

纺织服装

3月服装线上销售环比有所回暖

评级: 增持 (维持)

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

Email: wangys@f.qzq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qzq.com.cn

CS 钢铁
CS 建材
CS 银行
CS 建筑
CS 国防军工
CS 石油石化
CS 非银行金融
CS 农林牧渔
电力及公用事业

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
歌力思	17.43	0.91	1.07	1.38	1.62	19	16	13	11	0.76
海澜之家	9.77	0.74	0.77	0.84	0.89	13	13	12	11	1.98
百隆东方	5.71	0.33	0.29	0.39	0.44	18	20	15	13	1.82
森马服饰	11.99	0.42	0.58	0.70	0.80	29	21	17	15	0.88
水星家纺	19.30	0.96	1.18	1.44	1.74	20	16	13	11	0.76
九牧王	14.28	0.86	0.97	1.09	1.23	17	15	13	12	1.15

备注: 股价为 2019.3.29 收盘价

基本状况

上市公司数	88
行业总市值(百万元)	506750
行业流通市值(百万元)	383680

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 从春节返乡问卷看服装消费趋势
- 2 月瑞士手表对大陆出口再减, 棉纺景气度环比下降
- 3 业绩快报小结: Q4 板块整体收入业绩放缓, 龙头优势凸显
- 4 增值税率下调对纺服行业影响几何?
- 5 1-2 月服装类社零总额同增 1.8%, 为 2010 年来新低
- 6 关注低估值业绩稳健增长的细分龙头

投资要点

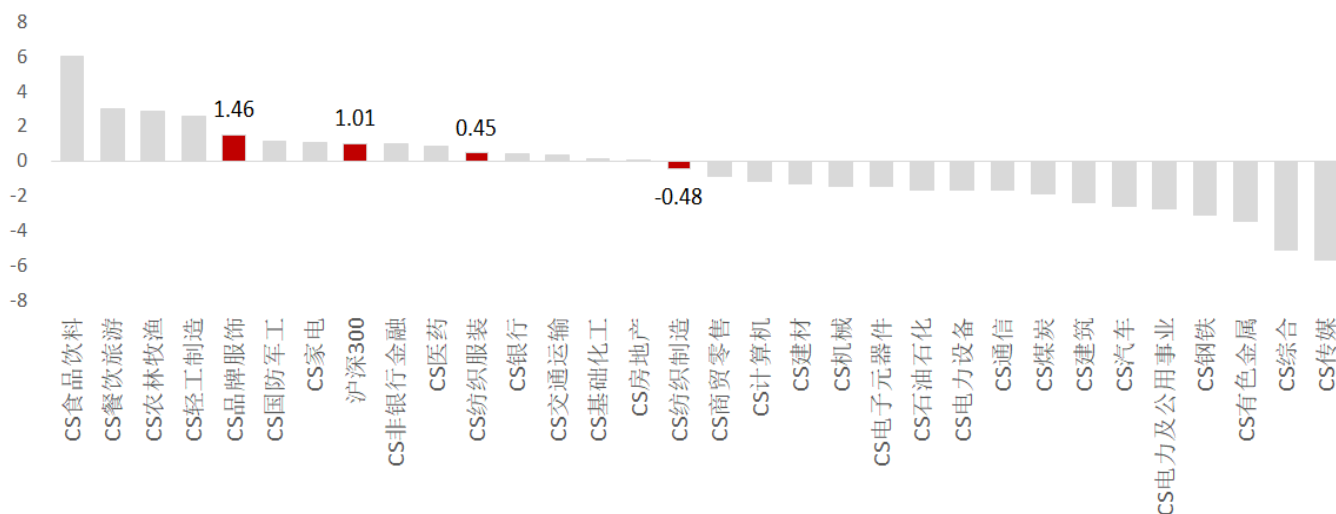
- **一周回顾:** 本周中信纺织服装指数上涨 0.45%, 跑输沪深 300 (+1.01%), 其中纺织制造和品牌服装分别上涨-0.48%和 1.46%。纺织制造/品牌服装估值分别为 30/23 倍。从个股表现上看, 搜于特、罗莱生活、三夫户外涨幅居前, 步森股份、赫美集团、龙头股份跌幅居前。
- **行业数据&资讯:**
 - **品牌服饰: 3 月纺服各品类线上销售环比有所回暖。** 2019 年 3 月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为 23.29%/17.66%/14.37%/56.68%, 相比 2019 年 1-2 月销售额增速分别提升 19.69/9.77/5.71/61.85PCTs。
 - **纺织制造: 2 月棉花景气度略有下滑, 进口棉价格环比+0.9%。** 2019 年 2 月中国棉纺织景气指数为 46.41, 环比下降 1.09。主要受 18Q4 终端市场疲软, 导致企业购买意愿弱, 以及春节假期工厂处于停产状态的影响。未来随着市场回暖、开工天数增加, 以及中美贸易谈判持续推进, 预计 3 月中国棉纺织景气指数将有所回暖。从棉花进口数据来看, 2 月我国棉花进口量为 23 万吨, 环比下降 18%, 平均进口价格为 2002 美元/吨, 环比上涨 0.9% (+19 美元), 同比上涨 6.2%。
- **行业观点及投资建议:** 1-2 月社零总额中服装类消费增幅放缓, 3 月部分零售渠道中的中高端女装销售有所回暖。考虑到 2019Q1 过后高基数影响减弱、同时各项减税政策将于 Q2 落地, 从公司层面看, 品牌服饰全年需求有望呈现前低后高, 逐季回暖的趋势。从历史看, 当终端需求企稳回升时, 可选属性较强的中高端品牌有望最先复苏, 建议关注业绩有保障&低估值的**歌力思** (2019 13X); 此外, 建议关注坐拥优质童装赛道且龙头地位稳固的**森马服饰**、高分红的**九牧王**、以及年初至今滞涨的越南产能快速释放且订单有保障的**健盛集团**
- **风险提示:** 宏观经济增速放缓风险; 终端消费需求放缓, 或致品牌服饰销售低于预期; 棉价异动风险。

内容目录

板块表现.....	- 3 -
行业数据.....	- 4 -
品牌服饰：3月纺服各品类线上销售环比有所回暖.....	- 4 -
棉纺制造：2月棉花景气度略有下滑，进口棉价格环比+0.9%.....	- 8 -
行业公告&资讯.....	- 11 -
风险提示.....	- 13 -
附录：图表.....	- 13 -
投资评级说明.....	- 14 -

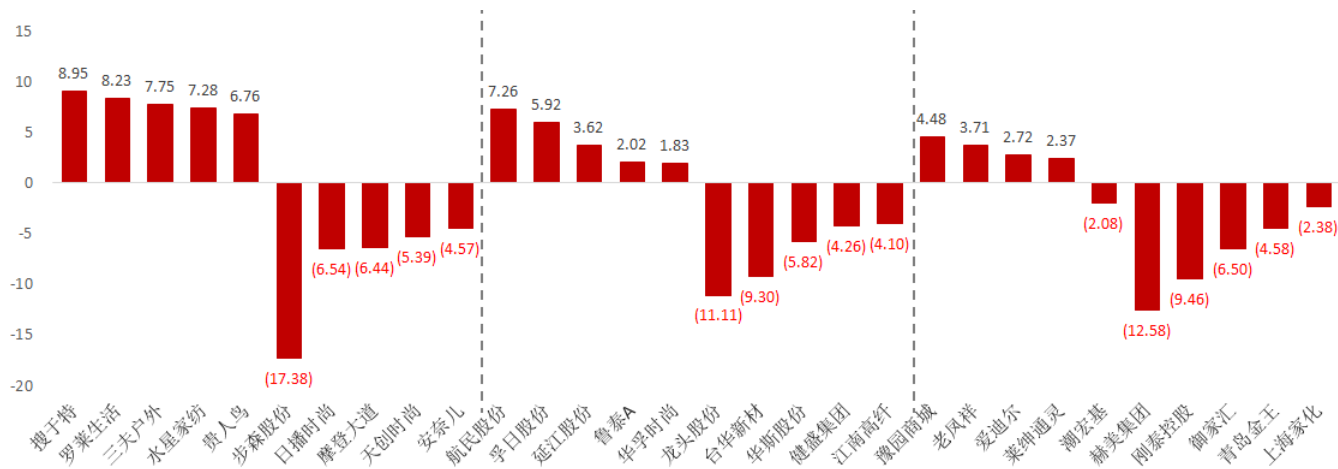
板块表现

图表1: 本周板块表现: 纺织制造 (-0.48%)、品牌服饰 (+1.46%)、沪深300指数 (1.01%)



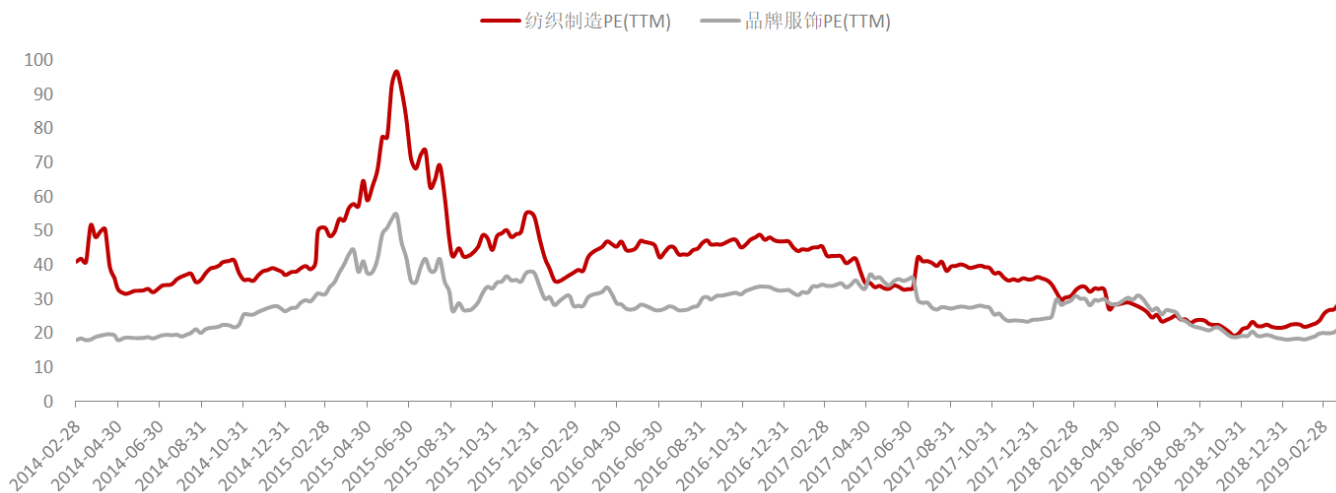
来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 本周个股表现: 纺服行业搜于特、罗莱生活、三夫户外涨幅居前, 步森股份、龙头股份、台华新材跌幅居前; 珠宝与化妆品豫园商城、老凤祥、爱迪尔涨幅居前, 赫美集团、刚泰控股、御家汇跌幅居前



来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 品牌服装 (23x)、纺织制造 (30x) 板块估值 (截至2019.3.29)



来源: Wind, 中泰证券研究所

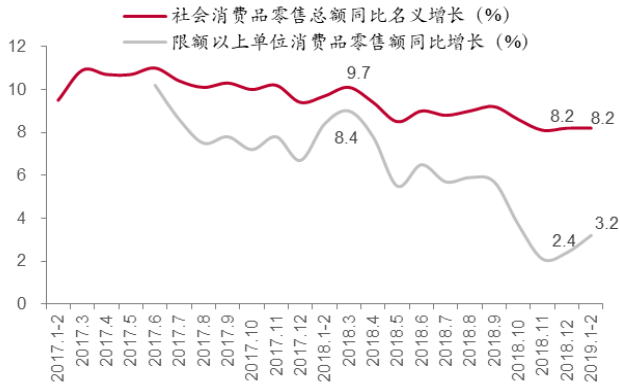
行业数据

品牌服饰: 3月纺服各品类线上销售环比有所回暖

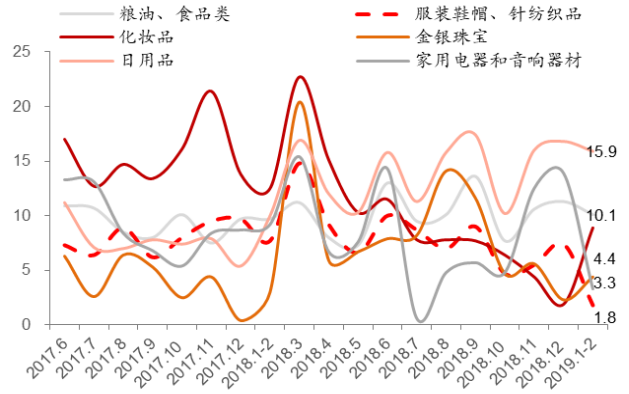
- 最新数据显示, 2019年1-2月社会消费品零售总额66064亿元, 同比增长8.2%, 增速与去年12月持平。从实际增长看, 扣除价格因素, 社会消费品零售总额同比增长7.1%, 比去年12月份加快0.5PCTs, 比去年全年加快0.2PCTs。其中限额以上企业销售额增速为3.2%, 增速同比放缓5.2PCTs, 环比提升0.8PCTs。分业态来看, 餐饮业贡献较为明显, 收入增速较上年增长9.7%, 较上年12月份加快0.7PCTs。
- 分品类看, 1-2月社会零售总额中, 各品类均实现同比正增长, 其中化妆品和金银珠宝消费分别同增8.9%/4.4%, 环比明显改善, 增速分别提升7.0%/2.1PCTs。服装鞋帽、针纺织品同比增长1.8%, 增速同比/环比分别放缓5.9%/5.6PCTs。2018Q1高基数, 叠加春节较上年提前10天, 服装类销售额增速环比/同比放缓明显, 增速创2017年以来新低
- 今年1-2月限额以上企业服装零售额同增1.0%, 增速同比/环比分别下滑8.1%/6.3PCTs。其中全国百家重点大型零售企业服装商品零售额同比下降8.8%, 说明大型百货渠道销售压力较大。

图表4: 2019.1-2社零/限额以上企业零售额当月同比增速(%) (数据更新至19.3.15)

图表5: 2019.1-2月社零总额中分品类销售额当月同比。(数据更新至19.3.15)

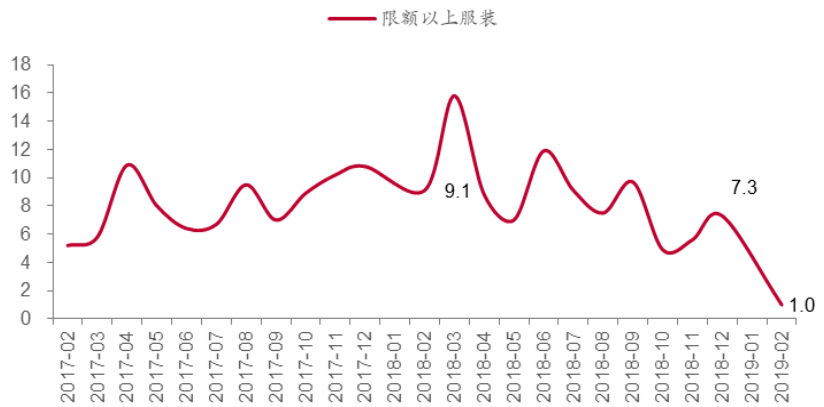


来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所



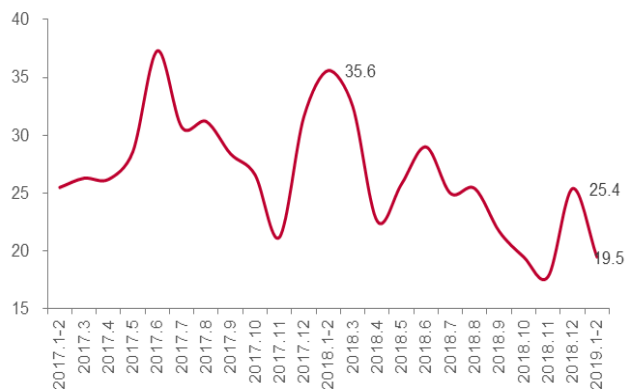
来源：中华全国商业信息中心，中泰证券研究所

图表 6: 2019.1-2 月限额以上企业服装类零售额增速 (%)

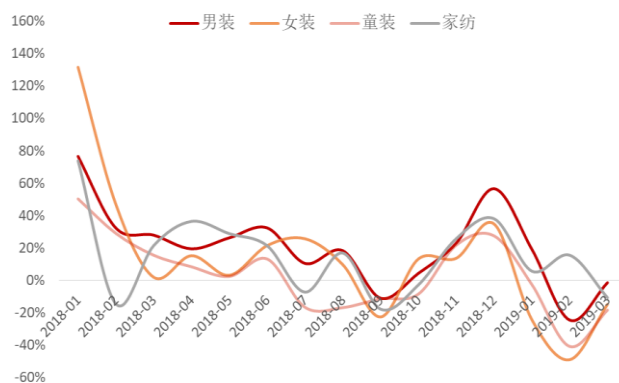


来源：中华全国商业信息中心，Wind，中泰证券研究所

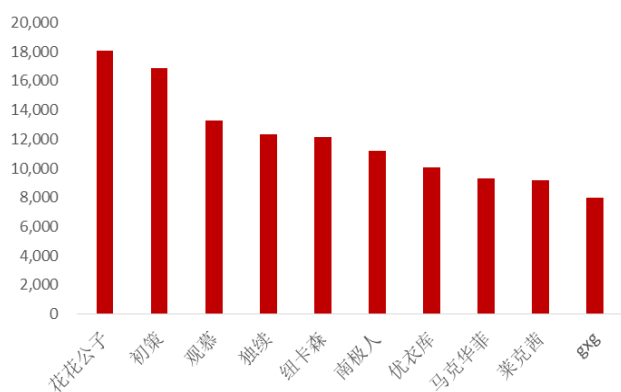
- 分渠道看，线下线上变现分化。1-2 月线下消费品零售额同比增长 6.2%，增速与去年同期持平，较去年 12 月加快 1.8PCTs。线上消费对社零总额增长的贡献率环比下滑 9.7PCTs，为 35.5%。社零总额中 1-2 月线上实物商品销售额同增 19.5%，增速同比/环比分别下降 16.1/5.9PCTs。其中穿着类实物商品网上零售额增长率为 15.6%，同比/环比下滑 21.2/6.4PCTs。从累计数据来看，穿着类实物商品网上零售额增长率从 2018 年初（36.8%）至今逐月下滑，电商红利逐步消退。
- 从服装类线上销售额看，2019 年 3 月天猫平台男/女/童装、家纺类产品销售额当月同比增速为 23.29%/17.66%/14.37%/56.68%，相比 1-2 月增速分别环比提升 19.69%/9.77%/5.71%/61.85%，3 月线上销售数据有所回暖。
- 从品牌排行看，行业龙头品牌排名靠前。天猫平台男装 TOP10 品牌分别为花花公子、初策、观慕等；女装 TOP10 品牌有优衣库、Vero Moda、Only 等；童装 TOP10 品牌有巴拉巴拉、南极人、dave&bella 等；家纺类产品 TOP10 品牌有南极人、水星家纺、LOVO 等；护肤品 TOP10 品牌为欧丽源、倾肤、欧莱雅等；彩妆类产品 TOP10 品牌为完美日记、美宝莲、稚优泉等。

图表 7: 2017.1 至 2019.1-2 月社零总额中线上销售增速%


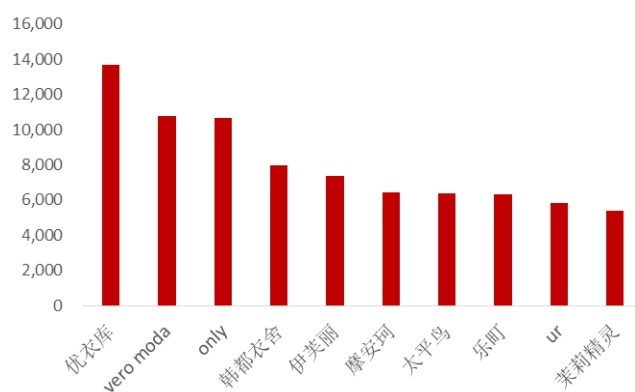
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 8: 2018.1-19.2 天猫、淘宝平台男/女/童装、家纺销售额当月同比%


来源: 淘数据, 中泰证券研究所

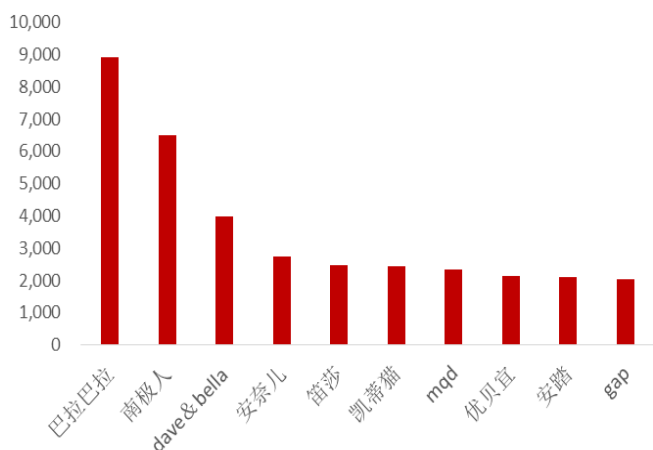
图表 9: 2019.3 月天猫平台男装销售额 TOP10 品牌 (万元)


来源: 淘数据, 中泰证券研究所

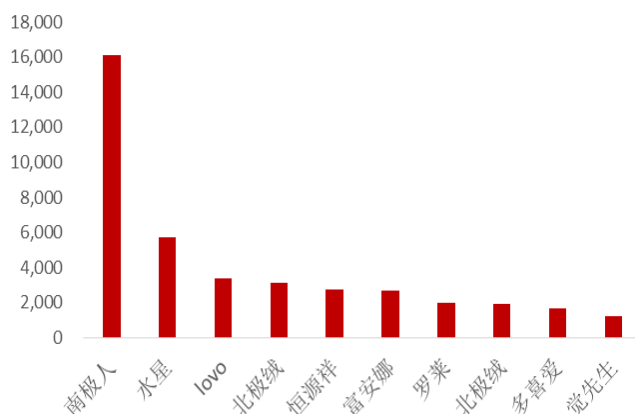
图表 10: 2019.3 月天猫平台女装销售额 TOP10 品牌 (万元)


