

# 行业年报不乏亮点，板块龙头加大分红力度，头部效应继续凸显

## 核心观点

- **行情回顾：**本周大盘呈下行走势，全周沪深 300 指数下跌 5.61%，创业板指数下跌 3.38%，纺织服装行业全周下跌 6.54%，表现弱于创业板指数和沪深 300，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别下跌 6.85%和 6.19%。个股方面，板块中一季度增速较快的个股表现相对更强，我们覆盖的南极电商取得了正收益。
- **海外要闻：**(1) 中国人需求推动 Hermes 爱马仕季度增长创四年新高。(2) H&M 成为第一个所有服装产品可查生产工厂的时尚品牌。(3) Primark 利润飙升 25% 营业利润率扩张 190 个基点。
- **A 股行业与公司重要信息：**(1) **周大生：**公司 2018 年营业收入和净利润分别同比增长 27.97%和 36.15%。(2) **七匹狼：**公司 2019 年一季度营业收入和净利润分别增长 3.13%和 9.45%。(3) **汇洁股份：**1. 公司 2019 年一季度营业收入和净利润分别增长 15.32%和 8.07%。2. 公司 2018 年营业收入和净利润分别同比增长 10.22%和-25.48%。(4) **森马服饰：**公司 2018 年营业收入和净利润分别同比增长 30.71%和 48.83%。(5) **老凤祥：**1. 公司 2019 年一季度营业收入和净利润分别增长 6.23%和 11.94%。2. 公司 2018 年营业收入和净利润分别同比增长 9.98%和 6.02%。(6) **上海家化：**公司 2019 年一季度营业收入和净利润分别增长 5.03%和 54.84%。(7) **九牧王：**1. 公司 2019 年一季度营业收入和净利润分别增长 7.2%和 40.12%。2. 公司 2018 年营业收入和净利润分别同比增长 6.55%和 8%。(8) **华孚时尚：**1. 公司 2019 年一季度营业收入和净利润分别增长 19.78%和-21.47%。2. 公司 2018 年营业收入和净利润分别同比增长 13.58%和 10.98%。
- **本周重点报告：**(1) 周大生年报点评：18Q4 增速有所放缓，加盟渠道继续快速扩张。(2) 品牌服饰困境反转系列之一：李维斯如何两度走出困境，重获新生。
- **本周建议板块组合：**森马服饰-4%、海澜之家-8%、老凤祥-5%、珀莱雅-3%、歌力思-4%。

## 投资建议与投资标的

- 本周板块多数公司披露了 18 年年报与 19 年一季报，18Q4 与 19Q1 行业增速相对较弱，基本符合市场之前的预期，但年报中也不乏亮点：(1) 零售端疲弱的情况下，各细分龙头的增速依旧超过行业表现，头部效应明显。(2) 前期经过 2-3 年渠道与库存调整的品牌公司，收入与盈利开始复苏。(3) 多数龙头公司加大了现金分红力度回馈股东，为整个板块 ROE 中枢的提升奠定基础。最近两周纺织服装板块跟随市场出现了明显的调整，我们认为随着 3 月开始多数品类终端需求不同程度的回暖，结合经济大环境及减税降费正面带动，叠加资产价格企稳带来的财富效应，预计行业增速自二季度开始将逐季改善，目前机构对纺服板块的配置处于历史最低水平，我们认为涨幅靠后的各品类龙头未来具备估值修复的机会。当前我们建议把握三条投资主线：(1) 短期：看好细分领域快速增长的品种，比如珀莱雅(603605，买入)、南极电商(002127，增持)、周大生(002867，买入)，建议关注比音勒芬(002832，未评级)；(2) 中长期：推荐估值低、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，比如老凤祥(600612，买入)、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；(3) 建议关注有可能困境反转的公司，比如探路者(300005，未评级)、美邦服饰(002269，未评级)、梦洁股份(002397，未评级)等。

