

2021年11月1日

纺织板块淡季不淡，服装板块环比放缓

纺织服装

行业评级：推荐

21Q3 SW 纺织服装板块上市公司实现收入 757 亿元、同比增长 7%、较 19Q3 下滑 4%，增速环比 Q2 放缓（21Q2 同比增长 13%、较 19Q2 增长 3%）；实现归母净利 41 亿元、同比下滑 19%、较 19Q3 下滑 9%，增速环比 Q2 放缓（21Q2 同比增长 21%、较 19Q2 增长 8%），我们分析既和 20Q3 开始复苏、基数高有关，也和基本面有关。

▶ 服装板块：收入增速环比放缓、毛利率环比下滑，净利受刚性费用影响下滑幅度更大，存货环比提升

服装板块 21Q3 受疫情、洪水、台风影响收入环比大幅放缓，21Q3 SW 服装板块收入同比增长 6%，较 19Q3 下滑-15%、环比下滑 21PCT。21Q3 毛利率为 38%、同比基本持平、环比下滑 2PCT，我们分析主要由于折扣较上半年有所加大、也有部分会计准则调整影响；归母净利同比增速为 25%、较 19Q3 下滑 66%，我们分析主要由于部分费用刚性（如 Q3 加速开店、品牌投入费用加大导致销售费用率提升），因此利润端降幅更大，如报喜鸟 Q3 加快开店、地素推出新品牌、太平鸟筹备 25 周年庆及新代言人等。

目前板块整体库存仍健康，21Q3 末 SW 服装板块上市公司存货为 534 亿元、同比下降 5%、环比 21Q2 末提高 14%，存货周转天数为 171 天、同比下降 49 天、环比提高 8 天，我们分析主要由于受 Q4 备货因素影响，例如森马服饰、太平鸟。

▶ 子板块：定位高端、加盟和线上占比、有外延扩张逻辑的表现相对坚挺

我们分析，表现相对好的公司为：（1）零售增速放缓对以直营为主的公司影响更大，而对以加盟为主的公司的影响存在滞后效应，因此，整体来看，我们认为线上和加盟占比高的公司 Q3 受影响小，而直营为主的受收入放缓、折扣力度加大导致毛利率下滑双重影响。（2）定位高端较定位大众的表现更加坚挺，高端男装优于高端女装。（3）有外延扩张逻辑的相对受影响小，比如音勒芬（收入同比+14%，归母净利同比+14%）。

分子行业来看，（1）跨境电商：收入增速环比继续放缓，海运集装箱成本上涨影响利润；（2）代运营：Q3 电商放缓；（3）家纺：富安娜大促提前、线下增速最高，水星线上增速最高；（4）休闲：高端表现好于低端；（5）高端女装：Q3 收入增速降至低个位数；（6）男装：七匹狼、九牧王单季亏损，乔治白超预期、报喜鸟相对表现好于行业；（7）户外：露营兴起带动装备好于鞋服；（8）运动：增速放缓，李宁表现好于同业；（9）鞋类、内衣仍未恢复疫情前水平，汇洁股份净利低于预期。

▶ 纺织板块：部分公司淡季不淡，但受原材料成本上涨、汇率升值、海外运费上涨等影响毛利率下降明显

纺织板块 21Q3 为淡季，但受益于海外疫情订单转移，部分公司淡季不淡，如华利集团、百隆东方、新澳股份、台华新材、浙江自然、华生科技等。整体来看，21Q3 SW 纺织制造板块收入同比增长 7%，较 19Q3 增长 12%、增速环比提高 26PCT。

从毛利率看，21Q3 SW 纺织制造公司毛利率同比下降 8PCT 至 17%，净利率同比下降 5PCT 至 7%，我们分析主要由于原材料成本上涨、汇率升值、海外运费上涨影响发货甚至影响需求，而提价往往存在滞后性，因此利润增速不及收入增速，开润股份的 2B 业务、华利集团表现相对较好。

此外，部分布局海外产能、特别是越南的公司，Q3 受到越南及海外疫情影响产能利用率下降，Q4 有望环比改善。

▶ 超预期标的：李宁、华利集团

李宁：21Q3 李宁（不包括李宁 YOUNG）流水同比实现 40-50%低段增长，表现好于同业。

华利集团：业绩超预期主要由于淡季产能利用率估计仍高达 97%左右，我们认为一方面受益疫情带来的订单转移，另一方面，公司工厂位于越南北部，受到疫情影响较小。分客户来看，21Q3 NIKE、PUMA、UA 环比加速，Deckers 维持高增，VF 放缓。