来源: 淘数据, 中泰证券研究所

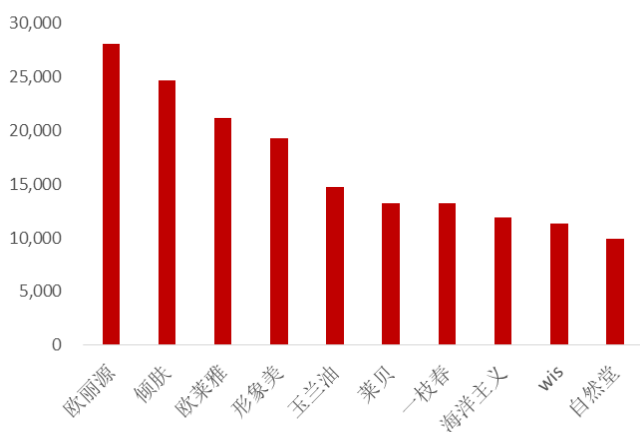
图表 11: 2019.3 月天猫平台童装销售额 TOP10 品牌 (万元)
图表 12: 2019.3 月天猫平台床上用品销售额 TOP10 品牌 (万元)



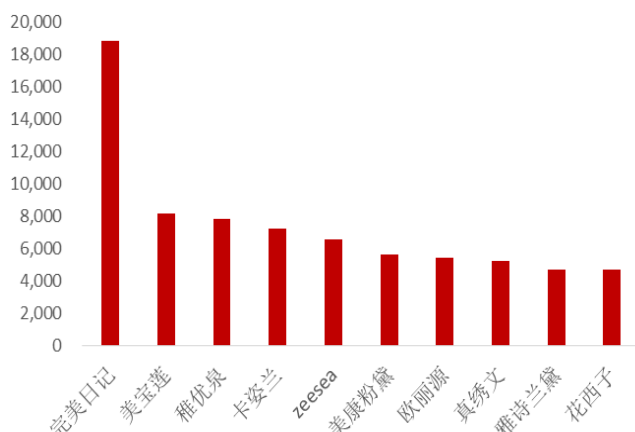
来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 13: 2019.3 月天猫平台护肤类销售额 TOP10 品牌 (万元)


来源：淘数据，中泰证券研究所

图表 14: 2019.3 月天猫平台彩妆类销售额 TOP10 品牌 (万元)


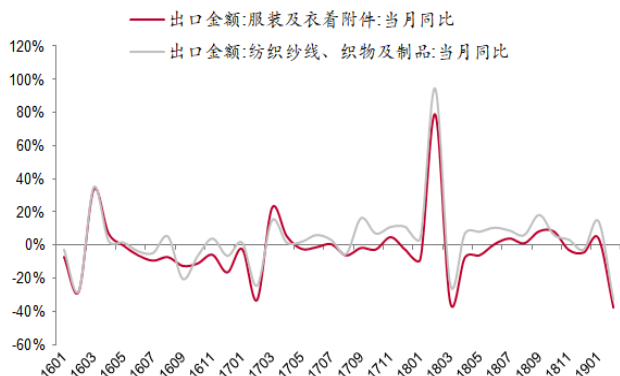
来源：淘数据，中泰证券研究所



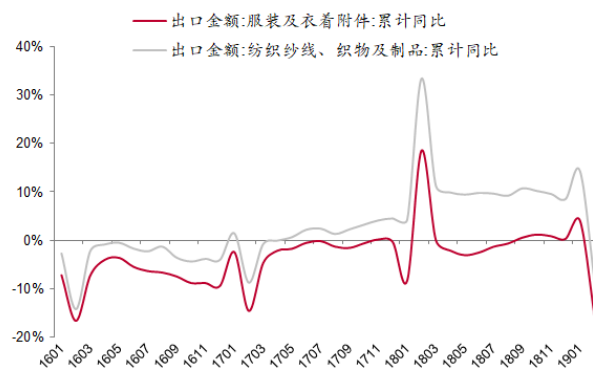
来源：淘数据，中泰证券研究所

- 从出口看，2019 年 1-2 月纺织制品及服装外贸出口下滑。服装类出口金额累计同增-15.35% (增速环比-19.38PCTs)，纺织类出口金额累计同增-8.05% (增速环比-22.34PCTs)。我们认为，1 月出口大增，而 2 月大幅下降，主要因前期春节前集中出货、及在中美谈判出结果前抢出口有关，导致部分需求提前透支。

图表 15: 2019.2 月当月服装类出口金额同增 -37.71% (增速环比-47.46PCTs)，纺织类出口金额同增-33.17% (增速环比-41.75PCTs)。
图表 16: 2019.2 月服装类出口金额累计同增 -15.35% (增速环比-19.38PCTs)，纺织类出口金额累计同增-8.05% (增速环比-22.34PCTs)。



