

21Q1 业绩惊喜不断，继续坚定看好国货崛起主线

——纺织服装 2020 年报及 2021 一季报总结

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉️ : mali@stocke.com.cn

行业评级

纺织服装 看好

报告导读

国货崛起趋势显著，多个品牌服饰龙头 21Q1 展现超预期亮丽增长；制造业龙头 21 年跨区域布产积极，随产能释放龙头业绩值得期待。

投资要点

□ 国货崛起，21Q1 多个品牌展现超预期增长。

2020 年全年来看，我国服装鞋帽针纺织品社零消费下滑 6.6%，2021Q1 疫情虽在部分地区略有反复，但从纺服消费势头来看已较疫情前实现有效增长，21Q1 纺服社零同比 20 年增长 54.2%，考虑 20Q1 相对 19 年纺服社零下滑 32.2%，概算 21Q1 相对 19Q1 增长 4.5%（不考虑社零统计口径变化）

3 月 H&M 事件的推动下国货品牌迎来东风，多个细分市场龙头在 21Q1 展现出超预期亮丽增长，典型如安踏体育（21Q1 安踏/FILA 流水相对 19Q1 增长低双位数/65%-70%）、李宁（21Q1 大货流水相对 19Q1 增长 50%-60%中段）、波司登（年报业绩快报利润增长 40%）、太平鸟（连续 5 个季度高速增长，21Q1 较 19 年收入增长 61%）、特步国际（21Q1 流水相对 19Q1 中双位数增长）分别凭借多品牌运营能力/强产品力叠加运营提效/品牌升级及产品年轻化/组织架构及激励调整激发体系活力/细分领域产品突围展示亮眼增长。

除上述标的之外，比音勒芬、地素时尚、罗莱生活、富安娜、水星家纺同样在 Q1 展现出相对 19 年同期的显著增长（21Q1 收入相对 19Q1 增速分别达到 13%/13%/15%/20%/19%），同时估值具备吸引力；此外，森马服饰及海澜之家等传统龙头 21Q1 积极向疫情前收入利润水准靠拢中，预计 21 年全年展现逐季稳健复苏态势。

□ 制造业龙头疫情下展现韧性，21 年国内及东南亚积极扩产。

作为全球疫情控制最有力有效的国家，我国 2020 年 4 月开始制造业产能已经得到有效恢复，21Q1 纺织纱线、成衣、鞋靴出口金额分别同比 20 年增长 40%/48%/30%，相对 19 年增长大约为 19%/17%/3%。在此背景下，申洲国际、华利集团作为全球针织服饰/运动鞋领域稀缺的优质龙头供应链业绩展现高度稳定性，其中华利受益 Nike、Decker's 等优质客户订单增长迅猛，未来 3-5 年量价齐升态势有望得到保持。除运动鞋服供应链外，天虹纺织（纱线业务受益棉价上行业绩弹性显著、下游垂直一体化业务放量）、健盛集团（越南袜业产能 21 年将扩建至 2 亿双，无缝贵州及越南产能释放）在 21 年的产能增长及业绩释放也值得期待。

□ 投资主线：

一、品牌服装方面继续看好国货龙头发展潜力，重点推荐关注：

1) 运动服饰赛道上安踏体育（21 年 PE 41X）和李宁（21 年 PE 54X）两大龙头已经具备了与海外品牌抗衡的实力，坚定看好两家公司发展前景，同时特步国际（21 年 PE 21X）在大众跑鞋细分领域的产品竞争力同样值得关注；

2) 大众服饰方面，看好品牌力不断提升的波司登（22 财年 PE 14X）、产品力红利不断释放的太平鸟（21 年 PE 25X）、以及龙头森马服饰（21 年 PE 20X）和海澜之家（21 年 PE 10X）；

3) 中高端中，比音勒芬（21 年 PE 19X）、地素时尚（21 年 PE 13X）有望延续此前的稳健增长；

相关报告

1、《新疆棉消化无忧，全面看好国产龙头品牌提升市占率》2021-03-26

2、《国货当自强，全面看好国产龙头抢占市场》2021-04-05

报告撰写人：马莉

数据支持人：林骥川、詹陆雨

4) 家纺和日用品领域, 我们认为罗莱生活(21年PE 18X)、富安娜(21年PE 12X)、水星家纺(21年PE 12X)等龙头电商发力同时21年开启线下扩张巩固渠道优势, 同样有望受益。

二、纺织制造方面继续推荐拥有跨区域产能布局细分领域全球制造龙头, 继续推荐客户结构优异、研发及生产效率突出的申洲国际(21年PE 33X)及华利集团(21年PE 47X), 并建议关注受益棉价弹性同时积极开展垂直一体化业务的天虹纺织(21年PE 7X)、扩产规划清晰的健盛集团(21年PE 12X)、主业逐步修复同时尝试用工业互联网提升效率的纺纱龙头华孚时尚(21年PE 19X)。

□ **风险提示:** (1) 终端消费需求波动; (2) 多品牌运营不及预期

正文目录

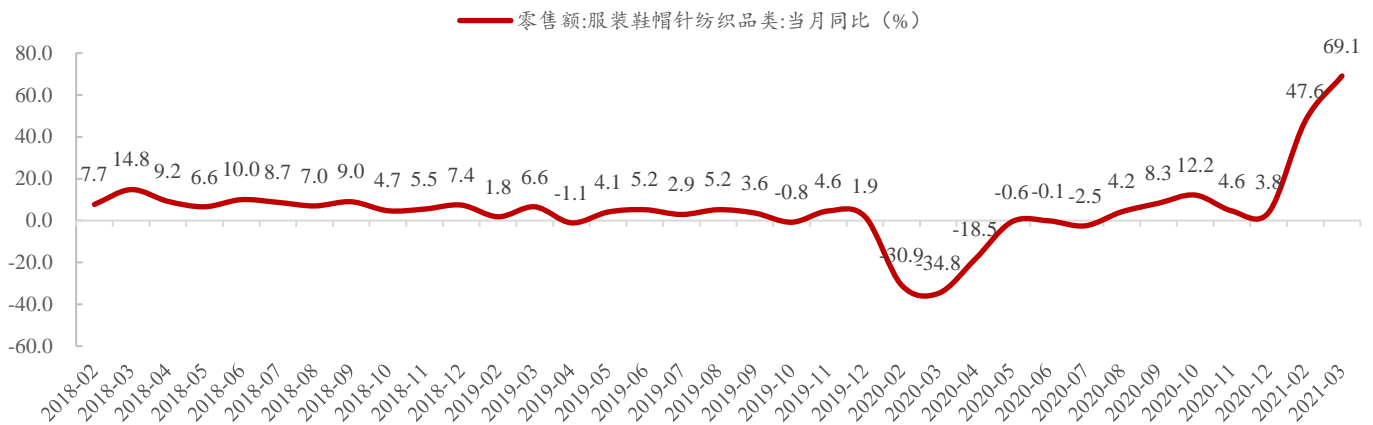
1. 国货闪耀市场，多个品牌服饰龙头 21Q1 展现超预期增长表现	4
2. 多个低估值细分行业龙头较 19Q1 亦有亮眼增长表现	8
3. 森马、海澜为首的传统服装白马龙头稳健恢复中	10
4. 生产型企业：中资纺织制造继续领跑全球	12
5. 投资主线	14
6. 风险提示	15

