

# 双十一龙头品牌线上表现优异，四季度行业景气度有望环比改善

## 核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数上涨 0.95%，创业板指数上涨 2.31%，纺织服装行业指数上涨 0.79%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 1.04%，品牌服饰板块上涨 0.59%。个股方面，我们覆盖的申洲国际、安踏体育和歌力思等取得了正收益。
- **海外要闻：**(1) 中国奢侈品市场衰退，Salvatore Ferragamo 菲拉格慕股价暴跌。(2) Chanel 核心产品再度大幅提价。(3) 中国销售提速，Canada Goose 加拿大鹅上调业绩目标。
- **行业与公司重要信息：**(1) 波司登：公司双十一期间品牌羽绒服线上零售金额较 2020/21 财年同比增长 50%，其中核心品牌波司登线上零售金额较 2020/21 财年同比增长超过 45%。(2) 歌力思：公司 2021 年股票期权激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为 1,300 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 36,909.29 万股的 3.52%。(3) 太平鸟：公司股东宁波鹏源投资合伙企业此前持有公司股份累计质押数量为 2,888 万股，本次解除质押 875 万股，剩余质押股份 2,013 万股，占其持股数量比例 59.03%，占公司总股本的 4.22%。(4) 10/30~11/05 消费行业投融资情况：a. 植物个护品牌超级种子完成数百万美元 Pre-A 轮融资；b. 彩瞳品牌 moody 完成超 10 亿人民币的 C 轮融资；c. “数字化大众美妆零售连锁品牌 ONLY WRITE 独写完成 4500 万元 A 轮融资。
- **本周建议板块组合：**李宁、安踏体育、华利集团、伟星股份、波司登。本周组合表现：李宁 3%、安踏体育 6%、申洲国际 7%、伟星股份 0%和波司登 -1%。

## 投资建议与投资标的

- 2021 年双十一落下帷幕，从各平台数据来看，天猫成交额 5403 亿元，同比增长 8.5%，京东成交 3491 亿元，同比增长 28.6%，两大平台都实现了稳定的增长。分品牌来看，运动服饰表现亮眼，安踏 11 月 1 日至 11 日电商累计成交 46.5 亿元，同比增长 61%；李宁天猫旗舰店成交 10.6 亿，同比增长 38%；特步成交 5 亿，同比增长 40%。其他服饰龙头品牌也表现优异，森马电商成交 22.98 亿元，在高基数上增长 34%，波司登品牌羽绒服线上零售同比增长 53%，太平鸟同比增长 13%，罗莱和水星家纺全网成交分别增长 32%和 33%。化妆品方面本土龙头表现同样不俗，家化全渠道销售增长 38%。珀莱雅天猫旗舰店同比增长翻倍以上，贝泰妮主品牌薇诺娜成为天猫美妆领域唯一进入前十的国货品牌（排名第六）。今年双十一虽然阿里增速有所放缓，但抖音快手等新兴平台的崛起，对品牌线上销售起到了良好的补充，全国范围特别是北方的降温也带动了冬装销售。在电商带动下，预计 Q4 品牌服饰的销售环比有望改善。我们目前维持对板块“看好”评级，子行业方面，我们中长期首选依然是高景气运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块推荐 李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、华利集团(300979, 买入)和申洲国际(02313, 买入)等，建议关注特步国际(01368, 买入)和滔搏(06110, 增持)，大美容板块中长期看好珀莱雅(603605, 买入)、贝泰妮(300957, 增持)、建议关注上海家化(600315, 增持)、丸美股份(603983, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美客(300896, 未评级)。短期传统服饰板块建议关注伟星股份(002003, 买入)、波司登(03998, 买入)、浙江自然(605080, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、报喜鸟(002154, 未评级)。

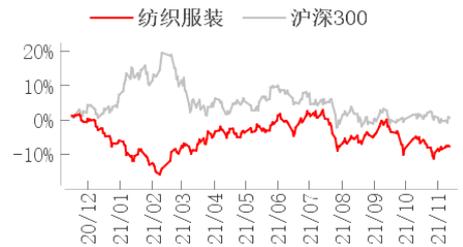
**风险提示：**全球疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国
行业	纺织服装行业
报告发布日期	2021 年 11 月 14 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

<b>证券分析师</b>	施红梅
	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
<b>证券分析师</b>	赵越峰
	021-63325888*7507
	zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 香港证监会牌照：BPU173
<b>证券分析师</b>	朱炎
	021-63325888*6107
	zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006

## 相关报告

制造强品牌弱格局延续，降温叠加双十一有望继续助推冬装销售：	2021-11-08
10月珠宝板块表现继续亮眼 期待双十一对各品类的销售推动：——纺服及时尚消费品	2021-11-08
2021 年 10 月天猫数据分析	
三季度业绩验证行业高景气，行业监管持续加强：	2021-11-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 行情回顾

全周沪深 300 指数上涨 0.95%，创业板指数上涨 2.31%，纺织服装行业指数上涨 0.79%，表现弱于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块上涨 1.04%，品牌服饰板块上涨 0.59%。个股方面，我们覆盖的申洲国际、安踏体育和歌力思等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	凯瑞德	如意集团	美尔雅	申洲国际	三夫户外	华茂股份	安踏体育	开润股份	红豆股份	维科精华
幅度(%)	21.2	19.8	11.4	7.1	6.5	6.4	6.4	5.6	5.5	5.2
涨幅后 10 名	金发拉比	朗姿股份	上海家化	珀莱雅	凤竹纺织	南极电商	报喜鸟	太平鸟	潮宏基	健盛集团
幅度(%)	-13.1	-8.3	-7.7	-7.4	-4.5	-4.4	-3.1	-2.4	-1.7	-1.6

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**中国奢侈品市场衰退 Salvatore Ferragamo 菲拉格慕股价暴跌。** Salvatore Ferragamo SpA (SFER.MI) 菲拉格慕的三季度业绩再度验证在疫情冲击下，中国奢侈品已经进入衰退通道。

集团副主席、代理首席执行官 Michele Norsa 周二表示，COVID-19 新冠疫情对门店的影响正在进一步令该市场放缓，尽管消费动机仍然存在，但很难预测中国防疫措施何时能够放宽。

此前全球第二大奢侈品集团 Kering SA(KER.PA)开云集团的季度业绩显示集团最大品牌 Gucci 古驰亚太市场可比销售衰退 3%。

**Chanel 核心产品再度大幅提价。** 法国媒体对奢侈品品牌 Chanel 香奈儿继续对核心皮具产品大幅提价的报道得到品牌方面证实。

法国集团发言人在回应传媒查询时表示，公司会其他同业一样，定期会检讨价格水平，以反映生产、原材料价格成本以及汇率波动，此次提价只针对品牌标志产品，涵盖 Timeless Classic 和 2.55 系列。

从 11 月 3 日起，Chanel 香奈儿多款标志性皮具产品价格上调 15-18% 不等。

**中国销售提速 Canada Goose 加拿大鹅上调业绩目标。** Canada Goose Holdings Inc. (TSE:GOOS; NYSE:GOOS) 加拿大鹅表示他们一直以来引以为傲的本土制造策略在冲击着全球零售商的供应链僵局下成为了宝贵资产。

该加拿大高端御寒品牌决定把全年营收目标从 5 月初定下的超过 10 亿加元上调至 11.25-11.75 亿加元。Canada Goose Holdings Inc. (TSE:GOOS) 周五裂口上升最多 21.8% 至 61.39 加元，几乎冲破 62.57 加元的两年高位。

## A 股行业与公司重要信息

【珀莱雅】公司持股 5%以上股东方玉友先生在本次股份质押解除后，所持公司股份累计质押股份数量 6,460,000 股，占其所持有公司股份总数的 16.71%。

【周大生】公司将对 32 名已获授但不符合解除限售条件的相应限制性股票合计 143,564 股进行回购注销，首次授予部分的回购价格为 5.09 元/股，预留授予部分的回购价格为 5.34 元/股。若公司本次回购注销事项在 2021 年半年度权益分派实施后完成，首次授予部分的回购价格变更为 4.79 元/股，预留授予部分的回购价格变更为 5.04 元/股。注销完成后，公司总股本从 1,096,223,401 股减至 1,096,079,837 股，注册资本将从 1,096,223,401 元减至 1,096,079,837 元。

【森马服饰】公司第一大股东邱坚强先生 2021 年 11 月 11 日解除质押 45,000,000 股，占其所持股份比例的 12.52%。

【波司登】公司双十一期间品牌羽绒服线上零售金额较 2020/21 财年同比增长 50%，其中核心品牌波司登线上零售金额较 2020/21 财年同比增长超过 45%。本财年双十一期间，波司登在天猫服饰品牌销售榜排名中，分别蝉联服饰行业第二名和中国服饰品牌第一名。

【丸美股份】公司拟使用不超过人民币 60,000 万元的闲置募集资金进行现金管理，该额度可滚动使用，理财期限为 50 天。

【周大生】公司 10 月份新增 4 家自营门店，门店名称分别为：周大生成都锦绣广场专卖店、周大生湛江印象汇专卖店、周大生珠宝太原多彩城专卖店、周大生济南丁豪购物广场专柜。

【华熙生物】金勇先生因个人原因辞去公司第一届监事会主席及监事职务，辞职后其在公司及其子公司将不再担任任何职务，提名于静女士为第一届监事会监事候选人。

【歌力思】公司 2021 年股票期权激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为 1,300 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 36,909.29 万股的 3.52%。第一个行权期（2027 年-2028 年）满足下列两个条件之一：1、2025 年净利润不低于 7.0 亿元（含 7.0 亿元）；2、2022 年至 2025 年累计净利润不低于 22.1 亿元（含 22.1 亿元）。第二个行权期（2028 年-2029 年）满足下列两个条件之一：1、2026 年净利润不低于 8.2 亿元（含 8.2 亿元）；2、2022 年至 2026 年累计净利润不低于 30.3 亿元（含 30.3 亿元）。

【太平鸟】公司股东宁波鹏灏投资合伙企业此前持有公司股份累计质押数量为 2,888 万股，本次解除质押 875 万股，剩余质押股份 2,013 万股，占其持股数量比例 59.03%，占公司总股本的 4.22%。

【富安娜】公司将于 2021 年 11 月 9 日解禁 20.1 万股，占总股本比例 0.02%，解禁比例一般，解禁股类型是股权激励限售股份。

### 10/30-11/05 消费行业投融资情况（来源于《华丽志》）：

#### 1) 植物个护品牌超级种子完成数百万美元 Pre-A 轮融资

11 月 1 日，植物个护品牌超级种子宣布完成数百万美元 Pre-A 轮融资，由天图投资领投，坤言资本、壹叁资本跟投，本轮资金将主要用于产品研发和团队扩张等。此前，去年 12 月，超级种子已完成数千万级天使轮融资。超级种子成立于 2020 年，主打“植物提取+纯净配方”的概念。在配

方上，超级种子注重保留植物原色原味，无香精、无色素，兼顾安全有效和颜值趣味，并拥有自主研发实验室，成员来自日本专业领域科研团队。超级种子爆款产品包括“雪松温和清洁洗发水”，产品平均件单价在 100 元-200 元，核心用户为 18-25 岁，月 GMV 在 1000 万元以上。

### 2) 彩瞳品牌 moody 完成超 10 亿人民币的 C 轮融资

11 月 1 日，彩瞳品牌 moody 宣布完成超 10 亿元人民币的 C 轮融资，本轮资金将用于产品的研发与升级，加强科研团队和研发中心建设，并加速国际化发展布局。Moody 成立于 2019 年，主打高品质、精设计、短抛期的彩瞳产品，2020 年全年销售额超 2 亿元，今年预计会超 8 亿元。目前，moody 与亚洲一家实现全自动化生产的世界级工厂达成了深度合作，并在中国台湾设立水聚合材料实验室，拥有自主研发和迭代现有材质的能力。moody 还联合淘宝教育与国内三甲眼科医院主任医师及明星彩妆师推出科普课程，旨在为年轻人选择和使用彩瞳产品提供专业可靠的支持。

### 3) 数字化大众美妆零售连锁品牌 ONLY WRITE 独写完成 4500 万元 A 轮融资

11 月 1 日，数字化大众美妆零售连锁品牌 ONLY WRITE 独写宣布完成 4500 万元人民币 A 轮融资，由知名产业基金独家投资，本轮资金将主要用于门店拓展和品牌建设。独写于 2020 年 3 月首次亮相，门店采用扫码下单，无传统 BA 服务，不仅提升了用户的交易效率，还可以收集用户从进店到离店的数据。独写将前置仓引入门店，几乎所有产品都放入门店仓库，展示在前端的每一个产品都是试用装，不仅满足了消费者试用体验的需求，还能及时准确的实现智能补货以及库存控制。截至目前，独写已开出 29 家门店，共覆盖全国 15 个省份及直辖市。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：李宁、安踏体育、华利集团、伟星股份和波司登。

上周组合表现：李宁 3%、安踏体育 6%、申洲国际 7%、伟星股份 0%和波司登-1%。

## 投资建议和投资标的

2021 年双十一落下帷幕，从各平台数据来看，天猫成交额 5403 亿元，同比增长 8.5%，京东成交 3491 亿元，同比增长 28.6%，两大平台都实现了稳定的增长。分品牌来看，运动服饰表现亮眼，安踏 11 月 1 日至 11 日电商累计成交 46.5 亿元，同比增长 61%；李宁天猫旗舰店成交 10.6 亿，同比增长 38%；特步成交 5 亿，同比增长 40%。其他服饰龙头品牌也表现优异，森马电商成交 22.98 亿元，在高基数上增长 34%，波司登品牌羽绒服线上零售同比增长 53%，太平鸟同比增长 13%，罗莱和水星家纺全网成交分别增长 32%和 33%。化妆品方面本土龙头表现同样不俗，家化全渠道销售增长 38%。珀莱雅天猫旗舰店同比增长翻倍以上，贝泰妮主品牌薇诺娜成为天猫美妆领域唯一进入前十的国货品牌（排名第六）。今年双十一虽然阿里增速有所放缓，但抖音快手等新兴平台的崛起，对品牌线上销售起到了良好的补充，全国范围特别是北方的降温也带动了冬装销售。在电商带动下，预计 Q4 品牌服饰的销售环比有望改善。我们目前维持对板块“看好”评级，子行业方面，我们中长期首选依然是高景气运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，其中运动服饰板块推荐 李宁(02331, 买入)、安踏体育(02020, 买入)、华利集团(300979, 买入)和申洲国际(02313, 买入)等，建议关注特步国际(01368, 买入)和滔搏(06110, 增持)，大美容板块中

长期看好珀莱雅(603605, 买入)、贝泰妮(300957, 增持)、建议关注上海家化(600315, 增持)、丸美股份(603983, 增持)、华熙生物(688363, 未评级)和爱美客(300896, 未评级)。短期传统服饰板块建议关注伟星股份(002003, 买入)、波司登(03998, 买入)、浙江自然(605080, 买入)、罗莱生活(002293, 增持)、报喜鸟(002154, 未评级)。

## 风险提示

行业投资风险主要来自于全球疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、棉价和人民币汇率波动等。

**附 1：国内外重点上市公司估值表**

股票代码	公司名称	评级	股价(当地货币)	总市值(百万美元)	每股收益				市盈率				未来三年复合增长率
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>A 股市场</b>													
002029.SZ	七匹狼	增持	5.55	655.57	0.28	0.35	0.42	0.45	20	16	13	12	17.13%
002327.SZ	富安娜	买入	8.44	1094.29	0.62	0.73	0.86	0.98	14	12	10	9	16.49%
002293.SZ	罗莱生活	买入	13.88	1820.32	0.70	0.87	1.01	1.16	20	16	14	12	18.34%
000726.SZ	鲁泰 A	增持	6.20	714.59	0.11	0.55	0.85	1.00	56	11	7	6	108.71%
002003.SZ	伟星股份	增持	10.11	1226.10	0.51	0.59	0.70	0.81	20	17	14	12	16.67%
601566.SH	九牧王	增持	13.06	1173.10	0.64	0.37	0.60	0.68	20	35	22	19	2.04%
002612.SZ	朗姿股份	增持	36.13	2498.76	0.32	0.56	0.78	1.00	112	65	46	36	45.69%
002563.SZ	森马服饰	买入	7.09	2985.76	0.30	0.57	0.67	0.78	24	12	11	9	37.51%
600398.SH	海澜之家	买入	6.56	4429.39	0.41	0.62	0.73	0.85	16	11	9	8	27.51%
603808.SH	歌力思	买入	15.00	865.41	1.21	0.95	1.14	1.35	12	16	13	11	3.72%
603877.SH	太平鸟	增持	37.54	2797.44	1.50	2.16	2.67	3.31	25	17	14	11	30.19%
603839.SH	安正时尚	增持	6.24	390.90	0.55	0.53	0.58	0.61	11	12	11	10	3.51%
603365.SH	水星家纺	增持	15.66	652.77	1.03	1.40	1.61	1.86	15	11	10	8	21.78%
699315.SH	上海家化	增持	42.81	4547.97	0.63	0.78	1.05	1.37	68	55	41	31	29.56%
600612.SH	老凤祥	买入	45.65	2971.68	3.03	3.59	3.90	4.45	15	13	12	10	13.63%
603605.SH	珀莱雅	买入	200.10	6290.60	2.37	2.89	3.66	4.67	84	69	55	43	25.37%
603587.SH	地素时尚	买入	18.69	1405.83	1.31	1.48	1.72	1.99	14	13	11	9	14.95%
<b>香港市场</b>													
3998.HK	波司登	买入	5.60	7823.20	0.18	0.25	0.31	0.36	27	20	16	14	25.53%
0321.HK	德永佳集团	-	1.56	276.85	0.20				8				
0551.HK	裕元集团	-	16.78	3474.72	(0.44)	1.24	1.76	2.05	16	14	10	8	-268.80%
1234.HK	中国利郎	-	4.39	675.22	0.52	0.80	0.81	0.90	8	5	5	5	17.37%
1361.HK	361 度	-	3.55	942.78	0.23	0.33	0.37	0.40	12	11	10	9	17.77%
1368.HK	特步国际	-	10.14	3425.78	0.23	0.42	0.53	0.66	30	24	19	15	39.53%
1836.HK	九兴控股	-	9.43	961.69	0.02	0.71	1.04	1.21	25	13	9	8	316.79%
2020.HK	安踏体育	买入	123.30	42812.98	2.16	3.48	4.44	5.57	50	31	24	19	37.13%
2313.HK	申洲国际	买入	159.50	30776.91	3.83	4.36	5.60	6.68	41	37	28	24	17.57%
2331.HK	李宁	买入	90.20	30311.35	0.78	1.76	2.23	2.79	102	45	36	28	53.09%
1910.HK	新秀丽	-	18.52	3417.64	(6.91)	(0.20)	0.92	1.42			20	13	-161.24%
1913.HK	普拉达	-	50.50	16597.60	(0.19)	0.81	1.21	1.45	64	62	42	35	-300.06%
<b>海外市场</b>													
MC.PA	LVMH Moet Hennessy Louis		708.90	413857.47	9.33	20.96	23.30	25.77	20	34	30	28	40.57%

RMS.PA	Hermes International	1459.00	178146.21	13.27	21.95	24.07	26.80	36	66	61	54	26.62%
CDLPA	Christian Dior	695.50	145203.01	10.72				23				
HSMB.SG	Hennes & Mauritz	172.20	33275.74	0.75	6.24	9.18	10.18	22	28	19	17	138.65%
NXT.L	Next PLC	8122.00	14562.37	2.23	5.13	5.59	5.75	13	16	15	14	35.83%
GPS LTD	Gap Inc. Limited Brands, Inc.	24.89	9361.26	(1.78)	2.19	2.51	2.94	15	11	10	8	-218.71%
BRBY.L	Burberry Group PLC	2008.00	10966.21	0.93	0.85	0.98	1.05	25	24	20	19	4.78%
RL	Polo Ralph Lauren Corp.	127.54	9389.12	(1.65)	7.39	8.11	9.17	19	17	16	14	-273.15%
VFC	V.F. Corporation	0.74	29081.60	1.05	3.19	3.71	4.14		23	20	18	57.19%
BOS.DE	Hugo Boss AG	54.38	4427.87	(3.18)	1.70	2.49	3.09	16	32	22	18	-198.85%
COLM	Columbia Sportswear Company	104.69	6827.58	1.63	4.77	5.54	6.47	21	22	19	16	53.11%
NKE	Nike Inc.	177.51	280965.97	3.64	3.62	4.76	5.51	61	49	37	32	14.25%
ADS.DE	Adidas AG	296.70	68775.46	2.21	7.55	9.99	12.15	22	39	30	24	74.89%
PUM.DE	Puma AG	112.35	19598.76	0.53	2.03	2.86	3.61	34	55	39	31	90.21%

数据来源：Bloomberg，已覆盖公司盈利预测来自东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有报喜鸟（002154）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)