

## 纺织服装

## 行业周报

### 上半年纺织业利润总额同比下降 0.1%，6 月同比下降 12%

#### 投资要点

◆ **板块公司行情：**上周，SW 纺织服装板块下跌 2.36%，沪深 300 下跌 2.88%。目前 SW 纺织服装 PE 为 17.66 倍，略低于近 1 年均值。本周涨幅前 3 的纺织服装公司分别为：希努尔(+3.79%)、比音勒芬(+2.97%)、鲁泰 A(+2.38%)，跌幅前 3 分别为：拉夏贝尔(-11.48%)、起步股份(-10.02%)、安奈儿(-8.3%)。

◆ **行业重要新闻：**1. 上半年全国规上纺织业利润总额同比下降 0.1%；2. 二季度我国纺织企业景气指数分析报告；3. 新疆：棉花生长提速，预计籽棉开秤价 6.2~6.4 元/公斤；4. 业内人士认为经贸摩擦无损中国纺织服装业国际竞争力；5. 2019 年上半年我国服装消费特点分析。

◆ **海外公司跟踪：**1. Prada 全线恶化，但中国内地趋势上佳；2. 彪马二季度美国增长提速，上调全年业绩预期；3. 欧莱雅二季度北美销售下滑。

◆ **公司重要公告：**【森马服饰】披露投资者关系活动记录表；【歌力思】完成资产收购；【朗姿股份】披露发行股份收购资产修订稿；【安奈儿】上半年业绩预增 6%；【上海三毛】上半年业绩预增 526%；【起步股份】未来三年股东回报计划；【拉夏贝尔】上半年业绩预亏；【浔兴股份】持股 5%以上股份增持达 1%【安正时尚、富安娜、梦洁股份等】回购股份进展；【本周 SW 纺织服装半年报】。

◆ **重点新闻简评：**上半年纺织业利润总额下降 0.1%；上半年，纺织业下游内需增速放缓，外需在中美贸易关系影响下欠佳，市场景气度下行，长订单减少。Q1、Q2 纺织业营收分别增长 3.9%、1.5%，利润总额分别增长 3.6%、下降 2.9%，Q2 增速进一步下滑。其中，6 月纺织业利润总额下降 12%，影响 Q2 增速。

**纺织企业对下一季度信心提升：**据中纺联调查，Q2 纺织行业景气指数为 52.0，预期 Q3 纺织行业景气指数为 57.5，显示企业对 Q3 运营情况较为乐观。本次调查于 7 月完成，正值 G20 后中美贸易关系趋缓过程中，纺织市场情绪有所修复。本周美国拟对剩余 3000 亿美元商品加征 10%关税，影响 20%的服装出口及 30%的家纺出口，或将较大影响纺织市场情绪。

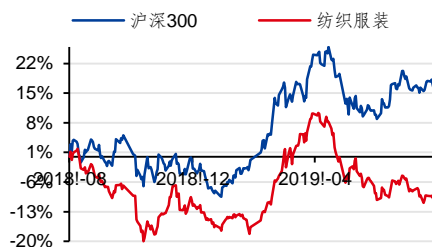
◆ **投资建议：**食品类 CPI、减税降费及汽车品类共同推动 6 月社零增速环比回升。6 月限额以上纺服零售增速继续回暖。下半年，较低的基数以及减税降费等政策逐步推进落实，有望推动零售增速改善。我们建议关注以下几条投资主线：（1）业绩有保障的童装龙头森马服饰，印染龙头航民股份；（2）中长期业绩有望修复的中高端家纺龙头，罗莱生活；（3）有望受益于高端消费复苏的中高端女装企业，歌力思、安正时尚；（4）受益于电商的供应链平台企业，南极电商。

◆ **风险提示：**1. 部分终端销售或不达预期；2. 公司业绩下滑风险；3. 并购资产业绩或不达预期；4. 促消费政策推进落实或不达预期；5. 中美贸易关系存在不确定性。

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票	评级
002563	森马服饰 买入-A
600987	航民股份 买入-A
002293	罗莱生活 买入-A
603808	歌力思 买入-A
603839	安正时尚 买入-A
002127	南极电商 买入-B

#### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.07	-7.07	-26.18
绝对收益	-6.32	-11.30	-13.14

#### 分析师

 王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

 吴雨舟  
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn  
 021-20377061

#### 相关报告

纺织服装：6 月棉纺织景气指数环比下行，7 月预计平稳或略降 2019-07-29

纺织服装：波司登：聚焦羽绒主业，财年业绩快速增长 2019-07-28

纺织服装：上半年社零增长 8.4%，6 月服装零售增速环比回升 2019-07-21

纺织服装：6 月纺织服装景气指数环比下滑，7 月纺服经营或持续偏淡 2019-07-15

纺织服装：节日时点变化推升 5 月访港客流增速，香港零售降幅收窄 2019-07-07

## 内容目录

一、上周行情 .....	3
1. 板块行情.....	3
2. 公司行情与重点公司估值.....	4
3. 未来一年内上市公司解禁股情况.....	5
二、行业重要新闻.....	6
1. 上半年全国规上纺织业利润总额同比下降 0.1% .....	6
2. 二季度我国纺织企业景气指数分析报告 .....	6
3. 南疆：棉花生长提速，预计籽棉开秤价 6.2~6.4 元/公斤 .....	7
4. 业内人士认为经贸摩擦无损中国纺织服装业国际竞争力 .....	8
5. 2019 年上半年我国服装消费特点分析 .....	9
三、海外公司跟踪.....	11
1. Prada 全线恶化，但中国内地趋势上佳 .....	11
2. 彪马二季度美国增长提速，上调全年业绩预期 .....	12
3. 欧莱雅二季度北美销售下滑.....	13
四、公司重要公告.....	14
五、风险提示 .....	17

## 图表目录

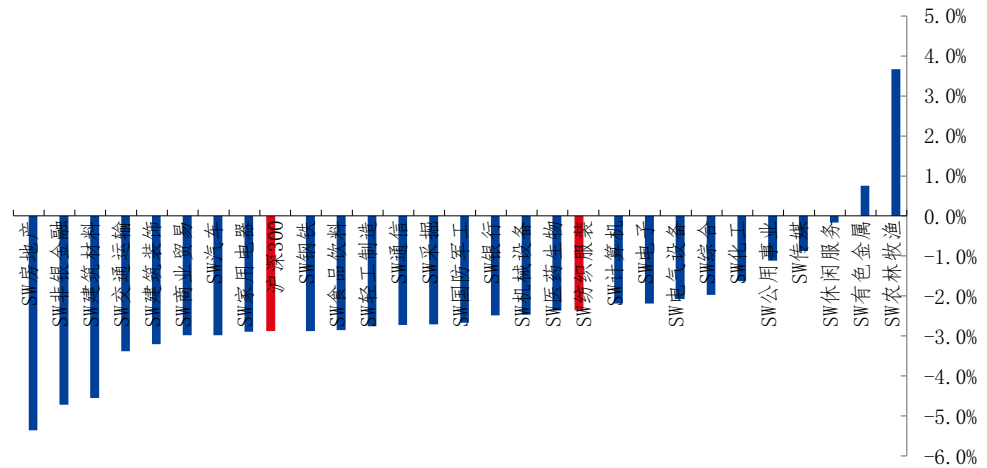
图 1：上周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较 .....	3
图 2：近 1 年纺织服装及子板块 PE 走势 .....	3
表 1：纺织服装及子板块最新估值与近 1 年均值 PE 对比 .....	4
表 2：本周纺织服装板块涨幅前 5 的公司 .....	4
表 3：本周纺织服装板块跌幅前 5 的公司 .....	4
表 4：纺织服装重点公司股价与估值 .....	4
表 5：纺织服装未来一年内解禁情况 .....	5
表 6：本周 SW 纺织服装半年报 .....	17

## 一、上周行情

### 1. 板块行情

上周，SW 纺织服装板块下跌 2.36%，沪深 300 下跌 2.88%，纺织服装板块跑赢大盘 0.52 个百分点。其中 SW 纺织制造板块下跌 2.65%，SW 服装家纺下跌 2.19%。

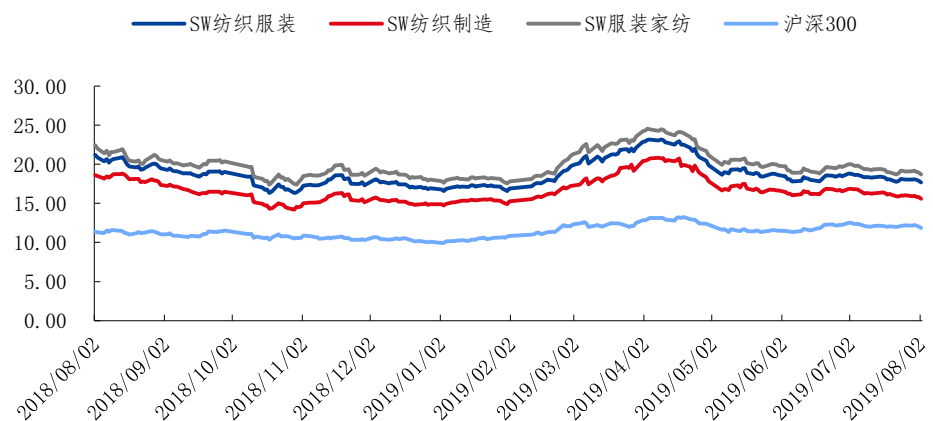
图 1：上周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

从板块的估值水平看，目前 SW 纺织服装整体法 (TTM, 剔除负值) 计算的行业 PE 为 18.06 倍，SW 纺织制造的 PE 为 16.02 倍，SW 服装家纺的 PE 为 19.07 倍，沪深 300 的 PE 为 12.18 倍。SW 纺织服装的 PE 略低于近 1 年均值。

图 2：近 1 年纺织服装及子板块 PE 走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1: 纺织服装及子板块最新估值与近 1 年均值 PE 对比

时间	市盈率(历史 TTM_整体法)剔除负值			
	SW 纺织服装	SW 纺织制造	SW 服装家纺	沪深 300
2019/8/2	17.66	15.58	18.69	11.86
均值	18.79	16.69	19.95	11.39
溢价	-1.13	-1.11	-1.26	0.47

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 2. 公司行情与重点公司估值

表 2: 本周纺织服装板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002485.SZ	希努尔	3.79	6.84
002832.SZ	比音勒芬	2.97	25.98
000726.SZ	鲁泰 A	2.38	9.45
002634.SZ	棒杰股份	1.59	6.37
600448.SH	华纺股份	0.50	5.98

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 3: 本周纺织服装板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603157.SH	拉夏贝尔	-11.48	5.40
603557.SH	起步股份	-10.02	7.90
002875.SZ	安奈儿	-8.30	18.23
002569.SZ	*ST 步森	-8.05	7.54
603908.SH	牧高笛	-7.87	24.01

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 纺织服装重点公司股价与估值

	价格(元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE			
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000726.SZ	鲁泰 A	9.45	89	0.95	1.00	1.09	10	9	9
002042.SZ	华孚时尚	6.54	99	0.49	0.55	0.61	13	12	11
601339.SH	百隆东方	4.06	61	0.29	0.38	0.45	14	11	9
600803.SH	新奥股份	10.02	123	1.07	1.27	1.37	9	8	7
002087.SZ	新野纺织	3.67	30	0.47	0.57	0.67	8	6	5
603558.SH	健盛集团	8.27	34	0.50	0.62	0.74	17	13	11
300658.SZ	延江股份	14.00	21	0.32	/	/	44	/	/
002293.SZ	罗莱生活	9.53	79	0.64	0.72	0.82	15	13	12
002327.SZ	富安娜	6.76	59	0.62	0.71	0.80	11	10	8
002397.SZ	梦洁股份	5.15	40	0.11	0.24	0.31	47	22	17
603365.SH	水星家纺	17.00	45	1.07	1.21	1.38	16	14	12
002761.SZ	多喜爱	8.16	28	0.08	/	/	102	/	/
002503.SZ	搜于特	2.48	77	0.12	0.16	0.18	21	16	14
002563.SZ	森马服饰	10.68	288	0.63	0.71	0.82	17	15	13

603877.SH	太平鸟	14.81	71	1.19	1.43	1.67	12	10	9
002832.SZ	比音勒芬	25.98	80	0.95	1.33	1.72	27	20	15
002612.SZ	朗姿股份	8.50	34	0.53	0.59	0.67	16	14	13
603808.SH	歌力思	13.23	44	1.10	1.32	1.60	12	10	8
603196.SH	日播时尚	8.19	20	0.16	0.21	0.28	51	39	30
603518.SH	锦泓集团	8.06	20	1.08	1.21	1.39	7	7	6
603839.SH	安正时尚	12.26	49	0.70	0.93	1.07	18	13	11
600398.SH	海澜之家	8.83	390	0.78	0.82	0.88	11	11	10
002029.SZ	七匹狼	6.26	47	0.46	0.51	0.56	14	12	11
601566.SH	九牧王	11.87	68	0.93	1.00	1.05	13	12	11
002762.SZ	金发拉比	5.41	19	0.11	0.19	0.22	48	28	25
002875.SZ	安奈儿	18.23	24	0.63	0.77	0.94	29	24	19
002763.SZ	汇洁股份	8.25	34	0.40	0.68	0.73	21	12	11
300005.SZ	探路者	3.87	34	-0.20	0.14	0.18	-19	28	22
603555.SH	贵人鸟	4.56	29	-1.09	/	/	-4	/	/
600987.SH	航民股份	6.32	68	0.61	0.70	0.79	10	9	8
603001.SH	奥康国际	9.86	40	0.34	0.41	0.47	29	24	21
002291.SZ	星期六	4.68	31	0.01	/	/	345	/	/
002127.SZ	南极电商	9.86	242	0.36	0.50	0.66	27	20	15
002640.SZ	跨境通	6.74	105	0.40	0.66	0.88	17	10	8
002687.SZ	乔治白	5.69	20	0.32	/	/	18	/	/

资料来源: Wind 一致预期, 最新日期 2019/08/02, 华金证券研究所

### 3. 未来一年内上市公司解禁股情况

表 5: 纺织服装未来一年内解禁情况

股票代码	证券简称	本次解禁日期	本次解禁股份数量(万股)	占总股本比例(%)	占解禁后流通股份比例(%)
002193.SZ	如意集团	2019/8/16	3,051.47	11.66%	11.69%
002674.SZ	兴业科技	2019/8/19	6,151.02	20.36%	20.37%
600400.SH	红豆股份	2019/8/30	3,689.98	1.46%	1.46%
603877.SH	太平鸟	2019/9/16	172.78	0.36%	0.85%
600146.SH	商赢环球	2019/9/30	26,997.00	57.44%	57.44%
002494.SZ	华斯股份	2019/11/11	370.83	0.96%	1.24%
002832.SZ	比音勒芬	2019/12/23	16,184.00	52.50%	54.65%
300577.SZ	开润股份	2019/12/23	15,225.56	70.00%	70.34%
603608.SH	天创时尚	2019/12/26	701.34	1.63%	2.17%
603877.SH	太平鸟	2020/1/9	27,623.40	57.46%	57.94%
300591.SZ	万里马	2020/1/9	19,760.00	63.33%	63.33%
603839.SH	安正时尚	2020/2/14	29,458.80	73.26%	73.63%
603238.SH	诺邦股份	2020/2/24	9,000.00	75.00%	75.00%
603908.SH	牧高笛	2020/3/6	4,364.07	65.44%	65.44%
603665.SH	康隆达	2020/3/13	6,272.92	62.73%	62.73%
002291.SZ	星期六	2020/4/27	13,708.13	20.81%	25.57%
603196.SH	日播时尚	2020/6/1	17,460.00	72.75%	72.75%
002875.SZ	安奈儿	2020/6/1	9,112.35	69.11%	69.82%

股票代码	证券简称	本次解禁日期	本次解禁股份数量(万股)	占总股本比例(%)	占解禁后流通股份比例(%)
300658.SZ	延江股份	2020/6/2	10,800.00	72.00%	72.00%
002293.SZ	罗莱生活	2020/6/8	101.97	0.12%	0.13%

资料来源: Wind, 最新日期 2019/08/02, 华金证券研究所

## 二、行业重要新闻

### 1. 上半年全国规上纺织业利润总额同比下降 0.1%

[中国纺织网 2019-08-01]

日前,国家统计局消息显示,1~6月份,全国规模以上工业企业实现利润总额 29840.0 亿元,同比下降 2.4%,降幅比 1~5 月份扩大 0.1 个百分点。

1~6 月份,制造业实现利润总额 24608.3 亿元,下降 4.1%。1~6 月份,在 41 个工业大类行业中,26 个行业利润总额同比增加,15 个行业减少。纺织业实现利润总额 483.7 亿元,同比下降 0.1%;纺织服装、服饰业实现利润总额 382.5 亿元,同比下降 0.8%;皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业实现利润总额 314.9 亿元,同比增长 2.3%;化学纤维制造业实现利润总额 133.4 亿元,同比下降 23.1%。

【简评:上半年纺织业利润总额下降 0.1%:上半年,纺织业下游内需增速放缓,外需在中美贸易关系影响下欠佳,市场景气度下行,长订单减少。Q1、Q2 纺织业营收分别增长 3.9%、1.5%,利润总额分别增长 3.6%、下降 2.9%,Q2 增速进一步下滑。其中,6 月纺织业利润总额下降 12%,影响 Q2 增速。】

### 2. 二季度我国纺织企业景气指数分析报告

[中国纺织经济信息网 2019-07-31]

第三十七期调查问卷工作于 2019 年 7 月完成。本期调查时间段为 2019 年 04~06 月。调查问卷主要通过中国纺织工业联合会各专业协会各相关媒体、网上道报等方式发放和回收。调查问卷由企业法人代表或经营管理主要负责人填写。中国纺织工业联合会相关部门、各专业协会和支持媒体的通力协作和共同努力,广大企业积极参与,截至到发布报告日为止,共收回有效问卷 184 份。经数据整理、统计和综合分析,形成本期指数分析报告。为政府相关部门、行业协会、企业经营者掌握行业发展新动向,调整生产经营策略提供参考。

#### 一、纺织行业总体景气状况

总体景气指数有所下降,企业对三季度运行信心仍强。根据本期问卷调查数据测算,2019 年二季度纺织行业景气指数为 52.0,较 2019 年一季度行业景气指数下降 30 个点,预期 2019 年三季度纺织行业景气指数为 57.5,高于本期景气指数,显示纺织企业对下一季度行业运行信心提升。

从分项指数来看,呈现以下特点。

### 1、纺织生产指数上升，销售指数下降

2019年二季度，虽然受到国内外宏观形势日趋严峻的影响，行业景气指数总体有所下滑，但企业不断调整生产节奏，生产指数高于一季度。二季度生产指数为59.6，较2019年一季度上升38个点。

受国际经济形势复杂、国际市场需求乏力等因素影响，2019年二季度新订单指数为49.5，较2019年一季度下降94个点，其中，国外订单指数为47.4，较2019年一季度下降82个点。

从国内外市场数据表现来看，二季度内销增速继续回落，出口仍未扭转负增长(美元计)的势头。2019年1~6月，全国限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长3.0%，增速较2019年一季度回落0.3个百分点。全国纺织品服装出口124231亿美元，同比下降237%；以人民币计算，纺织品服装出口844.亿元人民币，同比增长3.51%。

### 2、产品销售价格和原料购进价格双双下滑

2019年二季度，产品销售价格指数和原材料购进价格指数双双下滑。这与国家统计局统计的纺织原料类生产者购进价格与纺织业、服装业、化纤业生产者出厂价格增速比一季度下滑相一致。我国纺织企业原料成本与销售产品价格同步下降。

据测算，我国纺织行业原材料购进价格指数为557，较2019年一季度下降112个点。同期，产品销售价格指数仅为41.8，较2019年一季度下降10.3个点。另据国家统计局数据，2019年1~6月，工业生产者出厂价格纺织业、服装业同比分别增长1.1%、1.1%；化纤业同比下降1.4%；纺织原料类工业生产者购进价格同比增长1.0%；增速均比2019年一季度有所下降。

### 3、原材料库存下降，产成品库存上升

2019年二季度，我国纺织行业原材料库存指数47.5，较2019年一季度下降20个点。产成品库存指数为596，比2019年一季度上升15.5个点，可见，受国内外市场需求疲软影响，我国纺织生产企业备货放缓，库存压力增长，生产企业的产品库存上升较快。

整体来看，受市场放缓等因素影响，我国纺织行业总体景气指数下降。而随着国内相关减税降费等政策发挥效果，三季度或将有回升空间企业看好三季度运行，信心有所增强。具体，2019年二季度较2019年一季度的主要分项指标变化情况为生产指数、产成品库存指数上升，新订单指数、国外订单指数、销售价格指数、从业人员指数、原材料库存指数、原材料购进价格指数均下滑。企业对三季度的预期为，除产成品库存指数下滑外，其余均上升。

【简评：纺织企业对下一季度信心提升：据中纺联调查，Q2纺织行业景气指数为52.0，预期Q3纺织行业景气指数为57.5，显示企业对Q3运营情况较为乐观。本次调查于7月完成，正值G20后中美贸易关系趋缓过程中，纺织市场情绪有所修复。本周美国拟对剩余3000亿美元商品加征10%关税，影响20%的服装出口及30%的家纺出口，或将较大影响纺织市场情绪。】

## 3. 南疆：棉花生长提速，预计籽棉开秤价6.2~6.4元/公斤

[中国纺织经济信息网 2019-07-29]

进入7月下旬，疆内大部分棉花加工企业开始进入机器检修、保养及新设备调试节奏，各州市县农业部门、税务部门、消防、纤检、农发行等培训工作也有条不紊的展开。

河南、山东、湖北等地的几家涉棉企业表示，今年南疆喀什、阿克苏两地对外承包的手摘棉轧花厂比较多且相对集中(尤其阿克苏西大桥)，一条加工线的轧花厂报价多在50-100万元(无农发行贷款资质，周边资源情况不同、设备状况不同差异较大)，较前两年价格继续下跌。内地棉企考察、关注的重点则是北疆加工机采棉的轧花厂和兵团轧花厂，一方面籽棉资源丰富；另一方面籽棉收购价低且农民交售比较正规、严格。再者，更靠近棉花监管库、期货交割库。

从农民、轧花厂反馈来看，目前南疆喀什、库尔勒、阿克苏等地大部棉区已进入开花、坐桃阶段，农民通过及时灌溉施肥、喷施缩节胺调节长势，预计8月上旬全疆机采棉进入盛花期。

巴楚、沙雅、库车等地棉花加工企业反映，7月中下旬气温大幅升温，降雨偏少，棉花生长全面提速(高温导致部分棉区花蕾脱落，坐桃率受到影响)，8月下旬至9月上旬手摘棉就将陆续开采，预计手摘籽棉40%衣分开秤价将在6.20-6.40元/公斤，低于农民预期0.20-0.30元/公斤。

#### 4. 业内人士认为经贸摩擦无损中国纺织服装业国际竞争力

[中国棉花协会 2019-07-31]

在贸易保护主义阴霾下，国际经贸摩擦给中国纺织服装行业增加了不确定性，但不少美国业内人士表示，不会停止同中国相关企业的合作。同时，随着中国企业积极创新升级并向海外布局，中国纺织服装行业仍将在今后较长时间内在国际市场保持竞争力。

2019年中国纺织品服装贸易展近日在美国纽约市举行。展会期间，多位美国采购商表示，他们对中国产品的质量和生产效率非常满意，将与中国供应商携手应对风险，不会考虑改变供应商。

美国时装品牌Vince控股公司执行副总裁马克·恩格布雷森表示，公司对中国合作方有承诺，将会一道应对任何可能发生的不利情况。“大家都会尽一份责任。”

已经与中国一家皮草企业合作5年的服装商科斯塔·朱莉安娜·所罗门说，由于原料来自中国，公司的皮草业务不会从中国转移。与中国伙伴合作颇有成效。所罗门现在几乎每月都要去中国出差，并计划把她的采购业务从南亚转移到中国。

美国特拉华大学助理教授陆圣近期与美国时尚行业协会联合推出了一份针对美国大中型时尚品牌、零售商、进口商和批发商的调查报告。这份报告显示，美方加征关税的举措基本不会撼动中国纺织服装行业作为美国主要供应商的地位。

美国时尚行业协会总裁朱莉娅·休斯说，业内一直在谈论全球供应链，这是中国纺织服装行业最大的优势之一，也是中国相关企业成为顶尖供应商的原因，预计中国在该领域仍将保持这一地位。

中国纺织服装行业受到外部压力的同时，也在进一步向产业链上游移动。大量中国纺织服装企业在东南亚、中南美洲以及非洲等地布局，并从中国进口原材料。



陆圣告诉记者，除了规模优势外，中国纺织服装行业可以提供多种产品，中国这方面的优势十分明显。此外，该行业也在不断进步，很多企业正在考虑如何通过建立自己的品牌来盈利。

同时，激烈的全球竞争也在推动中国纺织服装行业向“科技、时尚、绿色”的方向迈进，企业在环保、小批量生产、快速交货等方面的能力明显提升，并不断增加对新产品和新工艺的投入和研发。

中国纺织工业联合会副会长徐迎新在展会期间表示，中国供应商正积极通过技术创新提高自动化和智能化水平，打造自主品牌来提升产品附加值。

分析人士认为，随着中国内需不断增长以及本行业加强与“一带一路”共建国家和地区合作，中国纺织服装行业仍将保持强劲国际竞争力。

## 5. 2019 年上半年我国服装消费特点分析

[中国棉花协会 2019-07-30]

2019 年以来，随着新一代消费的持续崛起，消费结构在不断改变和升级，消费意愿、消费形态、消费方式正在发生着变化。中国服装消费市场迎来新的发展格局。

### 一、2019 年上半年我国服装消费情况分析

#### (一) 消费人群变化分析

新主力军正在改变着整个消费市场。中国拥有 80 后、90 后超过 4 亿人，占据中国近三分之一人口数量，再加上 00 后逐步进入市场，中国服装市场迎来新的消费主体力量。他们不仅消费支出能力强，又接受良好的教育，对穿着有着自己的态度和理念，有着自己的消费价值主张。比如，不随意消费，但遇到真正喜欢的产品，他们则会立即购买，不在乎价格。

年轻女性消费不容忽视，是消费变革的引导性力量。中国新一代女性，注重通过微信公众号、新闻资讯平台关注时尚潮流，并借助短视频、网络直播等形式参与时尚信息的消费、传播与生产。她们不仅拥簇意见领袖的专业化影响力，也会以品牌时尚信息为基础，加工并分享时尚新内容，由此促成时尚潮流的形成。

另外，中老年人涌入消费升级的大潮。中老年消费潜力大，且出手大方。同时，随着网络普及率的不断提高，中老年人触网比例越来越大，形成了线上线下快速融合消费的新态势。

#### (二) 消费观念变化分析

随着居民收入稳步增长，消费结构从生存型消费向享受型、发展型消费转变，人们更看重功能体验之上的附加价值，消费观念变化步伐正在加快，进一步促进消费结构升级。

消费需求更注重个性化。随着消费者知识水平和收入水平提高，消费者对风格多样性不断提高，尤其是年轻一代更为看重服装个性特征，通过个性来展示自我。

消费需求更注重品质。随着科技进步所带来的时尚信息获取的便捷与丰富，消费者对品牌重视程度不断下降，对品牌忠诚度越来越低，而对品质生活理解更接近于真实，更追求品质本身。

消费需求更看重娱乐。服装消费娱乐化成为消费者喜欢的一个重要因素。虽然价格依然为消费者所看重，但其意义却不象原来那么重要。相比于价格，消费者更看重通过各类休闲娱乐活动满足自身更高层次的精神需求。

消费者更看重责任。消费者看重能为他们带来更多价值的创新，比如因为便利给他们带来的节省时间的价值，会让他们更加信赖品牌。同时，消费者也更加看重社会责任，他们希望他们喜欢的品牌是负责任的品牌，坚守社会责任，同时他们也会做一个有责任的消费者，进行绿色消费。

### (三)消费特点分析

在消费价值观变化的作用下，当下消费出现了新的特点，他们作为自己消费的决策主体，有着自己的消费主张和消费偏好，呈现出内涵式消费的新表征。

场景式消费特征明显。随着经济社会经济的发展，消费者日益清晰属于自己的生活方式、工作方式。他们在服装消费时，把着装所对应的生活方式、工作方式作为购物首要前提和标准。他们根据自己工作、生活的具体场景进行服装搭配式购买，在不同时间、不同场合搭配不同的服装成为新的潮流，甚至成为部分消费者的标配。

审美式消费日益突出。除“适应换季”这一刚需外，服装外观的“身材修饰”及“颜值提升”成为购物的重要条件。消费者审美鉴赏意识觉醒，消费者对美好生活的追求成为经济发展新动力。

自我取悦式消费比例增加。消费者日益看重舒适性，无钢圈内衣销量快速提升就是一个明证。同时，很多消费者不再关注炫耀式消费，而是转向自我满足，追求服装内涵的“精神诉求”，愿为符合自我表达的服装产品支付溢价。

中性式消费趋势明显。消费去性别化越来越明显，男女消费边界正在弱化。非常男性化的元素越来越为女士所喜欢。比如年轻女孩喜欢穿特别大的衬衫，以表现对生活的不羁与调侃。同时，男性消费日益看重时尚，看重瘦身甚至配以美妆。

内涵式消费愈加突出。一线城市消费者不再一味追捧国际大牌，而是更多地接受轻奢国际二线品牌、设计师品牌、户外品牌。他们更加关注产品设计理念、设计师所传达包括环保、安全等内容，同时他们会通过发布会了解品牌特征，走到厂家去了解生产工艺和制造理念，对真正符合自身内涵的产品抱有浓厚兴趣。

### (四)消费方式变化分析

随着互联网技术的发展，以及新零售的进步，消费方式也在深度调整与变革中，购物渠道、购物方式呈现更多新特征。

熟人式社交电商愈加受欢迎。消费者已习惯于通过微信这样的社交入口获取信息，满足人际关系交互、体验、互动、分享的需求。尤其是喜欢熟人式电商模式，重视熟人社交关系链，通过熟人间深度沟通进行消费。

线上消费愈加理性。消费者希望根据个人体型和喜好，提供相应穿搭方案，定制个性化单品。同时，习惯浏览对比电商平台与实体店款式与价格，并在促销时统一购买。

日常消费更加看重体验。越来越多消费者重归线下消费，看重现场试穿的体验感。这种即时体验感也在线上表现的十分明显，纷纷通过观看直播等方式了解穿搭效果，从而完成线上体验之旅。

## 二、2019年下半年服装消费发展趋势预测

面对巨大的服装市场，我国“供给侧结构性改革”“制造强国战略”“互联网+”“大数据”等国家重大战略的持续推进，将继续与消费升级交相辉映，从而呈现出新的消费趋势和特征。

个性化定制需求加大。在新消费群体崛起的过程中，90后、00后消费群体标签化，消费秩序不存在统一的标准，而是更加多变、多元、多维。定制成为市场需求，并逐渐迎来新的发展时期。

