

# 全国大范围降温，关注冬装销售

## 纺织服装行业周报

### 报告摘要：

中央气象台11月6、7日接连发布暴雪橙色预警及寒潮黄色预警，全国出现大范围降温。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，此外今年出现2次拉尼娜现象，冬天天气预计整体偏冷、有望促进冬装销售；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、百隆东方、浙江自然、安利股份、华利集团。

### 行情回顾：跑赢上证综指 3.72PCT

本周，上证综指下跌 1.57%，创业板指上涨 0.06%，SW 纺织服装板块上涨 2.15%，跑赢上证综指 3.72PCT、跑赢创业板指 2.09PCT。其中，SW 纺织制造上涨 2.12%、SW 服装家纺上涨 2.16%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 21.38。本周，户外及运动表现最好，涨幅为 5.57%；内衣表现最差，跌幅为 5.54%。本周伟星股份华利集团分别上涨 15.12%/8.81%，我们分析主要由于三季报超预期，其中伟星股份主要受益于提价、疫情期间份额提升、以及收购织带公司，此外伟星推出第 5 期股权激励，拟向 161 位高管与核心骨干授予 2200 万股限制性股票，解锁条件为以 2020 年扣非归母净利润为基数，2021-2025 年增速不低于 58%/80%/95%/115%/140%、对应 20-25 年扣非归母净利润 CAGR 为 19%，设立中长期业绩目标进一步提振了市场信心；华利集团主要受益疫情带来订单流入、淡季产能利用率仍达 97%，同时越南工厂位于北部、受疫情影响较小。

### 行情数据追踪：中国棉花 328 上涨 2.55%

截至 11 月 5 日，中国棉花 328 指数为 22,268 元/吨，本周下跌 0.15%。截至 11 月 5 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 20,337 元/吨，本周上涨 0.93%。截至 11 月 4 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 18,832 元/吨、本周下跌 3.27%。整体来看，本周内外棉价差为 1931 元/吨，较上周末减小 221 元/吨。

截至 10 月 28 日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1333 澳分/公斤、折合人民币 64,273 元/吨（1 澳元=4.8217 元人民币），价格较 7 月高点有所下降，我们判断主要由于近期澳大利亚雨水增多。

### 公司新闻

Hugo Boss 最新季报销售和利润均超疫情前水平，新任 CEO 改组高管团队；Allbirds 上市首日大涨 92.6%，市值突破 40 亿美元；Capri 集团最新季报：销售额同比增长 17%；斯凯奇公布第三季度营收，或拆分上市。

### 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 3.72PCT .....	3
3. 行业数据追踪 .....	5
3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 0.15% .....	5
3.2. 羊毛价格受澳大利亚雨水增多略有下降 .....	6
4. 行业新闻 .....	7
4.1. Hugo Boss 最新季报销售和利润均超疫情前水平，新任 CEO 改组高管团队 .....	7
4.2. Vivienne Westwood 品牌去年营收 4213 万英镑，保持盈利，线上销售额增长 111% .....	8
4.3. Allbirds 上市首日大涨 92.6%，市值突破 40 亿美元 .....	9
4.4. Capri 集团最新季报：销售额同比增长 17% .....	10
4.5. 雅诗兰黛集团最新季报：实体零售全面复苏，中国大陆实现两位数增长 .....	11
4.6. Pandora 最新季报：受美国市场推动上调全年业绩预期，但直营门店销售令投资者失望 .....	12
4.7. 耐克正在申请虚拟产品商标 .....	13
4.8. 斯凯奇公布第三季度营收，或拆分上市 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%) .....	3
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 (%) .....	4
图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%) .....	4
图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%) .....	4
图 7 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%) .....	4
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 .....	5
图 10 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算) .....	6
图 11 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨) .....	6
图 12 2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 (澳分/公斤) .....	7
表 1 重点跟踪公司 .....	14
表 2 各公司收入增速跟踪 .....	15

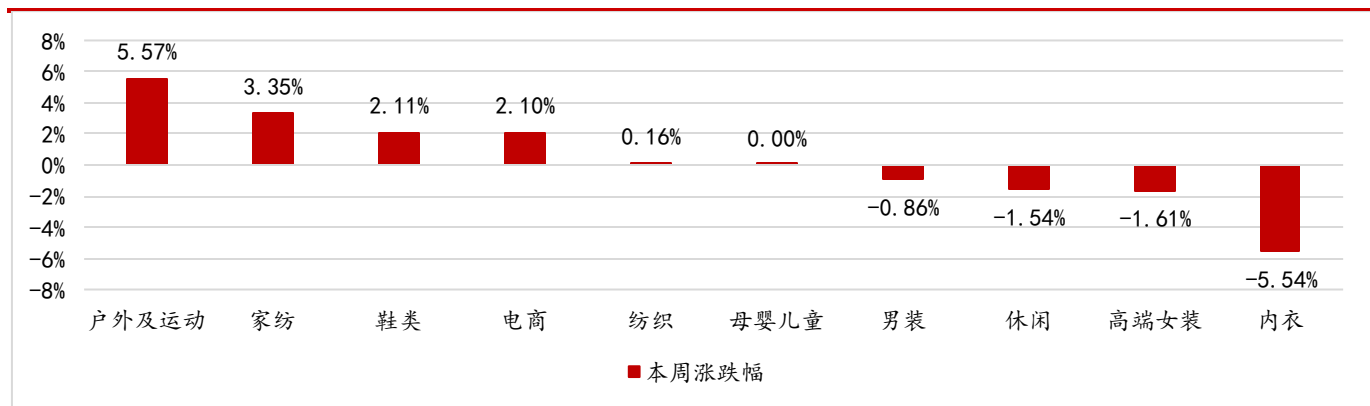
## 1. 本周观点

中央气象台 11 月 6、7 日接连发布暴雪橙色预警及寒潮黄色预警，全国出现大范围降温。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，此外今年出现 2 次拉尼娜现象，冬天天气预计整体偏冷、有望促进冬装销售；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、百隆东方、浙江自然、安利股份、华利集团。

## 2. 行情回顾：跑赢上证综指 3.72PCT

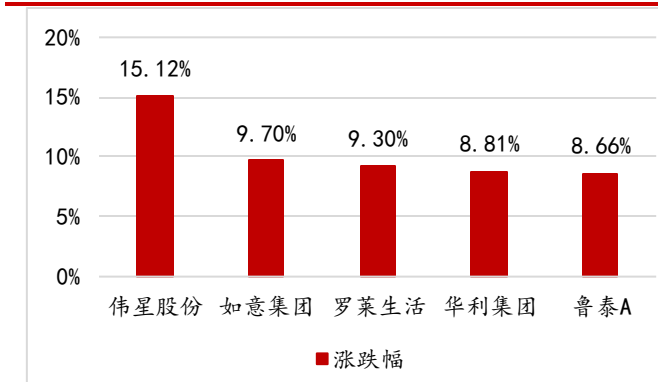
本周，上证综指下跌 1.57%，创业板指上涨 0.06%，SW 纺织服装板块上涨 2.15%，跑赢上证综指 3.72PCT、跑赢创业板指 2.09PCT。其中，SW 纺织制造上涨 2.12%、SW 服装家纺上涨 2.16%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 21.38。本周，户外及运动表现最好，涨幅为 5.57%；内衣表现最差，跌幅为 5.54%。本周伟星股份华利集团分别上涨 15.12%/8.81%，我们分析主要由于三季报超预期，伟星股份主要受益于提价、疫情期间份额提升、以及收购织带公司，此外伟星推出第 5 期股权激励，拟向 161 位高管与核心骨干授予 2200 万股限制性股票，解锁条件为以 2020 年扣非归母净利润为基数，2021-2025 年增速不低于 58%/80%/95%/115%/140%、对应 20-25 年扣非归母净利润 CAGR 为 19%，设立中长期业绩目标进一步提振了市场信心；华利集团主要受益疫情带来订单流入、淡季产能利用率仍达 97%，同时越南工厂位于北部、受疫情影响较小。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



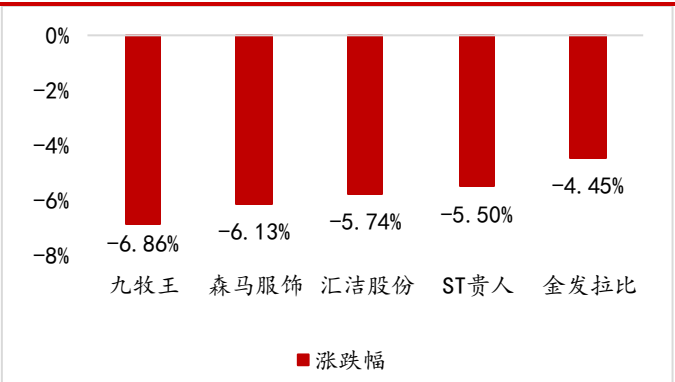
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)



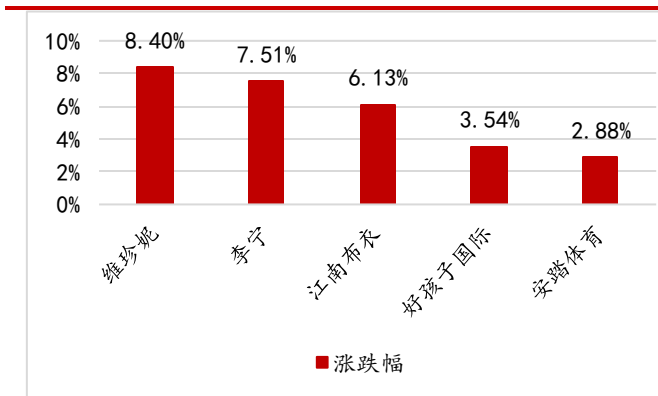
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)



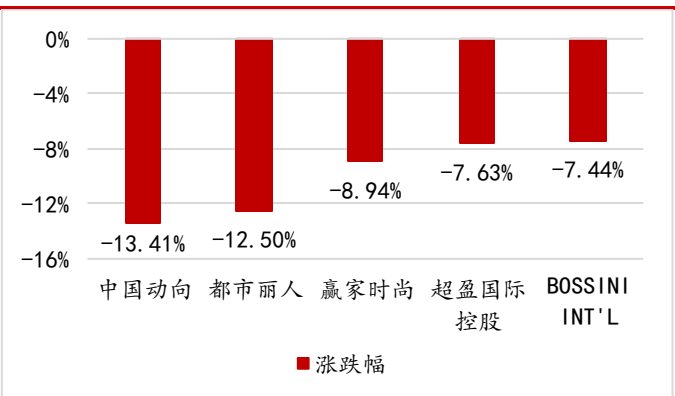
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股 (%)



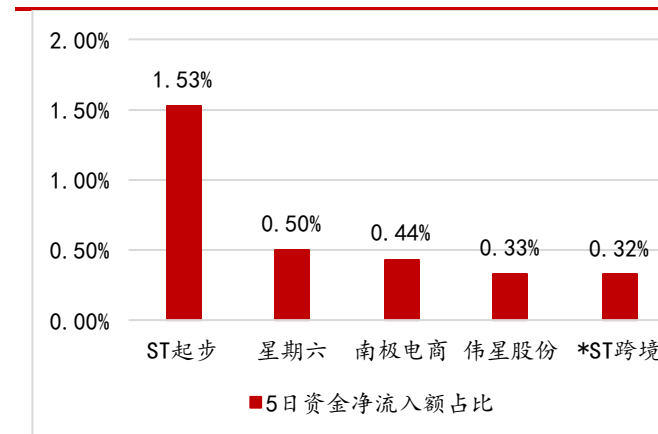
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%)



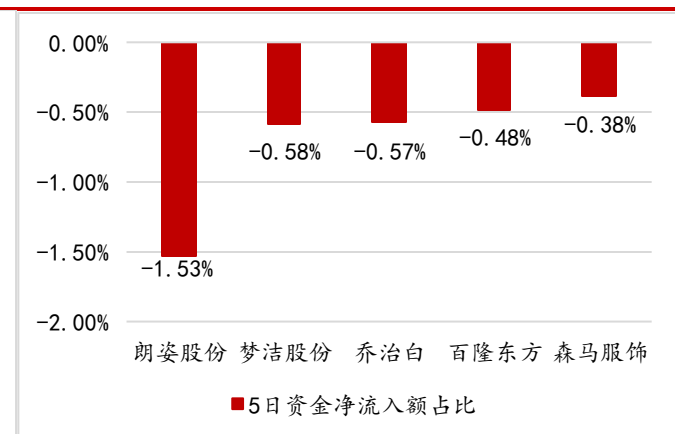
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



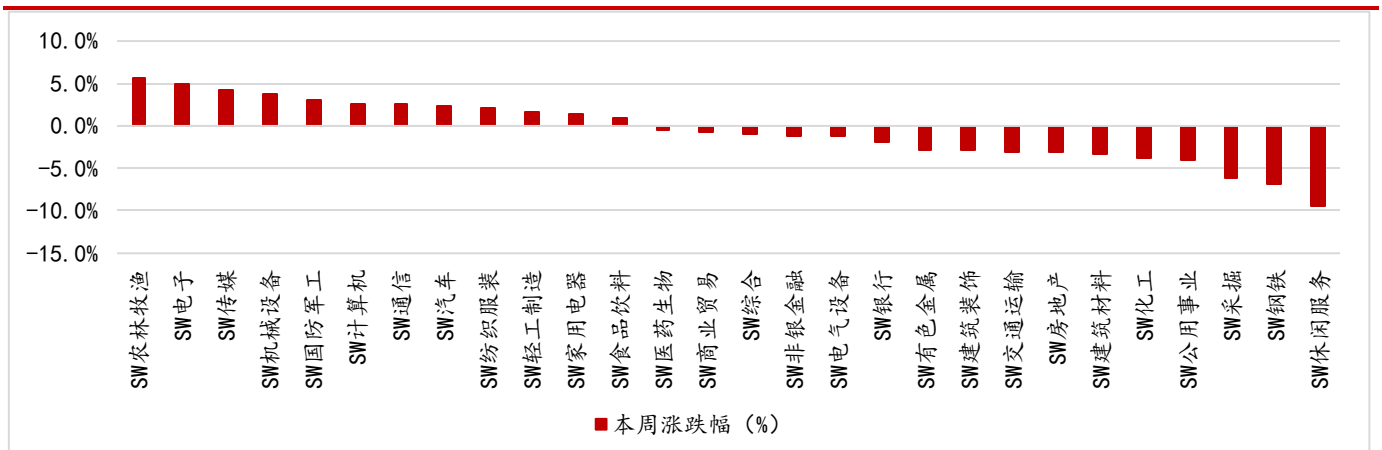
资料来源: wind, 华西证券研究所

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



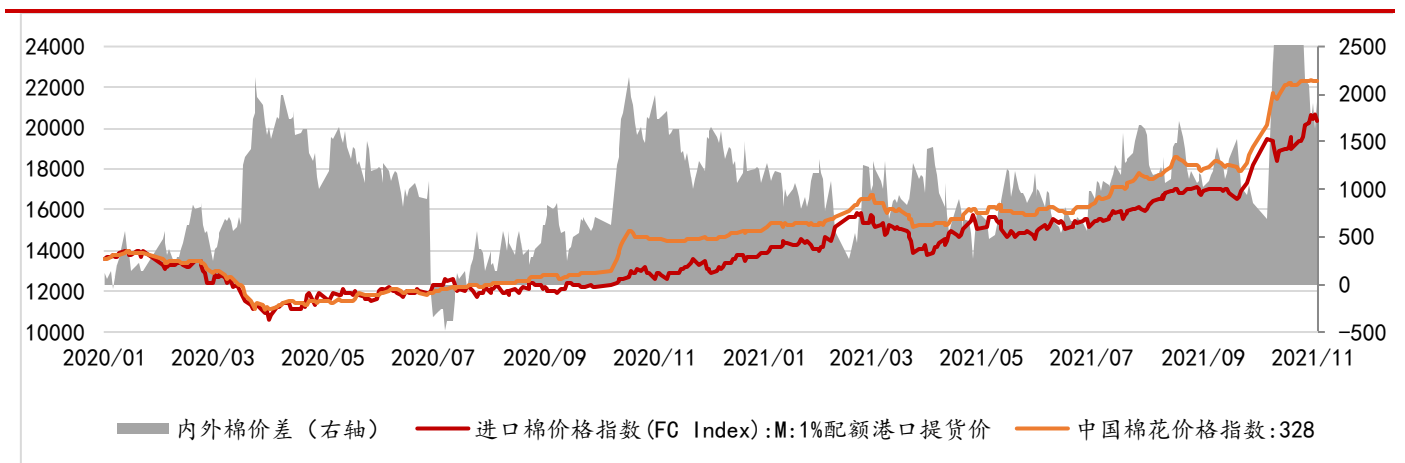
资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3. 行业数据追踪

#### 3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 0.15%

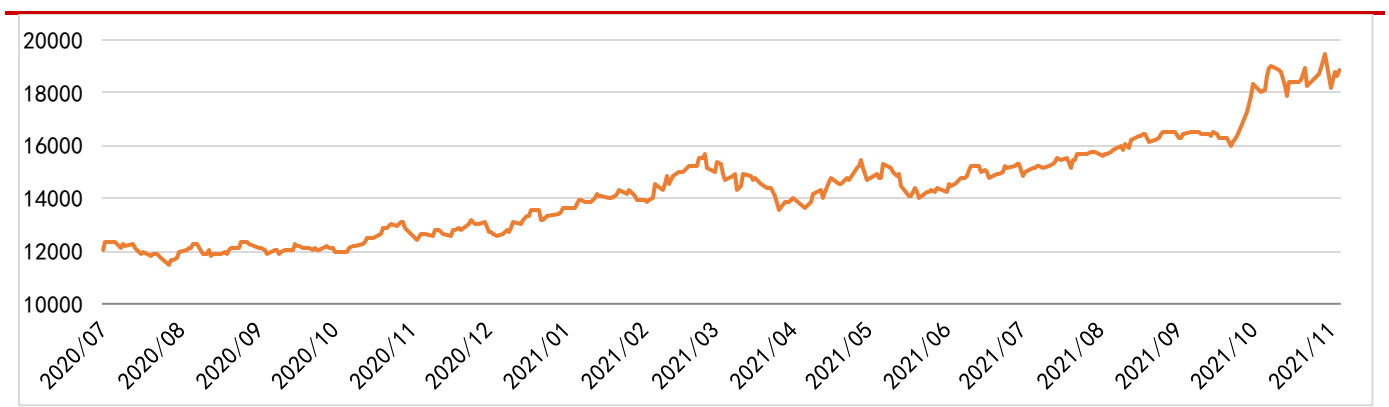
截至 11 月 5 日, 中国棉花 328 指数为 22,268 元/吨, 本周下跌 0.15%。截至 11 月 5 日, 中国进口棉价格指数 (1%关税) 为 20,337 元/吨, 本周上涨 0.93%。截至 11 月 4 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 18,832 元/吨、本周下跌 3.27%。整体来看, 本周内外棉价差为 1931 元/吨, 较上周末减小 221 元/吨。

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

### 3.2. 羊毛价格受澳大利亚雨水增多略有下降

截至 10 月 28 日, 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1333 澳分/公斤、折合人民币 64,273 元/吨 (1 澳元=4.8217 元人民币), 价格较 7 月高点有所下降, 我们判断主要由于近期澳大利亚雨水增多。

图 12 2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（澳分/公斤）



资料来源：wind，华西证券研究所

## 4. 行业新闻

### 4.1. Hugo Boss 最新季报销售和利润均超疫情前水平，新任 CEO 改组高管团队

据华丽志 11 月 5 日消息，德国时尚奢侈品集团 **Hugo Boss（雨果博斯）** 公布了第三季度关键财务数据，销售额和利润均高于疫情前水平，休闲装需求强劲，正装业务也有所增长。Hugo Boss 新任首席执行官全面改组了高层管理团队。

Hugo Boss 表示，第三季度增长强劲。经汇率调整后的销售额同比增长 40%，达到 7.55 亿欧元，比 2019 年同期高出 7%。息税前利润（EBIT）8500 万欧元，比 2019 年同期高出 3%。线上销售额继续强势增长，比 2019 年同期飙升了 127%。这在很大程度上要归功于欧洲和美洲的复苏，这两个地区分别较 2019 年同期增长了 9% 和 14%。而亚太地区的销售额同比下降了 1%，较 2019 年同期下降 14%，因为新一轮疫情限制措施导致 Hugo Boss 临时关闭了亚太地区约 10% 的门店。从品牌来看，Boss 和 Hugo 两个品牌都实现了“强劲的两位数增长”，经汇率调整后的销售额分别同比增长了 38% 和 51%。尤其重要的是，Hugo Boss 保持了在休闲服装方面的实力，今年第三季度休闲服装的销售额较 2019 年同期增长了两位数；正装销售也“显著提高，反映出夏季社交活动的复苏”。

Hugo Boss 表示，该季度它在全球的门店开业率达到 95% 左右，且欧洲和美洲地区“消费者信心显著提升”，这些都对业绩起到了推动作用。集团还“成功执行了几项关键品牌、关键产品和关键销售计划，这是集团 CLAIM 5 战略的一部分，提高了 Boss 和 Hugo 品牌的市场相关性，并抓住了全球性的商业机会”。包括以数字驱动的营销方式推出了第二季 BOSS x Russell Athletic 系列，4 天内在社交媒体上获得了 40 亿观看。

上月 Hugo Boss 在初步公布了第三季度盈利反弹的消息后上调了全年预期。目前预计，经汇率调整后集团全年销售额将同比增长约 40%，息税前利润（EBIT）在 1.75 亿欧元至 2 亿欧元之间。

Hugo Boss 多年来一直在努力重振业务，但受到了新冠疫情爆发的打击，因为人们放弃了正装，更多转向了卫衣和运动鞋。Hugo Boss 新任首席执行官 Daniel Grieder 于今年 6 月走马上任，他是瑞士人，曾是美国设计师品牌 Tommy Hilfiger 的首席执行官。作为 CLAIM 5 战略的一部分，Daniel Grieder 正在对 Hugo Boss 的高层管理团队进行改组，目标是让 Hugo Boss 跻身全球百强品牌之列。Hugo Boss 周四在财报中表示，已对大中华区、俄罗斯和新兴市场的管理层进行了改组。孙珏女士 (Judith Sun) 担任大中华区董事总经理，Ralph Lauren 前高管 Luigi Boiocchi 领导新成立的新兴市场和俄罗斯部门，上个月从 Tommy Hilfiger 来到 Hugo Boss 的 Christopher Koeber 领导鞋类和配饰业务。Daniel Grieder 试图让 Hugo Boss 变得更加现代化，尤其是通过推出更休闲的款式，以及在社交媒体上与名人合作展开营销攻势，提高对年轻消费者的吸引力。Daniel Grieder 还在扩大 Hugo Boss 的线上销售，这与他在 Tommy Hilfiger 的策略一致。Hugo Boss 周四表示，已经在德国总部所在地 Metzingen 和葡萄牙的 Porto 建立了新的数字业务部门，并计划在 2022 年初重新推出品牌网站。

2021 财年第三季度，Hugo Boss 关键财务数据如下：销售额同比增长 42% 至 7.55 亿欧元，经汇率调整后增长 40%，息税前利润 (EBIT) 8500 万欧元。按地区：欧洲：销售额同比增长 39% 至 5.12 亿欧元，经汇率调整后增长 38%，较 2019 年同期增长 9%；美洲：销售额同比增长 96% 至 1.44 亿欧元，经汇率调整后增长 94%，较 2019 年同期增长 14%；亚洲和非洲：销售额同比增长 2% 至 7700 万欧元，经汇率调整后下降 1%，较 2019 年同期下降 14%。其中，中国销售额同比下降 9%，但较 2019 年同期增长了 15%。按渠道来看，零售：销售额同比增长 42% 至 4.75 亿欧元，经汇率调整后增长 40%。其中，门店零售额同比增长 42% 至 4.08 亿欧元，自有线上业务同比增长 39% 至 6700 万欧元。批发：销售额同比增长 42% 至 2.59 亿欧元，经汇率调整后增长 40%。授权：销售额同比增长 48% 至 2100 万欧元。按品牌来看，BOSS：销售额同比增长 40% 至 6.38 亿欧元，经汇率调整后增长 38%。HUGO：销售额同比增长 53% 至 1.17 亿欧元，经汇率调整后增长 51%。

(原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/3N3FkpC4KemBqsVPAKA5Fg>)

## 4.2. Vivienne Westwood 品牌去年营收 4213 万英镑，保持盈利，线上销售额增长 111%

据华丽志 11 月 5 日消息，英国著名设计师品牌 Vivienne Westwood (薇薇恩·韦斯特伍德) 近日公布了 2020 财年关键财务数据，在 2020 财年，Vivienne Westwood 品牌的关键财务数据如下：营收同比下降 9% 至 4213 万英镑；毛利润同比下降 10.35% 至 2232 万英镑，毛利率为 53%，但营运现金流大幅增加；税前利润增至 390 万英镑，2019 财年同期为 270 万英镑；净利润为 288 万英镑，2019 财年同期为 183 万英镑。疫情对于 Vivienne Westwood 品牌的线下实体店业务造成了影响，实体店销售额与 2019 财年相比下降了 46.61%，这主要是因为疫情封锁和旅行限制。

但另一方面，疫情刺激了品牌的线上业务，线上销售额同比增长了 111%。得益于线上销售额的巨大增长，零售渠道的整体销售额仅同比下降了 3.52%。批发渠道的销售额与 2019 年几乎持平，仅下跌了 1.04%。2020 财年，Vivienne Westwood 品牌设法将销售成本降低了 7.42%，使毛利率达到 53%，仅比 2019 年的 53.8% 略微下降了一点。品牌表示，由于更广泛的零售条件限制，品牌在利润率方面仍面临着一定压力，而此前一直通过审查定价的方式来缓解这种压力。虽然品牌未给出疫情期间的具体交易数据，但它表示，Vivienne Westwood 品牌仍然对其广泛的客群保持吸引力，



“销售额始终保持一致”，品牌当下的重点仍然是升级现有店铺，以及通过精简产品组合来阐明品牌定位。此外，品牌还希望在中国和美国等关键市场建立更好的影响力，同时增加在欧洲（特别是法国、意大利和德国）和亚洲的市场份额。

目前，Vivienne Westwood 品牌正在进行战略性审查，以构建一个新的运营结构，使其能够优化运营流程和整体效率。

关于 Vivienne Westwood:

上世纪 60 年代，还是一名教师的 Vivienne Westwood 与第二任丈夫、英国著名摇滚乐队 Sex Pistols 经纪人 Malcolm McLaren 相识，此后联手经营起时尚生意，在上世纪七十年代的朋克风潮中声名鹊起。

Vivienne Westwood 的设计深受朋克音乐影响，给时尚界带来极大冲击，由此也被称为时尚界的“朋克之母”。2006 年，伊丽莎白女王授予 Vivienne Westwood 大英帝国女爵士勋章 (DBE)，以表彰她对时尚所做的贡献。近几年来，Vivienne Westwood 又致力于改善气候变化带来的环境问题。

2018 年，英国奢侈品牌 Burberry 联合 Vivienne Westwood 推出合作系列，旨在重塑 Burberry 经典的标志性风格，合作系列所得收入将用于支持非营利组织 Cool Earth，该组织致力于阻止砍伐和破坏雨林。

今年 10 月 29 日，Vivienne Westwood 携手环保组织 Letters to the Earth 在第 26 届气候变化大会前夕拍摄了一条短片，Vivienne Westwood 在影片中阅读了自己在《莎士比亚环球报》上发表的一封信，详细阐述了她的拯救地球环境的计划，同时呼吁政府积极合作。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/NetKUbd0kWI fJMtAdsAd2g>)

### 4.3. Allbirds 上市首日大涨 92.6%，市值突破 40 亿美元

据华丽志 11 月 4 日消息，美国旧金山创新鞋履品牌 Allbirds 正式挂牌美国纳斯达克，证券代码“BIRD”。在交易首日，Allbirds 开盘大涨 41%至每股 21.21 美元，报收于每股 28.89 美元，涨幅 92.6%，当前市值约 41.35 亿美元。文件显示，Allbirds 最大的投资者包括美国风险投资公司 Maveron 的关联公司、美国投资公司老虎全球管理 (Tiger Global)、美国普信集团 (T.Rowe Price)、富达投资 (Fidelity) 和早期风险投资基金 Leer Hippeau Ventures。

11 月 2 日，Allbirds 宣布扩大首次公开发行 (IPO) 规模，定价也从原定的指导区间 (每股 12 至 14 美元) 上调至每股 15 美元，Allbirds 公司及其现有股东共出售了约 2020 万股股票，合计 3.03 亿美元。而根据此前提交给美国证券交易委员会的文件，Allbirds 本次出售的股票数量为 1925 万股，包括新发行的 1540 万新股和现有股东出售的 385 万老股。

Allbirds 创始于 2016 年，它的第一款产品 Wool Runners 是由天然美利奴羊毛制成的羊毛休闲鞋，凭借质地柔软、舒适轻巧、不用穿袜子、可机洗等特点，在硅谷精英中掀起了一股热潮，许多名人、顶级企业高管都被看到穿着 Allbirds 的运动鞋，比如美国前总统奥巴马、好莱坞明星/投资人 阿什顿·库彻 (Ashton Kutcher)、谷歌联合创始人拉里·佩奇 (Larry Page) 等。Allbirds 的早期投资人还包括奥斯卡影帝莱昂纳多·迪卡普里奥 (Leonardo DiCaprio)。

“可持续”是 Allbirds 的品牌基因，除了美利奴羊毛外，它开发了更多天然材料 (如桉树纤维和其他植物基材料) 以替代传统鞋服中普遍使用的石油基材料。Allbirds 在 2016 年就获得了共益企业 (B Corp.) 认证。今年 5 月 Allbirds 还与

Adidas（阿迪达斯）合作开发了一系列完全可回收的运动鞋，每双碳足迹仅为 2.94kg。

目前，除环保购物者青睐的羊毛运动鞋外，Allbirds 还将品类拓展到了服装。在截至 2021 年 6 月 30 日的六个月内，Allbirds 净销售收入同比增长 27%至 1.18 亿美元，但净亏损也从 950 万美元扩大到 2100 万美元。Allbirds 联合首席执行官 Joseph Zwillinger 表示：“我们相信，通过对环境产生良好的影响，有机会为企业释放增长和财务机会。”

通过上市，Allbirds 推出了新一代可持续的商业模式——SPO 框架（Sustainability Principles and Objectives Framework）。Allbirds 携手由全球金融领域、可持续发展领域和具有社会影响力的专业人士组成的专家团队，与他们共同制定了这个全新的可持续商业模式，以达成环境与企业的共赢。

作为设计该框架的委员会成员之一，Morrison & Foerster 律师事务所合伙人 Suz Mac Cormac 表示：“专注于对业务和运营至关重要的 ESG 因素（环境、社会和公司治理），将帮助 Allbirds 在争夺资本、客户和人才方面获得竞争优势。”

在 Allbirds 之前，还有其他几家知名的新锐时尚消费品牌完成了 IPO，其中包括由网球天王费德勒（Roger Federer）参与投资的瑞士运动品牌 On（昂跑）。今年 9 月，On 在纽约证券交易所敲钟上市，以 65 亿美元的估值募集了 7.464 亿美元。截止 11 月 4 日收盘，On 的市值已达到 119.02 亿美元。

此外，今年 9 月，美国 DTC 品牌鼻祖、创新型眼镜品牌 Warby Parker 在纽约证券交易所上市。上市首日，Warby Parker 开盘价为每股 54.05 美元，比纽交所此前给出的上市参考价（每股 40 美元）高出 30%以上，收于每股 54.49 美元，市值达到约 61 亿美元。截止 11 月 4 日收盘，Warby Parker 市值为 54.8 亿美元。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/XNXe20sihy55BDrl78r5rQ>）

#### 4.4. Capri 集团最新季报：销售额同比增长 17%

据华丽志 11 月 4 日消息，美国奢侈品集团 Capri Holdings Ltd.（以下简称“Capri”）公布了（截至 2021 年 9 月 25 日的）2022 财年第二季度关键财务数据。销售额同比增长了 17%，“销售额、毛利率、营业利率和每股收益都超出了预期”，“旗下 Michael Kors（迈克·高仕）、Versace（范思哲）和 Jimmy Choo（周仰杰）三大品牌的表现也都好于预期”。Capri 还宣布了 10 亿美元的股票回购计划，以及上调了全年销售和利润预期。受此利好消息推动，Capri 集团股价当日飙升 16.3%，周三收于每股 64.05 美元。

Capri 首席执行官 John Idol 在电话会议上介绍了各地区的表现：“美洲的销售额增长继续超出我们的预期，如果不是库存限制，可能会更强劲。消费者对我们品牌的需求是健康的，且我们受益于社交聚会的增加。”“在 EMEA（欧洲、中东和非洲）地区，销售趋势也高于我们的预期，所有品牌都在增长。在这里，我们看到了国内消费的强劲势头，商店重新开业，疫苗接种率大幅上升。”“亚洲销售额持平，受到了日本、东南亚和澳大利亚的疫情相关限制的影响，以及中国新冠病例增加，导致了新一轮旅行和区域限制。”在中国，John Idol 表示：“尽管受到了更严格的（疫情）限制，中国大陆的销售额仍然实现了增长。”

与 Ralph Lauren 等同行一样，Capri 也在应对运输和货运成本飙升的问题。Michael Kors 品牌尤其受到这些问题的影响，包括越南工厂的关闭时间延长，疫情封锁导致港口堵塞，工人缺失导致商品延误。Capri 希望通过提价来应对供应链成本

的上升。Capri 表示，强劲的需求、更多的全价销售，以及 Michael Kors 和 Jimmy Choo 等品牌提高售价，缓解了上述影响。John Idol 说：“这些(战略)举措的成功目前抵消了疫情相关的不利因素，包括供应链延迟和运输成本增加等问题。”他表示，在即将到来的假日季，Capri 将能够满足的消费者需求。Capri 上调了全年销售和利润预期，目前 Capri 预计全年总销售额约为 54 亿美元，高于此前预计的约 53 亿美元。预计每股收益从 4.50 美元提高至 5.30 美元。

截至 2021 年 9 月 25 日的 2022 财年第二季度，Capri 关键财务数据如下：销售额 13 亿美元同比增长 17%，以不变汇率计算增长 15%。毛利润从去年同期的 7.1 亿美元增至 8.84 亿美元，调整后的毛利润率同比增长了 4.4 个百分点至 67.6%。营业利润 1.95 亿美元，调整后的营业利润率为 18.5%，去年同期营业利润为 1.53 亿美元。净利润 2 亿美元，调整后摊薄后每股 1.53 美元，去年同期净利润为 1.22 亿美元。Capri 旗下各个品牌的表现如下：Versace 的销售额为 2.82 亿美元，同比增长 45%，以不变汇率计算增长 43%；营业利润为 5500 万美元，营业利润率为 19.5%，去年同期营业利润 2000 万美元。今年 9 月，说唱歌手 Lil Nas X、演员 Channing Tatum 和 Lupita Nyong'o 等几位名人穿着 Versace 的服装出席了备受瞩目的 Met Gala，帮助提升了该品牌的形象。Jimmy Choo 的销售额为 1.37 亿美元，同比增长 12%，以不变汇率计算增长 5%；营业利润与去年同期持平为 1000 万美元，营业利润率为 0.7%。Michael Kors 的销售额为 8.81 亿美元，同比增长 11%，以不变汇率计算增长 10%；营业利润 2.20 亿美元，营业利润率为 25%，去年同期营业利润 1.90 亿美元。

按 53 周计算，Capri 预计 2022 财年全年总销售额为 54 亿美元；营业利润率为 18%；净利润为 1000 万美元；每股收益为 5.3 美元。旗下各大品牌的全年表现预期如下：Versace 的销售额预计为 10.6 亿美元，营业利润率约为 15%；Jimmy Choo 的销售额约为 5.75 亿美元，营业利润率约为 5%；Michael Kors 的销售额约为 37.65 亿美元，营业利润率约为 25%。

(原文链接：[https://mp.weixin.qq.com/s/AjkGGoS-R0LtAauKr9L\\_g](https://mp.weixin.qq.com/s/AjkGGoS-R0LtAauKr9L_g))

## 4.5. 雅诗兰黛集团最新季报：实体零售全面复苏，中国大陆实现两位数增长

据华丽志 11 月 3 日消息，美国雅诗兰黛集团 (Estée Lauder) 公布了 (截至 9 月 30 日的) 2022 财年第一季度关键财务数据。

2022 财年第一季度，雅诗兰黛集团净销售额同比增长了 23% 至 43.9 亿美元 (2021 年同期为 35.6 亿美元)。集团表示，所有地区和产品类别的净销售额都有所增长，反映出实体零售店的复苏，特别是在西方市场。中国大陆的净销售额同比增长了两位数，主要由护肤品和香水推动，几乎每个渠道的销售额都增长了两位数。

雅诗兰黛集团总裁兼首席执行官 Fabrizio Freda 表示：“尽管本季度全球波动性和变化性增加，但凭借动态多引擎增长战略，在 2022 财年的开始，我们表现得非常出色，与疫情前的 2020 财年第一季度相比，整体业务规模更大，利润更高。”

“13 个品牌贡献两位数的销售增长，显示了我们整个产品组合的实力。Estée Lauder (雅诗兰黛) 和 MAC (魅可) 推动了彩妆的新一波复兴；同时 La Mer (海蓝之谜) 和 Clinique (倩碧) 在护肤方面取得了突出的成绩；由 Tom Ford Beauty (汤姆·福特美妆) 和 Jo Malone London (祖玛珑) 推动，香水在每个地区都以两

位数的速度增长。我们的主打品牌表现异常出色，我们的创新也再次被证明能够独辟蹊径地满足消费者的需求。”

Fabrizio Freda 强调：“展望未来，我们将继续关注员工和消费者的安全和福祉。在 2022 财年，我们将继续期待净销售额和调整后的每股收益的强劲增长，以及边际利润率的扩大。基于对全球奢华品牌市场和我们公司自身的信心，我们决定提高季度股息。”

在截至 2021 年 9 月 30 日的 2022 财年第一季度，雅诗兰黛集团关键财务数据如下：净销售额从 35.6 亿美元增长了 23% 至 43.9 亿美元，剔除收购、剥离和品牌关闭（特别是 Deciem，集团于 2021 年 5 月完成了对 Deciem 的多数股权交易）以及汇率等影响后的增幅为 18%；净利润从 5.23 亿美元增至 6.92 亿美元；不计重组等费用，调整后的摊薄每股收益增长了 31% 至 1.89 美元，按不变汇率计增长了 29%

按部门：护肤品部门：净销售额增长 20% 至 24.49 亿美元，按不变汇率计算增长 18%；经营利润下滑 1% 至 7.17 亿美元；彩妆部门：净销售额增长 20% 至 11.74 亿美元，按不变汇率计算增长 18%；经营利润扭亏为盈，增至 0.91 亿美元（去年同期：亏损 0.71 亿美元）；香水部门：净销售额增长 50% 至 6.09 亿美元，按不变汇率计算增长 48%；经营利润从 0.6 亿美元增至 1.31 亿美元；护发部门：净销售额增长 9% 至 1.48 亿美元，按不变汇率计算增长 8%；经营利润 200 万美元。

按地区：美洲市场：净销售额增长 37% 至 11.94 亿美元，按不变汇率计增长 36%；经营利润由 0.65 亿美元增至 2.54 亿美元；欧洲、中东和非洲市场：净销售额增长 22% 至 18.73 亿美元，按不变汇率计算增长 21%；经营利润增长 13% 至 4.65 亿美元；亚太市场：净销售额增长 15% 至 13.26 亿美元，按不变汇率计算增长 11%；经营利润下滑 7% 至 2.22 亿美元。

预计 2022 财年第二季度：净销售额同比增长 11% 至 13%；剔除收购、资产剥离、品牌关闭、汇率等影响，净销售额有机增长 8% 至 10%；摊薄后每股净收益在 2.47 美元至 2.59 美元之间；扣除重组和其他费用，调整后的摊薄每股净收益预计在 2.51 美元至 2.61 美元之间；按不变汇率计算，调整后的摊薄每股净收益预计将下滑 0% 至 4%。

预计 2022 财年：净销售额增长 12% 至 15%。超过 6% 至 8% 的集团长期目标。有机增长 9% 至 12%；摊薄后每股净收益在 7.09 美元到 7.30 美元之间；调整后的摊薄每股净收益在 7.23 美元至 7.38 美元之间；按不变汇率计算，调整后的摊薄每股净收益预计将增长 11% 至 14%。

（原文链接：[https://mp.weixin.qq.com/s/K\\_CGu\\_Txmv4Y6L\\_Jl1BdIA](https://mp.weixin.qq.com/s/K_CGu_Txmv4Y6L_Jl1BdIA)）

## 4.6. Pandora 最新季报：受美国市场推动上调全年业绩预期，但直营门店销售令投资者失望

据华丽志 11 月 2 日消息，丹麦珠宝品牌 Pandora（潘多拉）报告了第三季度关键财务数据，归功于美国销售强劲，它上调了全年业绩预期。但截至周一收盘 Pandora 的股价却下跌了 6.5% 至每股 842.9 丹麦克朗，因投资者担心它的直营门店销售疲软。

按产能计算，Pandora 是全球最大的珠宝制造商。今年以来 Pandora 的股价飙升了 40%，因为自从疫情封锁解除，门店重新开业以来，它的销售额已恢复至疫情前的

最高水平。但第三季度 Pandora 直营门店销售额仅增长了 5%，而分析师此前预计的增幅为 14%。Sydbank 分析师 Per Fogh 表示，“第三季度的增长有点令人失望。”

尽管如此，Pandora 表示，归功于大规模政府措施和疫苗普及刺激了消费支出，第三季度其最大市场——美国的销售继续强劲。“由于美国业绩持续强劲，以及疫情限制放宽推动欧洲业绩连续改善，销售额增长和息税前利润都有所提高。”

Pandora 提高了全年业绩预期，目前预计 2021 年的销售额将有机增长 18%至 20%，高于此前预期的 16%至 18%，相当于年销售额在 224 亿至 228 亿丹麦克朗之间；息税前利润(EBIT)率将增长 24%至 24.5%，高于此前预测的 23%至 24%，不过这仍低于上个月分析师们平均预期的 24.6%增幅。Pandora 补充说：“新冠疫情和美国异常高水平的增长率，持续为业绩预期带来了更多的不确定性。”

Pandora 第三季关键财务数据如下：

销售额 47.28 亿丹麦克朗，超过分析师预期的 46.7 亿丹麦克朗。同比有机增长 14%，较 2019 年同期有机增长 9%。包括临时关闭的门店，报告同比增长 5%，较 2019 年同期报告增长 9%。息税前利润(EBIT) 9.57 亿克朗，高于分析师预期的 9.17 亿克朗；息税前利润率为 20.2%。

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

#### 4.7. 耐克正在申请虚拟产品商标

据中服圈 11 月 2 日消息，随着数字产品越来越受欢迎，耐克公司正寻求在美国为包括鞋子和服装在内的各种虚拟商品注册其品牌商标。

这家体育服饰巨头于 10 月 27 日向美国专利和商标局提交了四项申请，要求保护其在“可下载虚拟商品”和零售商店及娱乐相关服务类别中的商标。

文件中列出的数字产品包括头饰、眼镜、包、背包和运动器材。这些申请是基于意图使用的，在它们投入商业使用之前不会最终确定。

随着消费者购买诸如《堡垒之夜》和《NBA 2K》等热门游戏的数字艺术和电子游戏皮肤等虚拟商品，服装等虚拟商品也越来越受欢迎。

(原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/GdWPajZwe2ekUZAu2A8wNA>)

#### 4.8. 斯凯奇公布第三季度营收，或拆分上市

据中服圈 11 月 1 日消息，自 2020 年年底以来，注重舒适鞋履产品的斯凯奇持续了增长势头。

10 月 29 日，斯凯奇发布 2021 年第三季度财报，全球市场销售额 15.51 亿美元，同比增长 19.2%，同时也创下历史最佳第三季度销售记录，同时也是历史上第二高的单季度销售记录。自今年以来，斯凯奇季度营收已经连续创下新记录。上季度，斯凯奇净利润 1.03 亿美元，同比增长 60.3%。

但斯凯奇的业绩数字仍然低于市场预期。金融机构 Zacks 的预测平台 Zacks Consensus Estimate 预测，斯凯奇上季度营收 16.36 亿美元。

斯凯奇 DTC 直营销售额增长 44.1%，批发销售额增长 10.5%，背后的推动力包括零售环境的改善、舒适鞋履受到欢迎等因素。其中，国际批发业务同比增长 10.6%，

主要推动力包括批发渠道 61.9%的同比增长、中国市场同比增长 10.0%，以及印度市场 67.5%的同比增长。

斯凯奇的毛利率继续改善，由 2020 年同期的 48.1% 上升至 49.6%。毛利率提升主要受益于更高的平均售价，但部分被更高的单件销售成本抵消。

斯凯奇也在中国市场持续投资供应链。斯凯奇 CFO 约翰·范德莫尔 (John Vandemore) 表示：“我们的全球基础设施投资仍在继续，位于中国江苏太仓的中国物流中心已全面投入运营，许多其他基础设施和技术项目也取得了出色进展。”

但全球供应链的影响还在继续。在官方新闻稿中，斯凯奇 COO 大卫·温伯格 (David Weinberg) 表示：“即便在全球供应链面临严峻挑战的情况下，我们仍然创下了历史同期最佳业绩记录。全球供应链的困境预计将持续至明年上半年，但欧洲和其他国际市场的港口业务正开始复苏，我们对未来表示乐观。”

在发布新季度财报的同时，斯凯奇下调了第四季度以及 2021 年的营收预期。新的营收预期中，斯凯奇预计第四季度营收在 15.1 亿-15.6 亿美元，全年营收预计在 61.5 亿-62.0 亿美元。

同日，市场传闻斯凯奇计划将亚太业务拆分上市。彭博社援引信源消息称，斯凯奇在考虑其亚洲业务的战略选择，已经与顾问进行了初步会谈，以评估包括在香港 IPO 在内的可能性。信源消息称，亚太业务的 IPO 可能筹集约 15 亿美元。目前，斯凯奇对其亚太业务的战略选择的考虑尚处早期阶段。斯凯奇对其亚太业务的战略规划可能影响其与合作伙伴的关系。2007 年，斯凯奇与香港公司联泰集团合资成立斯凯奇中国，联泰集团创始人陈守仁其子陈伟利执掌斯凯奇中国，管理斯凯奇中国、香港和东南亚和韩国市场。在摆脱早期的定位误区和选址困扰之后，斯凯奇中国于 2014 年开始进入飞速增长的状态，目前能为全球贡献将近四分之一的销售额。2020 年，斯凯奇中国为母公司贡献了 9.25 亿美元的营收，占公司营收约 20%。

陈伟利曾向《好奇心日报》解释过斯凯奇在中国市场的产品定位：“我们不会做 299 的客户。那个是安踏、李宁的客户。但是你想找个国际品牌在 399、499，你来找我。但我不会下去做 299。那是别人的客户。”

针对上述传闻，斯凯奇 CFO 约翰·范德莫尔 (John Vandemore) 回应彭博社称，斯凯奇一直在评估增加股东价值的机会，包括其在亚洲的业务相关的业务，斯凯奇认为该业务被市场严重低估。懒熊体育联系斯凯奇中国，后者对此不予置评。在全球开展业务的公司拆分亚太业务上市已有前例，包括百胜中国、百威亚太等。

(原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/sv5UtHCSsddxYP5uErAnlQ>)

## 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	4.39	52.57	0.60	0.67	6.01	5.38
	2331. HK	李宁	买入	93.00	2,433.15	1.44	1.84	53.07	41.53
	2020. HK	安踏体育	买入	125.10	3,381.86	2.87	3.75	35.82	27.41

	3998.HK	波司登	买入	5.82	633.00	0.20	0.25	23.91	19.13
A 股	300979	华利集团	买入	92.92	1,084.38	2.45	3.14	37.93	29.59
	300218	安利股份	买入	14.83	32.18	0.61	0.85	24.31	17.45
	605080	浙江自然	买入	68.50	69.27	2.27	3.09	30.18	22.17
	003016	欣贺股份	买入	10.02	43.25	0.75	0.89	13.36	11.26
	601339	百隆东方	买入	5.13	76.95	0.77	0.85	6.66	6.04
	002154	报喜鸟	买入	4.54	55.28	0.41	0.54	11.07	8.41
	603877	太平鸟	买入	37.24	177.53	2.11	2.64	17.65	14.11
	603587	地素时尚	买入	18.26	87.87	1.46	1.72	12.51	10.62
	603558	健盛集团	买入	10.77	42.32	0.63	0.84	17.10	12.82
	300577	开润股份	买入	21.30	51.08	0.84	1.43	25.36	14.90
	002293	罗莱生活	买入	13.75	115.36	0.85	0.98	16.18	14.03
	002832	比音勒芬	买入	25.03	137.67	1.11	1.42	22.55	17.63
	002563	森马服饰	买入	7.04	189.66	0.58	0.68	12.14	10.35
	600398	海澜之家	买入	6.53	282.07	0.65	0.76	10.05	8.59
	605180	华生科技	买入	34.15	34.15	1.92	2.45	17.79	13.94
	603889	新澳股份	买入	5.86	29.99	0.62	0.79	9.45	7.42
	002327	富安娜	买入	8.30	68.85	0.70	0.89	11.86	9.33
	603365	水星家纺	买入	15.66	41.76	1.38	1.56	11.35	10.04
	600400	红豆股份	增持	3.09	70.80	0.06	0.08	51.50	38.63
	002780	三夫户外	增持	16.16	25.47	0.19	0.36	85.05	44.89
300840	酷特智能	增持	11.36	27.26	0.32	0.39	35.50	29.13	
002127	南极电商	增持	7.42	182.15	0.50	0.71	14.84	10.45	
603808	歌力思	增持	15.14	55.88	0.98	1.14	15.45	13.28	

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=0.8217 元人民币; 收盘价和市值均采用 2021 年 11 月 5 日收盘数据。

表 2 各公司收入增速跟踪

品类	公司	分地区	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
运动	耐克	全球	10.16%	5.13%	-	-0.62%	8.88%	2.50%	95.53%	95.45%	
		中国	19.62%	-5.16%	-2.95%	6.02%	24.42%	51.00%	17.36%	17%	
	Lululemon (20Q2 代表截至 8 月 2 日季度)	全球	22.09%	22.53%	19.70%	-	2.22%	21.97%	23.76%	88.12%	
		亚太/中国	30.51%	33.44%	36.42%	-	-	14.02%	10.68%	406.27%	
	Adidas	全球	4.00%	9.14%	7.87%	-	-	-6.96%	-4.98%	20.25%	
		大中华区	14.00%	11.00%	16.10%	-	持平	-5.00%	19.00%	150.81%	
	PUMA	全球	16.93%	19.00%	20.57%	-1.48%	-	7.16%	9.10%	19.16%	
		亚太区	23.02%	32.71%	6.01%	-	-	-6.12%	4.03%	24.62%	
	斯凯奇	全球	10.91%	15.10%	23.13%	-2.70%	-	-3.92%	-0.45%	14.98%	19.2%
		大中华区									
	Dick's Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	3.75%	5.65%	4.68%	-	20.10%	22.93%	19.81%	118.92%	
		大中华区									

	安德玛	全球	1.44%	-0.94%	3.69%	-	-	0.25%	-2.60%	35.15%	
		大中华区	22.22%	4.03%	8.93%	-	-	15.48%	26.23%	118.75%	
	拼多多	全球	169.10%	122.81%	9089.50%	4391.50%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	
		大中华区	169.10%	122.81%	90.89%	43.91%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	
	京东	全球	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	
		大中华区	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	
	RealReal	全球	2.49%	13.40%	20.92%	-	-	36.01%	10.53%	14.55%	
		大中华区				19.61%	26.65%				
	阿里巴巴	全球	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	
		大中华区	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	
	Zalando SE	全球	15.90%	-4.77%	30.56%	-	-	33.49%	-9.09%	39.11%	
		大中华区				23.25%				-13.04%	
电商	迅销公司 (21Q1 代表截至 11 月的季度)	全球	7.32%	9.73%	-3.20%	-6.08%	-	-	-0.45%	-0.57%	
		大中华区					39.05%			-0.28%	
	Inditex (20Q2 代表截至 7 月 31 日季度)	全球	16.30%	1.55%	20.94%	-	-	43.20%	27.95%	4.38%	
		大中华区				60.99%				48.59%	
	Levi Strauss&Co. (20Q2 代表截至 8 月 23 日的季度)	全球	5.39%	3.80%	-1.46%	5.00%	-	-	62.10%	26.54%	-11.65%
		大中华区	16.39%	16.28%	16.44%	16.64%					-13.31%
	33.00%										
	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%	-0.10%
		大中华区	6.44%	6.62%	5.74%	5.48%					-5.35%
	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%	-3.20%
		大中华区									-10.35%
	威富集团 (20Q2 代表截至 9 月 26 日的上半年)	全球	-	-	-	-	-	-	18.53%	13.16%	14.10%
		大中华区				34.56%	52.62%	23.12%			-12.21%
	22.84%										
Steven Madden	全球	12.44%	8.47%	1.11%	-	-	-	12.60%	67.91%	30.25%	
	大中华区									-14.93%	
0.52%											
卡骆驰	全球	9.42%	19.80%	21.76%	-5.00%	-7.62%	15.66%	56.48%	63.64%		
	大中华区										
Stitch Fix (累计季度)	全球	25.13%	29.09%	35.77%	21.46%	22.01%	-9.09%	2.61%	10.25%		
	大中华区										
奢侈品	Farfetch	全球	42.00%	88.89%	95.00%	90.00%	75.00%	72.00%	41%		
		大中华区									
	LVMH	全球	15.12%	17.02%	11.50%	-	-	-	15.49%	37.84%	10.22%
		大中华区									-6%
	84%									20%	
	Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)	全球	2.30%	2.26%	-30.10%	-46.6%	-38.5%	-20.4%			44.35%
		亚太地区	-0.5%	1.7%	4.3%	-22.9%	-30.6%				
	蒂芙尼 (20Q2 代表截至 7 月 31 日的季度)	全球	-8%	-1%			72%	28%			
		大中华区									80%
	历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日季度)	全球	4%	2%	-47%	-26%	+1%				127.47%
	亚太地区	2%	-6%	-29%	-6%	21%					
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	-1%	0%	4%	5%	0%	-4%			98%	
	大中华区										



	加拿大鹅	全球	27.66%	13.22%	-9.80%	-	-	4.84%	48.19%	115.71%	
		大中华区	83.83%	104.10%	17.54%	-	-	42.03%			
	Capri	全球	11.87%	15.08%	9.25%	11.31%	66.49%	23.02%	-17.12%	0.42%	
		大中华区	11%	15%	7%	-20%	-64%	-19%	-9%	17%	
	Tapestry (2004 代表截至 6 月 27 日季度)	全球	0.84%	-	-	-	-7.19%	18.70%		125.87%	
		大中华区	34.38%	35.59%	35.51%	-	-8.23%	1.25%	-0.241	0.5526	
	Pandora (2003 代表截至 9 月 30 日季度)	全球						-5%	1.21	5%	
		大中华区									
化妆品品牌	雅诗兰黛	全球	8.95%	10.53%	15.46%	-	-	-8.55%	4.95%	10.13%	32.31%
		大中华区	17.51%	23.74%	29.31%	-3.93%	12.14%	8.60%	34.57%	-29.46%	15%

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。