

2021年08月02日

多因素促棉价继续提升，继续推荐百隆东方

纺织服装行业周报

报告摘要：

截至7月30日，中国棉花328指数达17731元、较6月下旬棉价涨幅达12%，纱线C32S指数为27150、较6月下旬涨幅达8%，棉纱期货价格达26680元、较6月下旬涨幅达24%。我们分析主要由于：

1) 下游服装持续复苏，秋冬订货会同比双位数增长、较春夏订货会进一步提速，叠加越南等海外疫情加剧导致订单回流，需求端内外销订单充足提供向上支撑；

2) 供给端：短期来看，6月棉花商业库存301.73万吨、环比下降15.7%、环比加速去化（5月环比下降13.4%），纺企补库存意愿较强，近期储备棉轮出，持续100%成交，市场拍储热情持续高涨，虽然近期70万吨棉花进口滑准税配额下发，但数额有限且早有预期，影响相对较小；中长期来看，减产预期及成本增加利好未来棉价。

3) 此外，河南暴雨导致新乡地区部分纱厂厂区棉花受到淋雨，纱厂一度暂停发货，棉纱期货价格受到影响一度超过2.6万，棉价也受影响跟随上涨。

本周百隆东方和华利集团公布中报业绩，百隆东方2021H1实现收入/归母净利润39.2/5.5亿元、同比增长49%/304%。公司提价顺畅，议价能力提升逻辑进一步强化。华利集团2021H1实现收入/归母净利润分别为81.97/12.91亿元、同比增长18.27%/66.59%，业绩超预期，我们分析，业绩超预期主要来自今年3、4月3个新工厂投产爬坡超预期。

我们之前在中期策略时提出“风景这边更好”，此时我们进一步判断纺服板块可能是消费板块中“下半年最亮的星”：

(1) 短期来看，对比其他消费板块性价比更高：在补库存+线上高增+净利率改善驱动下，相较19年恢复更好且估值更加便宜；(2) 中期来看，秋冬订货会环比进一步改善（双位数增长）保证下半年增长；(3) 长期来看，直播社区电商等新模式带来的盈利模式变化有望打破传统痛点，提高板块估值中枢。

目前时点，我们推荐2条主线：(1) 继续推荐报喜鸟、百隆东方、安利股份、浙江自然。(2) Q3有望迎来拐点品种：健盛集团、受益标的鲁泰A。

行情回顾：跑输上证综指5.69PCT

本周，上证综指下跌4.31%，创业板指下跌0.86%，SW纺织服装板块下跌3.26%，跑赢上证综指1.05PCT、跑输创业板指2.40PCT。其中，SW纺织制造下跌1.63%、SW服装家纺下跌3.91%。目前，SW纺织服装行业PE为42.49。

行情数据追踪

截至7月30日，中国棉花328指数为17,731元/吨，本周涨幅2.54%，中国进口棉价格指数（1%关税）为16051元/吨，本周涨幅为0.45%。截至7月29日，CotlookA指数（1%关税）收盘价为15,790元/吨，本周涨幅为2%。本周内外棉价差为1680元/吨、较上周末扩大367元/吨。

风险提示

疫情二次爆发；原材料波动风险；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：

正文目录

1. 本周观点	3
2. 行情回顾：跑赢上证综指 1.05PCT.	4
3. 行业数据追踪	6
3.1. 本周中国棉花价格指数上涨 2.54%；八月第一周（8.2-8.6）储备棉轮出底价 16551 元/吨	6
4. 行业新闻	7
4.1. Prada 集团上半年中国大陆销售额比疫情前增长 77%	7
4.2. 爱马仕上半年销售额较疫情前激增 33%，手表珠宝表现亮眼	9
4.3. 棉花风波影响大，Nike 和 adidas 中国代理商宝胜销售连跌三个月	10
4.4. LVMH 集团：上半年净利较疫情前增长 62%	11
4.5. Armani 集团发布最新财报，中美市场强劲复苏	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）	4
图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股（%）	4
图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股（%）	4
图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股（%）	5
图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股（%）	5
图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股（%）	5
图 7 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股（%）	5
图 8 本周纺织服装行业市场表现排名	5
图 9 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况	6
图 10 2020 年至今内外棉价差走势图（1%关税核算）	7
图 11 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数（元/吨）	7
表 1 重点跟踪公司	13
表 2 各公司收入增速跟踪	14

1. 本周观点

截至7月30日，中国棉花328指数达17731元、较6月下旬棉价涨幅达12%，纱线C32S指数为27150、较6月下旬涨幅达8%，棉纱期货价格达26680元、较6月下旬涨幅达24%。我们分析主要由于：

1) 下游服装持续复苏，秋冬订货会同比双位数增长、较春夏订货会进一步提速，叠加越南等海外疫情加剧导致订单回流，需求端内外销订单充足提供向上支撑；

2) 供给端：

短期来看，6月棉花商业库存301.73万吨、环比下降15.7%、环比加速去化（5月环比下降13.4%），纺企补库存意愿较强，近期储备棉轮出，持续100%成交，市场拍储热情持续高涨，虽然近期70万吨棉花进口滑准税配额下发，但数额有限且早有预期，影响相对较小；

中长期来看，减产预期及成本增加利好未来棉价：a) 印度新棉播种因疫情干扰，且收购价格涨幅不及农民预期，种植面积预计下滑，据印度农业部数据显示，截至7月15日，全国棉花播种面积达983.8万吨公顷、同比去年减少13%，受此影响，印度棉花Shankar指数4月以来涨幅已超25%；b) CONAB评估巴西棉产量下降66万吨，降幅22%；3) 据USDA报告预测，受新疆主产区以外地区的棉花面积减少，新年度中国棉花产量预计减少9%；因此全球棉花主产国来看2021/22年度全球棉花供给趋紧。

3) 此外，河南暴雨导致新乡地区部分纱厂厂区棉花受到淋雨，纱厂一度暂停发货，棉纱期货价格受到影响一度超过2.6万，棉价也受影响跟随上涨。

本周百隆东方和华利集团公布中报业绩，百隆东方2021H1实现收入/归母净利润39.2/5.5亿元、同比增长49%/304%。近期，棉价受下游复苏、纺企补库存、印度疫情减产以及河南暴雨影响部分纱厂发货等因素影响上涨至17731元/吨（截至2021/7/30），我们测算棉价每上涨1000元/吨有望贡献利润弹性1.4亿元。此外，我们强调，公司更重要的逻辑是在新疆棉事件背景下、份额提升弱化周期性，即议价能力提升、订单结构改善。过往公司在棉价上涨3个月后才能提价、且涨价还可能面临客户用化纤替代而幅度有限或提价失败的风险，而此次在棉价上涨后10-15天即实现提价，今年以来已实现3次提价。

华利集团2021H1实现收入/归母净利润分别为81.97/12.91亿元、同比增长18.27%/66.59%，剔除汇率影响，收入/归母净利润分别增长28.75%/81.35%，业绩超预期。我们分析，业绩超预期主要来自今年3、4月3个新工厂投产爬坡超预期。2021H公司净利率为15.7%、同比提高4.6PCT，我们判断主要来自客户结构优化，高毛利的大客户占比持续提升带动毛利率提升。我们分析，对于代工行业来说，效率、良率帮助品牌带来的规模化量产甚至比研发更为关键，而效率背后依托的是人工管理、良率背后依托的是工艺改进，在这些方面，华利优势显著。（1）短期来看，2021年疫情后品牌自身恢复增长可期，叠加华利客户和产品结构调整后带来毛利率提升、并有3家工厂投产后爬坡，22年公司在印尼将继续投产3个工厂，产能保持15%以上复合增速；（2）中期来看，公司在NIKE份额有望从4%提升至14%，并有望持续新签品牌及品牌优化；（3）长期来看，运动鞋代工集中度有望高于服装，公司扩产进度快于同行，有望超越裕元成为全球第一大供应商。

我们之前在中期策略时提出“风景这边更好”，此时此刻我们进一步判断纺服板块可能是消费板块中“下半年最亮的星”：（1）短期来看，对比其他消费板块性价比更高：在补库存+线上高增+净利率改善驱动下，相较19年恢复更好且估值更加便宜；

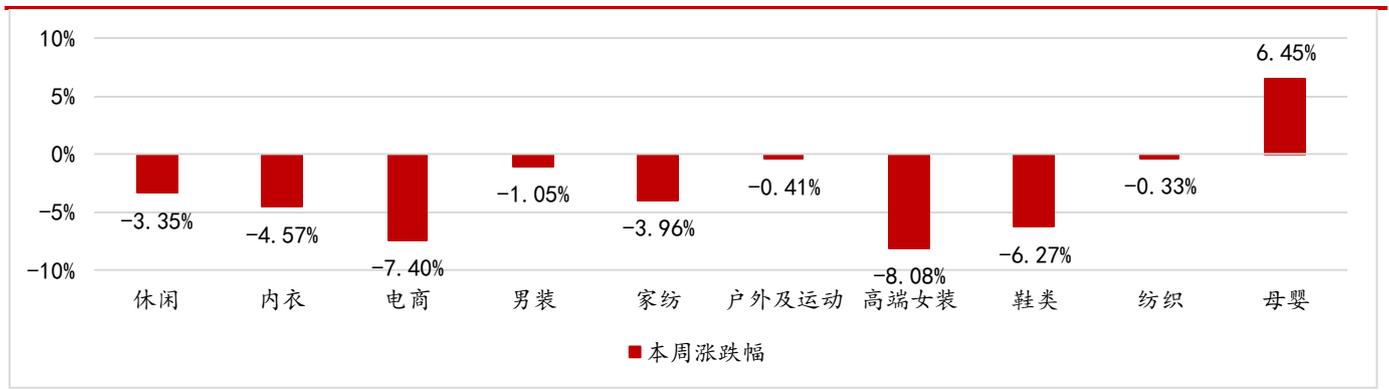
(2) 中期来看，秋冬订货会环比进一步改善（双位数增长）保证下半年增长；(3) 长期来看，直播社区电商等新模式带来的盈利模式变化有望打破传统痛点，提高板块估值中枢。

目前时点，我们推荐 2 条主线：(1) 继续推荐报喜鸟、百隆东方、安利股份、浙江自然。(2) Q3 有望迎来拐点品种：健盛集团、受益标的鲁泰 A。

2. 行情回顾：跑赢上证综指 1.05PCT

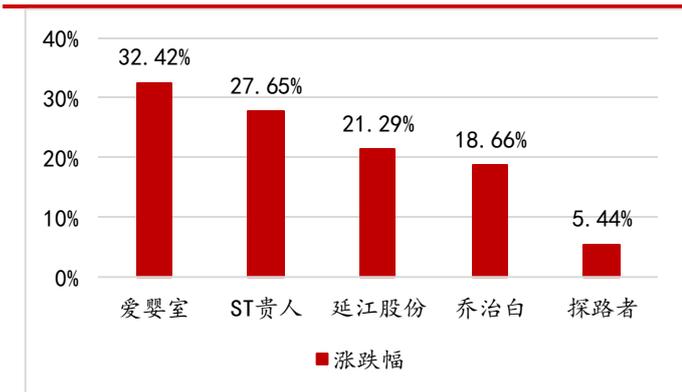
本周，上证综指下跌 4.31%，创业板指下跌 0.86%，SW 纺织服装板块下跌 3.26%，跑赢上证综指 1.05PCT、跑输创业板指 2.40PCT。其中，SW 纺织制造下跌 0.33%、SW 服装家纺下跌 3.96%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 42.49。本周，母婴表现最好，涨幅达 6.45%；女装表现最差，跌幅为 8.08%。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



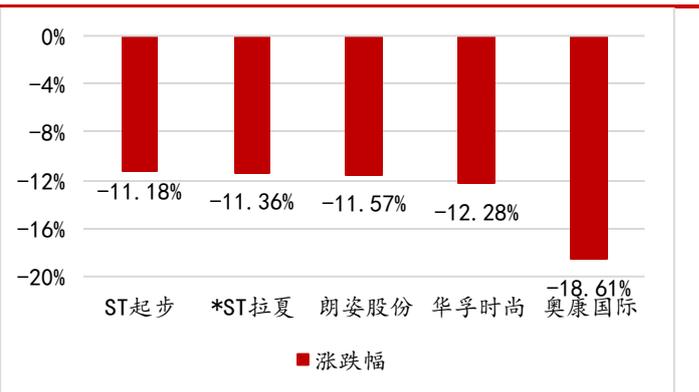
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)