## 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

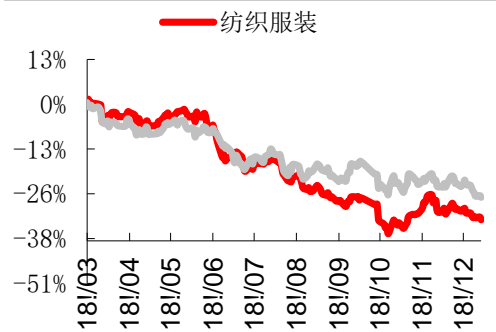
行业

纺织服装

报告发布日期

2019 年 04 月 28 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

品牌服饰困境反转系列之一：李维斯如何两度走出困境，重获新生 2019-04-24

3 月线上线下零售数据全面回暖，二季度消费有望继续抬头 2019-04-22

现金分红比例提升，低估值和基本面环比改善预期下龙头吸引力逐步增强 2019-04-15

## 行情回顾

本周大盘呈下行走势，全周沪深 300 指数下跌 5.61%，创业板指数下跌 3.38%，纺织服装行业全周下跌 6.54%，表现弱于创业板指数和沪深 300，其中纺织制造板块和品牌服饰板块分别下跌 6.85% 和 6.19%。个股方面，板块中一季度增速较快的个股表现相对更强，我们覆盖的南极电商取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	爱迪尔	柏堡龙	南极电商	众和股份	三房巷	红豆股份	水星家纺	比音勒芬	周大生	棒杰股份
幅度(%)	7.0	3.0	1.2	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-2.1	-2.2	-2.3
涨幅后 10 名	美尔雅	维科精华	希努尔	奥特佳	际华集团	凯瑞德	贵人鸟	步森股份	跨境通	华升股份
幅度(%)	-17.6	-16.3	-16.3	-16.1	-14.1	-13.9	-13.8	-12.8	-12.3	-12.1

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**中国人需求推动 Hermès 爱马仕季度增长创四年新高。**进入 2019 年以来中国人对时尚奢侈品的高涨需求不仅推高了法国两家综合奢侈品集团 LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE (LVMH.PA)路威酩轩和 Kering SA (KER.PA) 开云的销售，亦惠及了 Hermès International SCA (HRMS.PA) 爱马仕国际。一季度该集团实现 11.6%的固定汇率计收入增长，这是超过四年来的最高增长，比四季度的 9.6%显著提速。周四早段 Hermès International SCA (HRMS.PA)一度上升 0.5%至 622 欧元，创历史新高。固定汇率计亚太地区收入同比上涨 16.9%至 6.559 亿欧元，涨幅持平于 LVMH SE 路威酩轩的 17%，而 Kering SA 开云集团旗下的 Gucci 古驰在该区录得 35%的同店增长。Hermès International SCA 爱马仕首席执行官 Axel Dumas 在财报中指出中国内地销售“极佳”，包括港澳台的亚太地区内其它所有市场也都有双位数增长。过去一年该集团扩大了上海 IFC 和新加坡滨海湾金沙酒店的精品店，并在中国上线了全新的数字平台。

**H&M 成为第一个所有服装产品可查生产工厂的时尚品牌。**瑞典快时尚品牌 H&M 继续充当服装行业可持续发展先锋，品牌母公司 H&M Hennes & Mauritz AB (HMB.ST)海恩斯莫里斯集团（下称 H&M 集团）北京时间周三表示，将自 4 月 23 日开始，在 HM.com 网站披露所售所有服装产品的供应链详尽资料，致力于改变时尚产业，使行业发展更具可持续性，更透明。除了所有服装产品外，在 HM.com 网站，大部分家居产品的供应链信息同样得以披露，其中包括产地、供应商名称、供应商公司地址和员工人数等关键信息。H&M 集团希望通过此举，向全世界证明这种做法的可能性。通过公开以及公布产品产地，瑞典集团希望为行业树立标杆，鼓励客户做出更可持续的选择。

**Primark 利润飙升 25%营业利润率扩张 190 个基点。**英国廉价快时尚零售商 Primark 上半财年营业利润狂飙 25%，托起糖类业务仅能维持盈亏平衡的 Associated British Foods PLC (ABF.L)英联食品集团 (ABF)。截至 3 月 2 日的上半财年，Primark 收入上涨 4.4%，由 34.77 亿英镑增至 36.30 亿英镑，期内同店销售录得 1.7%的跌幅，不过英国本土同店销售有 0.6%的增幅，但销售增幅为 2.3%。欧元区销售固定汇率录得 5.3%的增幅，但同店销售则有 3.2%的跌幅，主要因欧盟德国市场疲弱经济影响，而西班牙、比利时和意大利、法国表现强劲。美国市场新店、老店延续强劲表现，营业亏损大幅收窄。ABF 表示，为控制成本，将会减少德国的销售面积，走小店经营模式。