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

棉纺制造: 2月棉花景气度略有下滑, 进口棉价格环比+0.9%

- 本周棉花 328 价格指数收于 15573 元/吨, 单价环比/同比变动+8/+49 元; Cotlook A 价格指数收于 85.30 美分/磅, 环比/同变动-1.10/-4.65 美分。涤纶短纤收于 8800 元/吨, 与上周持平, 同期粘较短纤较上周下降 250 元/吨至 12150 元/吨。
- 2 月中国棉纺织景气指数为 46.41, 环比下降 1.09。其中产品销售指数环比下降 1.79, 主要是受 18Q4 市场疲软的影响, 导致 19 年初市场整体开工较以往稍晚。生产指数环比下降 1.06, 是由于春节假期企业处于停产状态, 属性正常的周期回落。原料库存指数/产品库存指数分别环比下降 1.24/0.69。随着市场回暖、开工天数增加, 以及中美贸易谈判的逐步推进, 预计 3 月中国棉纺织景气指数将有所回暖。
- 2 月棉花进口价格环比增 0.9%。据海关总署数据统计, 2019 年 2 月我国棉花进口量为 23 万吨, 环比下降 18%, 同比增长 124%。平均进口价格为 2002 美元/吨, 环比上涨 0.9% (+19 美元), 同比上涨 6.2%。2019 年 1-2 月我国累计进口棉花 51 万吨, 同比增长 116%。从进口国来看, 巴西和澳大利亚占比均接近三成, 印度排第三, 其次是乌兹别克斯坦, 增长明显, 而美国进口的数量环比同比均有下滑, 排名第五。
- 从供需看, 预计 2018/19 年国内供需缺口缩小, 全球缺口扩大。3 月 USDA 预计 2018/19 年中国内供需差为 123.0 万吨 (与 2 月预测持平), 较 2017/18 年减小 34.9 万吨, 主要因在扩大进口或提高进口配额预期下, 预计全年棉花进口量增加 47.9 万吨。从全球看, 2018/19 年供需差为 102.3 万吨 (较 2 月预测缩小 10.9 万吨), 较上年扩大 35.2 万吨。供需缺口扩大, 主要因产量减少 84.2 万吨 (同时进口增加 155.2 万吨), 而需求增加 102.6 万吨所致。
- 下游纺织服装内需保持增长, 出口明显下滑。从内需来看, 2019 年 1-2 月, 服装鞋帽、针纺织品/限额以上企业服装类/穿着类实物商品网上零售额分别同比增长 1.8%/1.0%/15.6%。出口方面, 我国纺织品服装累计出口额同比下降 11.6%, 其中纺织品/服装累计出口额分别同比下降 7.8%/14.6%。

- **库存有所改善。**USDA 2019 年 2 月数据显示, 2018 年中国棉花库存消费比为 79.63%, 较 2017 年下降 12.82%, ICAC 的预测也反应相同趋势, 预计 2018 年为 96% (-3.0PCTs)。分使用目的看, 国内商业库存和工业库存分别为 456.52/80.93 万吨, 环比分别减少 21.4/4.43 万吨。从中间环节看, 2019 年 2 月国内纱线/坯布库存天数分别为 21/29 天, 分别环比下降 1/3 天。受春节放假影响, 纺织企业实际采购和用棉量环比下降, 但由于新棉已基本入市, 所以库存天数有所下降。

图表 17: USDA 对中国棉花供需预测 (万吨)

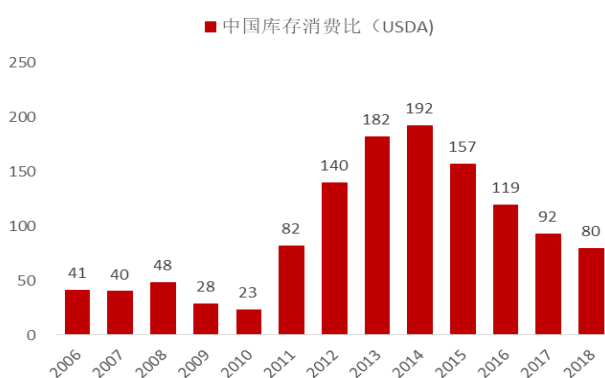
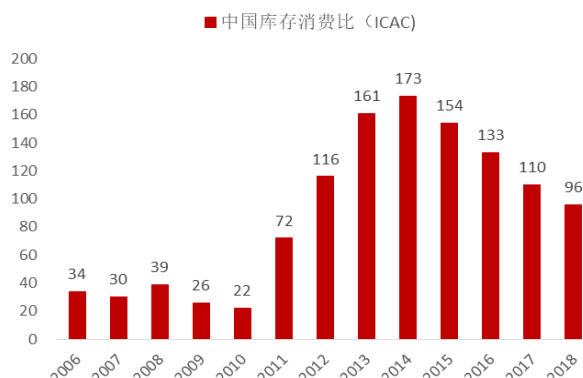
	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	676.7	762.0	442.6	783.8	1.1	1,096.5
2013/14	1,096.5	713.1	307.4	751.2	0.7	1,365.4
2014/15	1,365.4	653.2	180.3	740.3	1.5	1,457.0
2015/16	1,457.0	479.0	96.0	762.0	2.8	1,267.2
2016/17	1,267.2	495.3	109.6	816.5	1.3	1,054.2
2017/18	1,054.2	598.7	115.4	870.9	1.1	896.4
2018/19 (19 年 3 月)	827.8	598.8	163.3	881.8	3.3	704.8
2018/19 (19 年 2 月)	827.8	598.8	163.3	881.8	3.3	704.8

来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 18: USDA 对全球棉花供需预测 (万吨)

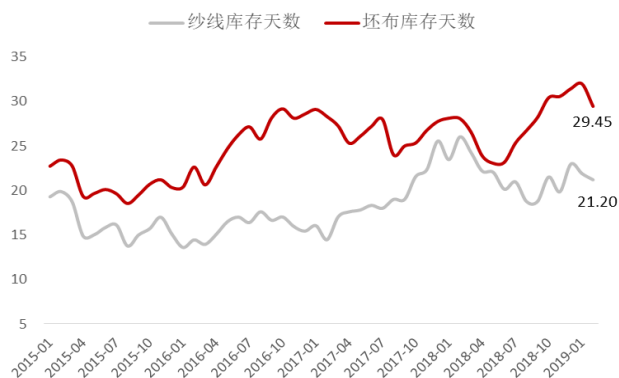
	期初库存	产量	进口量	国内消费量	出口量	期末库存
2012/13	1,604.7	2,690.2	1,008.1	2,344.9	1,016.4	1,959.6
2013/14	1,997.4	2,621.7	898.8	2,393.9	888.5	2,243.7
2014/15	2,249.3	2,595.1	785.3	2,425.9	768.8	2,431.4
2015/16	2,420.0	2,093.5	771.2	2,444.2	764.9	2,076.3
2016/17	2,076.3	2,321.6	819.9	2,499.8	814.3	1,893.0
2017/18	1,893.0	2,672.8	763.2	2,629.4	873.7	1,920.5
2018/19 (19 年 3 月)	1,766.6	2,588.6	918.4	2,690.9	918.4	1,656.7
2018/19 (19 年 2 月)	1,764.7	2,579.0	921.2	2,692.0	921.4	1,643.8

来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 19: USDA 2018 年中国棉花库存消费比为 79.63% (-12.82PCTs)

图表 20: ICAC 预测 2018 年中国棉花库存消费比为 96% (-14PCTs)


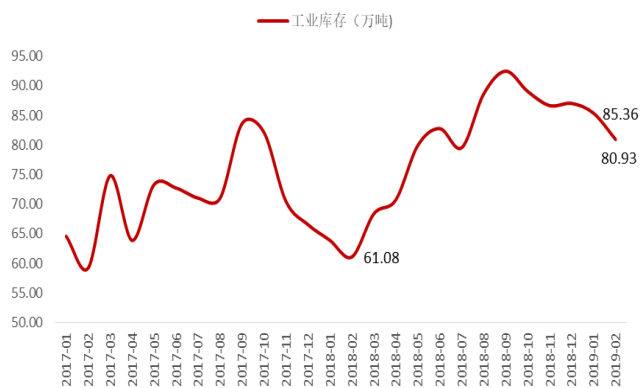
来源: USDA, 中泰证券研究所

图表 21: 2019.2 月国内纱线/坯布库存天数分别为 21/29 天, 分别环比减少 1/3 天



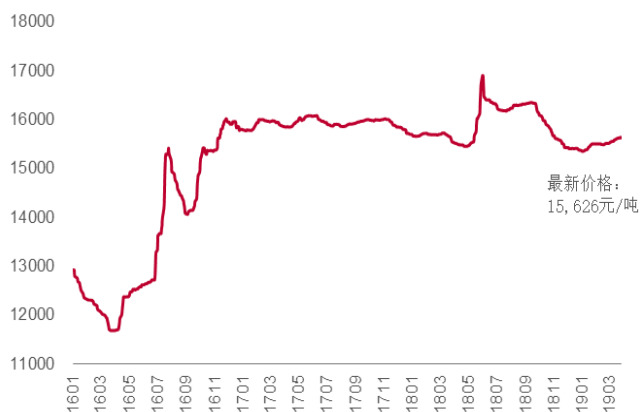
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019.2 月国内棉花工业库存为 80.93 万吨, 环比减少 4.43 万吨



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 25: 国棉现货 328 (较上周提升 8 元至 15626 元/吨) (更新至 19.3.29)



来源: Wind, 中泰证券研究所

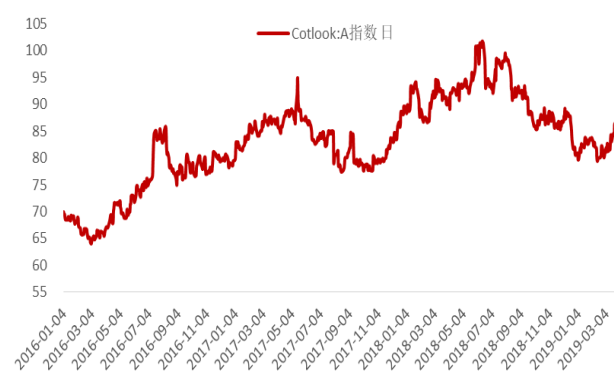
来源: ICAC, 中泰证券研究所

图表 22: 2019.2 月国内棉花商业库存为 456.52 万吨, 环比减少 21.34 万吨



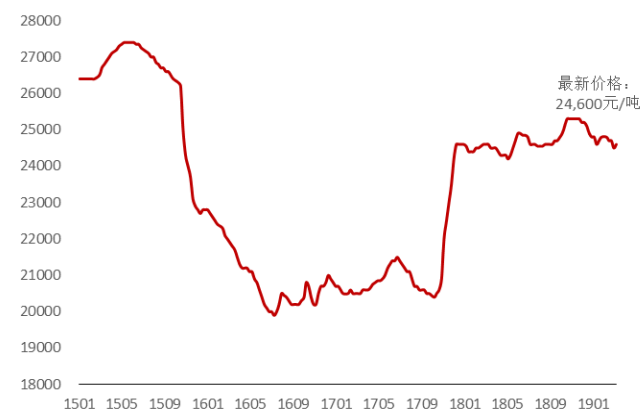
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: CotlookA 指数 (较上周下降 1.10 美分至 85.30 美分/磅) (更新至 19.3.29)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 长绒棉 237 (24600 元/吨, 与上周持平) (更新至 19.3.29)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表27: 涤纶短纤(8800元/吨, 与上周持平)(更新至19.3.29)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表28: 粘胶短纤(较上周下降250元至12150元/吨)(更新至19.3.29)


