

变化中寻找成长

——纺织服装行业2020年度策略

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002 联系邮箱: mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001 联系邮箱: chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003 联系邮箱: linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证书编号: S0600519070002 联系邮箱: zhanly@dwzq.com.cn

2019年11月

- **消费者需求多样化、渠道细分化的大背景下，国产品牌有了与海外大牌共同竞争的基础：**
 - ✓ 对品牌需求的多样化，让无论是国内传统品牌，还是新品牌都逐渐在消费者心目中与海外大牌站在了相同的起跑线上；
 - ✓ 渠道的细分化，让依靠规模优势进行集中化广告投放的优势进一步缩小；私域流量的增长让各种品牌都有了不同的触达消费者的方式。
 - ✓ 然而在这样竞争更加充分、信息更加过剩的市场中，品牌想要脱颖而出就更需要拥有精准鲜明的品牌定位、行之有效的营销策略、以及优质的供应链作为基础，安踏体育、李宁、波司登均在以上方面为新时代下的国产品牌作出了榜样

- **品牌服装宜关注两大主线：**1) 以体育服饰为代表，崛起的本土品牌及背后反映出的整体运营效率提升，重点标的包括安踏体育、波司登、李宁；2) 低估值+稳健增长，处于价值洼地的细分行业龙头，典型如比音勒芬、地素时尚、森马服饰、歌力思

- **化妆品：**作为可选消费难得的高景气赛道值得2020年重点关注，推荐丸美股份

- **新模式方面：**临近年底关注优质成长股估值切换，推荐开润股份及南极电商

- **纺织制造：**贸易摩擦一年期满，优质制造龙头业绩Q3触底，2020年宜重点监测拐点能否出现，建议关注申洲国际、天虹纺织、华孚时尚

- **风险提示：**全球经济波动/贸易摩擦带来出口需求下滑；本土宏观经济增速放缓导致终端消费疲软；原材料价格波动；汇率意外波动

1. 变化中寻找成长——消费趋势变化，龙头顺势而为抓住成长机会

1.1 现象一 | 需求多样化：无问东西，海外大牌和国产品牌站在同一竞技场

1.2 现象二 | 流量细分化：触达消费者渠道更多元，营销创新打造品牌形象

1.3 鲜明定位、精准品宣、优质产品助品牌脱颖而出

1.4 案例：FILA、李宁、波司登的品牌重塑之路

1.5 品牌服装投资的两条主线

1.6 主要标的估值表

2. 化妆品——可选消费难得的高景气赛道

2.1 行业：可选消费难得的高景气赛道

2.2 丸美股份：细分行业国货龙头的发展新时代

3. 新模式——高成长消化估值

3.1 开润股份：2C、2B业务持续双高增，叠加2C盈利能力提升，成长值得期待

3.2 南极电商：白牌电商继续高速发展

4. 纺织制造——需求筑底，期待贸易形式缓和后的反弹机会

4.1 纺织制造：内外需疲软，多数纺织企业业绩Q3触底

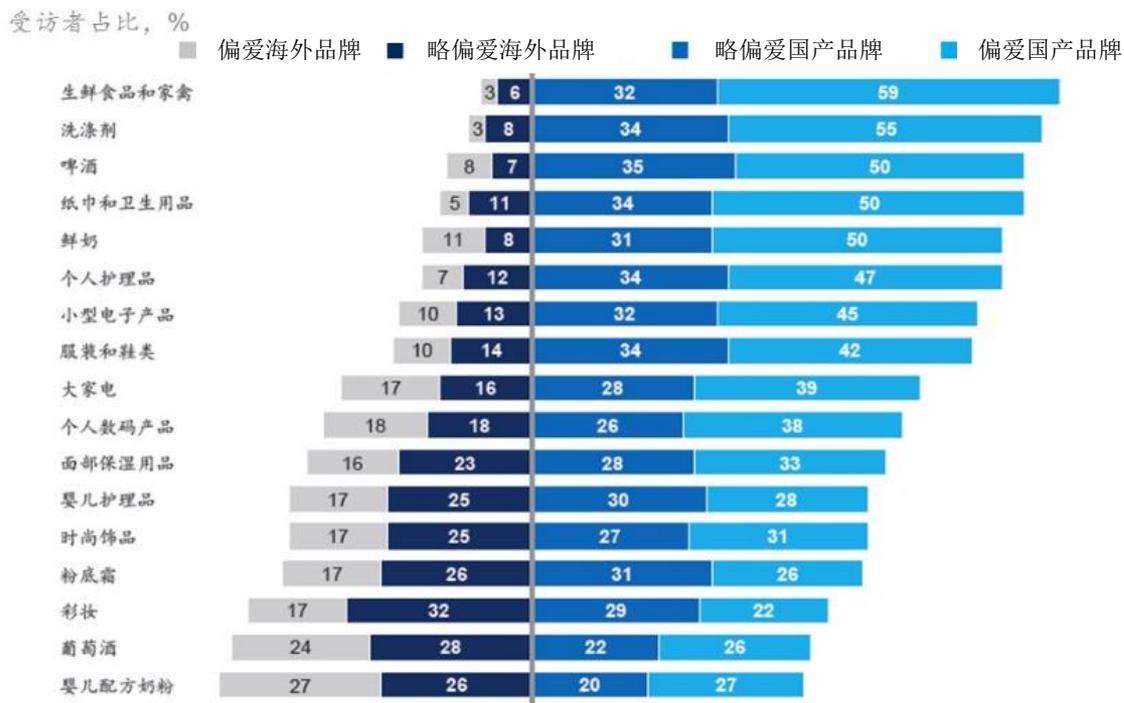
4.2 重点标的推荐：跨区域布产细分行业龙头值得持续关注

4.3 主要标的估值表

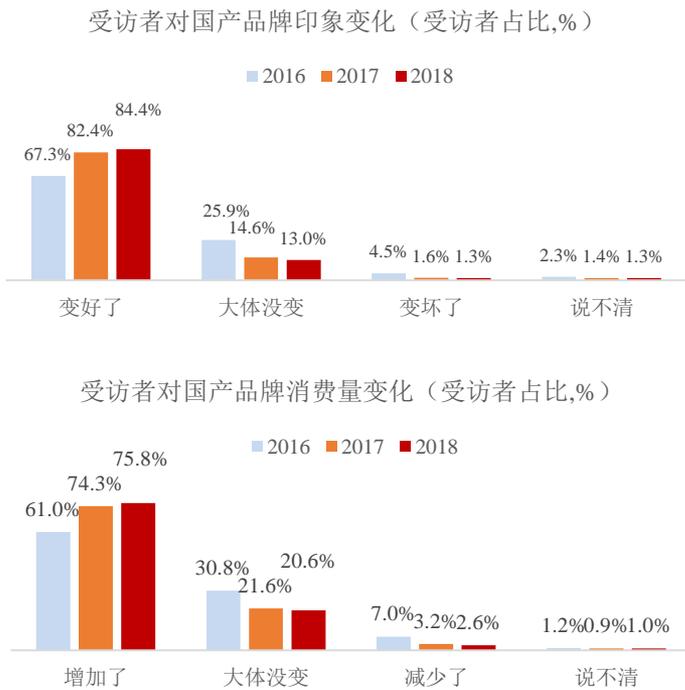
1.1 现象一 | 需求多样化：无问东西，海外及国产品牌站在同一竞技场

- 消费者已走出对海外品牌盲目信任阶段：**根据麦肯锡数据，中国消费者越来越理性认知海外和本土品牌，购买决策主要从产品品质、个人需求匹配度、售后便利度出发，在包括啤酒、个护、大小家电及数码产品、服装鞋类偏爱本土品牌；但在彩妆、护肤、葡萄酒、奶粉等产品偏爱海外品牌
- 90后、95后等年轻一代表现出对国货消费的青睐：**根据苏宁大数据调查，2018全年购买进口品牌产品的用户中，80后/90后分别占比44%和30%，在购买国产品牌产品的用户中，80后/90后分别占比43%/36%，年轻一代对本土文化认同感持续提升，下国潮受到偏爱

