

## 纺织服装行业

# 龙头业绩闪耀，国货新时代来临

## ——纺织服装行业跟踪报告

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

### 报告导读

李宁、波司登业绩表现靓丽，坚定推荐迎来时代性机遇的国货龙头！

### 投资要点

#### □ 李宁、波司登业绩表现强势，国产品牌基本面表现依旧强势

李宁公布 21H 盈喜预告，业绩大超预期。李宁 21H 收入增长超过 60%、预计 21H1 录得净利润不少于 18 亿（20H1 净利润 6.8 亿、20 年全年净利润 17 亿）。李宁业绩的大爆发来自：1）国潮先锋产品力领先；2）零售环境回暖带来的折扣同比显著改善；3）特殊事件以及流量明星代言的促进效应。这充分体现了公司在目前品牌和产品力全面上行的情况下，强劲的基本面趋势。

波司登 FY21 业绩再创历史新高。波司登公布 FY21 年报，公司录得收入 135.2 亿，同增 11%；归母净利润 17.1 亿，同增 42%。三年转型后，波司登在品牌优势继续扩大下，收入和毛利率均创下历史新高。同时依靠出色的快反能力，公司疫情留下的库存基本消化完毕，库存绝对值同比下降，为未来发展奠定基础。

在强势的基本面下，H 股龙头持续创新新高；A 股龙头在近两个月同样表现强势，锦泓集团、欣贺股份、九牧王、比音勒芬在近两个月分别涨幅达到 106%/43%/31%/25%。

#### □ 龙头充分受益行业边际格局变化，国产龙头能力正全面提升

从行业格局来看，海外集团 Nike、Adidas、Uniqlo 三大集团的市占率从 11 年时的 2.6% 大幅提升至 20 年的 7%。其中海外运动龙头的市占率提升尤为迅速，耐克、阿迪、斯凯奇三大集团在 20 年在华零售额已达 1500 亿量级，而安踏、李宁、特步三大集团的主品牌流水在 650 亿量级。因此，我们认为若海外品牌长期出现 10%~20% 幅度的流水下降，则其带给中国品牌的格局边际改善将会非常明显。

### 细分行业评级

纺织服装 增持

### 公司推荐

天虹纺织 买入

### 相关报告

报告撰写人：马莉

数据支持人：林骥川、詹陆雨

从中国品牌自身能力来看，我们看到中国品牌正在全面提升自己的竞争力：

(1) 产品力上，包括特步 160X、李宁䨻、波司登登峰等等系列均表明，国产品牌已经具备在产品力上与海外品牌一争高下的能力；(2) 供应链上，SHEIN 为代表的公司正在以全新的数字化组织方式整合生产资源；(3) 零售运营上，我们看到除了安踏这样拥有超强零售运营能力的公司外，太平鸟等国内品牌也在运营全新的线上驱动方式弯道超车，寻找更多新的触达消费者方式。

**□ 全面看多国产龙头品牌替代趋势，A 股低估值高成长龙头值得重点关注！**

我们继续全面看多国产龙头品牌，我们认为文化自信带来的行业格局变化叠加中国品牌能力持续提升的背景下，国产品牌有望保持业绩加速增长的趋势。

H 股龙头方面，体育服饰中安踏体育(对应 21/22 年 PE 51X/40X, 增 55%/27%)、李宁(对应 21/22 年 PE46X/38X, 增速 122%/22%)、特步(对应 21/22 年 PE 41X/33X, 增速 40%/23%)，在明确的业绩向上趋势下维持推荐。

羽绒服龙头波司登。在库存清理完成、品牌力明确向上的背景下其有望持续表现高增长，目前公司对应 FY22/23 年 PE 22X/17X，增速 27%/25%，估值具备较高性价比，维持推荐。

同时我们建议重点关注 A 股低估值、高增速的服饰龙头。继续推荐地素时尚(对应 21/22 年 PE 15X/13X, 增速 16%/16%)、比音勒芬(对应 21/22 年 PE 22X/17X, 增速 27%/25%)、太平鸟(对应 21/22 年 PE 24X/20X, 增速 39%/21%) 在内的行业龙头，同时建议关注女装龙头欣贺股份。我们认为这些低估值、高成长的标的将会在未来几年保持稳定的增长势头，具备明确估值提升空间，建议重点关注！

**□ 风险提示：**终端零售不及预期；疫情持续出现反复；品牌间竞争加剧

## 正文目录

1. 国货龙头业绩再超预期，坚定推荐服装行业 .....	4
2. 短期基本面：李宁、波司登业绩惊艳，国产品牌基本面表现依旧强势 .....	5
3. 长期来看：国产龙头受益行业格局变化显著 .....	5
3.1 中国品牌受益行业集中度提升弹性较大 .....	5
3.2 国产龙头能力全面提升，为长期替代打下坚实基础 .....	6
4. 投资建议：全面看多国产龙头品牌，A股低估值高成长龙头值得重点关注 .....	8
5. 行业重点公司估值 .....	9

## 图表目录

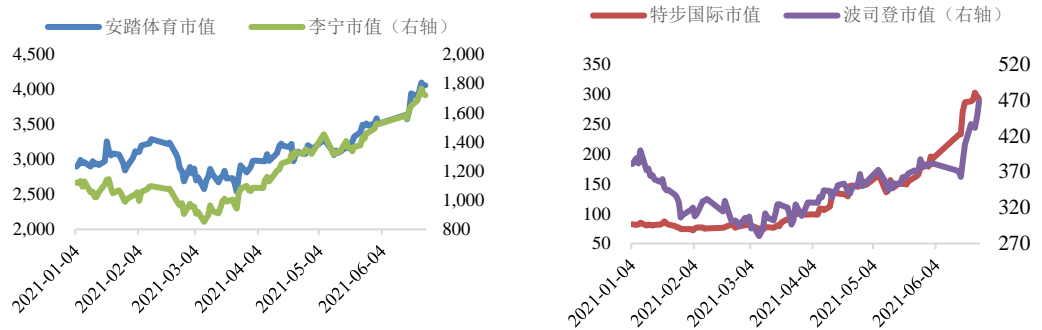
图 1： 港股体育服饰市值（亿元） .....	4
图 2： A股龙头近两月涨幅 .....	4
图 3： 160X 2.0 .....	7
表 1： 中国服装市场市占率 .....	5
表 2： 太平鸟分渠道收入数据（单位：百万元） .....	8
表 3： 重点覆盖公司估值表 .....	9

