

行业研究

双十一落幕，运动鞋服国潮趋势持续

——纺织服装与化妆品行业周报（20211112）

要点

2021年“双11”电商大促数据点评：2021年天猫双11总成交额（11月1日~11月11日）为5403亿元、同比增8.45%，增速逐渐放缓。化妆品行业国际品牌继续强势，美容护肤类目TOP10仅国产品牌薇诺娜上榜。服装行业国潮趋势体现，TOP10榜单中国产品牌的数量由2个增加至3个，其中安踏位列第2名（+2名）、特步今年进入TOP10榜单、而阿迪达斯位列第4名（-2名）。

10月纺织服装出口数据：2021年10月我国纺织品出口额单月同比增长7.19%，相较9月同转为正增长，1~10月累计同比下滑9.10%。服装出口额10月同比增长24.69%，相较9月同比增幅提升14.85PCT，1~10月累计同比增长25.20%。

USDA11月棉花产销存月报：根据USDA预测，相比于10月全球棉花2021/22年度产量预测上调32.9万吨、消费量上调15.2万吨、进口量上调3.8万吨、出口量上调3.9万吨、期末库存下调4.4万吨。对中国2021年棉花产量、消费量预测与9月持平。

行情回顾：纺织服装板块：上周（2021年11月8日~11月12日）上证指数、深证成指、沪深300指数涨跌幅分别为+1.36%、+1.68%、+0.95%，纺织服装板块上涨0.84%，位列28个申万一级行业的第21位；其中纺织制造板块上涨1.25%、服装家纺板块上涨0.62%。过去一个月（2021年10月12日~11月12日）上证指数、深证成指、沪深300指数涨跌幅分别为-0.22%、+4.03%、+0.09%，纺织服装板块下跌2.98%，位列28个申万一级行业的第19位。

化妆品与医美板块：上周化妆品板块下跌6.27%，跑输沪深300指数7.22PCT。过去一个月化妆品板块下跌0.42%，跑输沪深300指数0.51PCT。上周医美板块上涨0.63%，跑输沪深300指数0.32PCT。过去一个月医美板块下跌8.40%，跑输沪深300指数8.49PCT。

行业新闻：Adidas中国地区2021财年第三季度销售额同比下滑15%；Burberry中国大陆地区2022财年上半年较2019年同期增长超30%；科蒂集团2022财年第一季度（7~9月）中国地区增长近50%；资生堂2021财年第三季度中国地区销售额同比增长2%；花王2021年前三季度收入和净利润各同比下滑9.2%、4.6%；露华浓2021年前三季度净亏损同比扩大19.3%至5310万美元。

投资建议：纺织服装行业：冬季来临，关注冬装销售情况。双十一大盘需求较疲软，服装部分品牌表现突出，另外国潮趋势仍有延续，国内运动品牌表现亮眼。纺织板块越南疫情初步现控制，龙头海外产能受疫情影响逐步消除。我们继续推荐：1）目前估值合理的安踏体育、李宁、太平鸟、比音勒芬，冷冬受益明显的波司登、罗莱生活等；2）纺织制造推荐申洲国际、华利集团。

化妆品行业：维持前期观点，双十一表现来看，虽然国际品牌仍然在大促中占领主要席位，但部分产品力强的国产品牌正在崛起中，以产品促品牌力提升的路径我们认为仍然有效。我们继续推荐珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化，**医美行业：**行业仍处发展早期，景气度高但规范化程度仍待提升，短期监管继续趋严，长期利好正规产品/机构的持续发展和份额提升，建议关注爱美客、华熙生物。

风险提示：宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装、化妆品、医美等产品的消费需求；行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；电商平台流量增速放缓以及流量成本上升等。

纺织和服装 增持（维持） 化妆品&医美 买入（维持）

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

021-52523842

zhujieyu@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



注：医美行业累计涨跌幅对应右轴

资料来源：Wind

相关研报

10月淘系服装化妆品销售仍低迷、关注重点双十一表现，医美广告执法指南发布——纺织服装与化妆品行业周报（20211105）（20211105）
 三季报落幕、Q3需求走弱，期待四季度销售提振——纺织服装与化妆品行业周报（20211029）（20211029）

今冬拉尼娜有望形成，双11预售开启——纺织服装与化妆品行业周报（20211022）（20211023）

1、2021年“双11”电商大促数据点评

2021年“双11”电商大促活动落幕，2021年天猫双11总成交额（11月1日~11月11日）为5403亿元、同比增长8.45%。京东双11总成交额（10月31日20时~11月11日24时）为3491亿元、同比增长28.58%。据网经社统计，2021年双11线上全网成交额为9651.2亿元、同比增长12.22%，天猫和京东成交额共占线上全网成交额的92.15%。整体来看，线上全网双11成交额增速呈下行趋势。

在品类方面，据星图数据（统计线上全网10月31日20时~11月11日24时数据），双11按成交额排名，服装、个护美妆、女鞋/男鞋/箱包分别排名第3~5名，运动户外位列第10名。

图1：线上全网双11期间销售额排名TOP10品类（10月31日20时~11月11日24时）



资料来源：星图数据

化妆品行业中，据天下网商（统计天猫11月1日~11日数据），美容护肤类目中销售排名TOP10品牌多为国际品牌，其中欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻位居前三名，敏感肌品牌龙头薇诺娜作为唯一的国产品牌位列TOP6；彩妆类目中仍以国际品牌居多，其中YSL、雅诗兰黛、3CE位居前三名，而TOP10中两个国产彩妆品牌完美日记、花西子分别位居第4、5名。

表1：天猫双11期间化妆品各品类销售TOP10品牌（统计天猫11月1日~11日数据）

排名	美容护肤	彩妆
1	欧莱雅	YSL
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3	兰蔻	3CE
4	后	完美日记
5	资生堂	花西子
6	薇诺娜	阿玛尼
7	OLAY	兰蔻
8	SKI-II	MAC
9	海蓝之谜	CPB
10	赫莲娜	纪梵希

注：浅底色表示国产品牌

资料来源：天下网商

服装行业中，据天下网商（统计天猫11月1日~11日数据），运动户外类目TOP10中第1名仍为国际龙头品牌耐克，而安踏、李宁、FILA分别位居第2、3、5名，

特步位居第 10 名。与去年双 11 榜单相比，TOP10 榜单中国产品的数量由 2 个增加至 3 个。

再分品牌来看，耐克仍牢牢占据第 1 的位置，阿迪达斯由第 2 名下降至第 4 名，安踏由第 4 名上升至第 2 名，李宁、FILA 排名无变化，特步今年进入 TOP10 榜单。我们认为国产运动龙头品牌排名的提升显示消费者对国产品牌的偏好正在加强，也可以看出国产品牌在新疆棉事件后把握行业政策和利好趋势，锐意提升市场份额。

女装类目中 ITIB 占据榜首，波司登、太平鸟女装、Teenie Weenie 分别位列第 4、7、9 名；男装类目中优衣库占据榜首，波司登、太平鸟男装位列第 2、3 名，GXG、森马、海澜之家位列第 5~7 名；母婴亲子类目中巴拉巴拉位居榜首，耐克、安踏童装位列第 4、5 名；家居百货类目中水星、罗莱、富安娜、梦洁位列第 1/2/4/5 名；内衣类目中 Ubras、蕉内、优衣库位列 TOP3。

表 2: 天猫双 11 期间服装各品类销售 TOP10 品牌 (统计天猫 11 月 1 日~11 日数据)

排名	运动户外	女装	男装	母婴亲子	家居百货	内衣
1	耐克	ITIB	优衣库	巴拉巴拉	水星	ubras
2	安踏↑+2	优衣库	波司登	babycare	罗莱	蕉内
3	李宁	伊芙丽	太平鸟男装	爱他美	博洋家纺	优衣库
4	阿迪达斯↓-2	波司登	杰克琼斯	耐克	富安娜	恒源祥
5	斐乐	摩安珂	GXG	安踏	梦洁	猫人
6	斯凯奇	ONLY	森马	好奇	好太太	内外
7	新百伦	太平鸟女装	海澜之家	戴维贝拉	佳帮手	曼妮芬
8	JORDAN	Vero Moda	beaster	帮宝适	LOVO	有棵树
9	彪马	Teenie Weenie	思莱德	好孩子	多喜爱	芬腾
10	特步	鸭鸭	雅戈尔	嫚熙	双立人	果壳

注：浅底色表示国内上市公司旗下品牌，下同；箭头表示与去年同期相比排名上升与下降
资料来源：天下网商

对重点公司和品牌数据汇总来看，化妆品行业中薇诺娜在天猫美容护肤类目中排名第 6 名（蝉联美容护肤类目国产品牌第 1 名）。另外，多个品牌表现出高增长趋势：上海家化线上全网同比增 38%，旗下玉泽同比增 70%+；润百颜、瓊尔博士天猫分别同比增 280%+、74%。根据第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据计算，珀莱雅、彩棠同比增 85%、204%，恋火同比翻 31 倍，丸美、御泥坊同比下滑 52%、75%。

表 3: 化妆品重点公司和品牌双 11 销售数据表现

公司	品牌	线上全网销售额 (亿元)	YOY%	天猫旗舰店 (亿元)	YOY%	其他
美妆品牌商						
上海家化	全系统		38%		35%+	拼多多增速 200%
	玉泽		70%+		24%*	
	佰草集				19%*	
	典翠				500%	
	启初		25%			京东增速 60%、拼多多增速 370%
贝泰妮	薇诺娜				80%*	天猫美容护肤类目中排名第 6 (蝉联该类目下国产品牌第 1)、京东官方店美妆排名第 2、京东自营店美妆排名第 10、唯品会美妆排名第 6、抖音美妆自播排名第 1 (抖音店铺首日销售破千万)、快手美妆类目排名第 6
	薇诺娜宝贝					在天猫婴童护肤品类中排名第 10
珀莱雅	珀莱雅				85%*	

	彩棠				204%*	
丸美股份	丸美				-52%*	
	恋火				翻31倍*	
水羊股份	御泥坊*				-75%*	
华熙生物	润百颜	3.3+			280%+	京东增速 106%+
鲁商发展	瑗尔博士	1.4		1.1	74%	
代运营公司						
壹网壹创	全系统		31%			品牌服务人群资产约 27 亿、同比增长 16%、人群资产过亿品牌数共计 9 个
	欧珀莱				23%	
	毛戈平				200%	
丽人丽妆	全系统					品牌服务人群资产超 31 亿
	后			13.0+		面部护理套装类目第 1
	雪花秀			6.0+		
	芙丽芳丝			3.0+		连续六年蝉联洁面类目第 1
	雅漾			1.0+	28%+	雅漾爽肤水喷雾类目第 1

注：玉泽、佰草集、薇诺娜、珀莱雅、彩棠、丸美、恋火、御泥坊天猫旗舰店同比增长根据第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据计算，统计日期为 2021 年 10 月 20 日~11 月 11 日；其余品牌均为截至 2021 年 11 月 11 日的累计成交数据

资料来源：各品牌官方微信公众号新闻、亿邦动力网、第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

服装行业方面多个品牌实现靓丽增长。安踏集团双 11 天猫成交额同比增 61%，主品牌安踏同比增 50%+；李宁天猫同比增 38%；特步线上全网同比增 40%+。波司登集团在冷冬环境下销售额迎来大幅增长，线上全网同比增长 53%，主品牌波司登同比增 45%+。大众服饰中太平鸟、森马服饰线上全网分别同比增 34%、13%。锦泓集团（Teenie Weenie 品牌为主）线上全网同比增 105%、天猫同比增长 24%。

家纺家居行业方面罗莱生活、水星家纺展现出稳健增长趋势，线上全网分别同比增长 32%、33%，梦洁股份同比实现 1 倍增长。

表 4：服装重点公司和品牌双 11 销售数据表现

公司	品牌	线上线下全渠道 (亿元)	YOY%	线上全网销售额 (亿元)	YOY%	天猫旗舰店 (亿元)	YOY%	其他
品牌服饰								
安踏体育	全系统					46.5	61%	
	安踏						50%+	在天猫运动鞋服类目位居第 2 (国产品牌第 1)
	FILA							在天猫运动鞋服类目位居第 5
	其他品牌						100%+	
	安踏儿童							在天猫母婴类目位居第 3
	FILA 儿童							在天猫母婴类目位居第 5
李宁	李宁					10.6	38%	天猫中国李宁旗舰店同比增长 52%、天猫李宁跑步旗舰店同比增长 108%、天猫李宁儿童旗舰店同比增长 150%
特步国际	特步			5.0+	40%+			天猫平台行业排名提升 2 位、天猫旗舰店行业排名提升 2 位、京东平台业绩 1 分钟超去年全期、唯品会增速位列国内品牌第 1、抖音快手业绩增长超 2000%、位居抖音运动户外榜单第 3 名

	特步儿童			1.0+	100%+			
波司登	全系统			27.8	53%			
	波司登			21.8	45%+			在天猫中国服饰中排名第1
森马服饰	全系统			23.0	34%			
太平鸟	全系统	15.6	8%	11.9	13%			
	太平鸟女装			3.7				
	太平鸟男装			4.1				太平鸟男装天猫排名第3
	乐町			1.9				
	minipeace			1.5				minipeace 天猫排名第4 (国内品牌第3)
锦泓集团	全系统 (Teenie Weenie 品牌为主)			3.6+	105%	2.0	24%	唯品会增长 111%、抖音女装自播排名第1
朗姿股份	全系统			2.0	67%			
报喜鸟	全系统			3.2	16%			
家纺家居								
罗莱生活	全系统			4.8	32%			
水星家纺	全系统			4.7	33%			
梦洁股份	全系统			3.2*	100%			
其他								
稳健医疗	全系统	7.7						微信官方商城同比增长 88%、拼多多同比增长 448%、抖音同比增长 40 倍
	全棉时代	6.7						
	winner 稳健医疗	1.0						
	津梁生活	0.04						

注：安踏体育、波司登、水星家纺统计日期为 11 月 1 日~11 日，其余品牌均为截至 2021 年 11 月 11 日的累计成交额数据
 注：梦洁股份全网成交额按照 2020 年成交额以及 2021 年同比增速推算得出
 资料来源：各品牌官方微信公众号新闻、亿邦动力网，光大证券研究所整理

2、10 月纺织服装出口数据：纺织品同比增速转正、服装同比增幅环比 9 月提升

据海关总署统计，2021 年 10 月我国纺织纱线、织物及制品出口额为 125.01 亿美元，10 月单月同比增长 7.19%，相较 9 月同比转为正增长，1~10 月累计同比下滑 9.10%。服装及衣着附件出口额为 164.37 亿美元，10 月同比增长 24.69%，相较 9 月同比增幅提升 14.85PCT，1~10 月累计同比增长 25.20%。

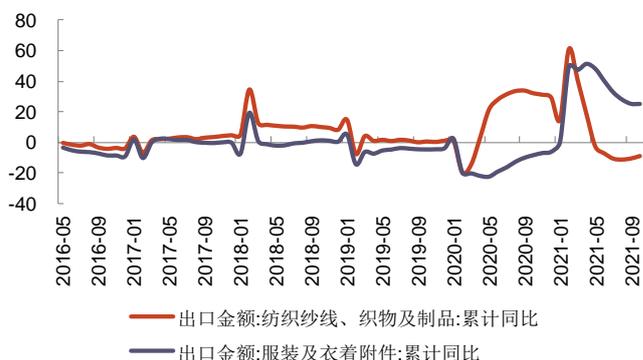
我国纺织品出口自 2021 年 4 月以来单月增速呈下滑趋势，主要由于去年同期高基数以及今年以来疫情相关防护用品需求有所回落所致，随着高基数效应逐渐减弱，10 月单月同比增速转正；服装出口 2021 年以来持续同比增长，主要由于去年疫情影响海外需求疲软并造成低基数，今年需求端恢复所致，1~9 月低基数效应逐步减弱、同比增速逐渐放缓，10 月同比增幅环比 9 月提升。

图 2：2016 年 5 月~2021 年 10 月纺织服装出口额单月同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：2016 年 5 月~2021 年 10 月纺织服装出口额累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、USDA11 月月报：上调全球棉花产量、消费量、进口量、出口量，下调期末库存

根据 USDA11 月月报预测，相比于 10 月全球棉花 2021/22 年度产量预测上调 32.9 万吨、消费量上调 15.2 万吨、进口量上调 3.8 万吨、出口量上调 3.9 万吨、期末库存下调 4.4 万吨。

- 产量：主要上调的国家为美国、巴西、巴基斯坦，产量分别为 396.2 万吨 (+4.2 万吨)、287.4 万吨 (+15.2 万吨)、145.9 万吨 (+4.4 万吨)；
- 消费量：主要上调的国家为印度、巴基斯坦、孟加拉国，消费量分别为 561.7 万吨 (+6.5 万吨)、248.2 万吨 (+4.3 万吨)、191.6 万吨 (+2.2 万吨)；
- 进口量：主要上调的国家为孟加拉国，进口量为 180.7 万吨 (+2.2 万吨)；
- 出口量：主要上调的国家为巴西、澳大利亚，出口量分别为 176.4 万吨 (+2.2 万吨)、84.9 万吨 (+6.5 万吨)；
- 期末库存：主要下调国家为印度、巴基斯坦，期末库存为 246.9 万吨 (-23.9 万吨)、54.2 万吨 (-6.5 万吨)。

表 5：USDA 全球棉花产销存预测 (2021 年 11 月)

单位：万吨	地区	2020/21	2021/22 (10 月预测)	2021/22 (11 月预测)	环比变化
产量	中国	642.3	582.4	582.4	0.0
	中国以外	1804.8	2036.4	2069.3	32.9
	全球	2447.1	2618.8	2651.7	32.9
消费量	中国	870.9	870.9	870.9	0.0
	中国以外	1734	1815.9	1831.1	15.2
	全球	2604.9	2686.8	2702	15.2
进口量	中国	280.1	228.6	228.6	0.0
	中国以外	784.8	782.6	786.4	3.8
	全球	1064.9	1011.2	1015	3.8
出口量	中国	—	—	—	—
	中国以外	1055.5	1010.8	1014.7	3.9
	全球	1055.5	1010.8	1014.7	3.9
期末库存	中国	854.7	793.7	793.6	-0.1

	中国以外	1133.2	1103.4	1099.1	-4.3
	全球	1987.9	1897.1	1892.7	-4.4

资料来源: USDA, 光大证券研究所

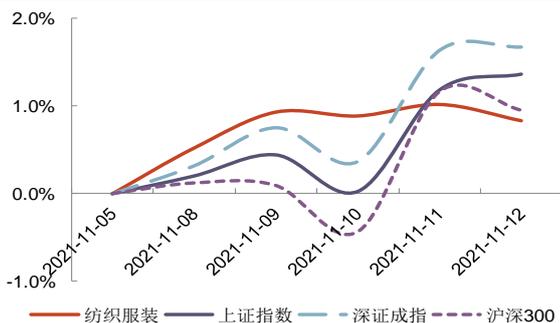
4、行情回顾

4.1、纺织服装板块

上周(2021年11月8日~11月12日)上证指数、深证成指、沪深300指数涨跌幅分别为+1.36%、+1.68%、+0.95%，纺织服装板块上涨0.84%，位列28个申万一级行业的第21位。过去一周，28个申万一级行业中26个行业上涨，涨跌幅位居前三名的分别是房地产、国防军工、建筑材料，涨跌幅分别为+8.46%、+7.25%、+5.07%。涨跌幅排名后三位的行业分别为食品饮料、采掘、商业贸易，涨跌幅分别为-3.66%、-2.13%、+0.17%。

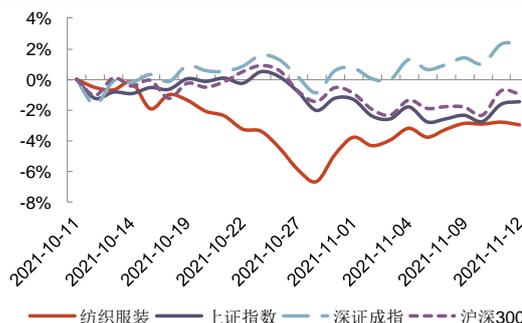
过去一个月(2021年10月12日~11月12日)上证指数、深证成指、沪深300指数涨跌幅分别为-0.22%、+4.03%、+0.09%，纺织服装板块下跌2.98%，位列28个申万一级行业的第19位。过去一个月，28个申万一级行业中11个行业上涨，涨跌幅排名前三位的行业分别是电气设备、国防军工、汽车，涨跌幅分别为17.29%、13.85%、10.81%。涨跌幅排名后三位的行业分别是采掘、钢铁、休闲服务，涨跌幅分别为-19.46%、-13.09%、-8.71%。

图4: 过去一周纺织服装板块表现情况(截至2021/11/12)



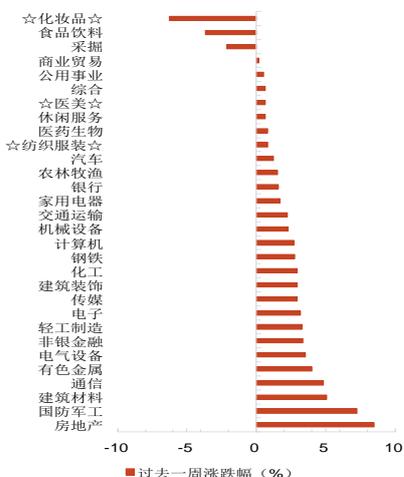
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图5: 过去一个月纺织服装板块表现情况(截至2021/11/12)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图6: 过去一周申万一级行业涨跌幅(截至2021/11/12)



注: 化妆品和医美指数为光大证券分别选取11家和10家上市公司自制而成,以自由流通市值为权重。

资料来源: Wind, 光大证券研究所

图7: 过去一个月申万一级行业涨跌幅(截至2021/11/12)

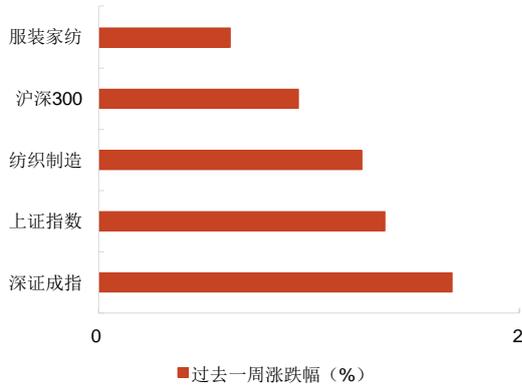


注: 化妆品和医美指数为光大证券分别选取11家和10家上市公司自制而成,以自由流通市值为权重。

资料来源: Wind, 光大证券研究所

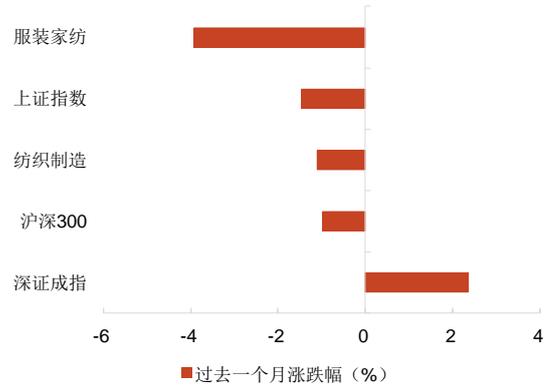
纺织服装子行业中，过去一周纺织制造板块上涨 1.25%、服装家纺板块上涨 0.62%。过去一个月纺织制造下跌 1.11%、服装家纺下跌 3.93%。

图 8：过去一周纺织服装板块子行业表现（截至 2021/11/12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：过去一个月纺织服装板块子行业表现（截至 2021/11/12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

个股方面，都市丽人、真爱美家、如意集团、美尔雅、深纺织 A 等涨幅居前，金发拉比、朗姿股份、康隆达、赢家时尚、凤竹纺织等跌幅居前。

表 6：过去一周纺织服装行业涨幅前五名个股（截至 2021/11/12）

证券代码	证券简称	周收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	成交量 (万股)	成交额 (亿元/天)	动态市盈率
2298.HK	都市丽人	0.59	46.94	1201.50	0.01	48
003041.SZ	真爱美家	26.03	24.31	2623.75	1.27	21
002193.SZ	如意集团	6.23	19.81	5627.49	0.68	NA
600107.SH	美尔雅	6.08	11.36	5767.65	0.70	12
000045.SZ	深纺织 A	10.01	8.80	3132.20	0.61	54

注：都市丽人周收盘价、成交额按照 11 月 12 日港币兑人民币汇率 1 港币=0.8223 人民币进行换算
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 7：过去一周纺织服装行业跌幅前五名个股（截至 2021/11/12）

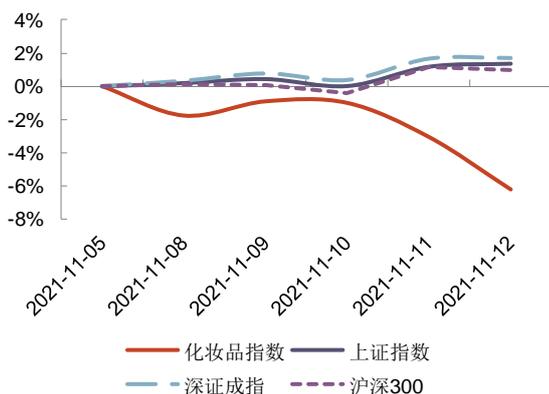
证券代码	证券简称	周收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	成交量 (万股)	成交额 (亿元/天)	动态市盈率
002762.SZ	金发拉比	11.02	-13.09	17213.44	4.17	244
002612.SZ	朗姿股份	35.12	-8.30	9754.20	7.05	62
603665.SH	康隆达	25.38	-5.55	1618.10	0.85	109
3709.HK	赢家时尚	8.63	-4.55	379.40	0.07	10
600493.SH	凤竹纺织	5.73	-4.50	4215.63	0.49	18

注：赢家时尚周收盘价、成交额按照 11 月 12 日港币兑人民币汇率 1 港币=0.8223 人民币进行换算
资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、化妆品板块

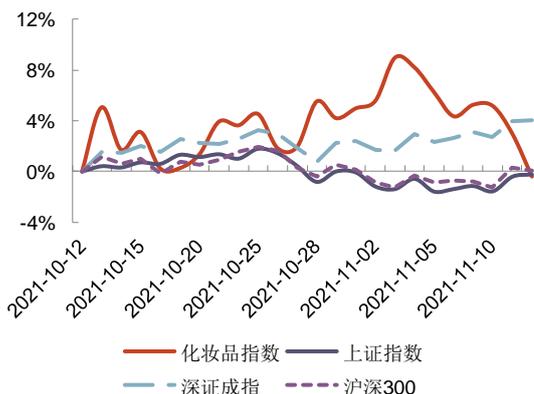
上周化妆品板块下跌 6.27%，跑输沪深 300 指数 7.22PCT。过去一个月化妆品板块下跌 0.42%，跑输沪深 300 指数 0.51PCT。与申万一级 28 个行业和自建医美板块对比来看，过去一周化妆品板块涨跌幅位列第 30 位、过去一个月涨跌幅位列第 13 位。

图 10: 过去一周化妆品板块表现情况 (截至 2021/11/12)



注: 化妆品指数由光大证券选取的 11 家相关个股标的组成, 不同于 Wind 披露的化妆品指数。
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: 过去一个月化妆品板块表现情况 (截至 2021/11/12)

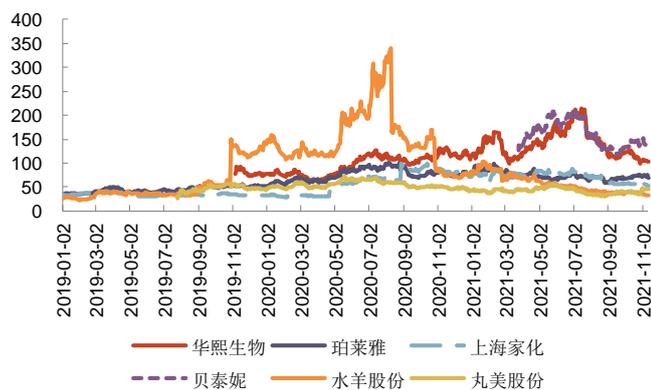


注: 化妆品指数由光大证券选取的 11 家相关个股标的组成, 不同于 Wind 披露的化妆品指数。
资料来源: Wind, 光大证券研究所

从化妆品上市公司的估值来看, 美妆品牌商公司 19 年初以来的历史估值 (PE TTM) 均值为 89 倍、个护品牌商公司历史均值为 72 倍、代运营商历史均值为 53 倍、原料及制造商历史均值为 18 倍。

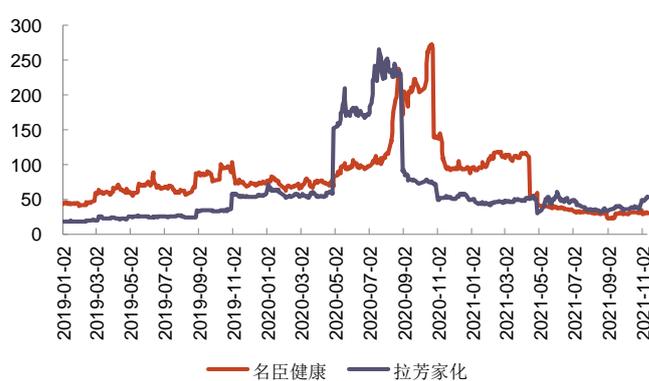
当前 (2021 年 11 月 12 日) 美妆公司、个护公司、代运营商、原料及制造商估值水平 (PE TTM) 分别为 72 倍、42 倍、30 倍、24 倍, 除原料及制造商外, 估值均低于历史平均水平。

图 12: 美妆公司 PE(ttm) (更新至 2021/11/12)



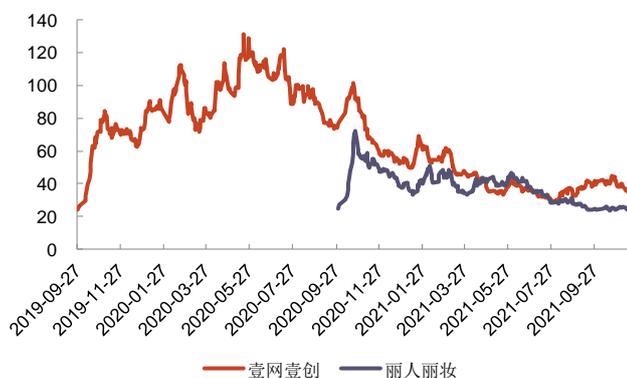
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 个护公司 PE(ttm) (更新至 2021/11/12)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 代运营公司 PE(ttm) (更新至 2021/11/12)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: 原料及制造商公司 PE(ttm) (更新至 2021/11/12)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

个股方面，过去一周 11 家化妆品相关标的公司中有 4 家公司上涨，涨跌幅位居前三的分别是拉芳家化、青松股份、名臣健康，涨跌幅分别为+12.35%、+2.73%、+0.46%。涨跌幅位于后三位的公司为上海家化、珀莱雅、丽人丽妆，跌幅分别为-7.73%、-7.44%、-7.19%。

表 8：过去一周化妆品板块个股涨跌幅（截至 2021/11/12）

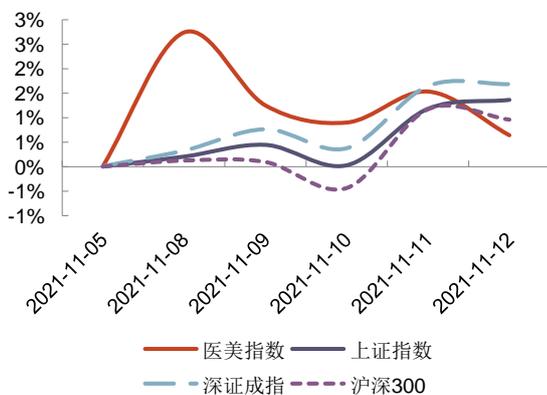
证券代码	证券简称	自由流通市值 (亿元)	周收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	成交量 (万股)	成交额 (亿元/天)	动态市盈率
603630.SH	拉芳家化	19.19	23.02	12.35	3292.00	1.47	54
300132.SZ	青松股份	40.74	10.17	2.73	5741.55	1.16	24
002919.SZ	名臣健康	20.42	43.80	0.46	373.00	0.33	30
603983.SH	丸美股份	14.85	29.69	0.03	667.70	0.40	44
688363.SH	华熙生物	156.26	164.78	-2.04	693.96	2.31	104
300740.SZ	水羊股份	37.83	16.67	-6.51	3573.08	1.23	32
300792.SZ	壹网壹创	42.61	52.11	-6.53	1365.37	1.44	36
300957.SZ	贝泰妮	119.24	208.31	-6.88	534.68	2.32	129
605136.SH	丽人丽妆	18.00	24.27	-7.19	1811.84	0.91	24
603605.SH	珀莱雅	173.58	190.20	-7.44	648.37	2.59	69
600315.SH	上海家化	135.13	41.41	-7.73	1889.08	1.60	52

资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3、 医美板块

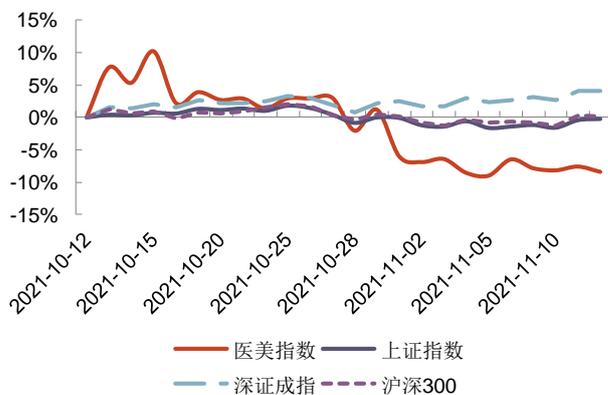
上周医美板块上涨 0.63%，跑输沪深 300 指数 0.32PCT。过去一个月医美板块下跌 8.40%，跑输沪深 300 指数 8.49PCT。与申万一级 28 个行业和自建化妆品板块对比来看，过去一周医美板块涨跌幅位列第 24 位、过去一个月涨跌幅位列第 27 位。

图 16：过去一周医美板块表现情况（截至 2021/11/12）



注：医美指数由光大证券选取的 10 家相关个股标的组成，不同于 Wind 披露的医美指数。
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：过去一个月医美板块表现情况（截至 2021/11/12）

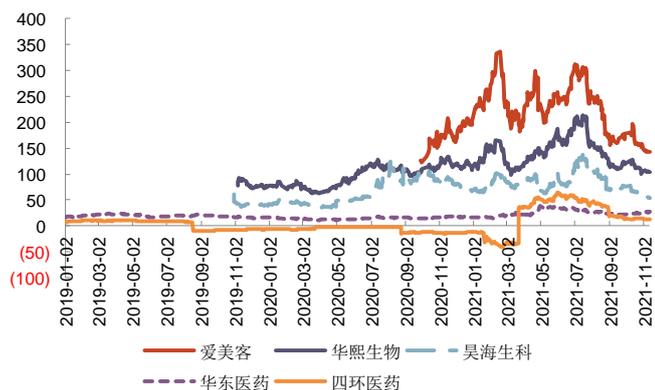


注：医美指数由光大证券选取的 10 家相关个股标的组成，不同于 Wind 披露的医美指数。
资料来源：Wind，光大证券研究所

从医美上市公司的估值来看，医美上游公司 19 年初以来的历史估值（PE TTM）均值为 85 倍，医美下游公司为 86 倍（不含奥园美谷）。

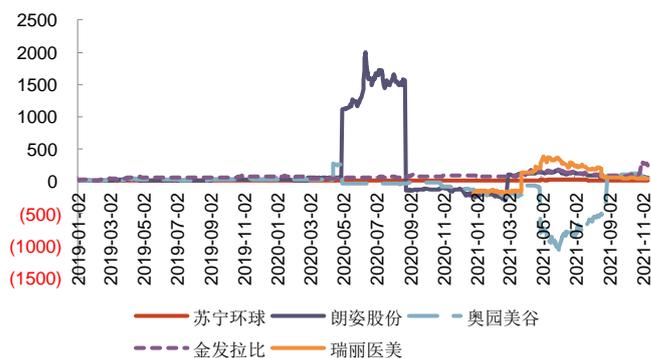
当前（2021 年 11 月 12 日）医美上游公司估值水平（PE TTM）为 68 倍、估值低于历史均值水平；下游公司估值水平（PE TTM）为 92 倍（不含奥园美谷），估值高于历史均值水平。

图 18: 医美上游部分代表公司 PE(ttm) (截至 2021/11/12)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 医美下游部分代表公司 PE(ttm) (截至 2021/11/12)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

个股方面, 过去一周 10 家医美相关标的公司中有 3 家公司上涨, 涨跌幅分别为 +1.76%、+1.35%、+0.20%。过去一周涨跌幅位于后三位的公司为金发拉比、朗姿股份、昊海生科, 涨跌幅分别为-13.09%、-8.30%、-7.42%。

表 9: 过去一周医美板块个股涨跌幅 (截至 2021/11/12)

证券代码	证券简称	自由流通市值 (亿元人民币)	周收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	成交量 (万股)	成交额 (亿元/天)	动态市盈率
000963.SZ	华东医药	261.63	35.80	1.76	9599.65	6.76	27
000718.SZ	苏宁环球	60.24	4.52	1.35	16723.83	1.52	15
300896.SZ	爱美客	536.47	565.10	0.20	558.89	6.36	142
2135.HK	瑞丽医美	4.98	0.24	0.00	472.45	0.00	46
0460.HK	四环医药	0.00	1.21	-1.34	28908.11	0.71	12
688363.SH	华熙生物	156.26	164.78	-2.04	693.96	2.31	104
000615.SZ	奥园美谷	53.75	11.63	-6.36	14686.59	3.46	53
688366.SH	昊海生科	62.55	130.58	-7.42	575.47	1.54	54
002612.SZ	朗姿股份	64.66	35.12	-8.30	9754.20	7.05	62
002762.SZ	金发拉比	16.16	11.02	-13.09	17213.44	4.17	244

注: 四环医药、瑞丽医美自由流通市值、周收盘价、成交额按照 11 月 12 日港币兑人民币汇率 1 港币=0.8223 人民币进行换算

资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、行业新闻动态

过去一周的主要新闻有:

1) Adidas 公布了 2021 财年第三季度关键财务数据:

据华丽志报道, Adidas 公布 2021 财年第三季度关键财务数据, 按固定汇率计算, 销售额同比增长 3%。分地区来看, 欧洲、中东和非洲地区和北美地区的收入在第三季度均增长 9%, 而亚太地区下滑 8%、中国地区下滑 15%。中国地区主要受到地缘政治形势、与新冠疫情相关的限制措施的复苏以及自然灾害的影响。第三季度 Adidas 在越南的工厂关闭, 自 10 月以来才逐渐重新开放。这意味着 Adidas 在 2021 年下半年将失去约 1 亿件产品的产能, 公司预计采购网络将在今年年底基本恢复正常。此外, 集装箱运输在出发地和目的地港口的延误加剧了这一问题, 1/3 的货物从亚洲出发时严重延误。

(资料来源: 华丽志)

2) Burberry 公布 2022 财年上半年关键财务数据:

据华丽志报道，Burberry 公布 2022 财年上半年关键财务数据（截至 2021 年 9 月 25 日）。2022 财年上半年 Burberry 零售总额按固定汇率计算同比增长 45%、已恢复到新冠疫情前水平，调整后的营业利润超过 2019 年同期水平。其中可比门店零售销售额同比增长 37%、较 2019 年同期增长 1%，正价销售额同比增长 18%。得益于正价销售业绩的推动，毛利率和调整后的营业利润率较 2019 年同期均实现增长。从按地区划分的可比门店销售额来看，亚太地区同比增长 9%（较 2019 年同期增长 5%），中国大陆较 2019 年同期增长 30%以上；欧洲、中东、印度和非洲（EMEA）地区录得 58% 的同比增长（较 2019 年同期下降 38%）；美洲同比增长 92%（较 2019 年同期增长 38%），正价销售额较 2019 年同期几乎翻倍。（资料来源：华丽志）

3) 科蒂集团发布 2022 财年第一季度财报：

据化妆品财经在线报道，科蒂集团发布 2022 财年第一季度（7~9 月）财报，销售额同比增长 22%、电子商务渠道同比增长 23%。分业务来看，高端业务营收同比增长 4%、收入占比为 63%；大众美妆业务营收同比增长 3%，收入占比为 37%。另外，几乎所有品牌的香水销量均实现强劲增长。分地区来看，亚太地区同比增长 29%、中国地区增长近 50%，中国地区继续表现出色。科蒂集团在本季度观察到中国疫情后的复苏，特别是 9 月份疫情有所改善，未来将继续加速集团的高端化妆品组合。（资料来源：化妆品财经在线）

