前三季度营业收入同比稳步增长



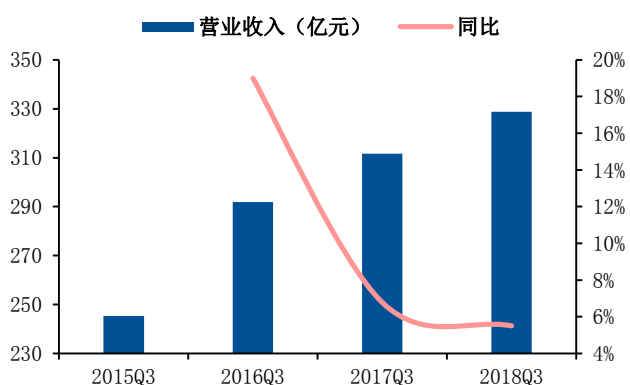
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 纺织制造 40 家公司前三季度归母净利润同比下滑



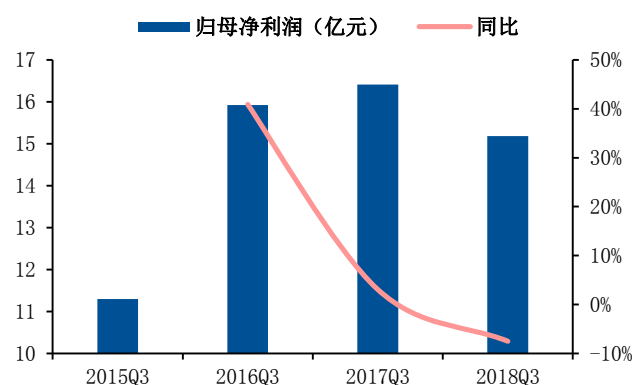
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 24：纺织制造 40 家公司 Q3 营业收入同比稳步增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

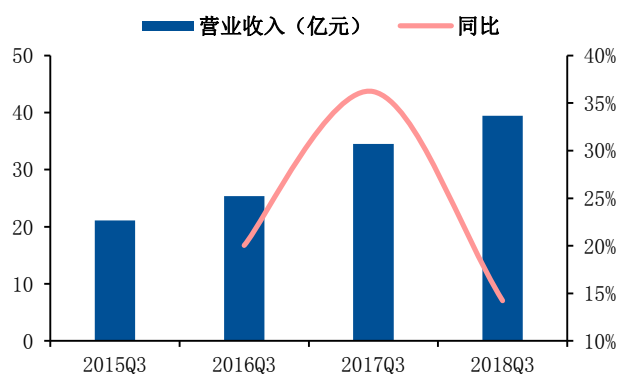
图 25：纺织制造 40 家公司 Q3 归母净利润同比下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

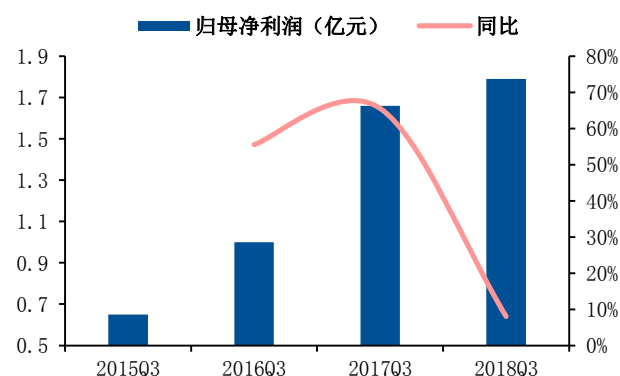
虽然从整体来看，短期纺织制造板块业绩承压，但是我们认为，部分细分领域领先企业具备技术优势、规模优势，成本把控能力较强，且在订单获取方面更有竞争力，未来市场份额或将进一步提高，业绩有望持续增长。例如，色纺纱行业两大领跑者华孚时尚 Q3 归母净利润为 1.79 亿元，同比增长 8.02%；百隆东方 Q3 归母净利润为 1.39 亿元，同比增长 76.90%。

图 26：华孚时尚 Q3 营业收入同比稳步增长



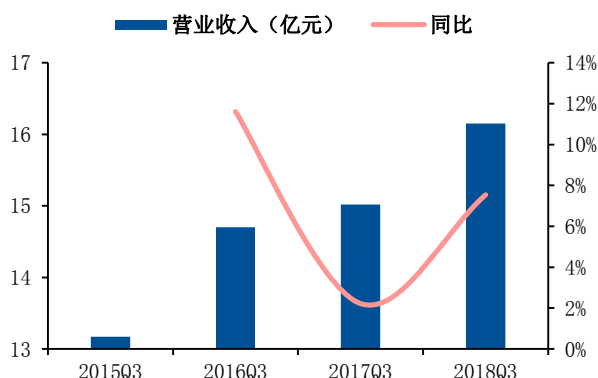
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 27：华孚时尚 Q3 归母净利润同比稳步增长



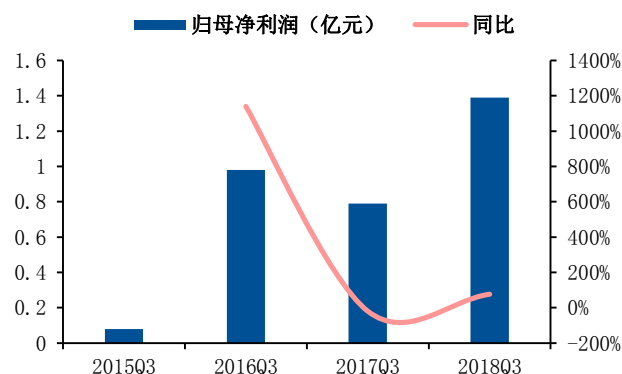
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28: 百隆东方 Q3 营业收入同比稳步增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 29: 百隆东方 Q3 归母净利润同比稳步增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

当前国内纺织制造行业受到东南亚等地的低成本冲击, 部分国内企业开始在东南亚地区设厂以应对冲击, 有望充分利用当地的劳动力成本、税收政策优势, 减少国际贸易壁垒和降低客户进口关税成本。

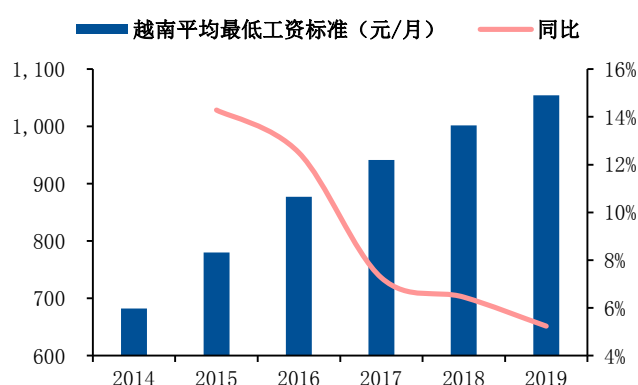
表 1: 部分纺织服装企业越南布局历程

| 公司 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|---|---|---|---|---|--|
| 百隆东方 | 海外生产基地越南百隆于 3 月正式开工建设, 一期进入试生产阶段, 二期开工建设。 | 越南百隆一期全部投产并实现销售。在越南二期投入约 5.2 亿元装备生产设备。 | 全资子公司越南百隆截至 2015 年底形成 40 万纱锭产能, 占公司全部产能的 40%。 | 越南百隆 A 区投资 4 亿美元形成 50 万纱锭产能。2016 越南百隆实现营收 17.89 亿元, 净利润 1.88 亿元。 | 投资 3 亿美元建设越南百隆 B 区项目。2017 越南百隆实现营收 20.74 亿元, 净利润 2.51 亿元。 | 上半年越南百隆 B 区 10 万纱锭车间建成投产。越南百隆实现营收 10.62 亿元, 净利润 1.51 亿元。 |
| 健盛集团 | | | 健盛袜业越南有限公司于 3 月正式投产。 | 健盛越南一工厂一期项目 2016 年完成产量 4,000 万双; 一工厂二期项目完成了厂房建设、设备采购; 越南印染完成基础建设。 | 健盛越南二、三工厂一期土建 2017 年 1 月全部完工; 二厂于 3 月开始试生产; 三厂于 12 月到位 480 台袜机。氨纶橡胶厂于 2017 年 4 月份开始试生产。越南印染已正常运营。 | 完成越南基地海防第二第三工厂投产达产, 上半年越南创汇 2,329 万美元, 预计全年实现产量约 1.2 亿双。拟建设健盛越南清化(袜业)有限公司年新增 9,000 万双中高档棉袜生产线项目, 总投资约 2 亿元; 拟建设年产 1,800 万件无缝针织运动服饰新建项目, 总投资为 2.5 亿元。 |
| 华孚时尚 | | 全资子公司香港华孚设立越南华孚, 注册资本 3,000 万美元, 主营生产、加工各类色纺纱线。 | 香港华孚向越南华孚增资 7,000 万美元。 | | | 通过子公司投资华孚越南新型纱线项目, 该项目产能 50 万锭, 总投资 25 亿元, 系公司规划中的 100 万锭新型纱线项目第一期。 |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

