

## 3 月部分品牌销售增速回升，板块二季度表现将好于一季度

### 核心观点

- 行情回顾：**本周大盘呈上行走势，全周沪深 300 指数上涨 4.9%，创业板指数上涨 4.94%，纺织服装行业全周上涨 4.12%，表现稍弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别上涨 4.07% 和 4.16%。个股方面，板块中业绩超预期与前期滞涨的个股表现相对更活跃，我们覆盖的歌力思、潮宏基、瑞贝卡等取得了正收益。
- 海外要闻：**(1) 寺库投资人民币 1,200 万元入股中出服旗下江苏中服免税品有限公司 20% 的股份，正式进军免税品消费行业。(2) 香港零售业 2 月份销售跌 10.1% 至 406.67 亿港元。
- A 股行业与公司重要信息：**(1) **贵人鸟：**公司员工持股计划于 19 年 4 月 4 日到期届满后自行终止。(2) **比音勒芬：**公司发布 19 年第一季度业绩预告，归属于上市公司股东净利润预计在 1.27 亿元-1.36 亿元，比上年同期增长 50%-60%。(3) **维格娜丝：**18 年实现营业收入 30.86 亿，同比增加 20.34%；归属于上市公司股东的净利润 2.73 亿，同比增加 43.65%。(4) **开润股份：**18 年实现营业总收入 20.48 亿元，同比增长 76.19%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长 38.52%。(5) **七匹狼：**18 年实现营业总收入为 35.17 亿元，营业利润 4.63 亿元，归属于母公司的净利润 3.46 亿元，较上年分别上升 14.01%，17.53%，9.38%。(6) **爱迪尔：**公司发布发行股份及支付现金购买资产的公告，本次交易定价以 17 年 9 月 30 日的评估值为基准，千年珠宝的交易价格为 9 亿元，蜀茂钻石的交易价格为 7 亿元。(7) **03/30-04/05 消费行业投融资情况：**a. 潮牌集合平台 INXX 获得近亿元 B+ 轮融资。b. 烘焙茶饮连锁品牌乐乐茶获得近 2 亿元 Pre-A 轮融资。c. 中药贴剂研发商 TOUCH 潮贴获得数百万 A 轮融资。
- 本周重点报告：**(1) 地素时尚首次覆盖：“高 ROE+高分红预期”的中高端女装优质标的。(2) 海澜之家、太平鸟、鲁泰、珀莱雅、七匹狼 2018 年报点评。
- 本周建议板块组合：**森马服饰、海澜之家、老凤祥、珀莱雅和歌力思。上周组合表现：森马服饰 2%、海澜之家 3%、老凤祥 1%、珀莱雅 0%、歌力思 8%。

### 投资建议与投资标的

- 本周板块中前期滞涨的部分白马股开始补涨行情，从跟踪的 3 月部分品牌公司终端销售来看，在去年同期高基数与春节影响逐渐淡化的情况下，多数品牌销售增速开始回升，由于 3 月销售占一季度比重不高，19Q1 纺织服装板块整体业绩增长我们依然预计较为平淡，但月度数据已经出现积极的改善信号，随着高基数影响在二季度开始逐步淡化，叠加经济大环境的回暖，**全年来看行业有望走出前低后高的逐季度改善趋势，4 月 1 日起国内增值税率与社保费率降低对上市公司盈利以及对消费需求都将起到持续正面影响，在市场风险偏好继续抬升的趋势下，我们维持之前看法：预计二季度板块表现预计也将优于一季度，尤其是各品类龙头具备估值修复的机会。**目前我们看好两条主线：(1) 中期：估值低、长期前景看好，部分已被纳入 MSCI 指数（对行业估值有长期影响）的白马龙头，如海澜之家(600398，买入)、森马服饰(002563，买入)、歌力思(603808，买入)，建议关注雅戈尔(600177，未评级)等。(2) 短期：建议关注一季报预期良好的公司，比如珀莱雅(603605，买入)、南极电商(002127，增持)、比音勒芬(002832，未评级)和地素时尚(603587，增持)和周大生(002867，买入)。另外，财务质地优良、增长稳健且国企改革有望加速的老凤祥(600612，买入)我们长期看好。

**风险提示：**行业投资风险主要来自于国内零售终端短期的压力、棉价和人民币汇率波动等。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

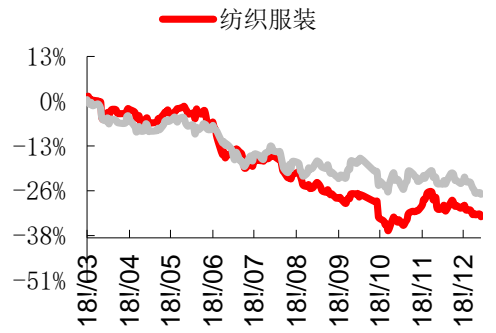
行业

纺织服装

报告发布日期

2019 年 04 月 08 日

### 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

联系人

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

### 相关报告

本土化妆品龙头延续快速增长，纺服行业有望逐季改善	2019-04-01
行业龙头价值获外资认可 板块二季度表现将优于一季度	2019-03-25
前 2 月化妆品与珠宝零售向好，减税降费加快落地利好行业	2019-03-18