4) 资生堂集团发布 2021 财年第三季度及前九个月财报：

据华丽志报道，资生堂集团发布截至 2021 年 9 月 30 日的 2021 财年第三季度及前九个月财报，前三季度美洲、EMEA（欧洲、中东和非洲）、旅游零售渠道的全球增长，抵消了日本和中国市场的低迷，资生堂集团销售额同比增长 14%、经营利润同比增长 195%。前三季度护肤品牌推动了集团销售额的增长、同比增长 11%、收入占比达到 63%，其中 Shiseido、CPB、Drunk Elephant、IPSA 的增幅分别为 16%、20%、5%、10%。中国地区前三季度同比增长 25%、较 2019 财年同期增长 26%；第三季度销售额同比增长 2%、经营亏损 76 亿日元（受集团出售大众用品业务影响）。中国市场主要受到暴雨、疫情的影响，加之市场竞争激烈、消费者谨慎观望等待折扣活动，但高端护肤品牌在电商渠道有良好的表现。（资料来源：华丽志）

5) 花王公布截至 2021 年 9 月 30 日的前三季度业绩：

据聚美丽报道，花王公布截至 2021 年 9 月 30 日的前三季度业绩，2021 年前三个季度花王净销售额同比增长 1.6%，但营业收入和净利润分别同比下滑 9.2%、4.6%。分部门来看，化妆品部门表现突出、销售额同比增长 3.5%；而生命护理用品部门销售额同比增长 1.4%；卫生与生活护理用品部门以及健康与美容护理用品部门的销售额分别下滑 2.7%和 3.2%。2021 年前三季度日本的家庭和个人护理用品市场开始出现复苏迹象，但由于疫情的反复，消费者的需求并未出现明显上升。另外，由于日本化妆品市场的萎缩，导致本次公司恢复力有所不足。（资料来源：聚美丽）

6) 露华浓公布截至 9 月 30 日的 2021 年前三季度财务业绩：

据聚美丽报道，露华浓公布截至 9 月 30 日的 2021 年前三季度财务业绩，净销售额同比增长 9.2%、净亏损 5310 万美元（约合人民币 3.4 亿元）、同比扩大 19.3%。其中净亏损增加主要由于公司在 2020 年还清了债务以及汇率变化，排除这些影响，净亏损将改善至 4230 万美元。分部门来看，露华浓部门本季度销售额增长 4.2%；伊丽莎白雅顿部门的销售额增长 15.5%，

主要得益于旅游零售渠道的改善；香水部门的销售额增长 7%。（资料来源：聚美丽）

表 10: 上市公司动态

公司代码	上市公司	公告日期	关键字	公告内容
600987.SH	航民股份	2021-11-09	股票回购	截至 2021 年 11 月 8 日, 公司累计回购 2162 万股、占总股本的比例为 2%, 累计支付的资金总额为 1.18 亿元。
603665.SH	康隆达	2021-11-09	股权质押	股东东大针织本次质押 1261 万股、占总股本的比例为 7.97%。
603555.SH	ST 贵人	2021-11-09	资产重组	公司拟将位于泉州市台商投资区东园镇阳光村的厂区内相关资产出售给盛时(泉州)投资有限公司, 交易价格为 2.1 亿元, 通过本次交易, 公司可盘活存量资产, 提高公司资产管理和使用效率, 降低资产负债率。
600315.SH	上海家化	2021-11-10	股东大会	公司计划于 11 月 26 日召开股东大会, 审议《关于董事会换届选举暨选举公司第八届董事会非独立董事的议案》等。
603001.SH	奥康国际	2021-11-10	政府补助	公司及下属子公司自 2021 年 7 月 17 日至 2021 年 11 月 8 日累计收到政府补助 669 万元。
688363.SH	华熙生物	2021-11-10	高管变更	监事金勇辞职, 提名于静为第一届监事会监事候选人。
603808.SH	歌力思	2021-11-10	股权激励	公司拟授予激励对象的股票期权数量为 1300 万份, 股票期权行权价格为 15.12 元/股, 激励对象总人数为 6 人, 包括公司董事 1 人、高级管理人员 1 人、核心管理人员 4 人。第一个行权期需满足两个条件之一: 1) 2025 年净利润不低于 7.0 亿元; 2) 2022 年至 2025 年累计净利润不低于 22.1 亿元; 第二个行权期需满足两个条件之一: 1) 2026 年净利润不低于 8.2 亿元; 2) 2022 年至 2026 年累计净利润不低于 30.3 亿元。
000615.SZ	奥园美谷	2021-11-10	资产重组	京汉置业、北京养嘉、蓬莱华录均已完成对应的标的股权过户工商变更登记手续。
0551.HK	裕元集团	2021-11-10	10 月收益公告	2021 年 10 月综合经营收益净额为 6.15 亿元, 1~10 月累计综合经营收益净额为 70.58 亿元。
300132.SZ	青松股份	2021-11-11	对外投资	诺贝尔尔竞得了位于中山市南头镇穗西村的国有建设用地使用权、总面积约为 10 万平方米, 有利于满足公司包括化妆品业务在内的大消费业务扩展及产能布局的需要。
002780.SZ	三夫户外	2021-11-11	与清华大学达成运动产品合作	公司与清华大学人民武装部就公司与清华大学射击队合作发展有关事宜达成备忘录, 公司作为清华大学射击队合作伙伴, 将为运动员、教练员提供 X-BIONIC 功能产品, 双方将成立 X-BIONIC 联合研究小组, 设计改进研发适合射击运动需要的新产品, 以科技为竞技体育助力。
002875.SZ	安奈儿	2021-11-11	股权激励	拟向激励对象授予股票期权总计 319 万份、激励对象共计 8 人。激励对象包括高级管理人员 2 名, 公司核心管理人员 6 名。2021~2023 年激励计划的业绩考核目标依次为: 2021 年收入增长率不低于 15%或净利润扭亏为盈; 2022 年收入增长率不低于 20%或归母净利润增长率不低于 20%; 2023 年收入增长率不低于 20%或归母净利润增长率不低于 20%。本次股权激励计划首次授予登记已完成。
0460.HK	四环医药	2021-11-11	股票回购	公司 11 月 10~11 日累计回购 1650 万股股份、占总股本的比例为 0.17%。
300577.SZ	开润股份	2021-11-12	对外投资	公司全资子公司宁波浦润拟作为有限合伙人, 以自有资金认缴出资 1.4 亿元, 参与投资设立珠海玖菲特安股权投资基金合伙企业(有限合伙)。
002494.SZ	华斯股份	2021-11-12	高管变更	选举贺国英为董事长、贺素成为公司副董事长。
002193.SZ	如意集团	2021-11-12	股东减持	股东毛纺集团自 10 月 14 日~11 月 10 日累计被动减持 230 万股、占总股本的比例为 0.88%。
600070.SH	浙江富润	2021-11-12	股票减持	公司自 2021 年 3 月 12 日~11 月 11 日累计减持公司持有的上峰水泥无限售条件流通股数量 1205 万股、本次减持股份数量占上峰水泥总股本的比例为 1.48%。
600448.SH	华纺股份	2021-11-12	政府补助	截止 2021 年 11 月 12 日公司累计收到补助资金共计 183 万元。
605136.SH	丽人丽妆	2021-11-12	股票减持	由于相关人员误操作, 股东 Crescent Lily 于 2021 年 11 月 9 日~11 月 10 日累计减持 20 万股、占总股本的比例为 0.05%。
3998.HK	波司登	2021-11-12	品牌羽绒服于 2021/22 财年截至双 11 累计线上运营表现	双 11 期间, 品牌羽绒服业务线上零售额同比录得约 50%以上的增长, 波司登品牌线上零售额同比录得约 45%以上的增长, 波司登在天猫服饰品牌销售榜排名中, 分别继续蝉联服饰行业第二名及中国服饰品牌第一名。2021/22 财年截至 2021 年 11 月 11 日, 品牌羽绒服业务累计线上零售额同比录得约 50%以上的增长, 波司登累计线上零售额同比录得约 40%以上的增长。
		2021-11-12	中期业绩发布时间	公司将于 11 月 25 日(星期四)召开董事会会议, 届时将批准截至 2021 年 9 月 30 日止六个月的中期业绩。
002563.SZ	森马服饰	2021-11-13	股权质押	股东邱坚强本次质押 5300 万股、占总股本的比例为 1.97%。
603839.SH	安正时尚	2021-11-13	高管变更	副总裁赵聪颖辞职。

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

6、投资策略

6.1、纺织服装板块

冬季来临, 关注冬装销售情况。双十一大盘需求较疲软, 服装部分品牌表现突出, 另外国潮趋势仍有延续, 国内运动品牌表现亮眼。纺织板块越南疫情初步现控制, 龙头海外产能受疫情影响逐步消除、恢复正常生产。我们继续推荐: 1) 期待冬装销售向好, 目前估值合理的安踏体育、李宁、太平鸟、比音勒芬, 冷冬受益明

显的**波司登、罗莱生活**等；2) 纺织制造订单饱满、增长持续性强、优质头部制造商地位稳固的**申洲国际、华利集团**。

6.2、 化妆品与医美板块

化妆品行业维持前期观点，继续看好国内化妆品公司以提高自身产品力为核心、挖掘国内消费者的细分化需求，从而实现对已占优势的国外品牌的突围。21 年化妆品行业监管亦有趋严现象，利好研发为本的合规企业。双十一表现来看，虽然国际品牌仍然在大促中占领主要席位，但部分产品力强的国产品牌正在崛起中，以产品促品牌力提升的路径我们认为仍然有效。我们继续推荐积极提升产品力、运营能力强、多品牌战略布局清晰的**珀莱雅**，业绩高增长、细分龙头地位稳固、扩品类并积极加大品牌投入提升影响力的敏感肌护肤龙头**贝泰妮**，立足玻尿酸原料龙头制造商、战略性积极拓展相关领域、功能性护肤品业务多品牌高速成长的**华熙生物**，敏感肌护肤新秀、主品牌佰草集复兴、多品牌阵容全面、积极改革提效中的**上海家化**。

医美行业方面，行业仍处发展早期，景气度高但规范化程度仍待提升，短期医美广告执法指南落地、显示监管继续趋严、长期有利于医美消费回归理性、行业规范化发展，从而利好正规产品/机构的持续发展和份额提升。我们建议关注上游产品力强、正规性好、积极布局新兴产品领域分享行业成长红利的**爱美客、华熙生物**等。

7、 风险提示

宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装、化妆品、医美等产品的消费需求；

行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；

电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力；

医美行业作为兼具医疗属性的消费行业，可能面临行业监管趋严、医疗事故频发、打击非法医美产品或机构、舆论宣传收紧导致短期增长受限或者总体需求被压制的风险。

8、附录

表 11：上市公司非流通股解禁/解锁明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	占总股本的比例 (%)	解禁股份类型
688363.SH	华熙生物	2021-11-08	148.69	0.31%	首发战略配售股份
002327.SZ	富安娜	2021-11-09	20.10	0.02%	股权激励限售股份
600987.SH	航民股份	2021-12-20	7,821.35	7.24%	定向增发机构配售股份
603587.SH	地素时尚	2021-12-22	29,747.54	61.82%	首发原股东限售股份
300918.SZ	南山智尚	2021-12-22	2,700.00	7.50%	首发原股东限售股份
600626.SH	申达股份	2021-12-28	4,413.45	3.98%	定向增发机构配售股份
603808.SH	歌力思	2022-01-10	3,657.73	9.91%	定向增发机构配售股份
000779.SZ	甘咨询	2022-01-17	19,388.95	50.98%	定向增发机构配售股份
600152.SH	维科技术	2022-01-24	7,993.47	15.21%	定向增发机构配售股份
600370.SH	三房巷	2022-01-24	23,917.33	6.14%	定向增发机构配售股份
300792.SZ	壹网壹创	2022-02-21	2,231.00	9.35%	定向增发机构配售股份
300957.SZ	贝泰妮	2022-03-25	16,015.37	37.81%	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
003041.SZ	真爱美家	2022-04-06	681.75	6.82%	首发原股东限售股份
600295.SH	鄂尔多斯	2022-04-11	32,837.95	23.00%	定向增发机构配售股份
002042.SZ	华孚时尚	2022-04-14	27,427.88	15.29%	定向增发机构配售股份
002291.SZ	星期六	2022-04-20	16,603.77	18.25%	定向增发机构配售股份
002780.SZ	三夫户外	2022-04-22	1,221.88	7.75%	定向增发机构配售股份
002291.SZ	星期六	2022-04-25	12,281.02	13.50%	定向增发机构配售股份
300979.SZ	华利集团	2022-04-26	6,246.36	5.35%	首发原股东限售股份,首发战略配售股份
301088.SZ	戎美股份	2022-04-28	279.39	1.23%	首发一般股份,首发机构配售股份
300132.SZ	青松股份	2022-05-30	1,895.00	3.67%	定向增发机构配售股份
603511.SH	爱慕股份	2022-05-31	1,442.78	3.61%	首发原股东限售股份
600987.SH	航民股份	2022-06-20	8,140.59	7.53%	定向增发机构配售股份
603055.SH	台华新材	2022-06-20	5,780.35	6.68%	定向增发机构配售股份
603983.SH	丸美股份	2022-07-25	32,400.00	80.63%	首发原股东限售股份
002612.SZ	朗姿股份	2022-08-22	1,530.36	3.46%	定向增发机构配售股份
300792.SZ	壹网壹创	2022-09-27	10,703.11	44.84%	首发原股东限售股份
301088.SZ	戎美股份	2022-10-28	300.00	1.32%	首发原股东限售股份
688366.SH	昊海生科	2022-10-31	135.10	0.77%	首发原股东限售股份
688363.SH	华熙生物	2022-11-07	10,167.12	21.18%	首发原股东限售股份

资料来源：Wind，光大证券研究所

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE