

抖音快手商业化提速，直播电商有望为行业带来更大线上空间



核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数上涨 3.64%，创业板指数上涨 3.82%，纺织服装行业指数上涨 2.68%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.72%，品牌服饰板块上涨 2.66%。个股方面，我们覆盖的朗姿股份、李宁、太平鸟和南极电商等取得了正收益。
- **海外要闻：**（1）Miachel Kors 母公司 Carpi 四季度仍然亏损。（2）Nordstrom 诺德斯特龙首季度继续亏损。（3）珠宝销售提振 Richemont 历峰业绩。
- **行业与公司重要信息：**（1）老凤祥：公司监事会于 2021 年 5 月 25 日收到公司监事朱巍先生提交的书面辞职报告。因工作调整原因，朱巍先生申请辞去所担任的公司监事职务。该辞职自辞职报告送达监事会时生效。（2）七匹狼：截至 2021 年 5 月 25 日，公司累计回购股份 45,680,863 股，占公司目前总股本的比例为 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 259,267,050.18 元（不含交易费用）。（3）滔搏：截至 2021 年 2 月 28 日止年度，集团实现营收 360.09 亿元，同比增加 6.88%；公司权益持有人应占溢利 27.7 亿元，同比增加 20.26%。
- **本周建议板块组合：**安踏体育、李宁、珀莱雅、申洲国际和太平鸟。本周组合表现：安踏体育 5%、李宁 8%、珀莱雅 5%、申洲国际 5.5%和太平鸟 6%。

投资建议与投资标的

- 今年 618 电商大促预售提前至 5 月，从天猫的预售榜单来看，新兴品牌的表现相对更强，另一方面在今年抖音快手商业化提速、流量进一步向短视频、直播平台转移的趋势下，越来越多的传统品牌加速向这些平台布局，差异化的赛道与现阶段的高投入产出比，短期为转型较早的品牌带来了较大的流量红利，全年来看各品牌电商在抖音快手的表现将成为今年线上销售增长的最大变量之一。本周市场进一步反弹，虽然结构上偏向大市值机构重仓板块，纺服和时尚消费中热点赛道与个股仍然维持了较高的活跃度，这种赚钱效应的扩散为今年行业关注度的提升和配置的增加提供了有力支持。5 月以来虽然疫情有所反复，国内经济生活总体恢复常态，行业上下游的复苏将在二季度得到延续。标的配置方面，我们建议中短期关注品牌服饰龙头如太平鸟(603877, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、富安娜(002327, 增持)、地素时尚(603587, 买入)等低估值、一季度开始业绩改善较快的标的，黑马标的建议关注报喜鸟(002154, 未评级)。中长期，我们首选依然是高景气的运动服饰和大美容（化妆品和医美）等确定性赛道，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)等，同时建议关注特步国际(01368, 增持)和滔搏(06110, 增持)，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、丸美股份(603983, 增持)，建议关注上海家化(600315, 增持)、贝泰妮(300957, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美客(300896, 未评级)。黄金珠宝行业我们继续看好国内第一龙头公司老凤祥(600612, 买入)。港股羽绒服龙头中长期看好波司登(03998, 买入)。

风险提示

- 全球新冠肺炎疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

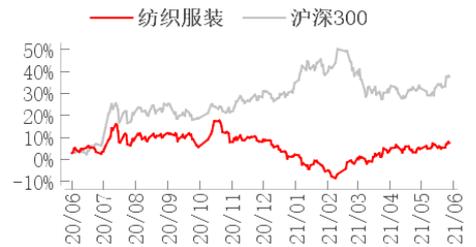
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 05 月 31 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

联系人

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

行情回顾

全周沪深 300 指数上涨 3.64%，创业板指数上涨 3.82%，纺织服装行业指数上涨 2.68%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 2.72%，品牌服饰板块上涨 2.66%。个股方面，我们覆盖的朗姿股份、李宁、太平鸟和南极电商等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	华升股份	常山股份	朗姿股份	瑞贝卡	华纺股份	摩登大道	新澳股份	维格娜丝	浔兴股份	李宁
幅度(%)	23.2	22.9	13.0	12.9	12.2	11.2	11.0	10.9	8.0	8.0
涨幅后 10 名	浪莎股份	*ST 千足	维科精华	伟星股份	天创时尚	地素时尚	华孚时尚	七匹狼	探路者	兴业科技
幅度(%)	-14.4	-7.8	-7.1	-6.6	-5.2	-4.7	-4.0	-3.9	-3.2	-3.1

数据来源：Wind、东方证券研究所

海外要闻

Michael Kors 母公司 Carpi 四季度仍然亏损。自疫情来，Michael Kors 表现进一步落后竞争对手 Coach 蔻驰，该轻奢集团第四财季收入几乎没有增长，并录得继续亏损。

截至 3 月 27 日的 2021 财年四季度，Capri Holdings Ltd. (NYSE:CPRI) 收入仅轻微增长 0.4% 至 11.97 亿美元；净亏损 1.83 亿美元或 EPS -1.21 美元，较 2020 财年同期净亏损 5.51 亿美元或 EPS -3.69 美元大幅改善，adj EPS 0.38 美元是 2020 年同期 0.11 美元的逾三倍。

Coach 母公司月初公布的 2021 财年三季度数据显示，Tapestry Inc. (NYSE:TPR) 同期收入增长 18.7% 至 12.733 亿美元，净利润 9,170 万美元或每股收益 0.32 美元，2020 财年同期净亏损 6.771 亿美元或每股亏损 2.45 美元，经调整后每股收益 0.51 美元远，而上年同期经调整后每股亏损 0.27 美元。

FactSet 对 Capri Holdings Ltd. 四季度的收入和 EPS 预期低至 10.0 亿美元和 0.36 美元，让该公司得以业绩 Beat。

Nordstrom 诺德斯特龙首季度继续亏损。美国高端百货 Nordstrom Inc. (NYSE: JWN) 诺德斯特龙首季度录得意外亏损后，周二盘后大跌近 6%，该公司是美国主要百货中唯一录得季度亏损的公司。

截至 5 月 1 日的 2021 财年一季度，诺德斯特龙净亏损 1.66 亿美元或每股亏损 1.05 亿美元，尽管较上年同期 5.21 亿美元或每股亏损 3.33 美元大幅改善，但远低于 FactSet 预期的 0.62 美元亏损，而此前多个同行发布的业绩显示一季度均重新盈利。

截至 5 月 1 日的一季度，Macy's Inc. (NYSE: M) 梅西百货集团截至经调整后 EPS 为 0.39 美元，而去年同期为 -0.41 美元；Kohl's Corp. (NYSE: KSS) 科尔士百货录得 1,400 万美元净利润或每股收益 0.09 美元，上年同期净亏损 5.41 亿美元，经调整后 EPS 为 1.05 美元，上年同期每股亏损 3.22 美元；TJX Companies Inc. (NYSE: TJX) 和 Target Corp. (NYSE: TGT) 塔吉特集团的表现则更加强势。

诺德斯特龙表示首季度的亏损受债务再融资利息约每股 0.41 美元的负面影响。

季度销售反弹 44.2%至 29.21 亿美元，其中 Nordstrom 业务增长 36.6%至 18.54 亿美元，折扣业务 Nordstrom Rack 销售反弹 59.5%至 10.67 亿美元，整体收入季度录得 30.09 亿美元好于市场预期 29.0 亿美元，同比增幅 42.0%，较 2019 年同期的跌幅较上年四季度缩窄 700 个基点至 13%。nordstrom.com 和 nordstromrack.com 一季度继续强劲增长，推动首季度数字销售同比增长 23%，较 2019 年同期增幅 28%。

首席执行官 Erik Nordstrom 在业绩会上表示，过去两年公司的电商渗透率大幅提升 1,500 个基点至 46%，首季度 app 下载量 100 万，较 2019 年同期增长 50%，移动用户首季度贡献 75%的数字流量和约三分之二的渠道销售。

首席财务官 Anne Bramman 表示首季度公司表现继续改善，尤其是与经济重开和社交活动重启相关的设计师品牌、太阳眼镜、泳装、短裤和连衣裙等社交、度假服饰产品表现良好，3、4 月份销售已经恢复至疫情前之上。我们预计 2021 年的收入增长将超过 25%，数字产品约占销售额的 50%。根据商店恢复的速度，今年的数字普及率预计会有所不同。我们正在迅速应对外部成本压力，并继续实现上半年 EBIT 盈亏平衡和全年营业利润率 3%的指导目标。

她在业绩会上预计公司可以实现上半年 EBIT 盈亏平衡，全年营业利润率 3%的前述目标，并预计营业利润率最终为 3.5%左右，数字销售今年预计将达到一半销售额。至于何时恢复至疫情前 5-6%的水平，Anne Bramman 表示有待疫情和经济恢复。

回答分析师有关市场普遍的供应链中断、劳动力和货运成本问题，Anne Bramman 表示去年开始行业已经感受到压力，今年更加严峻，但对所有公司来说唯一办法只能是随机应变，保持灵活性和快速反应能力，亦抵消或减轻成本上涨压力，比如从第二季度的备货中抽调部分至一季度。

一季度诺德斯特龙毛利率 30.9%较去年同期 10.7%反弹近两倍，不过较 2019 年同期仍低 260 个基点。

珠宝销售提振 Richemont 历峰业绩。尽管全年营收录得中个位数跌幅，但凭借中国市场的突出表现和四季度的双位数强劲反弹，奢侈品巨头 Compagnie Financière Richemont SA (CFR.SW) 历峰集团 2021 财年盈利双位数增长。

截至 3 月 31 日的 2021 财年，历峰收入下滑 7.7%至 131.44 亿欧元，固定汇率跌幅 5%，其中四季度收入增长 36%，固定汇率增幅 30%；全年净利润增长 38.5%至 12.89 亿欧元。

A 股行业与公司重要信息

【老凤祥】老凤祥股份有限公司（以下简称“公司”）监事会于 2021 年 5 月 25 日收到公司监事朱巍先生提交的书面辞职报告。因工作调整原因，朱巍先生申请辞去所担任的公司监事职务。该辞职自辞职报告送达监事会时生效。

【七匹狼】截至 2021 年 5 月 25 日，公司累计回购股份 45,680,863 股，占公司目前总股本的比例为 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 259,267,050.18 元（不含交易费用）。

【滔搏】截至 2021 年 2 月 28 日止年度，集团实现营收 360.09 亿元，同比增加 6.88%；公司权益持有人应占溢利 27.7 亿元，同比增加 20.26%。

本周建议板块组合

本周建议组合：安踏体育、李宁、珀莱雅、申洲国际和太平鸟。

上周组合表现：安踏体育 5%、李宁 8%、珀莱雅 5%、申洲国际 5.5%和太平鸟 6%。

投资建议和投资标的

今年 618 电商大促预售提前至 5 月，从天猫的预售榜单来看，新兴品牌的表现相对更强，另一方面在今年抖音快手商业化提速、流量进一步向短视频、直播平台转移的趋势下，越来越多的传统品牌加速向这些平台布局，差异化的赛道与现阶段的高投入产出比，短期为转型较早的品牌带来了较大的流量红利，全年来看各品牌电商在抖音快手的表现将成为今年线上销售增长的最大变量之一。本周市场进一步反弹，虽然结构上偏向大市值机构重仓板块，纺服和时尚消费中热点赛道与个股仍然维持了较高的活跃度，这种赚钱效应的扩散为今年行业关注度的提升和配置的增加提供了有力支持。5 月以来虽然疫情有所反复，国内经济生活总体恢复常态，行业上下游的复苏预计将在二季度得到延续。标的配置方面，我们建议中短期关注品牌服饰龙头如太平鸟(603877, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、富安娜(002327, 增持)、地素时尚(603587, 买入)等低估值、一季度开始业绩改善较快的标的，黑马标的建议关注报喜鸟。中长期，我们首选依然是高景气的运动服饰和大美容（化妆品和医美）等确定性赛道，其中运动服饰板块推荐申洲国际(02313, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)等，同时建议关注特步国际和滔博，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、丸美股份(603983, 增持)，建议关注上海家化(600315, 增持)、贝泰妮(300957, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美客(300896, 未评级)。黄金珠宝行业我们继续看好国内第一龙头公司老凤祥(600612, 买入)。港股羽绒服龙头中长期看好波司登(03998, 买入)。

风险提示

行业投资风险主要来自于全球新冠肺炎疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

附 1：国内外重点上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率				未来三年复合增长率
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
A 股市场													
002029.SZ	七匹狼	增持	5.28	613.20	0.46	0.29	0.37	0.42	11	18	14	13	-2.99%
002327.SZ	富安娜	买入	8.15	1067.89	0.60	0.68	0.77	0.86	14	12	11	9	12.75%
002293.SZ	罗莱生活	买入	12.34	1569.65	0.66	0.71	0.82	0.92	19	17	15	13	11.71%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	6.94	827.04	1.11	0.64	0.77	0.89	6	11	9	8	-7.10%
002003.SZ	伟星股份	增持	7.00	834.66	0.38	0.49	0.42	0.48	18	14	17	15	8.10%
601566.SH	九牧王	增持	10.35	914.04	0.93	0.96	0.84	0.94	11	11	12	11	0.37%
002612.SZ	朗姿股份	增持	32.81	2230.99	0.56	0.64	0.71	0.71	59	51	46	46	8.26%
002563.SZ	森马服饰	买入	10.09	4183.12	0.57	0.29	0.58	0.67	18	35	17	15	5.54%
600398.SH	海澜之家	买入	7.12	4726.67	0.74	0.49	0.66	0.77	10	15	11	9	1.33%
603808.SH	歌力思	买入	13.90	710.33	1.07	1.31	1.12	1.30	13	11	12	11	6.71%
603877.SH	太平鸟	增持	40.73	2984.13	1.16	1.53	1.85	2.22	35	27	22	18	24.16%
603839.SH	安正时尚	增持	8.52	524.75	0.75	0.84	0.98	1.14	11	10	9	7	14.98%
603365.SH	水星家纺	增持	14.61	598.77	1.18	1.15	1.28	1.42	12	13	11	10	6.37%
699315.SH	上海家化	增持	47.80	4980.47	0.83	0.53	0.69	0.80	58	90	69	60	-1.22%
600612.SH	老凤祥	买入	52.67	3163.07	2.69	2.85	3.28	3.74	20	18	16	14	11.61%
603605.SH	珀莱雅	买入	154.00	4759.94	1.95	2.38	3.05	3.82	79	65	50	40	25.12%
603587.SH	地素时尚	买入	19.20	1419.91	1.30	1.36	1.56	1.75	15	14	12	11	10.42%
香港市场													
3998.HK	波司登	买入	3.57	4963.51	0.11	0.13	0.16	0.20	29	24	20	16	22.05%
0321.HK	德永佳集团	-	1.87	332.70	0.12	#N/AN/A	#N/AN/A	#N/AN/A	27	#N/AN/A	#N/A	#N/AN/A	#VALUE!
0551.HK	裕元集团	-	18.92	3927.65	1.46	(0.57)	1.19	1.75	#N/AN/A	#N/AN/A	16	11	5.74%
1234.HK	中国利郎	-	5.05	778.68	0.52	0.80	0.89	#N/AN/A	9	6	6	#N/AN/A	#VALUE!
1361.HK	361 度	-	2.10	559.09	0.24	0.23	0.26	0.29	10	9	8	7	4.63%
1368.HK	特步国际	-	4.00	1311.84	0.23	0.32	0.40	0.48	16	12	10	8	24.08%
1836.HK	九兴控股	-	9.46	967.35	1.63	0.81	1.03	1.07	569	12	9	9	302.62%
2020.HK	安踏体育	买入	120.40	41910.46	1.98	1.94	2.75	3.46	54	55	39	31	20.45%
2313.HK	申洲国际	买入	170.30	32963.62	3.85	4.23	5.10	5.99	41	40	33	28	13.87%
2331.HK	李宁	买入	47.45	15208.37	0.61	0.63	0.82	1.05	68	66	51	40	19.84%
1910.HK	新秀丽	-	17.42	3218.55	(6.91)	0.06	1.06	1.49	#N/AN/A	320	16	12	-
1913.HK	普拉达	-	50.00	16474.32	(0.19)	0.67	1.06	1.37	#N/AN/A	74	47	37	-

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

海外市场													
MC.PA	LVMH		556.60	334384.23	9.33	15.08	17.55	19.76	20	37	32	28	28.51%
	Moet												
	Hennessy												
	Louis												
RMS.PA	Hermes		956.40	120170.43	13.12	16.56	19.05	21.64	36	58	50	44	17.74%
	International												
CDLPA	Christian		507.00	108923.90	10.72	#N/AN/	#N/AN/	#N/AN/A	23	#N/AN/	#N/A	#N/AN	#VALUE
	Dior					A	A			A	N/A	/A	!
HSMB.SG	Hennes &		214.70	41649.35	0.75	6.36	8.80	10.00	22	34	24	21	137.97%
	Mauritz												
NXT.L	Next PLC		7966.00	14750.78	4.72	2.20	4.24	4.89	13	36	19	16	-0.11%
GPS	Gap Inc.		30.88	11575.42	(1.78)	1.29	1.93	2.53	15	24	16	12	-
													212.12%
LTD	Limited		0.60	16731.01	3.00	4.08	4.32	4.30	15	15	14	14	11.39%
	Brands, Inc.												
BRBY.L	Burberry		2045.00	11531.02	0.30	0.58	0.79	0.87	25	36	26	24	42.02%
	Group PLC												
RL	Polo Ralph		122.48	8955.54	5.07	0.61	6.50	7.71	19	202	19	16	12.44%
	Lauren												
	Corp.												
VFC	V.F.		0.79	31062.90	1.72	1.30	3.00	3.56	#N/AN	61	26	22	26.37%
	Corporation								/A				
BOS.DE	Hugo Boss		35.90	3008.06	(3.18)	0.97	1.95	2.52	16	37	18	14	-
	AG												193.28%
COLM	Columbia		106.02	7038.25	1.63	4.06	4.84	6.29	21	26	22	17	46.41%
	Sportswear												
	Company												
NKE	Nike Inc.		143.17	225706.07	1.63	3.11	3.96	4.62	61	46	36	31	41.69%
ADS.DE	Adidas AG		281.10	67052.28	2.21	7.72	10.05	11.92	22	36	28	24	73.68%
PUM.DE	Puma AG		88.80	15940.62	0.53	1.70	2.53	3.12	34	52	35	28	80.43%

数据来源：A 股市场上上市公司市场数据来自 WIND，已覆盖公司盈利预测来自东方证券研究所，香港与海外市场上市公司市场数据与盈利预测来自 BLOOMBERG（波司登盈利预测来自东方证券研究所）

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥（600612）股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn