

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

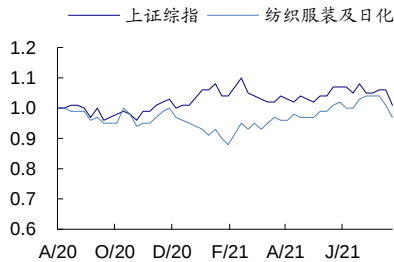
双周报 202112 期

超配

(维持评级)

2021 年 08 月 04 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《纺织服装行业重大事件快评: 看好运动板块政策暖风与强势基本面提振市场信心》——2021-08-04
《纺织服装 8 月投资策略: 中报季来临, 把握加仓良机》——2021-08-02
《双周报 202111 期: 看好内生增长强劲的绩优企业》——2021-07-16
《纺织服装 2021 年中报前瞻: 看好中报季绩优企业表现, 聚焦持续成长动能》——2021-07-12
《运动品牌行业专题: 运动长青, 国货崛起的荆棘与曙光》——2021-07-06

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391
E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040004

行业周报

把握估值回调后的加仓良机

● 行情回顾

近两周, A 股纺织服装板块涨幅榜前五的公司分别为乔治白、搜于特、台华新材、欣龙控股、伟星股份; 港股纺织服装板块涨幅榜前五的公司分别为普拉达、卡宾、申洲国际、虎都、江南布衣。

● 数据跟踪

2021 年 6 月, 服装零售当月同比+12.8%, 环比+0.5%; 穿类商品网上零售同比+24.1%, 环比-4.1%; 中国纺织品出口金额同比-22.5%, 环比 0%; 出口金额: 中国服装同比+17.7%, 环比 0%。8 月 4 日, 328 棉花价格指数(元/吨)为 17584, 环比+3%; 内外棉价差(元/吨)为 1994。2021 年 7 月重点关注的抖音旗舰店方面, 运动户外中鸿星尔克官方旗舰店冲入榜单第 1 名, adidas 官方旗舰店从第 1 名下滑至第 2 名, 李宁旗舰店从维持第 3 名, 安踏旗舰店维持第 4 名, 中国李宁旗舰店从第 8 名上升至第 5 名, 特步旗舰店从第 18 名上升至第 17 名, 匹克旗舰店从第 35 名上升至第 28 名; 男装中, 海澜之家服饰旗舰店从第 4 名下滑至第 9 名, 太平鸟男装从第 14 名下滑至第 20 名; 女装中, Tennie Weenie 维持第 1 名, 太平鸟女装旗舰店从第 3 名下滑至第 4 名, 森马官方旗舰店从第 26 名下滑至第 59 名, 波司登旗舰店从百名之后上升至第 21 名。

● 行业动态

海外新闻和业绩方面, 国务院日前印发《全民健身计划(2021-2025 年)》带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。

● 风险提示

1. 疫情反复多次冲击; 2. 企业恶性竞争加剧; 3. 全球经济修复慢于预期; 4. 汇率与原材料价格大幅波动。

● 投资建议

今年上半年纺服板块呈现供需两旺的景气趋势, 我们持续看好品牌力、产品力领先, 经营效率与健康度领先的优质企业。短期市场非基本面影响下估值回调带来优质个股加仓良机, 我们港股重点推荐申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏、波司登、特步国际, A 股重点推荐森马服饰、华利集团、太平鸟。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
02313	申洲国际	买入	143.65	2144	4.24	5.04	33.9	28.5
02020	安踏体育	买入	140.74	3804	3.02	3.85	46.6	36.6
02331	李宁	买入	66.50	1698	1.46	1.73	45.4	38.5
06110	滔搏	买入	8.46	559	0.52	0.62	16.3	13.7
03998	波司登	买入	4.20	436	0.19	0.24	22.1	17.3
01368	特步国际	买入	9.14	236	0.28	0.34	32.9	27.0
002563	森马服饰	买入	9.89	262	0.62	0.72	15.9	13.8
300979	华利集团	买入	16.89	1068	2.30	2.83	41.3	33.4
603877	太平鸟	买入	48.50	234	2.05	2.55	23.7	19.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行情回顾

近两周，A股纺织服装板块涨幅榜前五的公司分别为乔治白、搜于特、台华新材、欣龙控股、伟星股份；港股纺织服装板块涨幅榜前五的公司分别为普拉达、卡宾、申洲国际、虎都、江南布衣。

表 1: A 股与港股纺织服装板块涨跌幅前五名

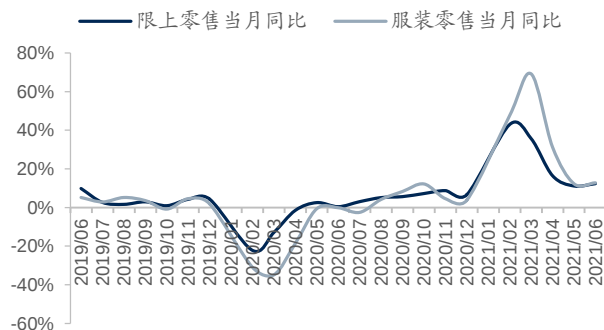
A 股纺织服装板块涨跌幅前五						港股纺织服装板块涨跌幅前五					
涨幅前五名			跌幅前五名			涨幅前五名			跌幅前五名		
股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
002687.SZ	乔治白	18.8%	600146.SH	*ST 环球	-23.7%	1913.HK	普拉达	17.2%	1368.HK	特步国际	-18.7%
002503.SZ	搜于特	17.6%	603157.SH	拉夏贝尔	-21.3%	2030.HK	卡宾	8.6%	1982.HK	南旋控股	-10.8%
603055.SH	台华新材	9.9%	601566.SH	九牧王	-16.3%	2313.HK	申洲国际	5.3%	0860.HK	力世纪	-10.7%
000955.SZ	欣龙控股	5.4%	002612.SZ	朗姿股份	-16.1%	2399.HK	虎都	5.0%	0330.HK	思捷环球	-10.0%
002003.SZ	伟星股份	5.1%	002042.SZ	华孚时尚	-14.8%	3306.HK	江南布衣	4.9%	3608.HK	永盛新材料	-9.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

数据跟踪

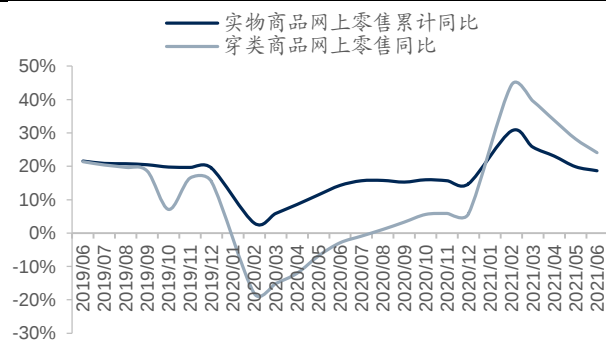
2021 年 6 月，服装零售当月同比+12.8%，环比+0.5%；穿类商品网上零售同比+24.1%，环比-4.1%；中国纺织品出口金额同比-22.5%，环比 0%；出口金额：中国服装同比+17.7%，环比 0%。8 月 4 日，328 棉花价格指数（元/吨）为 17584，环比+3%；内外棉价差（元/吨）为 1994。

图 1: 社会消费品零售总额和服装零售当月同比



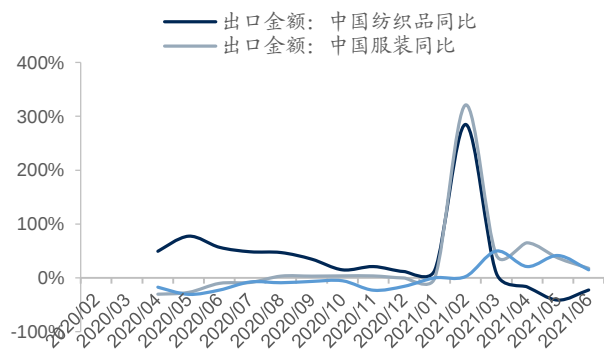
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 实物商品网上零售和穿类商品网上零售累计同比