投资建议：

我们认为，(1) 服装逻辑并未结束，10 月以来第二周开始气温骤降，销售同比、环比均提升，双十一预计平稳、不宜报太高预期，明年的春夏订货会仍保持增长，补库存逻辑延续，推荐明年 PE 15X 以下、叠加有外延扩张逻辑的公司，推荐报喜鸟、太平鸟。(2) 海外疫情短期结束可能性不大，纺织制造订单有望延续，推荐叠加扩产逻辑的公司，推荐健盛集团、开润股份、华生科技、百隆东方。

风险提示

疫情二次爆发；原材料上涨风险；系统性风险。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
1234.HK	中国利郎	4.43	买入	0.47	0.60	0.67	0.75	7.82	6.10	5.42	4.87
2331.HK	李宁	86.50	买入	0.69	1.44	1.84	2.26	102.69	49.27	38.57	31.38
2020.HK	安踏体育	121.60	买入	1.92	2.87	3.75	4.59	52.06	34.77	26.64	21.78
3998.HK	波司登	6.04	买入	0.16	0.20	0.25	0.30	31.06	25.14	20.22	16.53
300979.SZ	华利集团	85.40	买入	1.79	2.45	3.14	3.92	47.71	34.82	27.21	21.76
300218.SZ	安利股份	14.24	买入	0.23	0.61	0.85	1.13	61.25	23.41	16.79	12.56
605080.SH	浙江自然	73.18	买入	2.10	2.27	3.09	4.06	34.85	32.17	23.72	18.01
003016.SZ	欣贺股份	9.99	买入	0.53	0.75	0.89	1.06	18.93	13.35	11.23	9.41
601339.SH	百隆东方	5.24	买入	0.25	0.77	0.85	1.07	20.96	6.83	6.19	4.92
002154.SZ	报喜鸟	4.51	买入	0.30	0.41	0.54	0.69	15.03	10.96	8.35	6.57
603877.SH	太平鸟	35.75	买入	1.51	2.11	2.64	3.18	23.68	16.91	13.53	11.23
603587.SH	地素时尚	18.74	买入	1.31	1.46	1.72	2.03	14.31	12.86	10.88	9.23
603558.SH	健盛集团	11.06	买入	-1.31	0.63	0.84	1.08	-8.44	17.52	13.13	10.25
300577.SZ	开润股份	22.23	买入	0.36	0.84	1.43	1.88	61.75	26.39	15.59	11.85
002293.SZ	罗莱生活	13.05	买入	0.71	0.85	0.98	1.13	18.47	15.29	13.26	11.59
002832.SZ	比音勒芬	24.62	买入	0.91	1.11	1.42	1.82	27.05	22.24	17.36	13.53
002563.SZ	森马服饰	7.50	买入	0.30	0.58	0.68	0.82	25.00	13.01	11.02	9.16
600398.SH	海澜之家	6.54	买入	0.41	0.65	0.76	0.86	15.95	10.11	8.56	7.61
605180.SH	华生科技	36.53	买入	1.43	1.92	2.45	3.10	25.55	19.03	14.91	11.78
603889.SH	新澳股份	5.95	买入	0.30	0.62	0.79	1.00	19.83	9.58	7.50	5.92
002327.SZ	富安娜	8.12	买入	0.62	0.70	0.89	1.02	13.10	11.53	9.13	7.97
603365.SH	水星家纺	15.26	买入	1.04	1.38	1.56	1.74	14.67	11.09	9.78	8.75
600400.SH	红豆股份	2.99	增持	0.06	0.06	0.08	0.10	49.83	46.61	37.64	29.92
002780.SZ	三夫户外	16.63	增持	-0.45	0.19	0.36	0.48	-36.96	87.36	46.80	34.94
300840.SZ	酷特智能	11.14	增持	0.23	0.32	0.39	0.48	48.43	35.18	28.75	23.05
002127.SZ	南极电商	7.17	增持	0.49	0.50	0.71	0.87	14.63	14.44	10.16	8.22
603808.SH	歌力思	14.29	增持	1.34	0.98	1.14	1.32	10.66	14.57	12.50	10.85