图表目录

表 1: 安踏体育报表拆分 (单位: 亿元)	4
表 2: 安踏品牌零售金额增长	5
表 3: 非安踏品牌零售金额增长	5
表 4: 李宁季度零售流水表现数据	6
表 5: 波司登改革以来历史业绩回顾	6
表 6: 太平鸟单季报表收入按渠道拆分 (单位: 百万元)	7
表 7: 特步主品牌季度零售表现	8
表 8: 主要相对 19 年 Q1 有明显增长的细分龙头标的单季度表现 (单位: 百万元)	8
表 9: 森马服饰季度表现拆分 (单位: 亿元)	10
表 10: 海澜之家分品牌收入及毛利率表现 (单位: 百万元)	11
表 11: 纺服主要标的盈利预测及估值情况一览	14
图 1: 服装鞋帽针纺织品社零单月同比增速 (%)	4
图 2: 纺织品出口金额单月及累计同比增速 (%)	12

2021Q1 纺服社零消费数据较 19Q1 增 4.5%，后疫情时代+H&M 事件后本土品牌服装龙头表现亮丽。2020 年全年来看，我国服装鞋帽针纺织品社零消费下滑 6.6%，2021Q1 疫情虽在部分地区略有反复，但从纺服消费势头来看已较疫情前实现有效增长，21Q1 纺服社零同比 20 年增长 54.2%，考虑 20Q1 相对 19 年纺服社零下滑 32.2%，概算 21Q1 相对 19Q1 增长 4.5%（不考虑社零统计口径变化），尤其 3 月 H&M 事件的推动下国货品牌迎来东风，多个细分市场龙头在 21Q1 展现出超预期亮丽增长。

图 1：服装鞋帽针纺织品社零单月同比增速（%）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

1. 国货闪耀市场，多个品牌服饰龙头 21Q1 展现超预期增长表现

安踏体育：本土第一大运动龙头多品牌运营实力大放异彩。在安踏体育 2020 年报中，FILA 品牌收入 174.5 亿，占收入 49.1%，营业利润疫情下仍保持 25.7%高位，收入和利润贡献都占据集团半壁江山；DESCENTE 运营仅 4 年，2020 年疫情下品牌收入逆势增长 60%+同时营业利润率提升到 20%以上，店效及盈利能力已经接近 FILA，体现出多品牌运营能力的有效复制。

21Q1 来看：1) 安踏品牌流水相对 20Q1 增长 40%-45%，相比 19Q1 安踏品牌流水也有低双位数增长，2) FILA 品牌流水相比 20Q1 增长 75%-80%，和 19Q1 相比亦有 65%-70%高增，库存和折扣也回到疫情前水准，展现高质量增长；3) 其他品牌流水相对 20Q1 增长 115%-120%，其中 DESCENTE 21Q1 同比增长 150%，KOLON 21Q1 流水同比增速则超过 75%，全线品牌较 19Q1 实现显著增长。我们持续看好公司的品牌运营实力，亦期待完善的多品牌矩阵对公司长期业务增长带来的支撑，预计 2021/22/23 年公司归母净利润同比增长 51%/25%/21%至 78/98/118 亿元，对应 PE 41/33/27X。

表 1：安踏体育报表拆分（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2
营业收入	241.00	339.28	355.12	148.11	191.17	146.69	208.43
YOY	44.38%	40.78%	4.67%	40.34%	41.12%	-0.96%	9.03%
安踏收入	143.27	174.50	157.49	75.90	98.60	67.77	89.72
YOY		21.80%	-9.75%	18.28%	24.65%	-10.71%	-9.00%
FILA 收入	84.91	147.70	174.50	65.38	82.32	71.52	102.98

	YOY	73.94%	18.14%	79.86%	69.51%	9.39%	25.10%	
	其他品牌收入	12.82	17.08	23.13	6.68	10.40	7.40	15.73
	YOY	33.27%	35.43%	33.21%	33.32%	10.73%	51.31%	
营业利润		57.00	86.95	91.52	42.57	44.37	36.04	55.48
YOY		42.90%	52.54%	5.26%	58.35%	47.36%	-15.35%	25.03%
营业利润率		23.65%	25.63%	25.77%	28.75%	23.21%	24.57%	26.62%
	安踏营业利润	37.06	46.76	44.49	24.42	22.34	18.05	26.44
	YOY	26.17%	-4.86%	42.08%	12.41%	-26.09%	18.36%	
	安踏营业利润率	25.87%	26.80%	28.25%	32.18%	22.66%	26.63%	29.47%
	FILA 营业利润	21.50	40.23	44.94	18.94	21.28	17.66	27.28
	YOY	87.12%	11.71%	80.94%	93.00%	-6.78%	28.17%	
	FILA 营业利润率	25.32%	27.24%	25.75%	28.98%	25.86%	24.69%	26.49%
	其他品牌营业利润	-1.56	-0.58	1.95	-0.79	0.21	0.19	1.76
	其他品牌营业利润率	-12.19%	-3.41%	8.43%	-11.87%	2.03%	2.57%	11.19%
净利润(含少数股东权益)		42.34	56.24	55.69	25.81	30.43	17.80	37.89
YOY		34.04%	32.83%	-0.98%	28.96%	36.29%	-31.05%	24.53%
净利率		17.57%	16.58%	15.68%	17.43%	15.92%	12.13%	18.18%
净利润(不含少数股东权益)		41.03	53.44	51.62	24.83	28.61	16.58	35.04
YOY		32.87%	30.25%	-3.41%	27.66%	32.59%	-33.22%	22.46%
不包括合营公司亏损净利润		42.34	59.77	57.63	30.74	29.03	23.77	33.86
YOY		34.04%	41.16%	-3.58%	53.54%	30.06%	-22.66%	16.62%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2：安踏品牌零售金额增长

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2016	中单位数	高单位数	低双位数	高双位数	
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	10%-20%中段
2019	10%-20%低段	10%-20%中段	10%-20%中段	10%-20%高段	10%-20%中段
2020	20%-25%负增长	低单位数负增长	低单位数	低单位数	中单位数负增长
2021	40%-45%				