社交消费需求加大。随着圈层消费时代的来临，消费者愈加信赖移动社交所创建的场景消费所带来的互动性、娱乐性、便捷性，同时愈加喜欢通过消费建立起社交好友的紧密链接。

文化创意需求加大。随着消费者文化自觉和文化自信不断增强，消费升级不仅仅体现在新消费理念和新消费群体高品质的物质需求转变，也体现在消费者对更高审美、更具中国文化主张的时尚内涵的认同和追求。

安全消费需求加大。在日常消费过程中，消费者希望产品、服务品质不断提升的同时，也对交易规范、信息安全等问题提出了新要求，愈加需要交易透明、支付安全的网购环境。

## 三、海外公司跟踪

### 1. Prada 全线恶化，但中国内地趋势上佳

[无时尚中文网 2019-08-01]

因蔡徐坤代言后，而饱受最大客户群——中国消费者争议的 Prada SpA (1913.HK) 普拉达全线恶化，包括奢侈品市场一片大好的内地市场亦出现衰退，唯通过 7,700 万欧元税项收益，中期净利润录得账面大涨。

截止 6 月底的上半年，普拉达集团亚太市场销售录得 4.0% 的跌幅，由 5.196 亿欧元减至 4.986 亿欧元，占比从 34.4% 跌至 32.2%。这一竞争对手 Gucci 古驰和 Louis Vuitton 路易威登表现最为强劲的市场，普拉达集团继续失去份额和竞争力。

意大利集团上半年亚太市场 6.4% 的固定汇率与 Gucci 同期 16.3% 的有机增幅以及零售渠道亚太市场高达 29% 的可比增幅无法比较，而 LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE (MC.PA) 路威酩轩集团亚太市场上半年亦录得 18% 的有机增幅。

已经披露业绩的 Salvatore Ferragamo SpA (SFER.MI) 菲拉格慕、Burberry Group PLC (BRBY.L) 博伯利、Hermès International SCA (HRMS.PA) 爱马仕国际集团在中国市场都有强劲的双位数增长，而普拉达集团表示，上半年集团大中华市场销售固定汇率计算录得 5.1% 的跌幅，欧元计算销售下滑 2.3% 至 3.366 亿欧元。

意大利集团将大中华的低迷业绩表现归咎于近期的社会事件及汇率波动，带来的香港市场下跌，并表示因中国内地的上佳趋势，以及本地广告宣传举措的支持而有所缓解。集团首席财务官 Alessandra Cozzani 称，二季度在广告支持下，内地销售见到促进。

不过，除 Gucci 外，其他表现强劲的软奢同行悉数表示，香港市场对业绩没有任何影响。据 Alessandra Cozzani 称，香港业务目前占集团中个位数比例。

今年 6 月，普拉达在社交媒体曝光一段由中国社交媒体“流量明星”饰演的广告视频，随后于上海举办了男装秀。市场担心意大利集团的新营销策略可能进一步削弱其盈利能力。

中报显示，普拉达集团上半年广告及宣传成本按年上涨 8.8% 至 1.015 亿欧元，广告宣传费率则按年上涨 40 个基点至 6.5%，均较 2018 年全年有所收缩。

无时尚中文网(微信号:nofashioncn)和本土零售观察(retailinsider)数据显示，2018 年，普拉达集团广告费率增加 60 个基点至 6.6%，广告和公关费用大涨 12.2% 至 2.073 亿欧元。

集团首席执行官 Patrizio Bertelli 在评论中期业绩时称，公司策略性停止季节性降价，并对批发渠道进行合理重整，而全价系列所有产品、所有主要市场均有正面表现，显示这是正确选择。他同时表示，伴随提价将加强与客户的关系的一致性，并提高产品的价值。

在声明中，Patrizio Bertelli 一反数年前对电商的厌恶态度，盛赞数字创新是不断变化的市场中竞争的关键，公司将致力于推动数字技术发展，从而提高决策效率。

Prada 家族继承人 Lorenzo Bertelli 则表示，10 月份品牌会推出一个增强版网站。

在财报后的分析师会议上，Patrizio Bertelli 称，从今年 1 月 1 日开始的停止降价行动以及对批发渠道的重整，令公司损失 6,000 万欧元销售，如果计入，可对 EBIT 有 5% 的推动。他指出，为符合欧盟规定，普拉达集团的批发合作伙伴将不再被允许在合作区域外销售，此举有利减少供应和平行销售，避免（折扣）失控。Patrizio Bertelli 称，2020 年，对批发商的供应量将会减少一半，并坦承削减的原因是因为部分批发商不符合公司对定价的一致性策略，但是由于此前有供应协议在身，不得不继续合作，对于新的合作伙伴，一致性策略已经被写入合作协议，若合作伙伴不遵守定价协议和不平行销售协议，同样会被踢出合作范围。

在分析师电话会议上，Patrizio Bertelli 甚至指责批发商的全球范围内的平行销售是对行业的洗劫和污染，但承认在 1990 年代，甚至到 2010 年为止，批发商对公司都是非常重要的。

在业绩会上，普拉达集团首席财务官 Alessandra Cozzani 进一步表示，整顿批发业务将在下半年及 2020 财年继续对集团销售造成负面影响。

## 2. 彪马二季度美国增长提速，上调全年业绩预期

[无时尚中文网 2019-07-25]

连续两季增长跑赢预期后，Puma SE (PUMG.DE) 彪马终于上调全年业绩展望，刺激周三股价一度飙升 9.1% 至 63.05 欧元，再创历史新高。

二季度 Puma SE 彪马收入同比上涨 16.9%至 12.268 亿欧元，撇除汇率影响后涨幅为 15.7%。首席执行官 Bjørn Gulden 在财报中指出上季“非常积极”，不仅新款运动鞋畅销，服装持续强劲，服装和鞋履的补货订单充足，直接面对消费者（DTC）业务也有良好表现。

Puma SE 彪马在今年 1 月与连续两届英超冠军球队 Manchester City FC 曼城达成每年 5,000 万英镑的集团史上最贵赞助交易后，新赛季球衣已经开始发售，Bjørn Gulden 透露销情比双方预期更理想。本周初，该品牌罕有地签下了曼城主帅 Pep Guardiola 佩普·瓜迪奥拉作为品牌代言人。

去年重返的篮球市场也有佳绩，Puma 彪马的 NBA 品牌大使 Danny Green 丹尼·格林所在多伦多猛龙队今年首次问鼎 NBA 冠军。

二季度 Puma SE 彪马在美洲实现 19.7%的固定汇率计销售增长，比一季度的 16.3%进一步提速，表现也远胜最近一季在北美分别取得 3.3%至 8%增长的主要竞争对手 Adidas AG (ADSGn.DE) 阿迪达斯集团和 Nike 耐克，而美国本地巨头 Under Armour Inc. (NYSE:UAA) 安德玛则出现 3%的跌幅。

亚太地区增速从一季度的 28.6%放缓至 21.6%，不过 Bjørn Gulden 在今天的分析师电话会议上指出中国的体育用品市场没有降温的迹象，他又表示相信五年内中国可超越美国成为最大市场；上半年间 Puma SE 彪马的零售伙伴在中国开设了大约 200 间门店。EMEA 收入增长率则从一季度的 5.7%加快至 8.4%。

二季度整体营业利润同比大增 39.4%至 8,030 万欧元，主要得益于销售的快速增长和毛利率按年提升 70 个基点。营业利润率为 6.5%，比去年同期改善了 100 个基点。

然而，Bjørn Gulden 还是在分析师电话会议上警告若关税生效，“我确信价格会水涨船高，因为把所有生产制造撤出中国是不可行的”。他又指出，由于越南、柬埔寨等新采购中心获得大量新订单，从工厂、部件、包装到运输等方方面面的成本都在上涨。

即使如此，Puma SE 彪马依然把 2019 财年全年营业利润目标从 3.95-4.15 亿欧元调高到 4.1-4.3 亿欧元。固定汇率计销售增长展望也从预期从 10%上调至 13%。

### 3. 欧莱雅二季度北美销售下滑

[无时尚中文网 2019-07-31]

L'Oréal SA (OR.PA) 欧莱雅集团周三开盘大跌逾 3%，低迷的北美业务令市场担心会蔓延至其他市场，而主要推动增长的亚太市场尽管轻微加速，但是充满危机。

法国全球最大美容产品制造商，成为在北美市场最新扑街的行业巨头，1-6 月，欧莱雅在北美的可比增幅降至——0，二季度 1.1%的跌幅悉数抹平了一季度 1.2%的增幅。

北美市场主要被彩妆销售下滑抑制，完全抵消了护肤和香水类别的增长。

亚太市场 25.5%的增幅则较一季度 23.2%加速，一举超西欧市场，成为集团最大市场。

美国市场的下滑，拖累二季度欧莱雅集团可比增幅较一季度下滑 90 个基点至 6.8%，差过市场预期预期的 7.4%，上半年整体有机增速 7.3%。

同日，欧莱雅竞争对手之一——全球最大个人消费品制造商 Procter & Gamble Co. (NYSE:PG) 宝洁集团发布了 7%有机增长的强劲四季度业绩，将宝洁股价再度推向历史新高，尽管吉列减值 80 亿美元，但美国巨头重申剃须行业巨大的规模和业务的恢复能力，提振投资者信心，而当季体恤部门录得罕见 4%有机增长。

4-6 月份，宝洁北美市场录得 7%的高个位数增幅。

欧莱雅首席执行官 Jean-Paul Agon 在财报继续鼓吹 10 年来最强劲的上半年增长，以及持续高位的营业利润率。

Lancôme 兰蔻、Yves Saint Laurent 圣罗兰、Giorgio Armani 阿玛尼和 Kiehl's 科颜氏推动欧莱雅奢侈品部门二季度继续录得 12.2%的双位数增幅，但较一季度 14.2%的增幅放缓。

奢侈品业务同时推动电商渠道收入上半年大增 48.5%，占比进一步提升至 13.2%，旅游零售渠道中期收入亦大增 21.2%。

上半年，法国巨头毛利润录得 10.5%的涨幅，由 97.924 亿欧元增长至 108.230 亿欧元，毛利率维持 73.1%不变。

市场关注的广告营销费用上涨 11.3%，由 40.183 亿欧元增至 44.717 亿欧元，增幅略高于收入增幅 70 个基点，广告费率同比上升 20 个基点至 30.2%，与 2018 年全年持平。但该费率已经是各项支出中最高，而研发费率仅为 3.1%，反而改善 20 个基点，销售成本费率 26.9%维持持平，SG&A 费率同样改善 20 个基点至 20.3%。

其他费率改善刺激欧莱雅集团中期营业利润率录得 19.5%的历史新高，同比增加 30 个基点，较 2018 年全年更是大涨 120 个基点。上半年，欧莱雅集团营业利润增幅 12.1%至 28.884 亿欧元，2018 年同期 25.759 亿元。

二季度和上半年，欧莱雅实际收入分别录得 9.8%和 10.6%的增幅至分别 72.619 亿欧元和 148.115 亿欧元。

## 四、公司重要公告

### 【森马服饰】披露投资者关系活动记录表

[2019-08-01] 7 月 29 日公司组织研发中心调研，调研中，公司称：研发端：实现工业设计软件 3Dc1o、AI、GST、CAD 与 PLM 数据中心高度集成，研制成本降低 20%以上，产品研制周期缩短 35%以上。生产端：实现智能装备自动裁床、吊挂生产线等与 MES 系统高度集成，实现同一生产流水线同时完成多款产品批量生产，生产效率提升了 20%以上。目前来看，我们 10%-15%是快反产品，未来计划达到 30%-40%。森马店铺现有产品中，女装产品占比 38%左右，鞋和配件占比 5%左右，希望鞋和配件的销售带来更快增长，规划鞋和配件在销售量上占比 10%左右。2019 年秋季产品变化较大的主要是增加了梅花款（合作 IP）和简约线的开发。

### 【歌力思】完成资产收购

[2019-08-03] 公司 7 月 9 日拟以合计 2.42 亿人民币分别收购复星长歌所持前海上林 25% 股权及复星惟实所持有前海上林 10% 股权，收购完成后公司将取得前海上林 100% 股权，使其成为公司全资子公司。近日，上述资产收购已完成，前海上林的股东信息变更为“深圳歌力思服饰股份有限公司：出资额 5000（万元），出资比例 100%”，前海上林营业执照上记载的企业类型变更为“有限责任公司（法人独资）”。

### 【朗姿股份】披露发行股份收购资产修订稿

[2019-08-01] 上市公司现持有朗姿医疗 58.81% 股权，拟发行股份购买申东日、中韩晨晖、十月吴巽、南山架桥、合源融微持有的朗姿医疗 41.19% 股权；同时，拟募集配套资金不超过 5,000.00 万元，用于支付本次交易的相关中介费用、医疗美容旗舰店建设项目。本次配套融资以本次收购为前提条件，但本次配套融资实施与否及是否足额募集均不影响本次收购的实施。本次交易完成后，朗姿医疗将成为上市公司全资子公司，有利于上市公司借助资本市场平台大力支持朗姿医疗发展，不断拓展医美板块业务布局。另外交易完成后归属于母公司所有者权益和归属于母公司所有者的净利润将得到提升。

### 【安奈儿】上半年业绩预增 6%

[2019-07-30] 2019 年上半年，公司预计实现营业收入 6.55 亿元，同比增长 15.22%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,867.49 万元，同比增长 5.91%。报告期内，公司持续推进线下业务渠道转型工作，加大线下店铺开店力度，同时线上业务保持较高速度增长，使得营业收入保持较高速度增长；此外，公司加大存货清货力度，销售折扣有所降低导致毛利率有所下降。

### 【上海三毛】上半年业绩预增 526%

[2019-07-30] 经公司财务部门初步测算，预计 2019 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增加约 847 万元，同比增长 526% 左右。预计 2019 年上半年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比，将增加亏损约 50 万元左右。

### 【起步股份】未来三年股东回报计划

[2019-08-01] 公司在当年盈利且累计未分配利润为正，并满足公司正常法定公积金的情况下，采取现金方式分配股利，最近三年以现金方式累计分配的利润不少于公司最近三年实现的年均可分配利润的 30%。

### 【拉夏贝尔】上半年业绩预亏；回购股份进展

[2019-07-31] 经财务部门初步测算，预计公司 2019 年上半年归属于上市公司股东的净利润为-4.4 亿元至-5.4 亿元，较 2018 年上半年下降约 286.6% 至 329.0%。预计公司 2019 年上半年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-4.9 亿元至-5.9 亿元，较 2018 年上半年下降约 364.5% 至 418.5%。

[2019-08-03] 截至 2019 年 7 月 31 日，公司回购专用证券账户已开立，尚未回购公司 A 股股份。

**【浔兴股份】持股 5%以上股份增持达 1%**

[2019-07-31] 基于对公司未来持续发展的信心，浔兴集团自 2019 年 6 月 6 日至 2019 年 7 月 30 日期间，通过深圳证券交易所系统集中竞价方式累计增持公司股份 3,580,059 股，占公司总股本的 1.00%。本次增持后，浔兴集团持有公司股份 29,986,307 股，占公司总股本的 8.38%。

**【金鹰股份】回购股份进展**

[2019-08-02] 截至 2019 年 7 月 31 日，公司已累计回购股份 7,709,342 股，占公司总股本的比例为 2.114%，购买的最高价为 6.16 元/股，最低价为 4.68 元/股，已支付的总金额为 4,004 万元。

**【奥康国际】回购股份进展**

[2019-08-02] 截至 2019 年 7 月月底，公司已累计回购股份 1,695.36 万股，占公司总股本的比例为 4.23%，购买的最高价为 12.39 元/股、最低价为 9.81 元/股，已支付的总金额为 18,095.44 万元（含佣金、过户费等交易费用）。

**【红蜻蜓】回购股份进展**

[2019-08-02] 截至 2019 年 7 月 31 日，公司通过集中竞价方式累计回购公司股份数量为 15,161,950 股，占公司总股本的比例为 2.59%，成交的最高价为 9.3 元/股，成交的最低价为 7.08 元/股，累计支付的资金总额为 120,150,118.5 元（不含佣金、过户费等交易费用）。

**【安正时尚】回购股份进展**

[2019-08-02] 2019 年 7 月，公司未实施回购。截止 2019 年 7 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份数量 5,350,060 股，占公司目前总股本的比例为 1.3304%，成交的最高价为 12.23 元/股，成交的最低价为 11.14 元/股，支付的总金额为 62,836,454.70 元（不含佣金、过户费等交易费用）。

**【孚日股份】回购股份达 3%**

[2019-08-03] 截止 2019 年 8 月 2 日，公司通过集中竞价方式累计回购股份数量为 28,023,999 股，占公司总股本的比例为 3.09%，成交的最高价为 6.28 元/股，最低价为 4.89 元/股，支付的总金额约为 15,144.15 万元。

**【富安娜】回购股份进展**

[2019-08-03] 截止 2019 年 7 月 31 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式实施回购股份，回购股份数量 19,018,800 股，占公司总股本的 2.18%，最高成交价为 9.13 元/股，最低成交价为 7.24 元/股，成交总金额为 158,014,989.65 元（不含交易费用）。

**【梦洁股份】回购股份进展**

[2019-08-02] 截至 2019 年 7 月 31 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 13,314,715 股，占公司总股本的 1.72%，最高成交价为 6.13 元/股，最低成交价为 4.13 元/股，支付的总金额为 69,239,014.12 元（不含交易费用）。



### 【嘉欣丝绸】回购股份进展

[2019-08-02] 截至 2019 年 7 月 31 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式已累计回购公司股份数量为 2,186,804 股，约占公司目前总股本的 0.38%，最高成交价为 5.81 元/股，最低成交价为 5.64 元/股，成交总金额为 12,581,898.9 元（不含交易费用）。

### 【希努尔】回购股份进展

[2019-08-02] 截至 2019 年 7 月 31 日，尚未进行股份回购。

### 【棒杰股份】回购股份进展

[2019-08-01] 截至 2019 年 7 月 31 日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 5,639,208 股，约占目前公司总股本的 1.2232%，最高成交价为 6.31 元/股，最低成交价为 5.69 元/股，支付总金额为 33,450,085.03 元（不含交易费用）。

### 【本周 SW 纺织服装半年报】

表 6：本周 SW 纺织服装半年报

证券代码	公司简称	营业总收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	每股收益 (元/股)	同比增长 (%)
000726.SZ	鲁泰 A	31.85	-2.89	4.11	9.03	0.48	17.07
603558.SH	健盛集团	8.27	9.31	1.44	30.12	0.36	33.33

资料来源：Wind, 华金证券研究所

## 五、风险提示

1. 部分终端销售或不达预期；2. 公司业绩下滑风险；3. 并购资产业绩或不达预期；4. 促消费政策推进落实或不达预期；5. 中美贸易关系存在不确定性。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn