

2021年01月24日

2020年12月服装社零同比增长3.8%

纺织服装行业周报

本周观点

2020年12月，服装鞋帽、针纺织品类12月同比增长3.8%、累计同比下降6.6%。受10月入冬较早影响，10月服装公司增速较高，但整体受制于Q4双十一+冷冬低于预期，11、12月表现一般，而春夏订货会恢复增长提供一定增速保障；纺织中针织产业链景气度最高、Q4以来产能利用率恢复。目前时点我们推荐关注3条主线：（1）棉纺：针织产业链恢复最快，受益标的：百隆东方、天虹纺织、申洲国际；（2）电商：疫情不改电商模式中长期成长性，推荐开润股份、南极电商。（3）服装：冷冬催化Q1有望超预期，推荐太平鸟、海澜之家、森马服饰、中国利郎。

行情回顾：跑赢上证综指1.35PCT

本周，上证综指上涨1.13%，创业板指上涨8.68%，SW纺织服装板块上涨2.48%，跑赢上证综指1.35PCT、跑输创业板6.20PCT。其中，SW纺织制造上涨5.32%、SW服装家纺上涨0.48%。目前，SW纺织服装行业PE为18.65。本周，纺织表现最好，涨幅为4.52%，电商表现最差，跌幅为5.06%。

行业表现：本周中国棉花价格指数上涨0.45%

截至1月22日，中国棉花328指数为15,319元/吨，本周上涨69元/吨、涨幅为0.45%。截至1月22日，中国进口棉价格指数（1%关税）为14,530元/吨，本周上涨197元/吨、涨幅为1.37%。截至1月21日，CotlookA指数（1%关税）收盘价为14,174元/吨，本周上涨119元/吨、涨幅为0.85%。整体来看，本周内外棉价差为789元/吨、较上周末缩小128元/吨。

根据美国农业部(USDA)最新发布的1月中国棉花供需平衡表，2020/2021年度中国棉花总产预期为27.50百万包，环比不变；单产1842公斤/公顷，环比不变；消费需求预期为38.50百万包，环比调增0.50百万包；期末库存预期36.27百万包，环比不变。

据海关总署统计，2020年12月，服装及衣着附件出口金额为139.10亿美元，同比增长11%；前12个月累计服装及衣着附件出口金额为1373.82亿美元，同比下降6.4%。

行业新闻

Burberry：2021Q3财季零售收入同比个位数下降；德国百年凉鞋品牌Birkenstock：或被私募基金收购，估值超40亿美元；日本内衣巨头华歌尔：关闭旗下三个高端子品牌；历峰集团：2021Q3财季中国大陆销售额增长80%。

风险提示

疫情二次爆发；订货会提货不达预期；存货计提节奏不及预期；系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010 5977-5330

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

联系电话：010 5977-5330

正文目录

1. 本周观点	3
2. 行情回顾：跑赢上证综指 1.35PCT	3
3. 行业数据跟踪	5
3.1. 中国棉花价格指数本周上涨 0.45%	5
3.2. 12 月服装社零同比增长 3.8%、累计同比下降 6.6%	5
3.3. 12 月竣工面积同比下降 0.16%、累计同比下降 4.90%	7
3.4. USDA：棉花总产预期环比下调 1.03 百万包，消费需求预期环比调增 0.10 百万包	7
3.5. 12 月服装及衣着附件金额出口同比增长 11%	8
4. 行业新闻	9
4.1. Burberry：2021Q3 财季零售收入同比个位数下降	9
4.2. 德国百年凉鞋品牌 Birkenstock：或被私募基金收购，估值超 40 亿美元	10
4.3. 优衣库：将在 APP 中增加支付功能	11
4.4. 日本内衣巨头华歌尔：关闭旗下三个高端子品牌	12
4.5. 历峰集团：2021Q3 财季中国大陆销售额增长 80%	13
4.6. SheIn：或以 3 亿英镑报价拿下 Topshop 竞购	14
4.7. GOAT：获开云集团大股东 Artémis 战略投资	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)	3
图 2 本周纺织服装行业涨幅前 5 个股 (%)	3
图 3 本周纺织服装行业跌幅前 5 个股 (%)	3
图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)	4
图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)	4
图 6 本周纺织服装行业市场表现排名	4
图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况	4
图 8 2020 年内外棉价差走势图 (1%关税核算)	5
图 9 2019 年初至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)	5
图 10 社会零售品销售额及同比增长率 (亿元, %)	6
图 11 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率 (亿元, %)	6
图 12 网上实物零售额同比增速	6
图 13 累计房屋竣工面积及同比增速 (万平方米)	7
图 14 服装及衣着附件月出口量及同比增速 (亿美元, %)	8
表 1 2021 年 1 月份 USDA 2020/2021 年度全球棉花供需预测表	7
表 2 2021 年 1 月份 USDA 2020/2021 年度中国棉花供需预测表	8
表 3 各公司收入增速跟踪	17
表 4 重点跟踪公司	18

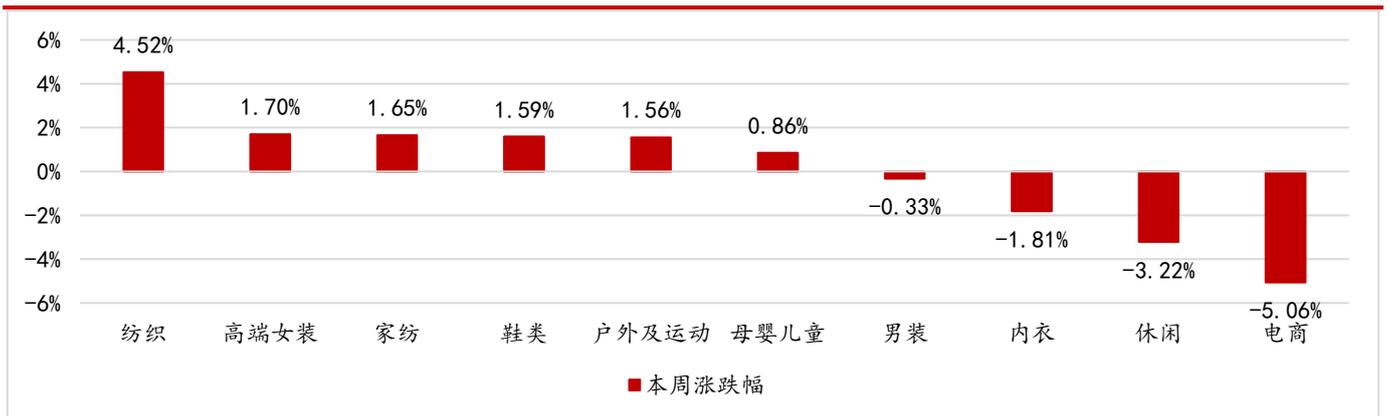
1.本周观点

2020年12月，服装鞋帽、针纺织品类12月同比增长3.8%、累计同比下降6.6%。受10月入冬较早影响，10月服装公司增速较高，但整体受制于Q4双十一+冷冬低于预期，11、12月表现一般，而春夏订货会恢复增长提供一定增速保障；纺织中针织产业链景气度最高、Q4以来产能利用率恢复。目前时点我们推荐关注3条主线：
 (1) 棉纺：针织产业链恢复最快，受益标的：百隆东方、天虹纺织、申洲国际；
 (2) 电商：疫情不改电商模式中后期成长性，推荐开润股份、南极电商。
 (3) 服装：冷冬催化Q1有望超预期，推荐太平鸟、海澜之家、森马服饰、中国利郎。

2.行情回顾：跑赢上证综指 1.35PCT

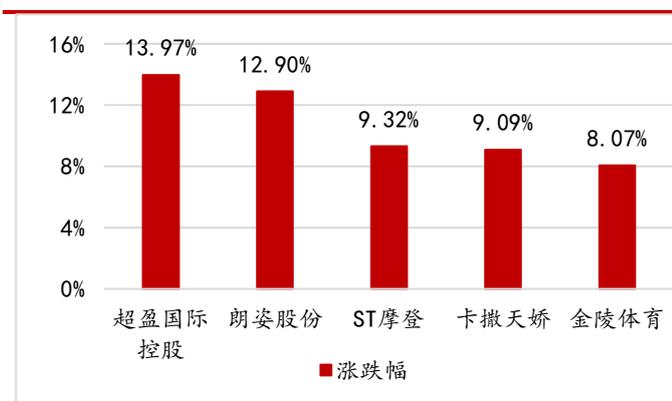
本周，上证综指上涨1.13%，创业板指上涨8.68%，SW纺织服装板块上涨2.48%，跑赢上证综指1.35PCT、跑输创业板6.20PCT。其中，SW纺织制造上涨5.32%、SW服装家纺上涨0.48%。目前，SW纺织服装行业PE为18.65。本周，纺织表现最好，涨幅为4.52%，电商表现最差，跌幅为5.06%。

图1 纺织服装各细分行业涨跌幅(%)



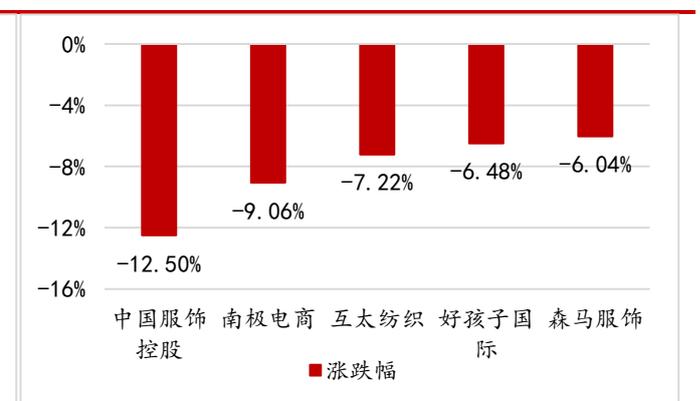
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业涨幅前5个股(%)



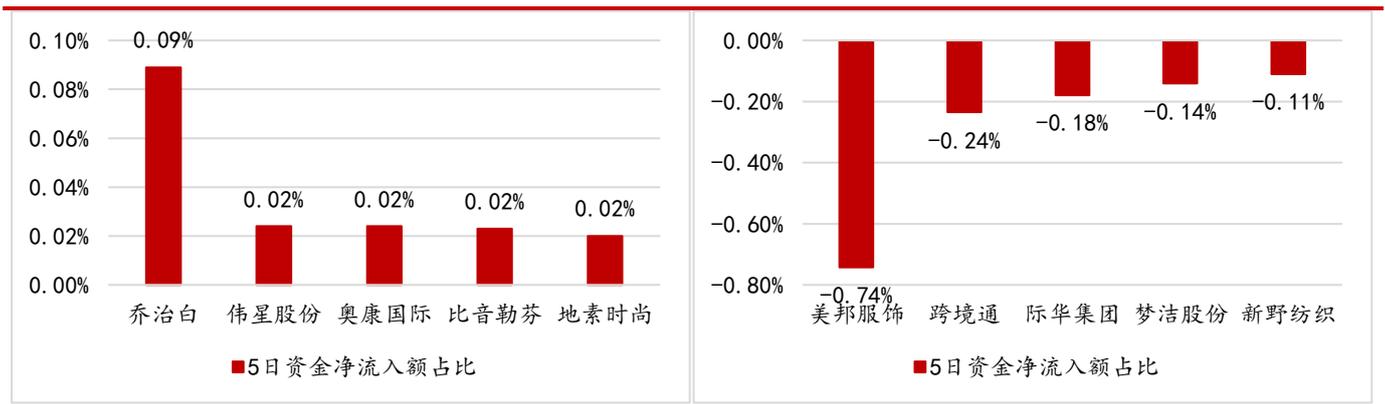
资料来源：wind，华西证券研究所

图3 本周纺织服装行业跌幅前5个股(%)



资料来源：wind，华西证券研究所

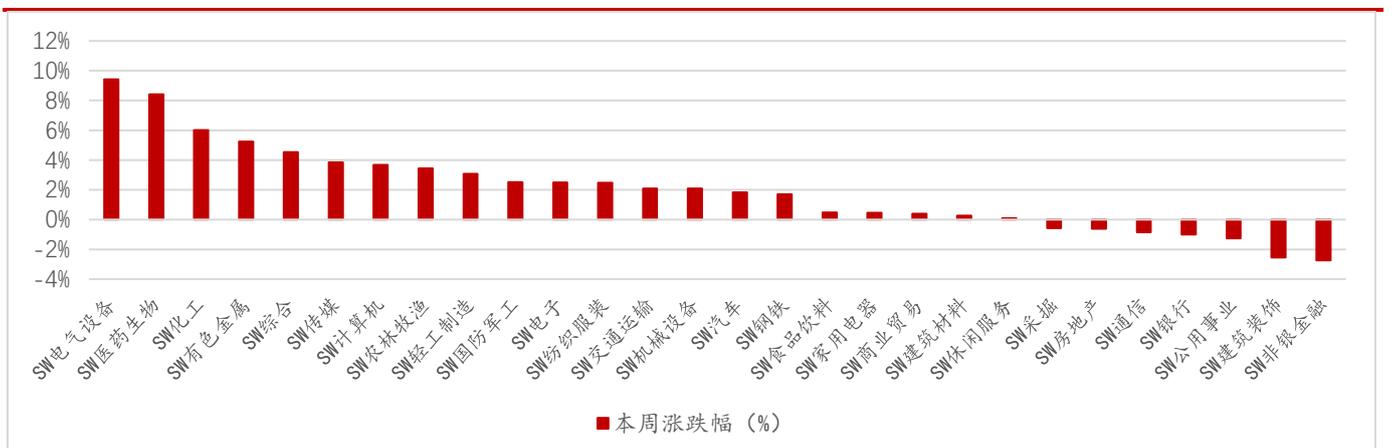
图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%) 图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业市场表现排名



资料来源：wind，华西证券研究所

图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况



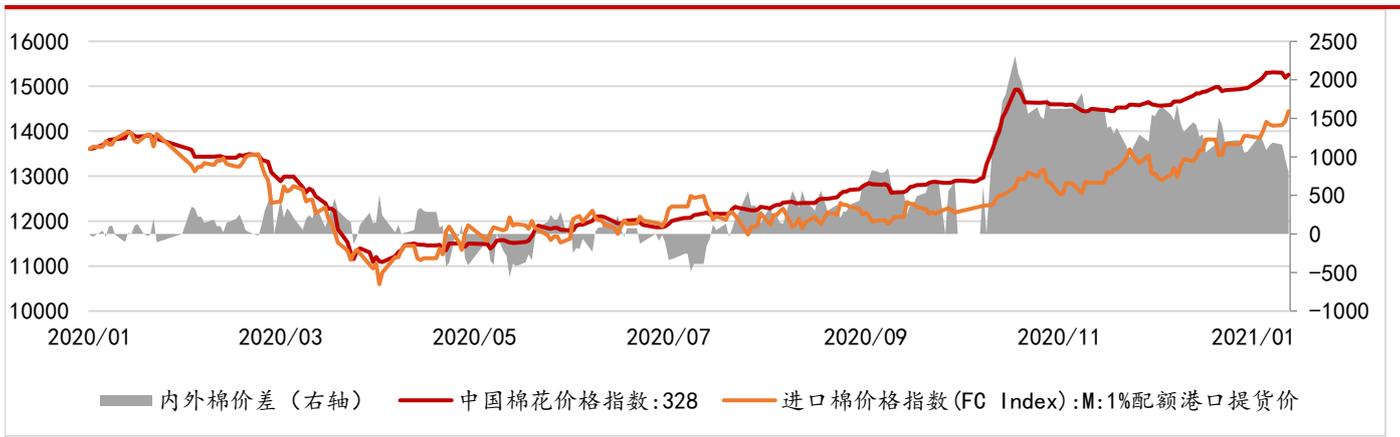
资料来源：wind，华西证券研究所

3.行业数据跟踪

3.1.中国棉花价格指数本周上涨 0.45%

截至 1 月 22 日，中国棉花 328 指数为 15,319 元/吨，本周上涨 69 元/吨、涨幅为 0.45%。截至 1 月 22 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 14,530 元/吨，本周上涨 197 元/吨、涨幅为 1.37%。截至 1 月 21 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 14,174 元/吨，本周上涨 119 元/吨、涨幅为 0.85%。整体来看，本周内外棉价差为 789 元/吨、较上周末缩小 128 元/吨。

图 8 2020 年内外棉价差走势图（1%关税核算）



资料来源：wind，华西证券研究所。注：中国棉花价格指数（328）-进口棉价格指数（1%关税）

图 9 2019 年初至今 CotlookA 国际棉花指数（元/吨）



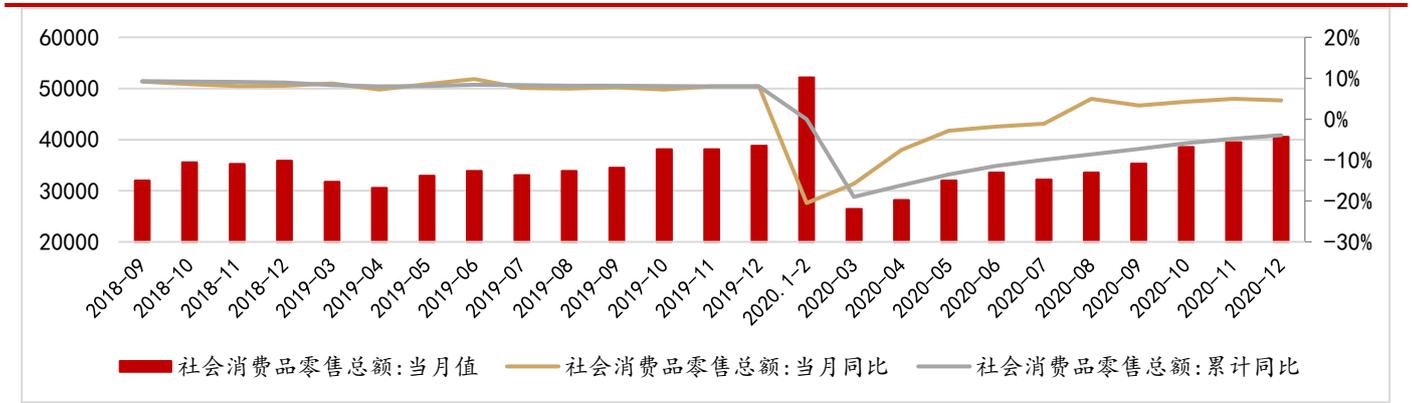
资料来源：wind，华西证券研究所

3.2.12 月服装社零同比增长 3.8%、累计同比下降 6.6%

2020 年 12 月，我国社会消费品零售总额 40566 亿元，同比增长 4.6%、累计同比下降 3.9%。服装鞋帽、针纺织品类 12 月同比增长 3.8%、累计同比下降 6.6%。

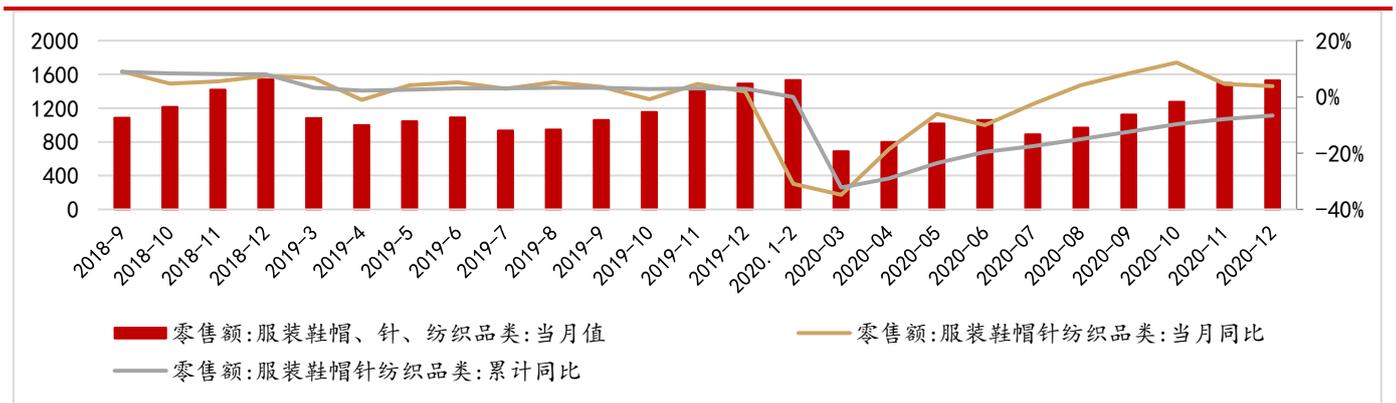
2020年全国网上零售额117601亿元，同比增长10.9%；其中全国实物商品网上零售额同比增长14.8%，占社会消费品零售总额的比重为24.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长30.6%、5.8%和16.2%。

图 10 社会消费品零售额及销售同比增长率（亿元，%）



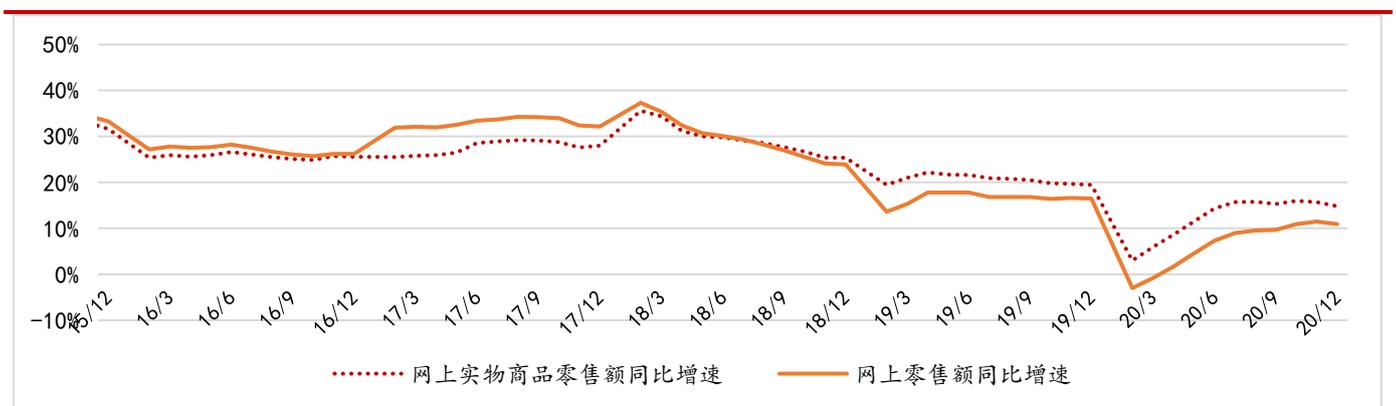
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 11 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率（亿元，%）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 网上实物零售额同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

3.3.12 月竣工面积同比下降 0.16%、累计同比下降 4.90%

2020 年 12 月，全国房屋竣工面积同比下降 0.16%，增速较 11 月缩窄 3.25PCT，家纺作为地产产业链后周期行业有望受益；2020 年全年全国房屋竣工面积同比下降 4.90%。

图 13 累计房屋竣工面积及同比增速（万平方米）



资料来源：wind，华西证券研究所

3.4.USDA: 棉花总产预期环比下调 1.03 百万包，消费需求预期环比调增 0.10 百万包

根据美国农业部(USDA)最新发布的 1 月美国棉花供需平衡表，2020/2021 年度美国棉花总产预期为 112.87 百万包，环比上月预测下调 1.03 百万包；单产 759 公斤/公顷，环比下降 4 公斤/公顷；消费需求预期为 115.73 百万包，环比调增 0.10 百万包；期末库存预期 96.32 百万包，环比调减 1.20 百万包。

表 1 2021 年 1 月份 USDA 2020/2021 年度全球棉花供需预测表

指标名称	2020/2021 年度
全球:棉花:期初库存 (百万包)	99.28
全球:棉花:产量 (百万包)	112.87
全球:棉花:进口 (百万包)	43.55
全球:棉花:国内消费总计 (百万包)	115.73
全球:棉花:出口 (百万包)	43.56
全球:棉花:损耗 (百万包)	0.09
全球:棉花:期末库存 (百万包)	96.32
全球:棉花:总供给 (百万包)	255.70
全球:棉花:贸易量 (百万包)	87.11
全球:棉花:收获面积 (千公顷)	32366.00
全球:棉花:库存消费比	83.00
全球:棉花:单产 (公斤/公顷)	759.00

资料来源：wind，华西证券研究所

根据美国农业部(USDA)最新发布的 1 月份中国棉花供需平衡表, 2020/2021 年度中国棉花总产预期为 27.50 百万包, 环比不变; 单产 1842 公斤/公顷, 环比不变; 消费需求预期为 38.50 百万包, 环比调增 0.50 百万包; 期末库存预期 36.27 百万包, 环比不变。

表 2 2021 年 1 月份 USDA 2020/2021 年度中国棉花供需预测表

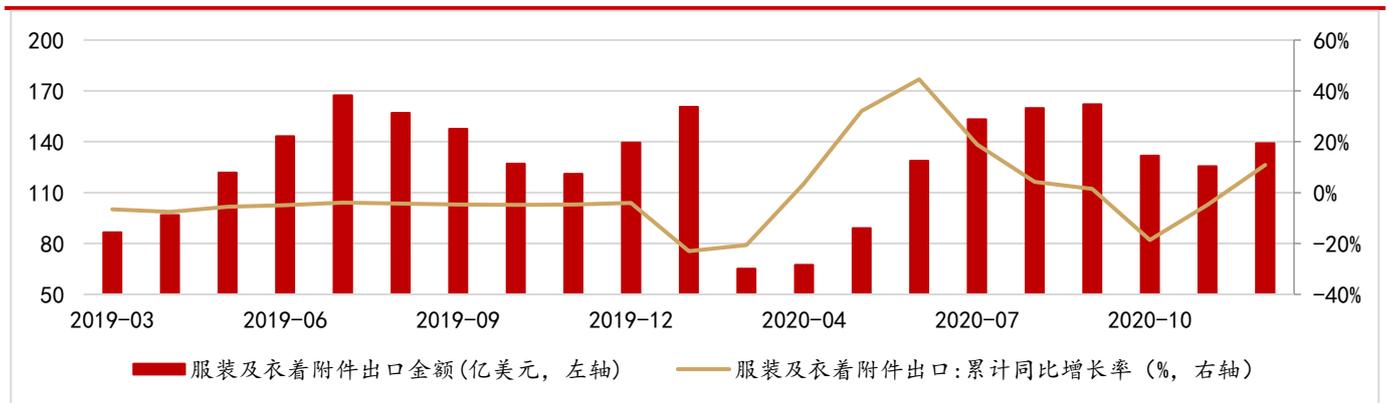
指标名称	2020/2021 年度
棉花:期初库存:中国 (百万包)	36.90
棉花:产量:中国 (百万包)	27.50
棉花:进口:中国 (百万包)	10.50
棉花:国内消费总计:中国 (百万包)	38.50
棉花:出口:中国 (百万包)	0.13
棉花:损耗:中国 (百万包)	0.00
棉花:期末库存:中国 (百万包)	36.27
棉花:收获面积:中国 (千公顷)	3,250.00
棉花:库存消费比:中国	93.91
棉花:单产:中国 (公斤/公顷)	1,842.00

资料来源: wind, 华西证券研究所

3.5.12 月服装及衣着附件金额出口同比增长 11%

据海关总署统计, 2020 年 12 月, 服装及衣着附件出口金额为 139.10 亿美元, 同比增长 11%。; 前 12 个月累计服装及衣着附件出口金额为 1373.82 亿美元, 同比下降 6.4%。

图 14 服装及衣着附件月出口量及同比增速 (亿美元, %)



资料来源: 中国海关总署, 华西证券研究所

4.行业新闻

4.1.Burberry：2021Q3 财季零售收入同比个位数下降

据华丽志，英国奢侈品集团 Burberry（博柏利）公布了（截至2020年12月26日的）2021财年第三季度关键财务数据，受疫情封锁、店铺关闭以及 Burberry 决定放弃折扣、实施“全价销售”战略的影响，品牌零售收入和可比门店销售额与上年同期相比，双双呈个位数下降趋势。

受疫情影响，Burberry 临时关闭了 62 家门店（占门店网络的 15%）并一直专注于全价产品销售，该季度 Burberry 零售收入同比下降 4%至 6.88 亿英镑，可比门店销售额同比下降 9%，对此，品牌表示这是由于季节性折扣取消以及门店游客减少造成的。

不过，Burberry 公司对第三季度的下滑仍持乐观态度，并将发展重点放在更大的战略上，即通过全价销售巩固自身在奢侈品领域地位。

Burberry 首席执行官 Marco Gobbetti 表示，“尽管环境充满挑战，Burberry 第三季度仍在战略重点方面取得了良好进展。我们看到全价销售的强劲增长，因为我们的产品在现有客户和年轻消费者中引起共鸣，我们的本地化计划和数字化能力推动了市场的反弹。虽然受到新冠疫情的影响，市场短期前景仍不确定，但当疫情缓解是，我们有条件加速发展。”

全价产品是 Burberry 的一项关键战略。随着品牌“引起共鸣并吸引新的年轻消费者”，Burberry 决定缩小折扣幅度。Burberry 表示，“全价渠道的权重显著增加，产品反响热烈”。Burberry 此前曾表示“这将是影响下半财年营收的一个不利因素，主要会影响第三季度，但这符合品牌的长期利益”。

去年 11 月，Burberry 发布 2021 财年上半年关键财务数据时表示，公司表示已经出现复苏迹象，10 月份销售额恢复了增长，较上半财年报告的数据有了显著改善。当时 Burberry 的复苏轨迹很明显——2021 财年第一季度同店可比销售额同比下降 45%，第二季度同比仅下降了 6%。

去年 11 月，Burberry 启动了假日推广活动，与英国国际足球运动员 Marcus Rashford 以及全球慈善机构合作，以期帮助全球的弱势青年群体。Burberry 向曼彻斯特当地的两家青年中心提供资金支持以及艺术用品、食品配送等支持青年创意者。

Burberry 十分关注中国消费者，去年 12 月底 Burberry 推出 2021 新禧贺岁广告大片，由摄影师冯立掌镜，超模刘雯和新人模特王相国出境演绎，全新的春节胶囊将中国牛元素融入其中，包括夹克开衫、运动鞋、高跟鞋、围巾、包袋等时尚单品。

Burberry 表示，预计 2021 财年第四季度品牌在战略优先事项方面继续取得进展。目前，Burberry 有 15%的门店处于关闭状态，36%的门店的营业时间被缩短或受到限制。鉴于新冠疫情的不确定性，Burberry 预计 2021 财年结束时交易仍易受到影响。就整个财年而言，Burberry 表示在没有禁售封锁增加的情况下，预计品牌的毛利率将受益于全价销售策略、区域和渠道组合以及较低的库存。另外成本节约也与计划一致，Burberry 有望实现库存低于去年水平。

截至 2020 年 12 月 28 日，Burberry 2021 财年第三季度零售业绩如下：零售额同比下降 4%至 6.88 亿英镑；可比门店销售额同比下降 9%；

按地区：亚太地区：可比门店销售额同比增长 11%，得益于中国大陆市场和韩国增长强劲，另外日本和南亚地区持续受到旅游限制门店关闭影响；EMEA（欧洲、中东和非洲地区）地区：可比门店销售额同比下降 37%，主要受游客减少和门店关闭影响，Burberry 称该地区的门店关闭幅度最大，第三季度约关闭了 19% 的门店；美洲地区：可比门店销售额同比下降 8%，全价销售中双位数增长被降价活动中的减价所抵消。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/AMNdfZI6LZPAgPupQ8VXkw>）

4.2. 德国百年凉鞋品牌 Birkenstock：或被私募基金收购，估值超 40 亿美元

据中服圈，据知情人士透露，德国百年凉鞋品牌 Birkenstock（勃肯）的家族所有者正与私募基金 CVC Capital 深入谈判收购事宜。

匿名知情人士向英国《金融时报》表示，如果交易成功，包括债务在内 Birkenstock 的估值可能超过 40 亿美元（达到 48 亿美元）。

知情人士说，高盛银行（Goldman Sachs）数月来一直在帮助 Birkenstock 考虑出售方案。Birkenstock 和 CVC Capital 尚未做出最终决定，也不确定谈判是否会最终达成协议。Birkenstock 还吸引了英国私募基金 Permira 和另外至少一家私募基金的兴趣。

CVC Capital 的一名代表拒绝置评，Birkenstock 的发言人无法立即置评。

英国《金融时报》援引一份公司文件的数据称，拥有近 4000 名员工的 Birkenstock 在截至 2019 年 9 月的一个财年里共售出了 2380 万双鞋，销售额增长了 11% 达到 7.215 亿欧元，净利润增长了 40% 达到 1.29 亿欧元。

疫情之后，这一数字可能进一步上升。据 Business Insider 报道，随着美国人居家办公时不再穿高跟鞋，对舒适的鞋子需求增加，Birkenstock 的在线搜索量飙升了 225%。

Birkenstock 从上世纪 60 年代开始推出凉鞋，但品牌的历史可以追溯到 1774 年。当时创始人 Johann Adam Birkenstock 在德国黑森州（Hesse）成为了一名鞋匠。1896 年，家族传人 Konrad Birkenstock 在 Frankfurt am Main 开了两家鞋店，开始正式制作和销售舒适的鞋垫。

1902 年，Konrad Birkenstock 研发出首款拥有流线型足弓的鞋垫。1925 年，他收购了一家位于德国 Hesse 的工厂，随后在 1945 年，他的孙子 Carl Birkenstock 将公司迁址至波昂附近的 Bad Honnef，后来研发出能够灵活插入坚硬鞋内底的软木内芯。

直到 2013 年，Birkenstock 都由 Birkenstock 家族负责管理经营。同年，公司变革组织架构，整合 38 家独立公司并入集团公司，分为生产、销售和服务三大业务部门。集团目前由 Oliver Reichert、Markus Bensberg 出任联合首席执行官，负责日常管理工作。

Birkenstock 自 1966 年起在美国销售，当时一位名叫 Margot Fraser 的女士在德国度假时发现了这个品牌，并开始进口这种产品。在上世纪 90 年代和本世纪头十年，Kate Moss 和 Heidi Klum 等名人带火了这款凉鞋，其风格还被一系列奢侈品牌借鉴，比如 Celine（赛琳）和 Givenchy（纪梵希）。

据 Birkenstock 官网介绍，目前该公司的产品还包括皮带、包和床品等，在大约 90 个国家销售。它还在 2017 年推出过一个美妆系列。

总部位于卢森堡的 CVC Capital 已经控股了一些知名品牌，比如 2017 年收购的瑞士钟表制造商 Breitling SA（百年灵），它还拥有德国香水和化妆品零售集团 Douglas GmbH。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/AZAJduU2H4QHoWrJ8RNvSw>）

4.3. 优衣库：将在 APP 中增加支付功能

据中服圈，继苹果、星巴克之后，又一家零售巨头瞄准了“移动支付”的生意。

据日经新闻 1 月 19 日报道，日本服装巨头优衣库运营商将在其智能手机端的 APP 中增加支付功能，以便更容易跟踪顾客的购买记录，提高制定计划、生产和销售产品的效率。

此前，优衣库门店的电子支付由第三方服务商处理。现在优衣库母公司迅销（Fast Retailing）决定将自行处理优衣库门店的所有支付交易。

日本最大的移动支付应用是软银集团支持的 PayPay，注册用户超过 3500 万。优衣库应用已经积累了大约 3000 万的下载量，增加支付功能后，其母公司迅销将成为国内拥有这项服务的最大零售商。

据悉，支持优衣库线上支付功能的 Uniqlo Pay 是由迅销与三井住友银行合作开发，并在周二推出。用户可以将自己的银行账户或信用卡信息绑定到优衣库应用程序，在收银台通过显示二维码进行支付。

不过目前该支付服务仅限于日本约 800 家优衣库门店。报道称，今后 Uniqlo Pay 的支付服务还将应用到网上购物和 GU 店。

事实上，优衣库门店允许使用手机支付已经有一段时间了，但迅销无法通过手机支付获取用户性别和年龄数据，除非同时打开优衣库应用，但许多顾客不愿意打开两个应用程序。

为了提高 APP 的使用率，减少顾客排队等候的时间，同时能够收集更多的客户数据，迅销最终决定整合支付功能。

显然对于如今的零售巨头们而言，移动支付的价值已不仅仅在于方便、快捷那么简单，在某种程度上甚至已经成为商业竞争的手段之一。

在当今的零售世界中，越来越多的消费者正在寻找更快，更简单的购物方式。不管是在线购物还是在实体店购物，诸如自助结账之类的创新已经远远达不到快消费的需求。尤其是近年来伴随着“手机钱包”的普及，进一步推动了移动支付的发展，包括优衣库、沃尔玛等在内的零售商家们在借力移动支付提升客户购物体验的同时，也在借此排挤竞争对手。

有数据显示，2017 年，美国有 4810 万人使用移动支付。在 2018 年，这一数字增长到 5500 万，这意味着超过 20% 的美国人正在使用移动支付。而 2019 年，这一数字更是超过了 6100 万。在过去几年里，移动支付使用人数的稳定增长意味着，不仅在美国乃至全球的消费领域，移动支付正在成为潮流。

支付解决方案提供商 Blackhawk Network 进行的一项调查显示，美国五分之一的智能手机用户拥有手机钱包。但是，截至 2018 年 10 月，只有一半的零售商接受移动支付。

此外，调查还发现有 60% 的购物者表示，他们希望通过使用智能手机在店内购买商品来获得积分。如果他们可以使用积分购买产品，那么将近有一半的人加入会员计划。

改善数字支付功能对零售商来说很重要，因为它可以创建更无缝的结账流程并提高客户忠诚度。沃尔玛 (Walmart) 和星巴克 (Starbucks) 等零售商已经在使用移动支付选项，并且在这方面尝到了甜头。

2015 年上线移动支付之前，相对于竞争对手，沃尔玛最大的弱点之一是他们无法了解购物者在商店购买商品的喜好，以及该为怎样的客户提供什么样的商品。

后来，沃尔玛启用了移动支付，并通过上线支付应用追踪每个购物者在店内购买的商品，了解每个在店内购物的消费者的情况。之后，沃尔玛利用这些信息对购物者可能喜欢的其他产品进行推荐，提升消费者购物体验，增强客户的忠诚度。

据沃尔玛介绍，自上线 Walmart Pay 服务以来，公司 80% 的交易额来自回头客。2016 年的一项数据表明，公司在线支付服务上线不过数月，每月就有约 2200 万客户使用它们的 APP，有超过一半的线上订单来自于移动终端。

而今年由于疫情，沃尔玛不少大型卖场被迫关门。这让沃尔玛更加开始重视线上零售渠道和移动支付技术的发展。先是去年 12 月，沃尔玛宣布计划分拆此前收购的印度电商平台 Flipkart 旗下的数字支付公司 PhonePe，之后又牵头为 PhonePe 拿下了 7 亿美元的新一轮融资，欲将数字支付业务做大做强。

本周一据 CNN 报道，沃尔玛已宣布与美国联邦快递达成合作，为顾客提供更方便的购物和退货服务。这项合作是在沃尔玛最近一个季度，美国在线销售额飙升 79% 的情况下达成的。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/F3ZP8hb5a2GwadiU9zNyQQ>)

4.4. 日本内衣巨头华歌尔：关闭旗下三个高端子品牌

据中服圈，日本内衣和纺织品巨头华歌尔集团宣布，2021 年春夏系列将关闭旗下三个高端子品牌：WACOAL DIA、STUDIO FIVE 和 Trefle。

WACOAL DIA 诞生于 2004 年，希望通过“古典与现代，美感与机能，内衣和外衣，西洋与东洋文化”等对立价值观之间的共鸣，打造出跨文化的概念，该品牌多使用蕾丝、刺绣等面料。STUDIO FIVE 则主打鲜艳的颜色和大胆的设计，风格上偏性感。蕾丝奢华内衣品牌 Trefle 创立于 1977 年，是华歌尔集团首个高端品牌，该品牌从全球各处精选面料，由匠人手工制作而成。本次对旗下高端产品线进行调整，符合华歌尔集团制定的全渠道战略。集团计划，截至 2021 秋冬系列，整体品牌数量较 2019 秋冬系列减少 30%。

此外，华歌尔集团于 2020 年 12 月启动相关品牌战略——调整品牌定位及分销渠道，集中投资资源，首批进行形象重塑的品牌包括：Wing、Dubleve。

Wing 是华歌尔 1975 年推出的平价品牌，主要通过内衣专卖店、超市等渠道出售。随着远程办公的增加、消费者生活方式的多样化发展，对文胸的舒适

性需求也就更高，这也是华歌尔实施品牌重塑的原因。以“生活，与身体对话的Wing”为品牌理念，品牌将推出更多款式和低价产品。今后除了原有的销售渠道，Wing 品牌还将进一步拓展线上、百货店、直营门店、药妆店等销售渠道。

Dubleve 于 1993 年推出，主打半定制服务，消费者可以从 3000 种尺寸中挑选出最合适的，品牌也因此赢得了许多回头客。

目前，品牌已经更名为 WACOAL SIZE ORDER，希望打造出一个多元化且包容的品牌，意图通过定制服务吸引到更多的消费者。除了接手 Dubleve 原有的定制商品服务外，WACOAL SIZE ORDER 还会出售部分品牌原有的商品。今后，品牌还将引进数字化技术，简化订单及生产流程，同时在更多门店提供服务，另外，品牌还计划基于门店的测量尺寸，推动线上销售增长。

华歌尔集团的全渠道战略可以追溯至 2018 年，当年华歌尔集团投资 25 亿日元（约合人民币 1.6 亿元），用来整合顾客数据和库存数据，并推出了一系列数字化客户体验。2019 年，华歌尔的数字化战略逐步落地，面向顾客推出记录了尺寸型号、过往消费记录等数据，并提供人机交互服务的 app，门店方面则推出了 3D 量体、人工智能推荐等数字化服务。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/quMFEAEPnYVECGxfvcoflA>）

4.5. 历峰集团：2021Q3 财季中国大陆销售额增长 80%

据华丽志，瑞士历峰集团（Richemont）近日公布了（截至 2020 年 12 月 31 日）2021 财年第三季度关键财务数据。尽管疫情造成的动荡仍在持续，但亚洲市场强劲的业绩刺激了集团的整体表现，帮助集团在关键的假日季实现了 1% 的销售额增长。

历峰集团指出本季度各地区的情况有所不同，疫情持续蔓延导致国际旅游暂停，随着各地不断变化的封锁措施，一些销售点临时关闭。

集团在官方声明中表示：“亚太地区、中东和非洲的强劲销售（按实际汇率计算销售额均实现了两位数增长），抵消了美洲和日本的个位数下滑以及欧洲的明显萎缩。”销售额增幅最大的是亚太地区，同比增长 25%。且主要受到中国的推动，中国大陆销售额增长 80%，中国台湾销售额增长 29%。

历峰集团还表示：“线上渠道的两位数增长和零售渠道的个位数增长弥补了批发渠道的下降。珠宝部门表现强劲，按实际汇率计算，其他业务部门的表现大致稳定或出现了小幅下滑。”

去年 11 月，历峰集团与英国奢侈品电商 Farfetch（发发奇）和中国电商巨头巴巴集团达成了全球战略合作伙伴关系，以加快在中国市场的增长。阿里巴巴和历峰集团向 Farfetch 投资 11 亿美元，共同组建新合资企业，新合资企业还得到了 Pinault 家族旗下的投资工具 Artemis（Kering 开云集团的控股公司）的支持。（详见《华丽志》：阿里巴巴和历峰集团向奢侈品电商 Farfetch 投资 11 亿美元，共同组建中国合资企业）

分析师预期，随着消费者更加关注顶级品牌，历峰集团旗下高级珠宝品牌 Cartier（卡地亚）在当前动荡的商业环境中将扩大市场份额。汇丰银行消费行业分析师 Erwan Rambourg 上周表示：“从财务角度看，真正重要的是，作为集团的关键资产 Cartier 处于有利地位，可能会给人留下深刻印象。”Erwan Rambourg 最近将历峰集团的评级从持有上调为买入，并将目标价从 83 瑞郎上调至 94 瑞郎。他指出，顶级奢侈品品牌的市场份额仍在增加，因消费者更在乎“少而精”。

截至 2020 年 12 月 31 日，历峰集团的净现金余额为 29 亿欧元，而 2019 年同期为 24 亿欧元。

截至 12 月 31 日的第三季度，历峰集团销售额同比增长 1% 至 41.9 亿欧元。按不变汇率计算，销售额增长 5%。

按地区（按不变汇率计）

除日本以外的亚太地区：销售额增长 25% 至 17.29 亿欧元

欧洲：销售额同比下降了 20% 至 9.82 亿欧元。由于全球旅游业停滞不前，欧洲失去了主要购买力——游客

美洲：销售额同比增长 3% 至 8.41 亿欧元

日本：销售额同比增长 1% 至 3.35 亿欧元

中东和非洲：销售额同比增长 27% 至 2.99 亿欧元。迪拜旅游消费恢复，沙特阿拉伯国内消费强劲。

按部门（按不变汇率计）

珠宝部门：销售额同比增长了 14% 至 23.66 亿欧元。Cartier（卡地亚）和 Van Cleef & Arpels（梵克雅宝）支持了珠宝部门的业绩。该部门在除欧洲以外的所有地区都有所增长。

手表部门：销售额同比下降了 4% 至 7.58 亿欧元。除亚太以外的所有地区都出现了下滑，亚太地区的销售额增长了两位数，这在一定程度上受到了海南三亚钟表与奇迹展 (Watches & Wonders) 的支撑。

电商部门（包括 Yoox、Net-A-Porter、Outnet、Mr Porter 和 Watchfinder）：销售额同比增长了 4% 至 6.68 亿欧元。

其他（包括 Chloé 和 Dunhill 等时装配饰业务）：销售额同比下降了 13% 至 4.36 亿欧元。

按渠道（按不变汇率计）

线上渠道：销售同比增长了 17% 至 8.41 亿欧元。包括中国、日本、美国和法国在内的许多地区需求都很强劲。

零售渠道：同比增长 8% 至 22.88 亿欧元。中国大陆、中国台湾、俄罗斯和沙特阿拉伯的零售销售尤其强劲。

批发渠道和授权收入：同比下降了 8% 至 10.57 亿欧元。

截至 2020 年 12 月 31 日的前 9 个月里，历峰集团的销售额同比下降了 16%，按不变汇率计下降了 14% —— 与前 6 个月的业绩相比有了显著改善。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/TMwxfTDRetJAit4mFUxSFg>）

4.6.Sheln：或以 3 亿英镑报价拿下 Topshop 竞购

据华丽志，英国《每日电讯报》称深陷财务困境的英国高街时尚品牌 Topshop 的母公司 Arcadia 集团在 1 月 18 日的截止日期前收到了七个潜在买家的报价，其中最有力的竞争者，是一家来自中国南京的公司：快时尚跨境电商巨头 Sheln，紧随其后的，是携手美国对冲基金 Davidson Kempner 参与竞购的英国本土时尚集团 Next。

本周四，Next 集团表示由于无法满足价格预期，已经退出对 Arcadia 集团旗下品牌的竞购。“我们希望 Arcadia 管理者和未来成功竞购的公司可以努力保护英国零售业的重要组成部分。”消息人士称，Next 的退出很可能意味着来自中国的 SheIn 将以 3 亿英镑的出价胜出。

目前，SheIn 是英国排名第三最热门的时尚电商网站，仅次于英国本土的 Next 和快时尚电商 Asos。据 Sky News 消息，其他竞购者包括时尚电商巨头 Boohoo Group、Asos Plc 和美国品牌管理公司 Authentic Brands Group。

Arcadia 集团旗下拥有高街品牌 Topshop、Topman、女装零售商 Dorothy Perkins、大码女装零售商 Evans、高街百货公司 Miss Selfridge、男装品牌 Burton 和女装零售商 Wallis 等众多时尚零售品牌。

Arcadia 集团的破产危机始于 2019 年，集团为一系列“公司自愿协议”（Company Voluntary Agreement，简称“CVA”，类似美国的破产保护）只获得了微弱的支持。之后集团通过重组计划避免了破产，包括关闭部分门店，降低租金，并在今年早些时候裁减了约 500 个总部职位。

2020 年新冠疫情爆发，这对 Arcadia 的发展带来了巨大的不利影响，Arcadia 关闭了英国大部分地区的门店，但仍保持线上交易。年底，Arcadia 宣布正式进入破产保护程序，1.3 万个工作岗位受到威胁，约 500 家门店面临风险，Arcadia 成为受新冠疫情影响最大的英国企业之一。

针对 Arcadia 集团面临破产困境的原因，Topshop 鼎盛时期的前任老板 Jane Shepherdson 表示，Arcadia 集团目前面临的问题可能是疫情造成的，但问题也可以追溯到更早的时候，主要是缺乏投资，以及未能认识到线上业务的重要性。

GlobalData 高级零售分析师 Chloe Collins 则表示，“多年来，Arcadia 的品牌已经失去了与时代的相关性，且缺乏创新和投资，尤其是缺乏数字领域的投资，这一弱点在疫情期间尤其暴露出来。”

此前曾有 40 多个潜在买家对 Arcadia 集团表示了兴趣，包括英国时尚零售巨头 Frasers Group、英国快时尚零售品牌 Primark、高街时尚品牌 River Island 和 Opcapita、Fortress、Apollo 和 Elliott Management 等投资公司在内。去年年底 ABG 和 Frasers 曾就收购事宜与 Arcadia 进行过谈判。

疫情爆发以来，英国零售业两家时尚连锁店相继倒闭（除了上文提到的 Arcadia，英国百货 Debenhams 也面临破产困境），导致 3 万个零售岗位面临风险，引发了人们对英国高街的未来的担忧。

据零售研究中心（Centre for Retail Research，CRR）的数据显示，去年是英国高街 25 年以来表现最糟糕的一年，疫情期间人们转向网上购物，零售商面临门店关闭的限制，英国近 18 万个零售业工作岗位流失，比上一年增加了近四分之一。CRR 警告称，零售商目前仍然面临现金流危机和租金支付的压力，预计 2021 年将有 20 多万个零售岗位面临失业风险。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/DpnGa7KV3fdGw2z5R-Oesw>）

4.7.GOAT：获开云集团大股东 Artémis 战略投资

据华丽志，全球最大的正品稀有球鞋交易平台 GOAT 宣布获得了 Groupe Artémis 的战略投资，后者是创办了法国奢侈品巨头开云集团（Kering）的 Pinault

家族的控股公司。具体的投资金额尚未披露，据悉，GOAT 将利用这笔投资支持自身在时尚服装和新品类领域的持续扩张。

开云旗下的 Balenciaga（巴黎世家）、Alexander McQueen（亚历山大·麦昆）与 GOAT 有直接合作关系，这笔投资进一步加强了 GOAT 与开云集团的联系。

去年 9 月，GOAT 曾获得资产管理公司 D1 Capital Partners 提供的 1 亿美元 E 轮融资，当时公司的估值达到了 17.5 亿美元。

2005 年，拥有丰富创业经验的华裔创业者 Eddy Lu 和 Daishin Sugano 联合创立了 GOAT——全球规模最大的“稀有球鞋”交易平台。从球鞋打假入手，GOAT 拥有完善的正品认证流程，获得了众多球鞋爱好者的信赖。

2018 至 2019 年间，GOAT 先后获得了 Index Ventures 领投的 6000 万美元融资和美国运动零售巨头 Foot Locker 投资的 1 亿美元。

2019 年 7 月，GOAT 宣布正式登陆中国市场，在上海设立了办事处，并推出官方微信小程序，对 GOAT 应用程序进行本地化处理，上线中文版 App，让中国用户更加便捷地探索、收藏和购买正品稀有球鞋。

同年 10 月，GOAT 正式宣布推出服装及配饰品类。GOAT 目前与超过 350 个运动鞋、服装、配饰品牌等合作，其中包括：瑞典时尚品牌 Acne Studios、意大利设计师品牌 Maison Margiela、街头潮牌 Off-White 与 Stussy、意大利奢侈品牌 Gucci（古驰）与法国奢侈品牌 Yves Saint Laurent（圣罗兰）等。

GOAT 同时销售一手和二手服饰产品，与 The RealReal 和 Grilled 等二手电商平台和 Farfetch 在内的时尚电商都形成了竞争。Lu 表示，“我们真正做到了一级和二级市场的融合，我们宣布了在一级市场直接合作的品牌，同时也在转售市场不断增加更多品牌。”

“我们的客户主要是年轻群体，他们在寻找让自己脱颖而出的产品，随着各大品牌开始与我们合作，我们认为服装是个很好的补充。我们在如何与用户建立联系方面非常用心，同时还有很大的发展空间为用户提供更好的体验。”Lu 补充道。

对于新获得的这笔投资，Lu 表示，“Artémis 集团是奢侈品时尚领域最具影响力和声望的投资者之一，获得他们的投资是我们在服装和新品类领域加倍扩张的重要步骤。Artémis 集团将帮助我们进一步加速增长，特别是在时尚服装领域，我们将继续推进自身的使命，将过去、现在和未来的伟大产品汇聚在一起。”

Artémis 集团创始人兼总裁 Francois-Henri Pinault 表示，“GOAT 已经建立了一个快速增长的独特品牌，拥有数以千万计的年轻奢侈品消费者，我们的投资反映了我们对 GOAT 商业模式、技术平台和讲述品牌故事的力量有信心。我们抓住了扩大合作伙伴关系的重大机遇，以及 GOAT 与我们众多品牌组合之间的协同效应。”

2020 年是 GOAT 销量最好的一年，公司在假日季期间的总商品销售量创下多项纪录。去年的“黑色星期五”（Black Friday）、“网络星期一”（Cyber Monday）和 Air Jordan XI “Jubilee” 发布日 GOAT 的销量也十分可观。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/qRxPjpCp2wSYMOJBauJMyw>）

5. 风险提示

疫情二次爆发；订货会提货不达预期；存货计提节奏不及预期；系统性风险。

表 3 各公司收入增速跟踪

品类	公司	分地区	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
运动	耐克 (20Q1 代表截至 2020 年 8 月 31 日的季度)	全球	7.16%	8.61%	7.46%	-4.38%	-0.62%	8.89%			
		中国	33%	24%	-13%	-15%	3%				
	Lululemon (20Q2 代表截至 8 月 2 日的季度)	全球	20.41%	21.30%	21.73%	21.01%	-16.66%	-6.65%	21.97%		
		亚太/中国	33%/68%								
	Adidas	全球	4%	4%	6%	10%	-19%	-35%	-6.96%		
		大中华区	16%	14%	11%	18%	-58%	持平	-5%		
	PUMA	全球	16.60%	16.9%	17%	20.60%	-1.30%	-32.30%	13%		
		亚太区					-12%	15.60%	-1.9%		
	斯凯奇	全球	2.13%	10.91%	15.10%	23.13%	-2.70%	-42.04%	-15.85%		
		大中华区									
Dick's Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	0.31%	-1.79%	0.57%	3.72%	-30.6%	20.1%	5.15%			
	大中华区										
安德玛	全球	1.63%	1.44%	-0.94%	3.69%	-22.79%	-40.62%	-19.73%			
	大中华区										
电商	拼多多	全球	228.27%	169.10%	122.81%	90.89%	43.91%	67.26%	70.26%		
		大中华区									
	京东	全球	20.93%	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.78%	28.38%		
		大中华区									
	RealReal	全球		51.06%	55.00%	32.8%	12.92%	-19.69%	-3.19%		
		大中华区									
阿里巴巴	全球	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	32.00%	30.00%			
	大中华区										
Zalando SE	全球	13.2%	20.10%	26.70%	20.3%	10.60%	27.43%	21.61%			
	大中华区										
快销及中档服装	迅销公司 (21Q1 代表截至 11 月的季度)	全球	4.47%	9.56%	7.29%	9.73%	-3.20%	-6.08%	-39.05%	-0.79%	-0.6%
		大中华区									
	Inditex (20Q2 代表截至 7 月 31 日的季度)	全球	10%	8.14%	12%	8.73%	-78.8%	-60.5%	-13.54%		
		大中华区									
	Levi Strauss & Co. (20Q2 代表截至 8 月 23 日的季度)	全球	6.76%	5.39%	3.80%	-1.46%	5.00%	-27.07%	-26.89%		
		大中华区	17.60%	17.27%	16.39%	16.28%	16.44%	16.64%			
	盖普 (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	-2.04%	-1.96%	-2.23%	1.10%	-43.15%	-18.23%	-19.92%		
		大中华区	7.26%	6.54%	6.44%	6.62%	5.74%	5.48%			
	TJX (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	6.78%	4.83%	6.37%	9.70%	-52.48%	-31.84%	-28.18%		
		大中华区									
	威富集团 (20Q2 代表截至 9 月 26 日的上半年)	全球	6.29%	5.40%	4.87%	-10.82%	-47.51%	-29.55%			
		大中华区									
	Steven Madden	全球	5.64%	12.44%	8.47%	5.74%	-12.60%	-67.91%	-30.25%		
		大中华区									
卡骆驰	全球	4.52%	9.42%	19.80%	21.76%	-5.00%	-7.62%	15.66%			
	大中华区										
Stitch Fix (累计季度)	全球	23.91%	25.13%	29.09%	35.77%	21.46%	21.74%	10.73%	8.51%		
	大中华区										
LVMH	全球				14.68%	-15.00%	-27.00%	-21%			
	大中华区										
Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)	全球	4.3%	4.6%	2.30%	2.26%	-30.10%	-46.6%	-38.5%			
	亚太地区	23.5%	2.4%	-0.5%	1.7%	4.3%	-22.9%	-30.6%			
蒂芙尼 (20Q2 代表截至 7 月 31 日的季度)	全球	-2.91%	-2.55%	0.22%	2.82%	-44.62%	-28.75%	-24.63%			
	大中华区										
历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日的季度)	全球	9%	9%	4%	2%	-47%	-26%	+1%			
	亚太地区	10%	5%	2%	-6%	-29%	-6%	21%			
CK	全球			2.50%	-43.00%	1.00%					
	大中华区										
Burberry (20Q4 代表截至 12 月 26 日的季度)	全球	0%	-3%	-1%	0%	4%	5%	0%	-4%		
	大中华区										
加拿大鹅	全球	59.06%	27.66%	13.22%	-9.80%	-63.29%	-34%				
	大中华区										
Capri	全球	11.89%	15.08%	9.25%	-11.31%	-66.49%	-23.02%	-44.01%			
	大中华区										
Tapestry (20Q4 代表截至 6 月 27 日的季度)	全球	7.16%	0.89%	0.68%	2.02%	-1.69%	0.84%	-19.43%	-52.78%		
	大中华区										
Pandora (20Q3 代表截至 9 月 30 日的季度)	全球	-14.8%	-4%	-13%	-6%	-38%	-4%	-13%			
	大中华区	15%	10%	5%		-1.00%	-4%	-16%			

资料来源: wind, 华西证券研究所。

表 4 重点跟踪公司

	代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)		PE	
						2020E	2021E	2020E	2021E
H 股	1234.HK	中国利郎	买入	5.39	64.54	0.55	0.74	8.17	6.07
	2331.HK	李宁	增持	50.50	1,257.01	0.61	0.75	69.01	56.13
	2020.HK	安踏体育	增持	136.90	3,700.86	1.93	2.52	59.13	45.28
A 股	603877	太平鸟	买入	31.80	151.60	1.51	1.96	21.06	16.22
	603558	健盛集团	买入	7.89	32.85	0.27	0.66	29.22	11.95
	300577	开润股份	买入	25.35	60.89	0.37	1.38	68.51	18.37
	002293	罗莱生活	买入	12.24	101.31	0.69	0.80	17.74	15.30
	002832	比音勒芬	买入	15.34	80.39	0.89	1.12	17.24	13.70
	002563	森马服饰	买入	8.71	234.96	0.26	0.58	33.50	15.02
	600398	海澜之家	买入	6.87	296.76	0.45	0.69	15.27	9.96
	002127	南极电商	增持	9.53	233.95	0.63	0.81	15.13	11.77
	603808	歌力思	增持	13.97	46.45	1.33	1.04	10.50	13.43
	002327	富安娜	增持	7.46	63.60	0.65	0.74	11.48	10.08
	600400	红豆股份	增持	2.94	74.48	0.07	0.08	42.00	36.75
002780	三夫户外	增持	19.20	27.91	-0.07	0.21	-274.29	91.43	

资料来源：wind，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价和市值单位为 HKD，其余均为人民币，1 港币=0.83358 人民币；收盘价和市值均采用 2021 年 1 月 22 日收盘数据。

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。