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：非安踏品牌零售金额增长

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2016	未披露	未披露	60-70%	50-60%	
2017	40-50%	50-60%	40-50%	85-90%	
2018	80-85%	90%-95%	90%-95%	80%-85%	85%-90%
2019	65%-70%	55%-60%	FILA50%-55% 其他 30%-35%	FILA50%-55% 其他 25%-30%	FILA55%-70% 其他 30%-35%
2020	FILA 中单位数负增长 其他高单位数负增长	FILA10%-20%低段 其他 25%-30%	FILA20%-25% 其他 50%-55%	FILA25%-30% 其他 55%-60%	FILA 中双位数 其他 35%-40%
2021	FILA75%-80% 其他 115%-120%				

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

李宁：产品力突出的国潮先锋，21Q1 流水再超预期。在李宁的 2020 年报中，疫情下收入保持 4% 增长同时净利率进一步提升到 11.75% (+2.6pp)，展现突出产品力带来的销售韧性及内部零售管理、供应链提效带来的持续盈利能力提升。在此基础上，公司 21Q1 流水相较 20Q1 同比增长 80-90% 高段，相较于 19Q1 流水增长 50%~60% 中段，其中线下平台增长 40~50% 低段，线下直营增长 20%~30% 高段、线下加盟增长 40%~50% 中段；线上部分增长 120%。公司 Q1 流水在新疆棉事件以及肖战代言的催化下，相较 1~3 月中旬时线下 35~39% 增长，线上 70% 增长的数据再次大幅提升。预计 2021/22/23 年归母净利润 25.5/31.7/38.5 亿元，同比增长 50%/24%/22%，对应 PE54/44/37X，公司目前品牌力和运营效率改善带来的成长逻辑在未来几年仍旧非常清晰。

表 4：李宁季度零售流水表现数据

	2019Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
全平台						
(不包括李宁 YOUNG)	20%-30% 低段	10%-20% 高段下降	中单位数下降	中单位数增长	10%-20% 中段增长	80%-90% 高段
线下						
(零售+批发)	10%-20% 高段	20%-30% 低段下降	10%-20% 低段下降	低单位数下降	10%-20% 低段增长	80%-90% 低段
直营	10%-20% 低段	30%-40% 中段下降	10%-20% 低段下降	持平	中单位数增长	90%-100% 低段
加盟	20%-30% 低段	10%-20% 高段下降	高单位数下降	低单位数下降	10%-20% 中段增长	80%-90% 低段
电商	40%-50% 低段	10%-20% 低段增长	20%-30% 高段增长	40%-50% 低段增长	30%-40% 中段增长	约 100%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

波司登：21 财年羽绒服收入预计超越 Moncler 重回全球第一。波司登 2018 年启动聚焦主品牌策略，从品牌形象、产品设计、大秀及 KOL 营销、渠道升级等多个方面完成年轻化时尚化转型，18、19 财年表现亮丽，20 财年虽短暂受到疫情影响，但 21 财年淡季库存去化超预期、冬季零售表现强势，预计波司登集团羽绒服业务收入在 FY21 增长将在 25% 以上(此前公告截止 20.4.1~20.12.31 波司登主品牌零售额增长 25%，其他品牌增长 40%)，收入有望超过 120 亿人民币，按照目前的欧元对人民币汇率计算(7.7:1)，在 FY21 财年(截止 21/3/31)结束后，波司登集团的羽绒服业务收入将再次超过 Moncler，重回行业世界第一，22 财年也有望重新启动新一轮产品升级及品牌推广动作，我们预计公司 FY21/22/23 净利润 16.8/21.4/26.4 亿，增速为 40%/27%/23%，对应估值 21/17/13X。

表 5：波司登改革以来历史业绩回顾

	2018	2019	2020	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
单位：百万元	2018/3/31	2019/3/31	2020/3/31	2018/9/30	2019/3/31	2019/9/30	2020/3/31	2021/9/30
羽绒服业务								
收入	5,651.02	7,657.50	9,512.73	1,772.47	5,885.03	2,532.98	6,979.75	2,988.70
YOY	23.4%	35.5%	24.2%	19.5%	41.2%	42.9%	18.6%	18.0%
毛利率	51.5%	57.4%	59.8%	50.6%	59.4%	52.9%	62.3%	56.4%
营业利润	948.26	1,390.15	1,523.71	321.41	1,068.74	307.44	1,216.27	474.22
YOY		46.6%	9.6%	141.3%	31.1%	-4.3%	13.8%	54.2%
营业利润率	16.8%	18.2%	16.0%	18.1%	18.2%	12.1%	17.4%	15.9%
集团合计情况								
收入	8,880.79	10,383.50	12,190.54	3,444.18	6,939.32	4,436.28	7,754.25	4,661.12
YOY	30.3%	16.9%	17.4%	16.4%	17.2%	28.8%	11.7%	5.1%
营业利润	923.41	1,370.77	1,598.68	443.14	927.63	597.54	1,001.13	666.36

YOY		48.4%	16.6%	50.8%	47.4%	34.8%	7.9%	11.5%
营业利润率	10.4%	13.2%	13.1%	12.9%	13.4%	13.5%	12.9%	14.3%
净利润	639.521	1005.56	1,195.28	258.43	747.13	360.47	834.81	491.36
YOY	73.3%	57.2%	18.9%	41.3%	63.6%	39.5%	11.7%	36.3%
净利率	6.9%	9.5%	9.8%	7.5%	10.1%	8.1%	10.5%	10.5%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

太平鸟：组织架构及激励调整引爆组织活力，线上线下全线高增。太平鸟在19年开始调整组织架构，太平鸟打破了之前线上线下分开考核利润的方式，将终端销售变为了各个部门共同的考核标准。线上部门和线下部门的考核统一至整体流水口径后，线上高效精准的数据开始为公司整体设计提供巨大帮助。公司能够依靠线上上新的反馈在短时间内发现爆款并进行追单或者进行新的设计补充，全面提升产品设计的及时性与准确性。同时，各部门由原先按顺序接到指令依次行动的方式改为围绕爆款的抱团圆桌讨论制，设计、营销、生产、物流各个部门均在第一时间得知爆款的出现，并开始在各负责范围内提前互动并开启相应流程。这种全新的组织架构基础上，公司改进激励方式，实行超额分享制，从利益上进一步激发员工积极性。

产品力提升带来的红利让公司正在逐步成为代表中国年轻人时尚的领导品牌。公司自20Q2以来已连续5个季度保持了高速增长趋势，随着渠道结构调整、效率提升、税收优化带来的利润率提升，21Q1公司扣非归母净利润率同样超过7%，已经超越历史最好水平，预计21~23年归母净利润9.9/12.0/14.7亿，对应增速39%/23%/23%，对应当前估值24/20/16X。

表 6：太平鸟单季报表收入按渠道拆分（单位：百万元）

	2019Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q1VS2019Q1
线下收入	1,187.08	837.13	1,117.25	1,725.58	2,360.43	1,696.30	1,696.30
YOY	-5.90%	-29.48%	12.32%	17.50%	26.18%	102.63%	43%
占比	72.27%	61.25%	65.26%	76.03%	67.51%	67.86%	
门店数量	4508	4447	4300	4384	4616	4632	
毛利率	63.71%	56.83%	59.91%	51.85%	56.46%	62.30%	
其中：直营收入	872.70	714.21	692.07	891.69	1,435.12	1,198.16	1,198.16
YOY	-0.81%	-18.16%	3.16%	26.70%	27.94%	67.76%	37%
直营门店数量	1550	1619	1578	1517	1554	1570	
其中：加盟收入	312.48	122.75	425.15	833.89	925.60	498.14	498.14
YOY	-17.45%	-60.72%	31.69%	9.01%	23.62%	305.82%	59%
加盟门店数量	2942	2825	2722	2867	3062	3062	
线上收入	455.38	529.61	594.69	543.95	1,136.15	803.43	803.43
YOY	-0.26%	16.30%	35.31%	39.25%	10.66%	51.70%	76%
占比	27.73%	38.75%	34.74%	23.97%	32.49%	32.14%	
毛利率	41.65%	44.92%	48.04%	45.40%	45.53%	41.67%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

特步国际：160X 系列跑鞋闪耀国内各大马拉松赛事，21 开局展现亮丽流水。在2015年开启三年改革计划后，特步确立了“成为中国大众跑者首选品牌”的战略目标，并针对普通、进阶、专业跑者建立满足差异化需求的跑鞋矩阵，2019年针对专业跑者推出竞速160跑鞋反响强烈，在此基础上21/3/20特步正式发布马拉松竞速碳板跑鞋家族，包括160X PRO、160X 2.0以及300X2.0，根据悦跑圈数据，2021/4/10厦门马拉松中3小时以内完赛精英选手69%穿着国产品牌，国产品牌份额占比首年超过国际品

牌，精英选手中 51% 选手穿着特步 160X 系列跑鞋；另根据跑野数据，2021/4/11 徐州马拉松中特步 160X PRO 包揽男子成绩前六，专业性助力选手在赛事中大放异彩。

21Q1 特步主品牌流水同比 20Q1 增长约 55% (其中线上增长超过 70%)，相对 19Q1 主品牌整体流水也有中双位数增长，展现积极增长势头；Q1 零售折扣率回到 7.0-7.5 折水准，接近 19Q1 (7.5 折)，库销比进一步收窄至 4 个半月，表现健康。全年来看特步主品牌相对 19 年保持双位数增长同时时尚运动及专业运动品牌亏损有望缩窄，预计公司 21/22/23 年归母净利润 7.1/8.4/9.7 亿元，对应增速 39%/18%/16% 对应估值 21/18/16X。

表 7：特步主品牌季度零售表现

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
零售销售增长	未披露	未披露	未披露	未披露
零售可比同店增长	低双位数	中双位数	中双位数	中双位数
零售折扣水平	7.5-8.0 折	7.5-8.0 折	7.5-8.0 折	7.5-8.0 折
零售库存周转	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
零售销售增长	20%+	20%+	约 20%	20%+
零售可比同店增长	低双位数	低双位数	约 10%	低双位数
零售折扣水平	7.5 折	7.5-8.0 折	7.5-7.8 折	7.5-8.0 折
零售库存周转	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月	约 4 个月
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
零售销售增长	20%~25% 跌幅	低单位数跌幅	中单位数增长	高单位数增长
零售折扣水平	6.5-7 折	6.5-7 折	6.5-7 折	6.5-7 折
零售库存周转	约 5 个半月	5-5.5 月	约 5 个月	5 个月以下
	2021Q1			
零售销售增长	约 55% 增长			
零售折扣水平	7-7.5 折			
零售库存周转	约 4 个半月			

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 多个低估值细分行业龙头较 19Q1 亦有亮眼增长表现

除前述企业外，其他低估值龙头标的在 21Q1 较 19Q1 也呈现了亮眼的增长表现：

表 8：主要相对 19 年 Q1 有明显增长的细分龙头标的单季度表现（单位：百万元）

	2019Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	21Q1 相对 19Q1 增长
比音勒芬							
营业收入	471.79	366.39	399.99	610.31	560.92	531.89	
YOY	27.4%	-22.3%	7.0%	27.7%	11.7%	45.2%	12.7%
净利润	129.89	97.06	64.21	187.37	130.74	150.54	
YOY	52.9%	-25.3%	45.9%	36.4%	37.2%	55.1%	15.9%
净利率	27.5%	26.5%	16.1%	30.7%	23.3%	28.3%	
地素时尚							
营业收入	583.52	407.62	578.36	647.30	930.89	656.58	
YOY	13.5%	-30.1%	9.7%	9.0%	38.1%	61.1%	12.5%
净利润	195.13	122.07	175.86	176.57	155.36	195.47	
YOY	32.6%	-37.4%	22.0%	25.8%	7.3%	60.1%	0.2%
净利率	33.4%	29.9%	30.4%	27.3%	16.7%	29.8%	
罗莱生活							

营业收入	1,144.18	893.14	1,012.74	1,351.22	1,653.55	1,319.10	
YOY	-2.3%	-21.9%	-2.9%	11.9%	12.9%	47.7%	15.3%
净利润	146.08	72.78	100.03	195.27	224.90	183.01	
YOY	-8.2%	-50.2%	49.1%	26.4%	17.5%	151.5%	25.3%
净利率	12.8%	8.1%	9.9%	14.5%	13.6%	13.9%	
富安娜							
营业收入	521.69	511.17	589.11	598.55	1,175.21	627.71	
YOY	-5.6%	-2.0%	1.0%	4.6%	5.7%	22.8%	20.3%
净利润	81.05	76.23	91.20	107.37	241.67	92.64	
YOY	-16.3%	-6.0%	23.6%	18.0%	-7.4%	21.5%	14.3%
净利率	15.5%	14.9%	15.5%	17.9%	20.6%	14.8%	
水星家纺							
营业收入	601.30	481.33	685.29	748.77	1,119.39	717.86	
YOY	0.8%	-20.0%	1.7%	0.9%	13.7%	49.1%	19.4%
净利润	75.57	41.28	53.98	77.88	101.40	78.89	
YOY	4.2%	-45.4%	-8.6%	-2.7%	0.5%	91.1%	4.4%
净利率	12.6%	8.6%	7.9%	10.4%	9.1%	11.0%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