## A 股行业与公司重要信息

【御家汇】公司发布 2019 年股票期权与限制性股票激励计划。本激励计划拟授予激励对象权益总计 865.68 万份，约占公司股本总额的 3.18%。其中，首次授予权益总数为 692.54 万份，约占公司股本总额的 2.55%，行权条件为 2019-2022 年，营业收入需分别达到 27、31.5、36 和 40 亿元，每期行权的比例各占 25%。剩余的预留的限制性股票行权条件为 2020-2022 年，营业收入需分别达到 31.5、36 和 40.5 亿元，每期行权的比例分别为 25%、35%、40%。

【周大生】公司 2018 年实现营业收入 48.7 亿元，同比增长 27.97%，实现归属母公司股东的净利润 8.06 亿元，同比增长 36.15%。

【兴业科技】公司 2019 年一季度实现营业收入 3.14 亿元，同比下降 6.5%，实现归属母公司股东的净利润 0.22 亿元，同比增长 134.16%。

【联发股份】 1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 9.26 亿元，同比下降 8.05%，实现归属母公司股东的净利润 0.73 亿元，同比增长 63.97%。2. 公司 2018 年实现营业收入 41.69 亿元，同比增长 4.12%，实现归属母公司股东的净利润 3.9 亿元，同比增长 8.34%。

【棒杰股份】 1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 1.05 亿元，同比增长 7.37%，实现归属母公司股东的净利润 0.04 亿元，同比下降 17.53%。2. 公司 2018 年实现营业收入 4.23 亿元，同比下降 5.66%，实现归属母公司股东的净利润 0.18 亿元，同比下降 62.4%。

【柏堡龙】公司 2019 年一季度实现营业收入 3.35 亿元，同比增长 44.4%，实现归属母公司股东的净利润 0.53 亿元，同比增长 27.25%。

【美邦服饰】公司发布关于非公开发行 A 股股票申请获得中国证监会受理的公告。2019 年 4 月 23 日，中国证监会依法对公司提交的《上市公司非公开发行新股核准》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，决定对该行政许可申请予以受理。

【星期六】公司本次发行新增股份 259,891,441 股，为上市公司向交易对方发行股份及支付现金购买杭州遥望网络科技有限公司 88.57% 股权所支付股份对价部分，每股发行价格为人民币 5 元。

【如意集团】公司 2019 年一季度实现营业收入 2.66 亿元，同比增长 17.78%，实现归属母公司股东的净利润 0.1 亿元，同比增长 4.79%。

【安奈儿】公司 2019 年一季度实现营业收入 3.58 亿元，同比增长 17.71%，实现归属母公司股东的净利润 0.47 亿元，同比增长 30%。

【梦洁股份】 1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 5.55 亿元，同比增长 6.94%，实现归属母公司股东的净利润 0.57 亿元，同比增长 12.58%。2. 公司 2018 年实现营业收入 23.08 亿元，同比增长 19.35%，实现归属母公司股东的净利润 0.84 亿元，同比增长 64.61%。3. 公司近日收到了公司持股 5% 以上股东李建伟先生的通知，李建伟先生将其所持有的公司部分股权分别办理了质押延期购回以及解除质押的手续，其中：质押延期购回涉及股数为 1,400 万股，占所持股份比例为 22.6%；解除质押涉及股数为 659.6 万股，占所持股份比例为 10.65%。截止本公告日，李建伟先生持有本公司股份 6,194 万股，占本公司总股本的 7.94%；累计质押股份为 4,100 万股，占本公司总股本的 5.26%，占其持有本公司股份总数的比例为 66.19%。

【七匹狼】 1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 9.48 亿元，同比增长 3.13%，实现归属母公司股东的净利润 0.92 亿元，同比增长 9.45%。2. 公司近日接到控股股东福建七匹狼集团通知，七匹狼集团质押给中国银行股份有限公司晋江分行的本公司股份已于 2019 年 4 月 22 日办理了相同股份数的解除质押及再质押手续，相关质押变动合计增加/减少质押 0 股，涉及股数为 7,875 万股，占

所持股份比例为 30.39%。截至本公告披露日，七匹狼集团共持有本公司 2.59 亿股股份，占本公司总股本的 34.29%。此次解除质押再质押涉及股份 7,875 万股，占公司总股本的比例为 10.42%。

【**华斯股份**】公司 2019 年一季度实现营业收入 1.02 亿元，同比下降 5.82%，实现归属母公司股东的净利润 0.03 亿元，同比增长 2.65%。

【**汇洁股份**】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 6.49 亿元，同比增长 15.32%，实现归属母公司股东的净利润 1.14 亿元，同比增长 8.07%。2. 公司 2018 年实现营业收入 23.55 亿元，同比增长 10.22%，实现归属母公司股东的净利润 1.66 亿元，同比下降 25.48%。