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

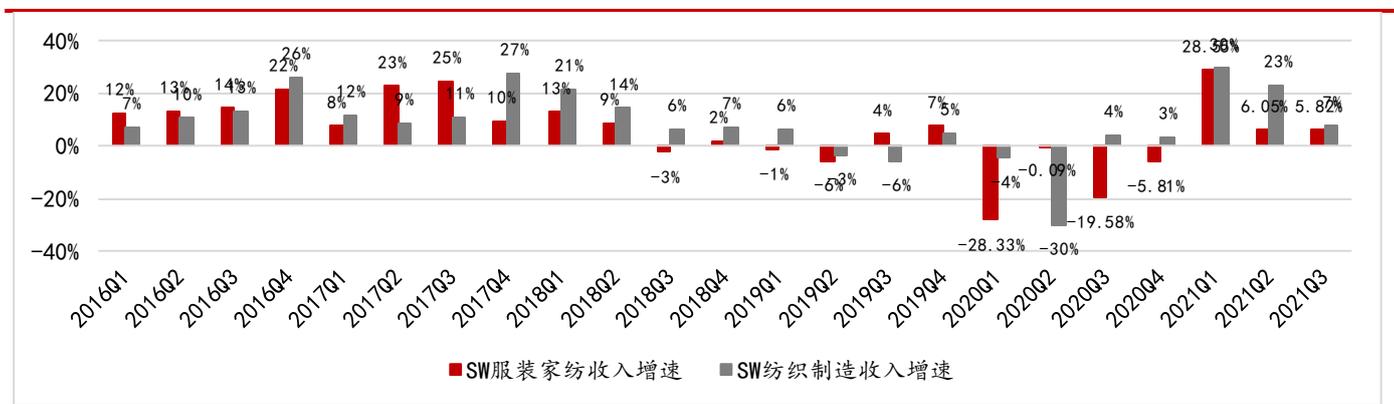
联系电话：010 5977 5330

图 1 SW 纺织服装行业单季收入及其增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 SW 纺织服装二级行业单季收入增速 (%)



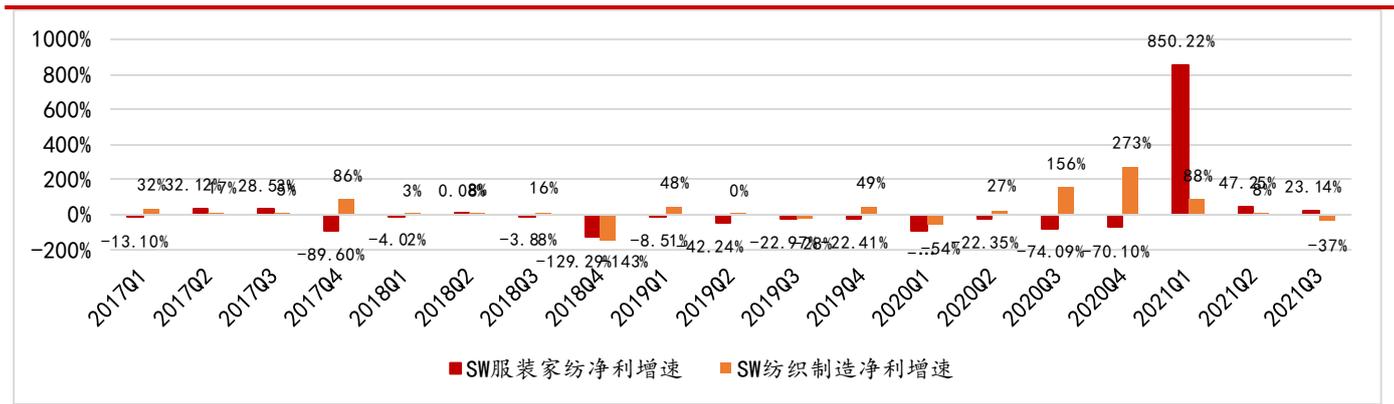
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 SW 纺织服装行业单季净利润及其增速 (%)



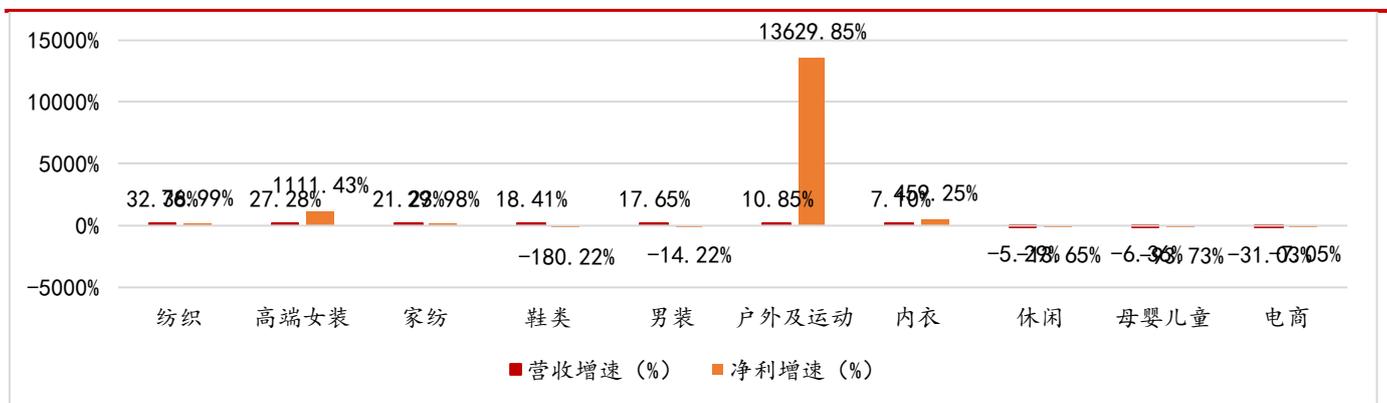
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 SW 纺织服装二级行业单季净利增速 (%)



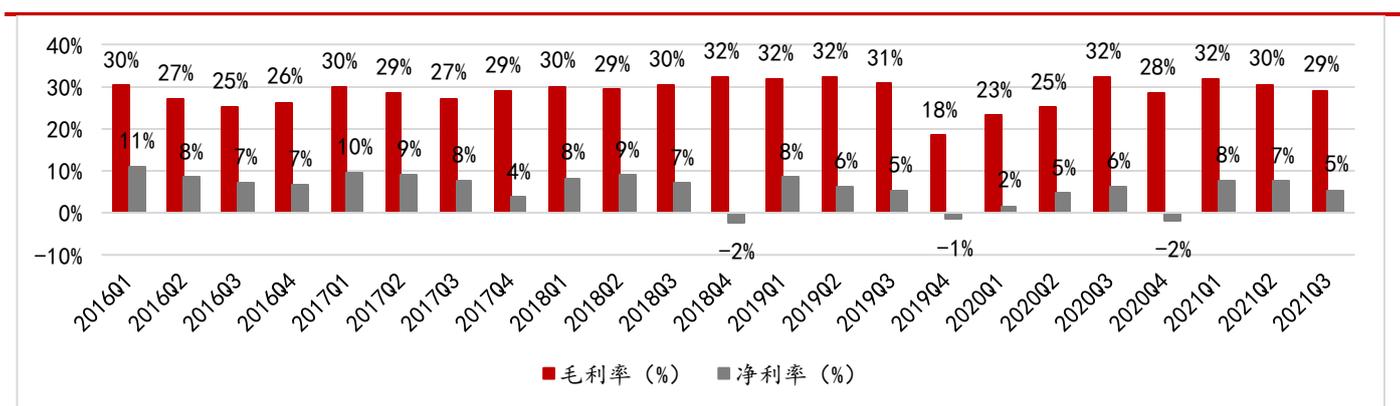
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 纺织服装各细分行业 2021 年前三季度收入和净利增速 (%)



