

国潮延续，加盟补库

纺织服装2022年度策略报告

纺织服装团队

2021年12月7日

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5977 5330

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录
contents

- 01 板块历史回顾
- 02 板块推荐
- 03 投资建议
- 04 风险提示



01 板块历史回顾

- ✓ 基本面回顾
- ✓ 资本市场表现和估值回顾

1. 板块历史回顾

1.1 服装基本面回顾：上半年受益国潮崛起，Q3受疫情等扰动，Q4冷冬弱复苏

本轮服装基本面改善自20Q4开始，今年上半年加速，Q3受到疫情、洪水、台风等因素扰动，补库存并未结束。今年以来，3、5、6月服装加速复苏，较19年实现双位数增长。新疆棉事件爆发后，海外品牌面临供应链问题，国潮崛起，21Q2国内和国外品牌零售数据出现明显分化，收入加速同时折扣率维持较高水平、利润率表现超预期。

Q3疫情反复、洪水、台风、天气（9月平均气温高于往年）等因素使得线下承压，且线上数据也表现不佳。Q4以来，由于高基数+多雨高温，国庆期间全国百家重点大型零售企业（以百货商场为主）零售额相比上年同期同比下降9.2%；其中，服装类销售额同比下降超过10%。但从10月中旬开始气温如期变冷，冬装销售开始好转，10月全国百家重点大型零售企业销售额同比下降5.9%，较国庆降幅9.2%有所缩窄。

表1：2021年月度服装零售额增速

	同比增速	较19年增速
1-2月	47.6%	2%
3月	69.1%	10%
4月	31.2%	7%
5月	12.3%	12%
6月	12.8%	13%
7月	7.5%	5%
8月	-6%	-2%
9月	-4.8%	3%
10月	-3.3%	9%

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

表2：国产品牌VS国际品牌中国地区季度增速

	NIKE	阿迪达斯	安踏	李宁
2019Q1	9.68%	16.00%	安踏：10%-20%低段增长； FILA：65%-70%升幅	10%-20%高段上涨
2019Q2	9.59%	14.00%	安踏：10%-20%中段增长； FILA：55%-60%升幅	20%-30%低段上涨
2019Q3	21.75%	11.00%	安踏：10%-20%中段增长； FILA：50%-55%增长	20%-30%低段上涨
2019Q4	19.62%	16.10%	安踏：10%-20%高段增长； FILA：50%-55%增长	30%-40%中段上涨
2020Q1	-5.16%	-58.00%	安踏：20-25%下降； FILA：中单位数下降	10%-20%高段下跌
2020Q2	-2.95%	持平	安踏：低单位数下降； FILA：10-20%低段增长	中单位数下跌
2020Q3	6.02%	-5.00%	安踏：低单位数增长； FILA：20-25%增长	中单位数上涨
2020Q4	24.42%	19.00%	安踏：低单位数增长； FILA：25-30%增长	10%-20%中段上涨
2021Q1	51.00%	150.81%	安踏：40-45%增长； FILA：75-80%增长	80%-90%高段上涨
2021Q2	17.36%	37.00%	安踏：35-40%增长； FILA：30-35%增长	90%-100%低段增长
2021Q3	1%	-15%	安踏：10-20%低段增长 FILA：中单位数增长	40%-50%低段增长

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图1：限额以上分品类社零增速

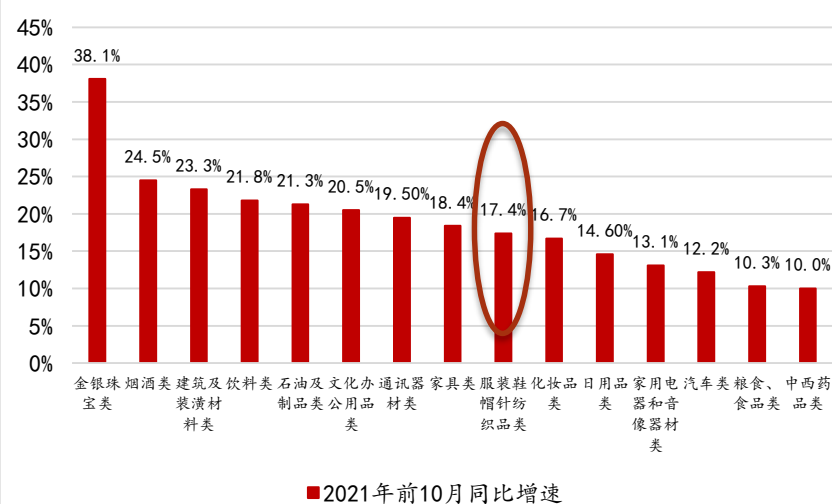
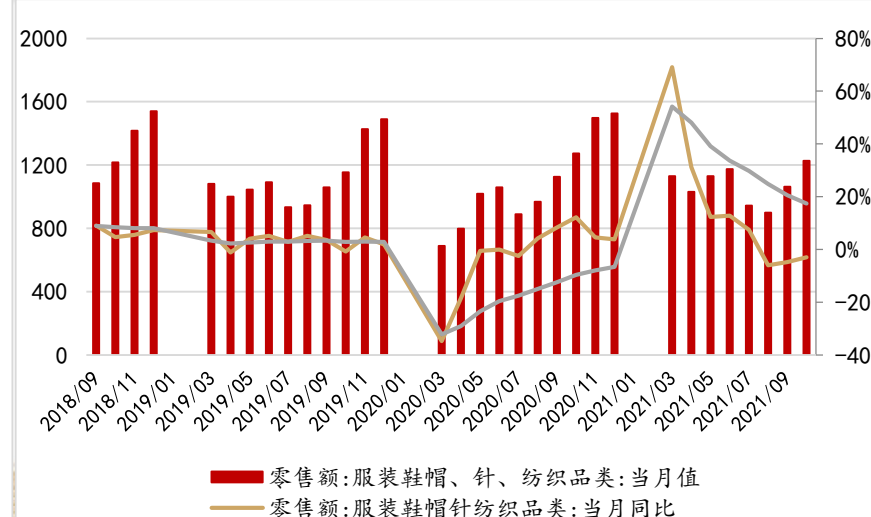


图2：限额以上服装零售额增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

1. 板块历史回顾

1.1 服装基本面回顾：为什么服装恢复快于其他消费？加盟商补库存

上一轮服装周期可追溯至16H2-18H1，受益于棚改货币化的财富效应；而18H2后受到贸易战、经济下行影响下滑，20年受疫情影响，因此经销商备货信心不足。

而今年上半年新疆棉事件使得国外品牌供应链受影响，叠加国潮崛起，国产品牌销售大增，需求与库存之间形成错配，因此加盟商补库存周期启动。21年上半年服装板块库存整体呈现改善趋势，6月末存货产成品库存同比下降3%，7、8月库存有所增长。9月末，纺织服装、服饰存货同比增长6%至1831亿元，其中纺织服装、服饰存货产成品同比增长4%至980亿元。在供应链危机和库存短缺情况下，今年以来服装行业销售折扣大幅改善。从上市公司库存来看，21Q3末库存环比21H大幅提升，我们分析主要在供应链紧缺风险以及春节提前情况下，公司进行了提前备货。而展望明年上半年，春夏订货会基本仍以增长居多。

图3： 纺织服装、服饰存货情况（亿元）

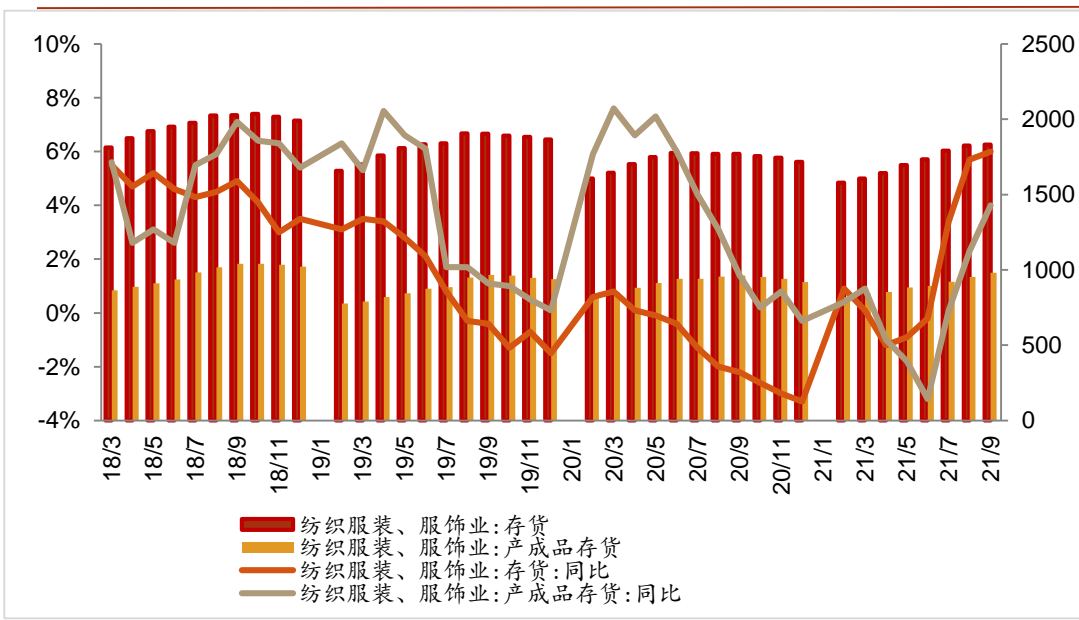
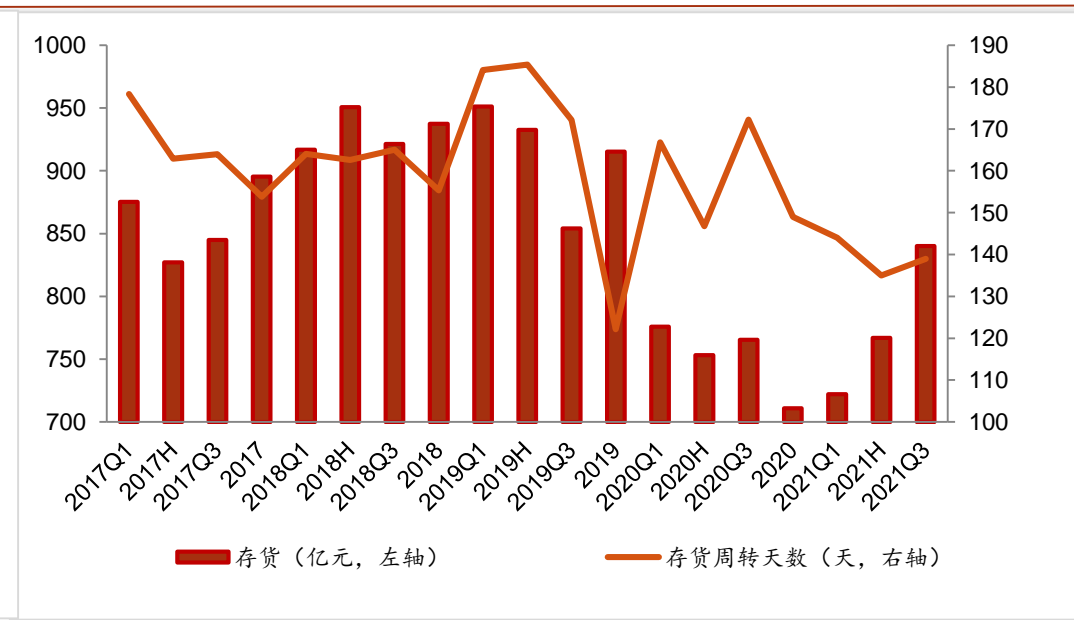


图4： SW纺织服装存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

1. 板块历史回顾

1.1 服装基本面回顾：传统电商增速放缓，直播电商崛起、但GMV自Q1后环比回落，且净利率低于传统电商

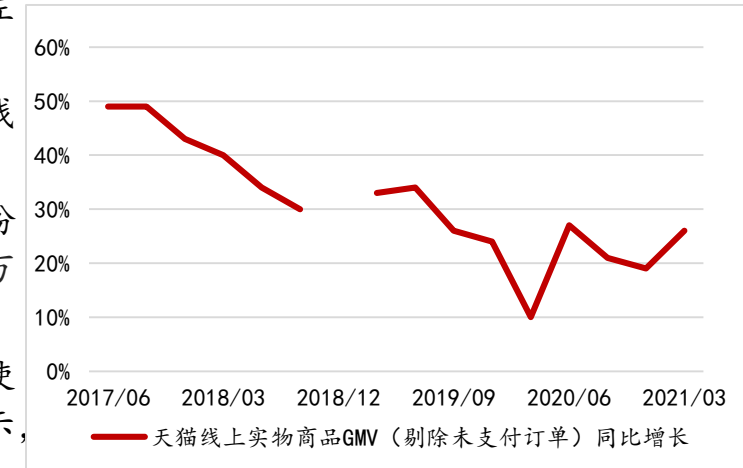
随着线上渗透率提升，近些年来增速放缓，特别是受2020年疫情期间高基数影响，今年线上增速在低双位数左右（2021年前10月，我国实物商品网上零售额为8.5万亿元、增速为15%、单月来看增速在9%左右）。

淘宝等传统电商增速放缓：FY2018-2020年淘宝GMV增速呈现放缓趋势，21Q1（截至21/3/31）天猫线上实物商品GMV增速为26%。2021年双十一天猫服饰GMV同比增长6%至446亿元。

新兴渠道兴起：小程序、官网、小红书、直播等。2020年是直播元年，抖音、淘宝、京东、快手等纷纷入局直播，2020年中国直播电商市场规模达到9610亿元，同比大幅增长121.5%，预计2021年达到1.2万亿。2020/1到2021/1月，抖音月度GMV实现超50倍增长。

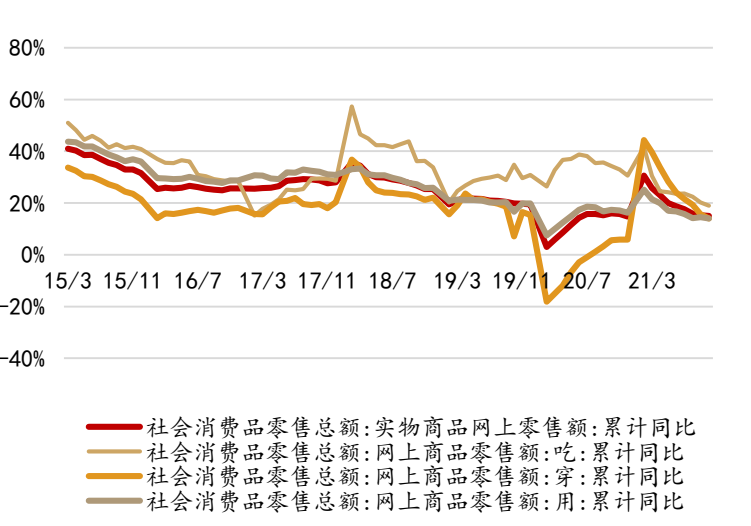
2020年直播更多以KOL带货为主，而其中KOL分走大部分利润，同时抖音往往采用高折扣模式引流，使得抖音盈利模式低于传统电商。今年以来，越来越多品牌采用品牌自播模式入局直播，据新抖公众号显示，抖音2021年6月商家自播销售额超去年同期的7倍，其中涌现TW、阿迪达斯等月度过亿的品牌直播间。

图5：天猫月度GMV增速（十亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：FY20为截至2020/3/31的1年。

图6：线上月度增速



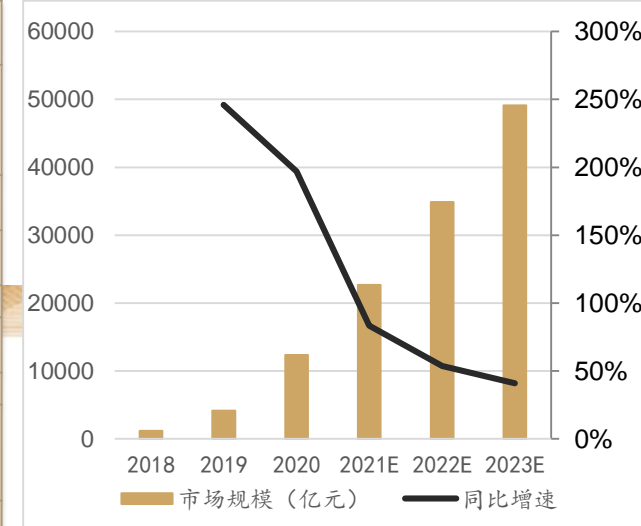
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

表3：2021年品牌自播情况

2021年	太平鸟女装官方旗舰店			Teenie Weenie官方旗舰店			adidas官方旗舰店			百丽官方旗舰店		
	榜单排名	带货场次	销售	榜单排名	带货场次	销售	榜单排名	带货场次	销售	榜单排名	带货场次	销售
4月	/	/	/	14	61	8040.47w						
5月	28	55	6674.87w	14	64	9465.97w						
6月	20	77	8850.24w+	14	70	1.04亿+						
7月				17	83	9157.84w	13	36	1.01亿			
8月				18	86	1.13亿	28	52	1亿			
818 (8/1-8/18)	2		7478.9w	1		7563.3w	3		6805.7w			
9月	29	126	9935.99w+	20	82	1.28亿	19	35	1.47亿	27	61	9893w+

资料来源：新抖，华西证券研究所

图7：直播市场规模及增速



资料来源：艾媒数据中心，华西证券研究所

1. 板块历史回顾

1.1 服装基本面回顾：天猫双十一增速放缓，抖音、快手渠道崛起分流

- 截止2021年11月11日24时，双十一大促落下帷幕，天猫双十一最终交易额为5403亿元，同比增长8.5%；京东双十一最终交易额为3491亿元，同比增长28.6%。从上市公司看，（1）本土运动品牌表现靓丽、平均增速在40%左右，安踏增速最高达61%；（2）帐篷需求持续高增，牧高笛同比增长超130%；（3）降温带动羽绒服需求大增，波司登同比增长53%；（4）家纺板块平均增速在30%+，罗莱生活双十一GMV维持家纺板块第一，梦洁股份由于低基数同比翻倍；（5）休闲板块森马表现靓丽、同比增长34%；（6）高端女装平均增速在20-30%；（7）男装增速在10-20%。

表4：2021年双十一重点公司表现情况跟踪

	平台及品牌	双十一金额（亿元）	同比增速	备注
平台	天猫GMV	5403	8%	
	京东GMV	3491	29%	
	抖音	-	-	直播总时长2546万小时，累计直播观看量395亿次，抖in爆款榜国货数量占比87.5%，实时热卖榜国产品牌数量占比85.1%
	蘑菇街	-	-	用户人均消费额（客单价）同比增长106%，商品单价同比增长201%，用户人均观看直播时长达6.2小时
	唯品会	-	-	双11开幕四小时内，站内女装销售额Top10中8个是国货品牌，男装Top10中9个是国货品牌。女装销售前三是伊芙丽、丝柏舍、Teenie Weenie，男装中前三是罗蒙、海澜之家、斐乐
运动	安踏体育	46.5	61%	-
	李宁（天猫官方旗舰店）	10.6	38%	-
	特步国际	5	40%+	-
	361	4	40%+	-
高端女装	朗姿股份	2	-	-
	锦泓集团-TW女装	1.98	24%	-
	锦泓集团-TW童装	超6600万	同比翻倍	-
	欣贺股份	2.2	35%	-
休闲	太平鸟	15.6	13%	-
	森马服饰	22.98	34%	-
	鄂尔多斯集团	3.01	-	-
羽绒服	波司登	27.8	53%	-
男装	报喜鸟	3.2	18%	波司登品牌21.8亿元
	九牧王	6000多万元	-25%	HAZZYS占比70%
	红豆股份	3.04	12%	与去年打法不同，同款为主，SKU减少、价格翻倍以上
潮玩	泡泡玛特	2.7	60%+	集团口径，天猫淘宝2630万、+12%，其他平台4160万、+15%
家纺	罗莱生活	4.82	32%	-
	水星家纺	4.66	32.76%	-
	梦洁股份	2亿多	100%+	-
户外	牧高笛	超3000万元	130%+	-
内衣	Ubras	5亿多	-	-
	蕉内	4.1	-	-
鞋类	百丽国际	21	-	-
	奥康国际	-	同比基本持平	-
	红蜻蜓	9.8	22%	-

1. 板块历史回顾

1.2 纺织基本面回顾：受益于海外疫情订单转移、淡季不淡，但毛利率受损

疫情后中国供应链率先重建，纺企自去年下半年开始复苏，直至21Q3淡季不淡，但受原材料上涨、运费上涨、汇率影响，Q3毛利率同比下降明显，这在安利股份、浙江自然、华生科技表现出了类似的趋势，开润2B端降幅仅1PCT、相对表现较好。

从整体供应链纺织品（纱、布、服装）产、销量的增速来看，除布的销量较19年有单位数下降外，21年纱线和服装已恢复至19年水平，并呈现出供小于求的状态、库存持续下降，上半年纱线和坯布的库存降至历史新低点、纱线和坯布最低分别降至8天（21/5）和14.7天（21/2）。回顾历史来看，纱线库存天数均值在15-25天波动，坯布库存天数均值在20-30天波动，21/9月纱线/坯布库存天数已提升至17.7/24.9天，回到历史均值水平。

从出口数据来看，4-9月纺织纱线织物及制品出口同比下降主要由于去年防护物资需求大增导致基数较大，较19年来看，纺织品出口除3、5月外均保持双位数增长，服装出口除5、7月外也均保持双位数增长。此外受海外供应链受损影响，今年8、9月淡季的出口数据表现良好。但我们分析，受物流影响，部分货物并未在旺季达到零售商手中，或将影响客户继续下单。

表5：2021年月度纺织纱线织物及制品出口增速

	同比增速	较19年增速
1月	14.60%	16%
2月	284.80%	54%
3月	8.60%	3%
4月	-16.60%	26%
5月	-41.20%	5%
6月	-22.40%	23%
7月	-26.70%	10%
8月	-14.80%	27%
9月	-5.60%	28%
10月	7.30%	24%

表6：2021年月度服装出口增速

	同比增速	较19年增速
2月	320.9%	54%
3月	42.3%	11%
4月	65.2%	19%
5月	37.1%	4%
6月	18.1%	10%
7月	8.3%	2%
8月	8.7%	16%
9月	9.9%	17%
10月	24.7%	33%

资料来源：海关总署，华西证券研究所

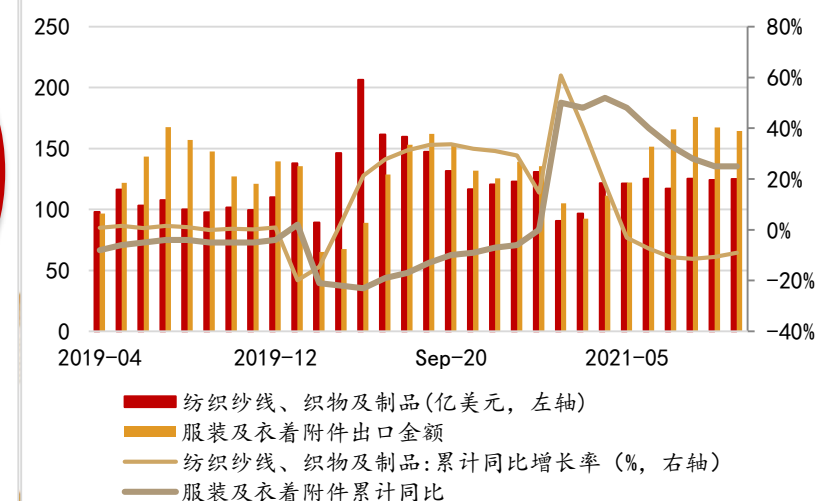
表7：纱、布、服装产、销量增速

	较19年增速				
	产量:纱	销量:纱	产量:布	销量:布	产量:服装
1月		23%		29%	
2月	-12%	3%	-21%	-5%	
3月	-3%	2%	-22%	-11%	-1%
4月	-1%	3%	-15%	-8%	10%
5月	-2%	5%	-14%	-7%	-1%
6月	-1%	5%	-12%	-6%	
7月	-5%	3%	-13%	-6%	
8月	-1%	5%	-12%	-6%	
9月	-7%		-14%		
10月	-3%		0%		

图8：纱、布库存天数



图9：出口月度跟踪



1. 板块历史回顾

1.2 纺织基本面回顾：棉价超预期上涨

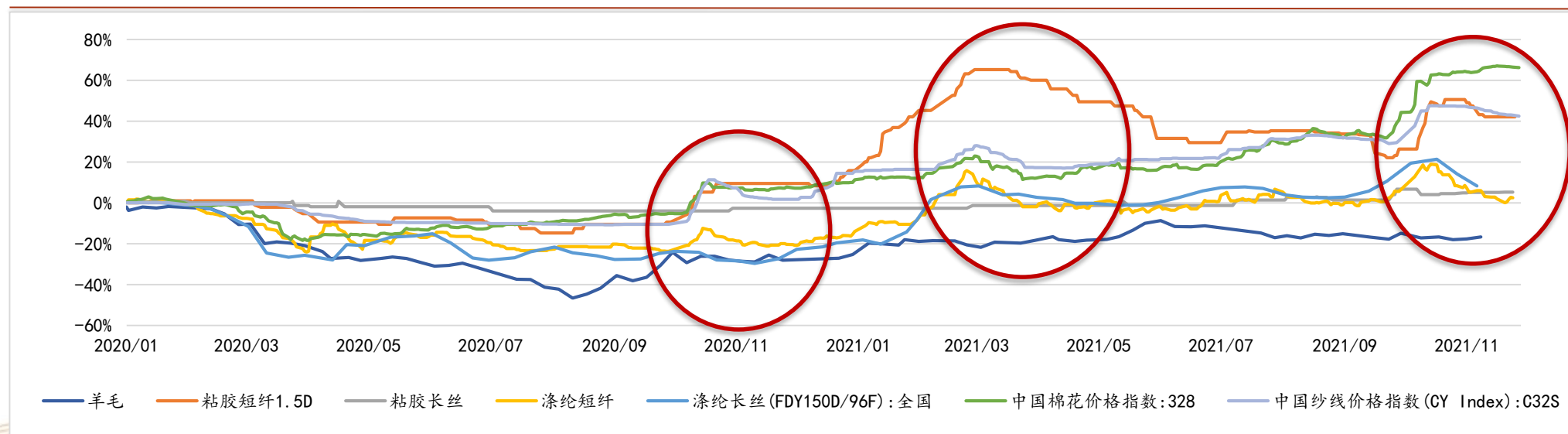
- 疫情后，大宗商品价格共有3波显著上涨：

(1) 2020年10月：棉价/纱线/粘胶短纤/粘胶长丝/涤纶短纤/涤纶长丝/羊毛价格最高涨幅达14%/12%/16%/1%/1%/5%/15%，我们分析，此波上涨主要由于：1) 冷冬预期、下游需求增加，2) 海外订单回流。

(2) 2021年春节后：棉价/纱线/粘胶短纤/粘胶长丝/涤纶短纤/涤纶长丝/羊毛价格最高涨幅达5%/3%/21%/1%/10%/24%/15%，春节后石油下游化工产品涤纶领涨，我们分析主要由于：1) 全球宽松，石油价格连创新高，带动下游化工产品价格上涨，2) 需求端：就地过年使得下游纱厂开工率提高，需求随之提升，3) 供给端：涤纶短纤等工厂节前超卖较多，因此库存水平较低。

(3) 21年国庆节后：棉价/纱线/粘胶短纤/粘胶长丝/涤纶短纤/涤纶长丝/羊毛价格最高涨幅达27%/14%/23%/5%/18%/18%/2%，其中棉价在国庆期间价格突破2万，而年初业内对棉价预期在1.4-1.6万元/吨，我们分析棉价超预期上涨主要由于：（1）籽棉成本推动：疆内轧花产能增多使得新棉抢收严重，籽棉收购价达10元/公斤以上，从而推算出皮棉成本在2.2-2.3万；（2）阴雨、冰雹天气预期；（3）美棉价格上涨；（4）10.4中美重启有针对性的关税豁免。

图10：原材料价格变动



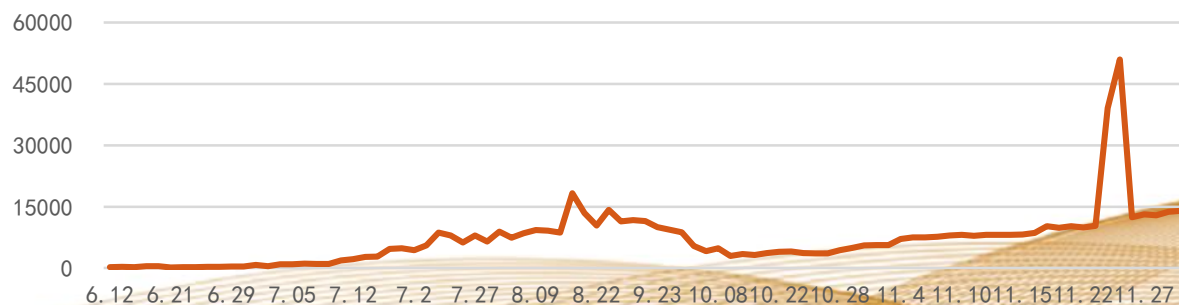
1. 板块历史回顾

1.2 纺织行业基本面回顾：东南亚疫情导致全球供应链紧张，海外订单大量回流

- 2021年以来，随着变异DELTA病毒袭击东南亚，越南等东南亚纺织出口大头国家局势紧张。越南7月开始每日确诊人数开始快速上涨，8月中旬达到峰值，10月有所好转、每日新增3000-4000名确诊病例，而11月下旬开始越南疫情再次反弹，月增万例以上，目前越南每日新增1.3-1.4万例。此外，南非发现的新冠新型变异毒株“奥密克戎”传染能力更强，尽管越南卫生部称目前在越境内尚未发现“奥密克戎”毒株感染病例，但随着新型毒株的出现，当地疫情形势面临更多不确定性，越政府已要求加强对自出现“奥密克戎”毒株感染病例国家和地区入境人员的管控。
- 21年7月9日开始，越南国内最大城市、经济重镇胡志明市推行限制出行、暂停大部分非必要服务等严格的防疫措施，8月23日开始实行疫情暴发以来最为严格的“三就地”（就地生产、就地用餐、就地住宿）隔离防控措施，8月越南政府还为了遏制疫情向国内平阳省部署军队。
- 越南是全球重要的鞋和服饰生产国之一，是美国服装和鞋类的第二大供应国，仅次于中国。而7、8月越南受停工影响，鞋类/纺织品出口同比大幅下降（7月分别下降39%/10%，8月分别下降42%/16%）。
- 而在越南政府解除胡志明与周围地区的防疫封城措施后，工人开始逃离新冠疫情严重的南部工业区，返回乡下。据越南卫生部统计，10月1日-8日，越南累计返乡的15.7万人中，检测结果呈阳性的有1000余人。越南政府预计返乡人数可能超过200万人，或使得复工复产节奏进一步推迟。10月6日，全球鞋业巨头宝成集团宣布恢复生产，但在岗工人数不超过30%，超过4万名工人尚未返岗。据统计，越南纺织成衣业约有300万名工人，其中约100万人目前处于离职或休假状态。

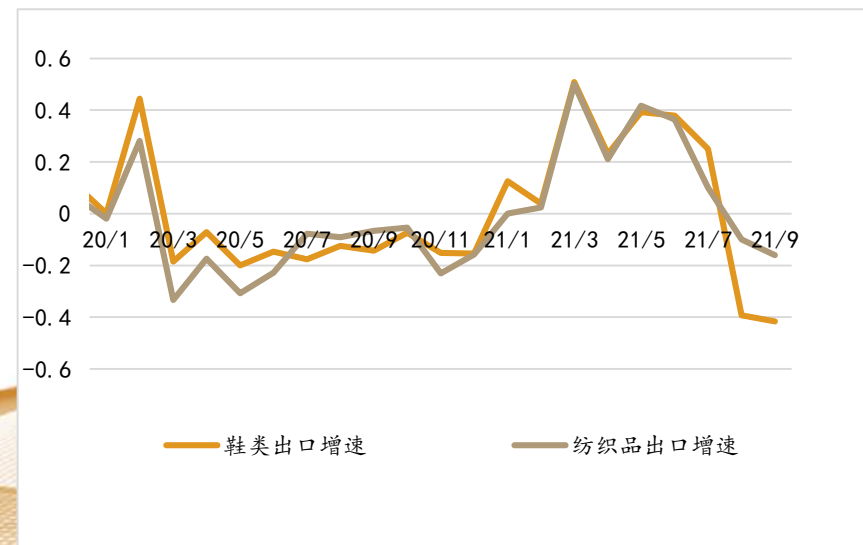
越南纺织服装协会估计，新一轮疫情使得越南全国30%-35%的服装厂暂时关闭，越南服装业超过90%的供应链遭到破坏。即使在最乐观的情况下，今年越南服装出口规模也只能达到320亿至330亿美元，远低于390亿美元的目标。

图11：越南每日新增人数



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图12：越南月度出口跟踪



资料来源：海关总署，华西证券研究所

1. 板块历史回顾

1.3 板块行情和估值回顾

- 2015年高点（2015/6/12）至今，沪深300指数在今年2月已全部收复、并创新高，目前时点较15年高点仅下降8%，而SW纺织服装较高点仍下跌68%、跑输沪深300指数60PCT。
- 17Q4-18H受冷冬催化、可选消费复苏。
- 2020年疫情期间，板块由于防护主题上涨带动一轮行情，涨幅达18%（2月中旬至3月初）；国庆后，上中下游共振带动板块上涨11%（上游原材料涨价+中游承接海外订单回流+下游降温换季需求驱动）。
- 21年初至今（2021/11/29），SW纺织服装行业上涨2%、跑赢沪深300指数9.9PCT：今年上半年服装企业受益新疆棉事件、国产品牌表现好于预期、同时缺货背景下净利率改善，纺织企业在大宗上涨下进入净利改善周期，叠加海外订单回流订单充足，春节后板块涨幅最高达22%（21/7/14）、对应预测PE达22.6倍。7、8月服装企业受到疫情反复、洪水、台风等冲击零售表现不及预期，同时纺织企业进入淡季，板块受零售表现影响下跌、最低跌至18.3倍。10月下旬，随着天气转冷，板块有所反弹，目前时点，SW纺织服装板块估值为21.86倍（板块21X预测市盈率），仍处于底部位置。

图13：近十年SW纺织服装和沪深300变动情况

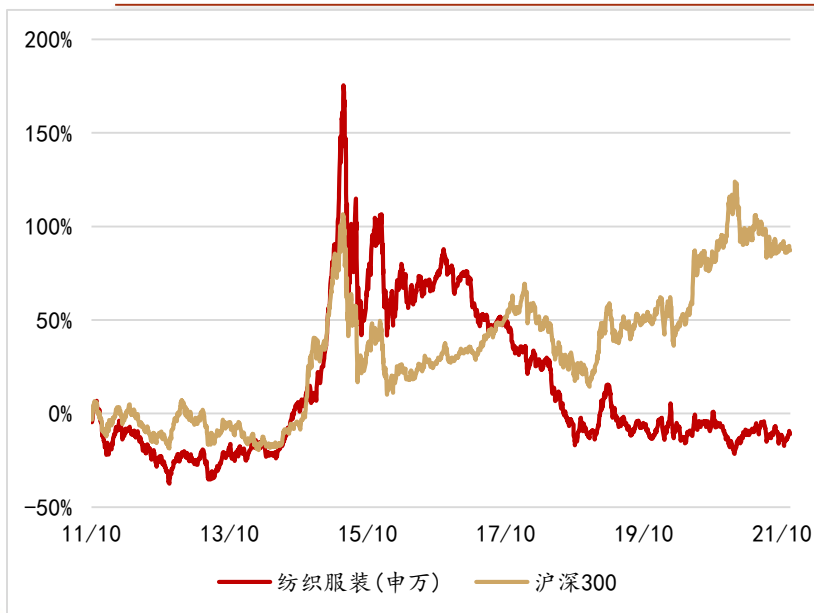


图14：2021年SW纺织服装和沪深300变动情况

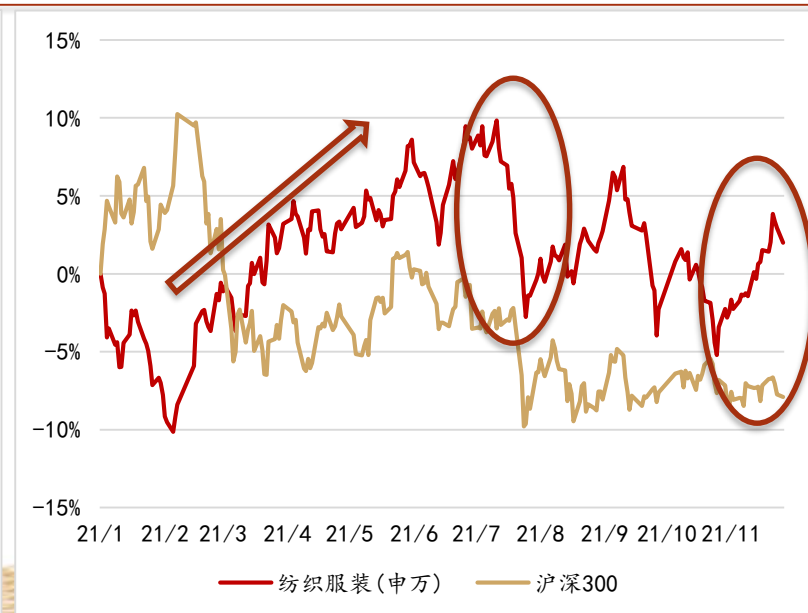


图15：SW纺织服装板块预测市盈率（剔除负值）





02 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

- ✓ 跨境电商：收入下滑，海运集装箱成本上涨影响利润
- ✓ 代运营：收入增速放缓，丽人丽妆净利超预期
- ✓ 家纺：电商带动前三季度表现靓丽，中期预期受房屋新开工面积下降影响
- ✓ 休闲：高端表现好于低端，有扩张逻辑的公司表现更好
- ✓ 高端女装：收入增速放缓，锦泓旗下维格娜丝较19增速最高
- ✓ 男装：报喜鸟表现好于行业，九牧王、红豆战略调整增加投入出现亏损，乔治白受益集采表现靓丽
- ✓ 户外：露营兴起带动装备好于鞋服
- ✓ 运动：本土品牌好于国际品牌，21Q2迎来景气高点，21Q3增速放缓
- ✓ 鞋类、内衣：仍未恢复疫情前水平
- ✓ 运动及户外代工：受益于下游景气度+疫情抢份额
- ✓ 其他纺织：受益大宗商品上涨+海外订单回流，棉纺、羊毛、锦纶等产业链表现靓丽

图16：子行业单季度收入增速

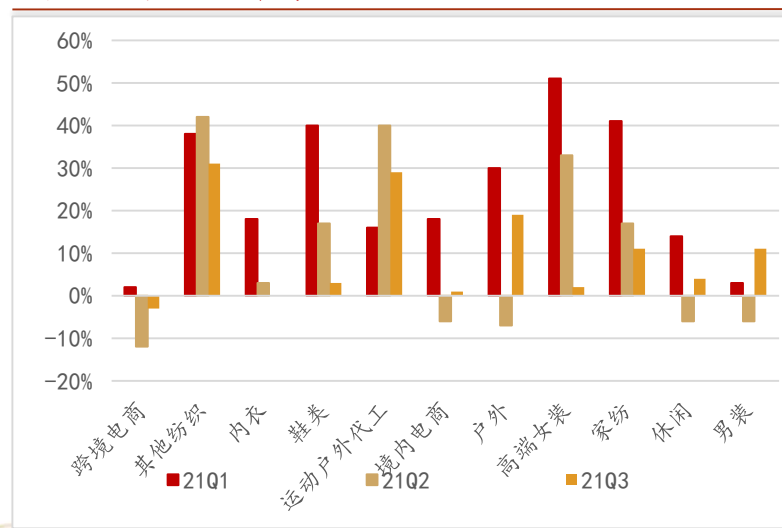
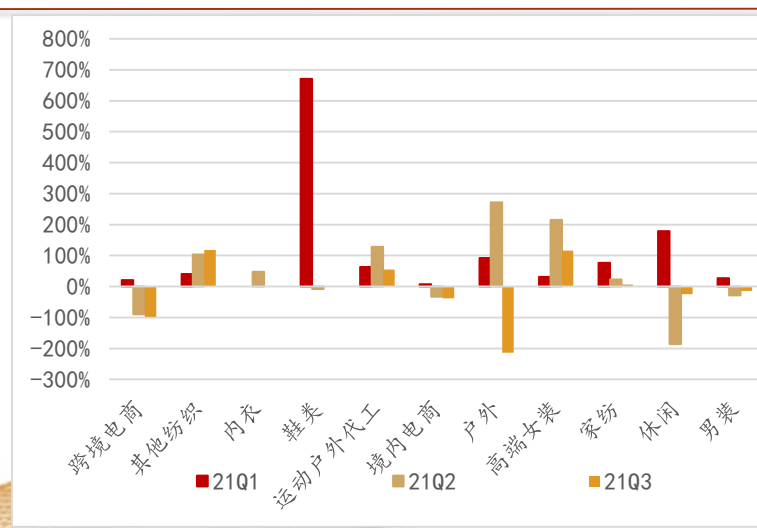


图17：子行业单季度归母净利增速



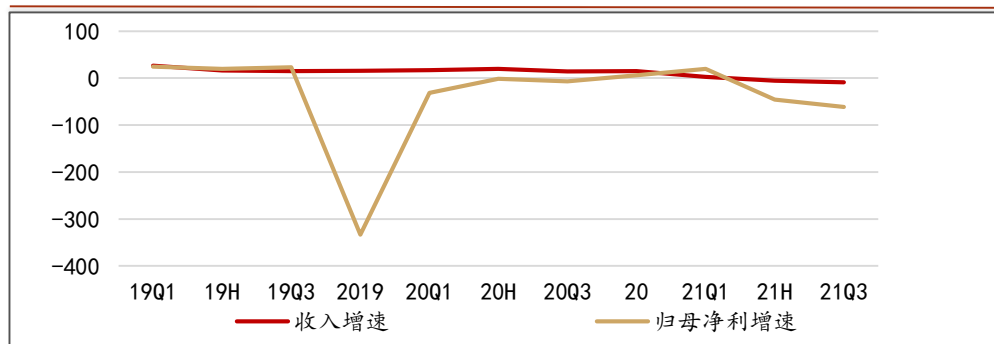
2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.1 跨境电商：收入下滑，海运集装箱成本上涨影响利润

跨境电商行业2020年受益海外疫情增长迅速，20Q2为全年景气最高点、随后放缓，21年初亚马逊关店潮使得行业收入进一步放缓、Q2开始下滑、Q3继续下滑，且20Q4至今海运集装箱成本大幅上涨影响行业利润。21年前三季度板块毛利率/净利率分别为35.40%/2.24%，同比下降7.32/3.02PCT，较19年同期下降4.70/3.97PCT。

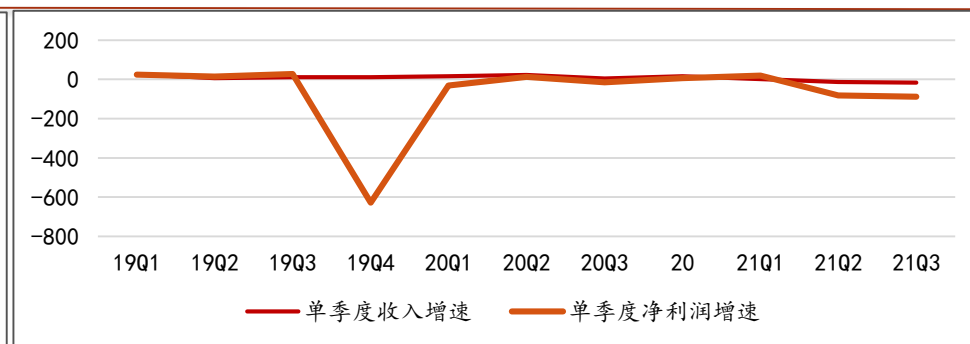
从上市公司看，安克创新收入增速最高、21年前三季度收入/净利增速分别为40%/20%。浔兴股份增长主要来自拉链业务贡献（21H收入同比增长30%，其中跨境电商业务收入同比下降16%）。星徽股份21年前三季度收入同比下降13%，其中泽宝跨境电商业务收入下滑25%。吉宏股份自21Q2开始收入大幅放缓，归母净利大幅下降，主业盈利能力下降主要由于原材料价格上涨，跨境电商净利下滑主要由于防疫物资贡献利润减少。

图18：跨境电商行业累计收入增速和净利增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图19：跨境电商单季收入增速和净利增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

表8：跨境电商行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速			归母净利增速 (%)			归母净利较19年同期增速			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			销售费用率			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	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3
ST华鼎	26	-6	-20	38	38	-12	224	101	27	-7	154	-51	29	27	21	4	3	3	64	93	-237	18	20	20	65	63	64	42	39	39
天泽信息	-51	-49	-68	370	-60	-74	-233	-1588	-2749	-736	-1395	102	55	51	48	-3	-241	-74				49	67	62	339	343	388	106	128	145
华凯创意	92	25	1215	9	-68	809	60	-400	179	27	-15	-317	24	26	60	-10	-43	1			76	4	4	52	59	57	186	540	500	66
吉宏股份	81	4	4	75	82	77	25	-52	-62	27	19	-21	40	40	40	8	7	5	98	96	97	27	27	29	40	38	38	37	34	36
浔兴股份	28	32	61	6	12	32	304	23	94	155	8	126	37	38	39	5	10	9	96	92	96	17	14	18	105	86	96	70	68	62
安克创新	58	48	23		101	79	47	48	-7		42	16	45	45	43	9	7	8	76	65	79	28	26	27	124	120	132	29	32	37
星徽股份	56	-8	-58	94	61	-35	328	-42	-283	79	94	-503	33	39	23	3	6	-24	88	85		24	20	20	95	117	129	41	44	55
*ST跨境	-31	-46	-50	-34	-41	-61	-64	267	-164	-79	116	-127	28	30	11	1	21	-3	82	-20		20	25	10	63	58	56	28	30	38

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.2 电商代运营：收入增速放缓，丽人丽妆净利超预期

电商红利逐步消退，电商代运营公司收入放缓。2021年前三季度电商代运营行业收入、归母净利增速分别为2.35%、-27.31%，较19前三季增长11.58%/-16.10%；毛利率和净利率分别为32.11%/11.54%，同比下降2.57/4.66PCT，较2019前三季下降0.45/3.78PCT。

从上市公司看，丽人丽妆归母净利增幅最高、2021年前三季度净利同比增长38%，净利增速远高于收入增速主要由于和旁氏、凡士林品牌的合作由经销模式转为服务模式使得确认收入减少、但利润率提升。从品牌上看，公司合作的老品牌GMV稳步增长、并新拓展锐度、怪力浴室、谜尚以及奶粉品牌多美滋等新品牌。南极电商净利大幅下降主要由于标牌去库存影响收入增长、货币化率下降、成本相对较固定使得毛利率下滑，此外公司新增跨境和食品业务使得费用率有所提升。

图20：境内电商行业累计收入增速和净利增速（%）

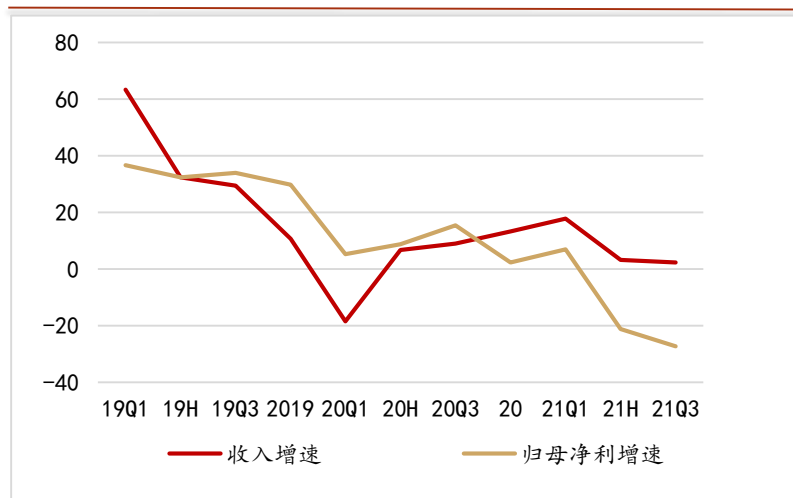


图21：境内电商单季收入增速和净利增速（%）

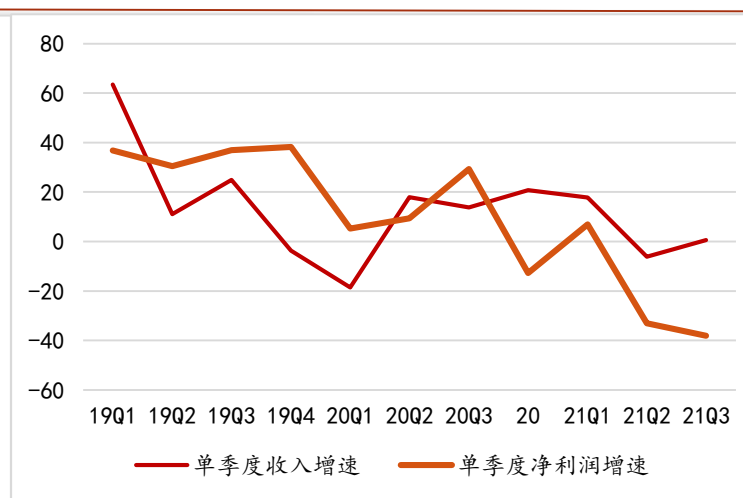
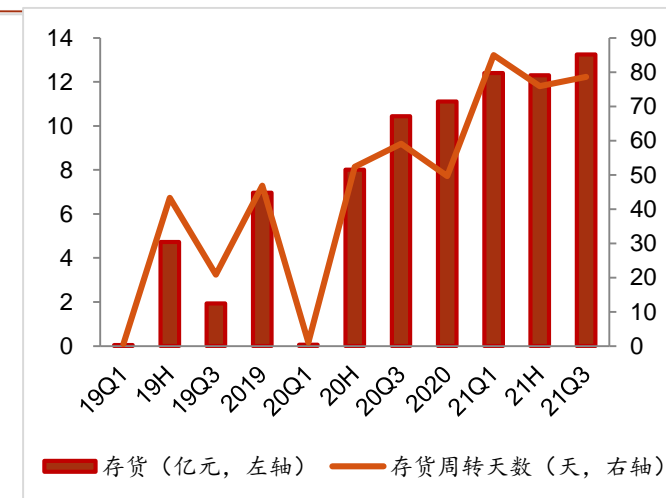


图22：境内电商行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

表9：电商代运营行业公司数据

资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速			归母净利增速 (%)			归母净利较19年同期增速			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			销售费用率			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	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3
南极电商	21	-11	-3	-1	5	10	4	-63	-46	10	-58	-27	23	22	20	16	13	14	96	83	101	4	4	2	0	0	0	139	138	128
若羽臣	15	3	26			55	38	-27	-71			-55	29	37	37	7	6	2	55	94	75	16	20	27	144	144	165	40	37	39
丽人丽妆	16	-4	-2		13	10	5	49	36		45	27	43	41	46	6	15	9	98	74	77	26	24	33	180	141	162	13	12	13

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.3 运动：本土品牌好于国际品牌，21Q2迎来景气高点

新疆棉事件后、国潮崛起，中国本土品牌和国际品牌收入增速出现显著差异，安踏/李宁2021H收入增速为56%/65%、较19H增长51%/64%，而NIKE/阿迪中国（或亚太）收入增速仅为27%/37%，并且21Q2收入进一步降速、同比增长17%/-16%。此外，受国潮崛起导致的缺货影响，上半年本土品牌净利率大幅提升。

分季度来看，本土品牌21Q2流水继续维持21Q1高增速，但21Q3增速放缓，其中李宁Q3表现优异，全渠道仍维持40-50%低段增长，安踏、特步、361流水增速降至低-中双位数增长。

图23：运动行业累计收入增速和净利增速（%）

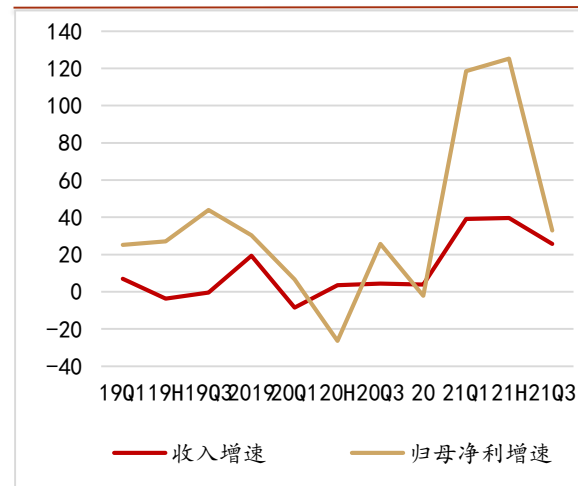


图24：运动行业存货及存货周转天数

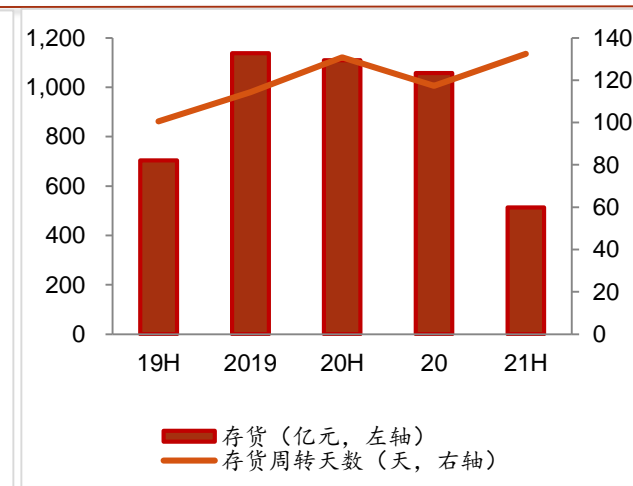


表10：运动行业公司数据

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	
安德玛增速	-30.00%	-18.18%	9.09%	15.38%	100.00%	33.33%	35.28%	
宝胜增速	-8.50	21.35	-0.09	-1.87	39.02	22.46	25.67%	
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	
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）高单位数增长		主品牌零售销售（包括线上线下）30%-35%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	
李宁	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		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，批发渠道高单位数下降；线上20%-30%高段增长		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		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	
中国动向	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%中段下降，电商业务录得10%-20%低段下降。		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%中段下降		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%中段下降		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	
	Kappa品牌店铺（含Kappa童装业务）于整个平台零售流水10%-20%中段增长		Kappa品牌店铺（含Kappa童装业务）于整个平台零售流水10%-20%中段增长		Kappa品牌店铺（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		Kappa品牌店铺（含Kappa童装业务）于整个平台零售流水10%-20%中段下降	

资料来源：wind，华西证券研究所

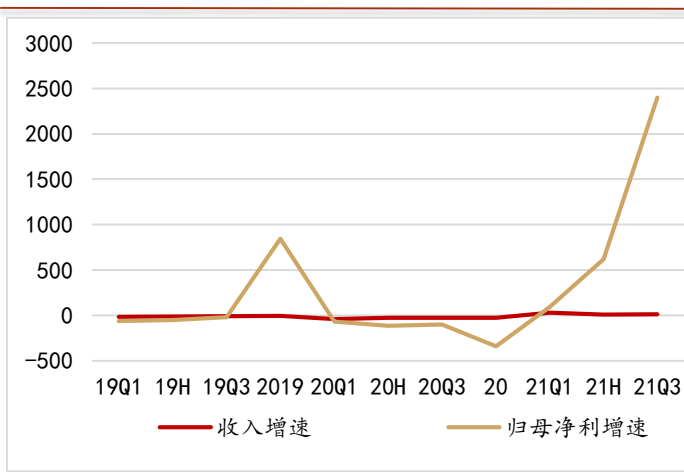
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.4 户外：露营带动装备好于鞋服

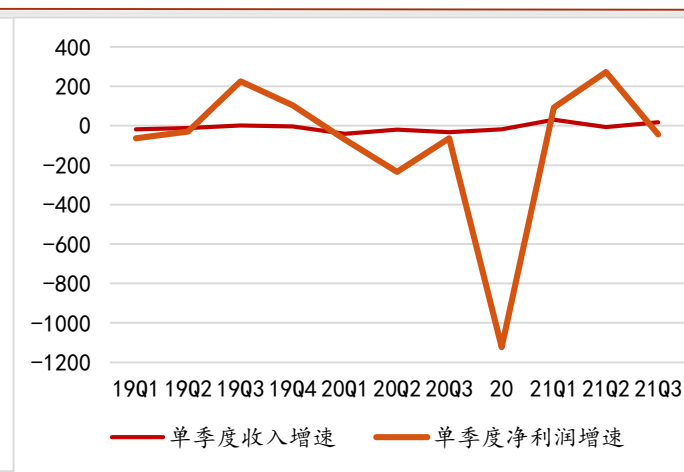
我们分析，目前户外装备景气度显著好于鞋服。从上市公司看，牧高迪增速最高，2021年前三季度收入/净利同比增长42%/44%，主要得益于海外露营需求旺盛、OEM/ODM订单大幅增长（Q3受基数影响增速有所放缓、但目前订单充足、有望保持稳健增长），此外公司自有品牌受国内露营及周边市场需求增长带动同比增长87%。

图25：户外行业累计收入增速和净利增速（%）



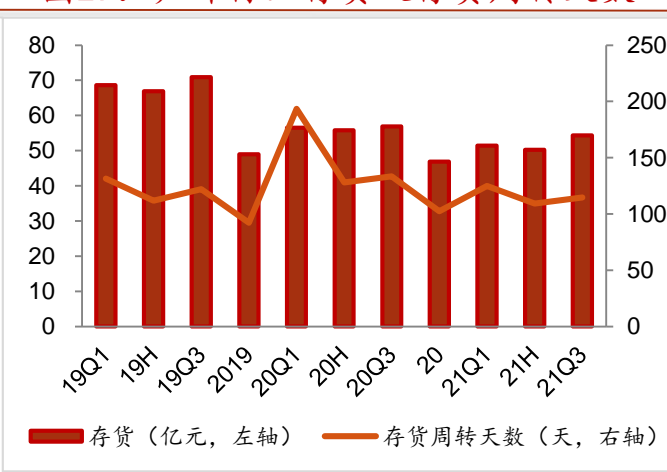
资料来源：wind，华西证券研究所

图26：户外行业单季度收入增速和净利增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图27：户外行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

表11：户外行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速			归母净利增速 (%)			归母净利较19年同期增速			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			销售费用率			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	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3	21Q3	21Q2	21Q3
舒华体育	48	3	2			32	70	28	-2			78	26	31	25	4	11	6	97	81	89	8	9	8	116	102	106	77	73	73
牧高笛	26	58	36	49	76	62	70	28	52	67	31	242	26	23	25	10	10	10	84	88	74	4	3	6	182	124	164	44	42	30
三夫户外	76	5	10	61	15	17	-58	229	-651	-2,945	-219	1236	48	53	46	3	0	-20	99	-305		26	32	40	316	327	373	35	33	32
际华集团	28	-13	18	-26	-29	-28	22	-4	-253	-32	-2,537	-211	11	8	8	0	0	-1	26	-3		2	2	2	110	98	99	79	72	70
金陵体育	60	-21	3	19	-8	-7	275	102	-43	50	-1	-43	37	35	30	6	13	6	84	92	103	5	3	4	338	273	246	201	158	133
探路者	29	46	49	-42	-39	-16	70	28	142	-158	-779	-604	47	49	47	6	1	6	70	-40	27	32	37	33	273	249	290	173	153	150

资料来源：wind，华西证券研究所。

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.5 高端女装：收入增速放缓，锦泓旗下维格娜丝较19增速最高

收入逐季放缓，上半年收入较19H的增速在20%左右，Q3高端女装收入增速下降至个位数增长。从上市公司看，我们对比剔除并购、以及其他品牌影响，仅对比高端女装业务较19年增速：锦泓的VGARSS（21年前三季度+32.98%，得益于重新开店，21Q3单季收入+21.24%）、赢家时尚（上半年剔除收购品牌+29%）增速最高，地素（前三季度+23.89%、21Q3单季收入+3.65%）、安正（前三季度+25.36%、21Q3单季收入-6.59%）、朗姿（前三季度+41.4%、21Q3单季收入+12.14%）、欣贺（前三季度+1.58%），日播（前三季度+32.67%、21Q3单季收入+21.20%）、歌力思主品牌（前三季度29.05%、21Q3单季收入+7.75%）。

图28：高端女装行业累计收入和净利增速（%）

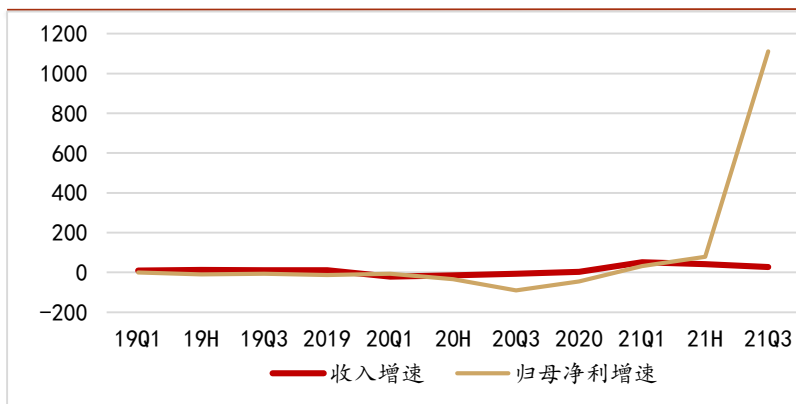


图29：高端女装行业单季收入和净利增速（%）

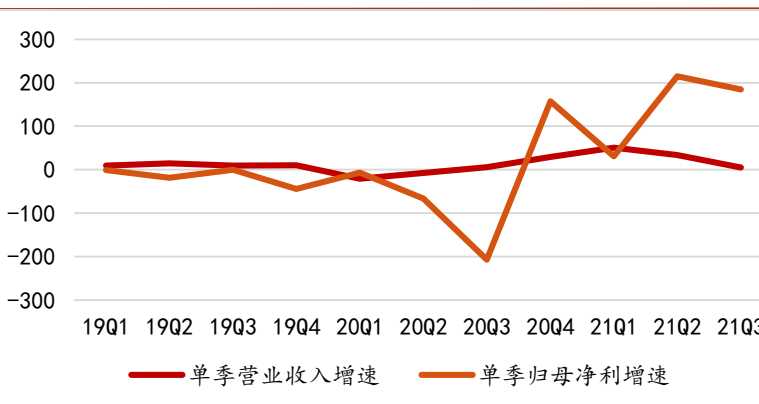
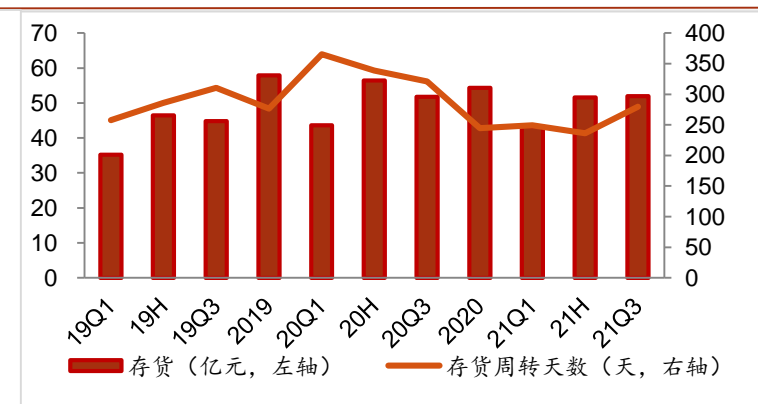


图30：高端女装行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

表12：高端女装行业公司数据

证券简称	收入增速（%）			收入较19年同期增速			归母净利增速（%）			归母净利较19年同期增速			毛利率（%）			净利率（%）			经营活动净收益/利润总额（%）			存货周转天数（天）			应收账款周转天（天）			销售费用率（%）		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
地素时尚	61	20	4	13	32	13	60	11	-7	0	35	18	78	76	74	30	28	25	83	97	95	199	181	180	8	8	8	36	32	33
安正时尚	44	4	-24	48	26	1	2	-64	-10	-22	-95	-55	54	45	53	10	1	6	90	-2	97	295	286	310	37	36	42	31	30	30
歌力思	31	40	8	-14	-12	-7	-62	772	-28	5	60	-33	69	67	62	19	18	11	91	75	76	284	289	288	48	47	45	36	40	40
朗姿股份	52	40	12	24	33	18	1209	306	22	-179	-97	-5	53	59	56	1	8	9	-140	70	75	190	206	231	31	29	30	37	41	39
日播时尚	36	38	23	-24	-9	2	194	111	40	-1139	-496	105	63	65	58	7	6	11	95	65	95	231	270	252	16	15	16	33	37	29
锦泓集团	78	69	29	56	49	43	15662	57875	101	612	-15386	-36495	71	71	69	9	4	1	94	68	96	214	246	302	36	37	40	47	52	55
欣贺股份	33	38	2			0	139	183	17			-14	74	77	69	17	19	11	98	97	94	393	428	416	27	29	30	38	40	43

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.6 家纺：电商带动前三季度表现靓丽，中期预期受房屋新开工面积下降影响

家纺行业收入增速逐季放缓主要受基数影响，前三季度家纺表现靓丽，主要受电商及竣工数据改善带动，但中期地产新开工面积下降、影响了行业增长预期。（1）家纺作为地产后周期行业，短期受竣工数据影响、中期受到房屋新开工面积影响；从竣工面积看，2020年10月恢复正增长，2021年1-2月疫情恢复后房屋竣工面积同比增长40%，上半年受益竣工数据改善快速增长；从房屋新开工面积看，2021年4月房屋新开工面积同比大幅下降。（2）从结构来看，水星家纺线上占比最高、达50%、线上高增，富安娜线上占比达43%、收入增速环比放缓、但线上毛利率持续提升，罗莱生活线上占比也达27%、增速放缓主要受到去年明星直播高基数影响，梦洁处于转型投入调整期，Q3单季出现亏损。

表 13 2021H家纺公司分渠道情况

	线上占比	线上同比增速	直营占比	直营同比增速	加盟占比	加盟同比增速
罗莱生活	27.2%	21.8%	6.8%	28.0%	33.9%	30.8%
富安娜	42.9%	23.0%	25.4%	11.9%	22.5%	15.9%
水星家纺	49.8%	42.7%	线下占比 50.2%		线下增速 32.19%	
梦洁股份	18.8%	14.2%	38.6%	4.6%	42.7%	25.9%

资料来源：Wind，华西证券研究所。

图31：家纺行业累计收入和净利增速（%）

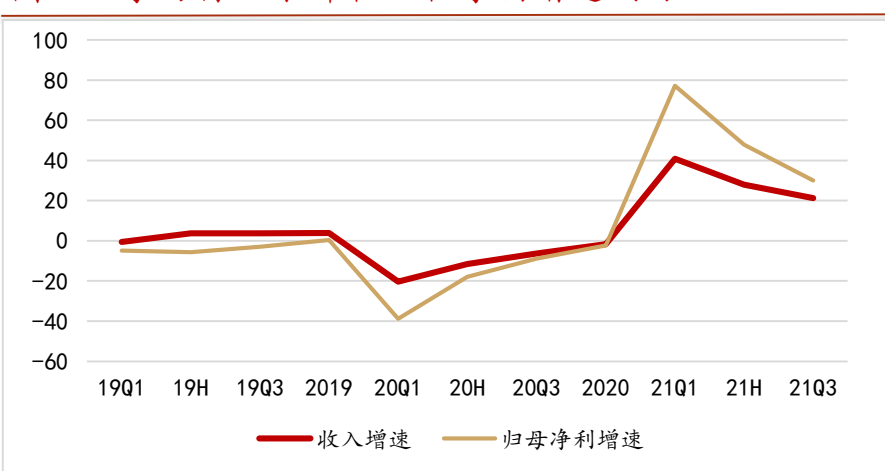


图32：家纺行业单季收入和净利增速（%）

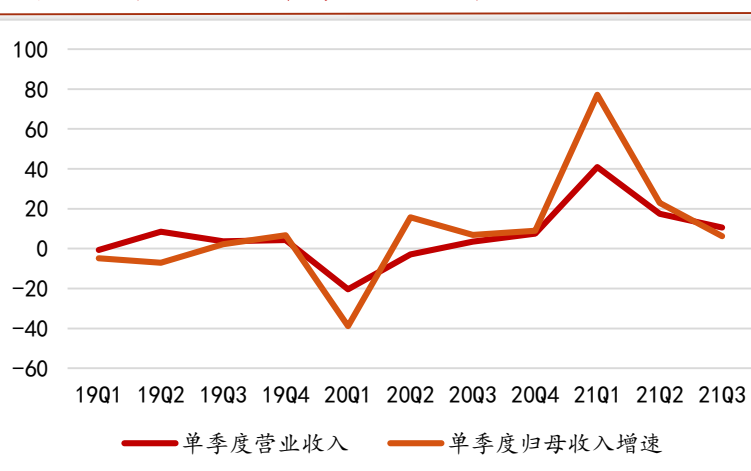
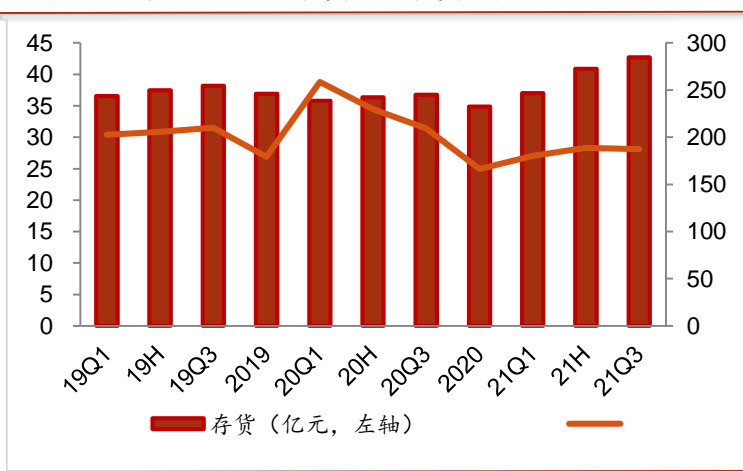


图33：家纺行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

表14：家纺行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速			归母净利增速 (%)			归母净利较19年同期增速			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			存货周转天数 (天)			应收账款周转天 (天)			销售费用率 (%)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
罗莱生活	48	19	9	15	16	22	156	3.9	7	26	59	38	42	46	42	14	8	14	95	92	94	137	154	147	35	35	36	16	25	16
富安娜	23	16	14	20	17	19	22	29	0	14	59	18	57	55	53	15	17	16	100	86	91	271	265	258	26	24	22	29	26	27
水星家纺	49	32	12	19	34	13	91	58	10	4	45	7	37	39	39	11	9	10	90	97	88	160	156	164	30	25	28	20	21	20
梦洁股份	39	-2	9	-9	-14	-5	13	-16	4	-40	-51	-242	40	49	39	7	3	-3	89	90		238	257	261	61	63	59	23	36	33

资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

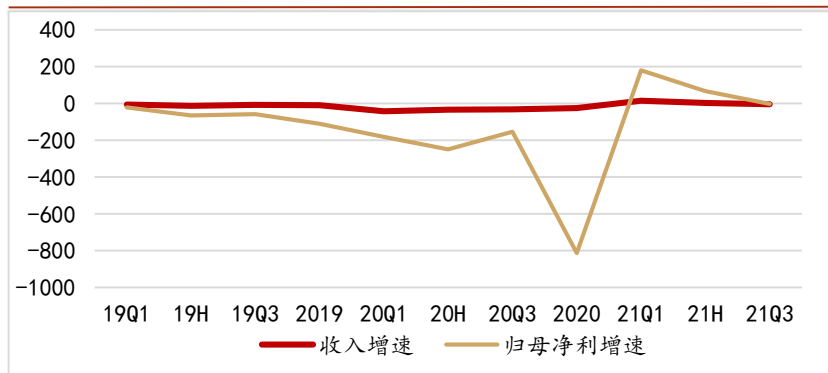
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.7 休闲：高端表现好于低端，太平鸟、比音维持高增

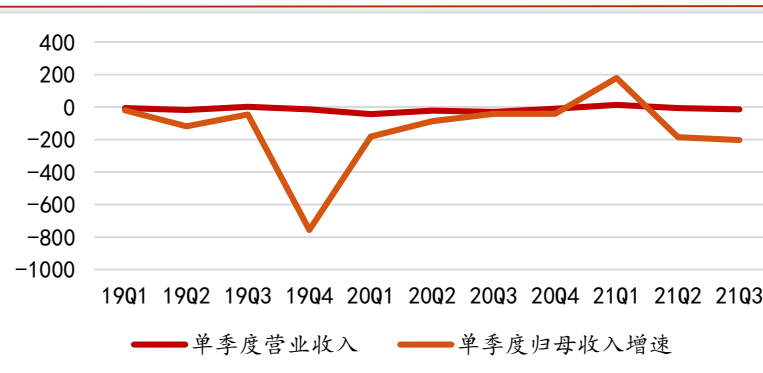
2021年前三季度，休闲行业上市公司收入/归母净利分别为254.83/-5.86亿元、同比下降3.79%/2.64%。从上市公司看，高端表现好于低端，有外延扩张逻辑的公司表现更好，其中比音勒芬表现好于同业，21Q1-3比音单季收入增速分别为45%/22%/14%，收入环比放缓主要由于去年Q2已开始复苏、基数较高。太平鸟上半年表现靓丽，Q3加盟仍保持双位数增长，但直营、线上受基数及疫情影响环比放缓。森马服饰仍未恢复疫情前水平，前三季度剔除法国业务+会计准则变动影响，收入下滑约10%，我们分析主要由于疫情对蓝领阶层收入影响更大、因此大众服饰复苏慢于高端服饰。

图34：休闲行业累计收入和净利增速 (%)



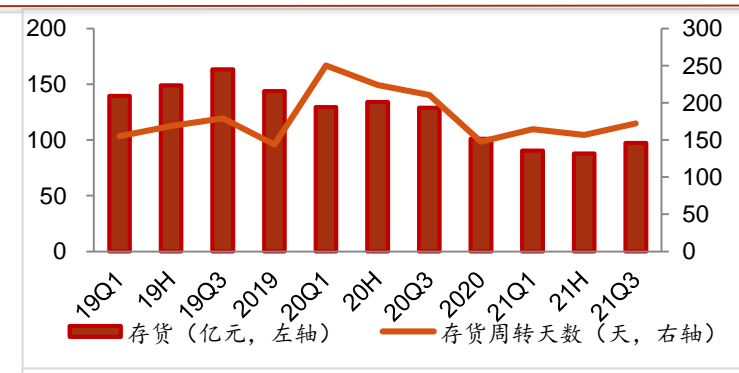
资料来源：wind，华西证券研究所

图35：休闲行业单季收入和净利增速 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图36：休闲行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

表15：休闲行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速			归母净利增速 (%)			归母净利较19年同期增速			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			存货周转天数 (天)			应收账款周转天 (天)			销售费用率 (%)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
森马服饰	21	7	-6	-20	-22	-30	1917	7500	43	2	-17	-53	44	44	41	11	10	8	97	88	97	120	129	155	34	33	36	19	24	21
太平鸟	93	28	4	61	60	27	2222	86	-25	135	358	91	56	55	50	8	9	6	93	50	84	168	185	199	24	23	27	37	38	33
美邦服饰	-13	-15	-49	-54	-40	-58	155	38	62	-1560	-27	-146	45	35	35	15	-28	-15	-149			306	305	325	98	110	115	42	45	36
搜于特	-3	-40	-36	-59	-48	-67	-290	-1063	-3188	32	-1436	-765	-7	1	0	-22	-70	-70				137	102	94	201	191	151	4	3	5
*ST拉夏	-84	-70	-72	-93	-92	-95	83	44	36	-8060	104	139	58	57	66	-43	-140	-57				491	494	592	174	166	166	67	54	65
比音勒芬	45	22	14	13	31	45	55	48	14	16	116	56	73	71	71	28	19	31	97	82	95	383	390	358	24	26	23	26	40	23

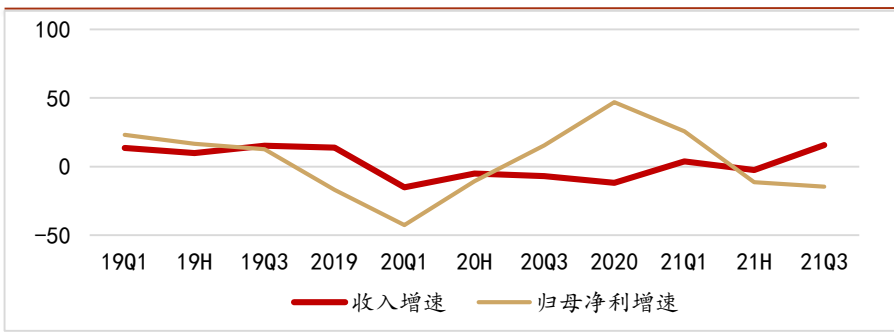
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.8 男装：报喜鸟表现好于行业，九牧王、红豆战略调整增加投入出现亏损，乔治白受益集采表现靓丽

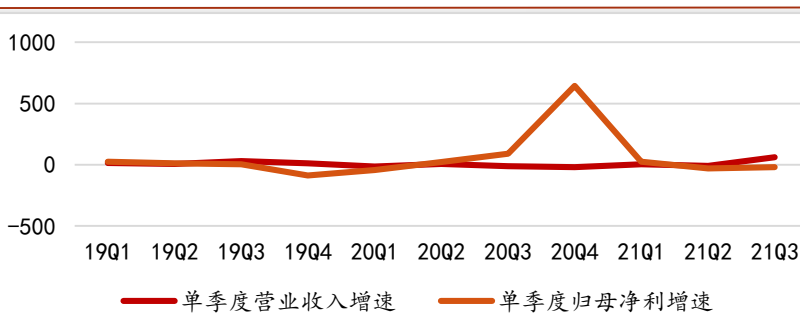
2021年前三季度，男装行业上市公司收入/净利分别为349.15/65.70、同比增长15.61%/-14.69%，较19年同期增长28.34/-1.03亿元。从上市公司看，报喜鸟上半年表现好于同业，Q3业绩表现不及预期主要受疫情及销售费用影响，中长期增长趋势不变。乔治白业绩超预期，主要是受益于采购权上移、去年下半年智能化改造提升效率以及高毛利客户占比提升。九牧王前三季度收入同比增长23%，但费用端受公司打造“男裤专家”品牌、广告投放力度加大有所承压、出现亏损。红豆收入下滑主要受防疫物资贡献减少影响，前三季度主业服装同比增长24%，Q3利润端有所承压主要由于21年6月与君智展开合作、计提管理咨询费。

图37：男装行业累计收入和净利增速 (%)



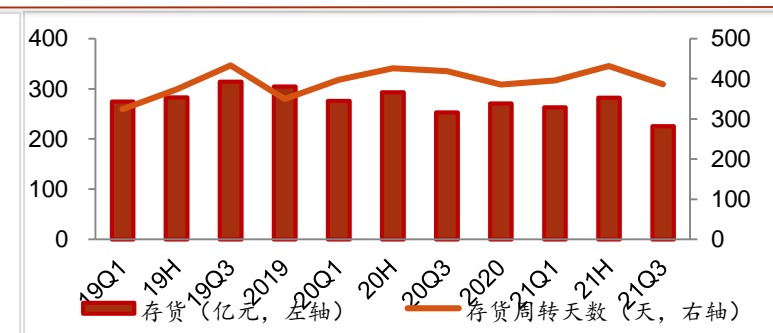
资料来源：wind，华西证券研究所

图38：男装行业单季收入和净利增速 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图39：男装行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

表16：男装行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速			归母净利润增速 (%)			归母净利润较19年同期增速			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			存货周转天数 (天)			应收账款周转天 (天)			销售费用率 (%)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
七匹狼	40	-12	3	-1	0.2	-9	253	-73	-83	-262	-43	-92	38	48	50	8	4	2	88	136	41	152	200	218	40	39	47	18	29	21
红豆股份	-13	-19	23	-24	-6	9	-17	-46	-94	-1	-44	-97	30	34	33	9	6	0	73	38	13	24	33	35	58	68	76	12	20	20
报喜鸟	54	35	12	29	49	35	178	59	-16	98	296	103	67	67	62	18	8	11	85	82	83	261	270	284	50	52	53	38	43	38
乔治白	20	24	31	0.1	5	48	10	58	55	-6	-4	110	46	52	50	7	12	14	94	103	99	212	198	176	108	104	113	19	13	15
九牧王	40	8	22	1	6	16	57	-84	-200	-63	-57	-225	60	63	58	12	3	-10	105	-176		210	254	268	34	38	20	34	47	36
海澜之家	43	9	9	-10	0.2	1	185	24	16	-30	-12	-19	43	44	45	15	17	10	99	95	94	211	230	283	17	17	18	13	15	19
雅戈尔	-51	-41	245	-26	-10	171	-43	-43	-21	-22	-17	104	62	69	58	31	54	35	42	-2	81	1944	2169	845	15	16	8	35	34	9
ST摩登	-37	-33	15	-72	-73	-68	60	-106	224	-273	-179	385	59	64	48	-14	-6	42			-59	222	346	341	94	101	94	39	66	50
酷特智能	31	-44	35			28	3		244	3		-379	37	32	37	13	9	7	83	49	62	95	93	103	21	22	21	11	17	17

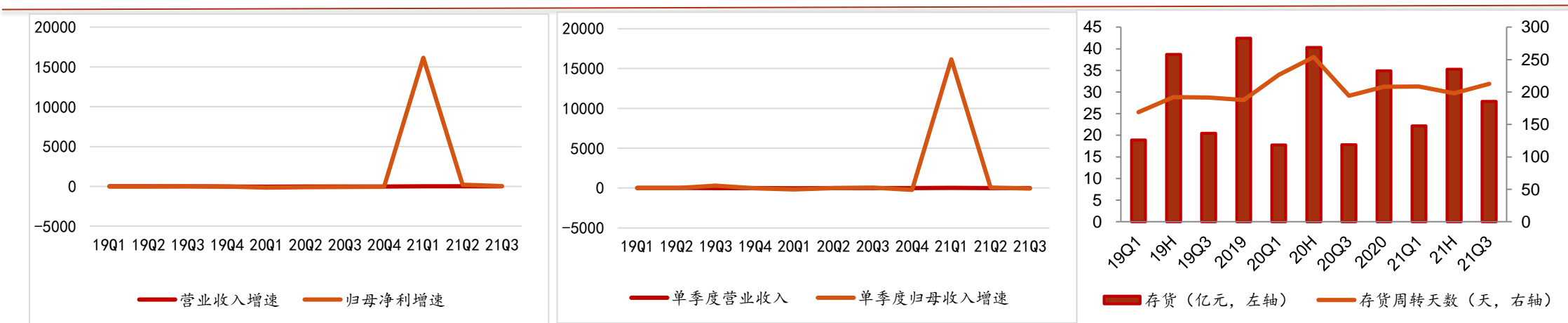
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.9 内衣：板块仍未恢复疫情前水平

收入尚未恢复疫情前水平。从上市公司来看，汇洁股份领先复苏，21Q2收入、净利同比19Q2增长13%、45%，增速环比Q1进一步提升。汇洁股份快速复苏主要得益于直营、线上渠道快速增长，加盟渠道还未恢复疫情前水平，21Q3汇洁收入增速放缓至-1%，而费用相对刚性使得净利低于预期。

图40：内衣行业累计收入和归母净利增速 (%) 图41：内衣行业单季收入和归母净利增速 (%) 图42：内衣行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

表17：内衣行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速 (%)			归母净利增速 (%)			归母净利率较19年同期增速 (%)			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			存货周转天数			应收账款周转天数			销售费用率 (%)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
汇洁股份	60	15	-1	3	13	1	530	30	-43	-3	45	52	69	68	66	18	17	8	98	99	94	280	259	307	32	29	28	35	36	45
龙头股份	-3	-12	9	-32	-28	5	110	200	141	-2473	-196	-930	31	25	23	1	1	1	54	59	74	116	111	107	53	48	45	23	19	17
爱慕股份	14	11	-7				61	56	-97				71	67	66	14	15	1	100	70		322	318	369	19	19	18	40	45	54

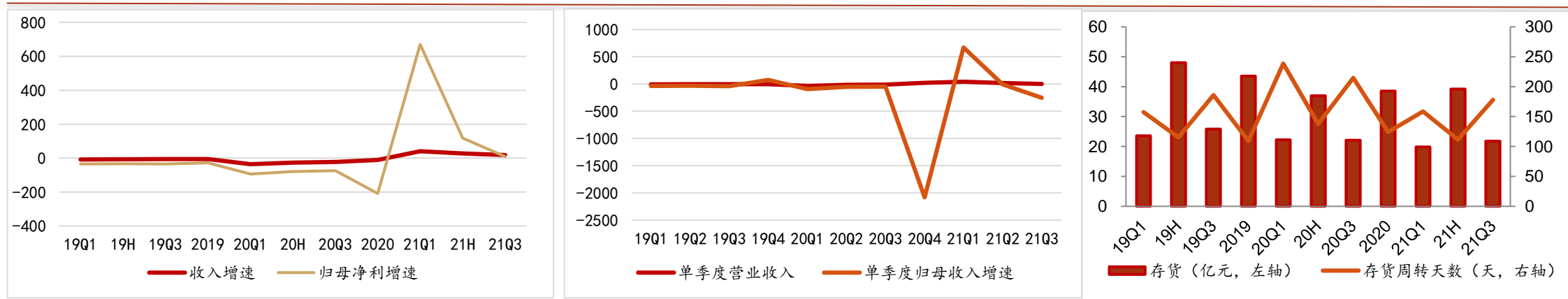
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.10 鞋类：仍未恢复疫情前水平

收入尚未恢复疫情前水平。

图43：鞋类行业累计收入和归母净利增速 (%) 图44：鞋类行业单季收入和归母净利增速 (%) 图45：鞋类行业存货及存货周转天数



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

表18：鞋类行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速 (%)			归母净利增速 (%)			归母净利率较19年同期增速 (%)			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			存货周转天数			应收账款周转天数			销售费用率 (%)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
奥康国际	92	21	10	15	15	-4	1,738	111	-279	-41	110	63	43	43	39	6	5	-6	78	69		131	143	153	116	124	131	26	30	26
天创时尚	14	35	-4	-30	-19	-4	746	88	-110	-157	-95	-105	55	58	55	4	-1	-1	91			328	339	191	24	29	40	46	51	46
哈森股份	26	7	-4	-5	-6	-24	550	-63	-85	-196	-81	-90	56	60	55	6	3	-10	64	78		172	183	384	44	45	25	38	42	61
红蜻蜓	18	16	-2	-25	-10	-19	18	-74	-40	-71	-86	175	31	34	31	3	1	2	65	-15	-25	138	149	148	125	119	119	15	23	19

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.11 运动户外代工：受益于下游景气度+疫情抢份额

年初至今，一方面受益于海外疫情订单转移，另一方面受益运动行业景气，部分公司业绩表现靓丽，如华利集团、台华新材、浙江自然、华生科技、安利股份等。

从上市公司看，浙江自然、华利集团、华生科技受益于投产增速更高，浙江自然20年下半年提前投产，21年前三季度收入同比增长47%，从利润率看，浙江自然定位充气床垫利基赛道+垂直一体化贡献，利润率高于同业。华利集团前三季度即使在人民币升值导致单价下滑6%的情况下，新工厂投产叠加老工厂扩张仍带动收入增长23%、Q3更是在淡季不淡情况下实现业绩超预期。华生科技募投项目分批投产、带动前三季度收入增长110%。安利股份也是在量价带动下前三季度增长42%，但受疫情影响Q3增速放缓、越南工厂投产有所推迟，但在产品结构改善带动下Q3仍实现8%增长。

图46：运动户外代工行业累计收入和归母净利增速（%）

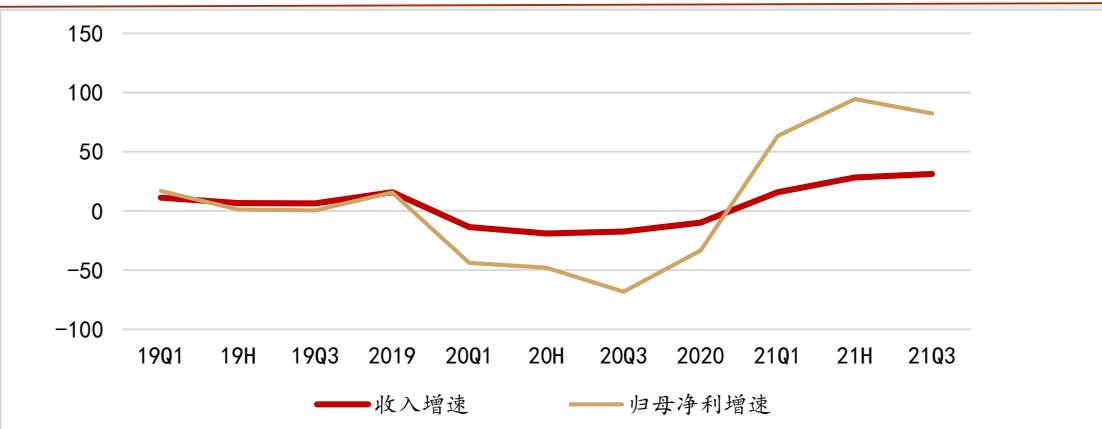
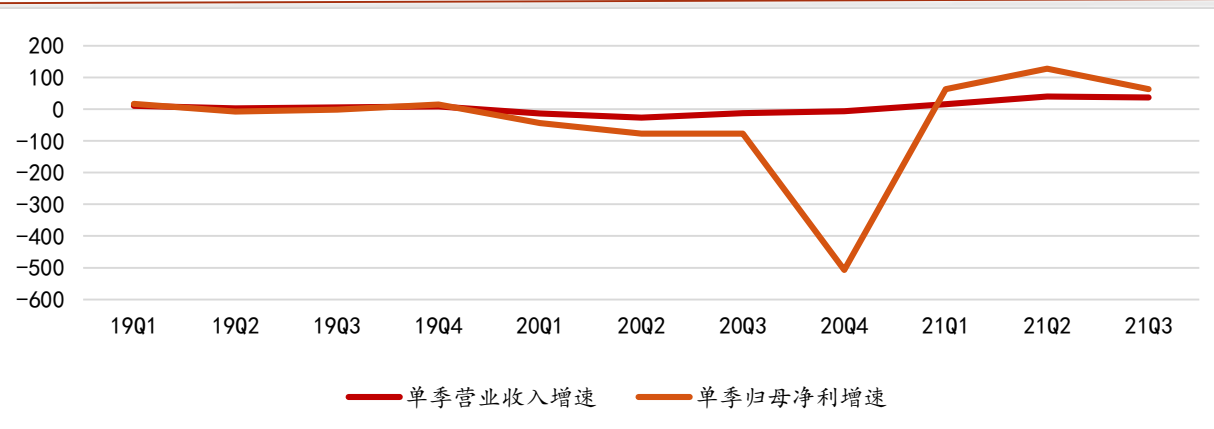


图47：运动户外代工行业单季收入和归母净利增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

表19：运动户外代工行业公司数据

资料来源：wind，华西证券研究所

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速 (%)			归母净利增速 (%)			归母净利率较19年同期增速 (%)			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			存货周转天数			应收账款周转天数			销售费用率 (%)			
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	
上游原材料	安利股份	52	95	8	17	19	25	447	601	8	-1,471	-480	-8	24	25	21	6	8	6	100	96	85	99	90	91	38	38	39	3	3	4
	台华新材	58	84	103	34	49	79	458	393	177	80	81	140	29	28	24	13	15	9	97	93	95	190	161	136	72	69	61	1	1	1
	华生科技	229	112	55				279	113	51				44	43	38	30	31	30	100	100	96	70	68	84	99	95	102	1	0	0
鞋类代工	华利集团	8	29	31				42	93	30				29	28	26	16	16	16	100	101	99	75	68	68	45	48	45	1	0	1
内衣袜子	健盛集团	11	40	44	3	17	26	-13	19,134	2164	-31	-19	-13	27	29	28	11	12	12	97	86	96	133	137	121	69	73	71	3	3	4
箱包代工	开润股份	-16	29	12	-25	-14	-20	42	60	300	0	-24	-12	27	30	28	9	9	8	34	53	34	113	110	111	74	69	68	10	13	13
户外代工	浙江自然	55	37	53				60	34	39				41	40	38	27	28	27	94	98	87	100	82	105	51	49	42	3	2	3

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块基本面梳理：纺织淡季不淡，服装适逢冷冬

2.12 其他纺织：受益大宗商品上涨+海外订单回流，棉纺、羊毛、锦纶等产业链表现靓丽

得益于棉花、羊毛等大宗商品涨价，以及海外疫情导致订单流入，纺织行业进入周期上行阶段。

棉纺行业：业绩分化，集中度提升。百隆东方前三季度收入/净利较19同期+22%/+267%，我们分析主要得益于：（1）3月提价贡献延续至Q2；（2）越南低价棉花库存贡献；（3）订单结构改善、色纺纱占比进一步提升；我们分析百隆东方份额提升带来了议价能力提升、以及订单结构改善，有望弱化公司周期性。棉纺产业链公司天虹纺织上半年受益棉价上涨收入/归母净利也实现较疫情前19H增长23%/173%。但华孚时尚受新疆棉事件影响、业绩出现分化，21年前三季度增速较19年同期仅增长15.5%。

伟星股份表现靓丽：我们分析超预期主要受益于提价、疫情期间份额提升、以及收购织带公司。

图48：其他纺织行业累计收入和归母净利增速（%）

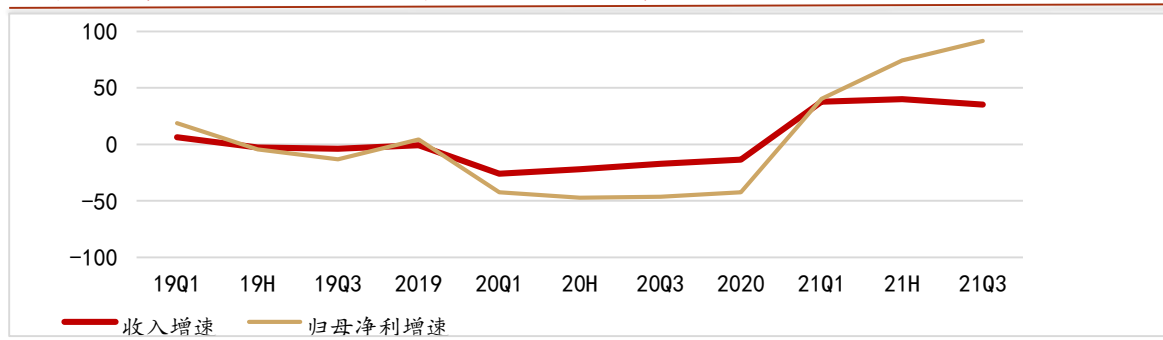
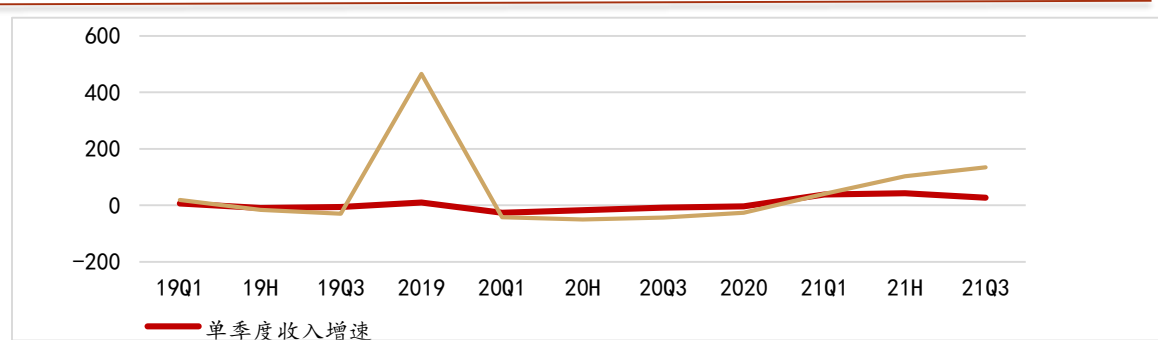


图49：其他纺织行业单季收入和归母净利增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

表20：其他纺织行业公司数据

证券简称	收入增速 (%)			收入较19年同期增速 (%)			归母净利增速 (%)			归母净利率较19年同期增速 (%)			毛利率 (%)			净利率 (%)			经营活动净收益/利润总额 (%)			存货周转天数			应收账款周转天数			销售费用率 (%)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
华孚时尚	67	45	34	6	27	12	531	207	365	-212	-372	158	8	8	9	4	4	4	41	88	79	127	108	102	21	20	22	1	0	1
伟星股份	33	30	29	5	17	21	96	-15	65	133	31	43	37	41	42	8	20	18	96	95	95	107	88	84	58	52	43	10	5	8
浔兴股份	28	32	61	6	12	32	304	23	94	155	8	126	37	38	39	5	10	9	96	92	96	105	86	96	70	68	62	17	14	18
如意集团	-15	-26	-8	-49	-27	-31	-29	-774	-73	-45	-224	-93	34	33	30	4	-40	0	-245		105	621	644	627	687	712	600	21	17	15
兴业科技	111	77	2	-12	37	9	493	1,235	42	-237	103	148	19	29	27	7	18	14	94	90	95	225	171	180	63	53	49	1	1	1
航民股份	121	79	79	30	32	58	35	-1	-2	-20	-15	-13	9	15	13	5	9	7	81	90	92	54	58	61	9	10	10	1	1	1
百隆东方	38	61	6	23	52	-4	213	404	464	82	222	235	18	24	25	12	16	15	86	81	94	203	204	224	32	30	29	0	0	0
新澳股份	30	91	47	-11	31	49	-22	362	593	3	47	684	19	21	17	8	12	9	97	95	95	168	145	144	43	38	33	2	1	2
孚日股份	9	37	4	3	-9	5	-9	63	3	-36	-35	-32	17	19	17	7	7	6	81	83	88	98	106	108	46	42	42	3	4	2
新野纺织	27	-13	1	-9	-15	7	-48	-39	18	-57	-58	27	12	11	16	3	3	4	95	88	114	237	233	225	55	58	55	0	0	0
鲁泰A	-21	19	24	-36	-25	-17	-28	94	293	-62	-63	-47	18	19	21	7	6	7	20	43	84	223	202	194	59	57	38	2	2	2
联发股份	4	56	22	1	36	25	-85	-36	-37	-77	-2	-18	14	14	12	2	7	5	335	65	63	83	64	64	31	31	29	2	2	2

资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所



03 投资建议

3. 投资建议

目前时点，我们主要推荐3条主线：

(1) 成长品种推荐：1) 具备外延开店空间的标的，推荐报喜鸟；2) 高景气度赛道：疫情叠加双减政策带动露营需求火爆，帐篷销售受益，推荐牧高笛；3) 存在份额提升空间的优质龙头，推荐华利集团、波司登，受益标的：申洲国际；

(2) 业绩拐点品种：1) 关注疫情受损股：推荐健盛集团、开润股份；2) 红豆股份与君智咨询合作，今明年处于投入期，未来业务有望转型改善，关注红豆股份、以及受益标的奥康国际、九牧王；

(3) 价值品种推荐低估值+高股息率的富安娜。

表21：盈利预测与估值

公司	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				PE				PEG 2021
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
中国利郎	买入	51	4.27	0.47	0.6	0.67	0.75	7.43	5.82	5.21	4.65	0.21
李宁	买入	2333	89.15	0.68	1.38	1.76	2.16	107.18	52.81	41.41	33.74	0.52
安踏体育	买入	3425	126.70	1.92	2.87	3.75	4.59	53.95	36.09	27.62	22.57	0.70
波司登	买入	572	5.26	0.16	0.2	0.25	0.3	26.88	21.50	17.20	14.33	0.95
华利集团	买入	1017	87.16	1.79	2.45	3.14	3.92	48.69	35.58	27.76	22.23	1.00
安利股份	买入	37	16.95	0.23	0.61	0.85	1.13	73.70	27.79	19.94	15.00	0.17
浙江自然	买入	73	72.37	1.58	2.27	3.09	4.06	45.80	31.88	23.42	17.83	3.99
欣贺股份	买入	46	10.73	0.53	0.75	0.89	1.06	20.25	14.31	12.06	10.12	0.34
百隆东方	买入	78	5.18	0.25	0.77	0.85	1.07	20.72	6.73	6.09	4.84	0.03
报喜鸟	买入	65	5.33	0.3	0.41	0.54	0.69	17.77	13.00	9.87	7.72	0.38
太平鸟	买入	158	33.11	1.51	2.11	2.64	3.18	21.93	15.69	12.54	10.41	0.40
地素时尚	买入	87	18.05	1.31	1.46	1.72	2.03	13.78	12.36	10.49	8.89	1.13
健盛集团	买入	48	12.10	-1.31	0.63	0.84	1.08	-9.24	19.21	14.40	11.20	-0.12
开润股份	买入	53	22.23	0.36	0.84	1.43	1.88	61.75	26.46	15.55	11.82	0.21
罗莱生活	买入	114	13.57	0.71	0.85	0.98	1.13	19.11	15.96	13.85	12.01	0.76
比音勒芬	买入	129	23.45	0.91	1.11	1.42	1.82	25.77	21.13	16.51	12.88	1.00
森马服饰	买入	194	7.20	0.3	0.58	0.68	0.82	24.00	12.41	10.59	8.78	0.14
海澜之家	买入	272	6.30	0.41	0.65	0.76	0.86	15.37	9.69	8.29	7.33	0.17
华生科技	买入	38	37.76	1.43	1.92	2.45	3.1	26.41	19.67	15.41	12.18	0.58
新澳股份	买入	31	6.12	0.3	0.62	0.79	1	20.40	9.87	7.75	6.12	0.09
富安娜	买入	74	8.89	0.62	0.7	0.89	1.02	14.34	12.70	9.99	8.72	0.92
水星家纺	买入	43	16.09	1.03	1.38	1.56	1.74	15.62	11.66	10.31	9.25	0.36
牧高笛	买入	26	38.82	0.61	1.23	1.86	2.38	63.64	31.57	20.88	16.28	0.40
红豆股份	增持	89	3.87	0.06	0.04	0.05	0.08	64.50	96.75	77.40	48.38	-3.35
三夫户外	增持	28	17.97	-0.45	0.19	0.36	0.48	-39.93	94.58	49.92	37.44	-0.68
酷特智能	增持	28	11.83	0.23	0.32	0.39	0.48	51.43	36.97	30.33	24.65	0.99
南极电商	增持	162	6.61	0.49	0.5	0.71	0.87	13.49	13.22	9.31	7.60	9.88
歌力思	增持	54	14.67	1.34	0.98	1.14	1.32	10.95	14.96	12.83	11.14	-0.56

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=0.8175元人民币；收盘价和市值均采用2021年12月31日收盘数据。

3. 投资建议

3.1 推荐标的：报喜鸟

►公司优势：

报喜鸟：产品年轻化，供应链智能化，渠道精细化；

HAZZYS：（1）产品优势：性价比高、女装占比高、年轻化突出；（2）渠道优势：平效高、扣点低、退换货条件好

►成长空间：报喜鸟/HAZZYS预计长期终端规模分别为30/50亿元

我们认为公司中长期增长趋势确定，收入端有望维持20%以上增速：（1）主品牌：虽然商务男装增长放缓，但公司通过打造运动西服、拓宽应用场景，在中部地区加大开店力度，保持15%以上增速、高于行业增长；（2）HAZZYS：在高平效基础上，品牌仍有外延开店空间，相较目前店数393家，我们判断中期开店空间在600家以上；此外，品牌尚有鞋、包、高尔夫系列等扩品类逻辑，未来有望保持25%以上增长；（3）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；（4）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。

估值

维持21/22/23年收入为45.97/57.53/69.31亿元，归母净利润为5.01/6.58/8.36亿元、对应EPS为0.41/0.54/0.69元，2021年12月2日收盘价5.33元对应PE分别为13/10/8，维持买入评级，公司10月26日公告定增审核通过有望提振市场信心，定增价3.02元提供相对安全边际。

表22：盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,273	3,788	4,597	5,753	6,931
YoY (%)	5.2%	15.7%	21.4%	25.1%	20.5%
归母净利润(百万元)	210	366	501	658	836
YoY (%)	305.3%	74.4%	36.7%	31.2%	27.1%
毛利率 (%)	61.7%	63.4%	67.1%	67.4%	67.8%
每股收益 (元)	0.17	0.30	0.41	0.54	0.69
ROE	7.5%	11.4%	14.0%	16.0%	17.4%
市盈率	31.29	17.73	12.93	9.84	7.75

3. 投资建议

3.2 推荐标的：牧高笛

► 疫情后露营成为生活方式，产品量价齐升

我们分析，（1）疫情后，群体性活动减少、而个体活动增多，带动徒步露营向精致露营（Glamping）转变；（2）露营活动的“氦金”属性明显：一方面，精致露营帐篷价格高于传统帐篷；另一方面，品类拓展明显，将室内的生活体验搬到户外带动客单价增长。我们测算，假设1个营地可容纳200顶帐篷（相当于200个家庭）、单个家庭消费5000-1万元，按每周末1次，目前国内约2000个营地，从而露营市场容量约为1000-2000亿元。调研公司Report Linker预计到2027年中国露营设备市场将达到159亿美元，CAGR9.1%。

► 品牌业务：大牧维持高增，小牧调整后重启开店

相较其他帐篷品牌，大牧优势在于高性能、高颜值、且性价比高，冷山系列已迭代至第5代，未来纪元系列、Linefriends系列有望成为爆款。目前品牌从以帐篷销售为主拓展到周边产品，帐篷占比降至40%左右。小牧未来定位露营服装，渠道调整后重启开店。

► 代工业务：未来孟加拉扩产带动稳健增长

目前公司拥有国内、越南、孟加拉三大生产基地。根据往年订单梳理，我们估计目前迪卡侬占到公司代工业务收入的50%以上。Q3外销收入和净利放缓主要由于疫情导致20Q2高毛利的北半球货品发货延迟至Q3，从而基数较高，未来外销有望保持稳健增长。

表23：盈利预测与估值

估值

短期来看，（1）公司Q3外销主要由于基数影响，目前排单已至22H，未来有望稳健增长；（2）疫情后精致露营兴起，有望带动帐篷销售持续高增，大牧21年前三季度同比增长147%，且不排除双十一有望超预期。中长期来看，目前内/外销收入占比3:7，未来内销占比有望过半、叠加净利率改善至15%以上。维持2021-23年收入分别为9.15/12.40/15.19亿元，归母净利为0.82/1.24/1.59亿元，2021年12月2日收盘价38.82元对应PE分别为32/21/16，维持买入评级。目标价45元（分部估值给予22年代工业务20X+品牌业务30X）。

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	529	643	915	1,240	1,519
YoY (%)	-4.0%	21.4%	42.4%	35.5%	22.5%
归母净利润(百万元)	41	46	82	124	159
YoY (%)	-1.0%	12.7%	78.9%	50.8%	28.3%
毛利率 (%)	28.2%	25.5%	24.6%	26.6%	27.8%
每股收益(元)	0.61	0.69	1.23	1.86	2.39
ROE	9.2%	10.5%	15.7%	19.2%	19.8%
市盈率	63.64	56.26	31.57	20.88	16.28

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：截至11月30日。

3. 投资建议

3.3 推荐标的：华利集团

▶ 公司优势：人工管理+工艺改进=优质客户

1) 客户优质，华利股份与全球运动鞋服市场份额前10名公司中的5家建立了长期稳定的合作关系，是Converse、Vans、Puma、Columbia、VF等品牌的最大供应商；2) 效率、良率积累规模效应，助客户实现最大化量产；3) 越南、缅甸建厂，具有成本优势。

▶ 成长驱动：产能稳步扩张，客户需求旺盛

1) 客户自身增长叠加采购份额提升共振；2) 产能扩张+单价提升有望实现量价共振；3) 规模优势进一步释放，利润率有望进一步提高。

推荐逻辑

(1) 短期来看，2021年疫情后品牌自身恢复增长可期，叠加华利客户和产品结构调整后带来毛利率提升、并有3家工厂投产后爬坡，22年公司有望在印尼继续投产3个工厂，产能保持15%以上复合增速；(2) 中期来看，公司在NIKE份额有望从4%提升至14%，并有望持续新签品牌及品牌优化；(3) 长期来看，运动鞋代工集中度有望高于服装，公司扩产进度快于同行，有望超越裕元成为全球第一大供应商。

估值

维持2021-23年收入分别为182.5/230.72/280.85亿元，归母净利润为28.62/36.63/45.79百万元，对应EPS为2.45/3.14/3.92元，2021年12月2日收盘价87.16元对应PE分别为36/28/22X，给予目标市值1374亿元（相对估值对应23年30XPE）、对应目标价117.6元，给予“买入”评级。

表24：盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	18,250	23,072	28,085
YoY (%)	22.4%	-8.1%	31.0%	26.4%	21.7%
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,862	3,663	4,579
YoY (%)	18.9%	3.2%	52.3%	28.0%	25.0%
毛利率 (%)	23.5%	24.8%	29.0%	29.1%	29.6%
每股收益 (元)	1.56	1.61	2.45	3.14	3.92
ROE	43.7%	32.7%	33.3%	29.9%	27.2%
市盈率	25.49	48.69	35.54	27.77	22.21

3. 投资建议

3.4 推荐标的：富安娜

▶ 公司优势

1) 产品设计感强、个性化风格鲜明，定位高端市场，打造差异化产品竞争能力；2) 线上逐步提价、盈利能力好于同业。

▶ 成长驱动

我们判断，短期来看，Q3税率影响较为短期，Q4净利率有望恢复正常；中期来看，（2）公司明年净利端有望轻装上阵，且公司的直营和电商占比70%左右，折扣改善带来的利润弹性更大；（3）22春夏订货会对增长提供一定保障。

估值

维持21/22/23年收入为32.87/36.8/40.82亿元，归母净利为5.84/7.38/8.45亿元，EPS为0.7/0.89/1.02元，2021年12月2日收盘价8.89元对应PE分别为13/10/9，维持“买入”评级。

表25：盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,789	2,874	3,287	3,680	4,082
YoY (%)	-4.4%	3.1%	14.4%	12.0%	10.9%
归母净利润(百万元)	507	516	584	738	845
YoY (%)	-6.7%	1.9%	13.1%	26.4%	14.4%
毛利率 (%)	52.0%	53.9%	55.5%	56.3%	56.9%
每股收益 (元)	0.61	0.62	0.70	0.89	1.02
ROE	14.2%	14.4%	15.0%	17.4%	18.3%
市盈率	14.57	14.34	12.63	9.99	8.73

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：截至2021年11月30日。

风险提示

疫情二次爆发：疫情二次爆发将对线下业务造成严重影响、从而对公司业绩造成负面影响；

订货会提货不达预期：影响公司销售，对公司业务造成负面影响；

系统性风险。

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、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

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>

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。