比音勒芬：运动时尚细分龙头 Q1 增长继续领跑，21 年拓店提速。 20 年收入/归母净利润同增 6.1%/17.9%至 19.4/4.8 亿元，21Q1 收入/归母净利润同增 45%/55%至 5.32/1.51 亿元，21Q1 相对 19Q1 收入/归母净利润增速分别达到 12.7%/15.9%，考虑 2021 春夏订货会在 20 年 8 月进行，加盟商当时订货还较为谨慎，同时零售方面 21 年春节期北方区域（尤其机场店）亦未完全恢复疫情前客流，21Q1 能取得前述增速表现十分亮眼。公司 20 年疫情下净拓店数量仍达到 85 家，而 2021 年预计扩张步伐进一步加快，净增门店规模有望达到 150 家左右（其中比音勒芬/威尼斯品牌约 130/20 家）。门店快速增长的背后来自于产品和品牌力支撑下的渠道高利润，以经销商草根调研来看比音勒芬品牌经营利润率可以达到 20%水准，在男装品牌领域非常优秀。预计公司 21~23 年归母净利润 6.11/7.63/9.10 亿，对应增速 28%/25%/19%，对应 PE 19/15/13X。

地素时尚：疫情下韧性显著，21 年首推股权激励计划展现发展信心。 作为高端女装代表龙头，剔除考虑到新会计准则影响对公司 2020 年收入带来 1.77 亿、21Q1 收入带来 3000-4000 万影响，剔除后公司 20 年收入同比持平微增，其中 Q4 收入增长 12%左右，21Q1 收入则相对 19Q1 收入增长约 7%，其中线下直营渠道在渠道数量持续精简的基础上剔除会计政策变更影响后 20Q4 收入同比增长 9%左右，21Q1 相对 19Q1 增长则达到 15%，展现出近年直营零售体系改革提效带来的持续成果释放。

4 月公司推出 2021 年股权激励计划，业绩考核目标需满足以下收入或利润增长条件：2021/22/23 收入相对 20 年增长不低于 15%/35%/62%（即同比增长 15%/18%/20%），或归母净利润（剔除激励费用）相对 20 年增长不小于 10%/22%/40%（即同比增长 10%/12%/15%），高复合收入增速目标展现公司长足发展信心，同时相对温和的净利润增长目标的订立主要包含对公司内部组织调整、人员职级梳理优化，以及下半年新推生活方式品牌的投入的考量。预计 21/22/23 年归母净利润同增 15.6%/15.6%/15.4%至 7.28/8.42/9.72 亿元，对应 PE13/11/10X。

罗莱生活：电商事业部架构理顺双品牌发展红利释放，21 年龙头势能继续发挥。 20 年公司电商事业部管理架构理顺，罗莱和 LOVO 在独立前台运营的同时中后台统一管理、品牌统一考核，由此两品牌重新梳理各自定位及打法，实现有效协同：罗莱

品牌坚持超柔床品的中高端定位，高举高打方式强化品牌势能，今年易烊千玺加盟品牌代言人矩阵；LOVO 则目标进一步占领年轻消费者心智，强调极致性价比，并与辛巴、薇娅、李佳琦等头部主播积极合作，在进一步清晰的品牌定位、定价及品宣策略下 20 年电商实现 26% 收入增长，带动公司 20 年整体收入 49.10 亿元 (+1.0%)，净利润 5.93 亿 (+6.1%)，预计 2021 年电商增速保持在 30% 以上。

改革红利在 21 年持续释放，公司 21Q1 收入 13.2 亿元，同比 20Q1+48%，同比 19Q1+15%，增长一方面来自蓬勃的线上发展，另一方面来自线下零售的有力恢复，尤其在 4 月订货会新品继续提价预期下经销商 Q1 拿货积极；21 年线上继续高增同时线下门店重启扩张，预期 21/22/23 年归母净利同增 22%/15%/15% 至 7.1/8.2/9.4 亿元，对应 PE 18/15/13X。

富安娜、水星家纺两家家纺龙头在 Q1 同样表现优秀，估值处于历史低位。富安娜 21Q1 相对 19 年收入/利润增速达到 20%/14%，其 19 年对全体系门店进行 ERP 系统的完全铺设后渠道库存管理效率有效提升，同时电商 20 年/21Q1 同比增速达到 13%/20%+，拉动整体收入积极增长，21 年线上保持快速增长重启渠道扩张，预计 21/22/23 年归母净利 6.4/7.2/8.0 亿同增 25%/12%/12%，对应 PE12/10/9X。水星家纺在线上的高速增长带动下，21Q1 相较 19Q1 收入/净利润增速达到 19%/4%，全年维度看，在线上带动外公司在线下同样保持增长势头，预计全年利润有望录得超过 20% 的增长达到 3.5 亿，目前对应 21 年估值 12.0X。

3. 森马、海澜为首的传统服装白马龙头稳健恢复中

森马服饰：流水复苏库存健康，期待全年稳健增长。21Q1 公司实现收入 33.1 亿（相较 20 年剔除 Kidiliz 后收入+50.1%，与 19 年基本持平）；公司实现归母净利润 3.53 亿（相较 20 年剔除 Kidiliz 后收入+200%，相较 19 年原有业务下降 6.4%）。其中：1) 流水端：21Q1 公司整体终端流水相对于 19 年同期下滑高单位数左右，其中童装业务恢复出色，基本回到 19 年水平，休闲装业务相较 19 年仍有 20% 以上的下滑。2) 报表端：21Q1 收入增速高于流水主要由于疫情后超过一半收入由直营贡献（电商 40%，线下直营 10% 左右），线上渠道在发力社交电商及私域流量维护带动下表现优异，同时线下直营也表现好于加盟，带动报表收入表现好于终端流水。

展望 21 年，我们认为在童装固有的竞争力下，公司有望通过提升产品有效性（强调功能性、打造记忆度、对重复 SKU 做减法）、推进柔性供应链建设、零售精细化运营，进一步重塑休闲装的能力，叠加 20 年库存清理到位，轻装上阵，21 年的逐季恢复值得期待，预计公司 21/22/23 年净利润 16.0/18.7/21.3 亿，对应估值 20/17/15X。