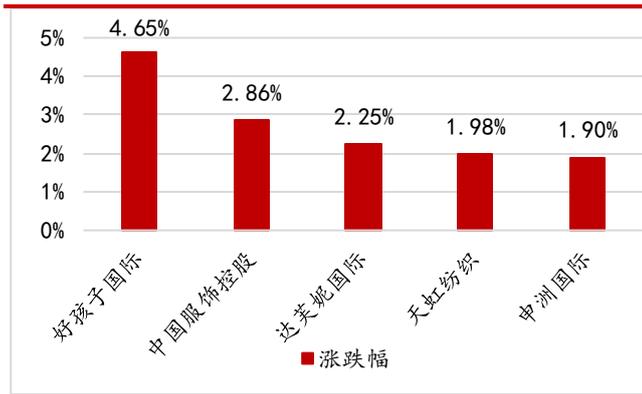
资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)



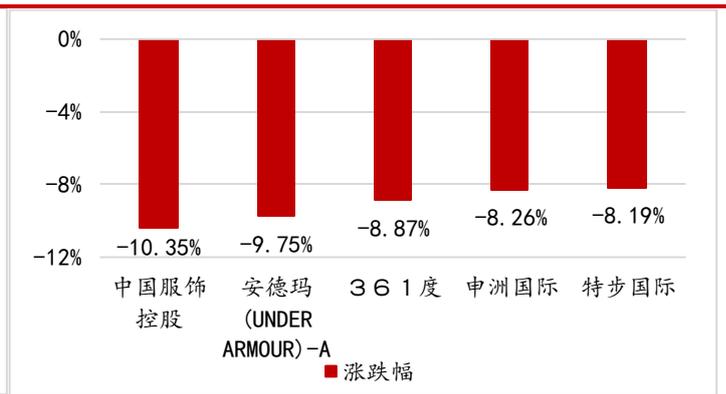
资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股 (%)



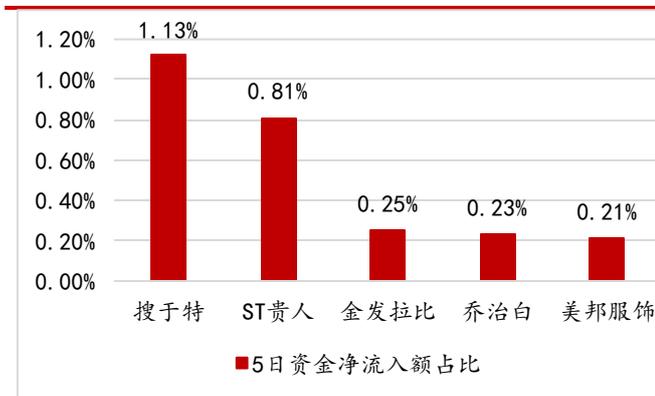
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%)



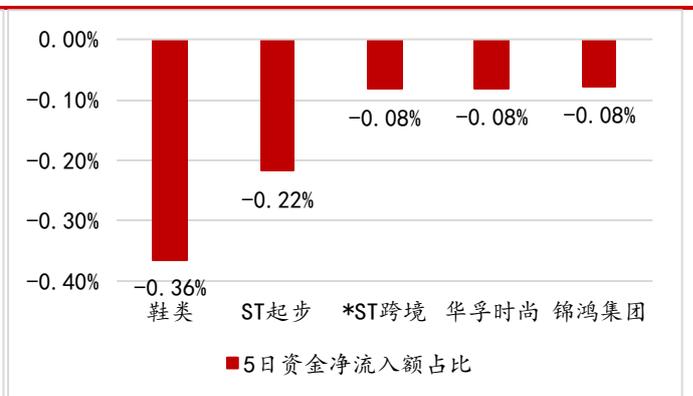
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



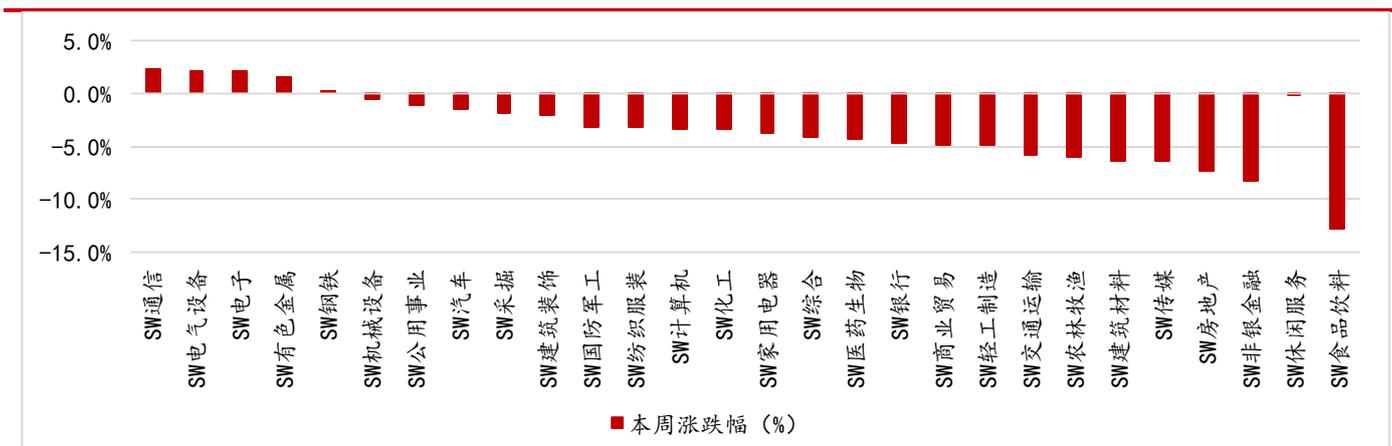
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 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

图 8 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 9 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. 行业数据追踪

3.1. 本周中国棉花价格指数上涨 2.54%；八月第一周（8.2-8.6） 储备棉轮出底价 16551 元/吨

截至 7 月 30 日，中国棉花 328 指数为 17,731 元/吨，本周上涨 439 元/吨、涨幅为 2.54%。截至 7 月 30 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 16051 元/吨，本周上涨 72 元/吨、涨幅为 0.45%。截至 7 月 29 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 15,790 元/吨，本周上涨 311 元/吨、涨幅为 2.01%。整体来看，本周内外棉价差为 1680 元/吨、较上周末扩大 367 元/吨。

根据 2021 年中央储备棉轮出的公告对中央储备棉轮出销售底价计算公式，八月第一周（8 月 2 日-8 月 6 日）轮出销售底价为 16551 元/吨（折标准级 3128B），较前一周上涨 380 元/吨。

图 10 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 11 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 行业新闻

4.1. Prada 集团上半年中国大陆销售额比疫情前增长 77%

Prada 集团提出, 春夏和秋冬时装秀大受好评, 持续提升了品牌的知名度和线上互动。值得注意的是, 这两场大秀都是由去年加盟 Prada 的比利时著名设计师 Raf Simons 与 Miuccia Prada 作为联合创意总监共同打造的。

这种“双驾马车”执掌创意设计的安排, 不仅壮大了品牌的传播声势, 也直接促进了品牌成衣产品的销售: 今年上半年, Prada 集团成衣销售额比 2020 年增长 71% 至 3.34 亿欧元, 比疫情前的 2019 年同期也增长了 24%, 是所有品类中表现最好的。

2021 上半财年, Prada 集团业绩的主要亮点还包括: 零售销售额同比强劲增长 60% 达到 12.81 亿欧元, 比 (疫情前的) 2019 年同期水平高出 8%, 值得一提的是, 这个成绩是在集团 17% 的门店仍处于关闭状态的情况下实现的。第二季度增速进一步加

快，较 2019 年同期实现两位数增长，集团预计增长势头还将持续。全价销售提振了盈利能力，息税前利润 (EBIT) 高于疫情前水平。电子商务连续第五个季度实现三位数增长。电子商务渠道目前占到 Prada 集团零售总额的 7%。从地区上看，亚太地区表现非常好，两个季度都较 2019 年同期实现了强劲的两位数增长。与 (疫情前的) 2019 上半财年相比，中国大陆销售额增长 77%、中国台湾销售额增长 74%，韩国增长 108%。在日本，由于政府在奥运会前实施的限制措施，销售额受到了影响。在欧洲，平均 36% 的门店暂时关闭影响了当地的销售额，集团预计一旦门店重新开业，销售额会部分恢复。当地顾客的强劲需求部分抵消了游客的不足。

美洲表现出了显著的改善，这主要是由当地消费者推动的，美洲所有国家的表现都很强劲。中东地区销售额持续增长，主要是受当地消费和部分游客的推动。Prada 集团在官方新闻稿中提到了其战略的重点：增加品牌动力和盈利能力。它表示，尽管疫情的影响仍在持续，集团对其品牌的投资战略推动了盈利的增长。全价销售加上严格的运营成本管理提升了盈利能力，使息税前利润高于疫情之前的水平，并产生了强大的营运现金流。通过严格控制线上线下的分销渠道、提升产品供应，进一步完善客户体验，集团对品牌进行了持续投资。Prada 集团首席执行官 Patrizio Bertelli 评论道：“我们在多个市场和产品品类的销售实现了强劲增长，这源于我们对品牌的承诺以及与客户建立更牢固的联系。尽管环境存在不确定性，我们仍提高了毛利率和集团的盈利能力。下半年的销售势头将保持强劲。我们的品牌有很大的潜力，我们将在中期释放更多。”此外，对 ESG (环境、社会和公司治理) 价值观的坚定承诺仍然是集团战略的核心，它将在秋季向市场披露可持续发展路线图。截至 6 月 30 日的 2021 上半财年，Prada 集团关键财务数据如下：

总净销售额同比增长 60% 至 15.01 亿欧元，按不变汇率计增长 66%；按不变汇率计，零售销售额同比增长 60% 至 12.81 亿欧元，比 2019 年同期增长 8%，第二季度增速加快；批发销售额较 2019 年同期下降 37% 至 1.96 亿欧元，符合集团削减批发业务的销售战略；息税前利润 (EBIT) 1.66 亿欧元 (占销售额的 11.1%)，高于 2019 年同期的 1.5 亿欧元 (占销售额的 9.6%)；净利润 9700 万欧元；营运现金流 3.16 亿欧元；净财务状况 (Net Financial Position) 为负的 1.02 亿欧元，较 2020 年 12 月 31 日报告的负 3.11 亿欧元有所改善。

各地区零售销售情况 (按不变汇率计)：欧洲销售额同比增长 19% 至 2.63 亿欧元，较 2019 年同期下降 29%；亚太 (除日本) 销售额同比增长 65% 至 5.99 亿欧元，较 2019 年同期增长 35%；美洲销售额同比增长 163% 至 2.32 亿欧元，较 2019 年同期增长 53%；日本销售额同比增长 25% 至 1.29 亿欧元，较 2019 年同期下降 25%；中东销售额同比增长 129% 至 0.59 亿欧元，较 2019 年同期增长 28%。

按品类 (不计批发渠道)：皮具销售额同比增长 51% 至 7.03 亿欧元，较 2019 年同期增长 4%；成衣销售额同比增长 71% 至 3.34 亿欧元，较 2019 年同期增长 24%；鞋履销售额同比增长 77% 至 2.24 亿欧元，较 2019 年同期增长 5%；其他销售额同比增长 63% 至 0.21 亿欧元，较 2019 年同期下降 23%。

按品牌 (不计批发渠道)：Prada 销售额同比增长 64% 至 11 亿欧元，较 2019 年同期增长 13%，受到了所有品类的推动；Miu Miu 销售额同比增长 43% 至 1.66 亿欧元，较 2019 年同期下降 8%，成衣品类表现尤其出色。期间 Miu Miu 还与美国经典牛仔品牌 Levi's (李维斯) 合作推出了 Upcycled by Miu Miu 牛仔服改造项目；Church's 销售额同比下降 1% 至 0.11 亿欧元，较 2019 年同期下降 52%；其他 (包括 Marchesi 和 Car Shoe)：销售额同比增长 59% 至 400 万欧元，较 2019 年同期下降 32%。

本周，法国两大奢侈品集团 LVMH 和开云 (Kering) 也相继发布了最新财报。2021 上半财年，LVMH 集团在销售额同比增长 56% 至 287 亿欧元，较 2019 年同期有机

增长 11%；开云集团在 2021 年上半财年销售额综合收入录得 80.47 亿欧元，在可比基础上，较 2020 年同期同比增长 54.1%，较疫情前的 2019 年同期增长 8.4%。

(原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/Y4asK1kJRjHYbwy7d8e1KQ>)

4.2. 爱马仕上半年销售额较疫情前激增 33%，手表珠宝表现亮眼

法国奢侈品集团爱马仕 (Hermès) 公布了 (截至 6 月底的) 2021 财年上半年关键财务数据，销售额同比增长 70% 至 42.35 亿欧元，第二季度的增长进一步加速。值得一提的是，爱马仕上半年的销售额比 (疫情前的) 2019 年同期增长了 33%，在迄今已发布上半年财报的奢侈品企业中 (包括 LVMH, Kering 和 Prada) 是表现最好的。不过，尽管 LVMH 集团整体的增长幅度不及爱马仕，但其时尚和皮具部门 (包括 Louis Vuitton, Dior, Fendi 等品牌) 上半年的销售额比 2019 年同期增长了 38%，增幅高于爱马仕。爱马仕集团执行主席 Axel Dumas 表示：“今年上半年的业绩本质上是出色的，同时也反映了我们经营模式的动力和弹性，这种模式将‘人’作为创造力和创新的源泉，同时将对绝对质量的要求置于核心位置。这些是我们手工生产方式的关键因素，也是我们产品的优势。我们有能力在坚守价值观的同时应对各种不确定性。”爱马仕表示，疫情对整个 2021 年的影响仍然难以评估，但“我们高度整合的工艺模式和平衡的分销网络，以及我们的产品创意和客户的忠诚度，使我们对未来充满信心。”截至 6 月底的 2021 上半财年，爱马仕集团关键财务数据如下：

销售额同比增长 70% 至 42.35 亿欧元 (按不变汇率计增长 77%)，比 (疫情前的) 2019 年同期增长 33%。其中第二季度销售额同比增长 119% (按不变汇率计增长 127%)，反映了良好的增长势头。经常性营业利润 17.22 亿欧元，占销售额的 41%。净利润 11.74 亿欧元，占销售额的 28%。按不变汇率计，门店销售额同比增长 81%，比 2019 年同期增长 41%。门店网络逐渐恢复和扩大，全球线上销售实现增长。按不变汇率计，批发销售额同比增长 46%，旅游零售业务依然萎靡不振。所有地区都实现了强劲增长，美国加速增长，欧洲开始复苏。

2021 财年上半年，爱马仕全球各市场业绩如下 (按不变汇率计)：

亚洲 (不包括日本)： 尽管一些国家在第二季度出台了新的防疫限制措施，但上半年销售额相比 2020 年同期依然实现了 87% 的增长，比 (疫情前的) 2019 年同期也增长了 70% —— 主要受到了大中华区强劲表现的推动，新加坡和泰国也在加速增长。今年 4 月，爱马仕在中国澳门新开了一家门店。北京国贸商城门店和澳大利亚布里斯班的一家门店经过翻修和扩建后重新开业。今年 6 月，首届 HermèsFit 健身活动在中国成都举行，活动重点展示了爱马仕的时尚配饰产品。

日本： 销售额同比增长 59%，比 2019 年同期增长 22%。尽管因疫情采取了新的限制措施，但得益于本土消费者的忠诚度，仍然实现了出色的业绩。2 月，品牌在东京表参道新开了一家门店。

美国： 销售额同比增长 115%，比 2019 年同期增长 25%。尽管受到了当地一些防疫限制，但第二季度仍加速增长，销售额与 2019 年第二季度相比增长 35%。6 月，品牌在底特律附近的特洛伊 (Troy) 新开了一家门店。

欧洲 (不包括法国)： 销售额同比增长 52%，比 2019 年同期下降 3%。法国销售额同比增长 35%，比 2019 年同期下降 16%。某些国家的疫情限制，以及游客的减少挫伤了该地区的销售额，但当地客户和在线销售增长部分抵消了业绩下滑。瑞士苏黎世的一家门店经过翻修和扩建后于 5 月重新开业。

爱马仕所有业务部门均实现增长，其中成衣和配饰、手表，以及其他业务线 (珠宝和家居) 增长显著。各业务部门业绩如下 (按不变汇率计)：皮具和皮具：销售额同比增长 63%，比 2019 年同期增长 50%，受到了 2020 年底重大 (产品) 交付的推动。

再版的经典产品和新产品的需求都一如既往的强劲，比如 Hermès Della Cavalleria 包。位于法国 Montereau 市的皮具工坊于 6 月投入使用，位于 Guyenne 市的皮具工坊将于 9 月开放。位于 Louviers、Ardennes 和 Auvergne 的生产基地将分别于 2022、2023 和 2024 年竣工。爱马仕将继续加强其在法国本土的产能，并创造就业机会。成衣和配饰：销售额同比增长 98%，比 2019 年同期增长 40%。爱马仕分别于 3 月和 6 月发布了女装成衣和男装成衣系列。丝绸和纺织品：销售额同比增长 72%，比 2019 年同期增长 6%。一条创新的印花生产线已经在法国里昂 (Lyon) 附近的工厂投产。香水和美容：销售额同比增长 65%，比 2019 年同期增长 17%。主要归功于新款男士香水 H24 的成功推出。美妆方面推出了 Rose Hermès，包括一系列腮红和淡彩唇膏。手表：销售额同比增长 121%，比 2019 年同期增长 80%。Hermès H08 男士手表成功推出。其他业务线：销售额同比增长 100%，比 2019 年同期增长 92%，主要是珠宝和家居产品。爱马仕以 Kelly 包为灵感推出了 Kellymorphose 珠宝系列。

今年上半年，爱马仕新招聘了 400 名员工，截至 2021 年 6 月底，集团共有 16966 名员工，其中法国员工 10607 人。

在公告中，爱马仕还强调了集团的可持续和社会责任举措。

爱马仕重申了到 2030 年的可持续发展目标，包括内部生产和相关供应链，与 2018 年相比温室气体绝对排放量将减少 50%。爱马仕还在 6 月重申了对可持续发展基金 3rd Livelihoods Carbon Fund 的承诺。

在教育方面，爱马仕成立了手工艺学徒培训中心 (l'École Hermès des savoir-faire)。此外，爱马仕企业基金会 Fondation d'entreprise Hermès 扩大了一项教育计划，向法国、意大利和英国的学校介绍手工业。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/GBckn1QljjrYeJL-MIKbzA>)

4.3. 棉花风波影响大，Nike 和 adidas 中国代理商宝胜销售连跌三个月

7 月 12 日：由于旗下渠道品牌 YYsports 胜道体育主要经销的多个运动品牌涉及 3 月底的新疆棉事件，宝胜国际（控股）有限公司 (3813.HK) 的 6 月综合营收同比大跌 12.1%，而且已经连跌三个月。而得益于制鞋业务的强劲复苏，宝胜国际母公司裕元工业（集团）有限公司 (0551.HK) 的营收持续扩大。宝胜国际的 6 月综合营收从 2020 年同期的 22.007 亿元人民币下跌至 19.35 亿元人民币；上半财年则仍有 11.4% 的增长，营收总计 130.747 亿人民币。共同为宝胜国际贡献超过 90% 营收的五大品牌中，Nike Inc. (NYSE: NKE) 耐克集团旗下的同名品牌以及 Converse 匡威、Adidas AG (ADSGn.DE) 阿迪达斯集团和 Puma SE (PUMG.DE) 彪马均为抵制新疆棉的 BCI (“良好棉花发展”) 协会成员。按收入计的世界两大体育用品集团 Nike Inc. 耐克与 Adidas AG 阿迪达斯都指出，新疆棉事件后中国市场的需求一度断崖式下跌，前者中国数字销售在 3-5 月罕见地呈现萎缩。这两大巨头都强调近月表现已逐步改善，他们管理层更着重重申对中国市场前景的信心。然而游走在敏感地带的西方品牌在寄望抵触情绪随时间淡化的同时，却看到越来越多中国消费者把转投国货品牌。

中国最大本土体育用品集团——安踏体育用品有限公司 (2020.HK) 上周公布，安踏品牌的二季度零售值按年攀升 35%-40%，Fila 品牌也有 30%-35% 的增长。李宁有限公司 (2331.HK) 更预计上半年收入同比增长超过 60%，并将录得不少于 18 亿元人民币的中期纯利。过去三个月安踏体育 (2020.HK) 累计上升 38%，市值升至 5,012 亿港元 (约合 544 亿欧元)，Adidas AG (ADSGn.DE) 亦上升了 14%，现市值达 688 亿欧元。不过在 2020 年净利润的维度上，安踏体育在 COVID-19 全球健康危机的背景下首

次超越 Adidas AG 阿迪达斯集团。宝胜国际在 5 月发布一季度业绩时，提出了全年综合营收高双位数增长和营业利润率 7% 的业绩目标。该集团首季营收较去年同期反弹 47.7% 至 73.07 亿元人民币，营业利润率达 7.1%。持有宝胜国际 62.19% 股份的裕元集团 6 月营收按年上涨 8.7% 至 7.877 亿美元，上半年营收增 17.7% 至 48.071 亿美元。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/9W-24k3rMa80WTpQdmPcxA>)

4.4. LVMH 集团：上半年净利较疫情前增长 62%

法国奢侈品巨头 LVMH 集团周一公布了（截至 2021 年 6 月 30 日的）2021 上半年财年关键财务数据。在去年疫情导致的萧条之后，奢侈品需求激增，推动其销售额和利润在今年上半年强劲反弹。截至 2021 年 6 月 30 日的 2021 上半财年，LVMH 集团关键财务数据如下：净利润飙升至 52.89 亿欧元，同比增长了 10 倍，与（疫情前的）2019 年同期相比增长了 62%。销售额同比增长 56% 至 287 亿欧元，较 2019 年同期有机增长 11%，超出分析师预期。其中在第二季度增长加速，第二季度销售额比 2019 年同期有机增长 14%。经常性营业利润（Profit from recurring operations）同比增长 4 倍多至 76.32 亿欧元，比 2019 年同期增长 44%。营业利润率达到 26.6%，较 2019 年同期增长 5.5 个百分点。营业自由现金流超过 50 亿欧元，是 2019 年同期的三倍多。

LVMH 集团表示：“在全球疫情导致 2020 年严重中断一年之后，今年上半年我们恢复了强劲的增长势头。”尤其值得一提的是，集团最大的业务——时装和皮具部门在 2021 上半财年实现了创记录的销售额，同比有机增长 81%，较 2019 年同期有机增长 38%。该部门的经常性营业利润为 56.6 亿欧元，同比增长三倍多，比 2019 年同期增长了 74%。集团表示，表现最亮眼的是 Louis Vuitton（路易威登）、Christian Dior（迪奥）、Fendi（芬迪）、Loewe（罗意威）和 Celine（思琳）。在财报后的电话会议上，LVMH 提到：Louis Vuitton 的表现“一如既往地出色，它拥有非凡的创造力和无与伦比的工艺，这是该品牌始终具备的独特基因。”Christian Dior “在各个产品类别中都有出色的增长”，并且“正努力通过推动各市场的增长来延续其强劲的势头”，包括翻新全球的一些重要门店。Fendi 的表现“继续强劲，受到了标志性产品和新产品的推动。”Loewe “在 Jonathan Anderson 的带领下，以数字概念继续为该品牌带来新鲜感和兴奋感，包括墙上时装秀 ‘Show-on-the-Wall’ 和最近成功推出的新款 Goya 包。”从地区上看，亚洲和美国自今年以来销售额大幅增长，欧洲也在逐步复苏。从业务角度看，美国珠宝商 Tiffany（蒂芙尼）正在被顺利整合。“葡萄酒和烈酒部门也恢复了”，香槟和干邑再次受到青睐。包括美容连锁店 Sephora（丝芙兰）和免税店 DFS 在内的精品零售部门受疫情打击相对更严重，但其销售额在第二季度也有所回升。LVMH 首席执行官 Bernard Arnault 在一份声明中表示：“LVMH 收获了一个非常好的半年业绩，尽管仍处于全球危机之中，但我们正从疫情期间的持续创新和业务投资中受益。”他补充说：“在当前的背景下，随着我们走出疫情危机，见证全球经济复苏，我相信 LVMH 处于一个非常有利的地位，我们将在 2021 年继续增长，并进一步加强我们作为全球奢侈品市场领导者的地位。”Hargreaves Lansdown 的分析师 Susannah Streeter 说：“疫情下勒紧裤带的局面已经结束了，后疫情时代，LVMH 的顾客一直在挥霍地购买一些小型奢侈品。”

LVMH 集团的首席财务官 Jean-Jacques Guiony 在分析师电话会议上表示：中国的需求仍然会像集团过去评估的一样强劲，“我们没有看到中国消费者的行为模式有任何改变的迹象，而且不仅是时尚和皮具业务，所有品类都持续强劲……相当长的一段时间以来，中国的需求一直保持在良好的水平。”

当被问及美国、中国和欧洲消费者的增长，Jean-Jacques Guiony 指出：美国消费者的增长最快。至于中国消费者，他说：“中国的增长与我们主要品牌的增长是一致的。与去年以及 2019 年相比，中国客户所占比重都相当稳定。”至于欧洲消费者，

在整个业务中所占的份额要小很多。但他强调，“尤其是 Louis Vuitton，我们在欧洲客户那里看到了非常好的进展，增幅超过 50%……但这还不足以抵消旅游业缺失带来的负面影响。但不管怎样，这已经是相当大的成就。”

关于时尚和皮具业务中的数字化趋势，Jean-Jacques Guiony 表示：“对于时装和皮具业务来说，数字化在很大程度上是一场零和游戏（zero-sum game）。基本上，如果你在网上购买了（某件商品），你就不会在实体店购买（它），反之亦然。对于我们来说，无论是在网上还是在实体店，哪里产生销售都是一样的。”关于如何规划在 Farfetch 和 Mytheresa 等第三方奢侈品电商平台的时装和皮具业务，Jean-Jacques Guiony 说：“无论我们在哪个第三方平台经营，尤其是在中国，我们必须考虑的问题是，开展业务的成本是多少？从中介成本的角度来看，这些平台最终会变得特别昂贵。所以我们的考虑是，不通过第三方平台扩大全球业务规模，因为它的销售成本比我们自己开展业务更高。所以我不认为这种模式对我们的时装和皮具业务有意义。”他补充说：“但在其他品类中，答案可能是不同的。例如，我们在化妆品方面完全接受电子批发平台，因为我们认为这不是一场零和游戏，便捷是客户需求的一部分。但在时装和皮具业务上，便捷没有门店体验来的重要。”上周，LVMH 表示将收购美国设计师品牌 Off-White 60% 的股份，同时扩大设计师 Virgil Abloh 在集团内的角色。Off-White 是 Louis Vuitton 男装设计总监 Virgil Abloh 创立的街头服饰品牌。

自去年 6 月以来，LVMH 集团的股价上涨了 70% 以上，使该集团成为欧洲市值最大的公司，其老板 Bernard Arnault 一度超越了亚马逊创始人 Jeff Bezos 成为世界首富。LVMH 集团当前市值 3399 亿欧元（按本周一收盘价 673.4 欧元/每股计算）。根据“福布斯全球亿万富豪排行榜”实时榜单，目前 Bernard Arnault 及其家族以 1909 亿美元的资产净值位列榜单第二。

截至 6 月的 2021 上半财年，LVMH 集团各部门关键财务数据如下：时尚和皮具部门销售额同比增长 74%（有机增长 81%）至 138.63 亿欧元。与 2019 年同期相比，该部门的销售额有机增长了 38%。葡萄酒和烈酒部门销售额同比增长 36%（有机增长 44%）至 27.05 亿欧元。与 2019 年同期相比，该部门销售额有机增长了 12%。香水和化妆品部门销售额同比增长 31%（有机增长 37%）至 30.25 亿欧元。与 2019 年同期相比，该部门销售额有机下降 3%。手表和珠宝部门销售额同比增长 3.1 倍（有机增长 71%）至 40.23 亿欧元。与 2019 年同期相比，该部门销售额有机增长了 5%。精品零售部门销售额同比增长 5%（有机增长 5%）至 50.85 亿欧元。与 2019 年同期相比，该部门销售额有机下降了 25%。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/oYzlw1Xcl9MMbBt01Bme4Q>）

4.5. Armani 集团发布最新财报，中美市场强劲复苏

由意大利时装设计大师 Giorgio Armani 执掌的阿玛尼集团（Armani Group）公布了 2020 财年以及（截至今年 6 月的）2021 上半财年的关键财务数据。集团表示，可能要到明年才能完全从疫情中恢复过来。

2020 财年阿玛尼集团关键财务数据如下：包括授权在内的全球总销售额下降 21% 至 33 亿欧元；综合净销售额下降 25% 至 16 亿欧元；息税折旧摊销前利润（EBITDA）下降 1.8% 至 2.63 亿欧元；营业亏损（EBIT）为 2900 万欧元；净利润下降 27.4% 至 9000 万欧元。2020 财年大部分销售下滑发生在上半年。当时突发疫情，迫使商店关闭，国际旅行陷入停滞，全球奢侈品销售出现多年来的首次大幅下降。

阿玛尼集团副总经理 Giuseppe Marsocci 说：“2020 年的销售额下滑不仅归因于疫情，而且也符合 Giorgio Armani 自己的‘少即是多’（less is more）的战略原则。”

阿玛尼集团从 2018 年春季开始精简品牌组合，目标是在竞争日益激烈的、不断变化的市场中，强化单个品牌并最大限度地发挥单个品牌的潜力，专注于 Giorgio Armani、Emporio Armani 和 Armani Exchange 等三大品牌。而 Armani Collezioni 和 Armani Jeans 两个品牌已经被分别并入 Emporio Armani 和 Armani Exchange。

董事长兼首席执行官 Giorgio Armani 曾在去年 4 月表示：“奢侈品不能也不应该太快”，当前的紧急情况表明，“谨慎而明智的减速是唯一的出路，这条路最终将为我们的工作带来价值。最终，终端客户也将认识到它真正的重要性和价值。”

Giorgio Armani 在最新的财报中说：“目标是到 2022 年恢复到疫情前的水平，包括授权在内的总销售额超过 40 亿欧元，综合净销售额超过 20 亿欧元。”

Armani Group 报告，2021 上半财年总销售额同比增长了 34%（按不变汇率计增长 38%），“今年以来中国和美国销量强劲复苏，最近欧洲也出现复苏”。这半年里，不包括批发和授权业务的直销零售渠道的销售额同比增长了 59%。

集团预计“如果今年下半年不出现因新冠疫情而大规模关闭门店的情况，”根据目前的销售趋势，“整个 2021 年的利润率将大幅提高”。阿玛尼集团表示，2021 上半年财务状况显著改善，净现金和现金等价物达到 10.88 亿欧元，“确保了集团中长期稳定和增长所需的财务资源”。Giorgio Armani 说：“尽管疫情尚未解决，但 2021 年前几个月的复苏结果已经接近 2019 年，再加上阿玛尼集团在面对 2020 年疫情最困难的时期所表现出的韧性，我感到非常乐观，我决定坚持中长期战略道路，一如既往地关注质量，并忠于我的美学哲学。”

今年 4 月，86 岁的 Giorgio Armani 透露正在重新考虑 Armani（阿玛尼）品牌作为一个独立经济实体的身份，而且有可能与一家成熟的意大利集团合作。之后关于 Armani 继任计划的猜测越来越多。

本月早些时候，路透社报道有消息人士透露，意大利 Exor 集团首席执行官、阿涅利（Agnelli）家族第五代家族掌门人 John Elkann 已经与 Giorgio Armani 探讨过合并的可能性，希望打造出一个以 Ferrari（法拉利）品牌为核心的、多品牌奢侈品集团。但 Armani 和 Exor 否认了这一传言。不过今年 3 月，Armani 与 Exor 控股的法拉利（Ferrari）续签了多年合作协议。Armani 宣布将“为所有 Scuderia Ferrari 车队的赛道外活动生产品牌服装”。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/aLR3uCWat8RQeUbT2LF48g>）

5. 风险提示

疫情二次爆发；原材料波动风险；系统性风险

表 1 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	
						2021E	2022E	2021E	2022E
H 股	1234.HK	中国利郎	买入	4.86	58.20	0.66	0.74	6.11	5.45
	2331.HK	李宁	买入	81.90	2043.36	0.93	1.17	73.09	58.10
	2020.HK	安踏体育	买入	169.30	4576.74	2.83	3.45	49.65	40.73
	3998.HK	波司登	买入	4.85	524.38	0.20	0.25	20.13	16.10

A 股	300979	华利集团	买入	91.52	1068.04	2.45	3.14	37.36	29.15
	300218	安利股份	买入	19.61	42.55	0.69	0.98	28.42	20.01
	605080	浙江自然	买入	54.95	55.57	2.19	2.97	25.09	18.50
	003016	欣贺股份	买入	12.81	55.30	0.63	0.78	20.33	16.42
	601339	百隆东方	买入	5.33	79.95	0.77	0.85	6.92	6.27
	002154	报喜鸟	买入	5.42	65.99	0.38	0.50	14.26	10.84
	603877	太平鸟	买入	49.10	234.07	2.06	2.67	23.83	18.39
	603587	地素时尚	买入	21.61	103.99	1.53	1.78	14.12	12.14
	603558	健盛集团	买入	8.23	32.34	0.68	0.92	12.10	8.95
	300577	开润股份	买入	16.63	39.94	0.97	1.46	17.14	11.39
	002293	罗莱生活	增持	11.39	94.22	0.86	1.00	13.24	11.39
	002832	比音勒芬	买入	23.72	130.43	1.11	1.36	21.37	17.44
	002563	森马服饰	买入	9.73	262.13	0.58	0.68	16.78	14.31
	600398	海澜之家	买入	7.12	307.56	0.69	0.82	10.32	8.68
	002127	南极电商	增持	10.26	251.87	0.60	0.77	17.10	13.32
	603808	歌力思	增持	14.50	53.52	1.09	1.27	13.30	11.42
	002327	富安娜	买入	7.27	60.13	0.78	0.91	9.32	7.99
	603365	水星家纺	买入	13.21	35.23	1.31	1.49	10.08	8.87
	600400	红豆股份	增持	2.94	74.48	0.08	0.08	36.75	36.75
	002780	三夫户外	增持	16.93	24.61	0.21	0.39	80.62	43.41

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 港元=0.83 元人民币; 收盘价和市值均采用 2021 年 7 月 23 日收盘数据。

表 2 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	全球	7.16%	8.61%	7.46%	-4.38%	-0.62%	8.89%	-4.36%	30.84%	
		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%	14.03%	88.12%
		亚太/中国		33%/68%							
	Adidas	全球	4%	4%	6%	10%	-19%	-35%	-6.96%	-16.06%	20.25%
		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%	9%	
		亚太区					-12%	15.60%	-1.9%	11.8%	
	斯凯奇	全球	2.13%	10.91%	15.10%	23.13%	-2.70%	-42.04%	-3.92%	-0.45%	14.98%
		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%	9.32%	118.92%	
	大中华区										
安德玛	全球	1.63%	1.44%	-0.94%	3.69%	-22.79%	-40.62%	-19.73%	-20.44%	35.15%	
	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%	145.97%	238.89%
		大中华区									
	京东	全球	20.93%	22.89%	28.71%		20.75%	33.78%	28.38%	29.28%	38.97%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	大中华区										
	RealReal	全球	51.06%	55.00%	32.8%	12.92%	-19.69%	-3.19%	-5.65%	26.30%	
	大中华区										
	阿里巴巴	全球	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	32.00%	30.00%	63.94%	
	大中华区										
	Zalando SE	全球	13.2%	20.10%	26.70%	20.3%	10.60%	27.43%	21.61%	26.43%	46.82%
	大中华区										
	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%	-11.65%
	大中华区										
	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%	-13.53%	89.42%
	大中华区										
	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%	-27.60%	128.78%
	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%	-25%	61.43%
	大中华区										
	Steven Madden	全球	5.64%	12.44%	8.47%	5.74%	-12.60%	-	67.91%	-30.25%	-25.36%
	大中华区										
	卡骆驰	全球	4.52%	9.42%	19.80%	21.76%	-5.00%	-7.62%	15.66%	4.65%	63.64%
	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										
	Farfetch	全球	-14.29%	16.67%	35.71%	36.84%	-11.54%				
	大中华区										
	LVMH	全球				14.68%	-15.00%	-27.00%	-21%	-3%	
	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%	-20.4%	
	大中华区										
	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%		
	大中华区										
	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%	-50.9%	4.8%	-75%	-5.68%
	大中华区							30%			
	Capri	全球	11.89%	15.08%	9.25%	-11.31%	-66.49%	-23.02%	-17.12%	-9.22%	
	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										
	雅诗兰黛	全球	-12.00%	8.68%	4.56%	16.00%	-22.57%	-30.77%	42.11%	25.93%	-12.00%
	大中华区										
		大中华区	-11.43%	0.00%	20.97%	21.33%	-25.27%	-2.94%	18.18%	44.87%	-11.43%

资料来源: wind, 华西证券研究所

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，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。