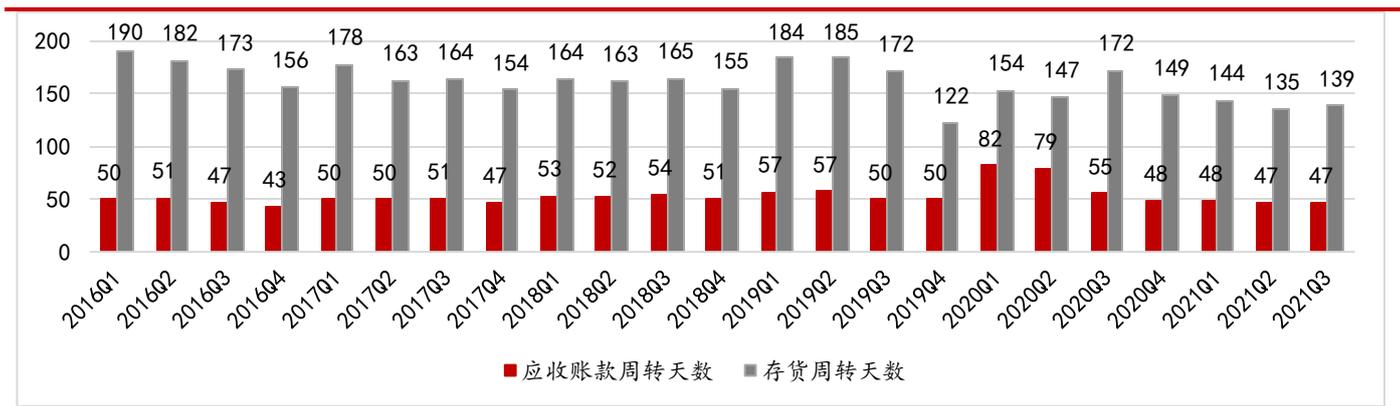
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 SW 纺织服装行业单季毛利率和净利率 (%)



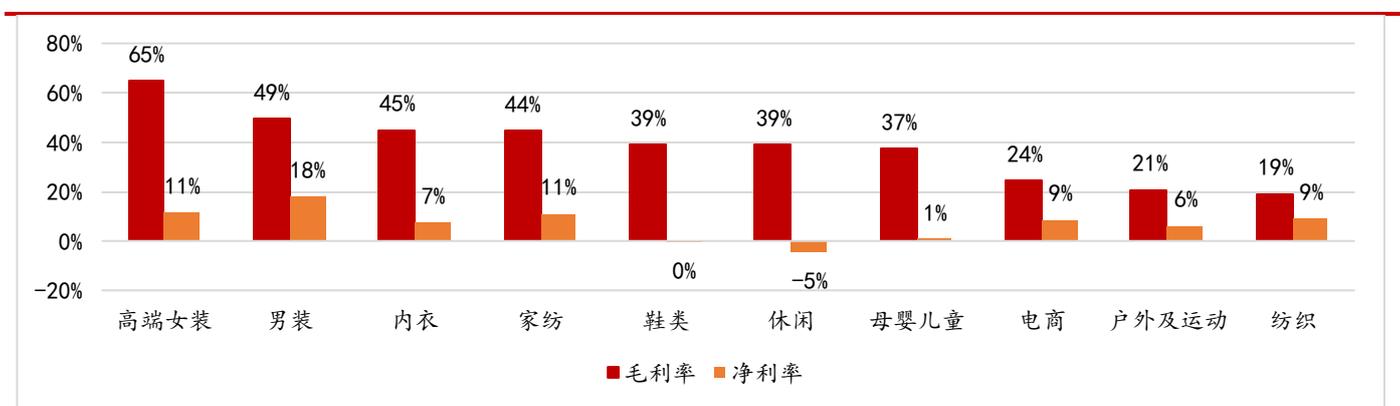
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 纺织服装行业存货周转天数及应收账款周转天数（天）



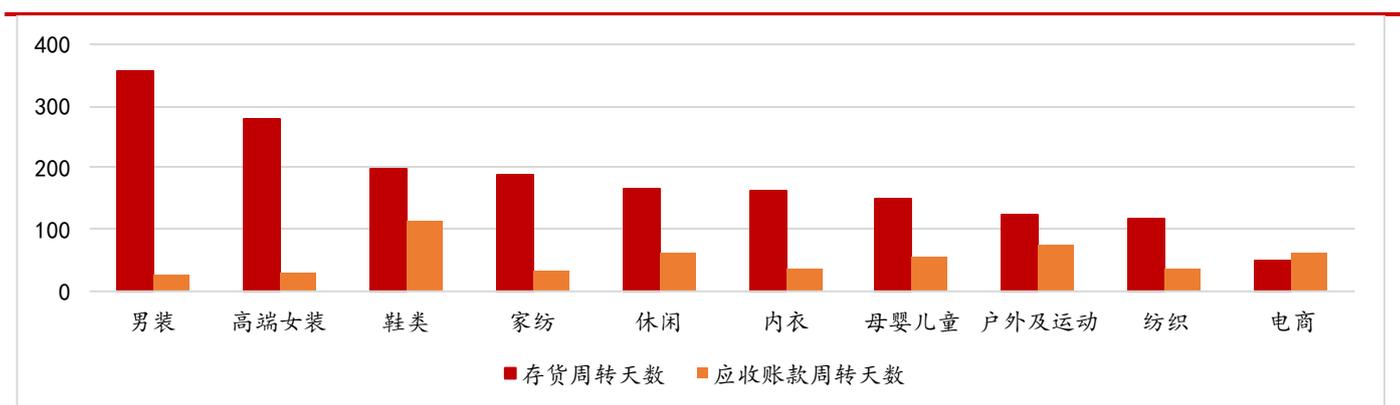
资料来源：wind，华西证券研究所

图 8 各细分行业前三季度毛利率和净利率（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 9 各细分行业三季度存货周转天数及应收账款周转天数（天）



资料来源：wind，华西证券研究所

表 1 上市公司季度数据汇总

细分行业	证券简称	收入增速			净利增速			存货周转天数			应收账款周转天数		
		21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3
跨境电商	ST 华鼎	26%	-6%	-20%	176%	86%	17%	65	63	64	42	39	39
	天泽信息	-51%	-49%	-68%	-238%	-1582%	-2863%	339	343	388	106	128	145
	华凯创意	92%	25%	1215%	60%	-400%	204%	59	57	186	540	500	66
	吉宏股份	81%	4%	4%	16%	-56%	-64%	40	38	38	37	34	36
	浔兴股份	28%	32%	61%	318%	17%	124%	105	86	96	70	68	62
	安克创新	58%	48%	23%	54%	57%	-15%	124	120	132	29	32	27
	星徽股份	56	-8%	-58%	266%	-43%	-271%	95	117	129	41	44	55
	*ST 跨境	-31%	-46%	-50%	-66%	263%	-167%	63	58	56	28	30	38
电商代运营	南极电商	21%	-11%	-3%	4%	-63%	-45%	0	0	0	139	138	128
	若羽臣	15%	3%	26%	42%	-28%	-70%	144	144	165	40	37	39
	丽人丽妆	16%	-4%	-2%	8%	50%	36%	180	141	162	13	12	13
户外用品	舒华体育	48%	3%	2%	24%	4%	-2%	116	102	106	77	73	73
	牧高笛	26%	58%	36%	70%	28%	52%	182	124	164	44	42	30
	三夫户外	76%	5%	10%	122%	-104%	-963%	316	327	373	35	33	32
	际华集团	28%	-13%	18%	-41%	257%	-230%	110	98	99	79	72	70
	金陵体育	60%	-21%	3%	47%	2%	-47%	338	273	246	201	158	133
	探路者	29%	46%	49%	267%	102%	138%	273	249	290	173	153	150
高端女装	地素时尚	61%	20%	4%	60%	11%	-7%	199	181	180	8	8	8
	安正时尚	44%	4%	-24%	-17%	-64%	5%	295	286	310	37	36	42
	歌力思	31%	40%	8%	-59%	772%	-21%	284	289	288	48	47	45
	朗姿股份	52%	40%	12%	126%	306%	45%	190	206	231	31	29	30
	日播时尚	36%	38%	23%	181%	111%	48%	231	270	252	16	15	16
	锦泓集团	78%	69%	29%	2205%	57875%	101%	214	246	302	36	37	40
	欣贺股份	33%	38%	2%	139%	183%	17%	393	428	416	27	29	30
家纺	罗莱生活	48%	19%	9%	151%	-	7%	137	154	147	35	35	36
	富安娜	23%	16%	14%	22%	29%	-	271	265	258	26	24	23
	水星家纺	49%	32%	12%	91%	58%	10%	160	156	164	30	25	29
	梦洁股份	39%	-2%	9%	20%	-13%	18%	238	257	261	61	63	59
休闲	森马服饰	21%	7%	-6%	2183%	3248%	37%	120	129	155	34	33	37
	太平鸟	93%	28%	4%	2670%	89%	-24%	168	185	199	24	23	27
	美邦服饰	-13%	-15%	-49%	155%	38%	62%	306	305	325	98	110	116
	搜于特	-3%	-40%	-36%	-297%	-1085%	-3231%	137	102	94	201	191	189
	*ST 拉夏	-84%	-70%	-72%	84%	43%	42%	491	494	592	174	166	173
	比音勒芬	45%	22%	14%	55%	48%	14%	383	390	358	24	26	23
男装	七匹狼	40%	-12%	3%	318%	-67%	-51%	152	200	218	40	39	50
	报喜鸟	54%	35%	12%	189%	43%	-20%	261	270	284	50	52	53
	乔治白	20%	24%	31%	13%	63%	61%	212	198	176	108	104	114
	九牧王	40%	8%	22%	62%	-86%	-218%	210	254	268	34	38	40
	海澜之家	43%	9%	9%	187%	27%	21%	211	230	283	17	17	18
	雅戈尔	-51%	-41%	245%	-43%	-42%	-21%	1944	2169	845	15	16	9
	希努尔	-10%	80%	105%	72%	104%	-380%	20	15	11	105	57	47
	ST 摩登	-37%	-33%	15%	60%	-106%	224%	222	346	341	94	101	94
	红豆股份	-13%	-19%	23%	-23%	-51%	-92%	24	33	35	58	68	77
酷特智能	31%	-44%	35%	3%	-58%	244%	95	93	103	21	22	22	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