表 9：森马服饰季度表现拆分（单位：亿元）

	2019Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	21Q1 相对 19Q1
营业收入	41.18	27.38	29.96	37.16	57.55	33.10	
YOY	63.90%	-33.51%	-26.95%	-26.28%	-5.28%	20.91%	
其中：森马原有业务	33.18	22.06	26.50	33.16	57.55	33.10	
YOY	32.06%	-33.51%	-21.99%	-24.64%	9.56%	50.06%	-0.22%
Kidiliz 并表	8.00	5.32	2.81	4.00	已剥离		
营业利润	4.46	0.77	0.59	1.98	7.70	5.64	
YOY	9.06%	-82.67%	-89.26%	-73.04%	84.01%	629.84%	
利润总额	4.48	0.73	0.58	1.91	7.66	5.64	

YOY	9.69%	-83.70%	-89.28%	-73.71%	85.96%	672.66%	
其中：森马原有业务	4.78	1.73	3.20	3.41	7.66	5.64	
YOY	17.04%	-63.80%	-48.97%	-56.61%	40.47%	225.96%	18.00%
Kidiliz 并表	-0.30	-1.00	-2.62	-1.50	已剥离		
归母净利润	3.47	0.17	0.04	1.94	5.90	3.53	
YOY	11.06%	-94.96%	-98.90%	-66.79%	143.61%	1917.05%	
其中：森马原有业务	3.77	1.17	2.66	3.44	5.91	3.53	
YOY	20.67%	-68.83%	-41.98%	-46.63%	57.33%	200.12%	-6.46%
Kidiliz 并表	-0.30	-1.00	-2.62	-1.50	已剥离		
应收账款	17.65	18.11	14.53	15.31	13.92		
YOY	60.02%	2.66%	-6.05%	-32.87%	-29.46%		
存货	40.76	40.18	39.57	32.46	25.01		
YOY	66.76%	-1.42%	-5.78%	-38.64%	-39.13%		

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：简单假设 Kidiliz 税前利润和归母净利相同

海澜之家：品牌全方位升级持续，21 年有望展现逐季稳步向疫情前恢复态势。海澜 20 年实现收入 179.6 亿（-18.3%），净利润 17.8 亿（-44.4%）；21Q1 实现收入 54.9 亿（相较 19Q1 下降 9.8%），净利润 8.4 亿（相较 19Q1 下降 30.4%）。

分品牌看：1）主品牌海澜之家系列 20 年全年实现收入 137.7 亿（-21%），21Q1 实现收入 46 亿（+45%，相较 19 年-7.9%）。分渠道看，海澜主品牌线上 55%至 20.5 亿，21Q1 在线上奥莱活动的带动下录得 88%的高增长。我们看到公司在“达人带货+品牌自播”的驱动下在直播渠道增长明显。同时公司为各个平台匹配不同货品，通过商渠匹配提升销售效率。2）主品牌外，OVV 依靠《三十而已》热播以及本身优秀的产品质量不断获得消费者青睐，收入 Q4 增长 90%，全年增长 65%。英氏依靠全渠道的营销发力经营现金流及经营性利润在 20 年均已转正，全年实现收入 6.3 亿；男生女生依靠联名/电影植入等多种方式在 20 年获得 4.5 亿收入、海澜优选在 20 年同样获得 71%的收入增长。

我们认为公司主品牌的持续升级以及线上的高速增长，均为其未来的持续发展奠定良好基础，预计公司从 21 年起有望持续恢复良好的增长态势。预计公司 21-23 年净利润 31.0/34.9/38.7 亿，增速为 74%/13%/11%，对应估值 10.1/9.0/8.1X。

表 10：海澜之家分品牌收入及毛利率表现（单位：百万元）

	2019Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q1 VS 2019Q1
营业总收入	6,088.68	3,738.87	4,253.66	3,676.21	6,289.80	5,494.42	-9.8%
YOY	5.23%	-38.59%	-8.18%	0.53%	-10.32%	46.95%	
毛利率	43.60%	36.01%	45.10%	40.08%	31.51%	42.91%	
海澜之家系列收入 (海澜之家及海一家)	4,992.98	3,161.23	3,181.57	2,711.88	4,712.91	4,598.16	-7.9%
YOY	2.16%	-36.69%	-12.47%	-6.62%	-19.98%	45.45%	
毛利率	45.70%	34.73%	43.70%	39.80%	29.44%	42.81%	
门店数量	5,369	5,602	5,576	5,536	5,543	5,531	
直营	195	384	393	432	486	519	
加盟	5,174	5,218	5,183	5,104	5,057	5,012	

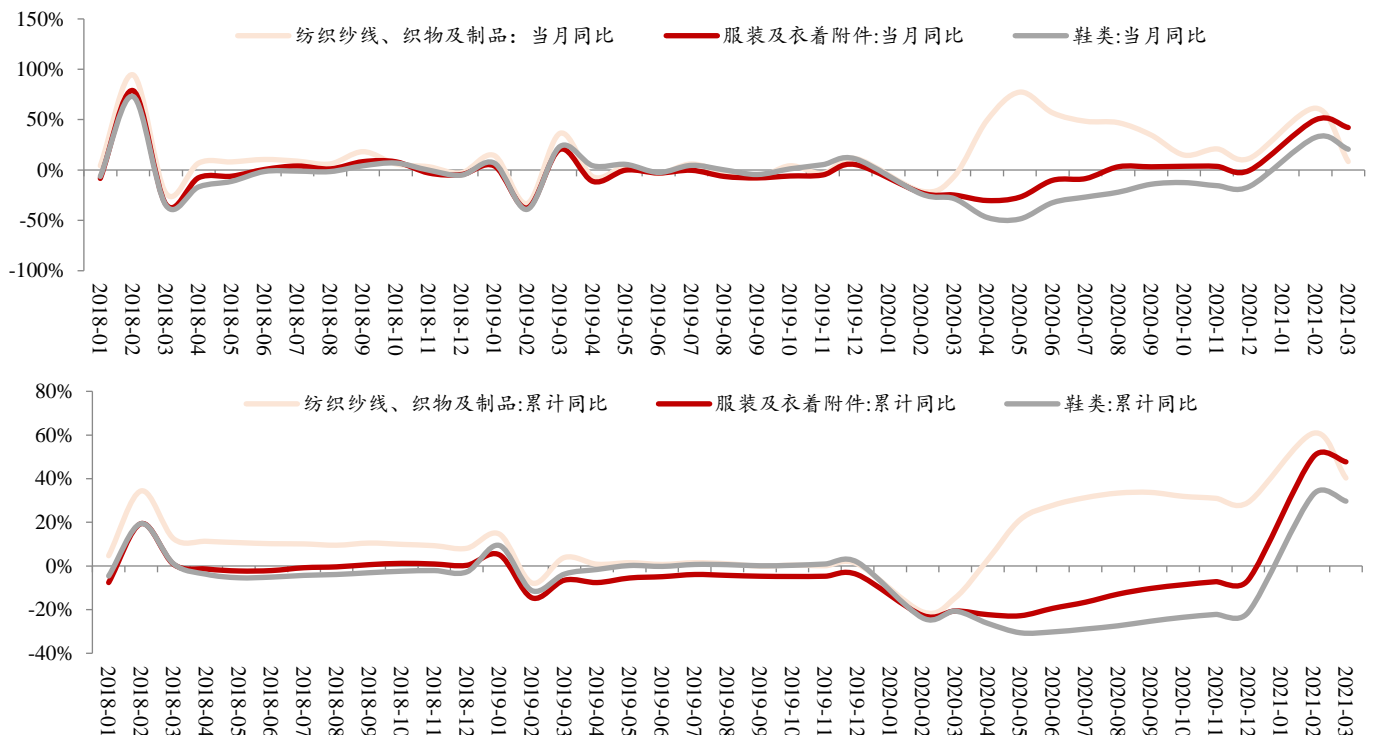
其他品牌收入 (海澜优选、OVV、AEX、男生女生、英氏)	142.73	312.42	320.99	357.32	1,080.46	416.26	191.6%
YOY	1138.64%	118.89%	94.08%	11.11%	128.03%	33.24%	
毛利率	28.14%	38.52%	40.02%	30.74%	-33.19%	44.19%	
门店数量	965	1,641	1,665	1,719	1,838	1,840	
直营	95	298	306	311	319	315	
加盟	870	1,343	1,359	1,408	1,519	1,525	
圣凯诺品牌收入	493.44	265.22	669.31	464.66	672.01	319.45	-35.3%
YOY	11.45%	-46.25%	51.24%	-20.17%	3.36%	20.45%	
毛利率	52.98%	48.32%	53.89%	53.30%	-109.60%	55.22%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 生产型企业：中资纺织制造继续领跑全球

作为全球疫情控制最有力有效的国家，我国 2020 年 4 月开始制造业产能已经得到有效恢复，尤其上游纺织纱线、面料制品 5 月开始呈现显著出口增长，2020 全年来看，纺织纱线等上游产品出口增长 29%，成衣及鞋类则有 6.4%和 21.2%的下滑；21Q1 来看全球疫情反复，订单继续涌入国内制造产业链，21Q1 纺织纱线、成衣、鞋靴出口金额分别同比 20 年增长 40%/48%/30%，相对 19 年增长大约为 19%/17%/3%（不考虑海关统计口径变化估算）。

图 2：纺织品出口金额单月及累计同比增速 (%)



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

从具体标的来看：

申洲国际：疫情下年报逆势正增长，21 年新产能释放及自动化提效值得期待。作为全球第一大针织服饰垂直一体化制造商，申洲 20 年收入 230.3 亿元 (+1.6%)，其中 OEM 业务收入增长 3.7%（量增长 8.5%，ASP 下降 3.8%），全年净利润 50.8 亿元

(+2.5%)，若剔除汇兑损益及零售业务关停带来的影响，净利润同比+8.2%至 56.14 亿元。分客户看，Nike 和 Adidas 受到欧美市场疲软影响订单分别有 9%和 0.1%的下滑，绝对值达到 61.7/50.3 亿元，Uniqlo 受益疫情后居家服饰需求提升以及口罩产品的火爆销售，订单增长 27%至 57.2 亿，重回申洲第二大客户；Puma 方面下半年订单亦有明显恢复，全年订单收入增长 4.7%至 25.7 亿元。

艰难环境下的稳健增长再一次凸显了公司作为全球制造龙头的竞争力和应变能力，公司国内产能自动化率提升带动人效持续增长，越南德利工厂目前人数从 20 年初的 3000 名增加到年末的 6400 名，柬埔寨新工厂一期也在 20 年 10 月正式投产，截至年末招聘 3100 名员工，21 年海外产能有望有效释放（4 月柬埔寨疫情影响基本可通过订单向国内或越南腾挪解决），预期公司 21/22/23 年归母净利润同增 27.5%/17.4%/13.9%至 65.1/76.4/87.0 亿元，对应 PE 33/29/26X，继续看好所在行业的成长性以及公司的不可替代性。

华利集团：Nike 订单长足增长带动订单上行同时盈利能力提升，值得长期重点关注的全球制鞋龙头。公司 21Q1 收入同增 7.8%至 37.0 亿，归母净利润同增 42.3%至 5.8 亿。其中 21Q1 公司销量同增 4.22%至 4775 万双，增速较低主要由于去年 Q1 海外未受疫情影响基数较高（去年 Q1 4582 万双，全年 1.6 亿+双），21 年新投产产能基本在过年后投放，因此 Q1 实际产能较去年并未有明显增长，全年来看产能预计将保持 20%提升。客户结构来看，NIKE 和 Deckers 两大品牌的 Q1 订单增长均达到 40%以上，同时 20 年新拓展的客户 On Running、Asics 在 Q1 已经下达了订单，订单结构的改善带来公司 Q1 公司美元口径产品单价提升 10%左右，在产品单价的提升下，公司毛利率超预期增长 5.5pct 至 29.3%，由此带动归母净利高增。作为全球第一梯队运动鞋制造商产能持续供不应求，订单量价齐升有望持续，预期公司 21/22/23 年归母净利润 25.4/31.5/38.4 亿元，对应估值 47X/38X/31X。

天虹纺织：纱线业务受益棉价上行业绩弹性 21 年得到体现，下游面料业务盈利能力有效提升，针织“小互太”雏形初现。20 年受疫情下海外需求受挫以及上半年棉价下跌影响，公司收入/归母净利润下滑 11%/42%至 196/5.2 亿元，但值得注意的是：1）收入占比 75%的纱线业务在 20H2 销量增速已经恢复到 8.4%，吨单价虽然仍有下滑但受益下半年棉价回升，纱线毛利率也恢复到 15.3%；2）下游业务中，针织面料 20H2 销量同比增长 7%同时毛利率上升至历史新高 21.7%，自产梭织面料毛利率也维持在 19.5%的高水准，下游业务运转效率有效提升。由此展望 2021 年，棉价回升背景下公司纱线业务盈利能力将得到有效提升，同时下游业务中针织面料销量增加至 3 万吨（20 年 1.8 万吨）、梭织面料 1.4 亿米自产销量（20 年 8800 万米自产，3200 万米贸易），成衣业务保持 1100 万条牛仔裤销量同时扭亏，预计公司 21~23 年归母净利润 16.7/19.0/22.6 亿，对应估值 6.8/6.0/4.3X。

健盛集团：越南产能有序扩张，随产能逐季发挥增长可期。公司 21Q1 相对 20Q1 收入/净利润+11%/-13%，其中收入端相对 19Q1 增长 2.5%，增长主要来自袜业扩产接单顺利，利润下降则与俏尔婷婷越南新产能初步投产磨合带来的成本有关，21 全年来看，袜子目标销量 3.4-3.5 亿双（20 年为 2.8 亿双），无缝内衣也将同时推进越南及贵州新产能建设，若前述产能如期释放则 21 年收入及利润有望较 19 年疫情前水准基础上正增长，预计 21/22 年归母净利润 2.95/3.48 亿元，对应 PE12/10X。

5. 投资主线

品牌服装方面：我们认为海外品牌在新疆棉事件之后流量正在受到较明显的影响，而国内龙头品牌一方面在运营能力上已经大幅提升，同时其在年轻消费者心中的形象也正在迅速提升，全面看好国产品牌承接海外龙头品牌流量，迎来高速发展。重点推荐：

1) **运动服饰赛道上安踏体育 (21 年 PE 41X) 和李宁 (21 年 PE 54X) 两大龙头**已经逐步具备了与海外品牌抗衡的实力，在优秀的年报推动下我们坚定看好两家公司发展前景，同时**特步国际 (21 年 PE 21X)**在大众跑鞋细分领域的产品竞争力同样值得关注；

2) **大众服饰方面，看好品牌力不断提升的波司登 (22 财年 PE 14X)、产品力红利不断释放的太平鸟 (21 年 PE 25X)、以及龙头森马服饰 (21 年 PE 20X) 和海澜之家 (21 年 PE 10X)；**

3) **中高端中，比音勒芬 (21 年 PE 19X)、地素时尚 (21 年 PE 13X) 有望延续此前的稳健增长；**

4) **家纺和日用品领域，**我们认为罗莱生活 (21 年 PE 18X)、富安娜 (21 年 PE 12X)、水星家纺 (21 年 PE 12X) 等龙头电商发力同时 21 年开启线下扩张巩固渠道优势，同样有望受益。

纺织制造方面，继续推荐客户结构优异、研发及生产效率突出的**申洲国际 (21 年 PE 33X) 及华利集团 (21 年 PE 47X)**，以及受益棉价弹性同时积极开展垂直一体化业务的**天虹纺织 (21 年 PE 7X)**、扩产规划清晰的**健盛集团 (21 年 PE 12X)**、主业逐步修复同时尝试用工业互联网提升效率的**纺纱龙头华孚时尚 (21 年 PE 19X)**。

表 11：纺服主要标的盈利预测及估值情况一览

上市公司	市值 (亿元)	2021 收入		2022 收入		2021 归母		2022 归母		21PE	22PE	
		(亿元)	YOY	(亿元)	YOY	净利润 (亿元)	YOY	净利润 (亿元)	YOY			
运动服饰												
2020.HK	安踏体育	3,214	473.4	33.3%	567.0	19.8%	77.9	50.9%	41.3	97.6	25.3%	32.9
2331.HK	李宁	1,379	191.8	32.6%	224.4	17.0%	25.5	50.2%	54.1	31.7	24.2%	43.5
2313.HK	申洲国际	2,176	271.4	17.8%	317.1	16.8%	65.1	27.5%	33.4	76.4	17.4%	28.5
300979.SZ	华利集团	1,186	171.8	23.3%	211.2	22.9%	25.4	35.3%	46.7	31.4	23.7%	37.7
6110.HK	滔搏	554	415.7	17.0%	474.8	14.2%	29.5	18.5%	18.8	34.1	15.3%	16.3
1368.HK	特步国际	151	93.3	14.2%	105.3	12.8%	7.1	38.4%	21.2	8.4	18.3%	17.9
其他品牌服装												
3998.HK	波司登	354	165.1	19.4%	194.7	17.9%	21.4	27.3%	16.6	26.4	23.4%	13.4
603877.SH	太平鸟	233	113.9	21.4%	136.9	20.2%	9.9	38.7%	23.5	12.0	20.8%	19.5
603587.SH	地素时尚	92	29.9	16.6%	34.5	15.4%	7.3	15.6%	12.7	8.4	15.7%	10.9
002832.SZ	比音勒芬	115	23.6	21.9%	28.3	20.0%	6.1	27.4%	18.8	7.6	24.9%	15.0
300888.SZ	稳健医疗	582	101.3	-19.2%	127.1	25.5%	18.5	-51.5%	31.5	22.1	19.5%	26.3
002563.SZ	森马服饰	316	165.5	8.9%	190.1	14.8%	16.0	99.0%	19.7	18.7	16.8%	16.9
600398.SH	海澜之家	313	223.7	24.6%	247.0	10.4%	31.0	73.5%	10.1	34.9	12.6%	9.0
002293.SZ	罗莱生活	125	57.3	16.6%	65.6	14.6%	7.1	21.7%	17.6	8.2	15.0%	15.3

002327.SZ	富安娜	76	33.7	17.4%	38.0	12.7%	6.4	24.5%	11.8	7.2	12.0%	10.5
603365.SH	水星家纺※	42	34.7	14.4%	38.9	12.0%	3.5	27.7%	12.0	4.1	15.7%	10.4
603808.SH	歌力思	50	22.7	15.6%	25.9	14.0%	3.7	-16.4%	13.4	4.3	16.1%	11.5
1234.HK	中国利郎	59	35.9	33.6%	39.4	9.8%	7.8	39.8%	7.6	8.6	10.6%	6.8
纺织制造												
2678.HK	天虹纺织	114	256.9	31.1%	290.3	13.0%	16.7	223.8%	6.8	19.0	13.3%	6.0
603558.SH	健盛集团	36	20.5	29.4%	23.8	16.3%	3.0	/	12.3	3.5	18.0%	10.4
002042.SZ	华孚时尚	89	162.4	14.1%	181.2	11.5%	4.7	/	19.1	5.3	13.3%	16.9
601339.SH	百隆东方※	89	74.5	21.5%	80.9	8.6%	6.1	67.4%	14.4	7.4	21.5%	11.9
新模式												
002127.SZ	南极电商	198	46.2	10.7%	52.5	13.8%	14.1	18.3%	14.1	17.5	24.6%	11.3
300577.SZ	开润股份※	55	28.0	43.9%	36.5	30.4%	2.4	209.2%	22.8	3.3	37.6%	16.5
603839.SH	安正时尚※	38	37.3	3.8%	41.8	12.1%	3.1	56.0%	12.3	3.5	12.2%	11.0

数据来源：公司公告、浙商证券研究所预测、带※为 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 1) 消费市场环境波动：若由于疫情等因素致使消费情绪低迷，可能使
- 2) 多品牌运营挑战：在收购已有品牌/自建新品牌的过程中对团队品牌运营能力剔除挑战

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>