

2021年11月29日

波司登 1800 元以上羽绒服占比达 40%+

纺织服装行业周报

报告摘要:

本周波司登发布中报，公司羽绒服反季控折扣，收入增速有所放缓，但毛利率创历史新高。2021 财年上半年公司收入/归母净利分别为 53.9/6.38 亿元、同比增长 15.6%/31.4%，毛利率同比提升 2.7PCT 至 50.5%，其中羽绒服毛利率增加 4.7PCT 至 61.1%。维持盈利预测，预计 FY21/22/23 年收入分别为 160、183、206 亿元、归母净利分别为 21、27、33 亿元、EPS 分别为 0.2/0.25/0.3 元，2021 年 11 月 26 日收盘价 5.6 港元对应 21/22/23 年 PE 为 23/19/15，参考可比公司给予公司 22 年 25X PE 估值、对应目标价 7.45 港元，维持“买入”评级。

目前时点，我们主要推荐 2 条主线：(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；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、牧高笛、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，推荐牧高笛、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 1.14PCT

本周，上证综指上涨 0.1%，创业板指上涨 1.46%，SW 纺织服装板块上涨 1.24%，跑赢上证综指 1.14PCT、跑输创业板指 0.22PCT。其中，SW 纺织制造上 2.02%、SW 服装家纺上涨 0.89%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 22.16。本周，母婴儿童表现最好，涨幅为 7.88%；户外级运动表现最差，跌幅为 5.45%。本周报喜鸟上涨 14.7%，我们分析主要由于报喜鸟发布中期规划提振市场信心；报喜鸟前期下降主要受短期疫情影响以及开店带来费用增加，中长期增长趋势不变。

行情数据追踪：中国棉花 328 指数下跌 0.30%

截至 11 月 26 日，中国棉花 328 指数为 22,641 元/吨，本周下跌 0.30%。截至 11 月 26 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 20,703 元/吨，本周上涨 0.87%。截至 11 月 25 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 19,995 元/吨、本周上涨 0.51%。整体来看，本周内外棉价差为 1938 元/吨，较上周末缩减 248 元/吨。

公司新闻

Mulberry 上半财年总收入同比增长 34%，已恢复至疫情前水平，中国零售额增长 38%；亚瑟士第三季度利润涨 60 倍。

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 1.14PCT.....	3
3. 行业数据追踪：本周中国棉花价格指数下跌 0.30%.....	5
4. 行业新闻.....	6
4.1. 中国美妆零售商 HARMAY 话梅或已收购美国彩妆大师 Kevyn Aucoin 同名品牌.....	6
4.2. Mulberry 上半财年总收入同比增长 34%，已恢复至疫情前水平，中国零售额增长 38%.....	8
4.3. 亚瑟士第三季度利润涨 60 倍.....	9
4.4. 羽绒服千元级成主流，市场规模将破 1500 亿.....	10
4.5. 雅诗兰黛集团任命 Joy Fan（樊嘉煜）担任中国区总裁兼首席执行官.....	11
4.6. 北京 SKP 五层大升级，从中我们发现了两个热门趋势：高端运动户外 & 奢侈童装.....	12
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
表 1 重点跟踪公司.....	15
表 2 各公司收入增速跟踪.....	15

1. 本周观点

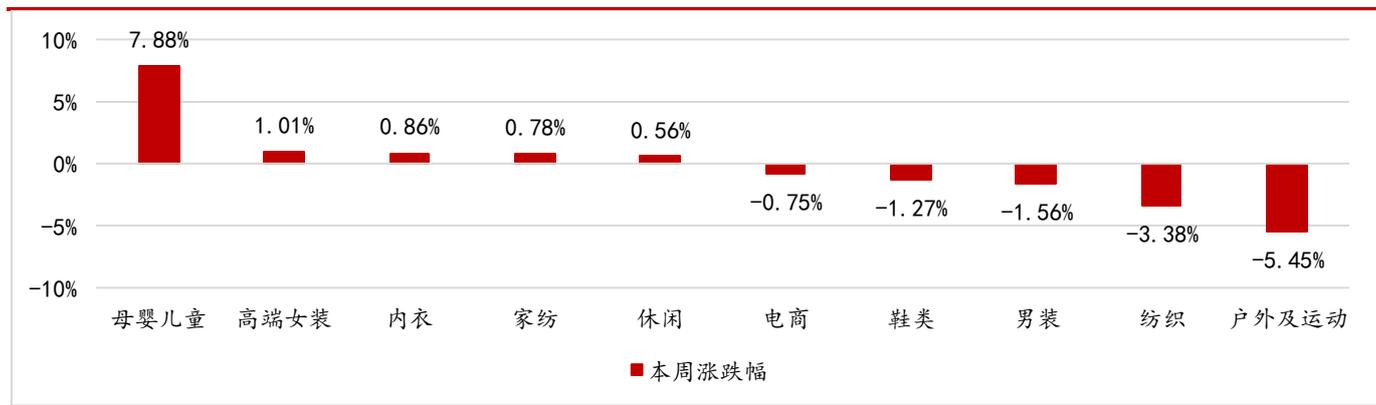
本周波司登发布中报，公司羽绒服反季控折扣，收入增速有所放缓，但毛利率创历史新高。2021 财年上半年公司收入/归母净利分别为 53.9/6.38 亿元、同比增长 15.6%/31.4%，毛利率同比提升 2.7PCT 至 50.5%，其中羽绒服毛利率增加 4.7PCT 至 61.1%。维持盈利预测，预计 FY21/22/23 年收入分别为 160、183、206 亿元、归母净利分别为 21、27、33 亿元、EPS 分别为 0.2/0.25/0.3 元，2021 年 11 月 26 日收盘价 5.6 港元对应 21/22/23 年 PE 为 23/19/15，参考可比公司给予公司 22 年 25X PE 估值、对应目标价 7.45 港元，维持“买入”评级。

目前时点，我们主要推荐 2 条主线：(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；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、牧高笛、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，推荐牧高笛、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 1.14PCT

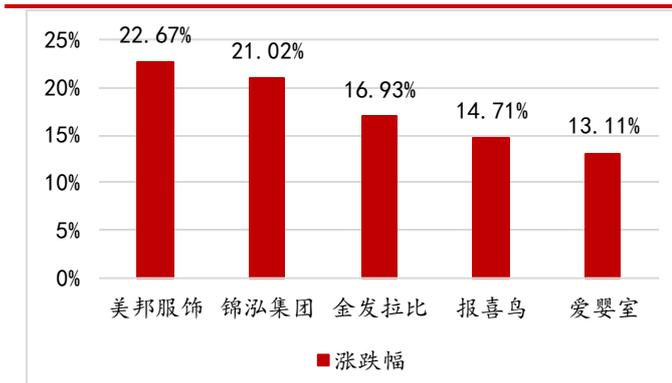
本周，上证综指上涨 0.1%，创业板指上涨 1.46%，SW 纺织服装板块上涨 1.24%，跑赢上证综指 1.14PCT、跑输创业板指 0.22PCT。其中，SW 纺织制造上 2.02%、SW 服装家纺上涨 0.89%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 22.16。本周，母婴儿童表现最好，涨幅为 7.88%；户外级运动表现最差，跌幅为 5.45%。本周报喜鸟上涨 14.7%，我们分析主要由于报喜鸟发布中期规划提振市场信心；报喜鸟前期下降主要受短期疫情影响以及开店带来费用增加，中长期增长趋势不变：我们分析主品牌有望保持 15%以上增速、高于行业增长；HAZZYS 店效提升+开店+扩品牌，未来有望保持 25%以上增长；集采政策利好职业装龙头，未来宝鸟有望加快大客户拓展，并随着合肥工厂投产迎来净利率改善，保持 10%以上增长；小品牌中乐飞叶、恺米切有望保持 35%以上增长并逐步贡献盈利。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



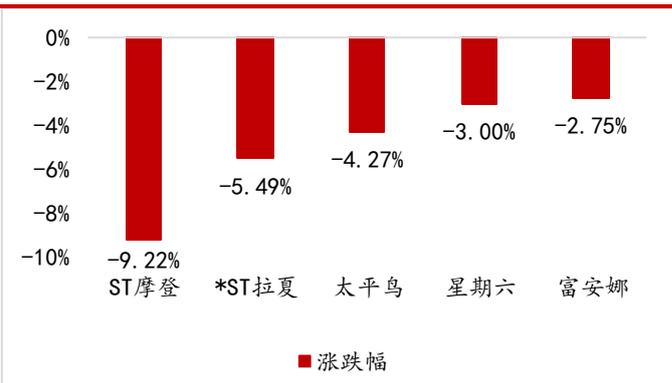
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)



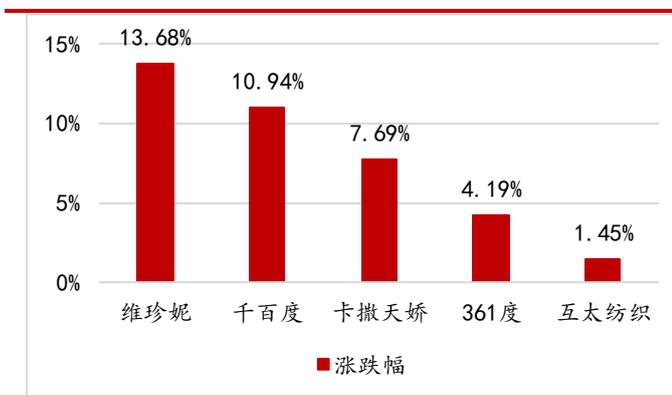
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)



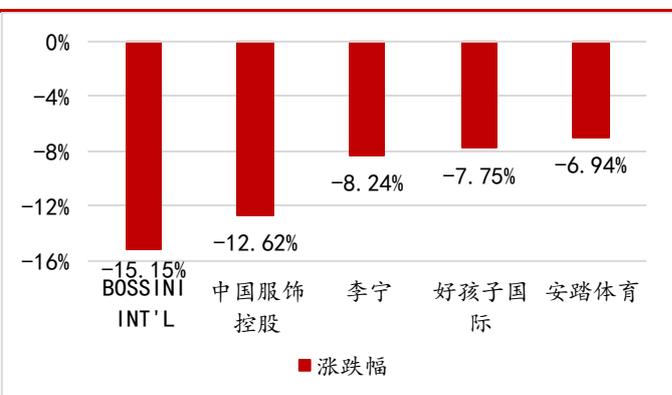
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股 (%)



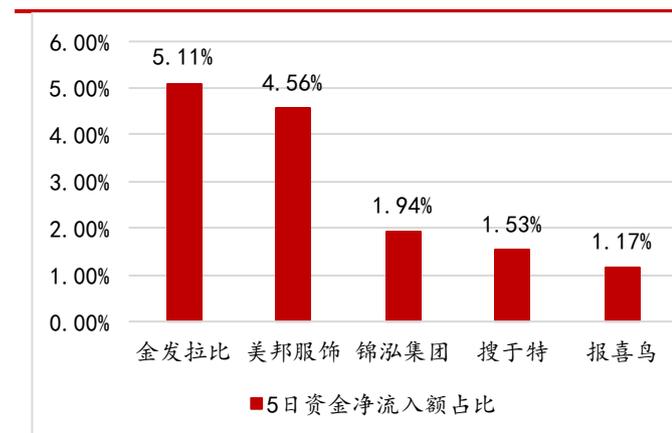
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股 (%)



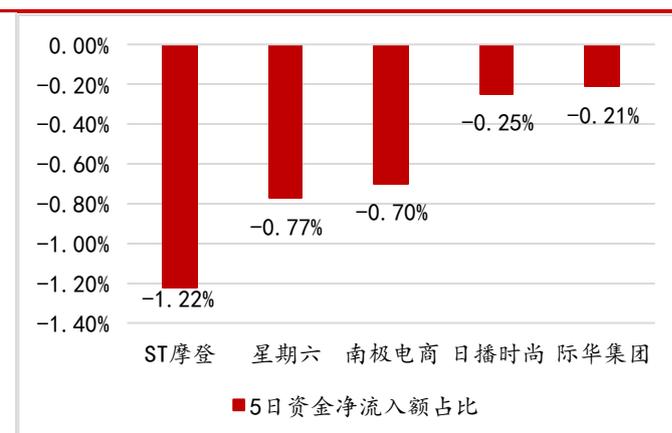
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



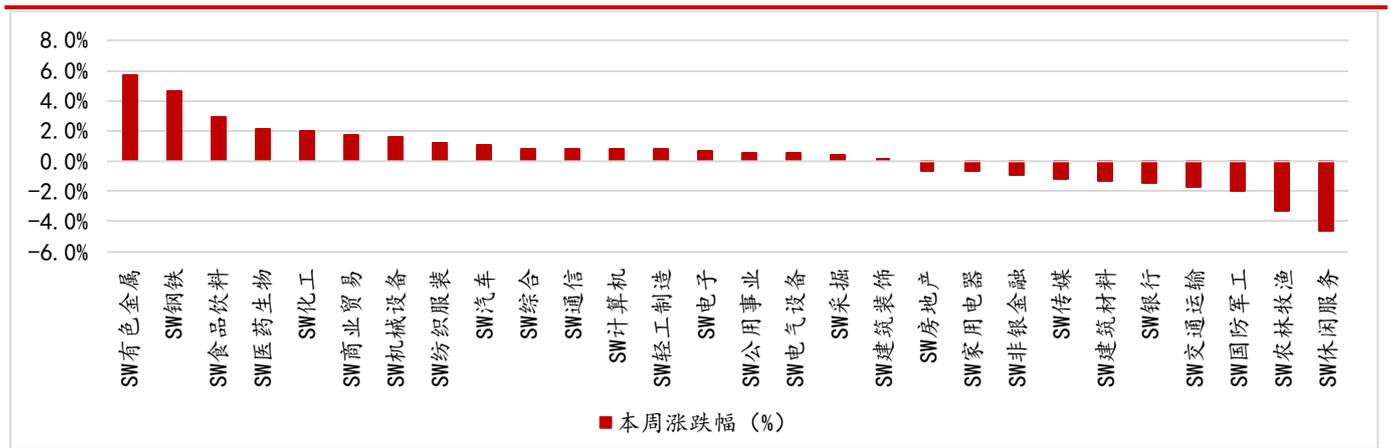
资料来源: wind, 华西证券研究所

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

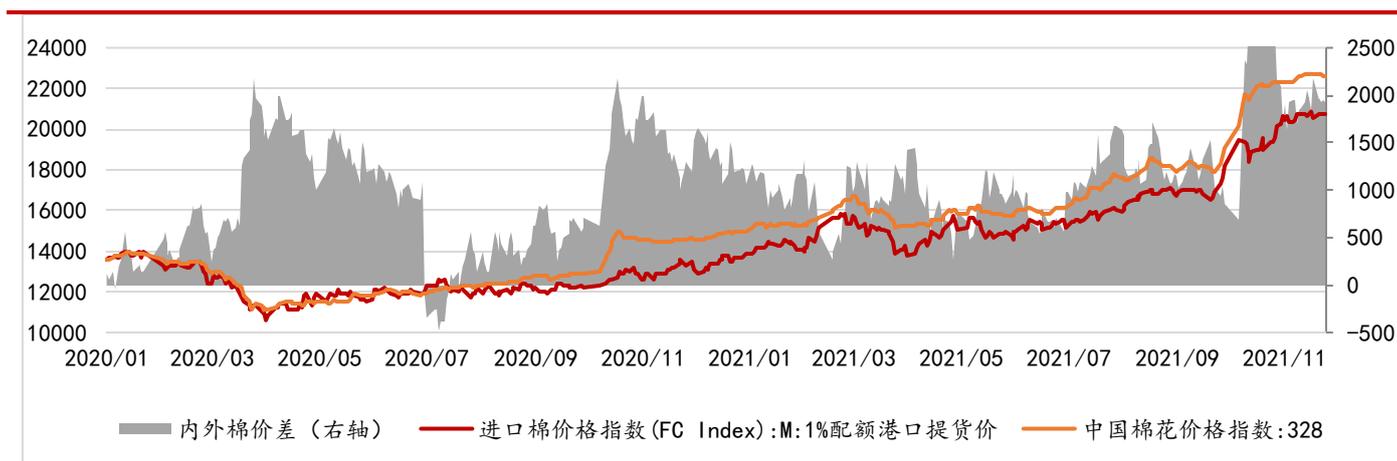


资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 行业数据追踪：本周中国棉花价格指数下跌 0.30%

截至 11 月 26 日，中国棉花 328 指数为 22,641 元/吨，本周下跌 0.30%。截至 11 月 26 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 20,703 元/吨，本周上涨 0.87%。截至 11 月 25 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 19,995 元/吨、本周上涨 0.51%。整体来看，本周内外棉价差为 1938 元/吨，较上周末缩减 248 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

4. 行业新闻

4.1. 中国美妆零售商 HARMAY 话梅或已收购美国彩妆大师 Kevyn Aucoin 同名品牌

据华丽志 11 月 25 日消息，《华丽志》从私募股权投资公司 Manzanita Capital 官方网站发现，其投资组合中的美国专业彩妆品牌 Kevyn Aucoin 显示“Acquired by Harmay”（已被话梅收购）。Harmay（话梅）是一家中国美妆零售商。

值得一提的是，今年 3 月，完美日记母公司逸仙电商收购的英国高端护肤品牌 Eve Lom 也属于 Manzanita Capital 旗下。

事实上，这并不是“话梅”第一次出手投资品牌。就在今年 10 月份，话梅与黑蚁资本联合领投了新国货护肤品牌 PMPM，PMPM 是今年刚上线的新品牌，现有发光面膜、海糖水乳、磨皮粉水等 20 多个 SKU。

Kevyn Aucoin 于 2001 年推出，是被誉为“当代彩妆师鼻祖”Kevyn Aucoin 的同名彩妆品牌，Kevyn Aucoin 本人曾经入选“世界时尚界最具影响力的 100 位人物”，位列第 44 名，是好莱坞早期的知名彩妆大师，他于 90 年代将专业美妆艺术带入好莱坞时尚界，更将“化妆师”从幕后推向了台前。

他曾给伊丽莎白·泰勒、奥黛丽·赫本、惠特尼·休斯顿、黛米·摩尔、茱莉娅·罗伯茨等众多影视明星化过妆，并为美国《时尚》、《环球》、《滚石》等杂志做过封面人物形象设计。

遗憾的是，在推出同名品牌后的第二年他就去世了。2015 年 5 月，Aucoin Beauty 被 Manzanita Capital 收购。

Kevyn Aucoin 的产品包括用于面部的修容粉、隔离霜、粉底液、无瑕粉底霜，用于眼部的睫毛膏、眼线膏、眼影，用于唇部的口红、唇彩，睫毛夹、化妆刷等化妆工具，以及 Kevyn Aucoin 于 1997 年推出的妆容造型宝典《making faces》等，产品售价多在 20-60 美元。品牌的修容产品最为出名，受到一众粉丝追捧，Kevyn Aucoin 也被誉为“修容之王”。

2020 年 1 月，Kevyn Aucoin 品牌曾携手英国美妆集合店 SPACE NK 进入中国，并在 SPACE NK 的天猫海外旗舰店与线下门店独家销售，值得一提的是，SPACE NK 也是 Manzanita Capital 旗下的。不过就在 2020 年 4 月份，SPACE NK 突然宣布关店裁员，退出中国市场。

美妆零售商 Harmay 话梅 2008 年从淘宝店起家，开始售卖护肤、彩妆、香氛等产品，如今所售品牌既包括 LA MER、SK-II、Chanel、科颜氏等被国际一线美妆品牌，也包括一些独家且小众的品牌如：SG79|STHLM（斯德哥尔摩第七十九号大街香水），Balmain Hair（法国顶级时装旗下护发品牌）、TANGENT GC（瑞典极简生活方式品牌）、ICONIC LONDON（英国网红彩妆品牌）、GRAINE DE PASTEL（法国有机护肤品牌）等。

话梅今年还先后联手法国奢侈品牌 Maison Margiela 与美国奢侈品牌 Ralph Lauren 推出联名香氛“马吉拉 REPLICAS 复刻香氛春日公园”以及蓝马球淡香水小熊特别版。

自 2017 年开设首家线下门店，目前话梅在内地共开设了 9 家门店，分别是北京三里屯店、北京西单更新场店、北京环球城市大道店、上海新天地店、上海安福路店、上海武康路店、成都晶融汇店、杭州天目里店、西安小寨店。

话梅门店主打“一店一主题”，在官网中如此写道“将每一家门店设计成为独树一帜的城市符号与美学新地标。”今年 9 月，品牌最新的上海武康路店和北京环球城市大道店正式开业，前者从老上海街坊中随处可见的红砖汲取建筑外墙灵感，让四层的门店与老洋房、梧桐树、窄街道等代表性的上海风情融为一体；后者则以电影为主题，收银台、货架均采用黑白的金属风配色，店内呈现多种电影拍摄元素。

根据天眼查信息，话梅目前已经完成三轮融资：2019 年 12 月，话梅完成由高瓴资本领投、五岳资本跟投的 A 轮融资，投后估值近 5 亿元人民币；2020 年 9 月完成 B 轮融资，投资方为钟鼎资本、黑蚁资本；2021 年 2 月，完成 C 轮融资，投资方为 General Atlantic 泛大西洋投资和欧翎投资。

此次对美国彩妆大师 Kevyn Aucoin 同名品牌的收购，或许意味着话梅将借助资本力量锁定一些独特的品牌资源，在竞争日益激烈的美妆市场上掌握更多主动权。

根据国家统计局最新发布的数据，10月份化妆品类零售额为310亿元，同比增长7.2%，1-10月零售额为3097亿元，同比增长16.7%。“颜值经济”下，美妆市场火热已成为行业共识，众多风险投资基金和私募基金纷纷入局。

根据《华丽志》统计，2021年前三季度，共累计追踪报道161个全球美妆领域的投资并购案例，其中，中国本土72例，除了话梅外，还包括其他一些美妆零售商：

—— HAYDON 黑洞于8月初完成1亿美元A轮融资，投资方为国内头部投资机构，投后估值达10亿美元。此前，黑洞曾于2020年12月宣布获得腾讯、高瓴的天使轮投资。

—— Beauty Choice 东点西点于8月完成5000万元人民币A轮融资，由毓盛资本领投，金地集团、浅石创投、宝捷会创投、金帝集团跟投。

—— Only Write 独写于3月完成数千万元人民币天使轮融资，投资方为嘉御基金，今年11月还完成4500万元人民币A轮融资，由知名产业基金独家投资。

—— WOW COLOUR 于今年3月完成5亿元人民币A轮融资，由创新工场领投，IDG资本、瑞橡资本、浙民投跟投。此前，WOW COLOUR已完成来自高瓴资本和腾讯的天使轮融资。

—— 定位于新奢美妆品牌集团的 USHOPAL 于今年3月完成近1亿美金D轮融资，由方源资本领投，凯辉创新基金，众源资本，恒旭资本与大众众松基金跟投。USHOPAL 旗下拥有 Bonnie & Clyde 新奢美妆集合店，并陆续投资了一批海外高端美容护肤品牌，如：Juliette Has A Gun（配枪朱丽叶），ARGENTUM（欧臻廷），BULK HOMME（本客）等。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/3iA2m7bp1JTPXPfy0hATQ>）

4.2. Mulberry 上半财年总收入同比增长 34%，已恢复至疫情前水平，中国零售额增长 38%

据华丽志11月25日消息，英国轻奢皮具生产商 Mulberry（玛珀利）周三发布了截至9月25日上半财年关键财务数据，公司表示在战略上取得了进一步进展，市场需求已恢复到疫情前水平。

Mulberry 上半财年总收入同比增长 34%，它从英国重新开业的门店中受益，且亚洲市场的强劲增长抵消了英国游客减少和欧洲一些门店关闭造成的影响。

Mulberry 表示已为假日购物季做好准备，其英国工厂和周到的规划帮助解决了供应链问题。Mulberry 称自3月份以来，其原材料库存略有增加。

首席执行官 Thierry Andretta 说：“我们已经做出了大胆的决定，专注于我们在英国的生产能力，这意味着我们在假日季交易期间和假日季结束后都将处于有利地位。”

Mulberry 近年来经历了多次挫折，由于需求疲软，它在2020年被迫裁减了25%的员工。当前的好消息预示着该公司将从疫情中强劲复苏。

在截至9月25日的26周内，Mulberry 集团关键财务数据如下：

总收入同比增长 34%至 6570 万英镑，与（疫情前的）2019 年同期相比增长了 3%。

税前利润增长到 1020 万英镑（包括出售巴黎门店租约获得的 570 万英镑一次性利润），而去年同期亏损 240 万英镑。

公司的基本盈利能力显然正在提高，毛利率从去年同期的 59% 升至 69%，这归功于全价销售策略和效率的提高

按渠道：

全渠道零售总额同比增长了 30% 至 5560 万英镑。其中，线下门店销售额增长 87%，线上销售额下降 19%（线上业务占集团总收入的 29%）。

特许经营和批发销售额同比增长了 67% 至 1010 万英镑。

各市场零售销售情况如下：

英国：本土市场“在门店重新开业后强劲复苏”，零售额同比增长了 36% 至 3800 万英镑（门店销售额增长 139%，线上销售额下降 21%）。

亚太：零售额同比增长了 23% 至 1180 万英镑（门店销售额增长 22%，线上销售额增长 30%）。亚太市场主要受中国推动，中国零售额同比增长了 38%，“反映了品牌对该地区的持续投资”。韩国和日本“仍在一定程度上受到疫情封锁的的干扰”。

世界其他地区：零售额同比增长了 30% 至 5560 万英镑（门店销售额增长 82%，线上销售额下降 28%）。其中，美国零售额增长了 57% 至 330 万英镑。国际零售额占比从去年同期的 41% 降至 40%。

Mulberry 见证了所有地区向数字化和全渠道购物的加速转变。在亚太地区，线上销售增长到该地区总销售额的 19%，这得益于日本市场，以及包括中国天猫商城在内的战略合作伙伴关系。中国的线上销售额增长了 22%，占中国总销售额的 43%。今年 7 月，Mulberry 在中国推出了一个微信活动，主推 Mulberry × Alexa Chung 联名系列。

Mulberry 还更新了最近的业绩表现，截至 11 月底的 8 周内，零售销售额较去年同期增长了 35%。10 月和 11 月，该公司门店销售不断改善，线上业务表现强劲，亚洲市场持续增长。但 Mulberry 谨慎地表示，节日期间的任何防疫限制都可能影响其乐观的前景。

展望未来 Mulberry 表示，鉴于“集团上半年表现强劲，现金储备充足，我们计划在下半年逐步增加营销支出，以继续在全球建立品牌知名度”。

Mulberry 一直在努力提高其可持续性，并在这方面取得了重大进展。它还在推进企业的现代化改革，开发下一代数字和全渠道平台。预计这将导致明年及今后的资本支出有所增加。在资金方面，Mulberry 表示，目前其收入增幅继续高于最初的基本情况预测，“现金流状况远好于预期”。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/errVS9pUzjBAXjFBhprRTQ>）

4.3. 亚瑟士第三季度利润涨 60 倍

据中服圈 11 月 22 日消息，近日，日本运动服饰品牌 Asics 亚瑟士发布业绩公告。

第三季度（在截至 2021 年 9 月底的三个月内），销售额同比上涨 11.3% 至 1127.3 亿日元，营业利润大涨 64.9% 至 117.9 亿日元，净利润猛涨 6135.2% 至 67.2 亿日元。

拉长时间线来看，今年前三个季度，亚瑟士销售额同比增长 29.8%至 3222.07 亿日元，净利润为 190.73 亿日元，而去年同期为亏损 34.08 亿日元。

财报表示，公司前三季度增长主要归功于北美、欧洲、大中华区的强劲销售。其中，电子商务在全球范围内综合增长 28%，其中北美增长 12%，欧洲增长 47%，大中华区增长 23%。

功能跑鞋 (Performance Running) 继续成为品牌增长的主要引擎，在所有地区实现了 30% 的高增长，在大中华区更是取得了增长 46% 的成功。新发布的竞赛跑鞋 METASPEED Sky、METASPEED Edge 在比赛中取得了杰出的成绩。

基于良好的增长趋势，公司预测，2021 财年亚瑟士销售额有望达到 3950 亿日元，同比增长 20.1%。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/ukvV5iNm9fMEGUXRUMWkcw>)

4.4. 羽绒服千元级成主流，市场规模将破 1500 亿

据中服圈 11 月 19 日消息，立冬以来，各地气温逐渐降低，部分地区甚至“一天入冬”，出现了气温骤降 10 摄氏度的情况，御寒装备成为消费热门，不少人已经开始添置起羽绒服。

上海：羽绒服售价普遍上涨 千元级成消费主流。

在上海市南京东路的一家羽绒服专卖店，记者注意到，有不少消费者前来选购羽绒服。负责人告诉记者，十一月份的客流量相比前几个月实现了翻番，目前已经超过往年的水平。

这家店的负责人表示，今年除了传统羽绒服以外，新品风衣羽绒服也受到了消费者的青睐，部分颜色已经卖断了货，加上今年国潮羽绒系列的加持，他们的销售相比去年大幅增加。

上海某品牌羽绒服旗舰店店长：降温之前，大概每天进店人数七八百人、上千人，降温之后明显翻番，大概一天有两到三千人。销量的话，比如昨天一天，我们的销售额超过 90 万元。去年我们大概也只能做两三百单、三四百单，今年可以突破到六七百单，同比增长了近 140%。

记者随后来到了上海南京东路的一家商场，除了秋冬必备的卫衣、棉服以外，不少品牌都陈列着今年的新款羽绒服，有店铺的负责人告诉记者，在十月份之前，羽绒服的陈列占比不足两成，当下已经超过六成的陈列是羽绒制品，今年羽绒服的销售价格普遍提升。

上海第一百货商业中心某品牌店店长 祁建萍：今年羽绒服相比去年销售挺旺的，上涨 20 个百分点，顾客对羽绒服的要求也有，需求也有，价格在 600 元到 2000 元之间是卖得比较好的。

对于羽绒服消费来说，每年的秋冬季节到春节之前都是销售旺季，业内人士表示，今年十月份以来的平均气温相比往年同期偏低，再加上入冬的时间较早，整个销售周期有所延长，羽绒服整体销量有望增长。

浙江杭州：羽绒进入集中交付期 产销两旺价格涨。

在羽绒服中，羽绒是重要的原材料，一般羽绒服工厂都会在夏天集中下单，但今年羽绒的销售旺季却推迟到了 9 月份，旺季因何推迟？最近羽绒价格又有哪些变动？

在浙江省杭州市萧山区一家生产羽绒的工厂成品仓库，十几辆卡车正在准备装货，仓库的负责人告诉记者，这家工厂现在每天出库的成品羽绒超过 50 吨，现在是他们最繁忙的时候。

工厂的负责人告诉记者，通常情况下，羽绒需求会从 5 月份开始一直延续到年底，但由于去年冬季气温偏高，羽绒的消耗速度放缓，各家服装厂的都有一定的羽绒库存，导致今年羽绒的需求一直到 9 月份才开始放量，加上羽绒国际订单也在近期集中交付，工厂已经满负荷生产，7 个原料基地同时给这个工厂供应羽毛原料和半成品，所有分毛机和水洗设备 24 小时不停运转，相比上半年每天只有十几吨的产量，现在每天生产的成品羽绒已经超过 50 吨，可生产羽绒服 200 万件。

我国羽绒产量约占全球的 80%，国内羽绒需求快速增加，同时国际市场的复苏，助推了羽绒价格提升。相关数据显示，8 月初，国标 90% 白鸭绒的价格为每吨 33.5 万元，从 9 月份开始上涨，10 月下旬一度达到每吨 35.6 万元，近期价格徘徊在 36.5 万元左右。

工厂优化供应链 柔性生产降库存，今年羽绒服市场规模有望达 1500 亿元。

随着天气变冷，羽绒服消费逐渐进入旺季，叠加羽绒原料价格有所上涨。

业内人士表示，今年羽绒服价格的提升，是因为原材料价格上涨以及人工成本增加等原因导致的。

江苏常熟某羽绒服品牌供应链管理中心的总经理 何茂生：我们整体的成本预计会上涨 10% 左右，我们用的是期货加现货双模式的方法进行生产，现在可以实现一周下单，也就是说周一下单，在下周左右就可以把最需要的产品补到市场上去。

为应对淡旺季转换，羽绒服行业普遍存在夏季备货、入冬销售的现象。

对于羽绒服企业来说，备货与旺销之间的平衡成了关键因素，不少企业都在提升对市场的反应速度和物流效率，低库存甚至零库存的柔性生产成为常态。

江苏常熟某羽绒服品牌集团董事局主席兼总裁：双十一期间，我们全渠道销售 27.8 亿元，相比去年有超过 50% 的增长，按照目前的市场和天气的情况预测，预计今年我们整体的销售情况会有比较乐观的增长。

2020 年，我国羽绒服市场规模已达 1317 亿元，行业增速 8.93%，业内分析师指出，受冷冬预期影响，今年将有望突破 1500 亿。随着国产羽绒服品牌不断升级，未来羽绒服行业景气度会有所提升。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/VmHV6Et_PU4GxN8Nc1q4Ag)

4.5. 雅诗兰黛集团任命 Joy Fan (樊嘉煜) 担任中国区总裁兼首席执行官

据华丽志 11 月 26 日消息，11 月 18 日，雅诗兰黛集团 (Estée Lauder Cos.) 中国分公司总经理 Joy Fan (樊嘉煜) 将升任中国区总裁兼首席执行官，她将直接向国际业务新任总裁 Peter Jueptner 汇报。未来，Joy Fan 将仍是雅诗兰黛集团行政领导团队的一员。

公开资料显示，Joy Fan 1990 年毕业于上海华东理工大学，1993 至 2000 年间曾先后曾在联合利华和强生公司工作。2000 年加入美国杜邦 (中国) 集团有限公司，任安睡宝业务市场部经理，并获得马斯特里赫特学院 MBA 学位。2002 年升任职杜邦

纺织品（上海）有限公司中国区总经理。2005 年加入雅诗兰黛集团中国区，在 2012 年出任中国区总经理前，她是雅诗兰黛品牌及 Tom Ford 品牌亚太区副总裁、总经理。

此次任命表明，中国大陆市场的地位在雅诗兰黛集团中得到了提升，中国区首席执行官将不再向亚太区汇报，而是直接由集团的国际业务部门管理。

在宣布此项任命的新闻稿中，雅诗兰黛集团表示：

Joy 凭借出色的战略眼光、对中国消费者偏好的深刻理解以及出色的领导能力，成功推动了中国市场的增长，并提升了整个公司对中国消费者的了解，取得了令人印象深刻的业绩。在 Joy 的领导下，中国区业务获得了强劲增长和成功，证明她有能力吸引和培养强大的中国领导团队和当地分支机构中的优秀人才。值得一提的是，在 Joy 的领导下，中国分公司在整个新冠疫情期间成功进行了调整，以应对不断变化的分销环境和消费者偏好，从而使业务迅速恢复正增长。

Joy 将在新职位上继续负责雅诗兰黛公司在中国的长期增长战略和对中国消费者的愿景。公司为中国团队的优异表现而感到自豪，该团队在推动该市场取得成功方面发挥了重要作用，他们利用创新来吸引和留住新的年轻消费者，并推动回购和忠诚度。

随着雅诗兰黛公司在上海成立新的中国创新中心，公司将继续扩大其在中国的科研力量。这个世界级的创新中心将为公司带来独特的机遇，通过发展和建立对市场和消费者的洞察来帮助开发卓越的产品，进而满足和超越中国消费者的需求和期望。该研发中心和公司在中国的科学投资有望支持和激励全球整个高端美容行业的发展。因此，Joy 将在中国创新中心的发展中发挥重要作用，帮助实现真正的本土化创新。

令雅诗兰黛公司倍感自豪的是，公司一半的地理区域组织现在将由女性担任领导人，彰显出公司长期以来对平等和提高妇女地位的承诺。

雅诗兰黛集团还宣布了另外两项重要任命：

集团现任日本区总经理 Matthew Growdon 将被提升为高级副总裁兼亚太区总经理，并直接向 Peter Jueptner 汇报工作。Matthew Growdon 将成为行政领导团队的一员，负责亚太地区（不包括中国区）的所有市场

Mark Loomis 被任命为雅诗兰黛集团北美区总裁，将于 2022 年 2 月 1 日生效。Mark Loomis 将直接向集团总裁兼首席执行官 Fabrizio Freda 汇报工作。未来，Mark Loomis 将仍是雅诗兰黛集团行政领导团队的一员。

毕业于美国凯尼恩学院 (Kenyon College)，Mark Loomis 已经雅诗兰黛集团效力 25 年，并曾于 2018 年 1 月担任雅诗兰黛集团中国区总裁。雅诗兰黛集团表示未来 Mark Loomis 的职责将包括指导北美领导团队，实现北美地区的销售最大化，提升地区盈利能力和市场份额。同时，他还将继续助力雅诗兰黛集团的转型，使其成为一个线上推动的数字优先组织。

11 月 2 日，雅诗兰黛集团公布了（截至 9 月 30 日的）2022 财年第一季度关键财务数据：净销售额同比增长了 23% 至 43.9 亿美元，所有地区和产品类别的净销售额都有所增长；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。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/h30roDKGOMZnr4tb05XrEA>）

4.6. 北京 SKP 五层大升级，从中我们发现了两个热门趋势：高端运动户外 & 奢侈童装

据华杂志 11 月 26 日消息,《华杂志》最近观察到,北京奢侈品购物中心 SKP 第五层的部分区域正迎来焕新升级,未来这里将主要聚焦两个细分领域:高端运动户外+奢侈品牌童装。

据《北京日报》报道,2020 年,北京 SKP 共迎来 1500 万人次客流,零售额同比增长 15%至 177 亿元,单店销售额、每平方米销售产出均为全球第一。177 亿元的零售额助力 SKP 连续十年蝉联中国“店王”,并首次超越英国老牌奢侈品百货公司 Harrods (哈罗德),问鼎全球“店王”。

重装前,SKP 五层容纳了运动、童装、家居、家电等多个品类,在升级后,将针对不同品类重新划分区域,其中,位于核心区域的运动户外区和儿童区焕然一新,按照奢侈品牌门店的相同标准,完全以独立门店形式呈现,令人耳目一新,同时,也可以看出 SKP 所服务的高端客群对于高端运动户外+奢侈品牌童装这两大细分品类的强烈需求。

冰雪热潮下的高端户外运动区:

高端运动区的品牌主要包括:Arc' teryx 始祖鸟、Helly Hansen、DESCENTE 迪桑特、S+G GOLF、FILA 斐乐、On 昂跑,其中挪威百年户外品牌 Helly Hansen 以及高尔夫品牌集合店 S+G GOLF 为新入驻 SKP。

加拿大顶级户外品牌始祖鸟 Arc' teryx 的新门店(下图)比之前更具现代艺术氛围,和普通始祖鸟门店不同,店内的艺术装置,金属雷亚架与石头墙体的设计充满了现代科技感,视觉冲击极强。据店员介绍,在这家门店,始祖鸟还为高端商务系列 Veilance 专设了一个较为私密的房间,陈列了诸多市场罕见的“尖货”。

Helly Hansen 今年国庆期间正式登陆北京 SKP,并携手服装上市企业雅戈尔集团作为合作伙伴开辟中国市场。“航海”这一品牌代表性基因元素,在进入门店的第一眼就能感受到,门口处是由三块曲面屏组成的艺术装置犹如帆船的桅杆和风帆,别具一格。而帆船的龙骨和金属硬件,被设计师通过艺术化的处理将其用作墙面和服饰展示的支架和装饰。两个航海经典系列——SALT 系列和 AEGIR 海神系列也都陈列在门店中。

今年 10 月,DESCENTE 以“DKL 动力实验室”全新形象回归,门口处矗立的装置也展示了品牌专业的滑雪基因——运动员穿着品牌最新与奥地利顶尖专业双板滑雪品牌 ATOMIC 的联名系列驰骋赛道。门店整体造型以“D”形纵深通道状呈现,据店员介绍,这是以研发滑雪专业装备的风洞实验室为灵感,而“D”正是呼应了 DESCENTE 的首字母,门店内采用了机械钢索悬挂系统将服装凸显为空间中的重点,更具科技感。

此外,DESCENTE GOLF 专业形象店也升级归来,进入门店首先映入就是高尔夫球手在草地上挥杆的装置,门店内高尔夫系列也较为齐全。滑雪、铁人三项、高尔夫三项运动一直是 DESCENTE 的三个发力点,而 DESCENTE GOLF 正是从品牌分离出的子品牌,也足以看到 DESCENTE 对于高尔夫运动的重视。

除了迪桑特高尔夫外,我们看到主打美国,欧洲,韩国等高尔夫品牌的集合店 S+G 也登陆 SKP,S+G 只做各个品牌当季的主推款,原装进口。

门店内品牌包括了被各大高尔夫职业赛及高尔夫职业选手使用较多的品牌 TITLEIST、美国高尔夫鞋品牌 FOOTJOY、近年来迅速成为韩国高尔夫服饰高端品牌的 SOUTHCAPE、因精美设计备受韩国消费者喜爱的 WAAC、以其独特色彩和风格俘获众多明星高尔夫球手的 G/FORE,以及历峰集团旗下独具奢雅和低调图案的 Peter Millar 等。值得一提的是,S+G GOLF 里的 Titleist Apparel 是以亚洲人喜爱的风格和尺寸生产制造的。

同样是 10 月份，FILA 以全新的“FILA ULTRA”形象回归，门店一袭“红色”吸人眼球，FILA ULTRA 是品牌全新的终端形象店，全国提前首发跨界联名、限量发售、高端精品系列等品牌尖货。据店员介绍，这也是北京首家 FILA ULTRA 先锋店，而 FILA ULTRA 最大的特点就在于汇集了热门联名款。

号称运动鞋“黑马”的瑞士运动品牌 On 昂跑，最近在纽交所挂牌上市，目前市值超过 115 亿美元。不同于以上几家品牌门店，On 在 SKP 专营店是一个开放式专柜空间，门店的主体就是以鞋墙为主，据店员介绍，升级的门店面积比之前大不少，而且也是首次在国内采用发光鞋墙，陈设了当季新款跑鞋。门店整体以纯粹简约的灰白贯穿，营造品牌发源地——瑞士的雪山氛围，而且门店内摆设了动态的科技装置，直接清楚的呈现品牌独特的鞋底技术。

从这家北京乃至全国代表性购物中心五层的升级转型，可以观察到，在中国运动户外品牌的高端化需求已势不可挡，而随着“冬奥会”开幕在即，滑雪、潜水、冲浪等小众户外运动项目热度渐增，中国的户外运动热潮还将攀升到下一个新高度。

除了五层整体升级外，我们还注意到四层 SKP SELECT 出现了一个非常显眼的快闪艺术空间——THE SLOPE，如山脉般，打造了一个独立的冰雪世界。作为一个高端滑雪概念集合店，这家快闪店将会运营到明年 2 月 28 日，可以说是覆盖了整个雪季。门店内汇聚了众多专业滑雪品牌，涵盖了单、双板服饰，硬件及配饰类等诸多单品，包括始祖鸟、Helly Hansen、BOGNER、BURTON、THE NORTH FACE 等等。

奢侈童装：由专柜向独立门店升级：

探访 SKP 五层的儿童区，我们发现在改造前多以专柜形式作为销售点的奢侈童装品牌，如今都拥有了独立门店，包括但不限于：Gucci、Loro Piana、Ralph Lauren、Burberry、Moncler、Dior、Emporio Armani、Brunello Cucinelli、Dolce&Gabbana，以及法国高级童装品牌 Petit Bateau 和 BONPOINT。

分别隶属于中国雅莹集团、嘉曼服装的精品童装集合店品牌 LITTLE SPACE、BEBELUX 也都迎来了自己的独立门店。

此外，中岛区域分布的童装品牌还有：Stella McCartney、Moschino、Marmar、Versace、Kenzo 等，其中意大利时装品牌 Mochino 儿童线和来自丹麦的小众童装品牌 Marmar 也都是首次入驻 SKP。

今年 9 月，英国奢侈品电商 Farfetch（发发奇）发布了首份《奢侈童装报告》，探讨了新冠疫情下新一代父母对高端童装的消费情况。报告表示，千禧一代父母似乎已成为奢侈品童装消费的最新驱动力。Mini-Me（亲子装）和儿童街头服饰正成为强劲的潮流，此外，童装外套的销量激增，或源于家长鼓励孩子尽可能多地参加户外活动。

作为上海时装周的官方行业媒体合作伙伴，《华丽志》也从今年时装周上感受到童装赛道的热度正在上升。2021 年 3 月，上海时装周 MODE 展特别增加了童装板块，参与其中的童装 Showroom “Dakids”联合创始人 Albert 回忆到：“我们 2019 年刚开始做的时候，中国童装买手店以线上为主，且线上加线下不到 100 家。但现在以童装为主的买手店，大概增加了 4-5 倍，有 500 家左右。”

此外，通过和行业内的买手沟通，我们了解到，大家都一致认为，中国新锐童装品牌无论从数量还是品质上，都在逐年提升。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/Gb8KMfJzZsVVYZ3CqzHEwQ>）

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	4.34	51.97	0.66	0.74	5.39	4.80
	2331.HK	李宁	买入	86.30	2258.02	1.44	1.84	49.10	38.42
	2020.HK	安踏体育	买入	126.10	3408.90	2.87	3.75	35.99	27.55
	3998.HK	波司登	买入	5.58	606.90	0.2	0.25	22.86	18.28
A 股	300979	华利集团	买入	92.57	1080.29	2.45	3.14	37.78	29.48
	300218	安利股份	买入	17.17	37.26	0.61	0.85	28.15	20.20
	605080	浙江自然	买入	76.80	77.66	2.27	3.09	33.83	24.85
	003016	欣贺股份	买入	10.92	47.13	0.75	0.89	14.56	12.27
	601339	百隆东方	买入	5.25	78.75	0.77	0.85	6.82	6.18
	002154	报喜鸟	买入	5.38	65.51	0.41	0.54	13.12	9.96
	603877	太平鸟	买入	34.33	163.66	2.11	2.64	16.27	13.00
	603587	地素时尚	买入	18.85	90.71	1.46	1.72	12.91	10.96
	603558	健盛集团	买入	12.02	47.23	0.63	0.84	19.08	14.31
	300577	开润股份	买入	23.37	56.04	0.84	1.43	27.82	16.34
	002293	罗莱生活	买入	13.94	116.96	0.85	0.98	16.40	14.22
	002832	比音勒芬	买入	24.62	135.42	1.11	1.42	22.18	17.34
	002563	森马服饰	买入	7.42	199.90	0.58	0.68	12.79	10.91
	600398	海澜之家	买入	6.35	274.29	0.65	0.76	9.77	8.36
	605180	华生科技	买入	37.82	37.82	1.92	2.45	19.70	15.44
	603889	新澳股份	买入	6.30	32.24	0.62	0.79	10.16	7.97
	002327	富安娜	买入	8.84	73.32	0.7	0.89	12.63	9.93
	603365	水星家纺	买入	16.58	44.21	1.38	1.56	12.01	10.63
	600400	红豆股份	增持	3.80	87.07	0.06	0.08	63.33	47.50
	002780	三夫户外	增持	19.23	30.30	0.19	0.36	101.21	53.42
300840	酷特智能	增持	12.02	28.85	0.32	0.39	37.56	30.82	
002127	南极电商	增持	6.67	163.74	0.5	0.71	13.34	9.39	
603808	歌力思	增持	15.17	55.99	0.98	1.14	15.48	13.31	
603908	牧高笛	买入	35.76	23.85	1.23	1.86	29.07	19.23	

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=0.8192 元人民币；收盘价和市值均采用 2021 年 11 月 26 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%	38.01%	-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%	16.66%	2.22%	21.97%	23.76%	88.12%	
		亚太/中国	30.51%	33.44%	36.42%	70.36%	30.55%	14.02%	10.68%	406.27%	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Adidas	全球	4.00%	9.14%	7.87%	-	-	-6.96%	-4.98%	20.25%	3%
	大中华区	14.00%	11.00%	16.10%	19.21%	35.03%	-5.00%	19.00%	150.81%	-15%
PUMA	全球	16.93%	19.00%	20.57%	-1.48%	32.25%	7.16%	9.10%	19.16%	20.4%
	亚太区	23.02%	32.71%	6.01%	-	-	-6.12%	4.03%	24.62%	1.7%
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				30.59%	20.10%	22.93%	19.81%	118.92%	
Dick's Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	3.75%	5.65%	4.68%	-	-	0.25%	-2.60%	35.15%	7.85%
安德玛	全球	1.44%	-0.94%	3.69%	22.78%	40.62%	15.48%	26.23%	118.75%	19%
	大中华区	22.22%	4.03%	8.93%	33.33%	20.13%				
拼多多	全球	169.10%	122.81%	9089.50%	4391.50%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%
	大中华区	169.10%	122.81%	90.89%	43.91%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%
京东	全球	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%
	大中华区	22.89%	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%
RealReal	全球	2.49%	13.40%	20.92%	-	-	36.01%	10.53%	14.55%	50.96%
	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%	29%
	大中华区	42.02%	39.78%	37.67%	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	29%
Zalando SE	全球	15.90%	-4.77%	30.56%	-	33.49%	-9.09%	39.11%	-13.04%	
	大中华区				23.25%					
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%	-0.28%	6.2%
	大中华区					39.05%				
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%	48.59%	
	大中华区				60.99%					
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%	-	-	-11.65%	-13.31%	33.00%
	大中华区	16.39%	16.28%	16.44%	16.64%	62.10%	26.54%			
盖普 (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	-2.04%	-1.96%	-2.23%	1.10%	-	-	-0.10%	-5.35%	
	大中华区	6.44%	6.62%	5.74%	5.48%	43.15%	18.23%			
TJX (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	6.78%	4.83%	6.37%	9.70%	-	-	-3.20%	-10.35%	
	大中华区					52.48%	31.84%			
威富集团 (20Q2 代表截至 9 月 26 日的上半年)	全球	-	-	-	-	-	-	-12.21%	22.84%	23%
	大中华区	18.53%	13.16%	14.10%	34.56%	52.62%	23.12%			
Steven Madden	全球	12.44%	8.47%	1.11%	-	-	-	-14.93%	0.52%	
	大中华区				12.60%	67.91%	30.25%			
卡骆驰	全球	9.42%	19.80%	21.76%	-5.00%	-7.62%	15.66%	56.48%	63.64%	77%
	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%	20.64%
	大中华区									
Farfetch	全球	42.00%	88.89%	95.00%	90.00%	75.00%	72.00%	41%	43%	33%
	大中华区									
LVMH	全球	15.12%	17.02%	11.50%	-	-	-	-6%	84%	20%
	大中华区				15.49%	37.84%	10.22%			
奢侈品	全球	2.30%	2.26%	-30.10%	-46.6%	-38.5%	-20.4%	10.3%	44.35%	17.4%
	大中华区									

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)	亚太地区	-0.5%	1.7%	4.3%	-22.9%	-30.6%			128%
	全球	-8%	-1%				72%	28%	
蒂芙尼 (20Q2 代表截至 7 月 31 日的季度)	大中华区								80%
	全球	4%	2%	-47%	-26%	+1%			127.47%
历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日季度)	亚太地区	2%	-6%	-29%	-6%	21%			
	全球	2.50%	-43.00%	1.00%					
CK	大中华区								
	全球	-1%	0%	4%	5%	0%	-4%		98% 45%
Burberry (20Q4 代表截至 12 月 26 日的季度)	大中华区								
	全球	27.66%	13.22%	-9.80%	63.29%	33.74%	4.84%	48.19%	115.71% 40.3%
加拿大鹅	大中华区	83.83%	104.10%	17.54%	45.30%	15.54%	42.03%		85.9%
	全球	11.87%	15.08%	9.25%	11.31%	66.49%	23.02%	-17.12%	0.42% 17%
Capri	大中华区	11%	15%	7%	-20%	-64%	-19%	-9%	17%
	全球	0.84%	-	-	-	-7.19%	18.70%		125.87% 26%
Tapestry (20Q4 代表截至 6 月 27 日季度)	大中华区	34.38%	35.59%	35.51%	40.68%	-8.23%	1.25%	-0.241	0.5526 25%+
	全球							-5%	1.21 5%
Pandora (20Q3 代表截至 9 月 30 日季度)	大中华区								
	全球	8.95%	10.53%	15.46%	10.66%	32.31%	-8.55%	4.95%	10.13% 32.31%
化妆品品牌	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。