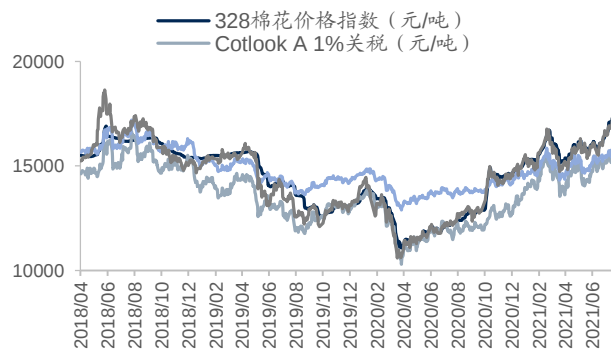
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 出口金额当月同比: 中国纺织品和服装、越南纺织品



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

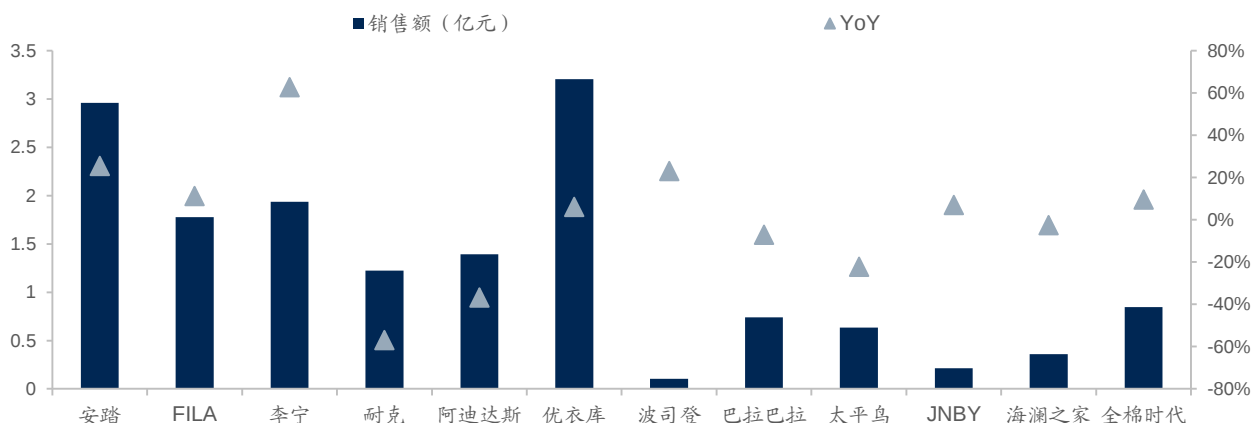
图 4: 内外棉价相关指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

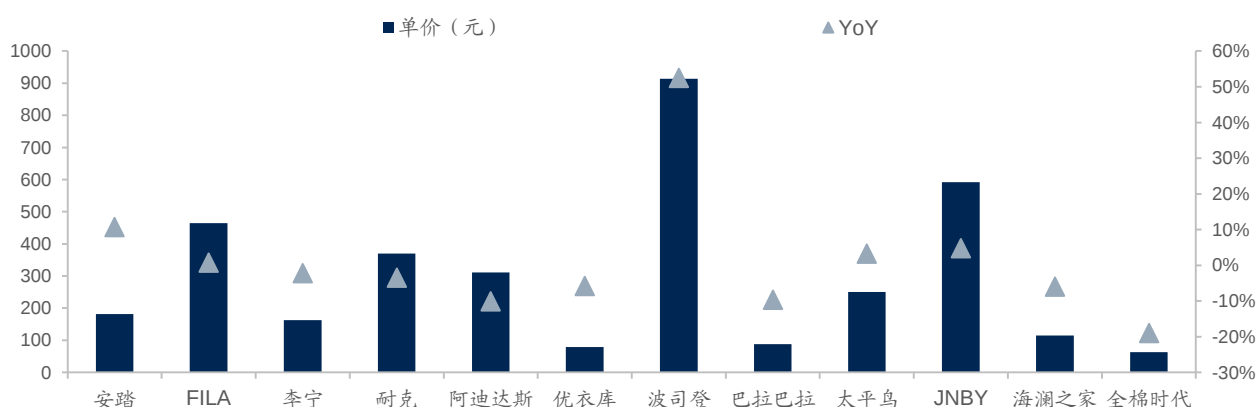
2021年7月重点关注的天猫官方旗舰店中，销售额前三为优衣库、安踏、李宁，分别同比增长6.1%、25.5%、62.7%。