图：中国消费者在不同品类上对国产及海外品牌偏好情况



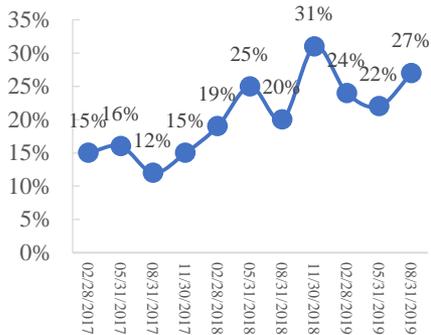
图：越来越大比例的中国消费者对国产品牌持积极观点



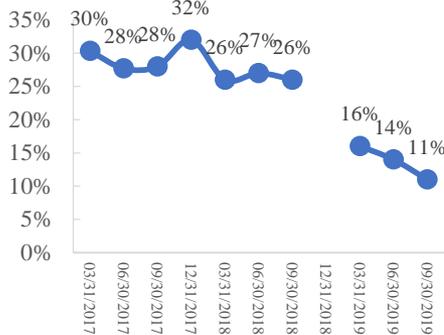
1.1 现象一 | 需求多样化：无问东西，海外及国产品牌站在同一竞技场

图：海外龙头与国内龙头在中国市场季度表现：以体育服饰、化妆品为例

Nike大中华区收入YOY



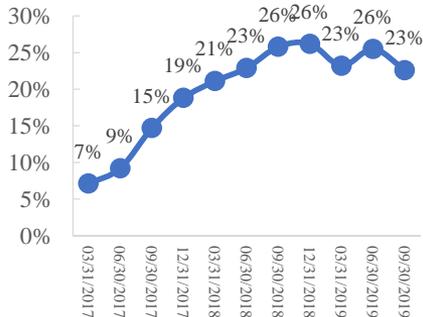
Adidas大中华区收入YOY



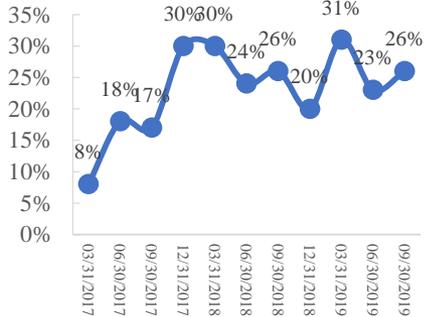
表：安踏、李宁旗下品牌季度流水增速

	Q1	Q2	Q3	Q4
安踏品牌流水YOY				
2017	低双位数	20%-30%	中双位数	20%-25%
2018	20%-25%	低双位数	中双位数	10%-20%中段
2019	10%-20%低段	10%-20%中段	10%-20%中段	
其他品牌（FILA为主）流水YOY				
2017	40%-50%	50%-60%	40%-50%	85%-90%
2018	80%-85%	90%-95%	90%-95%	80%-85%
2019	65%-75%	55%-60%	FILA 50%-55%	其他品牌 30%-35%
李宁成人装流水YOY				
2017	高单位数	10%-20%低段	低单位数	10%-20%低段
2018	10%-20%中段	10%-20%低段	10%-20%中段	10%-20%中段
2019	20%-30%低段	20%-30%低段	30%-40%低段	

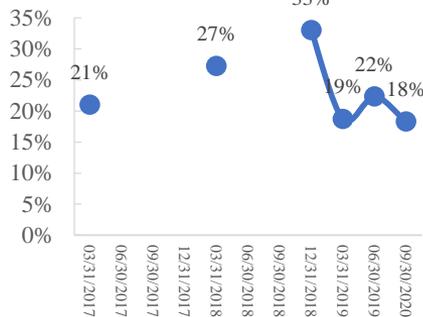
欧莱雅亚太区收入YOY



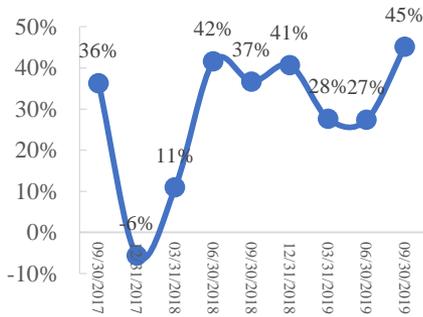
雅诗兰黛亚太区收入YOY



资生堂中国收入YOY



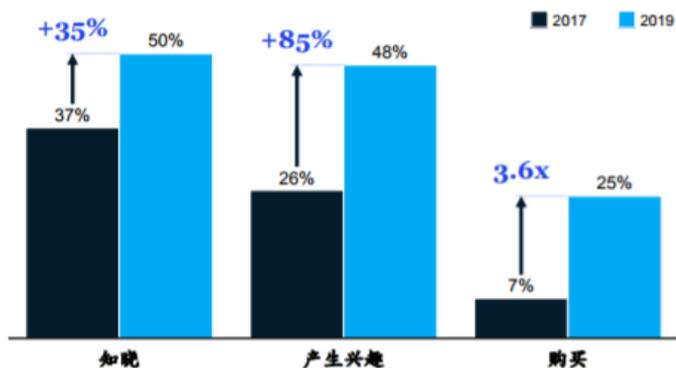
珀莱雅季度收入增速



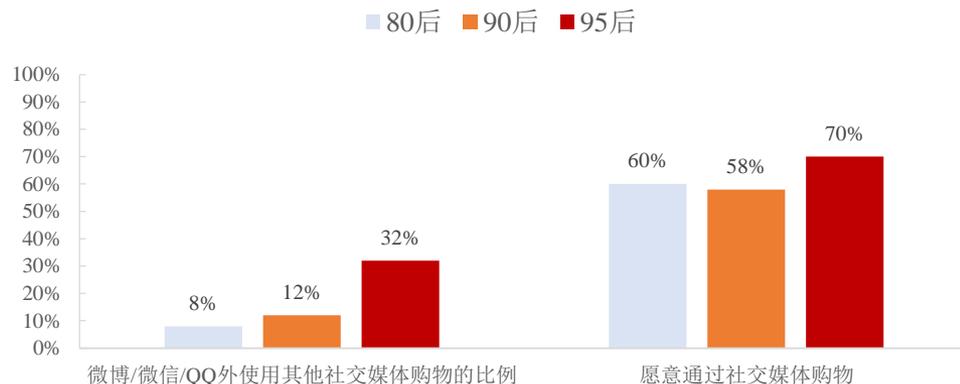
1.2 现象二 | 流量细分化：触达消费者渠道更多元

- 品牌触达消费者的渠道更多元：根据麦肯锡报告，以服饰品类为例，中国消费者在购买前12%/69%/8%会通过线上/全渠道/仅线下进行研究，而85%消费者已经通过全渠道进行购买决策（2017:80%）
- 社交平台对于服饰、彩妆、包装食品类交易中消费者决策流程影响程度在提升：中国消费者花在社交（微信、微博、短视频）/内容（在线视频、新闻、在新音乐）应用上的时间占上网时间的44%和20%，通过社交媒体知晓某件产品/产生兴趣/发生购买行为的概率较17年明显提升
- 消费品牌也根据目标客户特点尝试新型营销手段：典型如2019/11/1始祖鸟与李佳琦合作推出11000元限量礼盒20秒卖空

图：使用社交平台知晓/产生兴趣/购买的网购消费者占比提升



图：95后相对90后、80后更青睐多样性的社交媒体以及通过其购物



图：愿意选择新媒体营销渠道的广告主比例在上升



1.2 现象二 | 流量细分化：创意营销有利于丰满品牌形象

表：本土品牌如何与新型流量渠道对接

品牌宣传方式	具体形式	国内服装品牌案例
明星带货	代言人、服装赞助、机场私服搭配等	2019年安踏签约陈飞宇、FILA签约木村光希成为代言人、李宁签约阿云嘎、蔡程昱成为品牌好友及青春体验馆、波司登签约杨幂成为设计师系列代言人
KOL种草	淘宝直播、抖音、快手等渠道网红推广	始祖鸟和李佳琦直播间合作推出限量礼盒、波司登与“宇宙博主”Chiara Ferragni、“流汗女神”Adrienne Ho合作带货
社交媒体露出	朋友圈时间轴广告、微信公众号推文	波司登羽绒服与海外大牌测评对比系列软文等
综艺或电视剧、电影植入	嘉宾/演员穿着产品、开展联名等	FILA赞助马天宇、杨紫电视剧《我的莫格利男孩》、波司登赞助跑男
大型活动、赛事赞助	赛事及活动冠名、装备赞助等	安踏赞助奥运会、李宁赞助CBA、波司登赞助中国登山队
时装周走秀	时装周的话题性产品、走秀模特、观秀明星都将 成为很好的宣传资料	安踏儿童纽约时装周、FILA2次米兰时装周、中国李宁2次纽约、2次米兰时装周，波司登纽约、米兰时装周

数据来源：公司微博、公众号、东吴证券研究所

图：2019双11始祖鸟和李佳琦直播间合作，11000元礼盒20秒卖空



图：FILA、李宁、波司登2019年9月米兰时装周秀场图



- 消费者需求多样化、渠道细分化的大背景下，国产品牌有了与海外大牌共同竞争的基础：
 - ✓ 对品牌需求的多样化，让无论是国内传统品牌，还是新品牌都逐渐在消费者心目中与海外大牌站在了相同的起跑线上；
 - ✓ 渠道的细分化，让依靠规模优势进行集中化广告投放的优势进一步缩小；私域流量的增长让各种品牌都有了不同的触达消费者的方式。

- 然而在这样竞争更加充分、信息更加过剩的市场中，品牌想要脱颖而出就更需要拥有精准鲜明的品牌定位、行之有效的营销策略、以及优质的供应链作为基础。

- 在近期脱颖而出的安踏体育、李宁、波司登均在以上方面为新时代下的国产品牌作出了榜样

1.4 案例1 | FILA：卡位精准，复古运动风潮带动品牌销售持续爆发（1/2）

- ❑ **品牌定位上：抓准运动休闲定位2014年后迎来持续爆发增长**
 - ✓ 安踏自09年收购FILA以来经过多年的定位尝试（曾尝试定位运动时尚）最终将FILA定位在运动休闲领域，在这一空白市场FILA凭借海外品牌的影响力迅速占领空白市场。
 - ✓ 公司进一步将FILA分为经典运动休闲服饰的CLASSIC，面向7-12岁儿童的KIDS（2015年5月）街头潮文化的FUSION（2017年6月）、面向专业运动的ATHLETICS（2018年8月）四个子品牌，进行更近一步的市场精准定位。
- ❑ **供应链上：FILA定位的运动休闲，首要目的便是产品穿着的舒适，因此FILA的用料包括了天鹅绒、水溶面、空气层等等；供应商来看，包括申洲在内的龙头均是FILA的供应商，其产品均有大量专利且独家供应，保证产品的高质量。**
- ❑ **品牌营销上：韩国总部的全球品牌活动（如参与米兰时装周、聘高人气男团BTS成为全球代言人等）本身有溢出效应；同时国内品牌代言人迭代及时，并与大量流量明星合作保证产品露出，如2019与ELLEMEN合作为大热网剧《陈情令》多位演员的平面拍摄进行鞋类赞助、赞助网综《青春环游记》等**

图：FILA CLASSIC 2019代言人黄景瑜、马思纯；FUSION代言人木村光希；ATHLETICS代言人吴谨言



1.4 案例1 | FILA：卡位精准，复古运动风潮带动品牌销售持续爆发 (2/2)

- 精准的市场定位配合优质的供应链、营销和门店管理，让FILA完全抓住了运动休闲在16年左右开始的风潮，门店数量迅速扩张的同时（2019H1达到1788家），店效持续提升，CLASSIC系列19H1单店月店效已经达到80万水平，快速增长同时零售折扣率和库销比也持续保持在优秀水准

表：FILA各品牌现状及未来发展规划

品牌LOGO	旗下子品牌	品牌定位	发布时间	19H1门店数量	发展现状
	FILA	经典运动时尚	2009年（收购）	大陆1080家，港澳及新加坡40-50家	19H1平均月店效达到80万，大店策略持续奏效
	FILA KIDS	3-12岁儿童	2015年	近470家	19H1月店效30万
	FILA FUSION	潮牌	2017年6月	180家左右	初创期，19H1平均月店效达到35万，仍在产品风格进一步调整和稳定进程中
	FILA ATHLETICS	专业运动	2018年8月	18/8/28起陆续在青岛、沈阳、先、福州、澳门等指定门店发售，目前独立门店较少	

数据来源：公司公告，公司调研，东吴证券研究所

- FILA品牌的收入在2014年以来保持了飞速增长，占整个集团收入的比重在19年有望超过40%。安踏对FILA的成功打造，为中国本土品牌对海外品牌进行本土化改造树立了标杆。

表：FILA品牌收入（单位：百万元）及门店数量增长及预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E
FILA品牌收入	2,800	4,340	8,435	13,796	18,327
YOY		55%	94.4%	63.6%	32.8%
占集团收入比	21%	26%	35%	42%	46%
门店数	802	1,086	1,652	1,979	2,279

1.4 案例2 | 李宁：坚守中国元素最大化自身IP效用（1/2）

- 中国李宁系列产品在2018年2月纽约时装周首次亮相，全新的品牌形象和设计风格引发现象级关注。2018年李宁借助“天猫中国日”首次登上纽约时装周，曝光了潮牌系列产品中国李宁。作为公司进军时尚运动市场的野心之作，中国李宁系列准确地把握了中国风+复古运动潮流风格：
- 纽约时装周上的亮相引起大众对李宁品牌的空前关注，相关微博话题浏览量超过7800万次，有超过6834篇文章发布，微信文章中超过10万次浏览的篇数达到19篇。18A/W纽约时装周大获成功后，李宁又先后三次独立登上巴黎及纽约时装周，并与红旗汽车、人民日报等展开联名，话题不断。
- 电商专供“溯系列”独立引流，打开线上销售：2018年起李宁电商拥有了独立的鞋类产品供应中心，更开始进行电商专供的“溯”系列产品开发，定位中高价位兼具街头潮流与中国风的运动鞋服，大量借鉴包括麒麟、琥珀、琉璃、兵马俑等中国元素，打造最具故事渲染能力的独立产品线，产品限量上市，往往一货难求。2019年公司计划电商专供产品达到40%-50%占比。

图：中国李宁系列四次时装周产品一览



图：李宁溯系列“锦绣”



图：李宁溯系列“珀之心”



1.4 案例2 | 李宁：坚守中国元素最大化自身IP效用(2/2)

□ **品宣方面，有节制、有层次的营销费用投入：**2015年以来李宁的品牌营销活动一直在强调转化效用，在品牌营销费用始终维持在9-11亿元的背景下，公司削减羽毛球等非核心品类赞助，在核心品类资源上集中进行有层次的投入，以篮球为例：

- ✓ 1) 18年与韦德正式续约终身合同，每年举办韦德中国行活动与球迷互动；
- ✓ 2) 包揽CBA、CUBA等国内顶级赛事赞助；
- ✓ 3) 举办草根篮球赛事“一战成名”、“李宁3+1冬季篮球联赛”树立产品体验口碑。