来源: Wind, 中泰证券研究所

行业公告&资讯

■ 行业公告

【鲁泰A】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入68.79亿元, 同比增长7.33%, 实现归母净利润8.12亿元, 同比下降3.52%。

【海澜之家】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入190.90亿元, 同比增长4.89%, 实现归母净利润34.55亿元, 同比增长3.78%。

【太平鸟】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入77.12亿元, 同比增长7.78%, 实现归母净利润5.72亿元, 同比增长27.51%。

【安奈儿】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入12.13亿元, 同比增长17.56%, 实现归母净利润8338.67万元, 同比增长21.08%。

【如意集团】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入13.28亿元, 同比增长11.28%, 实现归母净利润9901.19万元, 同比增长39.58%。

【台华新材】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入29.74亿元, 同比增长9.01%, 实现归母净利润3.45亿元, 同比减少10.81%。

【兴业科技】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入18.07亿元, 同比减少14.48%, 实现归母净利润1.16亿元, 同比增长156.42%。

【航民股份】公司发布2018年年报, 期内实现营业收入75.34亿元, 同比增长8.46%, 实现归母净利润6.62亿元, 同比增长10.81%。

【孚日集团】公司预计19Q1将实现归母净利润1.14~1.40亿元, 同比增

长 30%~60%。

【步森股份】公司预计 19Q1 将实现归母净利润 160~240 万元，同比增长 127.37%~141.05%。

【歌力思】公司于 2018 年 10 月 12 日至 2019 年 3 月 22 日期间，累计回购股份 430.86 万股，占公司总股本的 1.28%，回购价格为 15.01~17.55 元/股。

【华斯股份】公司于 2018 年 12 月 6 日至 2019 年 3 月 27 日期间，累计回购股份 400.08 万股，占公司总股本的 1.04%，回购价格为 5.82~6.44 元/股。

【安正时尚】公司股东郑安杰先生首次质押公司股份 950 万股，占公司总股本的 2.35%。

【伟星股份】公司控股股东伟星集团解除质押公司股份 3042 万股，占其持有股份的 13.08%，其累计质押 1.28 亿股，占公司总股本的 16.89%。

■ 行业新闻

【优衣库代工厂申洲国际收入破 200 亿，近 10 年来股价翻了 65 倍】根据申洲国际周一发布的财务公告显示，在截至 2018 年 12 月 31 日的财年内，集团营业收入同比增长 15.8%至 209.5 亿元，净利润同比增长 20.7%至 45.4 亿元，毛利率较去年上升 0.2 个百分点达 31.6%，毛利同比上升 16.6%至 66.14 亿元，实现连续第六年营收和净利润双位数的增长。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/tkcy2-EUf72kywr7Bu-tCw>（资料来源：LADYMAX）

【山东如意接手后 香港利邦男装亏损收窄 四季度实现扭亏为盈】2018 年是利邦改革之年，北京（前称“山东”）如意时尚投资控股有限公司成为利邦控股股东，在品牌发展上给予利邦大量资源支持。利邦（0891.HK）去年亏损收窄至 2.648 亿港元，较 2017 年同期巨亏 6.083 亿港元减少 56.5%。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/qq05T-hiRt6zCcutEvYx1w>（资料来源：本土零售观察）

【美国 PVH 集团收回 Tommy Hilfiger 在东南亚和中国港澳台的授权经营权，加强大中华区整体战略规划】美国时尚零售集团 PVH 集团将加强对旗下品牌 Tommy Hilfiger 的控制，从 Dickson Concepts 手中购回品牌在中亚、东南亚以及中国港澳台地区的授权经营权。本交易预计将于今年第二季度完成，具体的财务信息并未公布。原文：<https://mp.weixin.qq.com/s/8rGL-idBrb7eUEHFOK3-gw>（资料来源：华丽志）

【Lululemon 年销售额突破 30 亿美元大关：线上渠道和中国市场表现“极佳”，将拓展更广泛的女装品类】加拿大著名瑜伽运动服零售商 Lululemon（露露乐蒙）公布了 2018 财年关键财务数据。由于线上渠道

和中国市场表现极佳,集团第四季度销售额及利润都超出了分析师预期,2018 财年销售额同比增长 24% 至 33 亿美元。原文:

<https://mp.weixin.qq.com/s/h7dizZZGOCUfJA-XDfpL1w> (资料来源:华
丽志)

风险提示

- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入,削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- **棉价异动致风险。**棉花产业政策存在不确定性,价格剧烈波动下纺织企业盈利恐承压。

附录: 图表

图表 29: 纺织服饰/珠宝行业重点公司盈利预测及估值

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
歌力思	17.18	1.06	1.36	1.60	16	13	11	0.76
水星家纺	15.88	1.18	1.44	1.74	13	11	9	0.62
海澜之家	9.63	0.81	0.90	0.98	12	11	10	1.19
百隆东方	5.20	0.39	0.45	0.52	13	12	10	0.80
九牧王	13.51	0.97	1.09	1.23	14	12	11	1.09
太平鸟	18.91	1.36	1.74	1.95	14	11	10	0.51
森马服饰	10.19	0.58	0.70	0.80	18	15	13	0.75
新野纺织	4.28	0.48	0.54	0.64	9	8	7	0.42
潮宏基	5.08	0.36	0.56	0.64	14	9	8	0.53
鲁泰 A	10.09	1.00	1.10	1.21	10	9	8	1.01
维格娜丝	15.61	1.57	1.92	2.26	10	8	7	0.34
安奈儿	21.96	0.62	0.78	0.96	35	28	23	1.56

来源: Wind, 中泰证券研究所预测整理 注: 收盘价截至 2019 年 3 月 29 日

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。