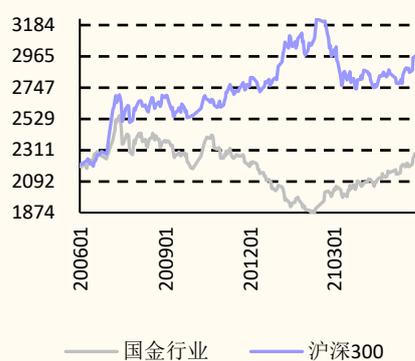


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2281
沪深 300 指数	5321
上证指数	3601
深证成指	14853
中小板综指	12922



## 相关报告

- 1.《纺服周报-4月社零持续增长,服装消费复苏延续》,2021.5.24
- 2.《4月零售同增18%,关注Q2基本面向好标的-化妆品行业周报》,2021.5.24
- 3.《板块继续领跑市场,关注Q2基本面向好标的-化妆品行业周报》,2021.5.17
- 4.《纺服周报-“汉服”市场火爆,棉花库存比下滑》,2021.5.16
- 5.《纺服周报-疫后行业持续复苏,21Q1低基数下出口高增》,2021.5.12

## Shein 估值超 3000 亿,体育品牌国产替代持续

## 行情回顾

- 上周(2021/5/24-2021/5/28)上证综指、深证成指、沪深300分别涨3.28%、涨3.02%、涨3.64%,纺织服装板块涨2.05%,在28个一级行业板块中位列第16,其中纺织板块涨2.24%、服装板块涨1.97%。个股方面,华升股份、常山北明、361度涨幅居前,浪莎股份、米格国际控股、\*ST拉夏跌幅居前。

## 数据跟踪

- 原材料价格:328级棉现货15772元/吨(-0.61%,周涨跌幅);美棉CotlookA 89.7分/磅(0.73%);粘胶短纤13500元/吨(-2.17%);涤纶短纤6630元/吨(0.45%);长绒棉22800元/吨(0.00%);内外棉价差530元/吨(-18.6%)。

## 行业公司动态

- 行业动态新闻:1)SHEIN估值3000亿,中国最神秘电商公司征服美国年轻人;2)开云集团进一步减持Puma股份;3)印度第二波新冠疫情将对纺织业产生轻微影响;4)户外服饰集团Deckers最新季报:Hoka One One和UGG品牌推动集团销售额同比增长50%。
- 重点公告:1)锦泓集团:公司拟向不超过35名特定投资者非公开发行7499.7万股公司股份,募集资金不超过6.1亿元。2)欣贺股份:公司使用1亿元闲置募集资金购买保本理财产品。3)爱慕股份:新股将于2021/5/31上市交易,发行价20.99元/股,发行数量为4001万股,发行后总股本4亿股。4)七匹狼:公司累计回购股份4568万股,占公司总股本的6.05%,最高成交价为6.45元/股,最低成交价为4.95元/股,交易金额为2.6亿元。

## 投资建议

- 品牌服饰:继续推荐具有长期竞争力及受益于服装消费复苏的优质标的:1)享受行业景气持续上行机会,国产替代逻辑得到一季度业绩及流水、线上销售额、品牌热度三重数据验证的体育服饰龙头安踏体育、李宁。2)疫情之后较早出现修复的品牌服装龙头太平鸟、比音勒芬、地素时尚等。
- 纺织制造:建议关注受益于需求端下游运动服饰赛道高景气、且前瞻性开展全球化产能布局、顺应产业转移趋势向东南亚等低成本地区转移,同时强化国内自动化生产,具有长期成本、效率优势的运动鞋服制造龙头。
- 风险提示:疫情反复、消费不及预期、汇率波动、棉价大幅波动等风险。

李婕

分析师 SAC 执业编号: S1130520110003

## 内容目录

1、上周行情回顾 .....	3
2、主要观点：重点体育品牌多维数据对比，印证国产替代趋势 .....	4
3、行业新闻动态 .....	7
4、公司动态 .....	11
5、原材料数据跟踪 .....	12
6、重点上市公司估值 .....	14
7、风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：上周纺织服装板块涨跌幅 .....	3
图表 2：上周纺织服装板块涨跌幅走势 .....	3
图表 3：上周各板块涨跌幅（%） .....	3
图表 4：近一周纺织服装行业涨幅前五名 .....	3
图表 5：近一周纺织服装行业跌幅前五名 .....	4
图表 6：国产体育品牌自 3.24 以来股价变动（%） .....	4
图表 7：国产体育品牌自 3.24 以来 PE TTM 变动（%） .....	4
图表 8：体育品牌市场国产替代趋势持续 .....	5
图表 9：3.24 以来主要体育品牌线上销售额日同比 .....	6
图表 10：上周主要体育品牌线上销售额同比（%） .....	6
图表 11：主要体育品牌阿里平台线上销售额周度同比（%） .....	6
图表 12：抖音体育品牌热度周榜 .....	6
图表 13：上周（2021/05/24-05/30）重点公司公告 .....	11
图表 14：重点公司 2020 年报、2021 年一季报（及同比 19 年）情况 .....	11
图表 15：2021 年重点公司限售解禁情况 .....	12
图表 16：大宗原材料价格汇总 .....	13
图表 17：328 级棉现价走势图（元/吨） .....	13
图表 18：CotlookA 指数（美分/磅） .....	13
图表 19：粘胶短纤价格走势图（元/吨） .....	13
图表 20：涤纶短纤价格走势图（元/吨） .....	13
图表 21：长绒棉价格走势图（元/吨） .....	14
图表 22：内外棉价差价格走势图（元/吨） .....	14
图表 23：重点上市公司估值表 .....	14

### 1、上周行情回顾

上周（2021年5月24日~2021年5月28日）上证综指、深证成指、沪深300分别涨3.28%、涨3.02%、涨3.64%，纺织服装板块涨2.05%，其中纺织板块涨2.24%、服装板块涨1.97%。

板块对比来看，纺织服装上周涨幅在28个一级行业板块中位列第16。

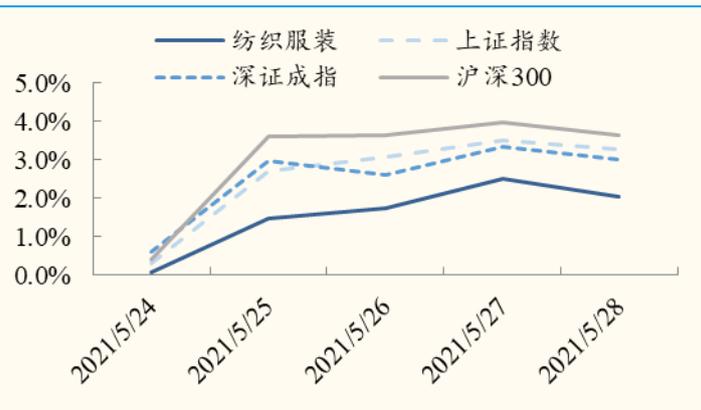
个股方面，华升股份、常山北明、361度涨幅居前，浪莎股份、米格国际控股、\*ST拉夏跌幅居前。

图表 1：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅(%)
上证指数	3.28
深证成指	3.02
沪深300	3.64
纺织服装	2.05
纺织制造	2.24
服装家纺	1.97

来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：上周各板块涨跌幅 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：近一周纺织服装行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价(元)	上周涨跌幅(%)	上周成交量(万股)
600156.SH	华升股份	4.41	23.18	9,610
000158.SZ	常山北明	9.56	22.88	103,165
1361.HK	361度	2.90	17.28	2,916
300888.SZ	稳健医疗	138.15	15.13	1,827
002612.SZ	朗姿股份	65.00	13.02	16,629

来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 近一周纺织服装行业跌幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价(元)	上周涨跌幅(%)	上周成交量(万股)
600137.SH	浪莎股份	15.39	-14.36	5,254
1247.HK	米格国际控股	0.43	-13.33	25
603157.SH	*ST拉夏	2.76	-9.51	5,254
605180.SH	华生科技	32.95	-7.60	1,622
600152.SH	维科技术	8.11	-7.10	11,296

来源: Wind, 国金证券研究所

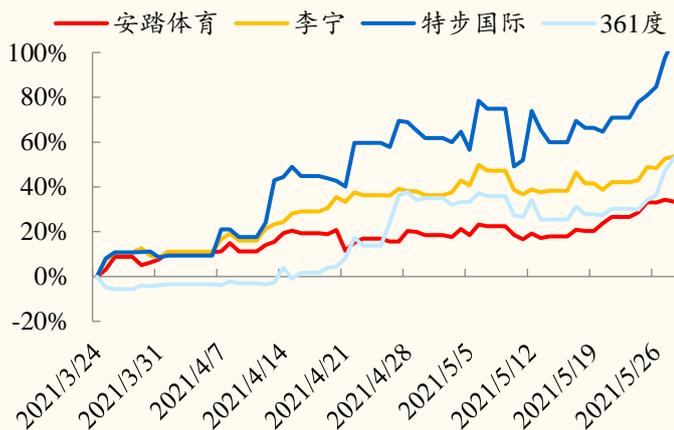
## 2、主要观点: 重点体育品牌多维数据对比, 印证国产替代趋势

体育服饰板块由于具备高成长、高盈利、高集中度的三重属性, 已成为品牌服饰行业中的黄金赛道, 未来 5 年在大众体育流行以及体育政策支持下行业规模有望达到 6000 亿元以上(换算 CAGR5 约 15%), 孕育了安踏体育(2020.HK)、李宁(2331.HK)等大市值综合性体育用品公司以及在跑步领域竞争力突出的特步国际(1368.HK)。随着头部国产品牌陆续完成产品、品牌、运营效率升级或进行外延并购, 在行业集中度已处于高位的情况下, 我们判断未来体育服饰行业竞争将是国产品牌通过自身在产品、品牌、经营效率方面的升级或培育新品牌以抢占国际品牌在中高端市场份额的“国产替代”, 3 月爆发的新疆棉事件有效加速了这一进程。

随着行业整体的持续扩容以及市场份额在国产替代趋势下有望提升, 已上市的国产体育品牌股价在估值提升推动下持续走高。自 2021 年 3 月 24 日至今, 安踏体育、李宁、特步国际、361 度股价分别涨 33.4%、53.5%、106.0%、52.8%, PE(TTM) 估值水平达到 69.0、88.2、36.7、14.8。

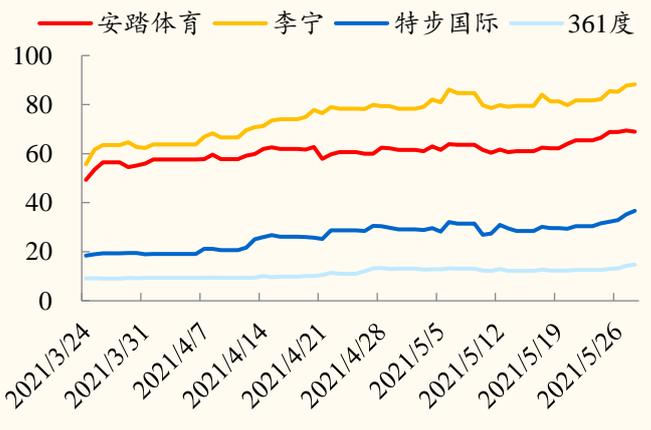
展望未来, 对股价和估值水平的支撑一方面要继续关注体育服饰行业整体发展情况, 另一方面更要关注国产替代进程的落地情况。我们收集统计了包括 21Q1 业绩及流水、阿里平台线上销售情况、抖音品牌热度排行三种不同数据, 以印证对国产替代趋势的判断。

图表 6: 国产体育品牌自 3.24 以来股价变动(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 国产体育品牌自 3.24 以来 PE TTM 变动(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 证据一：关注 Q1 流水/业绩表现，国产品牌增长更为强劲

主要国际品牌已完成披露 2021 年一季度大中华区或亚太区业绩，在 2020 年新冠疫情带来的低基数影响下大多实现了较高同比增长，但从 2019 至 2021 年的复合增速看，除耐克、斯凯奇、安德玛、亚瑟士分别实现 19.8%、20.6%、20.7%、27.3% 的双位数增长外，其他品牌如阿迪达斯、彪马只实现低单位数增长。并且耐克财季仅覆盖 20 年 12 月至 21 年 2 月，未包含受新疆棉事件影响最大的 3 月，因此实际 CAGR2 可能更低。

相比来看，国产品牌尽管未披露单季度财务数据，但保持更新季度终端流水变动情况。由于终端流水反映市场真实销售情况，并且与报表端收入高度挂钩，因此通过流水和收入增速上的对比说明品牌间相对市场份额的变化。假设以公布流水变动区间的中值为当期变动，可以估算出一季度流水 2019 至 2021 年的复合增速。数据显示安踏主品牌、安踏旗下 FILA、李宁、特步主品牌流水端 CAGR2 近似为 5.1%、29.9%、45.9%、16.5%，整体水平明显高于国际品牌，因此在此消彼长之下能证明国产替代进程的发生。并且由于新疆棉事件爆发于 3 月最后一周，对一季度流水或业绩影响相对有限，所以事件发生前国产替代已经启动。

图表 8：体育品牌市场国产替代趋势持续

品牌	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	19-21 CAGR	20 年市占率
<b>国际品牌-季度收入变动</b>							
耐克	9.5%	24.3%	18.9%	-5.2%	51.3%	19.8%	25.6%
阿迪达斯	30.0%	26.0%	16.0%	-58.0%	155.9%	3.7%	17.4%
斯凯奇	N/A	N/A	N/A	-47.0%	174.4%	20.6%	5.6%
彪马	16.5%	24.1%	32.5%	-11.5%	24.6%	5.0%	1.9%
安德玛	60.0%	34.6%	24.9%	-33.7%	119.7%	20.7%	1.2%
亚瑟士	N/A	N/A	-26.1%	-17.2%	95.8%	27.3%	1.0%
<b>国产品牌-季度流水变动</b>							
安踏-主品牌	低双位数增长	20-25%增长	10-20%低段增长	20-25%下降	40-45%增长	5.1%	15.4%
安踏-FILA	N/A	N/A	N/A	中单位数下降	75-80%增长	29.9%	
李宁	高单位数增长	10-20%中端增长	20-30%低段增长	10-20%高段下降	80-90%高段增长	45.9%	6.7%
特步国际	中单位数增长	低双位数增长	20%+增长	20-25%下降	55%增长	16.5%	4.7%
361 度主品牌	7%增长	高单位数增长	低单位数增长	25-30%下降	高双位数增长	N/A	2.6%

来源：公司公告，国金证券研究所

注 1：耐克、阿迪达斯、斯凯奇、亚瑟士为大中华区数据；彪马、安德玛为亚太区数据；安踏、李宁、特步、361 度为中国大陆数据。

注 2：耐克财季为前一年 12 月至当年 2 月，其余品牌皆为当年 1 至 3 月。

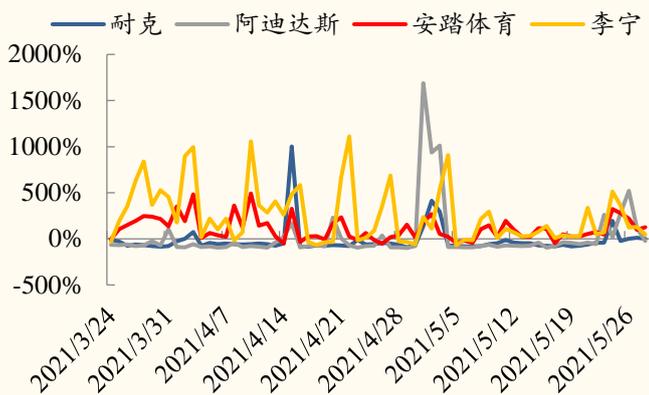
注 3：国际品牌数据为报表端收入，国内品牌数据为终端零售流水。

注 4：阿迪达斯、斯凯奇季度收入增速为货币中性标准下计算值（Currency Neutral）

■ 证据二：国产品牌线上销售表现持续 10 周优于国际品牌

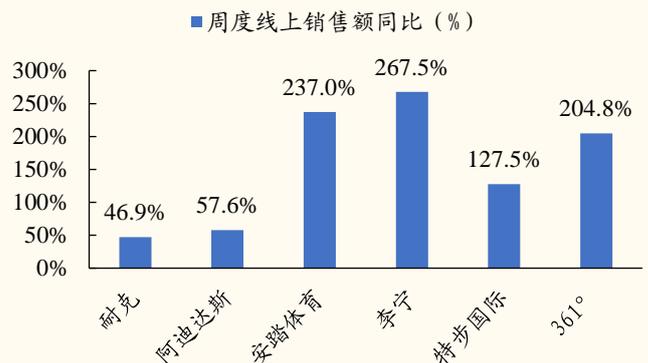
根据统计的阿里平台线上销售数据，自新疆棉事件爆发的 3 月 24 日以来国产品牌线上销售额保持较高同比增长，并持续优于国际品牌龙头耐克、阿迪达斯表现。上周前五天（2021/5/24-2021/5/28）由于 618 预售已启动，主要体育品牌线上销售额均有明显同比增长，但安踏体育（含 FILA）、李宁（含中国李宁）、特步国际、361 度实现了 237.0%、267.5%、127.5%、204.8% 的增长，显著高于耐克、阿迪达斯各自 46.9%、57.6% 的水平。

图表 9: 3.24 以来主要体育品牌线上销售额日同比



来源: 国金数据创新中心, 国金证券研究所

图表 10: 上周主要体育品牌线上销售额同比 (%)



来源: 国金数据创新中心, 国金证券研究所

从 3 月 24 日以来的单周同比数据上看, 耐克、阿迪达斯仅在五一大促、618 预售开启的两周内实现了线上销售同比正增长, 其余时间均录得高双位数同比下降。国产品牌龙头安踏体育、李宁已连续 10 周线上销售同比增速超越耐克、阿迪达斯。

图表 11: 主要体育品牌阿里平台线上销售额周度同比 (%)

时间段	周数	耐克	阿迪达斯	安踏体育	李宁	特步	361°
3/24-3/28	W1	-40.3%	-65.9%	68.6%	189.0%	31.2%	102.0%
3/29-4/4	W2	-22.7%	-81.3%	140.8%	210.4%	41.6%	162.7%
4/5-4/11	W3	-55.9%	-76.8%	194.4%	268.3%	51.9%	263.5%
4/12-4/18	W4	-74.2%	-74.9%	11.1%	-5.2%	-24.1%	56.7%
4/19-4/25	W5	-64.7%	-77.2%	23.9%	86.3%	-23.1%	82.2%
4/26-5/2	W6	24.6%	29.4%	133.9%	46.3%	12.0%	92.7%
5/3-5/9	W7	-76.3%	-87.7%	-15.9%	-34.4%	-32.2%	-12.9%
5/10-5/16	W8	-58.0%	-74.7%	72.9%	63.9%	452.8%	210.0%
5/17-5/23	W9	-67.8%	-37.1%	38.0%	53.6%	-35.8%	54.8%
5/24-5/28	W10	46.9%	57.6%	237.0%	267.5%	127.5%	204.8%

来源: 国金数据创新中心, 国金证券研究所

■ 证据三: 国产品牌登顶抖音品牌热度排行榜

抖音等新兴短视频平台近年来快速兴起, 直播、小店等新零售成为体育品牌销售的重要渠道, 线上客户流量的获取成为新的竞争核心。抖音平台每周会根据视频发布量、播放量、互动量统计并公布的品牌热度排行榜, 我们截取服饰鞋帽榜单中出现的体育品牌前十名。可以看到自新疆棉事件爆发后, 原本常驻榜首的耐克、阿迪达斯品牌热度明显下滑, 阿迪达斯受影响更为显著, 除斯凯奇仍在 3 至 7 名徘徊外其他国际品牌也已跌出前 5。相反国产品牌中安踏、李宁、特步相继登顶热度榜首, 其他品牌如匹克、回力、361 度等热度明显提升。

由于品牌热度往往影响消费者的购买决策, 因此从热度榜上国产、国际品牌次序轮换也可以佐证国产替代进程的发生。

图表 12: 抖音体育品牌热度周榜

周榜	2/28-3/6	3/7-3/13	3/14-3/20	3/21-3/27	3/28-4/3	4/4-4/10	4/11-4/17	4/18-4/24	4/25-5/1	5/2-5/8	5/9-5/15	5/16-5/22
1	Adidas	Adidas	Nike	安踏	Nike	安踏	李宁	安踏	安踏	安踏	特步	特步
2	Nike	斯凯奇	Adidas	Adidas	安踏	李宁	安踏	回力	新百伦	回力	安踏	安踏
3	安踏	Nike	安踏	Nike	李宁	回力	回力	斯凯奇	回力	李宁	回力	Nike
4	李宁	安踏	斯凯奇	匡威	Adidas	Nike	斯凯奇	李宁	李宁	斯凯奇	Nike	FILA
5	FILA	特步	匡威	斯凯奇	回力	匹克	FILA	FILA	特步	FILA	李宁	回力

周榜	2/28-3/6	3/7-3/13	3/14-3/20	3/21-3/27	3/28-4/3	4/4-4/10	4/11-4/17	4/18-4/24	4/25-5/1	5/2-5/8	5/9-5/15	5/16-5/22
6	斯凯奇	匡威	FILA	FILA	斯凯奇	Adidas	匹克	特步	FILA	特步	斯凯奇	李宁
7	匡威	李宁	李宁	李宁	FILA	FILA	特步	Nike	斯凯奇	新百伦	FILA	斯凯奇
8	回力	FILA	特步	回力	特步	特步	Nike	Vans	Nike	361°	乔丹	乔丹
9	特步	回力	Vans	特步	匹克	Vans	贵人鸟	贵人鸟	361°	Nike	匹克	匹克
10	匹克	匹克	匹克	彪马	贵人鸟	斯凯奇	Vans	匹克	Vans	Vans	361°	彪马

来源：抖音，国金证券研究所（注：抖音只公布服装鞋帽 TOP30 品牌，此处截取榜中体育品牌）

### 3、行业新闻动态

#### ■ SHEIN 估值 3000 亿，中国最神秘电商公司征服美国年轻人（电商在线 2021/05/27）

“SHEIN 是什么，怎么拼？”和国内互联网人士讨论这个电商平台，大多是一脸的好奇。但对外国人来说，它在服装界的受欢迎程度堪比中国人的“淘宝”。

SHEIN，中文名希音，它的用户遍布全球 220 个国家和地区，在美国它的谷歌搜索量是 Zara 的三倍以上，受欢迎程度仅次于亚马逊。在法国、西班牙、英国、沙特等，它是 App Store 上排名第一的购物应用。今年 5 月，SHEIN 取代亚马逊成为美国安装量最大的购物应用。

这个略微有些难拼的单词背后，是一家彻头彻尾的中国公司，总部在南京。SHEIN 干的事情就是从国内市场拿货，卖给海外年轻人。这家被业界称为“中国版 Zara”的跨境电商平台，主打自营生意，比曾经火热的快时尚品牌更凶猛——几乎所有连衣裙的价格都不会超过 20 美元，同品类的连衣裙在 Zara、H&M 的价格大概是 40-50 美元。极致的低价拉动巨大的流量，在油管上，各种 10 万+播放量的 SHEIN 服装评测视频随处可见；在 IG 上，和 SHEIN 标题有关的帖子就超过 285 万。

由于不主打国内市场，SHEIN 的火爆曾经一度不被人知晓。与之形成鲜明对比的是，资本市场对其的好奇几乎到了抓耳挠腮的地步。最近，有媒体报道称，SHEIN 最新一轮融资估值已经超 3000 亿元，它正秘密筹备 IPO。身后投资者包括集富亚洲、IDG 资本、景林投资、红杉中国、Tiger Global、顺为资本在内的一众知名 VC/PE 机构。

当 ZARA、H&M 等快时尚在国内市场节节败退，SHEIN 凭什么靠着“快速大量上新”——这套看似已经被快时尚品牌们玩剩下的那套，征服美国年轻人？

#### 1) 红杉在面料市场找到风口

在广州外贸江湖里，有着这样一段津津乐道的故事。2017 年，红杉中国合伙人邹家佳去广州当地的中大布匹市场调研。这个占地 70 万平、年交易额超 5000 亿元的市场，是中国最大的布料市场。调研过程中，很多访谈对象提到了一家叫 SHEIN 的公司。他们这样形容：在中大，这是每一个人都想合作的明星公司。尽管如此，对于当时中国大多数的投资人而言，SHEIN 仍然像是一个外来客：无人问津的外贸领域、创业者长居南京，社交媒体上几乎看不到他们发声。

1984 年出生的许仰天，最初是在一家外贸线上营销公司做 SEO（搜索引擎优化）。SEO 是一门技术活，要通过各种手段来做搜索引擎的排名，让你在搜索的过程中第一个看到品牌的词条。

许仰天后来创业，做的是跨境电商生意，网站用过很多域名，fashion（时尚）、outlets（折扣）、online shopping（在线购物）随机组合——为了刷网站在谷歌的搜索关键词排名。他最先做的是婚纱，2008 年左右，婚纱是仅次于数码产品的跨境电商品类，靠卖婚纱赚到了第一波钱后又转型做起了女装，并将网站的域名固定为 Shelinside，也就是 SHEIN 的前身。创立了品牌后，许仰天抓住了 Facebook、Instagram 的移动社交红利。很难说其中有什么技巧，就是找人到一些服装搭配网站、社交平台上找网红，免费邮寄衣服和相机。作为回报，这

些网红发帖时要带上 Sheinside 的品牌名字，然后团队用一些技术手段，把这些网红照片刷上榜，把流量转化为销量。

现在再提这一套，显得有些过时，但在十年前，这些国外的网红完全是免费在为 SHEIN 带货。这几乎是个没有风险的生意——许仰天直接把广州十三行服装批发市场里，商家的服装拍照挂到网站上，一旦有客户下单再去拿货、送货，甚至都不用担心货品积压。他们比前辈们更早意识到，单纯依靠廉价劳动力的红利卖产品会越来越难做，要塑造品牌、打造自己的供应链优势。

一个现实情况是，当时愿意做 100 件的小单子的工厂基本没有，但是许仰天不信邪，哪怕自己给工厂补贴，也要做起来一个供应链中心。2015 年，网站正式更名 SHEIN，到 2020 年营收接近 100 亿美元（约合 653 亿人民币）。

当我们再次回顾这家公司的崛起，可以发现 SHEIN 的成长轨迹——第一阶段：用搜索优化技术，结合网红营销带流量；第二阶段：利用中国工厂的产能，把国内的服装行业整个搬到了国外，大量上新极致低价货品。

## 2) 每天上新千余款，价格几十元

快、便宜、款式多，曾经是快时尚品牌们的致胜法则。ZARA 创造了从设计、打样到上架最快 14 天的纪录。这套上新推动持续购买的模式，如今也是中国卖家最常见的玩法——从过去的韩都衣舍、拉夏贝尔，到如今各个淘宝中小商家。SHEIN 背后，有数百家中国工厂随时待命，将打样到生产的流程压缩到 7 天。1 个月的上新数量，就抵得上 ZARA 全年的上新数。一件运动衫 4 美元左右。一位为 SHEIN 供货的工厂负责人告诉「电商在线」，SHEIN 对供应商的要求非常严格，有一套详细的标准，利润却并不高。“但是因为 SHEIN 不愁订单，不用担心滞销，回款快，所以很多工厂还是愿意接。

今年 1 月，SHEIN 公布了一份供应商招募计划。在其官方微信账号“SHEIN 云工厂”上，SHEIN 详细说明了两种供应商的招募要求。对于没有设计能力的供应商，SHEIN 自己完成设计和制作第一件样衣，然后由供应商包工包料完成生产。对供应商的要求是能在 7-11 天内交货，并具备承接 100-500 件小规模订单的快反能力。而对于具备设计能力的供应商，SHEIN 则要求其在 10-15 天内完成从设计、制版、生产、交货的所有工作，并具备 1-500 件的小单快返的生产能力。

两者有着不同的界限。前者主要负责生产欧美女装、中东女装、主题女装、男装、童装等，后者则负责瑜伽服、泳衣、欧美女装、童装、轻商务男装（衬衫、POLO 衫、西裤）、家居服、中东礼服、钩织、毛衣、牛仔等。这套玩法和现在很流行的卖工厂货相似，SHEIN 的自营生意，从设计、生产到销售的链条掌握在自己手里，它承担了销货的风险，但同时抓住了流量和话语权。

“它是很粗暴的一套方式，对工厂的考核也是偏产能方向。你能不能快速大批量地出货。不能，那就不行。”供应商直白地表示。SHEIN 对供应商的考核主要包括四个方面：急采发货及时率、备货发货及时率、次品率、上新成功率。

以独立站方式把用户抓自己手里，考验前端用户获取和后端供应链能力。SHEIN 过去几年在做的事，从下游单纯卖货的销售环节延伸到上游设计、生产环节，再到中游的仓储、物流，都是让自己的护城河深一点。SHEIN 官网信息则显示，SHEIN 目前拥有中国、印度、美国东西海岸等地的六个物流中心，以及洛杉矶、列日、马尼拉、迪拜、孟买、义乌及南京七个客管中心。

## 3) 撕掉低价标签

在评价电商平台“多快好省”的四个维度中，SHEIN 把快和省发挥到了极致。好的价格可以打出强竞争力，但是，势必也会牺牲掉商品的部分质量或设计。一直以来，围绕在 SHEIN 身旁的质疑并不少。比如，因为大量使用化纤和尼龙布料，曾被《每日电讯报》等多家媒体指责可能出现环保问题。以及，依然是那个老话题：那些批量被“设计”出来的款式到底算不算抄袭？

在时尚圈江湖，LV、Gucci 和 Prada 等品牌站在塔尖。一年两季大秀几乎决定了 2 周之后 ZARA 货架上会挂着怎样的衣服，也影响着下一季杭州四季青、广州十三行这些批发市场的流行卖点。ZARA 每年会派出大量设计师穿梭各大时装周，以便第一时间“设计”出同款，也会准备高额律师费应对品牌的侵权诉

讼。SHEIN 也同样。有媒体报道，到 2016 年，SHEIN 的设计团队已经超过 800 人。这些设计师可以根据 SHEIN 自研的“追踪系统”抓取各个服装网站的图片，参考不同国家的热门搜索和趋势，然后预测未来可能会流行的颜色、面料和风格，将元素组合设计出新的衣服款式。

但必须承认的是，当年轻人们越来越彰显个性，他们正在逐渐抛弃涉嫌抄袭、仿制的设计，寻找新的漂亮衣服。以大量设计师品牌聚集的 iFashion 为例，上面的 3 万卖家，每个月要推出 60 万件新品，它们争夺的都是同一个客户群体——热爱时尚、重视设计的酷小孩们。SHEIN 显然意识到了这一点，在今年推出了设计师孵化器 SHEIN X。SHEIN X 的设计师只需要负责创作，制造、营销和销售交给 SHEIN 完成。设计师可以分享利润，并保留自己的版权。今年 4 月，SHEIN 已经开始每月推出新的设计师联名服装。在 SHEIN 的官网也可以看到 SHEIN X 被放在“新进货品”之后的第二个板块，十分醒目。

从某种意义上来说，SHEIN 的崛起轨迹很像拼多多——用便宜的工厂货来打开一个基本客群，随之而来的问题也让人熟悉：低价在最大限度刺激了人们的消费欲望后，又该如何走入更广阔的市场。当拼多多拼命上行时，SHEIN 也不希望被贴上只卖低价产品的标签。去年 6 月，SHEIN 首次推出了高端品牌 MOTF，从今年 4 月公布的招商条件来看，对供应商的要求的确在放宽——出货周期拉长到 15-20 天。价格上，5-75 美元并不算贵，官网对 MOTF 的介绍也是“顾客无需支付高价位，就能享受到高端服饰”，走的依然是大牌平替的路线。

快和省可以为 SHEIN 短期内做到行业 TOP，但如何做成长久生意，吸引更多的客户进入到自己的生意体系里，这是 SHEIN 需要重新思考的问题。

#### ■ 开云集团进一步减持 Puma 股份（亿邦动力网 2021/05/28）

近日，Gucci 母公司奢侈品集团开云集团表示，将出售集团持有的 890 万股 Puma 股份，这些股份约为 Puma 总股份的 5.9%，预计套现 10 亿美元，同时，开云集团还表示，所得资金将会用于集团的日常运营。据了解，该次交易完成之后，开云集团手中持有的 Puma 股份就只剩下 4%。

于去年十月之时，开云集团就以 6.556 亿欧元的价格出售了手中 5.9% 的 Puma 股份，如今进一步减持 Puma 股份，是否是得到了什么尚不为人知的消息？联想到近期恰逢企业新季度财报的发布，是不是开云集团发觉此次 Puma 的销售并不喜人，甚至可能让人对 Puma 失望，所以趁着 Puma 还未公布财报，股票还未下跌之时及时止损？

这并非不可能，毕竟在三月末之时抵制“新疆棉”事件的爆发让许多品牌在中国市场都受到强烈抵制，Puma 也深陷于该事件的囹圄之中。而中国市场作为如今全球疫情控制最棒，经济复苏趋势最为强劲的市场，是每个品牌在新季度中想要经济快速恢复的兵家必争之地。

但就是在这极为重要的经济复苏之时，Puma 陷入新疆棉花风波并不利于品牌经济的恢复。在新疆棉花时间爆发后的 3 月 25 日，刘昊然与古力娜扎等娱乐圈明星就宣布了与 Puma 品牌终止合作。

少了明星效应的引动，又因为抵制“新疆棉花”事件而受到全体国人的抵制，这不得不说不令 Puma 品牌雪上加霜。本来就需要借助中国经济复苏来改善品牌于 2020 年期间受到的经济亏损，但一方面想要借助中国市场，一方面又抵制中国棉花，分明是吃着碗里的饭砸坏自己的碗，坚决不能宽恕。

大概正是基于此原因，Puma 在新季度在营收可能并不理想，所以让开云集团想要放弃 Puma 的股份。虽说开云集团方面只是表示要将所得资金用于集团的日常运营，但是开云集团作为一个奢侈品品牌的前头者，并不缺少这些资金，这说出来的并不是太让人信服，所以猜测，这可不可能是开云集团准备放弃 Puma 了？

公开资料显示，PUMA 1948 年在德国荷索金米兰成立，PUMA 中文作彪马，意为美洲狮，德国一家以生产鞋与运动服为主的大型跨国公司。

■ **印度第二波新冠疫情将对纺织业产生轻微影响（锦桥纺织网 2021/05/27）**

据印度评级与研究机构(Ind-Ra)数据，第二波新冠疫情可能会对印度纺织业 2021/22 会计年度第 1 季供需动态产生轻微影响。持续的出口需求、第一波新冠疫情的教训、强劲的资产负债表与现金流，将使该行业信贷状况在 2021/22 会计年度保持稳定。

印度 Tiruppur、Ludhiana、Surat、Bhilwara 城市等主要纺织中心封锁中断纺织成衣供应链。Ind-Ra 表示，货物流动受限意味着无法获得诸如纱线和织物等原材料，将会在短期内对成品产出产生影响。劳动力供应也会受到影响，有些工厂产线可能仍能正常运作，但开工率有限。

然而 Ind-Ra 报告称，由于 2021/22 会计年度第 1 季出口市场海外需求强劲，且由于 11 月至 3 月期间有新库存，多数棉纺企业可能拥有充足库存。

供应链中断可能导致 2021/22 会计年度第 1 季营收较上年同期减少 20-30%。与纺纱和织布业相较，以外销为主的服装和家用纺织品的出口可能仍保持弹性。截至 2021 年 3 月底，印度服装业者出口订单较上年同期成长。自 2020/21 会计年度第 3 季以来，货柜短缺与运输成本上涨，一直影响企业获利能力，并且在短期内可能还会持续。

Ind-Ra 在报告中表示，在 2021/22 会计年度第 1 季之后，2021/22 会计年度下半年，在被压抑需求释放推动下，各次级产业需求将出现复苏，且增长率也因低基数而明显提升。

由于地缘政治紧张与中美贸易战僵持，出口需求将保持有利形势。出口市场需求仍持续回温，出口市场至少占印度纺织品总产量的 30%。

尽管 2020/21 会计年度下半年原物料价格上涨，但上游、中游、下游市场产品价格才刚开始上扬，从而导致 2021/22 会计年度利润率提高。

报告补充称，由于过去 2 年出口激励措施不确定性，及最近几个月与生产有关的激励措施的细节悬而未决，该行业资本投资受到抑制。但因债务延期偿付与信用担保计划有助于该行业管理流动性，2020/21 会计年度第 3 季与第 4 季纺织行业表现良好。

■ **户外服饰集团 Deckers 最新季报：Hoka One One 和 UGG 品牌推动集团销售额同比增长 50%（华丽志 2021/05/24）**

UGG 的母公司、美国户外运动服饰集团 Deckers Brands 公布了（截至 2021 年 3 月 31 日的）2020/2021 财年第四季度财务报告。销售额同比增长 49.7% 至 5.612 亿美元。

该季度的销售增长再次受到了跑鞋品牌 Hoka One One 的推动，该品牌的销售额同比大增 74.2%；UGG 品牌也增长强劲，销售额同比增长了 53.1%。这两个品牌在全年也实现了增长，（截至 2021 年 3 月 31 日的）全年销售额分别同比增长 62.0%和 12.9%。

集团表示，该季度在美国和国际市场都经历了稳健的增长。该季度 Deckers 全球 77%的门店保持营业，但由于健康和卫生安全协议，门店客流量有限。

Deckers 总裁兼首席执行官 Dave Powers 说：“在 Hoka 品牌全球增长和 UGG 品牌广泛需求的推动下，2021 财年对 Deckers 来说是非凡的一年。我们第四季度受益于某些宏观利好因素，顺利度过了动荡的一年，我们健康的品牌、强大的全渠道组织，以及专注于数字化的长期战略，都为过去一年的成功奠定了基础，加速了我们的增长轨迹。我们对未来一年感到很高兴，因为我们将投资于 Deckers 的长期发展，以推动公司盈利和利润的可持续增长。”

展望未来，Deckers 预计在截至 2022 年 3 月 31 日的整个财年里，实现净销售额 29.5 亿美元至 30 亿美元；毛利率约为 53.3%；营业利润率在 17.5%至 18.0% 之间；预计摊薄后每股收益将在 14.05 美元至 14.65 美元之间。

#### 4、公司动态

图表 13: 上周 (2021/05/24-05/30) 重点公司公告

证券代码	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
603518.SH	锦泓集团	20210529	股票增发	公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行 7499.7 万股公司股份, 募集资金不超过 6.1 亿元, 用于“支付收购甜维你 10%股权价款项目”、“全渠道营销网络改造升级项目”及“补充流动资金项目”。
603511.SH	爱慕股份	20210528	新股上市	A 股股票将于 2021/5/31 上市交易, 发行价格 20.99 元/股, 发行数量为 4001 万股, 发行后总股本 4 亿股。
600400.SH	红豆股份	20210527	股权解押	公司控股股东一致行动人周耀庭将质押给国联证券的 1472.84 万股股票解押。
600987.SH	航民股份	20210527	股东减持	持股 5%以上股东万向三农集团减持 1081.81 万股公司股份, 占公司总股本的 1%, 剩余持股比例 10.105%。
002293.SZ	罗莱生活	20210526	现金管理	公司使用募集资金购买合计 7000 万元保本理财产品。
300658.SZ	延江股份	20210526	股权质押	公司控股股东谢继华质押 300 万股流通股, 占公司总股本的 1.98%, 本次质押后累计质押比为 29.74%。
002029.SZ	七匹狼	20210525	股票回购	截至 2021 年 5 月 25 日, 公司累计回购股份 4568 万股, 占公司总股本的 6.05%, 最高成交价为 6.45 元/股, 最低成交价为 4.95 元/股, 交易金额为 2.6 亿元。
003016.SZ	欣贺股份	20210525	现金管理	公司使用 1 亿元闲置募集资金购买保本理财产品。
600400.SH	红豆股份	20210524	股东减持	公司员工持股计划“西藏信托-莱沃 37 号集合资金信托计划”所持有 3677 万股公司股份已出售完毕, 公司第二期员工持股计划实施完毕并终止。

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 重点公司 2020 年报、2021 年一季报 (及同比 19 年) 情况

证券代码	证券简称	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
		2020	2021Q1		2020	2021Q1	
			同比	2021Q1		同比	2021Q1
<b>品牌服饰-A 股</b>							
600398.SH	海澜之家	-18.3%	42.8%	-9.8%	-44.4%	185.3%	-30.4%
002563.SZ	森马服饰	-21.4%	20.9%	-19.6%	-48.0%	1916.8%	1.6%
603877.SH	太平鸟	18.4%	93.1%	60.9%	29.2%	2222.2%	134.8%
002832.SZ	比音勒芬	6.1%	45.2%	12.7%	17.9%	55.1%	15.9%
603587.SH	地素时尚	7.8%	61.1%	12.5%	0.9%	60.1%	0.2%
603808.SH	歌力思	-24.9%	30.6%	-13.9%	24.8%	-61.6%	4.9%
003016.SZ	欣贺股份	-6.7%	32.7%	N/A	-26.4%	139.4%	N/A
603839.SH	安正时尚	47.4%	44.2%	48.4%	-34.8%	1.8%	-22.5%
002154.SZ	报喜鸟	15.7%	53.6%	29.1%	74.4%	177.9%	98.4%
603518.SH	锦泓集团	14.7%	78.1%	55.8%	-672.9%	15661.8%	630.8%
002029.SZ	七匹狼	-8.1%	40.1%	-1.5%	-39.8%	-253.5%	-29.6%
601566.SH	九牧王	-6.5%	40.0%	1.3%	-0.3%	56.8%	-63.4%
600400.SH	红豆股份	-6.1%	-12.6%	-23.7%	-14.4%	-16.6%	-0.6%
002763.SZ	汇洁股份	-8.2%	60.4%	3.3%	16.1%	530.5%	-3.3%
002327.SZ	富安娜	3.1%	22.8%	20.3%	1.9%	21.5%	14.3%
002293.SZ	罗莱生活	1.0%	47.7%	15.3%	7.1%	156.2%	26.4%
603365.SH	水星家纺	1.1%	49.1%	19.4%	-13.0%	91.1%	4.4%
002397.SZ	梦洁股份	-14.7%	38.7%	-9.3%	-47.4%	12.5%	-39.9%
<b>品牌服饰-港股</b>							
2020.HK	安踏体育	5.0%			-3.4%		
2331.HK	李宁	4.3%			13.3%		

证券代码	证券简称	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
1368.HK	特步国际	0.0%			-29.5%		
1361.HK	361度	-8.3%			-4.0%		
3998.HK	波司登	10-15%			40.0%		
3306.HK	江南布衣	-7.7%			-28.5%		
<b>纺织制造-A股</b>							
002042.SZ	华孚时尚	-10.4%	66.7%	5.8%	-210.4%	-531.0%	-23.8%
601339.SH	百隆东方	-1.4%	37.5%	23.4%	22.9%	212.6%	81.5%
600987.SH	航民股份	-21.8%	120.5%	30.4%	-18.4%	35.3%	-20.0%
000726.SZ	鲁泰A	-30.1%	-20.7%	-35.7%	-89.8%	-28.0%	-61.8%
603558.SH	健盛集团	-11.1%	11.3%	2.6%	-293.1%	-13.5%	-31.2%
603477.SH	巨星农牧	159.1%	824.3%	464.6%	223.1%	-6973.3%	1767.1%
603238.SH	诺邦股份	83.1%	36.7%	86.2%	223.3%	3.3%	236.6%
300658.SZ	延江股份	52.8%	8.1%	27.4%	263.9%	-84.0%	-29.0%
002003.SZ	伟星股份	-8.7%	33.5%	5.5%	36.3%	96.1%	132.6%
300979.SZ	华利集团	-8.1%	7.8%	N/A	3.2%	42.3%	N/A
<b>纺织制造-港股</b>							
2313.HK	申洲国际	1.6%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%
2678.HK	天虹纺织	-11.0%	0.0%	0.0%	-41.5%	0.0%	0.0%
<b>电商</b>							
002127.SZ	南极电商	6.8%	21.0%	-1.4%	-1.5%	4.3%	9.8%
002291.SZ	星期六	3.9%	49.2%	17.4%	-83.9%	-119.1%	-56.1%
<b>箱包</b>							
300577.SZ	开润股份	-27.9%	-16.0%	-24.6%	-65.5%	41.8%	-0.4%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 2021 年重点公司限售解禁情况

公司名称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	解禁收益 率(%)	变动前(万股)			变动后(万股)		
					总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)
星期六	2021/1/7	7967	121343	170.04	73849	53471	72	73849	61439	83
富安娜	2021/2/5	51	392		85258	51001	60	85258	51052	60
罗莱生活	2021/2/10	4320	53310	28.06	82767	77759	94	82767	82079	99
富安娜	2021/3/11	69	545		85258	51052	60	85258	51121	60
华利集团	2021/4/26	7698	769837	201.02	116700	0	0	116700	7698	7
富安娜	2021/5/18	106	963		82706	48454	59	82706	48560	59
开润股份	2021/5/24	2279	46952	-30.29	24017	10632	44	24017	12911	54
梦洁股份	2021/6/21	612	2595		75826	47824	63	75826	48436	64
地素时尚	2021/6/22	6972	140286		48120	11400	24	48120	18372	38
巨星农牧	2021/7/20	20355	289648	91.42	46791	24000	51	46791	44355	95
欣贺股份	2021/10/26	3893	48349		43167	10667	25	43167	14559	34
华利集团	2021/10/26	492	46685	185.85	116700	7698	7	116700	8190	7
航民股份	2021/12/20	7821	42470	-13.54	108082	92120	85	108082	99941	92
地素时尚	2021/12/22	29748	598520		48120	11400	24	48120	41148	86

来源: Wind, 国金证券研究所

## 5、原材料数据跟踪

图表 16: 大宗原材料价格汇总

原料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	15871 元/吨	-0.33%	2021/5/21
美棉 CotlookA	88.95 美分/磅	-1.33%	2021/5/20
粘胶短纤	13800 元/吨	-1.43%	2021/5/21
涤纶短纤	6600 元/吨	0.00%	2021/5/21
长绒棉	22800 元/吨	0.00%	2021/5/19
内外棉价差	798 元/吨	-3.6%	2021/5/21

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 328 级棉现价走势图 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: CotlookA 指数 (美分/磅)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)



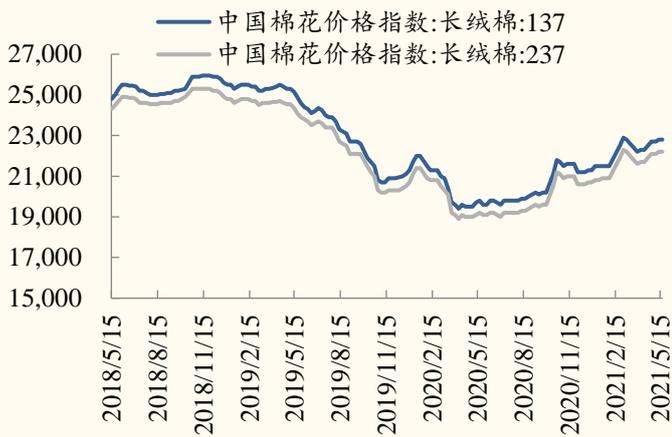
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 长绒棉价格走势(元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 内外棉价差价格走势(元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究

## 6、重点上市公司估值

图表 23: 重点上市公司估值表

证券代码	证券简称	现价	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG 20E	市值 (亿元)	周涨跌 (%)
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E				
<b>品牌服饰-A 股</b>														
600398.SH	海澜之家	7.07	0.41	0.69	0.81	0.91	17.2	10.2	8.8	7.8	30.4	0.34	305	-1.3
002563.SZ	森马服饰	11.97	0.30	0.59	0.71	0.85	39.9	20.3	16.9	14.1	41.5	0.49	323	2.9
603877.SH	太平鸟	52.30	1.51	1.97	2.41	2.93	34.6	26.6	21.7	17.9	24.7	1.08	249	5.8
002832.SZ	比音勒芬	21.57	0.90	1.10	1.33	1.60	24.0	19.6	16.2	13.5	21.2	0.93	117	1.2
603587.SH	地素时尚	20.12	1.31	1.52	1.75	2.01	15.4	13.3	11.5	10.0	15.4	0.86	97	-4.7
603808.SH	歌力思	14.77	1.34	1.09	1.29	1.50	11.0	13.5	11.4	9.9	3.8	3.56	49	0.5
002327.SZ	富安娜	8.93	0.62	0.75	0.87	1.01	14.4	11.8	10.2	8.9	17.6	0.67	74	1.1
002293.SZ	罗莱生活	14.44	0.71	0.85	0.99	1.14	20.5	16.9	14.6	12.7	17.3	0.98	120	-0.1
603365.SH	水星家纺	14.77	1.04	1.30	1.50	1.71	14.2	11.3	9.8	8.6	18.0	0.63	39	-1.5
002397.SZ	梦洁股份	4.24	0.06	0.10	0.13	N/A	70.7	41.8	33.8	N/A	N/A	N/A	32	0.2
<b>品牌服饰-港股</b>														
2020.HK	安踏体育	128.77	1.89	2.89	3.75	4.58	68.0	44.6	34.3	28.1	34.2	1.30	3,481	5.3
2331.HK	李宁	58.75	0.68	0.94	1.18	1.49	86.9	62.5	49.8	39.4	30.1	2.07	1,465	8.0
1368.HK	特步国际	7.02	0.21	0.27	0.32	0.38	34.0	26.1	21.7	18.3	23.0	1.13	184	20.5
3998.HK	波司登	3.48	0.11	0.15	0.19	0.22	31.6	23.3	18.8	15.6	26.7	0.87	376	2.9
3306.HK	江南布衣	11.93	0.67	0.92	1.08	1.25	17.8	13.0	11.0	9.5	23.3	0.56	62	-2.7
<b>纺织制造-A 股</b>														
002042.SZ	华孚时尚	5.26	-0.31	0.31	0.37	0.44	-17.0	16.9	14.3	12.1	-212.0	-0.08	80	-4.0
601339.SH	百隆东方	5.33	0.25	0.51	0.62	0.73	21.3	10.4	8.6	7.3	43.0	0.24	80	-2.9
603558.SH	健盛股份	8.20	-1.31	0.69	0.89	1.11	-6.3	11.9	9.2	7.4	-194.6	-0.06	32	-1.9
000726.SZ	鲁泰 A	6.36	0.11	0.58	0.92	1.08	57.8	10.9	6.9	5.9	114.1	0.10	52	2.1
300979.SZ	华利集团	94.96	1.79	2.18	2.75	3.35	53.1	43.6	34.5	28.3	23.2	1.87	1,108	4.9
<b>纺织制造-港股</b>														
2313.HK	申洲国际	168.84	3.40	4.24	5.10	6.06	49.7	39.8	33.1	27.9	21.3	1.87	2,538	5.5
2678.HK	天虹纺织	9.92	0.56	1.54	1.87	2.26	17.7	6.4	5.3	4.4	0.6	10.89	91	4.3
<b>电商</b>														
002127.SZ	南极电商	9.76	0.49	0.56	0.67	0.79	19.9	17.3	14.6	12.4	17.2	1.00	240	5.6

002291.SZ	星期六	20.82	0.03	0.79	1.31	1.82	694.0	26.3	15.8	11.4	293.2	0.09	155	-1.2
<b>箱包</b>														
300577.SZ	开润股份	22.45	0.35	0.99	1.31	1.64	64.1	22.7	17.1	13.7	67.3	0.34	54	5.4

来源: Wind, 国金证券研究所预测

注 1: 除开润股份、森马服饰、华利集团外盈利预测为 Wind 一致预期

注 2: 波司登尚未披露 2021 年报 (时间覆盖 2020/3-2021/3), 表内为 2020A 数据及盈利预测

注 2: 收盘价、市值数据更新至 2021/5/28

## 7、风险提示

疫情反复风险、消费不及预期风险、汇率波动风险、棉价大幅波动风险。

**公司投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;  
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402