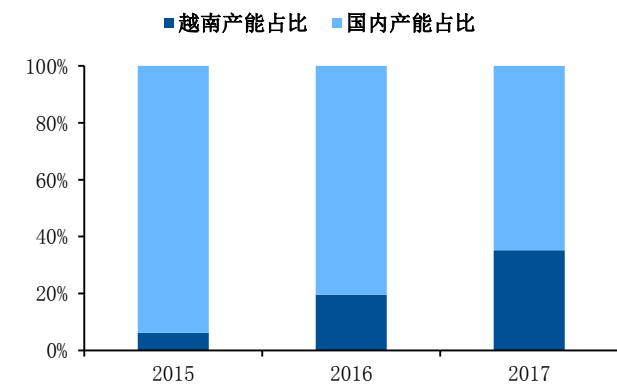
以国内棉袜及无缝内衣代工领先企业健盛集团为例，税收方面，越南健盛公司自获利年度起享受四免九减半的企业所得税优惠政策，2018 年为获利年度第三年，享受免税；劳动力方面，2019 年越南各地区最低工资标准最高为人民币 1,254 元/月、最低为 876 元/月，而我国各省最新最低工资标准为最高 2,420 元/月、最低 1,120 元/月，越南劳动力成本远低于国内。今年 12 月，健盛集团公告拟建设越南棉袜、无缝内衣两大生产基地，越南布局持续深化，未来产能占比将进一步提高。我们认为，国际贸易形势变化与汇率波动的背景下，此类布局海外产能的纺织服装企业具备成本优势，在国际市场的竞争力有望提升。

图 30：越南平均最低工资标准



资料来源：越南中国商会，民生证券研究院

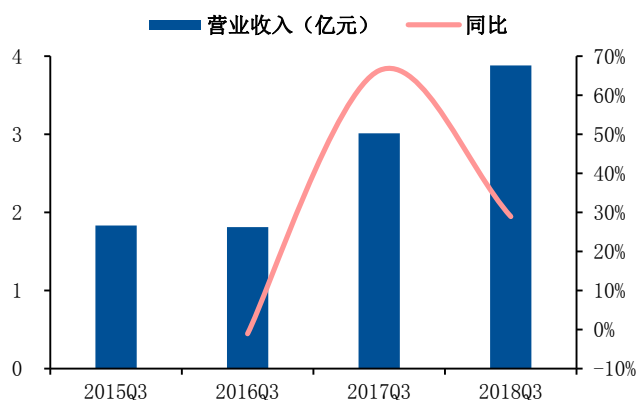
图 31：健盛集团越南产能占比逐年提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

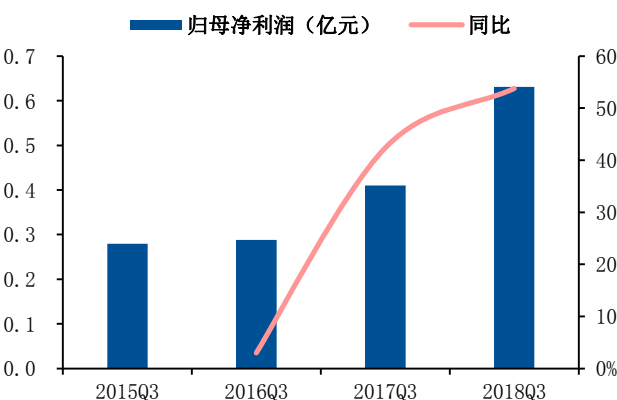
由于订单充沛，伴随产能释放，健盛集团业绩不断提升，2018 年 Q3 实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 53.77%。

图 32：健盛集团 Q3 营业收入同比较快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 33：健盛集团 Q3 归母净利润同比较快速增长

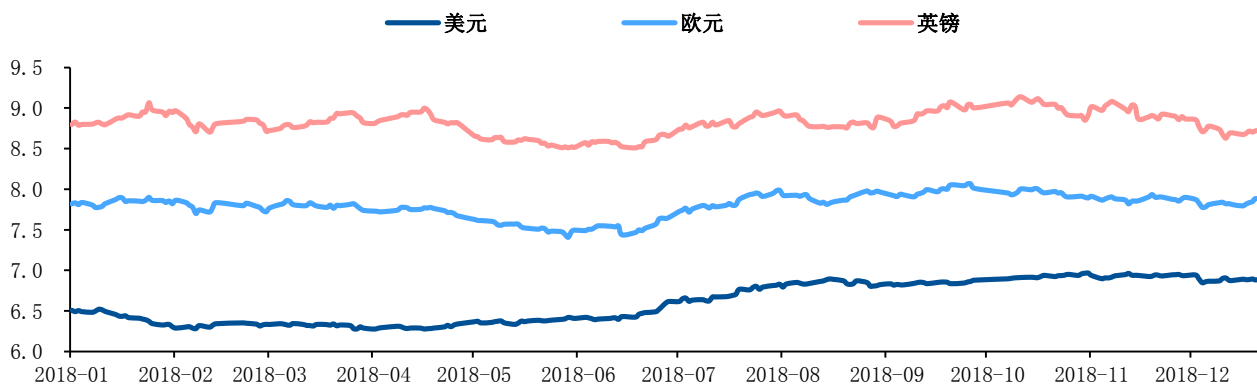


资料来源：公司公告，民生证券研究院

再以华孚时尚为例，公司于 12 月公告，拟通过下属子公司华孚越南投资新型纱线项目。该项目是公司规划中的 100 万锭新型纱线项目第一期，产能 50 万锭，总投资额 25 亿元。在扩大产能的同时，越南项目的建设可有效降低华孚时尚主要原料境内外差价对成本的影响，充分利用当地的政策优势、区位优势，减少国际物流费用，提高成本竞争力。

此外，年中以来人民币呈贬值趋势，有望增加部分出口业务占比较大的公司的汇兑收益，增厚利润。

图 34：年初至今美元、欧元、英镑兑人民币中间价

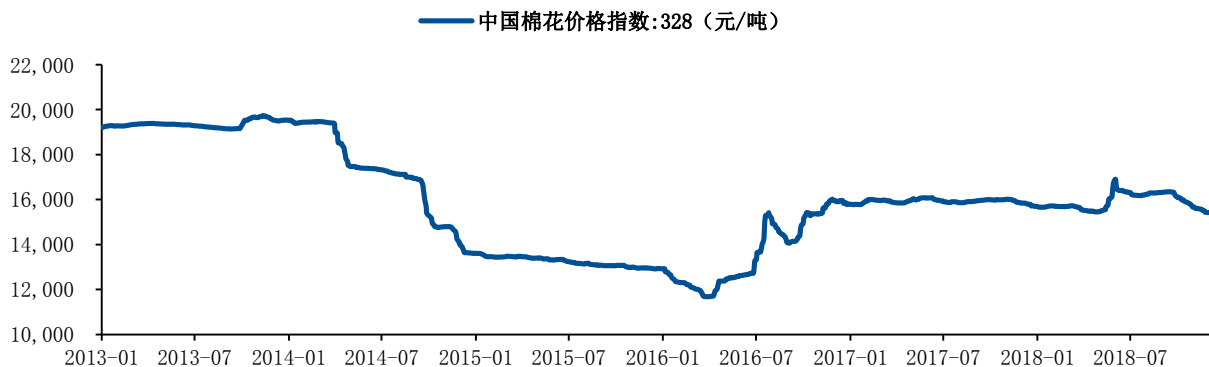


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 棉花消费增长，环保政策趋严，行业集中度有望提高

今年以来棉价总体表现较为平稳，年中曾出现上涨，10月起有所下降，总体来看仍处于2015年以来的相对高位。

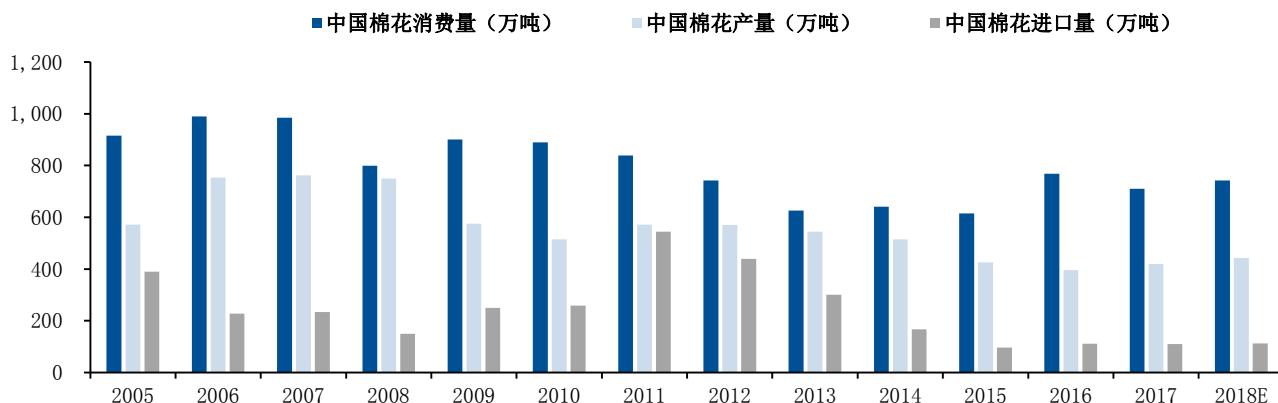
图 35：年初至今棉价表现较为稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

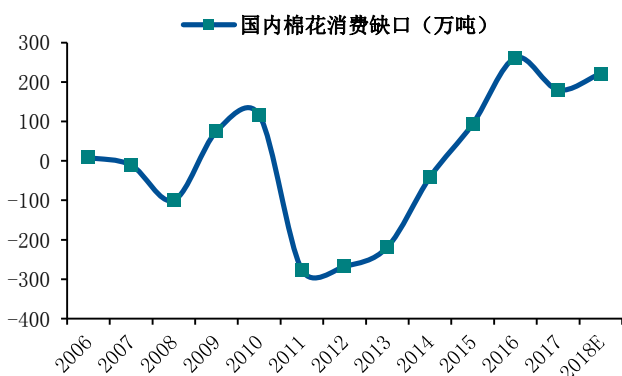
国内棉花消费量呈增长趋势，2015年以来国内棉花库存量与消费量之比持续下降，预计今年全年消费量仍将大于产量和进口量之和，供需缺口仍然存在。

图 36: 国内棉花消费量、产量、进口量情况及预测



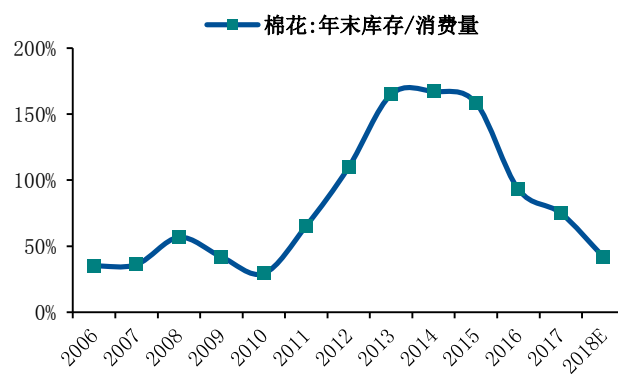
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 37: 近年来国内棉花消费缺口情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 38: 2015 年以来国内棉花年末库存与消费量之比下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

我们认为,短期国内棉价表现或将较为平稳,若将来棉价提升,由于细分行业领跑者在资金和棉花储备等方面更具优势、成本控制能力更强,受价格波动的影响预计小于小企业,订单或有集中趋势。同时,很多纺织制造细分领域领跑企业在产能、技术、客户资源等多方面具备竞争优势,将来有望吸引更多订单,进一步扩大业务规模。

此外,环保政策趋严给印染板块带来成本压力,或将促使行业集中度提高,有望为航民股份等领跑公司带来利好,同时色纺纱等相较而言更为环保的行业有望受益。

表 2：部分印染行业相关环保政策梳理

| 时间 | 政策法规 | 政策内容 |
|-------------|-------------------------------------|--|
| 2018 年 1 月 | 《中华人民共和国环境保护税法》 | 国家统一编码的排污许可证正式开始发放，采用全国统一编码，由正本、副本组成。正本上新增二维码，上面清晰地显示了企业的生产经营场所地址、主要污染物类别、排污权使用和交易等信息。副本中，写明了排污单位的基本信息，规定了污染物排放的许可限值、许可条件等技术指标，及自行监测、管理台账、信息公开等要求。企业领证后，必须依法严格履行污染治理的主体责任，由原来的被动接受监管转变为主动自证守法，保存好“产污、治污、排污”的全流程数据链。包括印染、制革等在内的 10 个行业的相关企业应于 2017 年 12 月 31 日前完成排污许可证申领工作。从 2018 年 1 月 1 日起，相关企业无证排污、不依证排污的，须承担相应的法律责任。同时，依照法律规定征收环境保护税，不再征收排污费。 |
| 2017 年 9 月 | 《印染行业规范条件（2017 版）》和《印染企业规范公告管理暂行办法》 | 在企业布局方面，七大重点流域干流沿岸，要严格控制印染项目环境风险，合理布局生产装置。风景名胜、自然保护区、饮用水保护区和主要河流两岸边界外规定范围内不得新建印染项目，已投产运营的印染生产企业要根据区域规划和保护生态环境的需要，依法通过关闭、搬迁、转产等方式退出。缺水或水质较差地区原则上不得新建印染项目。在工艺方面，印染企业要采用技术先进、节能环保的设备，主要工艺参数实现在线检测和自动控制。 |
| 2017 年 9 月 | 《排污许可证申请与核发技术规范 纺织印染工业》 | 规定了纺织印染工业排污许可证申请与核发的基本情况填报要求、许可排放限值确定、实际排放量核算和合规判定方法，以及自行监测、环境管理台账与排污许可证执行报告等环境管理要求，提出了污染防治的可行技术要求。 |
| 2017 年 3 月 | 《2017 年消费品工业“三品”专项行动计划》 | 继续开展智能制造试点示范和现场经验交流。加强轻工、纺织等产业规模较大、带动就业较多的传统消费品行业的智能化改造，加快推动相关行业标准和企业标准的制定。在印染行业开展全流程数字化绿色生产线建设，推广染料助剂自动配送系统。 |
| 2016 年 11 月 | 《国家环境保护“十三五”科技发展规划纲要》 | 深化印染等重点工业行业和污泥处理行业的清洁生产、资源、能源回收利用与水污染控制的技术集成和应用，建立服务全行业、覆盖全链条的水污染控制和能源、资源回收利用技术体系。 |
| 2016 年 8 月 | 《无损检测仪器试样通用技术条件》中涉及《纺织品印染喷墨》项目 | 四部分标准分别适用于活性染料喷墨墨水、分散染料喷墨墨水、酸性染料墨水和颜料喷墨墨水在纺织品印染过程中使用，分别规定了纺织品印染该四部分染料墨水的术语和定义、要求、试验方法、检验规则和标志、包装、运输、贮存。 |

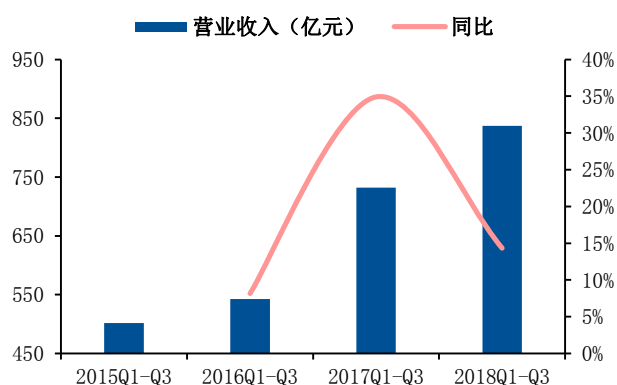
资料来源：民生证券研究院整理

三、产品、渠道升级，服装家纺公司经营稳健

（一）品牌服装产品、渠道优化，家纺消费需求升级

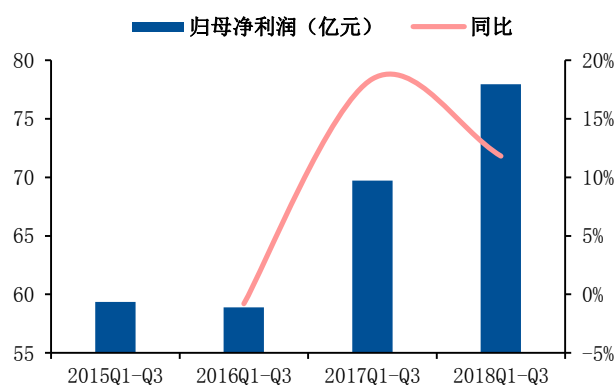
我们选取了品牌服饰板块 2016 年 9 月底前上市的 31 家公司，分别计算了 2015 至 2018 各年前三季度以上公司总体营业收入及归母净利润。上述公司 2018 年前三季度营收、归母净利润增速较去年同期有所回落。

图 39：品牌服饰 31 家公司前三季度营业收入同比稳步增长



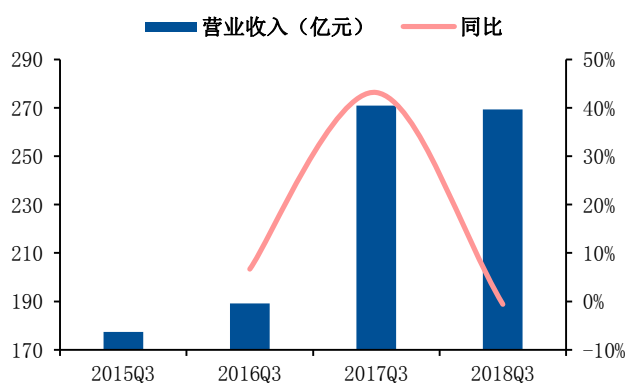
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 40：品牌服饰 31 家公司前三季度归母净利润同比稳步增长



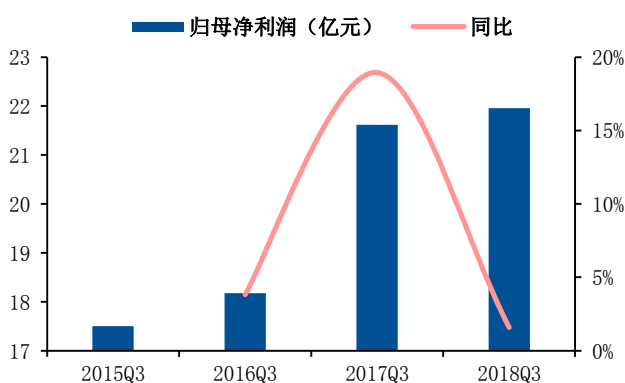
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 41：品牌服饰 31 家公司 Q3 营业收入同比略有下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