内衣	汇洁股份	60%	15%	-1%	572%	36%	-37%	280	259	307	32	29	29
	龙头股份	-3%	-12%	9%	111%	246%	144%	116	111	107	53	48	45
	爱慕股份	14%	11%	-7%	61%	56%	-97%	322	318	369	19	19	18
鞋类	奥康国际	92%	21%	10%	2329%	107%	-269%	131	143	153	116	124	132
	哈森股份	14%	35%	-4%	535%	89%	-32%	328	339	384	24	29	26
	天创时尚	26%	7%	-4%	595%	-62%	-108%	172	183	191	44	45	42
	红蜻蜓	18%	16%	-2%	15%	-76%	-42%	138	149	148	125	119	119
运动及户外制造	安利股份	52%	95%	8%	447%	601%	-8%	99	90	91	38	37	39
	台华新材	58%	84%	103%	458%	393%	177%	190	161	136	62	61	61
	华生科技	229%	112%	55%	279%	113%	51%	70	68	84	99	94	102
	华利集团	8%	29%	31%	42%	93%	30%	75	68	68	45	48	45
	健盛集团	11%	40%	44%	-13%	19134%	2164%	133	137	121	69	73	71
	开润股份	-16%	29%	12%	42%	60%	300%	113	110	111	74	68	68
	浙江自然	55%	37%	53%	60%	34%	39%	100	82	105	50	49	42
其他纺织	华孚时尚	67%	45%	34%	531%	207%	365%	127	108	102	20	19	22
	伟星股份	33%	30%	29%	96%	-15%	65%	107	88	84	51	47	43
	浔兴股份	28%	32%	61%	304%	23%	94%	105	86	96	69	67	62
	如意集团	-15%	-26%	-8%	-29%	-774%	-73%	621	644	627	667	690	600
	兴业科技	111%	77%	2%	493%	1235%	42%	225	171	180	62	52	49
	航民股份	121%	79%	79%	35%	-1%	-2%	54	58	61	9	10	10
	百隆东方	38%	61%	6%	213%	404%	464%	203	204	224	32	30	29
	新澳股份	30%	91%	47%	-22%	362%	593%	168	145	144	43	38	33
	孚日股份	9%	37%	4%	-9%	63%	3%	98	106	108	42	41	42
	新野纺织	27%	-13%	1%	-48%	-39%	18%	237	233	225	55	58	55
	鲁泰 A	-21%	19%	24%	-28%	94%	293%	223	202	194	40	40	38
联发股份	4%	56%	22%	-85%	-36%	-37%	83	64	64	30	31	29	

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 2 运动公司季度数据汇总

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
安德玛增速	-30.00%	-18.18%	9.09%	15.38%	100.00%	33.33%	
宝胜增速	-8.50	21.35	-0.09	-1.87	39.02	22.46	
NIKE 增速	-5.16	-2.9	6.02	24.42	51.00	17.36	
阿迪达斯增速	-58.00	持平	-5.00	19.00	150.81	-16.27	
361 度	主品牌 25%-30% 跌幅; 童装品牌 25%-30% 跌幅	主品牌零售额低 双位数跌幅; 童装品牌零售额低 双位数跌幅	主品牌高单位数 跌幅; 童装品牌 高单位数跌幅	主品牌低单位数 增长; 童装品牌 中单位数增长	主品牌高双位数 增长; 童装品牌 20%-30% 低段增长	主品牌 15%-20% 增长; 童装 品牌 30%-35% 增长	主品牌低双位数 增长, 童装增长 15-20%
特步	主品牌零售销售 (包括线上线 下) 20%-25% 跌幅	主品牌零售销售 (包括线上线 下) 低单位数跌 幅	主品牌零售销售 (包括线上线 下) 中单位数增 长	主品牌零售销售 (包括线上线 下) 高单位数增 长	主品牌零售销售 (包括线上线 下) 约 55% 增长	主品牌零售销售 (包括线上线 下) 30% - 35% 增长	主品牌零售销售 (包括线上线 下渠道) 中双位数 增长
安踏	安踏品牌零售额 20%-25% 负增 长, FILA 零售 额中单位数负增 长, 其他品牌零 售额高单位数负 增长	安踏品牌零售额 低单位数负增 长, FILA 零售 额 10%-20% 低段 正增长, 其他品 牌零售额 25%- 30% 正增长	安踏品牌零售额 低单位数正增 长, FILA 零售 额 20%-25% 正增 长, 其他品牌零 售额 50%-55% 增 长	安踏品牌零售额 低单位数正增 长, FILA 零售 额 25%-30% 正增 长, 其他品牌零 售额 55%-60% 增 长	安踏品牌零售额 40%-45% 增长, FILA 零售额 75%-80% 增长, 其他品牌零售额 115%-120% 增长	安踏品牌零售额 35%-40% 增长, FILA 零售额 30%-35% 增长, 其他品牌零售额 70%-75% 增长	安踏品牌零售额 10-20% 低段增 长, FILA 中单 位数增长, 其他 品牌增长 35- 40%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

<p>李宁</p>	<p>10%-20%高段下降；线下20%-30%低段下降，其中零售30%-40%中段下降批发10%-20%高段下降；线上10%-20%低段增长</p>	<p>中单位数下降：线下渠道10%-20%低段下降，其中零售10%-20%低段下降，批发渠高单位数下降；线上20%-30%高段增长</p>	<p>中单位数增长：线下低单位数下降，其中零售持平批发低单位数下降；线上40%-50%低段增长</p>	<p>10%-20%中段增长：线下10%-20%低段增长，其中销售中单位数增长，批发10%-20%低段增长；线上30%-40%中段增长</p>	<p>80%-90%高段增长：线下80%-90%低段下降，其中零售90%-100%低段增长，批发80%-90%低段增长；线上100%低段增长</p>	<p>90%-100%低段增长；线下90%-100%低段增长，其中零售80%-90%高段增长，批发90%-100%低段增长；线上90%-100%高段增长</p>	<p>40%-50%低段增长；线下30%-40%高段增长，其中零售渠道实现30%-40%中段增长，批发渠道实现30%-40%高段增长；电商50%-60%中段增长</p>
<p>中国动向</p>	<p>Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务及日本业务）于整个平台之零售流水按年录得 20% - 30% 高段下降。其中，线下业务录得 30% - 40% 中低段下降，电商业务录得 10% - 20% 低段下降。</p>	<p>Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务及日本业务）于整个平台之零售流水中低单位数下降。其中，线下业务 10% - 20% 低段下降，电商业务 30% - 40% 中低段增长</p>	<p>Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务及日本业务）于整个平台之零售流水中单位数增长。其中，线下业务持平，电商业务 30% - 40% 中低段增长</p>	<p>Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务）于整个平台零售流水 10% - 20% 低段增长。其中，线下业务中单位数增长，电商业务 20% - 30% 中段增长</p>	<p>Kappa 品牌店铺（不含 Kappa 童装业务）于整个平台零售流水 60% - 70% 中段增长。其中，线下业务 70% - 80% 低段增长，电商业务 30% - 40% 高段增长</p>	<p>Kappa 品牌店铺（含 Kappa 童装业务）于整个平台零售流水 10% - 20% 中低段增长</p>	<p>Kappa 品牌店铺（含 Kappa 童装业务）于整个平台之零售流水按年录得 10% - 20% 中高段下降。</p>

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。