□ **更重视与年轻消费者的互动：**

- ✓ 18年2月以来的4次国际时装周经历让中国李宁作为“国潮代表”深入人心，大大提升了品牌在90后、00后消费者心目中的地位；
- ✓ 此外，17年以来，不再局限于运动赞助，李宁开始尝试与时尚潮流媒体深度合作，借助艺人街拍、时尚活动露出、KOL推广等方式拉近与年轻人距离，蔡依林、周渝民、黄景瑜、陈乔恩、张韶涵、戚薇、李晨、魏大勋、许魏洲、秦岚、吴谨言、王子异、阿云嘎、蔡程昱等各领域艺人都曾在公开或私下场合为李宁带货，侧面加深品牌年轻、潮流印象。

□ **品牌年轻化带动零售在低迷环境下仍维持高增**

- ✓ 中国李宁来看，截至2019Q3门店数量达到90家以上，已开设渠道月店效平均达到60-70万，个别门店如深圳万象城及上海来福士店，月平均流水可达到100万元。
- ✓ 品牌整体销售增长强劲，成人装19Q1/Q2/Q3零售流水同比增长20%-30%低段/20%-30%低段/30%-40%低段

图：邀请《声入人心》人气成员阿云嘎、蔡程昱参与19年6月巴黎时装周，并放出工作室花絮



表：中国李宁代表性零售门店

优秀门店代表	开业时间	面积	2018年平均月流水	估算平效
杭州湖滨银泰店	2018年8月	135m ²	90万元	8.0万/年
深圳南山万象城店	2018年11月	180m ²	100万元	6.7万/年
上海来福士店	2018年12月	157m ²	100万元	7.6万/年

1.4 案例3 | 波司登：传统品牌复兴标杆（1/2）

- ❑ 18年开始开启品牌年轻化进程，重塑“羽绒服专家”这一鲜明市场形象；同时凭借全新的产品设计、营销方式和本就优质的供应链基础，带动品牌复兴
- ✓ 收缩四季化，重塑“羽绒服专家”定位，品牌及产品全面年轻化：18年战略重新聚焦羽绒服主业，专注定位“羽绒服专家”形象，同时对品牌形象及产品全面年轻化，产品上聘请了前Moncler男装首席设计师搭建新设计团队，18年以来推出泡芙轻暖、户外、极寒系列等全新产品矩阵，并利用IP联名（复联、星球大战、迪士尼）、设计师联名等方式，产品形象令人耳目一新

图：2019年9月米兰时装周发布设计师联名系列并迅速安排系列明星合作平面照片带货



- ✓ 43年羽绒服生产经验积累，技术领先：1976年创业即为专注羽绒服制造的代工厂，至今仍作为Tommy、VF集团、Adidas的羽绒服供应商活跃，19年10月发布集技术大成的顶级羽绒服“登峰”系列，顶配羽绒原材料（蓬松度1000D、含绒量95%）+立体充绒工艺+GORE-TEX面料+防水压胶及密集缝制工艺+360°防风设计及袖部Recco生命探测仪，最顶级款式定价达到11800元

图：登峰系列发布会现场截图



1.4 案例3 | 波司登：传统品牌复兴标杆 (2/2)

- 全方位、立体化营销方式打造全新品牌形象：**
 - ✓ **凸显专业性：**2019年再次赞助中国登山队登顶珠峰并赞助无腿登山家夏伯渝
 - ✓ **提升认知度：**18年纽约时装周+19年米兰时装周发布会；18年央视及热门地方卫视投放广告宣传全新形象+分众传媒合作投放楼宇及影院广告；19年聘请杨幂成为设计师系列代言人
 - ✓ **年轻化营销：**微博、微信公众号、小红书等社交平台互动更频繁；明星合作带货露出从18年起明显增加，海外包括：“精灵王子” Orlando Bloom、“小雀斑” Eddie Redmayne、“抖森” Tom Hiddleston、“黑寡妇” Scarlett Johansson；国内包括：马天宇、陈立农、何穗、欧豪、侯明昊、戚薇、陈意涵、秦海璐等
 - ✓ **渠道全面升级：**推出全新终端门店形象，并在直营店限制夏季转租，维持统一的渠道形象
- 高端化、年轻化效果在销售端得到体现：**品牌的重新定位，加上产品设计、营销方式、供应链的全面配合，带动公司在19财年（对应18冬）销售总1800元以上产品销售占比提升至24%；而在年轻化方面，以2019年双十一为例，18-34岁消费人数增长51%。

图：赞助中国登山队、杨幂成为代言人、上海南京东路旗舰店形象



表：波司登不同价格带产品占比

价格带	FY18	FY19
1000以下	47.50%	12.10%
1000-1800	47.60%	63.80%
1800以上	4.80%	24.10%

1、以体育服饰为代表，崛起的本土品牌及背后反映出的整体运营效率提升

安踏体育：从12年领先全行业完成零售改革，到FILA的逆势高增成为集团新增长极，再到启动国际化收购，安踏作为体育行业龙头展现出的前瞻性及行动力有目共睹。我们长期看好运动服饰赛道，同时也看好公司作为行业龙头全方位领先的能力。公司19半年报表现靓丽，Q3流水表现同样优秀，我们预计19H2安踏品牌增速快于H1，同时FILA也有望维持50%收入增长，带动19/20/21年归母净利同增39%/26%/21%至57.0/71.8/86.9亿元，对应PE32/25/21X，坚定维持“买入”评级。

风险提示：零售遇冷导致同店增长不及预期，展店不及预期，AMER SPORTS收购进展不及预期

李宁：公司仍处在收入健康增长同时运营效率不断提升的阶段，19H1收入/扣除一次性损益归母净利同增33%/109%至62.6/5.6亿元，营业利润，考虑H1优质增长以及Q3依旧强劲的零售表现，预计19/20/21收入同增31%/25%/20%至137/171/206亿元，若考虑一次性损益（约为19年贡献2.3亿利润），19/20/21归母净利同增102%/20%/37%至14.5/17.4/23.9亿元，对应估值37/31/22X，作为产品年轻化、管理精细化的龙头标杆企业值得持续关注，考虑增长弹性，给予“买入”评级。

风险提示：李宁品牌或相关代言人影响力意外下降，YOUNG品牌拓展不及预期，中国李宁拓展不及预期

波司登：复盘波司登FY19的改革历程，公司通过产品、品牌、渠道、供应链上的革新已经在品牌形象的全面重塑上取得突破性进展。2019年进入销售季节后营销节奏有条不紊，9月米兰时装周设计师系列发布会邀请名模Kendal Jenner走秀、Nicole Kidman观秀，同时聘请“带货女王”杨幂成为设计师系列代言人、10月登峰造极高端系列发布会反响强烈、并连续与包括Tom Hiddleston、Scarlett Johansson等大牌欧美演员合作实现产品露出，营销资源较去年同期更上层楼，本次双十一销售结构也体现出产品及品牌升级带来的销售高端化以及客群年轻化和成果。继续看好公司前景，预计FY20/FY21/FY22净利润为13.0亿/16.9亿/20.7亿，同比增长32.5%/29.7%/22.4%，对应PE 28X/22X/18X，维持“买入”评级

风险提示：零售意外遇冷，暖冬影响羽绒服销售

2、低估值+稳健增长，处于价值洼地的细分行业龙头

比音勒芬：截至三季度门店扩张如期开展中，叠加单店收入增长（我们估计在15%左右），带动收入持续高增，19Q1/Q2/Q3收入增速分别达到27%/22%/25%，在低迷社零环境下尤为可贵，展现出运动赛道细分龙头的增长活力。10月零售表现依然强劲，我们预计公司19/20/21年利润同增41%/28%/23%至4.1/5.2/6.4亿元，对应PE 19/15/13X，继续看好赛道及成长性，9月入选富时罗素指数及标普道琼斯新兴市场指数也利于持续迎来增量配置资金，维持“买入”评级。

风险提示：终端零售遇冷、展店不及预期、同店增长不及预期

地素时尚：公司在社零环境整体低迷的背景下Q3交出较前期更为亮眼的答卷，各品牌、各渠道都展现出高质量增长，尤其直营零售改革效果显著，单季度同店增长仍高达13%，报表质量持续优秀。我们认为公司直营改革带来的红利有望继续，预计19/20/21年归母净利同增10%/15%/13%至6.3/7.3/8.2亿元，对应PE15/13/12X，最近三年平均分红比例高达74%，作为高分红、运营效率持续改善的女装龙头，维持“买入”评级。

风险提示：零售意外遇冷，门店拓展不及预期，小非解禁

歌力思：19年作为Ed Hardy调整之年公司业绩增速预计较为平缓，随2020年调整到位以及IRO的国内开店、海外批发业务发力，未来增速有望提升，我们预计公司19/20/21年归母净利同增10.3%/20.4%/19.7%至4.0/4.8/5.8亿元，PE 11/9/8X，前期股价回调后回归低估值水准，维持“买入”评级。

风险提示：终端销售遇冷、多品牌协同不及预期。

森马服饰：Q3主动控制发货节奏避免终端承压，剔除Kidiliz并表以及一次性减值影响，公司2018年境内业务利润在18亿元左右。虽然公司在19Q3境内业务增长较缓，但我们预计全年维度境内业务依旧有望达到双位数的收入增速，净利润将在18年基础上跟随收入保持中双位数增长。考虑Kidiliz在19年带来的2亿的经营亏损，预计19/20/21年公司归母净利同增8.0%/15.8%/14.2%至18.3/21.2/24.2亿元，对应估值14/12/11X，作为童装和休闲装领域双龙头白马继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：零售遇冷、展店及同店增长不及预期、收购后协同效果未如期发挥

海澜之家：Q3主业增长良好+剥离爱居兔减轻负担，20年海澜优选、OVV、男生女生等品牌继续发力，预计公司19/20/21年归母净利润35.2/37.2/39.5亿元，对应业绩增速2%/6%/6%，对应PE9.9X/9.4X/8.8X。考虑公司同时具备经营稳健+高分红低估值+时尚消费品外延想象空间打开等多重属性，维持“买入”评级。

风险提示：线下销售不及预期，新业务拓展不及预期，品牌协同不及预期

中国利郎：2019年，公司继续按计划推进净开店200家目标，同时同店销售取得不低于高位数的增长，根据已有19SS/A/W/20SS订货会分别取得23%/21%/10%-13%/6%-8%增长，我们预计公司19/20/21年归母净利同增16%/12%/10%至8.7/9.8/10.8亿元，对应PE为7.8/6.9/6.2X，假设维持2018年75%分红率，对应19年股息率超过9%，维持“买入”评级。

风险提示：零售环境意外遇冷、轻商务运营效果不及预期

富安娜：公司19年改革加盟考核制度，将业务奖金与回款挂钩以引导经销商去库存，并完成所有门店POS铺设，总部可监控所有直营及加盟商门店的进货、销货、库存情况，为后续数据沉淀、进一步提升产品开发效率及供应链组织效率、从而提升零售表现打下基础。预计19/20/21年归母净利同增-5%/8.3%/7.4%至5.2/5.6/6.0亿元，对应PE11.2/10.4/9.6X，按照2018年79%现金分红比例估算，19年对应股息率在7%左右，低估值高分红家纺龙头，维持“买入”评级。

风险提示：线上业务品类拓展不及预期，线下拓店不及预期，家居业务亏损放大

1.6 主要品牌服装标的估值表

表：主要品牌服饰标的估值表

上市公司	市值 (亿元)	2018归母 净利润 (亿元)	2019归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	2020归母 净利润 (亿元)	YOY	20PE	3年平均分 红比例	19年 股息率	
休闲装											
002563.SZ	森马服饰	260	16.9	18.3	8.0%	14.2	21.2	15.8%	12.3	62%	4.3%
3998.HK	波司登	369	9.8	13.0	32.5%	28.4	16.9	29.7%	21.9	76%	2.7%
600398.SH	海澜之家	348	34.5	35.2	1.7%	9.9	37.2	5.8%	9.4	61%	6.2%
603877.SH	太平鸟	67	5.7	6.4	11.2%	10.5	7.1	11.4%	9.5	72%	6.9%
体育											
2020.HK	安踏体育	1,813	41.0	57.0	39.0%	31.8	71.8	25.9%	25.3	70%	2.2%
2331.HK	李宁	541	7.2	14.5	102.3%	37.4	17.4	20.4%	31.1	13%	0.3%
1368.HK	特步国际	95	6.6	7.0	6.8%	13.5	9.2	30.6%	10.4	75%	5.5%
高端											
002832.SZ	比音勒芬	77	2.9	4.1	40.5%	18.8	5.2	27.6%	14.7	36%	1.9%
603587.SH	地素时尚	96	5.7	6.3	9.7%	15.3	7.3	15.3%	13.3	76%	5.0%
603808.SH	歌力思	45	3.7	4.0	10.3%	11.2	4.8	20.4%	9.3	38%	3.4%
603839.SH	安正时尚	47	2.8	3.5	25.6%	13.3	4.1	15.5%	11.5	36%	2.7%
家纺											
002327.SZ	富安娜	58	5.4	5.2	-5.0%	11.2	5.6	8.2%	10.4	50%	4.5%
002293.SZ	罗莱生活	73	5.3	5.7	6.5%	12.8	6.2	9.6%	11.6	54%	4.2%
603365.SH	水星家纺	40	2.9	3.3	16.2%	12.1	3.8	14.6%	10.6	49%	4.1%
男装											
1234.HK	中国利郎	68	7.5	8.7	16.2%	7.8	9.8	12.3%	6.9	75%	9.6%
601566.SH	九牧王	63	5.3	5.6	4.3%	11.4	5.5	-0.9%	11.5	119%	10.4%
002029.SZ	七匹狼	42	3.5	3.5	2.2%	11.8	3.9	9.9%	10.7	24%	2.1%

数据来源：安正时尚、水星家纺、九牧王来自Wind一致预期，其他为东吴证券研究所预测，市值为2019/11/21收盘数据，股息率利用过去三年平均分红率计算

1. 变化中寻找成长——消费趋势变化，龙头顺势而为抓住成长机会

1.1 现象一 | 需求多样化：无问东西，海外大牌和国产品牌站在同一竞技场

1.2 现象二 | 流量细分化：触达消费者渠道更多元，营销创新打造品牌形象

1.3 鲜明定位、精准品宣、优质产品助品牌脱颖而出

1.4 案例：FILA、李宁、波司登的品牌重塑之路

1.5 品牌服装投资的两条主线

1.6 主要标的估值表

2. 化妆品——可选消费难得的高景气赛道

2.1 行业：可选消费难得的高景气赛道

2.2 丸美股份：细分行业国货龙头的发展新时代

3. 新模式——高成长消化估值

3.1 开润股份：2C、2B业务持续双高增，叠加2C盈利能力提升，成长值得期待

3.2 南极电商：白牌电商继续高速发展

4. 纺织制造——需求筑底，期待贸易形式缓和后的反弹机会

4.1 纺织制造：内外需疲软，多数纺织企业业绩Q3触底

4.2 重点标的推荐：跨区域布产细分行业龙头值得持续关注

4.3 主要标的估值表

2.1 化妆品：可选消费难得的高景气赛道

- 化妆品：线上增长、低龄化、高端化、私域流量营销渠道兴起，共同推动行业自17、18年开始加速增长。
- ✓ 线上市场的高速发展，让更多的消费者能够直接消费化妆个护产品，更加熟悉中国市场、产品性价比更高的国产品牌也顺势在新渠道上取得快速增长。目前线上已经成为中国化妆品行业最大的细分赛道。
- ✓ 95后、00后为代表的低龄消费者正迅速扩展化妆品的消费人群范围，根据天猫数据，2018年天猫3亿的美妆消费者中，80后占比29.8%、90后占比50.8%（其中95后超过5000万人），00后占比6%。
- ✓ 我国化妆品高端化趋势明显，让更多的消费者能够直接消费化妆个护产品，更加熟悉中国市场、产品性价比更高的国产品牌也顺势在新渠道上取得快速增长。目前线上已经成为中国化妆品行业最大的细分赛道。

图3：我国个护化妆品行业规模及线上市场规模

（单位：亿元）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
化妆个护市场规模	1007	1130	1268	1460	1651	1817	2019	2272	2494	2723	2926	3121	3316	3656	4105	10.6%
YOY		12.3%	12.2%	15.1%	13.1%	10.1%	11.1%	12.5%	9.8%	9.2%	7.5%	6.6%	6.3%	10.2%	12.3%	
线上市场规模	5	7	8	10	12	13	53	120	256	361	472	594	717	891	1127	47.1%
YOY		30.5%	23.7%	20.8%	16.7%	15.0%	297.8%	127.4%	112.8%	41.3%	30.6%	25.9%	20.8%	24.2%	26.5%	
占比	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	2.6%	5.3%	10.2%	13.3%	16.1%	19.0%	21.6%	24.4%	27.4%	

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

- 消费人数增长之外，化妆品的高端化也在快速进行，相较于日本和韩国高端化妆品和大众化妆品销售额0.8-0.9:1的比例，未来随着我国消费者收入增长，我们认为我国化妆品的高端化有望继续。

图：我国化妆品行业高端、大众市场规模对比

（单位：亿元）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
大众护肤+彩妆	383	450	527	624	711	791	882	995	1093	1198	1301	1393	1466	1577	1722	11.34%
YOY		17.50%	17.21%	18.42%	13.94%	11.14%	11.57%	12.83%	9.82%	9.59%	8.62%	7.06%	5.23%	7.56%	9.23%	
高端护肤+彩妆	103	120	130	159	198	233	271	321	357	397	432	465	510	642	827	16.05%
YOY		16.10%	8.42%	22.99%	24.17%	17.95%	16.01%	18.43%	11.41%	11.20%	8.68%	7.60%	9.79%	25.76%	28.94%	

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.2 丸美股份：细分行业国货龙头的发展新时代（1/2）

□ 丸美股份依靠自身在过去近20年积累下的包括：（1）多渠道均衡增长；（2）营销特色鲜明；（3）强势品类品牌优势突出等几个核心能力，逐步成为眼霜这一高毛利单品当之无愧的国产品牌龙头，长期保持稳定的收入利润增速。

□ 公司各渠道均衡发展：日化渠道虽然占比大幅下降，但是在近两年保持着个位数的稳健增长。另外公司在百货渠道在18年开始依靠新产品、新品牌的推出，出现较快增长。

图：丸美股份业绩概览

（单位：百万元）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
收入	613	815	974	1,076	1,191	1,208	1,352	1,576	14.4%
YOY		32.9%	19.5%	10.5%	10.8%	1.4%	11.9%	16.5%	
净利润	167	187	219	271	281	232	312	415	13.9%
YOY		11.7%	17.0%	24.1%	3.7%	-17.5%	34.3%	33.1%	

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

图：丸美股份各渠道收入拆分

（单位：百万元）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
总收入	613	815	974	1,076	1,191	1,208	1,352	1,576	14.4%
YOY		32.9%	19.5%	10.5%	10.8%	1.4%	11.9%	16.5%	
电商渠道	2	14	100	187	258	350	502	658	129.2%
YOY		592.4%	630.4%	86.7%	38.2%	35.6%	43.3%	31.0%	
占比	0.3%	1.7%	10.3%	17.4%	21.7%	29.0%	37.1%	41.7%	
日化店渠道	453	565	629	620	648	582	592	627	4.7%
YOY		24.8%	11.3%	-1.5%	4.5%	-10.1%	1.7%	5.8%	
占比	73.9%	69.4%	64.6%	57.6%	54.4%	48.2%	43.8%	39.8%	
百货商店渠道	89	164	180	205	210	161	140	174	10.0%
YOY		83.5%	9.5%	14.1%	2.5%	-23.5%	-12.9%	24.2%	
占比	14.6%	20.1%	18.5%	19.1%	17.6%	13.3%	10.4%	11.0%	
美容院渠道	69	72	64	63	73	73	89	111	7.0%
YOY		4.1%	-11.2%	-0.7%	16.0%	0.3%	21.2%	24.2%	
占比	11.2%	8.8%	6.5%	5.9%	6.1%	6.1%	6.6%	7.0%	

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

图：梁朝伟、周迅代言海报



- 早期围绕“知性女性”选取代言人并进行营销宣传，营销特点突出，迅速取得国产眼霜龙头地位。公司主品牌“丸美”品牌的代言人一直以来围绕“知性优雅女性”为首要目标群体，并围绕与主品牌定位匹配的明星进行宣传，从袁咏仪、陈鲁豫、到周迅、梁朝伟，公司一直以来并没有选取流量小生作为主要代言人，而是一直寻找知性、文艺的代言人，打造出了属于自己的营销特色。

- 从未来发展机遇上我们认为，作为国产眼霜的龙头公司，丸美在当前的消费局面下有望依靠（1）线上渠道直营体系的搭建；（2）重要性愈发突出的私域流量运营团队的搭建和投入；（3）新品牌的拓展，进一步拓宽公司未来的发展空间。
- 公司在眼霜类产品领先国内竞争对手市场地位的逐步提升，丸美眼部护肤产品已体现品牌溢价，其单价已经逐步与国内竞争对手拉开差距。

图：国内品牌中高端眼霜价格/海外高端品牌眼霜价格

品牌/产品	天猫旗舰店价格	规格（ml）	单价（元/ml）
百雀羚水嫩精纯明星眼霜	168	15	11.2
丸美第5代弹力蛋白眼精华	548	20	27.4
韩束红胶囊高肌能保湿弹润眼霜	220	20	11
珀莱雅弹润芯肌活力眼霜	260	20	13

资料来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

- 预计19/20/21年归母净利润5.4亿/6.4亿/7.5亿，同增29%/19%/17%，对应当前估值51/43/37X。考虑到整个行业的快速发展和丸美的市场地位，维持“增持”评级。
- 风险提示：零售环境遇冷；营销成果不及预期丢失市场份额；竞品竞争加剧

1. 变化中寻找成长——消费趋势变化，龙头顺势而为抓住成长机会

1.1 现象一 | 需求多样化：无问东西，海外大牌和国产品牌站在同一竞技场

1.2 现象二 | 流量细分化：触达消费者渠道更多元，营销创新打造品牌形象

1.3 鲜明定位、精准品宣、优质产品助品牌脱颖而出

1.4 案例：FILA、李宁、波司登的品牌重塑之路

1.5 品牌服装投资的两条主线

1.6 主要标的估值表

2. 化妆品——可选消费难得的高景气赛道

2.1 行业：可选消费难得的高景气赛道

2.2 丸美股份：细分行业国货龙头的发展新时代

3. 新模式——高成长消化估值

3.1 开润股份：2C、2B业务持续双高增，叠加2C盈利能力提升，成长值得期待

3.2 南极电商：白牌电商继续高速发展

4. 纺织制造——需求筑底，期待贸易形式缓和后的反弹机会

4.1 纺织制造：内外需疲软，多数纺织企业业绩Q3触底

4.2 重点标的推荐：跨区域布产细分行业龙头值得持续关注

4.3 主要标的估值表

3.1 开润股份：2C、2B业务持续双高增，叠加2C盈利能力提升，成长值得期待

- ❑ **2C业务受部分外在渠道本身的调整影响，在Q3增速略有波动，但全年影响相对较小。**公司在7、8月份受渠道的一次性调整形成的短期影响，致2C收入增速略有波动，Q3单季度增速在20%左右，但9月增速已经恢复、影响消失，加之公司线上新渠道拓展依旧顺利，2C业务全年增长依旧有望达到30%-40%。同时净利率也有望在新品占比提升的趋势下，继续保持提升。线下零售方面，公司继续开拓高端KA（麦德龙）以及海外销售，预计将在未来为公司提供业绩增量。
- ❑ **2B业务持续保持高速增长，印尼工厂发展顺利。**在老客户方面，Q3原有业务订单依旧保持 10%-20%之间的稳健增长；同时公司在今年2月收购的印尼工厂发展顺利，来自NIKE软包业务的订单持续高速增长，预计印尼工厂全年订单达到3500万美金（2.5亿人民币）。印尼工厂的出色运营让公司成功切入 Nike 供应商体系，也为公司未来长期成长带来新的驱动力。全年来看，考虑印尼工厂并表带来的增长，预计19年公司 2B 收入增速有望达到40%以上。
- ❑ **盈利预测及投资建议：**虽然2C业务在Q3增速略有下滑，但是全年维度看影响较小，新渠道的拓展依旧有望带动公司“90分”品牌业务保持较高速增长，同时2C业务长期来看具备充分的利润率提升空间。2B业务方面，原有业务叠加切入Nike供应链的印尼工厂客户结构优秀、增长及盈利能力稳定。我们预计公司19/20/21年归母净利润有望达到2.4/3.2/4.1亿元，同比增长37%/34%/30%，对应PE29/21/17倍，考虑到其业务模式在A股市场的稀缺性及高成长性，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示：**90分品牌发展推进不及预期，2B业务意外丢失大客户

图：18年8月90分品牌与天猫合作超级品类日主题快闪店，邀请刺猬乐队鼓手石璐表演



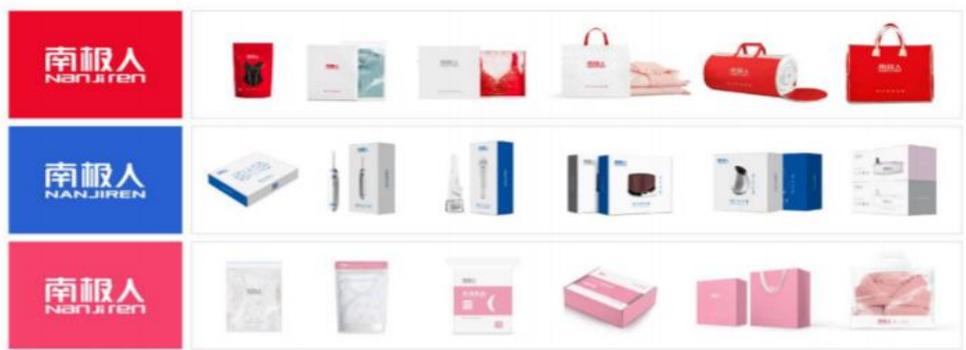
3.2 南极电商：白牌电商继续高速发展

- 在消费升级的背景下，受益中国消费群体的多样化，南极电商通过高性价比产品获得高速增长速度。（1）产品品质上，公司通过与第三方质检机构合作，制定严格的供应链管理机制，聘请专家等等方式提升产品品质；（2）公司也通过更多的联名及新形象进一步提升品牌形象。在目前中国消费者需求依旧多样的情况下，公司的高性价比产品依旧有望保持高速增长
- 另一方面，在天猫平台向具备新品研发能力的龙头倾斜流量的新政策下，南极作为线上龙头企业有望持续受益。
 - ✓ （1）相较拼多多的低价补贴策略，天猫将更多的流量通过天猫新品、小黑盒等方式向新品倾斜，希望依靠新品迭代吸引客流；
 - ✓ （2）阿里千人千面技术更加精准、数据标签越来越精细，使触达新用户越来越难，此前用户规模较大的龙头有望受益。
 - ✓ （3）南极在SKU、供应链、流量入口上的优势在平台的新政策下有望得到持续发挥。
- 预计19/20年公司GMV有望保持30%以上增速，归母净利同增37%/29%至12.1/15.7亿元，对应估值21/16X，作为服装与零售板块中难得的高增长标的，维持“买入”评级
- 风险提示：货币化率波动、应收账款及商誉减值风险

表：南极电商GMV及现代服务标点（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019E
GMV	7206	12403	20521	30327
YOY	96%	72%	65%	48%
现代服务业收入	502	715	1044	1418
YOY		43%	46%	36%
现代服务业净利润	303	508	758	1071
YOY		68%	49%	41%

图：南极电商家纺产品



1. 变化中寻找成长——消费趋势变化，龙头顺势而为抓住成长机会

1.1 现象一 | 需求多样化：无问东西，海外大牌和国产品牌站在同一竞技场

1.2 现象二 | 流量细分化：触达消费者渠道更多元，营销创新打造品牌形象

1.3 鲜明定位、精准品宣、优质产品助品牌脱颖而出

1.4 案例：FILA、李宁、波司登的品牌重塑之路

1.5 品牌服装投资的两条主线

1.6 主要标的估值表

2. 化妆品——可选消费难得的高景气赛道

2.1 行业：可选消费难得的高景气赛道

2.2 丸美股份：细分行业国货龙头的发展新时代

3. 新模式——高成长消化估值

3.1 开润股份：2C、2B业务持续双高增，叠加2C盈利能力提升，成长值得期待

3.2 南极电商：白牌电商继续高速发展

4. 纺织制造——需求筑底，期待贸易形式缓和后的反弹机会

4.1 纺织制造：内外需疲软，多数纺织企业业绩Q3触底

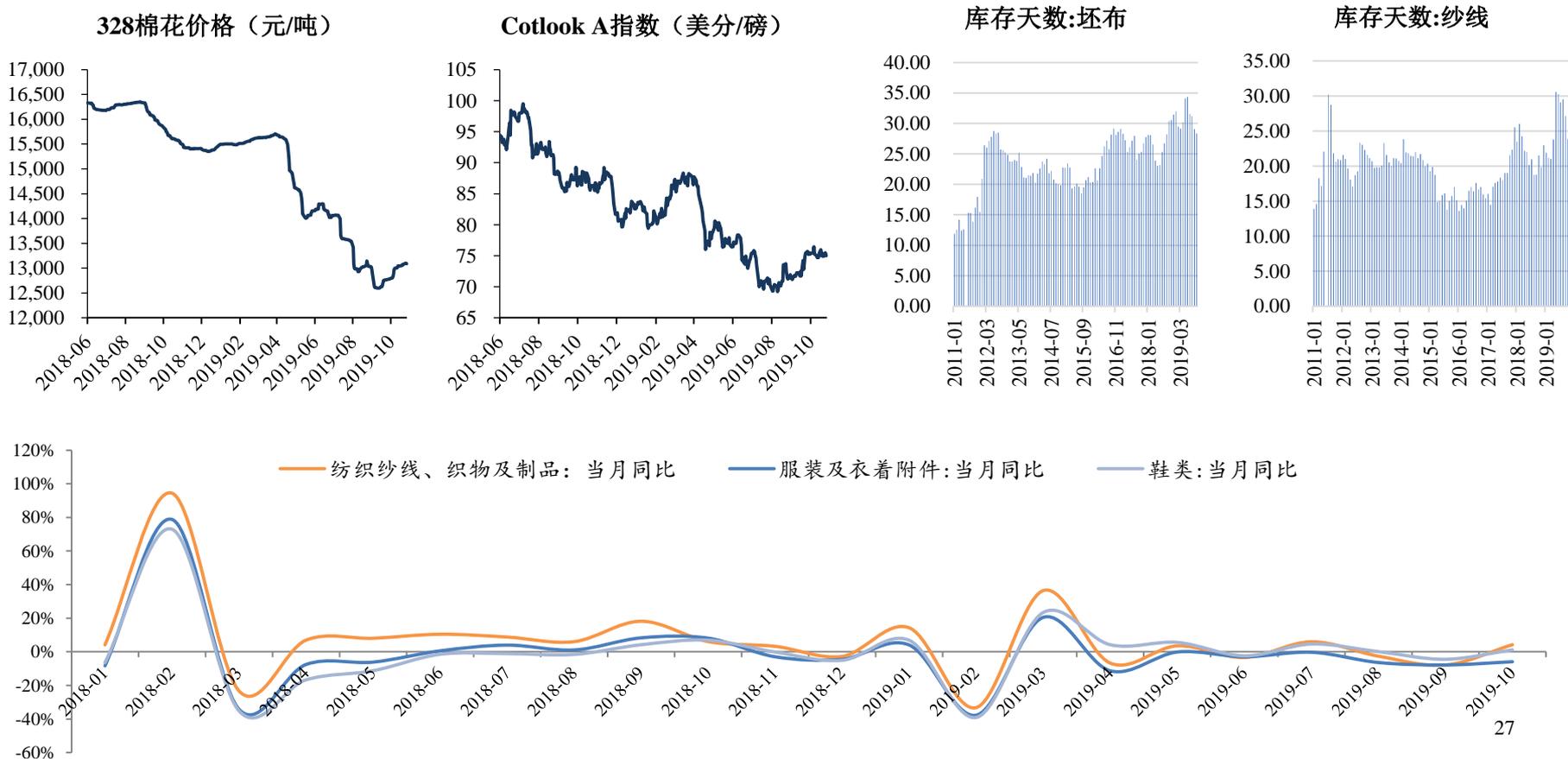
4.2 重点标的推荐：跨区域布产细分行业龙头值得持续关注

4.3 主要标的估值表

4.1 纺织制造：内外需疲软，多数纺织企业业绩Q3触底

- **内外需疲软**：19Q1-Q3内需方面社零整体平淡，外需方面受到中美贸易摩擦影响，下游品牌商为防范贸易风险减少长单下单，影响制造企业生产排期及盈利能力
- **棉价9月起稍有上行**：终端需求疲软叠加供给充足，19年9月前棉价始终下行，坯布及纱线库存也达到历史高点，行业去库存压力大；9月起棉价略有反弹，但中期复苏仍待终端需求好转

图：内外棉价变化、国内坯布/纱线库存天数变化、不同子品类出口金额当月同比增速



4.2 重点标的推荐：跨区域布产细分行业龙头值得持续关注

申洲国际：作为全球最优秀的针织一体化制造商 增长持续稳健，除越南工厂持续招工提效外，公司柬埔寨金边新制衣厂一期钢架部分主体建造已完工，19-20年将投入2亿美金于该项目，并持续通过精细化管理及自动化生产提升生产效率以应对成本上升带来的经营压力。我们认为公司作为针织领域全球第一制造企业将实现稳定增长，19年收到零售业务收缩影响表观收入及利润增速欧索放宽，2020年零售业务负面影响有望消除，预计19/20/21年归母净利润同增12%/18%/16%至50.7/59.8/69.6亿元，对应PE28/23/20X，作为研发和管理出色的稀缺优质制造龙头，维持“增持”评级。

风险提示：大客户订单增长不及预期、招工进度不及预期、生产效率提升不及预期

天虹纺织：公司在纱线主业作为全球弹力包芯纱龙头持续规模化扩张外，在收购浙江庆茂后已完成面料端的产业链垂直一体化布局，未来业绩稳定性有望持续提升。在19年公司受到贸易摩擦影响，纱线业务毛利润下降较为明显，我们预计随着市场对贸易争端预期逐步稳定，其带来的边际影响正在减弱。我们预计公司2019/20/21年归母净利润同增-24%/38%/25%至8.8/12.1/15.2亿元，对应PE7.4/5.4/4.5X。作为管理高效、垂直一体化战略逐渐成型的全球化纺织龙头，继续坚定看好，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦加剧、棉花价格意外波动、汇率价格出现剧烈变化、下游业务拓展不及预期。

华孚时尚：Q3集中降价清理纱线库存轻装上阵，我们预计未来三年公司纱线主业仍产能有序扩张(目前产能189万锭，越南100万锭2020年起陆续释放)、网链业务保持20%以上收入复合增长，期待环境稳定后展现龙头本色，预计19/20/21归母净利润同增-39%/35%/14%至4.6/6.2/7.0亿元，对应PE20/15/13X，维持“买入”评级。

风险提示：棉花价格大幅波动、终端需求前景不明朗带来的订单不稳定

4.3 主要标的估值表

表：纺织制造行业主要标的估值表

	上市公司	市值 (亿元)	2018归母 净利润 (亿元)	2019归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	2020归母 净利润 (亿元)	YOY	19PE	3年平均分 红比例	18年 股息率
纱线											
2678.HK	天虹纺织	66	11.6	8.8	-24.1%	7.4	12.1	37.5%	5.4	34%	4.6%
002042.SZ	华孚时尚	92	7.5	4.6	-39.3%	20.2	6.2	35.1%	15.0	56%	2.8%
601339.SH	百隆东方	58	4.4	4.2	-3.5%	13.7	5.2	23.2%	11.1	33%	2.4%
面料											
000726.SZ	鲁泰A	77	8.1	8.7	6.9%	8.8	9.3	7.1%	8.2	56%	6.4%
002394.SZ	联发股份	31	3.9	4.0	1.7%	7.7	4.1	4.0%	7.4	31%	4.0%
2111.HK	超盈国际	20	2.4	3.0	22.5%	6.7	3.3	11.7%	6.0	22%	3.3%
成衣											
2313.HK	申洲国际	1,395	45.4	50.7	11.6%	27.5	59.8	18.0%	23.3	70%	2.6%
2232.HK	晶苑国际	79	10.0	10.3	2.4%	7.7	12.1	17.3%	6.6	25%	3.2%
603558.SH	健盛集团	38	2.1	2.5	21.8%	15.3	3.0	20.5%	12.7	27%	1.8%
印染辅料											
600987.SH	航民股份	66	6.6	7.1	7.4%	9.2	7.7	8.8%	8.5	31%	3.4%
002003.SZ	伟星股份	44	3.1	3.2	1.5%	14.1	3.6	14.0%	12.4	81%	5.7%

数据来源：Wind、东吴证券研究所，其中百隆东方、鲁泰A、超盈国际、联发股份、晶苑国际、伟星股份来自Wind一致预期，其他为东吴证券研究所预测，市值为2019/11/21收盘数据，股息率利用过去三年平均分红率计算

- 全球经济波动/贸易摩擦带来出口需求下滑：若出现全球性经济萧条，将对我国纺织服装、尤其制造业出口需求造成负面影响。
- 国内宏观经济波动导致内需下滑：若宏观经济下滑带来居民可支配收入下降、消费热情下降、零售环境遇冷，将对品牌服饰企业零售表现带来负面影响。
- 大宗商品价格波动带来的原材料成本波动：参考2011年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。
- 汇率意外波动：若人民币意外大幅升值，将对海外投资较多的制造业形成较大汇兑损失、以及对出口企业需求带来负面影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>