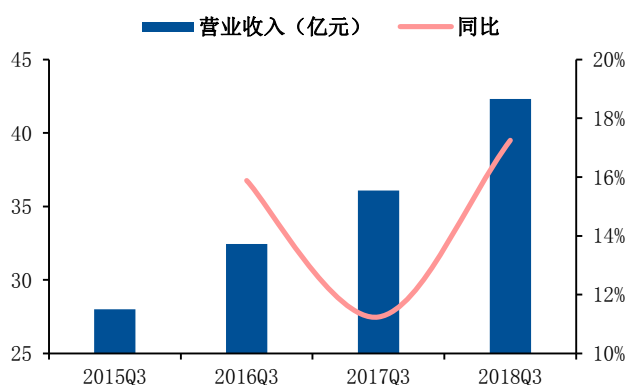
图 42：品牌服饰 31 家公司 Q3 归母净利润同比稳中有升



资料来源：Wind，民生证券研究院

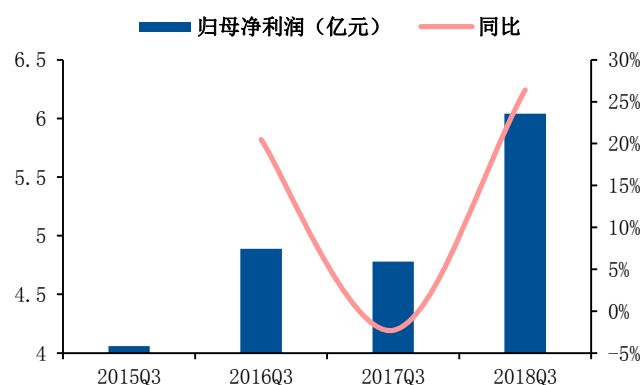
我们认为，渠道结构优化和产品升级或为品牌服饰行业业绩提升的主要原因。例如，大众服饰品牌领跑企业森马服饰、太平鸟优化库存结构，推进产品和门店渠道升级，同时积极布局电商业务，助力业绩增长。森马服饰 Q3 实现归母净利润 6.04 亿元，同比增长 26.41%；太平鸟 Q3 实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 13.93%。

图 43: 森马服饰 Q3 营业收入同比稳步增长



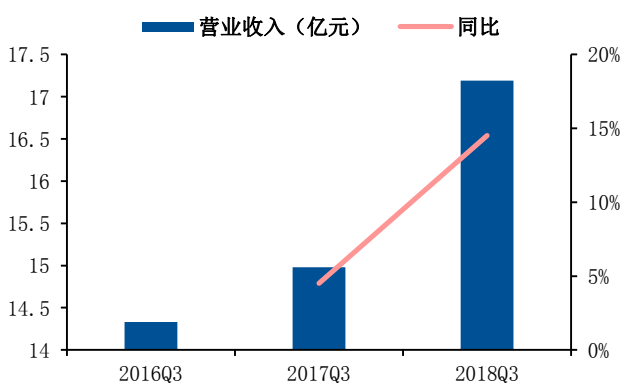
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 44: 森马服饰 Q3 归母净利润同比较快速增长



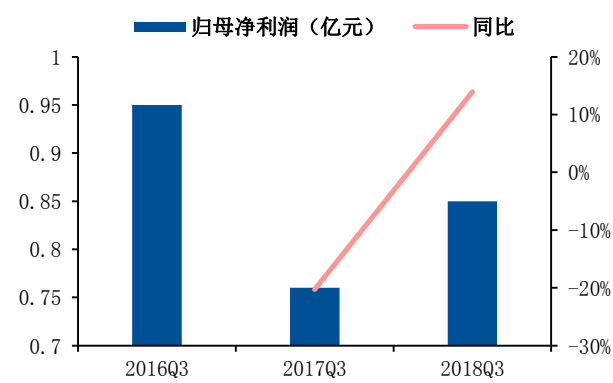
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 45: 太平鸟 Q3 营业收入同比稳步增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

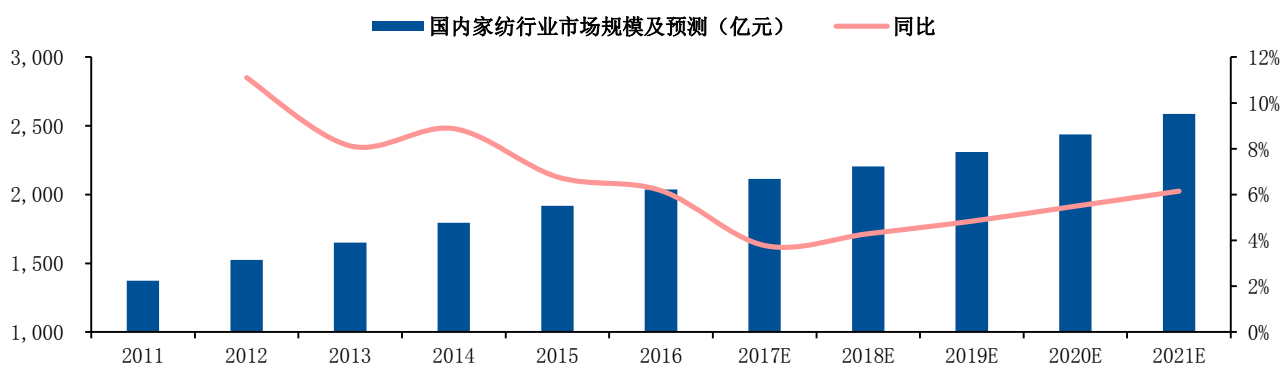
图 46: 太平鸟 Q3 归母净利润同比稳步增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

近年来国内家纺行业市场规模不断扩大。我们认为,随着居民生活水平的不断提高、城镇化进程的持续推进,消费者对家庭生活质量的需求有望从注重实用性、经济性,逐渐向追求健康、舒适和美观转变,消费升级或将为家纺行业打开更大成长空间。

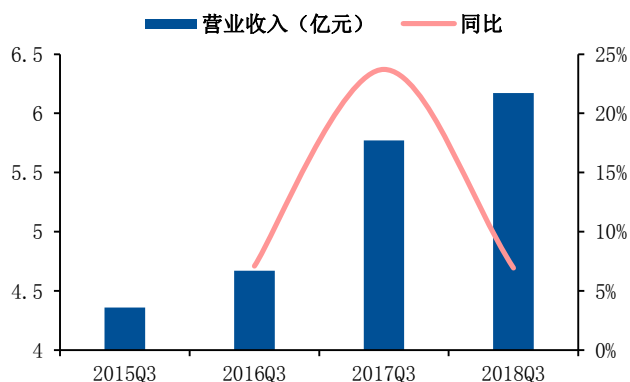
图 47: 家纺行业市场规模有望持续提升



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

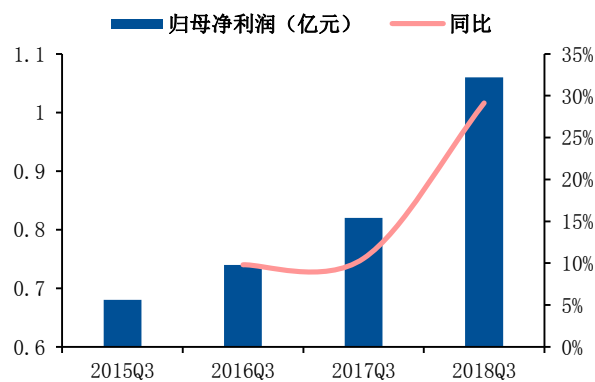
家纺行业集中度呈提升趋势，富安娜、罗莱生活、水星家纺等中高端家纺领先企业有望持续受益。另一方面，近年来富安娜、罗莱生活等家纺领跑者积极布局大家居领域，拓宽业务范围，培育新盈利增长点。富安娜 Q3 实现归母净利润 1.06 亿元，同比增长 29.13%，业绩提升较快；罗莱生活 Q3 实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 6.56%，业绩稳中有升。

图 48：富安娜 Q3 营业收入同比稳步增长



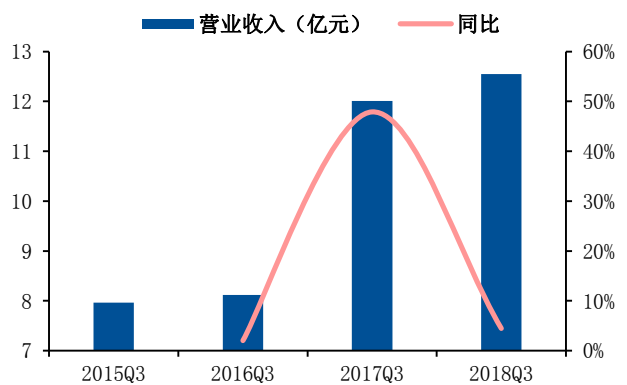
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 49：富安娜 Q3 归母净利润同比较快速增长



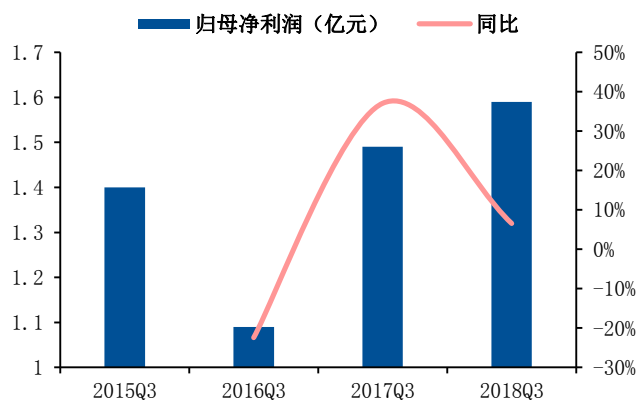
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 50：罗莱生活 Q3 营业收入同比稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 51：罗莱生活 Q3 归母净利润同比稳中有升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）消费需求呈多样性，多品牌集团具备竞争优势

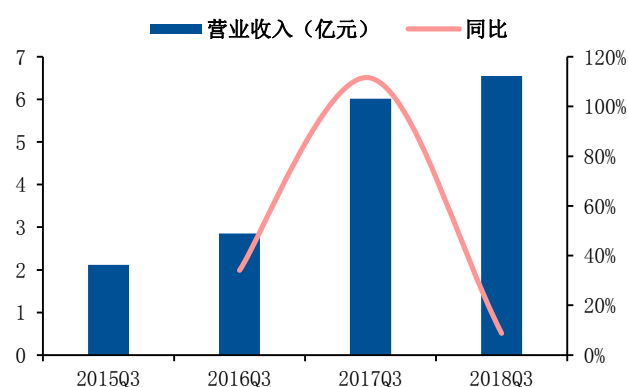
在消费升级的背景下，越来越多的消费者开始更倾向于选择高品质的生活方式，更愿意加大服装等生活用品的支出，人们对服装的需求已从基础功能性需要逐步升级为享受型需要，更多的融合了品牌消费、文化消费和时尚消费。

另一方面，80 后、90 后以及 00 后已开始逐渐成为消费主力军。这些年轻群体更追求时尚和独特的风格，消费观念更为先进，对新鲜事物接受更快，个性化的潮流品牌已成为这类年轻消费者的消费趋势之一。我们认为，未来消费者对服装品质、设计的要求将越来越高，时尚、个性化风格将为品牌带来更强的生命力。

打造品牌矩阵也开始成为当前服装公司发展的一大重要趋势。歌力思、安正时尚、太平鸟、拉夏贝尔等众多上市公司均在积极布局多品牌，构建时装集团。我们认为，发展多品牌的战略可助服装公司更好的满足细分市场的差异化需求，并有望带来协同效应、扩大各个品牌的知名度，未来或将成为更多服装企业的选择。

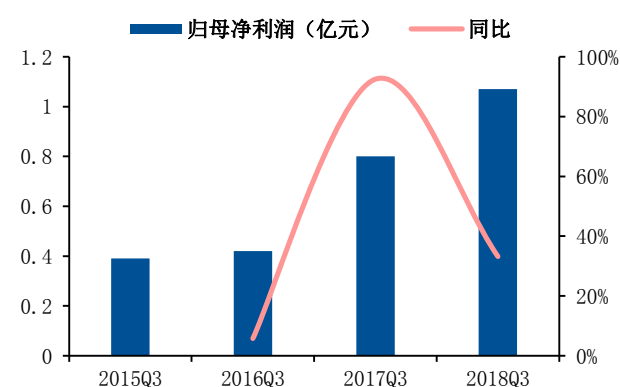
例如，歌力思、安正时尚为国内中高端服装行业领先企业，两公司通过自主培育与外延收购，不断拓展品牌矩阵，旗下品牌风格多元、定位互补，有效迎合消费者的差异化需求。伴随内生增长以及各品牌在渠道开发、营销推广、产品企划、供应链管理等方面发挥协同效应，歌力思业绩快速提升，Q3实现归母净利润1.07亿元，同比增长33.21%。安正时尚聘请国内外知名设计师，在提高产品设计水平的同时推进品牌形象国际化，拟收购品牌电商服务商礼尚信息70%股权，未来或有望嫁接后者优势资源布局童装及母婴行业，拓宽业务领域，Q3实现归母净利润0.84亿元，同比增长12.29%。

图 52：歌力思 Q3 营业收入同比稳步增长



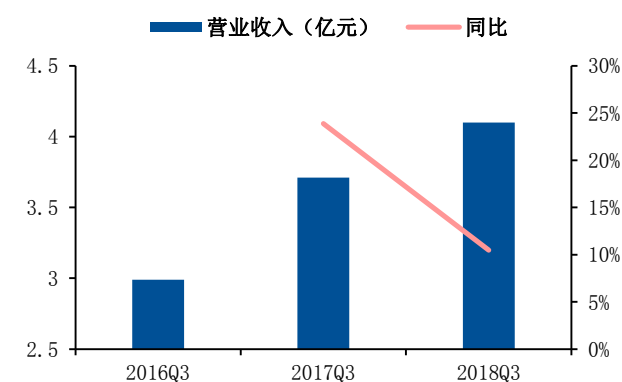
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 53：歌力思 Q3 归母净利润同比快速增长



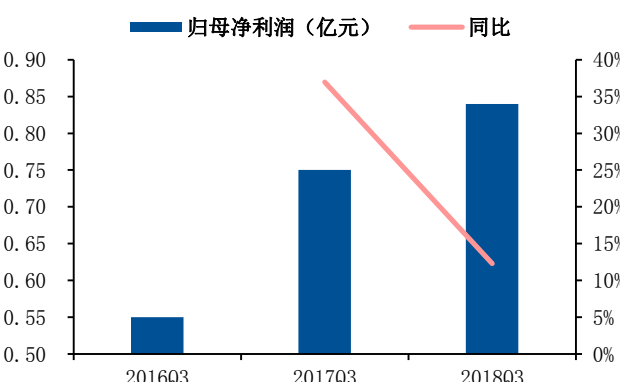
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 54：安正时尚 Q3 营业收入同比稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 55：安正时尚 Q3 归母净利润同比快速增长

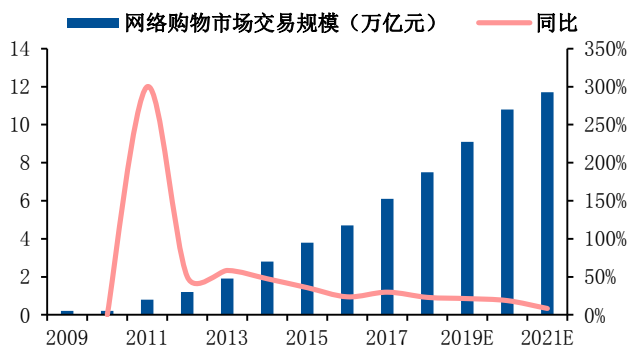


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 新零售、新技术，线上渠道带来新机

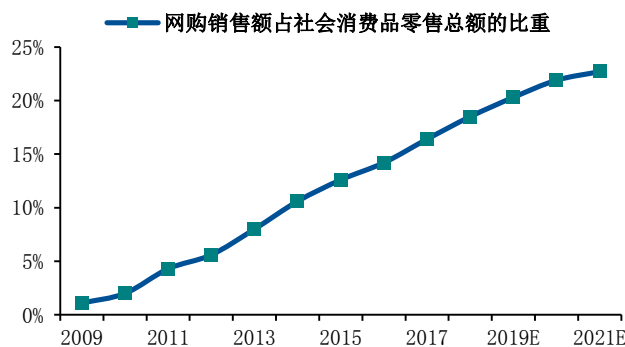
网络购物能够摆脱时间、地点的限制，凭借丰富的品类、亲民的价格和操作的便捷性等优势，逐渐成为国内主流消费方式之一。根据艾瑞咨询预测，2018 年我国网购市场交易规模有望达到 7.5 万亿元，同比增长约 23%，占社会消费品零售总额的比重有望达到 19%，同比提升约 2 个百分点。

图 56：实物商品网上零售额快速增长



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

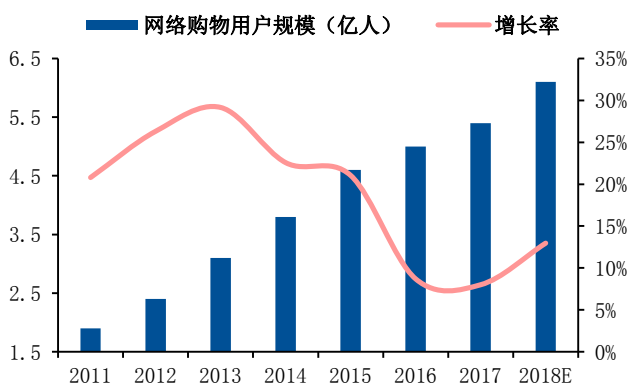
图 57：实物商品网上零售额占社零比重呈上升趋势



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

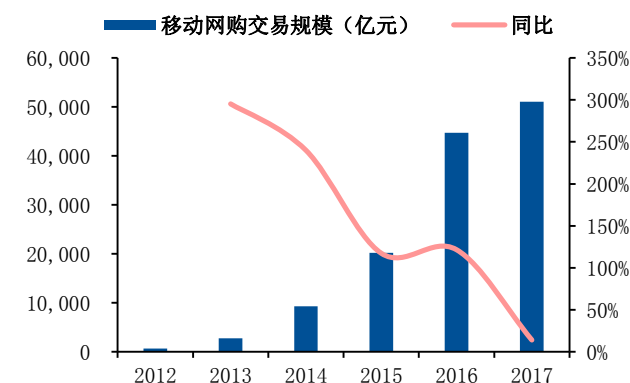
国内网购用户规模也在逐年扩大，预计 2018 年将超过 6 亿人次，占网民总数比例超过 7 成。同时，移动网购交易额持续攀升，2017 年已超过 5 万亿元，同比增长 14%，近六年复合增速约为 105%。

图 58：2011-2018 年中国网购用户规模持续扩大



资料来源：中国互联网络信息中心，中国产业研究院，民生证券研究院

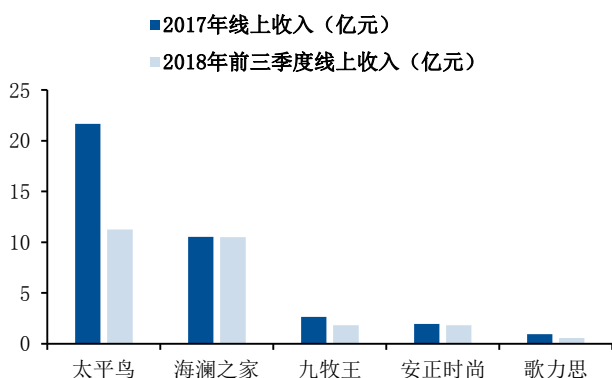
图 59：2012-2017 年移动网购交易规模持续扩大



资料来源：电子商务研究中心，民生证券研究院

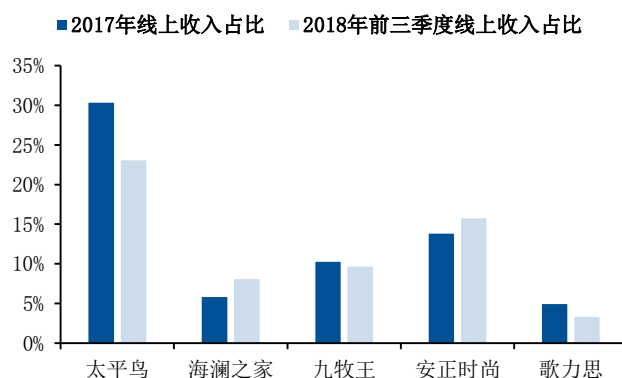
线上销售目前已成为国内服装品牌发展的重点渠道之一。对于服装企业来说，拓展线上可以优化产品的零售模式、仓储物流体系，而丰富的大数据则有助于精准营销、提升运营效率。森马服饰、太平鸟等众多公司均在大力布局电商渠道，未来线上收入有望持续增长。

图 60：部分 A 股品牌服饰公司线上销售收入情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

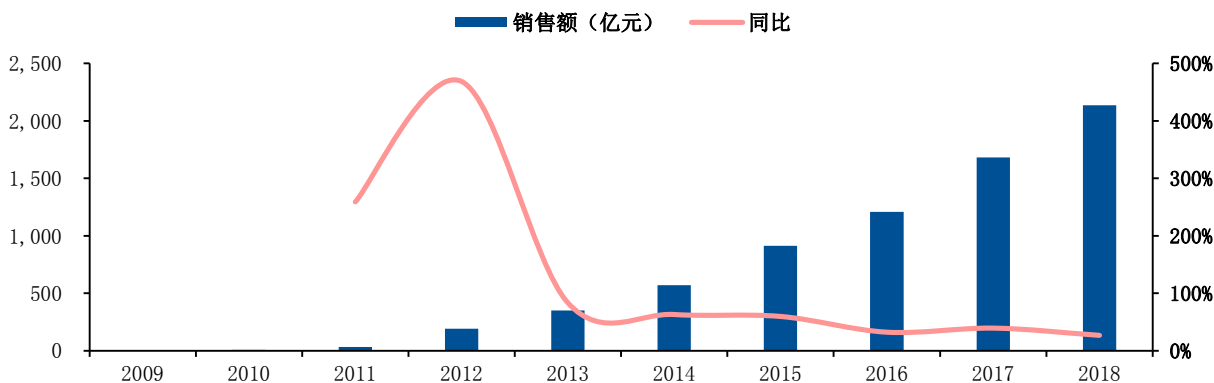
图 61：部分 A 股品牌服饰公司线上销售占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

“双十一”一直是众多服装企业线上销售、品牌宣传、激发消费者潜在购物需求的重要时机。自 2009 年以来，每年 11 月 11 日天猫销售纪录都在创造新高，今年成交额达到 2,135 亿元，较去年的 1,683 亿元增长 39%，增速高于去年的 27%，近十年复合增速达 130%。物流订单超过 10 亿件，同比增长 28%。今年“双十一”，森马服饰、太平鸟、水星家纺、罗莱生活、富安娜等诸多 A 股公司旗下品牌位列天猫各品类销售排行榜前十名，在为公司贡献销售的同时，起到了有效的品牌宣传作用。

图 62：天猫“双十一”销售额持续创新高



资料来源：天猫，亿邦动力，民生证券研究院

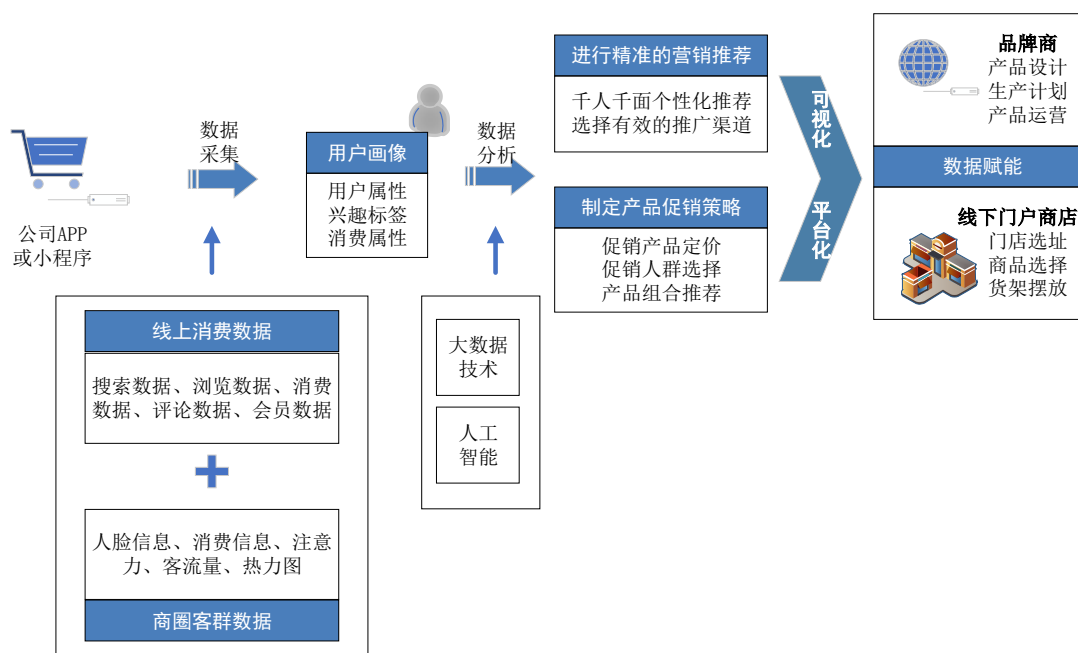
2017 年起，阿里巴巴、腾讯、京东等线上巨头开始大力布局新零售。去年 9 月，阿里与太平鸟签署了战略合作协议，在品牌建设、大数据运用、消费者运营、渠道管理、产品创新等多方面开展合作，推进线上线下优势互补。目前太平鸟正积极扩大品牌线下门店与线上零售的互动，并开发了门店扫码购、门店自提等新业务。

今年 2 月，海澜之家控股股东的一致行动人荣基国际与腾讯普和签订《股份转让协议》，荣基国际将 5.31% 的公司股份转让予腾讯普和，转让总价为 25 亿元。同时，海澜之家的全资子公司江阴海澜与林芝腾讯、挚信投资共同发起设立产业投资基金，未来各方将围绕服装相关

产业链、优秀服装服饰品牌、服装制造等企业开展投资。海澜优选生活馆微商城、海澜之家小程序已于今年上线。我们认为，联手腾讯布局新零售生态圈有望助海澜之家优化库存结构，进一步巩固行业领先地位，提升市场价值。

今年8月，朗姿股份召开“智·未来 朗姿智慧零售战略发布暨2019秋冬发布会”，宣布与腾讯旗下腾讯云、微众银行等合作计划，计划携手腾讯，在数据、流量、支付、科技、金融及云计算等多个方面全面开展合作，运用成熟的数字化技术对现有业务进行全面的升级改造，挖掘品牌数字化潜力，成为行业数字化转型探索者和先行者。

图 63：智慧零售模式图



资料来源：易观智库，民生证券研究院

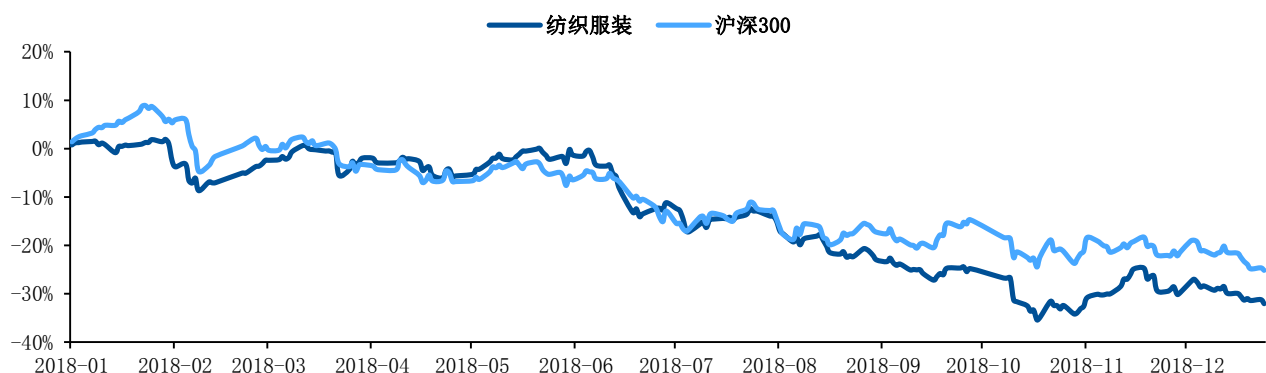
此外，海澜之家、拉夏贝尔等多家公司已开始推行 RFID（无线射频识别）扫码系统。该技术可流水化读取产品信息，实现成箱商品信息的批量扫描、实时上传、比对与分类处置，并能够实现单件服装从工厂至仓库、再至门店的流向跟踪，进而实现产品质量的可追溯性管理。拓展 RFID 有望助服装企业降低成本、提高产品及信息管理的效率，提升供应链品质，强化品牌在行业内的竞争优势。

我们认为，随着新技术的发展和智慧零售模式的推进，国内服装企业的将不断优化供应链，线上渠道有望通过大数据更为精准的定位顾客的喜好、需求，线下场景则有望为消费者带来更加优质的购物体验，顺应消费者持续升级的需求。

四、板块低位徘徊，明年有望迎来回暖

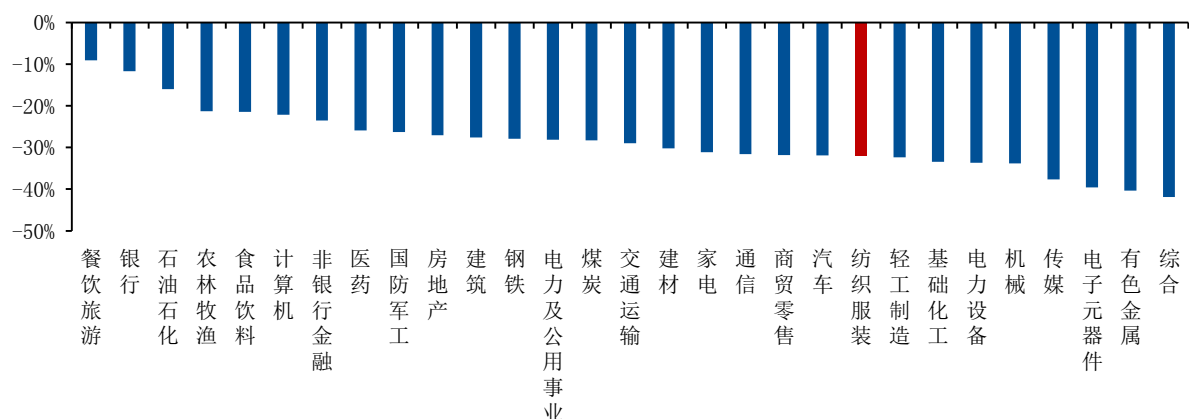
年中以来纺织服装板块走势低迷，目前仍在低位徘徊。从年初至12月25日收盘，行业涨跌幅在中信一级行业中排名第21位，跌幅达32.04%，跑输沪深300指数6.89个百分点。

图 64：年初至 12 月 25 日纺织服装行业与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

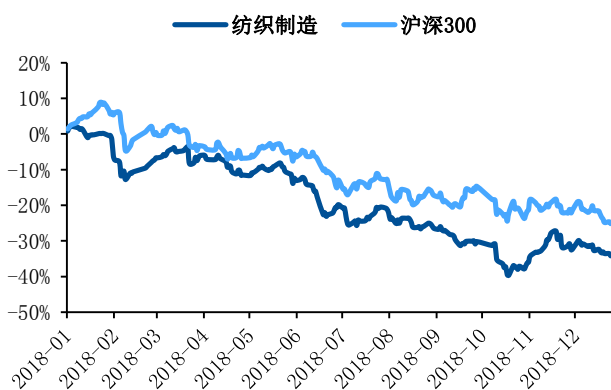
图 65：年初至 12 月 25 日纺织服装板块涨幅位列中信一级行业第 21 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

分子行业来看，纺织制造年初至 12 月 25 日下跌 34.19%，品牌服饰下跌 30.12%，优于纺织制造板块。

图 66：纺织制造子板块与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

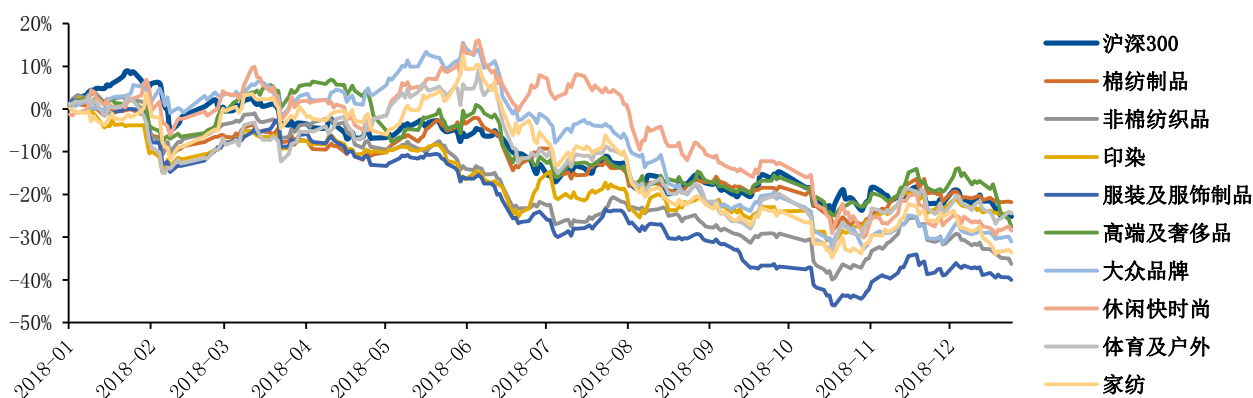
图 67：品牌服饰子板块与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

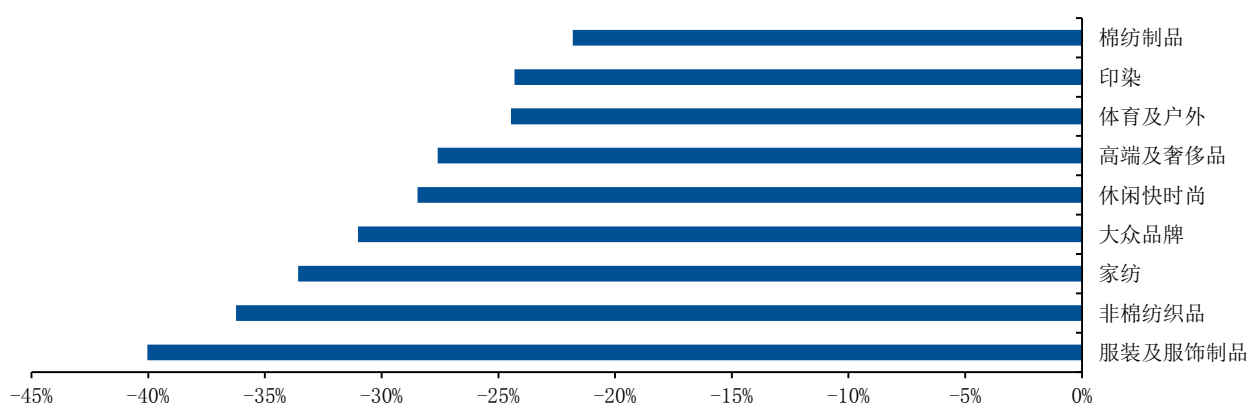
再细分到三级行业来看，棉纺制品板块表现最佳，年初至12月25日下跌21.81%，为同期各细分行业里跌幅最低的板块。

图 68：年初至 12 月 25 日各细分行业及沪深 300 走势对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 69：年初至 12 月 25 日各细分行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

个股涨跌方面，除停牌股票和已转型公司之外，从年初至12月25日收盘，板块涨幅排名前五位的个股分别是柏堡龙（+26.78%）、森马服饰（+14.44%）、百隆东方（+6.32%）、周大生（+4.52%）、九牧王（+1.28%）。

表 3：年初至 12 月 25 日收盘涨跌幅排名前五名的个股

| 证券代码 | 证券名称 | 涨跌幅 |
|-----------|------|---------|
| 002776.SZ | 柏堡龙 | +26.78% |
| 002563.SZ | 森马服饰 | +14.44% |
| 601339.SH | 百隆东方 | +6.32% |
| 002867.SZ | 周大生 | +4.52% |
| 601566.SH | 九牧王 | +1.28% |

资料来源：Wind，民生证券研究院

板块涨跌幅排名后五位的个股分别是商赢环球（-72.50%）、步森股份（-72.43%）、贵人鸟（-65.16%）、*ST中绒（-64.29%）、振静股份（-58.27%）。

表 4：年初至 12 月 25 日收盘涨跌幅排名后五名的个股

| 证券代码 | 证券名称 | 涨跌幅 |
|-----------|--------|---------|
| 600146.SH | 商赢环球 | -72.50% |
| 002569.SZ | 步森股份 | -72.43% |
| 603555.SH | 贵人鸟 | -65.16% |
| 000982.SZ | *ST 中绒 | -64.29% |
| 603477.SH | 振静股份 | -58.27% |

资料来源：Wind，民生证券研究院

我们认为，经过了近两年来较为充分的调整，纺织服装板块目前估值相对较低，建议关注优质个股投资机会。虽然消费市场短期承压，但个人所得税起征点提高、2019 年实施抵扣政策，有助于激发居民的消费潜力，有望促进新一年零售市场回暖、服装消费增长。

五、投资建议

整体来看，今年纺织服装行业上市公司基本面表现较为平稳。但另一方面，板块较年初相比跌幅较大，目前仍在低位徘徊。我们认为，经过了近两年来较为充分的调整，纺织服装板块目前估值相对较低。建议重点关注产品、渠道持续升级且业绩有望保持增长的服装家纺领跑者，和订单充沛、积极布局海外产能的优质制造企业。个股建议重点关注：**森马服饰、太平鸟、歌力思、安正时尚、富安娜、健盛集团、华孚时尚**。

森马服饰：巴拉巴拉市占率居童装行业首位，休闲服饰业务稳步增长。深入拓展电商领域，积极布局购物中心渠道，迎合年轻群体消费趋势。

太平鸟：产品、渠道升级，存货库龄优化。大力拓展电商领域，与天猫开展新零售战略合作，计划到 2020 年实现线上线下零售额双百亿。

歌力思：专注打造高级时装集团、布局多品牌，各品牌在渠道开发、营销推广、产品企划、供应链管理等方面发挥协同效应，业绩快速提升。

安正时尚：主品牌玖姿稳步增长，逐步培育新品牌。收购礼尚信息 70% 股权，有望助力公司布局童装及母婴行业、提升电商运营能力，同时增厚业绩。

富安娜：中高端家纺领先企业，有望受益于行业集中度提升。注重产品研发，渠道管理能力较强。持续深化大家居领域布局，与家纺业务协同发展。

健盛集团：订单充沛，拥有优质客户资源。深化布局越南，计划建设棉袜、无缝内衣生产基地，伴随产能进一步扩张，业绩有望持续增长。

华孚时尚：深耕新疆，享受资源、区位、政策等优势。拟通过子公司投资新型纱线项目，地址为越南隆安省，深化布局越南产能有助于公司提升服务全球客户的竞争力。

盈利预测与财务指标

| 重点公司 | 现价 | EPS (元) | | | PE | | | 评级 |
|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 12月25日 | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E | |
| 森马服饰 | 8.82 | 0.42 | 0.58 | 0.69 | 20.8 | 15.1 | 12.7 | 推荐 |
| 太平鸟 | 19.43 | 0.95 | 1.37 | 1.79 | 20.5 | 14.2 | 10.8 | 推荐 |
| 歌力思 | 16.02 | 0.90 | 1.12 | 1.37 | 17.9 | 14.3 | 11.7 | 推荐 |
| 安正时尚 | 10.80 | 0.94 | 0.89 | 1.16 | 11.4 | 12.1 | 9.3 | 推荐 |
| 富安娜 | 7.38 | 0.60 | 0.69 | 0.81 | 12.3 | 10.6 | 9.1 | 推荐 |
| 健盛集团 | 10.82 | 0.32 | 0.56 | 0.75 | 34.3 | 19.3 | 14.4 | 推荐 |
| 华孚时尚 | 5.27 | 0.67 | 0.58 | 0.81 | 7.9 | 9.1 | 6.5 | 推荐 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

六、风险提示

经济环境变化导致服装消费低迷；汇率波动；棉价波动；新品牌发展不及预期。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 居民人均可支配收入稳步增长 | 3 |
| 图 2: 消费占 GDP 比重逐年上升 | 3 |
| 图 3: 各国 2021 年私人名义消费规模 (预测值) | 3 |
| 图 4: 2018 年我国消费者信心指数相对往年较高 | 4 |
| 图 5: 国内服装零售额逐年提升 | 4 |
| 图 6: 1-11 月服装鞋帽、针纺织品零售额及增速 | 4 |
| 图 7: 2017 年 1 月至今各类纺织服装产品出口额对比 | 5 |
| 图 8: 纺织服装行业前三季度营业收入同比稳步增长 | 5 |
| 图 9: 纺织服装行业前三季度归母净利润同比略有下滑 | 5 |
| 图 10: 纺织服装 71 家公司 Q1-Q3 营业收入同比稳步增长 | 6 |
| 图 11: 纺织服装 71 家公司 Q1-Q3 归母净利润同比稳中有升 | 6 |
| 图 12: 纺织服装 71 家公司 Q3 营业收入同比稳中有升 | 6 |
| 图 13: 纺织服装 71 家公司 Q3 归母净利润同比略有下降 | 6 |
| 图 14: 纺织服装行业前三季度毛利率同比上升 | 6 |
| 图 15: 纺织服装行业 Q3 毛利率同比上升 | 6 |
| 图 16: 纺织服装行业前三季度期间费用率同比下降 | 7 |
| 图 17: 纺织服装行业 Q3 期间费用率同比上升 | 7 |
| 图 18: 纺织服装行业前三季度存货周转天数同比减少 | 7 |
| 图 19: 纺织服装行业前三季度存货周转率同比上升 | 7 |
| 图 20: 纺织服装行业前三季度应收账款周转天数同比增加 | 8 |
| 图 21: 纺织服装行业前三季度应收账款周转率同比下降 | 8 |
| 图 22: 纺织制造 40 家公司前三季度营业收入同比稳步增长 | 8 |
| 图 23: 纺织制造 40 家公司前三季度归母净利润同比下滑 | 8 |
| 图 24: 纺织制造 40 家公司 Q3 营业收入同比稳步增长 | 9 |
| 图 25: 纺织制造 40 家公司 Q3 归母净利润同比下滑 | 9 |
| 图 26: 华孚时尚 Q3 营业收入同比稳步增长 | 9 |
| 图 27: 华孚时尚 Q3 归母净利润同比稳步增长 | 9 |
| 图 28: 百隆东方 Q3 营业收入同比稳步增长 | 10 |
| 图 29: 百隆东方 Q3 归母净利润同比稳步增长 | 10 |
| 图 30: 越南平均最低工资标准 | 11 |
| 图 31: 健盛集团越南产能占比逐年提升 | 11 |
| 图 32: 健盛集团 Q3 营业收入同比较快速增长 | 11 |
| 图 33: 健盛集团 Q3 归母净利润同比较快速增长 | 11 |
| 图 34: 年初至今美元、欧元、英镑兑人民币中间价 | 12 |
| 图 35: 年初至今棉价表现较为稳定 | 12 |
| 图 36: 国内棉花消费量、产量、进口量情况及预测 | 13 |
| 图 37: 近年来国内棉花消费缺口情况 | 13 |
| 图 38: 2015 年以来国内棉花年末库存量与消费量之比下降 | 13 |
| 图 39: 品牌服饰 31 家公司前三季度营业收入同比稳步增长 | 15 |
| 图 40: 品牌服饰 31 家公司前三季度归母净利润同比稳步增长 | 15 |
| 图 41: 品牌服饰 31 家公司 Q3 营业收入同比略有下滑 | 15 |
| 图 42: 品牌服饰 31 家公司 Q3 归母净利润同比稳中有升 | 15 |
| 图 43: 森马服饰 Q3 营业收入同比稳步增长 | 16 |
| 图 44: 森马服饰 Q3 归母净利润同比较快速增长 | 16 |
| 图 45: 太平鸟 Q3 营业收入同比稳步增长 | 16 |
| 图 46: 太平鸟 Q3 归母净利润同比稳步增长 | 16 |

| | |
|---|----|
| 图 47: 家纺行业市场规模有望持续提升 | 16 |
| 图 48: 富安娜 Q3 营业收入同比稳步增长 | 17 |
| 图 49: 富安娜 Q3 归母净利润同比较快速增长 | 17 |
| 图 50: 罗莱生活 Q3 营业收入同比稳步增长 | 17 |
| 图 51: 罗莱生活 Q3 归母净利润同比稳中有升 | 17 |
| 图 52: 歌力思 Q3 营业收入同比稳步增长 | 18 |
| 图 53: 歌力思 Q3 归母净利润同比快速增长 | 18 |
| 图 54: 安正时尚 Q3 营业收入同比稳步增长 | 18 |
| 图 55: 安正时尚 Q3 归母净利润同比快速增长 | 18 |
| 图 56: 实物商品网上零售额快速增长 | 19 |
| 图 57: 实物商品网上零售额占社零比重呈上升趋势 | 19 |
| 图 58: 2011-2018 年中国网购用户规模持续扩大 | 19 |
| 图 59: 2012-2017 年移动网购交易规模持续扩大 | 19 |
| 图 60: 部分 A 股品牌服饰公司线上销售收入情况 | 20 |
| 图 61: 部分 A 股品牌服饰公司线上销售占比情况 | 20 |
| 图 62: 天猫“双十一”销售额持续创新高 | 20 |
| 图 63: 智慧零售模式图 | 21 |
| 图 64: 年初至 12 月 25 日纺织服装行业与沪深 300 指数走势对比 | 22 |
| 图 65: 年初至 12 月 25 日纺织服装板块涨幅位列中信一级行业第 21 位 | 22 |
| 图 66: 纺织制造子板块与沪深 300 指数走势对比 | 22 |
| 图 67: 品牌服饰子板块与沪深 300 指数走势对比 | 22 |
| 图 68: 年初至 12 月 25 日各细分行业及沪深 300 走势对比 | 23 |
| 图 69: 年初至 12 月 25 日各细分行业涨跌幅情况 | 23 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 部分纺织服装企业越南布局历程 | 10 |
| 表 2: 部分印染行业相关环保政策梳理 | 14 |
| 表 3: 年初至 12 月 25 日收盘涨跌幅排名前五名的个股 | 23 |
| 表 4: 年初至 12 月 25 日收盘涨跌幅排名后五名的个股 | 24 |

分析师简介

李奇琦，2016年加入民生证券，现任纺织服装、商贸零售方向负责人。中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。