## 1. 国货龙头业绩再超预期，坚定推荐服装行业

本周国货龙头股价继续创下新高，李宁、波司登亮眼的业绩有望让这样的趋势继续持续。本周安踏、李宁、特步、波司登等龙头本周继续创下新高，趋势延续。

同时更值得关注的是，本周三波司登发布优秀年报，本周五收盘后李宁更是发布了大超预期的 21H1 半年报，我们认为在这样优秀的业绩下，国货龙头的强劲表现有望持续。

图 1：港股体育服饰市值（亿元）

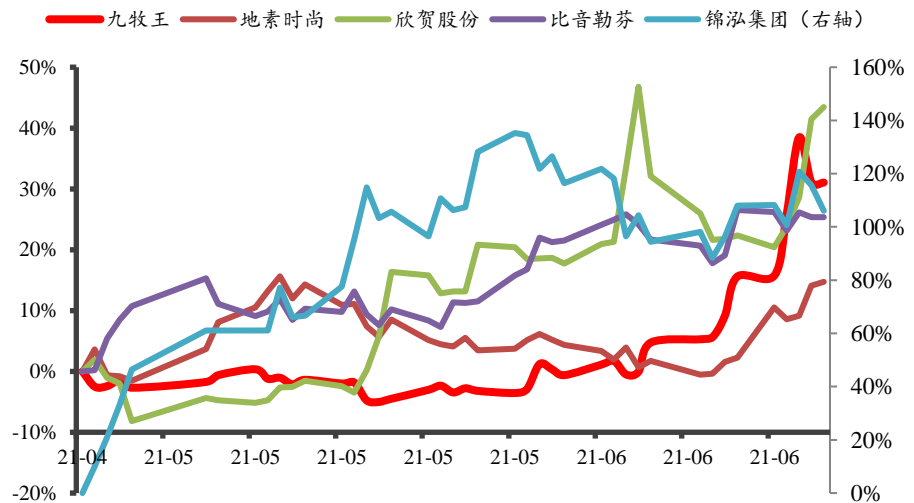


资料来源：WIND，浙商证券研究所

在市场的高度认可下，我们重申观点，认为属于国产品牌的新时代已经到来。无论是需求端消费者对文化自信的迅速提升，还是供给端国产品牌全方位的提升，都让我们对中国品牌的强势崛起充满信心。同时由于此前海外品牌在中国非常大的市场份额，我们认为无论 H 股还是 A 股的龙头，由行业格局变化带来的边际改善将会非常明显，也将继续持续很长一段时间。

在这样的背景下，除去港股龙头，A 股龙头包括锦泓集团、欣贺股份、九牧王、比音勒芬等个股同样在最近两个月表现强势。其中，锦泓集团、欣贺股份、九牧王、比音勒芬在近两个月分别涨幅达到 106%/43%/31%/25%。

图 2：A 股龙头近两月涨幅



资料来源：WIND，浙商证券研究所

## 2. 短期基本面：李宁、波司登业绩惊艳，国产品牌基本面表现

### 依旧强势

**李宁公布 21H 盈喜预告，业绩大超预期。** 李宁 21H 收入增长超过 60%、预计 21H1 录得净利润不少于 18 亿（20H1 净利润 6.8 亿、20 年全年净利润 17 亿）。李宁业绩的大爆发来自：1）国潮先锋产品力领先；2）零售环境回暖带来的折扣同比显著改善；3）特殊事件以及流量明星代言的促进效应。这充分体现了公司在目前品牌和产品力全面上行的情况下，强劲的基本面趋势。

**波司登 FY21 业绩再创历史新高。** 波司登公布 FY21 年报，公司录得收入 135.2 亿，同增 11%；归母净利润 17.1 亿，同增 42%。三年转型后，波司登在品牌优势继续扩大下，收入和毛利率均创下历史新高。同时依靠出色的快反能力，公司疫情留下的库存基本消化完毕，库存绝对值同比下降，为未来发展奠定基础。

**波司登、李宁两大国货龙头的强势表现，充分说明了在国货崛起浪潮下，龙头品牌正处在强劲的基本面向上趋势中。**

## 3. 长期来看：国产龙头受益行业格局变化显著

### 3.1 中国品牌受益行业集中度提升弹性较大

过去十年来，海外品牌一直以来在中国服装市场中扩大市占率的领先优势。

**服装零售市场份额向头部企业集中趋势明显：**虽然服装是可选消费中相对非标的品类，但大集团展现出的产品开发、品牌建设营销、供应链组织、零售运营、多品牌协同能力仍然让龙头具有突出优势，CR20 从 2013 年的 10.8% 提升到 2020 年的 19.5%。

**海外品牌过去十年持续扩大市占率，目前在市占率仍旧处于明显优势：**从整体局势来看，海外集团 Nike、Adidas、Uniqlo 三大品牌三过去十年均表现出了明显的市占率提升趋势，三大集团的市占率从 11 年时的 2.6% 大幅提升至 20 年的 7%，从绝对值来看，三大品牌的流水从 11 年的 400 亿大幅上升至 20 年的近 1700 亿，CAGR 达到 15%。市占率排名前十的服装品牌中，六个海外品牌年零售额接近 2300 亿，四个中国品牌的零售额在 1300 亿左右。

**运动品牌的市占率提升非常迅猛：**运动鞋服适用场景在本土消费者生活中渗透率的迅速提升带动 Nike 在 2016 年反超凌致集团成为市占率第一，其他运动鞋服集团如 Adidas、安踏体育、李宁、Skechers、特步、361 度、New Balance 等市占率也实现持续上行，前 20 大零售集团中有 8 席由运动鞋服集团占领，其中第一大集团 Nike 在华零售额预计在 800 亿元上下；前两大集团在中国单年零售额接近 1350 亿元。安踏、李宁两大集团的零售额在 700 亿元左右（包含 FILA200 亿）。

表 1：中国服装市场市占率

序号	鞋服集团	总部所在地												估算 2020 年
			2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	集团在华零售额 (亿元)	
1	Nike (Nike、Converse)	美国	1.4	1.4	1.3	1.4	1.6	1.9	2.1	2.5	2.9	3.4	804	
2	Adidas (Adidas、Reebok)	德国	1	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	1.8	2.1	2.3	2.3	544	
3	安踏体育 (安踏、FILA 等)	中国	0.7	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1	1.4	1.8	2.1	497	

4	迅销集团 (Uniqlo 等)	日本	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1	1.2	1.3	308
5	森马服饰 (森马、巴拉巴拉)	中国	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	1	1.2	1.3	308
6	海澜之家	中国	-	-	-	-	-	-	1.2	1.2	1.2	1.2	284
7	凌致集团 (Only、Vero Moda)	丹麦	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	284
8	李宁	中国	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	213
9	Skechers	日本	0	0	0	0	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	166
10	Inditex (ZARA 等)	西班牙	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	166
11	波司登 (波司登、雪中飞等)	中国	0.7	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	166
12	特步国际	中国	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	142
13	百丽集团	中国	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	118
14	太平鸟	中国	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	118
15	LVMH 集团	法国	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.5	128
16	赫基集团 (Ochirly 等)	中国	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	95
17	361 度	中国	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	71
18	New Balance	美国	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	71
19	H&M	瑞典	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	71
20	马克华菲	中国	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	71
<b>CR20</b>			<b>11.4</b>	<b>11.3</b>	<b>10.8</b>	<b>11.5</b>	<b>12.1</b>	<b>13.0</b>	<b>15.0</b>	<b>16.2</b>	<b>18.0</b>	<b>19.5</b>	<b>4613</b>

数据来源: Euromonitor、浙商证券研究所

注: 集团在华零售规模以欧睿测算 2020 年国内鞋服零售额 23659 亿人民币乘以集团市占率概算, 与实际零售额会略有偏差, 仅供数量级参考

**我们认为海外品牌流量的溢出对于中国品牌, 尤其是中国运动品牌的拉动作用非常明显。**耐克、阿迪、斯凯奇三大集团在多年的市占率提升之后, 其 20 年销售额已达 1500 亿量级, 而安踏、李宁、特步三大集团的主品牌流水仅有 650 亿量级。

因此若海外品牌在流量下降之后, 长期出现 10%~20% 的流水下降, 则其带给中国品牌的流水空间便在 200-300 亿/年的量级。在不考虑行业未来仍有望保持高速增长的情况下, 这样的格局边际变化为中国品牌带来 30% 甚至 50% 的流量提升。

在体育龙头之外, 我们认为包括波司登、太平鸟、比音勒芬、地素时尚等在内的国内品牌, 同样有望在消费者对国内品牌认知提升的大背景下受益。

### 3.2 国产龙头能力全面提升, 为长期替代打下坚实基础

我们认为从产品力、供应链管理、零售运营上, 中国品牌在几十年的发展后也开始快速接近海外品牌。

产品力上, 我们看到国产品牌正在全面接近海外品牌。特步的 160X Pro、李宁的䨻科技、波司登登峰/极寒等系列的羽绒服, 无论是产品的科技性、功能性、外观均已经有了可以媲美海外顶级品牌的能力。从消费者的接受程度来看, 这一系列产品也得到了消费者的一致认可。



图 3： 160X 2.0



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

供应链上，SHEIN 为代表的公司正在创造全新的供应链组织模式。SHEIN 培养出了几百个对其死心塌地的供应商以及一套复杂的供应链管理系统，并对其进行了全面的数字化改造。正是这一群由其从小孵化长大几乎等同于自营的供应商，让 SHEIN 完成了与上游供应链完全数据系统共享的目标，实现了上下游对订单每个环节的实时可视化追踪，让上下游备料和排单均能提前完成。