图 5：天猫旗舰店月度销售额和同比情况



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

图 6：天猫旗舰店月度销售单价和同比情况



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

2021年7月运动户外销售额前三的抖音小店分别为鸿星尔克官方旗舰店、adidas官方旗舰店、李宁旗舰店；女装销售额前三的抖音小店分别为TeenieWeenie旗舰店、四季青林宏武服饰批发店、太平鸟女装旗舰店；男装销售额前三的抖音小店分别为TCH旗舰店、李宁旗舰店、乔治汤米旗舰店。

2021年7月重点关注的抖音旗舰店方面，运动户外中鸿星尔克官方旗舰店冲入榜单第1名，adidas官方旗舰店从第1名下滑至第2名，李宁旗舰店从维持第3名，安踏旗舰店维持第4名，中国李宁旗舰店从第8名上升至第5名，特步旗舰店从第18名上升至第17名，匹克旗舰店从第35名上升至第28名；男装中，海澜之家服饰旗舰店从第4名下滑至第9名，太平鸟男装从第14名下滑至第20名，GXG官方旗舰店从第15名下滑至第25名；女装中，Tennie Weenie维持第1名，太平鸟女装旗舰店从第3名下滑至第4名，森马官方旗舰店从第26名下滑至第59名，乐町服饰旗舰店从第43名上升至第25名，dzzit官方旗舰店从第70名上升至第45名，朗姿旗舰店从第91名上升至第47名，波司登旗舰店从百名之后上升至第21名。

表 2：2021 年 7 月运动户外、女装和男装抖音小店前十榜单销售额和单价

运动户外				女装			男装		
排名	抖音小店	销售额 (万元)	单价 (元)	抖音小店	销售额 (万元)	单价 (元)	抖音小店	销售额 (万元)	单价 (元)
1	鸿星尔克官方旗舰店	14700.0	160.7	TeenieWeeni 旗舰店	8879.6	426.9	TCH 旗舰店	1346.6	748.1
2	adidas 官方旗舰店	9958.7	271.4	四季青林宏武服饰批发店	5941.9	90.7	李宁旗舰店	937.8	130.3
3	李宁旗舰店	3037.6	115.1	太平鸟女装旗舰店	5064.5	244.7	乔治汤米旗舰店	937.1	54.2
4	安踏旗舰店	2887.6	136.2	晶咕女装旗舰店	4906.7	154.3	广州大缘二号店	899.1	63.3
5	中国李宁旗舰店	2340.3	91.8	我是懒猫 nono	4666.5	486.1	VUUG 旗舰店	778.1	116.1
6	鸿星尔克运动旗舰店	1733.4	156.2	PSALTER 诗篇旗舰店	4572.7	644.0	波司登畅销全球 72 国旗舰店	761.2	1049.9
7	斯凯奇旗舰店	1679.3	349.9	校长本校	4484.4	100.1	F426 旗舰店	749.5	166.6
8	斯凯奇华斌专卖店	1124.7	296.0	罗拉密码 1 号优品店	4471.7	124.2	柒牌旗舰店	727.1	137.2
9	运动第一站	1099.5	354.7	mimiusululu	4433.8	100.3	海澜之家服饰旗舰店	714.4	73.6
10	鸿星尔克心聚缘专卖店	810.8	202.7	音儿旗舰店	4288.6	809.2	森马官方旗舰店	697.7	81.1

资料来源：蝉妈妈，国信证券经济研究所整理

表 3：2021 年 4-7 月重点关注公司运动户外、男装和女装抖音小店销售额和单价

运动户外		4 月			5 月			6 月			7 月		
	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	
adidas 官方旗舰店	-	-	-	5	1208	188.8	1	8784.6	232.4	2	9,958.7	4979.4	
李宁旗舰店	1	2864.9	215.4	2	1548.3	178	3	1107.2	155.9	3	3,037.6	1012.5	
安踏旗舰店	2	2052.8	157.9	4	1382.3	142.5	4	1033.8	127.6	4	2,887.6	721.9	
中国李宁旗舰店	5	1137.1	153.7	8	978.1	146	8	727.2	148.4	5	2,340.3	468.1	
特步旗舰店	6	1128.1	122.6	13	759.1	138	18	449.9	118.4	17	693.9	40.8	
匹克旗舰店	8	979	188.3	17	631.7	166.2	35	289.6	206.9	28	455.5	16.3	
FILA 旗舰店	30	235.1	472.1	-	-	-	69	184.5	530.2	-	-	-	
男装	4 月			5 月			6 月			7 月			
	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	
海澜之家服饰旗舰店	12	819.8	74.5	1	2076.8	71.4	3	1308.5	77	9	714.4	73.6	
太平鸟男装旗舰店	20	641.2	206.8	12	900.1	183.7	14	815.5	181.2	20	528.2	251.5	
GXG 官方旗舰店	13	793.9	233.5	51	453.5	206.1	15	784.9	196.2	25	462.2	210.1	
利郎男装旗舰店	-	-	-	-	-	-	45	333.3	139.0	-	-	-	
美特斯邦威服饰旗舰店	38	451.6	88.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
女装	4 月			5 月			6 月			7 月			
	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	排名	销售额	单价	
TeenieWeenie 旗舰店	1	7765.3	424.3	1	9710.5	420.4	1	10400	385.2	1	8881.2	427.0	
太平鸟女装旗舰店	5	4731.9	220.1	4	7369.1	249	3	8609	315.3	4	5064.5	244.7	
森马官方旗舰店	-	-	-	25	2592.4	70.8	26	2621.6	80.4	59	1699.2	100.5	
乐町服饰旗舰店	-	-	-	46	1919	231.2	43	2106.5	153.8	25	2826.8	224.3	
dzzit 旗舰店	-	-	-	87	1390	534.6	70	1731.8	641.4	45	1954.2	592.2	
朗姿官方旗舰店	29	2246	1020.9	58	1787.9	941	91	1446	1032.9	47	1890.6	859.4	
波司登畅销全球 72 国旗舰店	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21	3507.3	1169.1	

资料来源：蝉妈妈，国信证券经济研究所整理

备注：“-”表示当月没有数据的店铺未进入当月销售额前 100 名。

行业动态

行业新闻和海外业绩

8月4日, Under Armour 在截至6月30日的三个月内, 销售额同比大涨 91% 至 14 亿美元, 净利润为 1.1 亿美元。报告期内, Under Armour 北美地区销售额大涨 101% 至 9.1 亿美元, 国际市场也猛涨一倍至 4.46 亿美元, 其中欧洲、中东和非洲地区大涨 133%, 中国所在的亚太地区增长 56%, 拉丁美洲猛涨 317%。(Ladymax)

8月3日, 国务院日前印发《全民健身计划(2021-2025年)》, 提出了到2025年, 全民健身公共服务体系更加完善, 人民群众体育健身更加便利, 健身热情进一步提高, 各运动项目参与人数持续提升, 经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%, 县(市、区)、乡镇(街道)、行政村(社区)三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖, 每千人拥有社会体育指导员 2.16 名, 带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。(国务院)

8月3日, 维密于美国时间周一正式独立上市, 股票代码“VSCO”, 开盘即上涨逾 3%, 收盘价为 45.99 美元, 上涨 2.68%。延续去年的优秀业绩, 今年第一季度维密录得 73.9% 的强劲增幅。而据此前发布的盈利预喜, 维密第二季度收入也大涨 76% 至 11 亿美元。(Ladymax)

8月3日, 在截至6月30日的6个月内, 卡宾销售额同比大涨 37.9% 至 6.6 亿元, 毛利率由 48.6% 增至 53.1%, 净利润增长 1.9% 至 1.18 亿元。截至周一收盘, 卡宾股价大涨 5.63% 至 4.13 港元, 市值约为 27 亿港元。(Ladymax)

8月2日, 佐丹奴在第二季度迎来强劲复苏, 销售额同比大涨 44% 至 8.12 亿元, 其中中国内地销售额增长 18.2% 至 1.75 亿元, 香港及澳门上涨 3.3% 至 9400 万元, 亚太其他地区销售额则为 2.48 亿元, 同比飙涨 119.5%。(Ladymax)

8月2日, 据拼多多消息, 随着冬奥会的临近, 中国消费者对本土体育品牌的认可度不断攀升, 国潮运动火爆。多款运动商品成下单爆品, 滑雪用品销量在夏季就持续飙涨。据国家体育总局数据, 中国运动人数正以 39% 的速率在增长, 预计 2025 年将达到 5 亿人。(Ladymax)

7月30日, Prada 集团上半年收入同比大涨 60% 至 15.01 亿欧元, 息税前利润达到 1.66 亿欧元。零售销售额增长 60%, 电商业务连续第五个季度实现三位数增长, 占零售渠道 7%, 批发渠道因集团控制分销而下跌 37%。(Ladymax)

7月30日, Puma 在6月30日的三个月内收入同比大涨 95.8% 至 15.9 亿欧元, Puma 上半年销售额也大涨 54% 至 31.4 亿欧元, 与 2019 年同期相比也大涨逾 30%。首席执行官表示, 预计全年销售额将录得 20% 的增长, EBIT 将在 4 亿至 5 亿欧元之间。(Ladymax)

7月30日, 堡狮龙日前发布业绩预喜, 预计在截至6月30日的12个月内, 集团净亏损将在 1.5 亿至 1.6 亿港元之间, 同比收窄 59.2% 至 56.5%, 上年同期净亏损为 3.68 亿港元。(Ladymax)

7月29日, 安奈儿发布业绩快报, 上半年营收同比大涨 26.37% 至 6.21 亿元, 净利润录得 4531.36 万元, 上年同期为亏损 1430.65 万元。由于 2021 年上半年全国疫情在部分地区仍有反复, 该公司第二季度业绩增速有所放缓。(Ladymax)

7月29日，申洲国际发布公告称，为配合越南政府的隔离措施，公司位于越南西宁省的制衣工厂暂停营运，西宁省布料生产基地和胡志明市制衣工厂分别按其正常产能的30%、33%营运。(Ladymax)

7月28日，开云集团上半年收入同比大涨49.6%至80.47亿欧元，可比销售额增幅为54.1%，净利润猛涨159%至14.77亿欧元。报告期内，在集团业绩中占比近60%的Gucci销售额大涨45.8%至44.79亿欧元。Yves Saint Laurent大涨53.5%至10.45亿欧元，Bottega Veneta也录得40.6%的强劲增长至7.07亿欧元，Balenciaga所在的其它品牌部门收入大涨60.5%至14.75亿欧元。(Ladymax)

投资建议

今年上半年纺服板块呈现供需两旺的景气趋势，我们持续看好品牌力、产品力领先，经营效率与健康度领先的优质企业。短期市场非基本面影响下估值回调带来优质个股加仓良机，我们港股重点推荐**申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏、波司登、特步国际**，A 股重点推荐**森马服饰、华利集团、太平鸟**。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
02020	安踏体育	买入	140.74	1.92	3.02	3.85	73.3	46.6	36.6	15.8
02331	李宁	买入	66.50	0.69	1.46	1.73	96.1	45.4	38.5	19.1
06110	滔搏	买入	8.46	0.45	0.52	0.62	18.9	16.3	13.7	-
03813	宝胜国际	买入	1.31	0.06	0.20	0.27	22.7	6.5	4.8	0.9
01368	特步国际	买入	9.14	0.21	0.28	0.34	43.9	32.9	27.0	3.2
01361	361 度	无评级	2.78	0.20	0.20	0.24	13.9	14.2	11.8	0.9
03818	中国动向	无评级	0.91	0.31	0.16	0.10	2.9	5.8	9.1	0.5
NKE	耐克	无评级	1093.25	23.06	27.24	31.99	47.4	40.1	34.2	32.6
LULU	露露柠檬	无评级	2608.57	29.25	44.26	54.65	89.2	58.9	47.7	26.9
ADS	阿迪达斯	无评级	2441.44	17.25	58.33	77.37	141.5	41.9	31.6	9.2
02313	申洲国际	买入	143.65	3.40	4.24	5.04	42.2	33.9	28.5	7.9
00551	裕元集团	无评级	13.37	-0.37	1.26	1.59	-36.3	10.6	8.4	0.8
02232	晶苑国际	无评级	2.72	0.25	0.36	0.43	11.0	7.5	6.3	1.0
02678	天虹纺织	无评级	9.58	0.57	1.58	1.98	16.8	6.1	4.8	1.1
300979	华利集团	买入	94.75	1.79	2.30	2.83	52.9	41.3	33.4	10.0
601339	百隆东方	增持	5.85	0.25	0.29	0.33	23.4	20.2	17.7	1.1
000726	鲁泰 A	无评级	5.58	0.11	0.56	0.90	50.7	9.9	6.2	0.6
300577	开润股份	买入	16.89	0.36	0.65	0.81	46.9	26.2	20.9	2.7
603558	健盛集团	无评级	8.34	-1.31	0.68	0.88	-6.4	12.3	9.5	1.5
002042	华孚时尚	无评级	5.03	-0.31	0.31	0.37	-16.2	16.2	13.7	1.4
1476	儒鸿	无评级	140.40	3.54	5.04	5.72	39.7	27.8	24.5	9.3
1477	聚阳实业	无评级	53.99	-0.02	-0.22	-0.22	-3378.6	-243.8	-247.6	10.5
9910	丰泰企业	无评级	53.42	1.26	1.85	2.18	42.3	28.9	24.5	10.3
300888	稳健医疗	买入	94.35	9.80	4.68	5.76	9.6	20.2	16.4	3.8
002563	森马服饰	买入	9.89	0.30	0.62	0.72	33.0	15.9	13.8	2.3
600398	海澜之家	增持	7.12	0.41	0.70	0.84	17.4	10.2	8.5	2.3
603877	太平鸟	买入	48.50	1.51	2.05	2.55	32.1	23.7	19.0	5.9
002029	七匹狼	无评级	5.73	0.28	0.36	0.41	20.5	15.9	13.9	0.7
601566	九牧王	无评级	15.45	0.64	0.66	0.73	24.1	23.3	21.2	2.1
002293	罗莱生活	无评级	11.47	0.71	0.85	0.99	16.2	13.4	11.5	2.2
01234	中国利郎	买入	4.12	0.47	0.55	0.63	8.9	7.5	6.6	1.4
03998	波司登	买入	4.20	0.16	0.19	0.24	26.5	22.1	17.3	-
ITX.MA	Inditex	无评级	223.45	8.97	7.84	9.14	24.9	28.5	24.4	6.1
9983	迅销	无评级	4368.37	52.40	126.10	142.00	83.4	34.6	30.8	7.9
002832	比音勒芬	增持	24.52	0.91	1.09	1.37	26.9	22.6	17.9	5.6
603808	歌力思	增持	14.71	1.34	1.10	1.30	11.0	13.4	11.3	2.2
603587	地素时尚	买入	21.77	1.31	1.44	1.64	16.6	15.1	13.3	3.0
603839	安正时尚	无评级	8.75	0.50	0.77	0.86	17.5	11.4	10.1	1.3
03306	江南布衣	无评级	14.27	0.68	0.94	1.07	21.0	15.1	13.3	5.0
03709	赢家时尚	无评级	8.81	0.67	0.80	0.95	13.1	11.0	9.3	1.7
01913	普拉达	无评级	49.88	-0.17	0.50	0.79	-296.0	100.3	63.3	5.6
MC.PA	LVMH	无评级	5275.27	109.42	131.20	150.65	48.2	40.2	35.0	9.3
KER.PA	Kering	无评级	5947.15	141.29	180.55	211.66	42.1	32.9	28.1	8.2
CFR.SIX	历峰集团	无评级	836.77	37.89	17.63	24.67	22.1	47.5	33.9	66.2
RMS.PA	Hermes	无评级	10059.10	154.18	140.03	160.50	65.2	71.8	62.7	18.7

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理；注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032