【**金发拉比**】公司 2019 年一季度实现营业收入 0.92 亿元，同比下降 6.72%，实现归属母公司股东的净利润 0.15 亿元，同比下降 28.51%。

【**跨境通**】公司发布关于发行股份及支付现金购买资产暨重大资产重组限售股份上市流通提示性公告。2018 年 4 月 27 日，募集配套资金对应的新增股份 38,862,698 股在深圳证券交易所上市，占公司总股本的 2.4943%，本次限售股份上市流通日为 2019 年 4 月 29 日。

【**健盛集团**】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 4.03 亿元，同比增长 17.95%，实现归属母公司股东的净利润 0.69 亿元，同比增长 57.2%。2. 公司 2018 年实现营业收入 15.77 亿元，同比增长 38.62%，实现归属母公司股东的净利润 2.06 亿元，同比增长 56.98%。

【**奥康国际**】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 7.36 亿元，同比下降 15.23%，实现归属母公司股东的净利润 0.79 亿元，同比下降 33.68%。2. 公司 2018 年实现营业收入 30.43 亿元，同比下降 6.7%，实现归属母公司股东的净利润 1.37 亿元，同比下降 39.53%。

【**安正时尚**】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 5.53 亿元，同比增长 41.46%，实现归属母公司股东的净利润 1.02 亿元，同比增长 10.51%。2. 公司 2018 年实现营业收入 16.49 亿元，同比增长 16.09%，实现归属母公司股东的净利润 2.81 亿元，同比增长 2.96%。

【**森马服饰**】公司 2018 年实现营业收入 157.19 亿元，同比增长 30.71%，实现归属母公司股东的净利润 16.94 亿元，同比增长 48.83%。

【**雅戈尔**】截至 2019 年 4 月 25 日，昆仑信托账户持有公司无限售流通股 4.42 亿股，占公司总股本的 12.33%。昆仑信托出于资金安排需要，拟通过集中竞价交易、大宗交易等法律法规允许的方式减持“昆仑信托·添盈投资一号集合资金信托计划”账户所持有的部分无限售流通股，计划减持股份合计不超过 2.15 亿股，即不超过公司总股本的 6%。

【**老凤祥**】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 150.1 亿元，同比增长 6.23%，实现归属母公司股东的净利润 3.74 亿元，同比增长 11.94%。2. 公司 2018 年实现营业收入 437.8 亿元，同比增长 9.98%，实现归属母公司股东的净利润 12.05 亿元，同比增长 6.02%。

【**珀莱雅**】公司于 2019 年 4 月 25 日与民生信托签订《中国民生信托·至信 625 号前海人寿股权质押集合资金信托计划信托合同》，使用人民币 5,000 万元闲置自有资金认购其“中国民生信托·至信 625 号前海人寿股权质押集合资金信托计划”。

【**红蜻蜓**】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 8.04 亿元，同比下降 3.63%，实现归属母公司股东的净利润 0.73 亿元，同比下降 20.8%。2. 公司 2018 年实现营业收入 30.41 亿元，同比下降 6.29%，实现归属母公司股东的净利润 1.96 亿元，同比下降 48.61%。

【**百隆东方**】公司 2019 年一季度实现营业收入 15.18 亿元，同比增长 13.07%，实现归属母公司股东的净利润 1.23 亿元，同比增长 39.85%。

【**航民股份**】公司 2019 年一季度实现营业收入 18.06 亿元，同比下降 6%，实现归属母公司股东的净利润 1.25 亿元，同比增长 10.22%。

【**江苏国泰**】公司 2018 年实现营业收入 368.6 亿元，同比增长 6.69%，实现归属母公司股东的净

利润 10.16 亿元，同比增长 31.18%。

【维格娜丝】公司 2019 年一季度实现营业收入 6.68 亿元，同比下降 8.71%，实现归属母公司股东的净利润 0.13 亿元，同比下降 79.59%。

【开润股份】公司 2019 年一季度实现营业收入 5.99 亿元，同比下降 43.99%，实现归属母公司股东的净利润 0.45 亿元，同比增长 31.63%。

【潮宏基】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 9.57 亿元，同比增长 13.61%，实现归属母公司股东的净利润 0.88 亿元，同比下降 5.63%。2. 公司 2018 年实现营业收入 32.48 亿元，同比增长 5.24%，实现归属母公司股东的净利润 0.71 亿元，同比下降 75.01%。

【报喜鸟】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 4.67%，实现归属母公司股东的净利润 0.91 亿元，同比增长 159.18%。2. 公司 2018 年实现营业收入 31.1 亿元，同比增长 19.55%，实现归属母公司股东的净利润 0.52 亿元，同比增长 99.92%。

【哈森股份】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 3.5 亿元，同比下降 11.88%，实现归属母公司股东的净利润 0.2 亿元，同比下降 44.63%。2. 公司 2018 年实现营业收入 13.48 亿元，同比下降 9.97%，实现归属母公司股东的净利润-0.62 亿元，同比下降 443.25%。

【瑞贝卡】公司 2018 年实现营业收入 18.81 亿元，同比下降 3.35%，实现归属母公司股东的净利润 2.34 亿元，同比增长 8.85%。

【申达股份】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 37.22 亿元，同比下降 8.17%，实现归属母公司股东的净利润 4.66 亿元，同比增长 1,133.72%。2. 公司 2018 年实现营业收入 163.31 亿元，同比增长 46.78%，实现归属母公司股东的净利润 1.25 亿元，同比下降 35.32%。

【三夫户外】公司 2019 年一季度实现营业收入 0.88 亿元，同比下降 18.72%，实现归属母公司股东的净利润 0.01 亿元，同比下降 32.64%。

【拉芳家化】公司 2018 年实现营业收入 9.64 亿元，同比下降 1.73%，实现归属母公司股东的净利润 1.27 亿元，同比下降 7.88%。

【上海家化】公司 2019 年一季度实现营业收入 19.54 亿元，同比增长 5.03%，实现归属母公司股东的净利润 2.33 亿元，同比增长 54.84%。

【朗姿股份】公司 2019 年一季度实现营业收入 7.22 亿元，同比增长 11.78%，实现归属母公司股东的净利润 0.53 亿元，同比下降 12.54%。

【天创时尚】公司 2019 年一季度实现营业收入 4.91 亿元，同比增长 4.52%，实现归属母公司股东的净利润 0.38 亿元，同比下降 48.87%。

【嘉欣丝绸】公司 2019 年一季度实现营业收入 9.03 亿元，同比增长 20.05%，实现归属母公司股东的净利润 0.4 亿元，同比增长 28.89%。

【伟星股份】公司 2019 年一季度实现营业收入 5.13 亿元，同比增长 21.53%，实现归属母公司股东的净利润 0.19 亿元，同比增长 18.38%。

【九牧王】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 8.01 亿元，同比增长 7.2%，实现归属母公司股东的净利润 2.71 亿元，同比增长 40.12%。2. 公司 2018 年实现营业收入 27.33 亿元，同比增长 6.55%，实现归属母公司股东的净利润 5.34 亿元，同比增长 8%。

【华孚时尚】1. 公司 2019 年一季度实现营业收入 36.34 亿元，同比增长 19.78%，实现归属母公司股东的净利润 1.72 亿元，同比下降 21.47%。2. 公司 2018 年实现营业收入 143.07 亿元，同比增长 13.58%，实现归属母公司股东的净利润 7.52 亿元，同比增长 10.98%。

## 本周重点报告

### (1) 周大生年报点评：18Q4 增速有所放缓，加盟渠道继续快速扩张

18 年公司营业收入和净利润分别同比增长 27.97%和 36.15%，扣非后净利润同比增长 32.53%，ROE 达到 22.18%；其中第四季度单季营业收入与净利润分别同比增长 21.53%与 20.01%，收入与盈利增速环比前三季度有所放缓，与黄金珠宝行业趋势一致。公司拟每股分红 0.65 元，每 10 股转增 5 股。

较快的开店拓展速度和加盟单店镶嵌批发收入增长是公司经营高增长的主要驱动力，全年净开店 651 家（直营净增 26 家，加盟净增 625 家），净开店 23%左右，年末门店合计 3375 家，加盟门店占比 91%。分渠道来看，18 年加盟业务收入增长 35.14%（单店收入增长 11.15%），其中镶嵌批发收入增长 38.83%（单店增长 14.2%），代表素金批发的品牌使用费收入增长 26.01%（单店增长 3.65%）；自营线下收入增长 10.86%（单店收入增长 11.64%，素金优于镶嵌），自营线上收入增长 23.69%，收入占比达到 7.18%。

18 年公司综合毛利率同比提升 1.62pct，其中加盟业务毛利率同比提升 1.36pct；期间费用率小幅上升 0.45pct，控制较好，其中销售费用率下降 1.05pct，管理费用率与财务费用率分别上升 0.80pct 与 0.71pct。18 年经营活动净现金同比上升 3.3%，年末公司存货较年初增加 22.93%，应收账款较年初下降 13.56%。

深耕低线市场、擅长加盟运营，聚焦钻石珠宝领域叠加年轻化的营销策略将推动公司未来充分分享国内珠宝首饰消费个性化与结构升级的红利，线下门店的快速扩张和新店高占比为公司中短期业绩增长提供良好保障，电商业务也与线下珠宝销售形成良好的互补效应，充足的资金与充分的激励制度也将保证其后续更好的经营发展。公司以扁平化轻资产模式运营，近几年来年毛利率和净利率均处于上升状态，历年 ROE 表现明显优于同业公司平均水平。

根据年报和消费整体大环境，我们小幅下调公司未来 3 年收入预测，上调毛利率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.04 元、2.45 元和 2.88 元（原预测 19-20 年每股收益为 2.02 元和 2.43 元），参考可比公司 2019 年平均估值，给予公司 19 年 22 倍 PE，对应目标价 44.88 元，维持公司“买入”评级。

### (2) 行业深度报告：品牌服饰困境反转系列之一：李维斯如何两度走出困境，重获新生

李维斯 (Levi's) 是美国消费文化的标签之一。公司成立于 1853 年，是全球牛仔裤行业的鼻祖。二战后受益于美国文化潮流的兴起一度成为青年人的象征，代表着反叛和颠覆。公司曾经于 1971 年上市，但由于业绩低迷于上市 14 年后私有化退市，2019 年 3 月公司再次上市，代表着这一百年企业进入新的发展阶段。

复盘公司自 1971 年首次上市至今两落两起的发展历史，我们深入剖析了公司陷入困境和走出困境的缘由，希望对国内的服品牌服饰公司有所启示。(1) 第一次困境期 (1971-1985)：“人口结构+消费结构”双变，公司上市后不久业绩开始下滑。(2) 第一次困境反转 (1986-1996)：通过“全球化发力+主品牌升级+新品牌推出”，公司销售恢复高速增长。(3) 第二次困境期 (1997-2010)：由于主渠道百货不景气、叠加品牌老化和人口代际切换下快时尚品牌的崛起，公司业绩再度下滑。

(4) 第二次困境反转 (2011-2018)：在新 CEO 的带领下，公司通过多品类扩张、直营强化提升同店和营销创新等方式，在市场整体衰退的前提下，实现第二次业绩复苏。

通过聚焦公司第二次困境反转期，我们试图探寻其困境反转前的一些先行财务指标，为类似消费类公司的投资提供一定参考。我们认为（1）应收和应付账款周转率的差额是一个重要的先行指标。2011-2014年，应收转款周转率持续上升，而应付账款周转率不断下降，表明公司对于渠道上下游的掌控能力开始增强。当2014年应收账款周转率超越应付账款周转率时，对应的正是公司业绩爆发的起点。（2）经营活动现金流/净利润之比是一个较好的辅助指标。从2012年开始，公司经营活动现金流/净利润比值开始进入相对稳定优良的水平，特别是从16年开始持续上升，随之而来的收入和毛利率的快速上升。我们认为，该指标是预判公司向好的辅助信号之一。

李维斯两度走出困境的历史对国内品牌主要有以下几点启示：（1）单一品类的时尚潮流变动与当地市场的消费人口结构、核心客群的偏好密切相关。（2）容量足够大的子行业更容易诞生大企业，并给予这部分头部企业经营困境反转的机会与腾挪空间也会更多。（3）品牌转型需要抓准时机，坚决果断，更要充分了解目标群体消费偏好，有的放矢。（4）消费品牌持续做大做强的主流途径是全球化、多品牌和多品类的扩张，而抵御经济下行、行业变化、品牌老化等冲击的核心还是产品力、零售运营能力和营销创新等综合能力的提升。

对照李维斯，其实国内品牌服饰行业也有不少困境反转的案例，而且伴随困境反转诞生了不少超级牛股：比如安踏、李宁、波司登等。从行业来看，我们认为体育户外、大众休闲、家纺等市场空间大、更容易诞生多品牌多品类的本土服饰集团，落实到投资标的，中长期看好安踏体育、李宁、森马服饰、海澜之家，建议关注波司登。围绕困境反转之一主题，在A股品牌服饰上市公司中，建议关注探路者、美邦服饰和梦洁股份等。

## 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-4%、海澜之家-8%、老凤祥-5%、珀莱雅-3%、歌力思-4%。

## 投资建议和投资标的

本周板块多数公司披露了18年年报与19年一季报，18Q4与19Q1行业增速相对较弱，基本符合市场之前的预期，但年报中也不乏亮点：（1）零售端疲弱的情况下，各细分龙头的增速依旧超过行业表现，头部效应明显。（2）前期经过2-3年渠道与库存调整的品牌公司，收入与盈利开始复苏。（3）多数龙头公司加大了现金分红力度回馈股东，为整个板块ROE中枢的提升奠定基础。最近两周纺织服装板块跟随市场出现了明显的调整，我们认为随着3月开始多数品类终端需求不同程度的回暖，结合经济大环境及减税降费正面带动，叠加资产价格企稳带来的财富效应，预计行业增速自二季度开始将逐季改善，目前机构对纺服板块的配置处于历史最低水平，我们认为涨幅靠后的各品类龙头未来具备估值修复的机会。当前我们建议把握三条主线：（1）短期：看好细分领域快速增长的品种，比如珀莱雅、南极电商、周大生，建议关注比音勒芬；（2）中长期：推荐估值低、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，如老凤祥、海澜之家、森马服饰、歌力思，建议关注雅戈尔。（3）建议关注有可能困境反转的公司，比如探路者、美邦服饰、梦洁股份等。

## 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	参考股价		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	
<b>A 股市场</b>													
002029.SZ	七匹狼	增持	7.17	804.12	0.42	0.46	0.51	0.56	17	16	14	13	10.06%
002327.SZ	富安娜	买入	8.56	1,110.90	0.56	0.62	0.71	0.81	15	14	12	11	13.09%
002293.SZ	罗莱生活	买入	11.00	1,231.60	0.58	0.71	0.82	0.95	19	15	13	12	17.88%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	10.32	1,211.12	0.91	0.88	0.98	1.08	11	12	11	10	5.88%
002003.SZ	伟星股份	增持	7.41	833.62	0.48	0.41	0.49	0.56	15	18	15	13	15.15%
601566.SH	九牧王	增持	14.03	1,196.52	0.86	0.91	1.01	1.11	16	15	14	13	8.88%
002612.SZ	朗姿股份	增持	9.73	577.62	0.47	0.53	0.56	0.64	21	18	17	15	10.84%
002563.SZ	森马服饰	买入	10.86	4,351.49	0.42	0.63	0.69	0.81	26	17	16	13	24.47%
600398.SH	海澜之家	买入	8.69	5,794.35	0.74	0.77	0.83	0.91	12	11	10	10	7.14%
002127.SZ	南极电商	增持	11.00	4,007.65	0.33	0.35	0.47	0.60	33	31	23	18	22.05%
603808.SH	歌力思	买入	16.96	837.41	0.90	1.11	1.34	1.62	19	15	13	10	21.64%
002083.SZ	孚日股份	增持	5.82	784.29	0.45	0.51	0.56	0.62	13	11	10	9	11.27%
002763.SZ	汇洁股份	增持	9.10	525.09	0.57	0.66	0.73	0.82	16	14	12	11	12.89%
603877.SH	太平鸟	增持	19.36	1,381.34	0.95	1.19	1.45	1.67	20	16	13	12	20.69%
603839.SH	安正时尚	增持	12.60	756.01	0.96	0.83	1.03	1.24	13	15	12	10	8.91%
002042.SZ	华孚时尚	买入	6.99	1,576.20	0.67	0.53	0.62	0.72	10	13	11	10	2.43%
603365.SH	水星家纺	增持	18.03	713.57	0.97	1.07	1.22	1.40	19	17	15	13	13.01%
699315.SH	上海家化	增持	28.91	2,880.05	0.58	0.81	0.92	1.07	50	36	31	27	22.65%
600612.SH	老凤祥	买入	43.65	2,763.79	2.17	2.31	2.83	3.25	20	19	15	13	14.41%
603605.SH	珀莱雅	买入	61.30	1,831.92	1.00	1.43	1.89	2.47	61	43	32	25	35.18%
603587.SH	地素时尚	增持	25.45	1,514.61	1.20	1.43	1.63	1.84	21	18	16	14	15.31%
002867.SZ	周大生	买入	33.50	2435.00	1.22	1.66	2.04	2.45	27	20	16	14	20.30%
<b>香港市场</b>													
0321.HK	德永佳集团	-	3.14	553.04	0.22	0.26	0.31	0.38	14	12	10	8	19.40%
0551.HK	裕元集团	-	25.15	5,182.87	1.48	2.00	2.27	2.41	17	13	11	10	19.66%
1234.HK	中国利郎	-	8.34	1,273.08	0.74	0.86	1.00	1.25	11	10	8	7	18.56%
1361.HK	361 度	-	1.81	477.05	0.17	0.22	0.25	0.28	11	8	7	7	16.79%
1368.HK	特步国际	-	4.58	1,456.48	0.36	0.39	0.45	0.52	13	12	10	9	14.61%
1836.HK	九兴控股	-	13.38	1,354.88	0.65	0.92	1.11	1.35	21	15	12	10	26.66%
2020.HK	安踏体育	-	57.00	19,510.60	1.81	2.23	2.70	3.15	32	26	21	18	21.32%
2313.HK	申洲国际	-	103.50	19,832.69	3.58	4.20	4.99	5.90	29	25	21	18	19.25%
2331.HK	李宁	-	14.38	4,225.56	0.35	0.47	0.60	0.71	42	31	24	20	28.03%
3818.HK	中国动向	-	1.17	877.88	0.06	0.13	0.13	0.14	18	9	9	8	31.26%
1910.HK	新秀丽	-	22.40	4,085.96	1.30	1.60	1.78	1.94	17	14	13	12	14.20%

1913. HK	普拉达	-	22.05	7,192.29	0.74	0.96	1.02	1.15	32	23	22	19	17.43%
海外市场													
MC. PA	LVMH Moet Hennessy Louis		346.4	194,890.0	12.6	14.5	15.8	17.1	23.0	23.9	22.0	20.2	11.2%
RMS. PA	Hermes Internatio nal		616.8	72,531.8	13.5	14.3	15.7	17.2	38.1	43.0	39.2	35.8	8.8%
CDI. PA	Christian Dior		439.2	88,308.8	14.3	16.8	18.4	#N/A N/A	24.2	26.2	23.9	#N/A N/A	#VALUE !
TIF	Tiffany & Co.		104.8	12,727.1	4.8	5.0	5.4	6.0	20.8	21.1	19.3	17.4	6.7%
IDX. DE	Inditex, S. A.		26.8	93,005.2	1.1	1.2	1.3	1.4	30.1	22.1	20.6	19.1	7.9%
HSMB. SG	Hennes & Mauritz		166.6	28,994.0	7.6	7.7	8.2	8.6	20.2	21.7	20.4	19.4	3.9%
NXT. L	Next PLC		58.6	10,364.3	4.4	4.5	4.6	4.9	8.7	13.1	12.6	12.0	0.3%
GPS	Gap Inc. LTD		26.0	9,865.7	2.6	2.5	2.6	2.3	11.2	10.5	10.1	11.2	-5.7%
	Brands, Inc.		25.9	7,128.0	2.3	2.4	2.6	2.8	14.2	10.7	10.0	9.2	5.8%
BRBY. L	Burberry Group PLC		20.1	10,650.7	0.7	0.8	0.8	0.9	26.4	24.7	24.1	21.6	9.5%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.		129.7	10,199.6	2.0	7.0	7.6	8.4	19.8	18.5	17.1	15.4	58.5%
VFC	V. F. Corporatio n		94.0	37,190.9	1.5	3.8	4.2	4.7	24.0	25.0	22.1	19.9	44.2%
BOS. DE	Hugo Boss AG		61.5	4,822.7	3.4	3.8	4.2	4.7	21.2	16.1	14.5	13.2	11.0%
COLM	Columbia Sportswear Company		104.5	7,139.1	3.9	4.4	4.9	5.5	24.0	23.5	21.3	18.9	12.3%
NKE	Nike Inc.		87.6	137,622.4	1.2	2.6	3.0	3.5	21.8	34.1	29.0	24.7	41.1%
ADS. DE	Adidas AG - Fast Retailing Co. Ltd.		228.6	51,022.3	8.4	9.6	10.8	12.0	25.0	23.8	21.2	19.1	10.9%
			64,260.0	61,028.7	1517. 7	1626.7	1875.1	2039.0	26.9	39.5	34.3	31.5	10.8%
PUM. DE	Puma AG		534.0	8,971.4	12.5	16.5	20.3	23.9	39.9	32.4	26.3	22.3	24.3%



## 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)