同时 SHEIN 经历数次迭代的自主研发的供应链数据体系（IT 研发人员达到千人），能够精准地向这些能够快速响应的供应商分派订单，而这批已经打破流水线生产仅以小组制为单位生产的供应商也有能力承接每次仅有 200 单的下单体量以及全年十几万的 SKU 体量。SHEIN 的这种模式，真正实现了最小化库存风险，同时依靠不断更新的款式持续吸引消费者。

零售运营上，中国品牌依靠线上驱动的方式正在逐步弯道超车。以太平鸟为首的中国公司，正开始调整组织架构，打破线上线部门壁垒实现数据共享，线上数据实时反馈和迅速洞察的优势迅速显现。太平鸟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，各个部门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。在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 以来已连续多个季度保持了高速增长趋势。

**表 2：太平鸟分渠道收入数据（单位：百万元）**

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
<b>总收入</b>	<b>1383</b>	<b>1834</b>	<b>2304</b>	<b>3497</b>	<b>2519</b>
YOY	-16.7%	25.6%	22.3%	20.7%	82.2
<b>线下收入</b>	<b>837</b>	<b>1117</b>	<b>1726</b>	<b>2360</b>	<b>1,696</b>
YOY	-29.48%	12.32%	17.50%	26.18%	102.63%
门店数量	4447	4300	4384	4616	4632
<b>其中：直营收入</b>	<b>714</b>	<b>692</b>	<b>892</b>	<b>1435</b>	<b>1,198</b>
YOY	-18.16%	3.16%	26.70%	27.94%	67.76%
直营门店数量	1619	1578	1517	1554	1570
<b>其中：加盟收入</b>	<b>123</b>	<b>425</b>	<b>834</b>	<b>926</b>	<b>498</b>
YOY	-60.72%	31.69%	9.01%	23.62%	305.82%
加盟门店数量	2825	2722	2867	3062	3062
<b>线上收入</b>	<b>530</b>	<b>595</b>	<b>544</b>	<b>1136</b>	<b>803</b>
YOY	16.30%	35.31%	39.25%	10.66%	51.70%
<b>归母净利润</b>	<b>9</b>	<b>112</b>	<b>189</b>	<b>403</b>	<b>209</b>
YOY	-89.89%	146.73%	153.40%	16.77%	2284.6%
归母净利率	0.6%	6.1%	8.2%	10.4%	8.3%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

## 4. 投资建议：全面看多国产龙头品牌，A 股低估值高成长龙头

### 值得重点关注

我们继续全面看多国产龙头品牌，我们认为文化自信带来的行业格局变化叠加中国品牌能力持续提升的背景下，国产品牌有望保持业绩加速增长的趋势。

H 股龙头方面，体育服饰中安踏体育（对应 21/22 年 PE 51X/40X，增 55%/27%）、李宁（对应 21/22 年 PE 46X/38X，增速 122%/22%）、特步（对应 21/22 年 PE 41X/33X，增速 40%/23%），在明确的业绩向上趋势下维持推荐。

羽绒服龙头波司登。在库存清理完成、品牌力明确向上的背景下其有望持续表现高增长，目前公司对应 FY22/23 年 PE 22X/17X，增速 27%/25%，估值具备较高性价比，维持推荐。

同时我们建议重点关注 A 股低估值、高增速的服饰龙头。继续推荐地素时尚（对应 21/22 年 PE 15X/13X，增速 16%/16%）、比音勒芬（对应 21/22 年 PE 22X/17X，增速 27%/25%）、太平鸟（对应 21/22 年 PE 24X/20X，增速 39%/21%）在内的行业龙头，同时建议关注女装龙头欣贺股份。我们认为这些低估值、高成长的标的将会在未来几年保持稳定的增长势头，具备明确估值提升空间，建议重点关注！



## 5. 行业重点公司估值

**表 3：重点覆盖公司估值表**

上市公司	市值 (亿元)	2021		2022		2021 归母		2022 归		母		
		收入 (亿元)	YOY	收入 (亿元)	YOY	净利润 (亿元)	YOY	21PE	净利润 (亿元)	YOY	22PE	
<b>港股体育</b>												
2020.HK	安踏体育	4,057	480.8	35.4%	590.9	22.9%	80.1	55.1%	50.7	101.5	26.8%	40.0
2331.HK	李宁	1,718	218.3	51.0%	259.1	18.7%	37.7	122.0%	45.6	45.9	21.7%	37.5
2313.HK	申洲国际	2,416	271.4	17.8%	317.1	16.8%	65.1	27.5%	37.1	76.4	17.4%	31.6
300979.SZ	华利集团	1,162	171.8	23.3%	211.2	22.9%	25.4	35.3%	45.7	31.4	23.7%	37.0
6110.HK	滔搏	638	410.1	13.9%	466.3	13.7%	32.1	16.0%	19.9	37.1	15.5%	17.2
1368.HK	特步国际	292	94.5	15.7%	115.4	22.0%	7.2	40.0%	40.6	8.8	22.7%	33.1
<b>其他品牌 服装</b>												
3998.HK	波司登	468	164.3	21.5%	198.7	21.0%	21.7	26.8%	21.6	27.2	25.3%	17.2
603877.SH	太平鸟	241	113.9	21.4%	136.9	20.2%	9.9	38.7%	24.3	12.0	20.8%	20.1
603587.SH	地素时尚	107	29.9	16.6%	34.5	15.4%	7.3	15.6%	14.7	8.4	15.7%	12.8
002832.SZ	比音勒芬	132	23.6	21.9%	28.3	20.0%	6.1	27.4%	21.7	7.6	24.9%	17.3
300888.SZ	稳健医疗	513	101.3	-19.2%	127.1	25.5%	18.5	-51.5%	27.8	22.1	19.5%	23.2
002563.SZ	森马服饰	308	165.5	8.9%	190.1	14.8%	16.0	99.0%	19.2	18.7	16.8%	16.4
600398.SH	海澜之家	305	223.7	24.6%	247.0	10.4%	31.0	73.5%	9.9	34.9	12.6%	8.8
002293.SZ	罗莱生活	108	57.3	16.6%	65.6	14.6%	7.1	21.7%	15.2	8.2	15.0%	13.2
002327.SZ	富安娜	64	33.7	17.4%	38.0	12.7%	6.4	24.5%	9.9	7.2	12.0%	8.9
603365.SH	水星家纺※	37	35.1	15.6%	39.7	13.2%	3.5	26.7%	10.7	4.0	15.3%	9.3
603808.SH	歌力思	52	22.7	15.6%	25.9	14.0%	3.7	-16.4%	14.0	4.3	16.1%	12.1
1234.HK	中国利郎	60	35.9	33.6%	39.4	9.8%	7.8	39.8%	7.7	8.6	10.6%	6.9
<b>纺织制造</b>												
2678.HK	天虹纺织	99	256.9	31.1%	290.3	13.0%	16.7	223.8%	5.9	19.0	13.3%	5.2
603558.SH	健盛集团	31	20.5	29.4%	23.8	16.3%	3.0	/	10.5	3.5	18.0%	8.9
002042.SZ	华孚时尚	76	162.4	14.1%	181.2	11.5%	4.7	-204.7%	16.3	5.3	13.3%	14.4
601339.SH	百隆东方※	85	79.1	29.0%	86.8	9.7%	7.7	109.4%	11.1	9.3	21.5%	9.1
<b>新模式</b>												
002127.SZ	南极电商	211	46.2	10.7%	52.5	13.8%	14.1	18.3%	15.0	17.5	24.6%	12.1
300577.SZ	开润股份※	52	28.1	44.3%	36.7	30.8%	2.4	207.9%	21.5	3.3	39.0%	15.5
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

## 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“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>