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 行情回顾

本周大盘呈上行走势，全周沪深 300 指数上涨 4.9%，创业板指数上涨 4.94%，纺织服装行业全周上涨 4.12%，表现稍弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别上涨 4.07% 和 4.16%。个股方面，板块中业绩超预期与前期滞涨的个股表现相对更活跃，我们覆盖的歌力思、潮宏基、瑞贝卡等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	欣龙控股	爱迪尔	美尔雅	希努尔	航民股份	报喜鸟	歌力思	江南高纤	比音勒芬	维格娜丝
幅度(%)	19.9	18.8	16.9	11.0	10.8	8.4	8.3	8.2	8.2	8.1
涨幅后 10 名	凤竹纺织	美盛文化	水星家纺	华升股份	棒杰股份	搜于特	浪莎股份	南极电商	孚日股份	罗莱生活
幅度(%)	-3.1	-2.5	-2.1	-1.6	-1.5	-1.4	-1.4	-1.0	-1.0	-0.4

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

3 月 31 日，寺库宣布与中国出国人员服务总公司达成合作，投资人民币 1,200 万元入股中出服旗下江苏中服免税品有限公司 20% 的股份，正式进军免税品消费行业。双方将依托各自在品牌、技术、网络、渠道、服务方面的资源和能力，优势互补，围绕品牌运营、大数据与精准推广、线上线下联合场景、智慧新零售等领域开展全新合作模式。即将开业的市内免税店位于南京河西新城 CBD 金奥国际购物中心，新城定位以金融、商务、商贸、会展、文体五大功能为主，周边大量高档优质写字楼、大型文体设施及中高端居住区，区位优势显著。此次公司一方面依托于中出服的牌照以及在机场区和市内运营免税店的经验，通过合资入股形式进驻全新行业；另一方面则充分发挥自身数十年深耕奢侈品电商平台的互联网优势，积极推进线上线下一站式便利购物的模式创新，促进双方会员体制全面升级，提升消费者购物体验，丰富高端商品售后服务等系列举措。在联合营销推广方面，寺库将借助自身在新媒体平台的影响力和高端用户消费历史的大数据分析，实现精准推广引流，增强用户粘性，有针对性的开展线上线下的互动体验。

香港零售业 2 月份销售狂跌 10.1% 至 406.67 亿港元，并拖累首两个月销售下滑 1.6% 至 887.51 亿港元。2 月份跌幅亦是自 2017 年 3 月份以来首次负面表现，而 2017 年 3 月之前，香港零售业曾连跌 24 个月。惨淡的表现还在于市场对香港零售业极高的预期，市场预期 2 月份香港零售业可录得 3.6% 的增幅。2 月份的跌幅部分由于农历年效应和去年同期的高基数，但是更能体现零售冷暖的 1-2 月综合表现为负，显示中国经济和中美贸易争端，以及 2018 年全球股市低迷，对左右香港零售业表现的中国内地游客有深远影响。

据《齐鲁晚报》称，济南银座商城的 Burberry 旗舰店在上月底关门，该报援引 Burberry 店员称，品牌在中国的“二线城市只留一家直营店”。Burberry 济南银座商城店开业于 6 年前。截止 4 月 3 日，Burberry 亚太区公关公司还向无时尚中文网发来回应，号称未来几个月，将在“上海国金中心商场和环贸 IAPM 商场再新开两家店铺”。

## A 股行业与公司重要信息

**贵人鸟:** 公司员工持股计划于 2019 年 4 月 4 日到期届满后自行终止, 该计划截至 2017 年 9 月 29 日, 累计购入本公司股票 22,222,096 股, 占公司当时总股本的 3.54%。

**珀莱雅:** 公司于 2019 年 4 月 3 日与民生财富投资管理有限公司(以下简称“民生财富”)签订《民生财富尊享 6 号投资私募基金基金合同》, 使用人民币 5,000 万元闲置自有资金认购其管理的“民生财富尊享 6 号投资私募基金”份额。

**比音勒芬:** 公司发布 2019 年第一季度业绩预告, 归属于上市公司股东的净利润预计在 1.27 亿元-1.36 亿元, 比上年同期增长 50%-60%。

**维格娜丝:** 2018 年实现营业收入 30.86 亿, 同比增加 20.34%; 归属于上市公司股东的净利润 2.73 亿, 同比增加 43.65%。2018 年公司完成了非公开发行股票, 增加净资产 5.04 亿元; 2018 年末公司归属于上市公司股东的所有者权益 24.16 亿元, 同比增长 47.26%。

**开润股份:** 2018 年实现营业总收入 20.48 亿元, 同比增长 76.19%, 其中, B2B 主营业务收入 8.82 亿元, 同比增长 35.38%, B2C 主营业务收入 10.2 亿元, 同比增长 102.29%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长 38.52%。

**七匹狼:** 2018 年, 公司整体业绩稳中有进, 实现营业总收入为 35.17 亿元, 营业利润 4.63 亿元, 归属于母公司的净利润 3.46 亿元, 较上年分别上升 14.01%, 17.53%, 9.38%。

**爱迪尔:** 公司拟向李勇、王均霞、金鼎投资等发行股份及支付现金购买其合计持有的千年珠宝 100% 股权; 拟向陈茂森、浪漫克拉等发行股份及支付现金购买其合计持有的蜀茂钻石 100% 股权。本次交易定价以 2017 年 9 月 30 日的评估值为基准, 千年珠宝的交易价格为 90,000 万元, 蜀茂钻石的交易价格为 70,000 万元。

**跨境通:** 公司对 2018 年度业绩快报进行修正, 营业总收入从 216.3 亿元修正为 215.9 亿元, 同比增长 52.48%。归属母上市公司股东的净利润从 10.2 亿元修正为 6 亿元, 同比下降 19.98%。修正原因为按个别法对部分存货计提存货跌价准备。

### 03/30~04/05 消费行业投融资情况:

#### 1) 潮牌集合平台 INXX 获得近亿元 B+轮融资

4 月 1 日, 潮牌集合平台 INXX 宣布完成近亿元人民币 B+轮融资, 由启明创投领投, 中金资本跟投, 其曾于 2018 年 3 月获得君联资本领投的数亿元人民币 B 轮融资。本轮融资将主要用于品牌、渠道、供应链、团队等方面的建设。INXX 于 2013 年成立, 从线上、线下潮牌买手店起家, 2014 年底开始创立自主品牌, 目前拥有 INXX、INXXSTREETLab、X Concept Stage 三类潮流集合店共 230 家, 与 JUUN J、KTZ、SOLD OUT 等百余潮牌品牌进行合作, 并拥有专注于高街潮流的 INXX、街头潮流的 inxxstreet、运动潮流的 INXX SPORTS 等自主品牌。

#### 2) 烘焙茶饮连锁品牌乐乐茶获得近 2 亿元 Pre-A 轮融资

4 月 3 日, 烘焙茶饮连锁品牌乐乐茶宣布获得近 2 亿元人民币 Pre-A 轮融资, 由祥峰投资领投, 致君水滴、普思资本、众海投资、汉能创投、如川资本等跟投, 融资将主要用于扩展新店、加强供应链和建设数据化体系。乐乐茶于 2016 年 10 月成立, 主打产品包括脏脏包、脏脏茶、芋泥茶、葱油包、星空流沙包、麻辣龙虾包、牛肉寿喜火锅包等, 其中软欧包 SKU 在 23 个左右, 茶饮类 SKU 在 20 个左右。乐乐茶目前在北京、上海、广州、深圳等一线城市开设了近 30 家直营店, 包括 180~260 平米标准店、260~400 平米标杆店以及 400~600 平米旗舰店, 单店月均销售额超过 160 万元, 月坪效超过 10000 元, 客单价在 45~55 元。

### 3) 中药贴剂研发商 TOUCH 潮贴获得数百万元 A 轮投资

4月4日,中药贴剂研发商 TOUCH 潮贴宣布获得数百万元人民币 A 轮投资,投资方为十方创投、元禾原点基金。TOUCH 潮贴于 2017 年成立,将传统中医技术与现代文化相结合,针对年轻人推出“贴合皮肤、没有气味”的膏药,目前主打产品为运动帖,可以保护肌肉软组织,缓解肌肉充血状态,并保护关节。

## 本周报告回顾

### (1) 海澜之家年报点评:多品牌布局加快,“稳定的股份回购+高现金分红”提升公司吸引力

18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 4.89%和 3.78%,扣非后净利润小幅下降 0.63%,其中第四季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 5.69%与 1.26%,收入增速环比前三季度有所改善。全年公司净增门店 881 家至总数 6673 家,其中海澜之家净开 594 家至 5097 家,爱居兔净开 231 家至 1281 家,其他品牌 295 家。

分品牌来看,18 年海澜之家主品牌收入增长 2.62%(Q4 小幅下降),爱居兔品牌收入增长 22.68%,圣凯诺收入增长 12.82%,其他品牌收入增长 25.78%。全年公司线上销售同比增长 9.25%,收入占比提升至 6.14%,表现稳健。

18 年公司综合毛利率同比提升 1.89pct(直营收入增长较快和自营买断产品增加较多),期间费用率同比上升 1.79pct,主要是租赁费用和直营门店折旧增加以及发债带来利息支出同比上升。全年公司资产减值损失同比增加 203%,经营活动净现金流同比下降 15.98%(增加新品牌支持力度),存货较年初增加 11.55%,应收账款较年初增加 15.17%。

公司近年来战略明显转向依托主品牌稳健增长积累的充沛现金流、扎实的渠道基础、强大的供应链优势和客群流量基础为平台逐步搭建自己的多品牌、多品类、国际化服饰集团,17 年以来沿着互补性领域与年轻化路线的多品牌、多品类、多渠道投资布局明显加快,18 年完成对男生女生童装品牌 52%股权控股,增持英氏婴童股权至 45.52%。从国际经验看,这一战略符合大型服饰品牌进一步做大做强目标,我们看好公司战略升级对中长期经营和市值增长的深远影响。

公司上市以来一直保持高现金分红比例,当前股息率近 4%,同时公司规划 2018-2022 年每年以前一年归母净利润的 20%-30%的资金回购股份,预计未来公司每年股份回购+现金分红比例有望达到净利润 80%,这将对股价形成良好支撑。未来多品牌多品类销售与盈利占比的逐步提升,有望为公司带来新的增长点。

根据年报,我们小幅下调公司未来 3 年收入预测,预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83 元、0.91 元和 0.99 元(原预测 19-20 年每股收益为 0.85 元和 0.92 元),参考可比公司平均估值,给予公司 2019 年 15 倍 PE,对应目标价 12.45 元,维持公司“买入”评级。

### (2) 鲁泰 A 年报点评:投资收益拖累年报盈利 全球化布局有利于巩固长期龙头地位

18 年公司营业收入增长 7.33%,归母净利润下滑 3.52%,扣非后净利润增长 3.15%,其中第四季度单季营业收入增长 3.83%,净利润下滑 10.52%,盈利跌幅环比前三季度有所扩大。公司拟每股派现 0.5 元,继续维持较高派息率。同时公告拟出资 3 亿元与香港联业制衣合资设立鲁联新材,公司持股 75%,扩大公司在大纺织领域的面料产品品类。



销售规模稳步提升，年报略低于年初预期的主要原因是投资收益拖累。18年公司整体毛利率下降0.82pct，四季度环比下滑1.03pct，投资收益由于远期结汇等金融资产（负债）交割损失与股权投资损失，减少6260万元。分产品来看，面料产品销售同比增长6.51%，毛利率下滑0.76pct；衬衣产品销售同比微增0.05%，毛利率上升0.84pct。分地区来看，东南亚、欧美和内销收入分别同比增长1.71%、17.24%和8.04%，东南亚与内销的毛利率有不同程度的下滑。全年公司期间费用率下降0.5pct，整体控制良好。年末公司应收账款较年初增加12.13%，存货较年初减少2.20%，经营活动净现金流同比增长33.61%，经营质量继续保持良好水平。

东南亚产能的陆续释放将为公司可持续增长提供一定保障，19年上半年盈利水平同比预计向好。17年起海外相对低成本的面料和衬衣产能的陆续投放（越南二期色织面料与纺纱产能）将为公司后续收入与盈利带来新的外延增长点，进一步巩固公司在全中国中高端色织布行业的龙头地位，同比来看19年上半年人民币兑美元汇率有所贬值，预计对上半年公司毛利率与盈利也将有所带动。

我们认为公司是真正具有国际竞争力的中国中高端纺织制造企业之一，未来行业集中度、产品附加值和产业经营效率的提升将是公司业绩增长的推动因素。截止3月公司完成回购6448.08万B股，股份回购与历年以来的高现金分红（当前股息率4.7%）一直是鲁泰提升企业价值、实现股东权益最大化的重要手段之一。

根据年报，我们下调公司未来3年收入预测，预计公司2019-2021年每股收益分别为0.98元、1.08元与1.20元（原预测19-20年每股收益为1.07元与1.18元），参考可比公司平均估值，给予公司19年12倍PE估值，对应目标价11.76元，维持公司“增持”评级。

### **(3) 太平鸟年报点评：四季度增速放缓，TOC逐步提升经营效率**

18年公司营业收入和归母净利润（调整后口径）分别同比增长7.78%和27.51%，扣非后净利润同比增长12.86%，其中第四季度单季营业收入小幅下降0.38%，净利润同比增长2.6%，受制于终端零售的疲弱，四季度收入增速环比前三季度有所下降，与行业趋势一致。公司拟每股现金分红1元，分红比例达到83%。

太平鸟男装和童装表现相对较好，女装仍需整固。18年PB女装、PB男装、乐町和童装收入分别同比增长-0.37%、12.29%、6.35%和21.85%，PB男女装在四季度增速放缓，乐町在四季度恢复双位数增长，童装依旧保持较快的增速；分渠道来看，18年线下直营店和加盟店收入分别增长14.36%和1.01%，电商收入增速放缓至11.55%，销售占比达到26%。全年公司净增直营、加盟和联营店245家、82家和16家，全年共净开343家至4594家，其中四季度净开163家。

18年公司综合毛利率同比小幅提升0.54pct（直营比重增加、加盟与电商毛利率提升），其中四季度毛利率同比较提升3.59pct。期间费用率同比小幅增加0.22pct，其中销售费用率增加0.24pct，管理费用率与财务费用率基本持平。年末公司应收账款较年初增加21.04%，经营活动净现金流同比提升38.57%，存货余额同比基本持平，综合来看，在终端销售平稳提升、库存结构优化、费用合理控制的情况下，18年太平鸟的盈利能力与经营质量进一步改善。

我们认为公司在期间费用和存货管控等方面还有较大提升空间，也是公司未来提升盈利能力的重要途径之一，18年开始TOC模式从男装向服饰全品牌推行，品牌直营店与45%加盟店实现全覆盖，公司整体供应链管理能力和终端反应效率得到进一步提升，巩固加强了各品牌在业内的综

合竞争力。前期控股股东、实际控制人与高管的连续增持，以及公司启动的股份回购，反映了管理层对公司当前价值的认可，高现金分红比例与股息率（近 5%）也将对股价形成良好支撑。

根据年报，我们下调公司未来 3 年收入预测，上调期间费用率与毛利率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.45 元、1.67 元和 1.90 元（原预测 19-20 年每股收益为 1.58 元和 1.91 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 26.10 元，维持公司“增持”评级。

#### **(4) 珀莱雅年报点评：18 年业绩超预期，未来有望保持快速增长**

公司 18 年营业收入与归母净利润分别同比增长 32.43% 与 43.03%，扣非后净利润同比增长 50.03%，其中第四季度单季收入与归母净利润分别同比增长 40.62% 与 40.46%，扣非后净利润同比增长 50.25%，收入增长环比前三季度进一步提速，表现超预期，盈利能力更强的电商渠道的高增长（收入比重提升）、线线下毛利率的改善（高毛利率产品比重提升）以及期间费用的有效控制是公司盈利增长快于收入增速的主要驱动力。公司拟每股派现 0.43 元。

分品牌来看，主品牌珀莱雅销售同比增长 32.38%，占比 89%，单品牌店优资莱实现收入 1.16 亿，同比增长 41.46%，占比 5.63%；分渠道来看，电商收入同比增长 59.91%（其中直营增长 90%），占比进一步提升至 43.57%，线下 CS 渠道收入同比增长 7.45%，占比 42.52%，商超渠道收入同比增长 24.66%，显著改善，占比 8.45%。

18 年公司期间费用控制与营运质量表现优异，全年期间费用率下降 1.03pct，其中销售费用率同比增加 1.86pct，管理费用率与财务费用率下降 1.32pct 与 1.46pct。全年经营性现金流净额同比提升 53.47%，存货周转天数与应收账款周转天数分别同比下降 21 天与 2 天。

公司今年起将从策略上更重视线上线下的区隔与利益平衡，这在长期有利于公司线上线下渠道的可持续健康发展，4 月 1 日起增值税率的下调有望为公司盈利以及终端消费带来额外的增量。

聚焦低线市场，凭借强势的主品牌影响力、庞大成熟的线下渠道系统和高效的电商团队，公司将充分受益于行业消费升级和线上线下流量向头部品牌集中的大趋势。海外品牌方面，公司已与韩国美妆 YNM、日本高端洗护 I-KAMI 合作，预计后续公司在投资合作、国际化、多品牌多品类等方面将有更多外延布局。

根据年报，我们上调公司未来 3 年收入与毛利率预测，预计公司 19-21 年每股收益分别为 1.89 元、2.47 元与 3.20 元（原预测 19-20 年每股收益为 1.78 元和 2.35 元），参考可比公司平均估值，考虑到珀莱雅更快的业绩增速预期，给予公司 35% 的估值溢价，给予 19 年 40 倍 PE，对应目标价 75.60 元，维持“买入”评级。

#### **(5) 地素时尚首次覆盖：“高 ROE+高分红预期”的中高端女装优质标的**

公司是国内知名的中高端女装企业之一，旗下拥有三大核心女装品牌，DAZZLE、DIAMOND DAZZLE 和 d'zzit，定位于 19-45 岁这一服装消费能力最强的女性消费群体，从中端、中高端到高端进行了全覆盖，形成了对女装市场多维度和多层次的渗透。截至 2018 年三季度末，公司的直营和经销终端总计为 1,063 家，已建成覆盖全国的营销网络。公司于 18 年 6 月发行上市。云锋基金于 2013 年入股，成为公司唯一外部大股东。

中高端女装市场看点：1. 行业稳健增长态势有望延续，在经济减速阶段具备相对韧性。2. 行业竞争格局利好本土品牌，多品牌集团化战略助力龙头发展。当前中高端女装的头部企业基本都是本土品牌，且多数采取多品牌战略，未来有望强者愈强。3. 长期市场空间大，消费代际切换和低线城市消费升级驱动未来增长。随着更具开放度和独立意识的 90 后、95 后成为消费主力以及低线城市女性消费的升级，中高端女装未来蕴含越来越多的机遇。

公司看点：1. 设计能力强，产品特色与差异化鲜明。2. 自主培育多品牌道路初步得到验证，市场接受度高。新品牌有望成为公司渠道与收入规模的新增长点。3. 零售端管理能力逐渐增强，对比同行优质企业，公司单店销售有较大提升潜力。随着终端精细化管理的提升，预计 18Q4 开始公司收入有望恢复较快增长。4. 财务质地优良，ROE 领跑竞争对手。优良的财务指标背后体现了公司坚持轻资产运营以及对库存和经营一贯的稳健思路。5. 账面资金与经营性现金流充裕，为潜在的高分红和继续做大做强（可能的外延）提供充足保障。

凭借差异化的产品设计与稳健的经营管理风格，近几年公司收入与盈利保持向上态势，未来公司各品牌在渠道规模以及单店销售方面均有较大提升空间，较高的盈利能力与运营效率保证了公司强于同行的财务表现，高分红预期与潜在的多品类多品牌外延发展也是公司后续看点之一。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.46 元、1.64 元与 1.85 元，参考可比公司平均估值，给予公司 2019 年 19 倍的 PE，对应目标价 31.16 元，首次给予公司“增持”评级。

#### **(6) 七匹狼年报点评：18 年电商增速放缓，线下保持平稳提升**

18 年公司营业收入与净利润分别同比增长 14.01%与 9.38%，扣非后净利润同比增长 17.30%，其中第四季度单季公司营业收入与净利润分别同比增长 13.03%与 8.12%，收入与盈利增速环比前三季度有所放缓。公司拟每 10 股派息 1 元。

18 年公司综合毛利率同比提升 1.93pct（针纺等低毛利产品收入比重下降），期间费用率同比上升 3.57pct，其中销售费用率同比上升 2.01pct（主要是 Karl Lagerfeld 等新品牌的投入增加），管理费用率同比上升 0.71pct，存款利息收入减少使得财务费用率上升 0.85pct。

年报显示，公司运营能力同比有所提升。18 年公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 17 年下降了 30 天和 7 天。全年公司经营活动现金流净额同比下降 53.18%，主要是由于支付前期税金及新品牌经营投入；18 年公司计提各项资产减值损失合计 3.19 亿元，同比增加 7.39%，其中计提存货跌价损失 2.94 亿元，同比增加 1.32%。

线上增速放缓，线下依靠同店保持平稳提升。18 年公司线上增速放缓至 10%+，收入占比在 40%左右，线下依靠同店增长保持了平稳提升。

账面资金充沛，市值安全边际相对较高，未来股价的弹性更多来自于消费大环境的逐步回暖。公司目前 60 亿左右的总市值，类现金资产（账面现金+理财产品）42 亿左右，同时还有不少潜在升值的商铺资产，市值安全边际相对很高。未来股价的弹性更多来自于消费大环境的好转。

我们基本维持之前的盈利预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.51 元、0.56 元与 0.64 元，参考可比公司平均估值，给予公司 2019 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 8.67 元，维持公司“增持”评级。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：森马服饰、海澜之家、老凤祥、珀莱雅和歌力思。

上周组合表现：森马服饰 1.67%、海澜之家 3.38%、老凤祥 1.42%、珀莱雅 0.06%、歌力思 8.32%。

## 投资建议和投资标的

本周板块中前期滞涨的部分白马股开始补涨行情，从跟踪的 3 月部分品牌公司终端销售来看，在去年同期高基数与春节影响逐渐淡化的情况下，多数品牌销售增速开始回升，由于 3 月销售占一季度比重不高，19Q1 纺织服装板块整体业绩增长我们依然预计较为平淡，但月度数据已经出现积极的改善信号，随着高基数影响在二季度开始逐步淡化，叠加经济大环境的回暖，**全年来看行业有望走出前低后高的逐季度改善趋势，4 月 1 日起国内增值税率与社保费率降低对上市公司盈利以及对消费需求都将起到持续正面影响**，在市场风险偏好继续抬升的趋势下，二季度板块表现预计也将优于一季度，尤其是各品类龙头具备估值修复的机会。目前我们看好两条主线：（1）中期：估值低、长期前景看好，部分已被纳入 MSCI 指数（对行业估值有长期影响）的白马龙头，如海澜之家、森马服饰、歌力思，建议关注雅戈尔等。（2）短期：建议关注一季报预期良好的公司，比如珀莱雅、南极电商、比音勒芬、地素时尚和周大生等。另外，财务质地优良、增长稳健且国企改革有望加速的老凤祥我们长期看好。

## 风险提示

行业投资风险主要来自于国内零售终端短期的压力、棉价和人民币汇率波动等。



**附 1：2018—2019 年纺织服装行业部分公司回购预案**

预案披露时间	公司	回购价格	回购金额	回购用途
18.3.6	鲁泰A (回购B股)	不高于9.90港元/股, 折合8.01元人民币/股	不超过6亿元人民币	注销
18.5.12	探路者	不超过人民币6.00元/股	不超过人民币5000万元 (含5000万元) 且不低于3000万元 (含3000万元)	员工持股计划或股权激励计划
18.7.1	潮宏基	不超过 10元/股	不超过人民币2亿元	股权激励计划或员工持股计划
18.7.1	搜于特	不高于人民币5元/股 (含5元/股)	不低于人民币1亿元、最高不超过人民币3亿元	员工持股计划或股权激励计划
18.8.28	孚日股份	不超过人民币7元/股	不超过人民币3亿元 (含)	公司员工持股计划、股权激励计划或依法注销减少注册资本等
18.8.3	摩登大道	不超过 15.5 元/股	不低于人民币 0.75 亿元且不超过人民币 1.5 亿元	实施员工持股计划或股权激励计划或减少注册资本
18.8.4	奥康国际	不超过人民币 15.00 元/股	不低于人民币 1.5 亿元, 不超过人民币 3 亿元	50%-60%用作股权激励, 剩余40%-50%用作员工持股计划; 若公司未能将回购的股份全部用于上述用途, 未使用部分将依法予以注销。
18.9.11	歌力思	不超过人民币21.00元/股	不低于人民币5000万元, 不超过人民币2亿元	注销
18.9.13	浙江富润	不超过8.00元/股 (含8.00元/股)	不低于人民币1.00亿元, 不超过人民币2.00亿元	拟回购的股份将用于公司股权激励计划。若公司未能实施股权激励计划, 则公司回购的股份将依法予以注销
18.9.19	南极电商	不超过人民币11元/股 (含11元/股)	不低于1.5亿元、不超过3亿元人民币	实施股权激励或员工持股计划
18.9.29	梦洁股份	不超过人民币7.06元/股, 不高于第四届董事会第二十七次会议通过回购决议的前三十个交易日公司股票交易均价的150%	不低于人民币 15,000 万元, 不超过人民币 30,000 万元	注销以减少公司注册资本和用于股权激励计划
18.10.22	华孚时尚	不超过10.00元/股	不少于人民币3亿元, 不超过人民币6亿元	全部用于转换成公司发行的可转换为股票的公司债券
18.10.23	太平鸟	不超过人民币25元/股	最低不低于人民币5,000万元, 最高不超过人民币10,000万元	股权激励计划或员工持股计划
18.10.24	棒杰股份	不超过 5 元/股 (含)	不低于人民币 5,000 万元 (含), 不超过人民币 10,000 万元 (含)	依法注销、股权激励或员工持股计划及法律法规许可的其他用途
18.10.31	比音勒芬	不超过42元/股	不低于人民币5,000万元, 不超过人民币10,000万元	员工持股计划、股权激励计划或减少注册资本及国家政策法规允许范围内的其他用途
18.12.2	富安娜	不超过人民币11元/股	不低于人民币1亿元 (含), 不超过人民币2亿元 (含)	不限于减少公司注册资本, 为维护公司价值及股东权益所必需等法律法规允许的其他情形
18.12.27	天创时尚	不超过人民币14元/股	不低于人民币10,000万元 (含), 不超过人民币20,000万元 (含)	实施员工持股计划或股权激励计划、用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券
19.1.16	拉夏贝尔	人民币7.31元/股—13.50元/股	不超过人民币8,000万元、不低于人民币5,000万元	公司股权激励和员工持股计划
19.2.2	安正时尚	不超过人民币15元/股 (含15元/股)	不低于人民币 4,000 万元 (含 4,000 万元), 不高于人民币 8,000 万元 (含 8,000 万元)	股权激励及员工持股计划

**附 2：纺织服装行业部分公司员工持股计划和定增情况参考**

代码	名称	现价	参考价		倒挂比例	进度	解禁日期	股息率
			员工持股成本	增发				
600398	海澜之家	10.10	15.20		-33.55%	15.8.25实施, 杠杆比例2:1	16.8.25	4.85%
000850	华茂股份	4.88		7.41	-34.14%	股东大会通过		1.02%
002327	富安娜	9.47	10.93		-19.76%	16.3.12实施, 杠杆4:1	19.3.9	1.06%
002494	华斯股份	6.62		16.18	-59.09%	16.11.9已实施		0.15%
002042	华孚时尚	7.91	8.87	12.62	-37.32%	员工持股 (16.3.5 已实施 杠杆比例 3:1), 定增已实施	17.3.4	0.60%
002776	柏堡龙	24.47		32.20	-24.01%	16.11.18已实施		0.29%
600177	雅戈尔	9.46		15.08	-37.27%	16.4.14 已实施		5.29%
002042	华孚色纺	7.91	11.47		-31.04%	15.6.30已实施, 杠杆比例9: 1	16.6.29	0.60%
002083	孚日股份	6.20	7.01		-11.55%	16.10.31已实施, 无杠杆	17.10.30	3.23%
002087	新野纺织	4.72		5.39	-12.43%	16.7.4 已实施		0.42%
002699	美盛文化	9.36		35.20	-73.41%	16.10.21完成增发		2.67%
300005	探路者	4.74	16.56	15.88	-71.38%	16.3.23实施, 杠杆比例2: 1	17.3.22	4.22%
600439	瑞贝卡	3.96	7.59		-47.83%	16.11.11 已实施, 杠杆1: 1	17.11.10	1.52%
002640	跨境通	12.14		18.64	-34.87%	股东大会通过预案		0.46%
601718	际华集团	5.08		8.19	-37.97%	17.4.24已实施	18.4.24	0.94%
601566	九牧王	14.45	15.61		-7.43%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	6.92%
002293	罗莱生活	12.45		12.04	3.41%	董事会通过		1.61%
002503	搜于特	3.48		12.60	-72.38%	16.11.14完成增发	17.11.14	0.72%
603555	贵人鸟	8.02	22.48	27.15	-70.46%	员工持股 (15.9.25已实施, 杠杆1: 1), 增发 (16.12.7完成)	16.9.24	5.61%
002397	梦洁股份	5.71		7.29	-21.67%	发审委通过		1.75%
002003	伟星股份	8.09	11.9披露员工持股计划, 计划资金总额不超过5,000万元, 人数不超过330人	12.09	-33.09%	16.6.13已实施	19.6.13	6.18%
002345	潮宏基	5.61		9.95	-43.62%	发审委通过		0.00%
600527	江南高纤	2.78		5.41	-48.61%	董事会预案通过		1.44%
603808	歌力思	18.88		27.53	-31.42%	股东大会通过		1.41%
002193	山东如意	11.09		18.07	-38.63%	16.8.12完成增发	17.8.16	0.18%
603518	维格娜丝	18.41		27.61	-33.32%	股东大会通过预案		0.55%
600448	华纺股份	7.78		5.80	34.14%	发审委通过		0.00%
002404	嘉欣丝绸	6.69		7.34	-8.86%	股东大会通过预案		2.24%
603889	新澳股份	10.67		11.07	-3.61%	发审委通过		1.87%
002091	江苏国泰	7.09		11.34	-37.48%	17.2.17完成增发	18.2.28	2.82%
002674	兴业科技	15.46		11.64	32.82%	16.8.17完成增发	19.8.19	0.97%
603558	健盛集团	10.80		14.21	-24.00%	16.3.25完成增发	19.3.22	0.93%
002034	美欣达	19.09		31.34	-39.09%	股东大会通过		0.00%
002656	摩登大道	6.89	9.47		-27.24%	16.8.2已实施, 杠杆比例1.44: 1	19.8.1	0.00%
002780	三夫户外	20.66		未定		股东大会通过		0.29%
000726	鲁泰A	10.98	5.03		118.51%	11.8.18完成授予	12.9.3	4.55%
002563	森马服饰	12.19	5.92		105.91%	15.7.29完成授予	16.7.30	3.08%
002269	美邦服饰	3.27	12.7披露员工持股计划, 募集资金总额上限为10,000万元					
600400	红豆股份	7.28	7.31		0.41%	17.12.16买入2215万股	尚在进行中	1.37%
<b>股息率超过4%的公司</b>								
601566	九牧王	14.45	15.61		-7.43%	15.9.29实施, 无杠杆	16.9.29	6.92%
002003	伟星股份	8.09	12.09		-33.09%	16.6.13已实施	19.6.13	6.18%
600177	雅戈尔	9.46	15.08		-37.27%	16.4.14 已实施		5.29%
000726	鲁泰A	10.98	5.03		118.51%	11.8.18完成授予	12.9.3	4.55%

附 3：国内外重点上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率				未来三年复合增长率
					2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
A股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	7.81	841.06	0.42	0.46	0.51	0.56	19	17	15	14	11.58%
002327.SZ	富安娜	买入	9.47	1,200.95	0.57	0.65	0.75	0.87	17	15	13	11	15.14%
002293.SZ	罗莱生活	买入	12.45	1,403.17	0.58	0.71	0.82	0.95	21	18	15	13	17.88%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	10.98	1,318.46	0.91	0.88	0.98	1.08	12	12	11	10	10.77%
002003.SZ	伟星股份	增持	8.09	862.85	0.63	0.41	0.58	0.65	13	20	14	12	1.05%
601566.SH	九牧王	增持	14.45	1,220.99	0.86	0.91	1.01	1.11	17	16	14	13	8.88%
002612.SZ	朗姿股份	增持	10.84	610.06	0.47	0.53	0.56	0.64	23	20	19	17	10.54%
002563.SZ	森马服饰	买入	12.19	4,816.71	0.42	0.63	0.69	0.81	29	19	18	15	24.26%
600398.SH	海澜之家	买入	10.10	6,531.30	0.74	0.77	0.83	0.91	14	13	12	11	8.69%
002127.SZ	南极电商	增持	11.33	4,182.40	0.33	0.35	0.47	0.60	34	32	24	19	22.05%
603808.SH	歌力思	买入	18.88	862.85	0.90	1.11	1.34	1.62	21	17	14	12	21.64%
002083.SZ	孚日股份	增持	6.20	845.77	0.45	0.51	0.56	0.62	14	12	11	10	11.27%
002763.SZ	汇洁股份	增持	9.55	531.66	0.57	0.66	0.73	0.82	17	14	13	12	12.89%
603877.SH	太平鸟	增持	21.31	1,452.16	0.95	1.19	1.45	1.67	22	18	15	13	16.87%
603839.SH	安正时尚	增持	12.99	777.22	0.96	0.83	1.03	1.24	14	16	13	10	8.91%
002042.SZ	华孚时尚	买入	7.91	1,756.62	0.67	0.53	0.62	0.72	12	15	13	11	2.43%
603365.SH	水星家纺	增持	18.89	765.81	0.97	1.12	1.30	1.50	19	17	15	13	15.64%
699315.SH	上海家化	增持	31.56	3,155.19	0.58	0.81	0.92	1.07	54	39	34	29	15.82%
600439.SH	瑞贝卡	增持	3.96	624.89	0.19	0.23	0.37	0.31	21	17	11	13	17.73%
600612.SH	老凤祥	买入	45.03	2,815.41	2.17	2.31	2.83	3.25	21	19	16	14	14.41%
603605.SH	珀莱雅	买入	69.41	2,076.10	1.00	1.43	1.89	2.47	69	49	37	28	30.89%
603587.SH	地素时尚	增持	27.13	1,618.92	1.20	1.46	1.64	1.85	23	19	17	15	15.55%
香港市场													
0321.HK	德永佳集团	-	2.91	512.21	0.22	0.26	0.31	0.38	13	11	9	8	19.40%
0551.HK	裕元集团	-	27.15	5,591.46	1.48	2.01	2.28	2.42	18	14	12	11	19.66%
1234.HK	中国利郎	-	8.83	1,347.01	0.74	0.87	1.04	1.25	12	10	9	7	18.56%
1361.HK	361度	-	1.49	392.46	0.17	0.22	0.25	0.28	9	7	6	5	16.79%
1368.HK	特步国际	-	5.62	1,606.13	0.36	0.41	0.47	0.54	16	14	12	10	14.17%
1836.HK	九兴控股	-	11.78	1,192.11	0.65	0.96	1.14	1.35	18	12	10	9	26.34%
2020.HK	安踏体育	-	53.30	18,231.00	1.81	2.22	2.67	3.10	30	24	20	17	20.62%
2313.HK	申洲国际	-	105.30	20,164.76	3.58	4.19	5.00	5.88	30	25	21	18	19.17%
2331.HK	李宁	-	12.32	3,441.44	0.35	0.47	0.60	0.71	36	26	21	17	27.68%
3818.HK	中国动向	-	1.14	854.82	0.06	0.13	0.13	0.14	18	9	9	8	31.26%
1910.HK	新秀丽	-	25.05	4,566.43	1.30	1.60	1.76	1.92	19	16	14	13	13.96%

1913. HK	普拉达	-	23.40	7,627.77	0.74	1.02	1.07	1.18	33	23	22	20	17.53%
海外市场													
MC. PA	LVMH Moet Hennessy Louis		324.10	183,808.0 0	12.64	14.13	15.32	16.63	23	23	21	19	10.31%
RMS. PA	Hermes Internati onal		589.80	69,910.96	13.31	14.13	15.55	17.01	38	42	38	35	8.36%
CDI. PA	Christian Dior		418.90	84,900.07	14.30	16.76	18.35	-	24	25	23	-	-
TIF	Tiffany & Co.		104.79	12,727.18	4.77	4.94	5.41	5.94	21	21	19	18	6.18%
IDX. DE	Inditex, S. A.		25.94	90,773.84	1.11	1.22	1.30	1.40	30	21	20	19	7.84%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz		141.48	25,238.70	7.64	7.50	8.04	8.58	20	19	18	16	4.31%
NXT. L	Next PLC		54.96	9,839.94	4.35	4.45	4.61	4.88	9	12	12	11	0.30%
GPS	Gap Inc.		26.11	9,885.20	2.61	2.48	2.58	2.44	11	11	10	11	-4.32%
LTD	Limited Brands, Inc.		27.94	7,689.00	2.33	2.42	2.59	2.82	14	12	11	10	5.84%
BRBY. L	Burberry Group PLC		19.21	10,287.20	0.69	0.82	0.85	0.94	26	24	23	20	9.91%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.		129.40	10,173.68	1.99	7.03	7.61	8.42	20	18	17	15	58.52%
VFC	V. F. Corporati on		87.16	34,480.97	1.54	3.76	4.25	4.73	24	23	21	18	44.20%
BOS. DE	Hugo Boss AG		60.82	4,807.52	3.42	3.82	4.25	4.65	21	16	14	13	11.06%
COLM	Columbia Sportswea r Company		104.80	7,147.83	3.85	4.42	4.88	5.50	24	24	21	19	12.28%
NKE	Nike Inc.		84.04	132,261.9 5	1.17	2.57	3.03	3.55	22	33	28	24	41.14%
ADS. DE	Adidas AG		215.50	48,493.38	8.44	9.45	10.64	11.94	25	23	20	18	10.64%
-	Fast Retailing Co. Ltd.		52,030.00	49,824.07	1,517 .71	1,623.18	1,861.3 3	2,017.4 8	27	32	28	26	10.66%

PUM.DE	Puma AG		522.00	8,839.86	12.54	16.27	20.11	23.88	40	32	26	22	23.79%
--------	---------	--	--------	----------	-------	-------	-------	-------	----	----	----	----	--------

数据来源：A 股市场上市公司市场数据来自 WIND，盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG



## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥(600612)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

