

2022 年 6 月 20 日

内外棉价差持续扩大

纺织服装行业周报

主要观点：

板块观点：我们推荐：（1）上周我们发布兴业科技深度报告，看好公司收购的宏兴皮革所处的汽车内饰材料赛道，宏兴皮革优势在于以蔚来、理想等新能源车客户为主、增速较高，且兼具净利率改善逻辑；（2）成长赛道、受经济放缓影响小的户外露营产业链：继续推荐牧高笛，尽管公司已有一定涨幅，但我们判断公司中报和全年业绩仍存在超预期可能；根据魔镜数据，截至 6 月 15 日，公司 618 预售金额 1679 万元，其他受益标的包括探路者、三夫户外。（3）制造端 Q2 在海外订单外流、国内订货会延迟背景下，环比可能差于 Q1，但结合贬值因素利润端有望持续稳健。优选海外布局比例高、越南暂无承接能力的细分板块，推荐浙江自然、健盛集团；（4）随着上海、北京疫情改善，服装板块有望迎来估值修复机会，推荐报喜鸟。

行情回顾：跑输上证综指 0.56PCT

本周，上证综指上涨 0.97%，创业板指上涨 3.94%，SW 纺织服装板块上涨 1.53%，跑赢上证综指 0.56PCT、跑输创业板指 2.41PCT，其中，SW 纺织制造上涨 0.96%，SW 服装家纺上涨 1.80%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 16.23。本周，鞋类表现最好，涨幅为 8.28%；户外及运动表现最差，跌幅为 6.26%。

行情数据追踪：本周中国棉花价格指数下跌 2.54%

截至 6 月 17 日，中国棉花 328 指数为 20708 元/吨，本周下跌 2.54%；进口棉价格指数（1%关税）为 26449 元/吨，本周下跌 1.87%。截至 6 月 16 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 26553 元/吨，本周上涨 1.22%。整体来看，国内外价差倒挂继续扩大，目前外棉价格高于内棉价格 5741 元。

2022 年 5 月，我国社会消费品零售总额 33547 亿元，同比下降 6.7%、累计同比下降 1.5%。服装鞋帽、针纺织品类 5 月零售总额 958.5 亿元，同比下降 16.2%、累计同比下降 8.1%。

2022 年前 5 月，全国网上零售额累计同比增长 2.9%，比 1-4 月放缓 0.4PCT；其中，全国实物商品网上零售额同比增长 5.6%，增速较 1-4 月上升 0.4PCT，占社会消费品零售总额的比重为 24.9%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别累计同比增长 16%、6.3%，穿类累计同比下降 1.6%。

据海关总署统计，2022 年 5 月，服装及衣着附件出口金额为 151.99 亿美元，同比上升 24.6%；前 5 个月累计服装及衣着附件出口金额为 622.16 亿美元，同比增长 10.2%。2022 年 5 月，纺织纱线、织物及制品出口金额为 140.28 亿美元，同比增长 15.7%；前 5 个月累计纺织纱线、织物及制品出口金额为 628.51 亿美元，同比增长 12.1%。

风险提示：疫情再次爆发；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 0.56PCT.....	3
3. 行业数据追踪.....	5
3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 2.54%.....	5
3.2. 5 月服装社零同比下降 16.2%、累计同比下降 8.1%.....	6
3.3. USDA：6 月中国棉花需求环比上月持平.....	8
3.4. 5 月服装及衣着附件金额出口同比上升 24.6%.....	9
4. 行业新闻.....	10
4.1. 名创优品：被供应商起诉判赔 173 万，2021 财年亏损 14 亿.....	10
4.2. 贵人鸟部分股权二次拍卖，或将易主？.....	12
4.3. 优衣库：计划 6 月中国区再开 20 家新店.....	13
4.4. 非凡中国：股东大会批准收购 Clarks.....	13
4.5. 美国老牌美妆公司露华浓：正式申请破产保护.....	14
4.6. 潮流媒体和电商公司 Highsnobiety 被欧洲时尚电商巨头 Zalando 控股.....	15
4.7. 伦敦先锋设计师买手店 Machine-A：在上海开设全球首家分店.....	16
4.8. 【外棉动态】内外持续倒挂 港口非保税棉供应趋紧.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）.....	3
图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股（%）.....	4
图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股（%）.....	4
图 4 本周纺织服装行业港股涨幅前 5 个股（%）.....	4
图 5 本周纺织服装行业港股跌幅前 5 个股（%）.....	4
图 6 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股（%）.....	4
图 7 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股（%）.....	4
图 8 本周纺织服装行业市场表现排名.....	5
图 9 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况.....	5
图 10 2020 年至今内外棉价差走势图（1%关税核算）.....	6
图 11 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数（元/吨）.....	6
图 12 社会零售品销售额及同比增长率.....	7
图 13 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率（%）.....	7
图 14 网上实物零售额同比增速（%）.....	7
图 15 服装及衣着附件月出口量及同比增速（亿美元，%）.....	9
图 16 纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比增速（亿美元，%）.....	10
表 1 2022 年 6 月 USDA 2022/2023 年度全球棉花供需预测表.....	8
表 2 2022 年 6 月 USDA 2022/2023 年度中国棉花供需预测表.....	9
表 3 重点跟踪公司.....	17
表 4 各公司收入增速跟踪.....	18

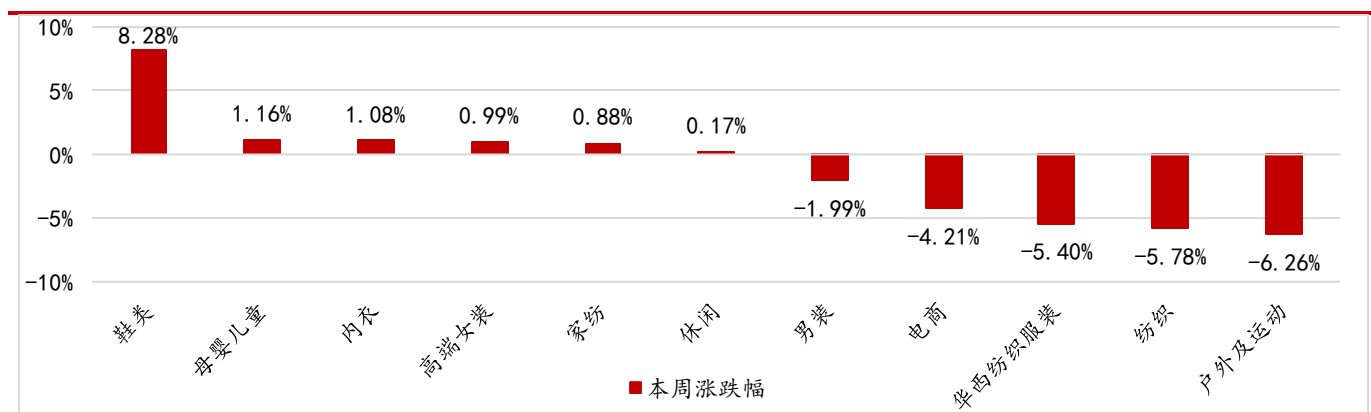
1. 本周观点

板块观点：我们推荐：（1）上周我们发布兴业科技深度报告，看好公司收购的宏兴皮革所处的汽车内饰材料赛道，宏兴皮革优势在于以蔚来、理想等新能源车客户为主、增速较高，且兼具净利率改善逻辑；（2）成长赛道、受经济放缓影响小的户外露营产业链：继续推荐牧高笛，尽管公司已有一定涨幅，但我们判断公司中报和全年业绩仍存在超预期可能；根据魔镜数据，截至6月15日，公司618预售金额1679万，其他受益标的包括探路者、三夫户外。（3）制造端 Q2 在海外订单外流、国内订货会延迟背景下，环比可能差于 Q1，但结合贬值因素利润端有望持续稳健。优选海外布局比例高、越南暂无承接能力的细分板块，推荐浙江自然、健盛集团；（4）随着上海、北京疫情改善，服装板块有望迎来估值修复机会，推荐报喜鸟。

2. 行情回顾：跑赢上证综指 0.56PCT

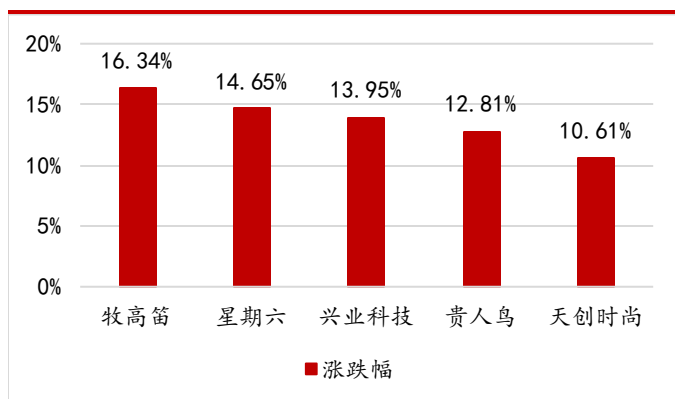
本周，上证综指上涨0.97%，创业板指上涨3.94%，SW纺织服装板块上涨1.53%，跑赢上证综指0.56PCT、跑输创业板指2.41PCT，其中，SW纺织制造上涨0.96%，SW服装家纺上涨1.80%。目前，SW纺织服装行业PE为16.23。本周，鞋类表现最好，涨幅为8.28%；户外及运动表现最差，跌幅为6.26%。

图1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）



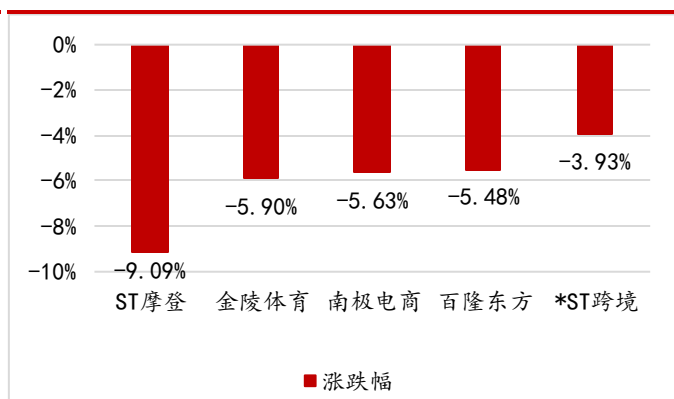
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业A股涨幅前5个股(%)



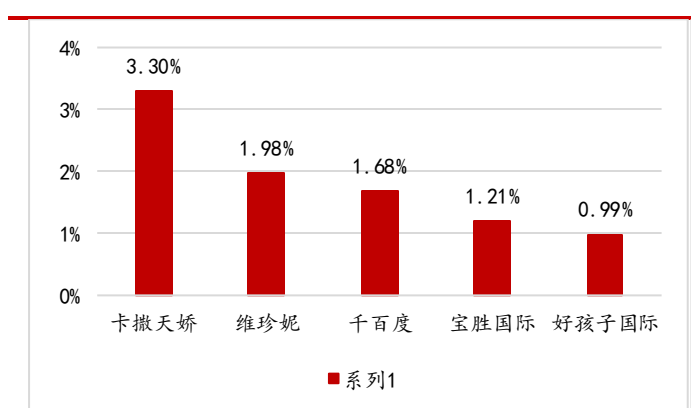
资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 本周纺织服装行业A股跌幅前5个股(%)



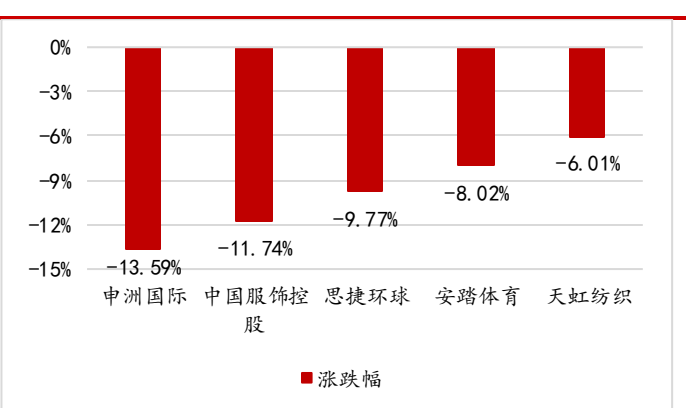
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 本周纺织服装行业港股涨幅前5个股(%)



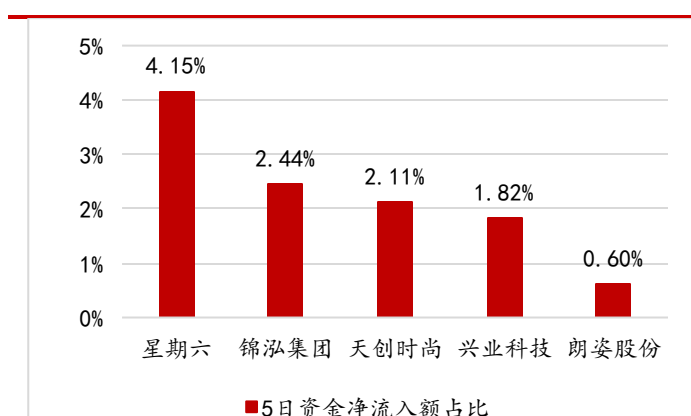
资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 本周纺织服装行业港股跌幅前5个股(%)



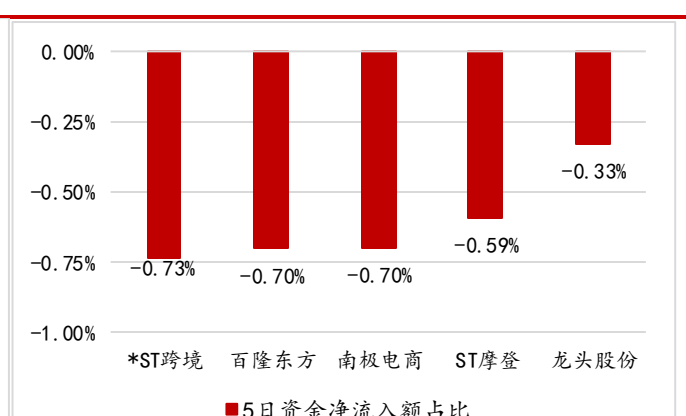
资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 本周纺织服装行业资金净流入占比前5个股(%)



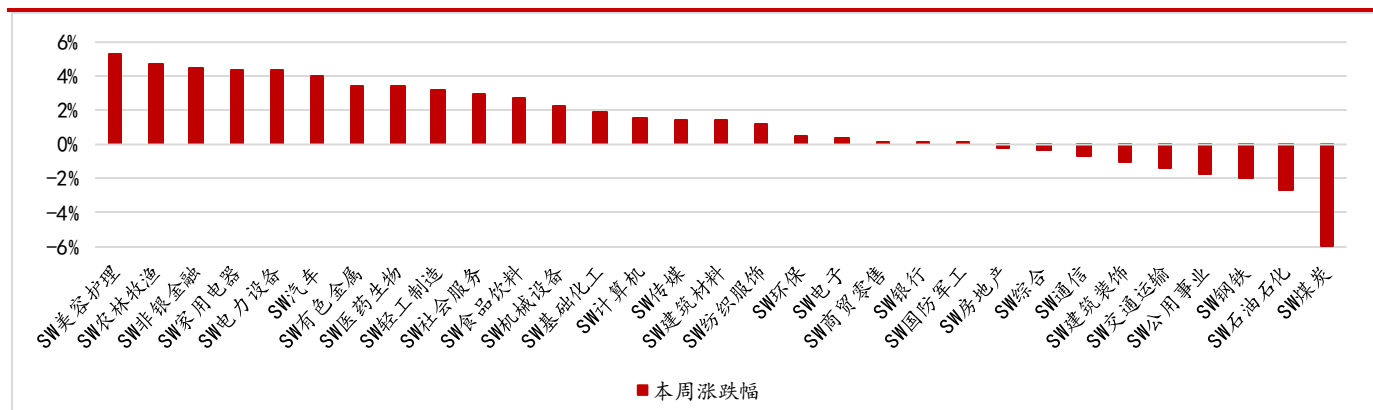
资料来源: wind, 华西证券研究所

图7 本周纺织服装行业资金净流入占比后5个股(%)



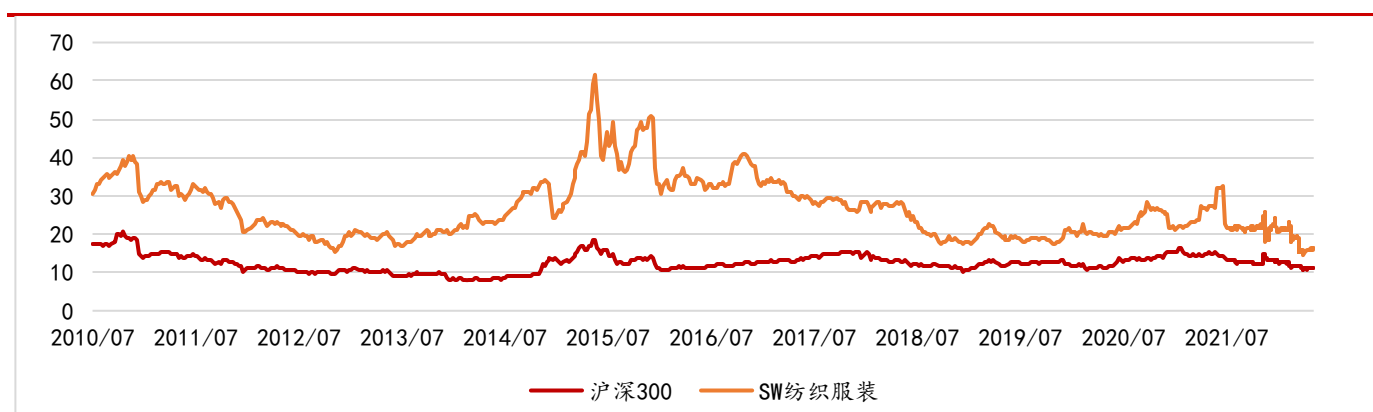
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 本周纺织服装行业市场表现排名



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 9 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况



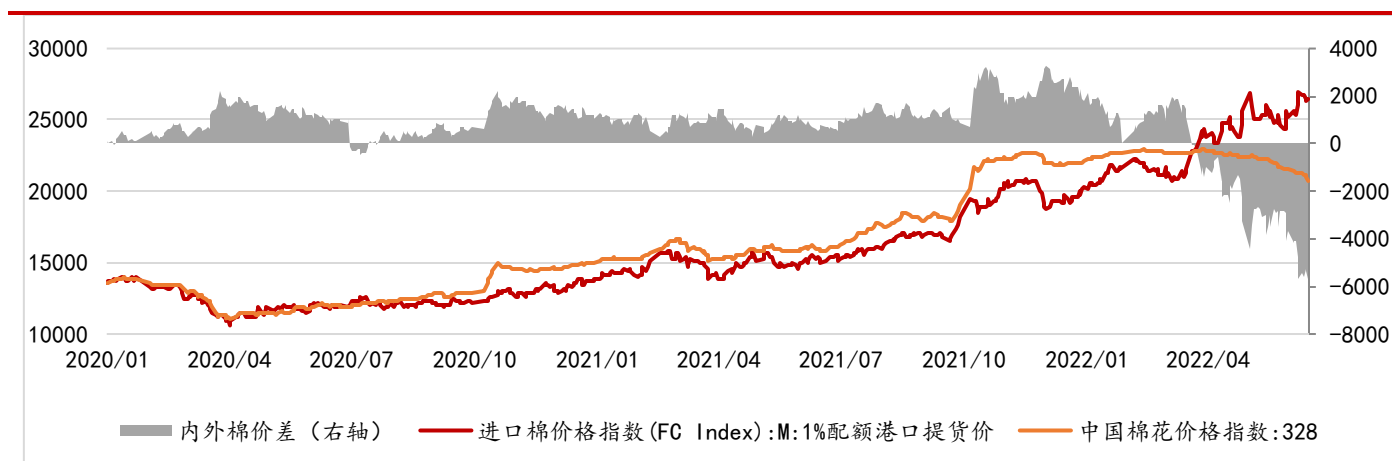
资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 行业数据追踪

3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 2.54%

截至 6 月 17 日, 中国棉花 328 指数为 20708 元/吨, 本周下跌 2.54%; 进口棉价格指数(1%关税)为 26449 元/吨, 本周下跌 1.87%。截至 6 月 16 日, CotlookA 指数(1%关税)收盘价为 26553 元/吨, 本周上涨 1.22%。整体来看, 国内外价差倒挂继续扩大, 目前外棉价格高于内棉价格 5741 元。

图 10 2020 年至今内外棉价差走势图（1%关税核算）



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 11 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数（元/吨）



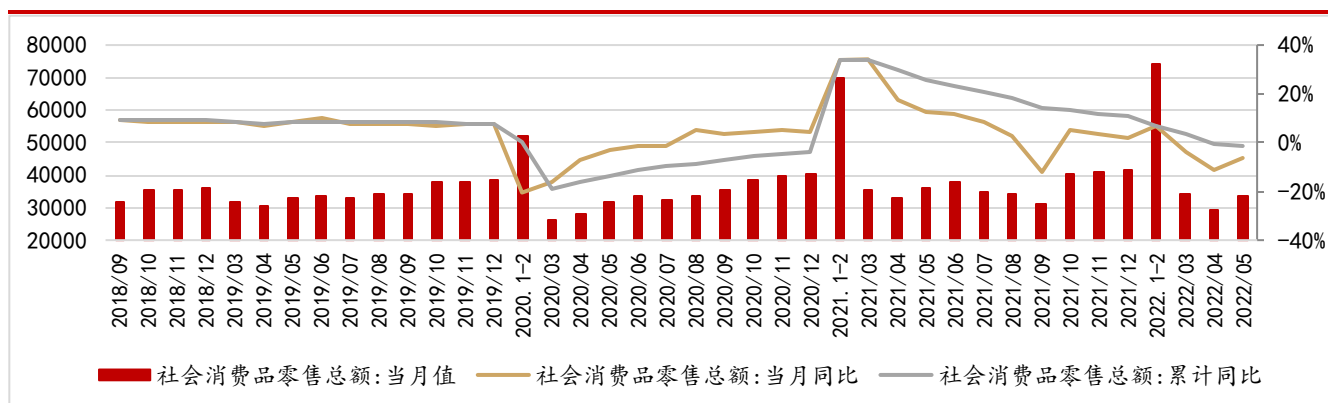
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.2. 5 月服装社零同比下降 16.2%、累计同比下降 8.1%

2022 年 5 月，我国社会消费品零售总额 33547 亿元，同比下降 6.7%、累计同比下降 1.5%。服装鞋帽、针纺织品类 5 月零售总额 958.5 亿元，同比下降 16.2%、累计同比下降 8.1%。

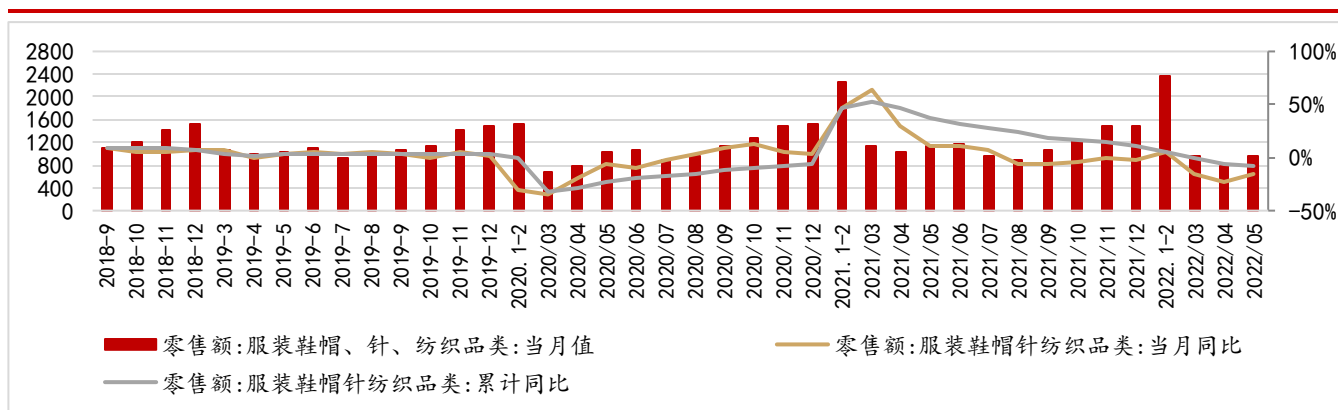
2022 年前 5 月，全国网上零售额累计同比增长 2.9%，比 1-4 月放缓 0.4PCT；其中，全国实物商品网上零售额同比增长 5.6%，增速较 1-4 月上升 0.4PCT，占社会消费品零售总额的比重为 24.9%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别累计同比增长 16%、6.3%，穿类累计同比下降 1.6%。

图 12 社会消费品零售总额及同比增长率（亿元，%）



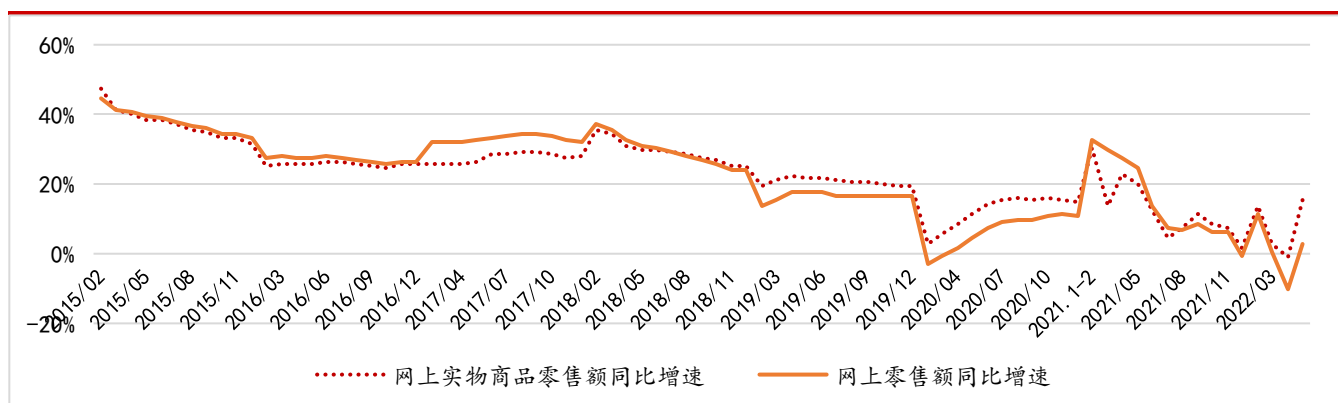
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 13 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率（亿元，%）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 14 网上实物零售额同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

3.3. USDA: 6 月中国棉花需求环比上月持平

根据美国农业部(USDA)最新发布的 6 月全球棉花供需平衡表, 2022/2023 年度全球棉花总产预期为 2640.3 万吨, 环比上月预测调增 45 万吨; 单产 787 公斤/公顷, 环比下降 13 公斤/公顷; 消费需求预期为 2646.2 万吨, 环比下降 9.8 万吨; 期末库存预期 1802.2 万吨, 环比调减 1 万吨。

表 1 2022 年 6 月 USDA 2022/2023 年度全球棉花供需预测表

指标名称	2022/2023 年度
全球:棉花:期初库存 (万吨)	1805.9
全球:棉花:产量 (万吨)	2640.3
全球:棉花:进口 (万吨)	1033.9
全球:棉花:国内消费总计 (万吨)	2646.2
全球:棉花:出口 (万吨)	1033.8
全球:棉花:损耗 (万吨)	-
全球:棉花:期末库存 (万吨)	1802.2
全球:棉花:总供给 (万吨)	3674.2
全球:棉花:收获面积 (百万公顷)	33.53
全球:棉花:库存消费比	0.68
全球:棉花:单产 (公斤/公顷)	787

资料来源: wind, 华西证券研究所

根据美国农业部(USDA)最新发布的 6 月中国棉花供需平衡表, 2022/2023 年度中国棉花总产预期 598.7 为万吨, 环比上月持平; 单产 190.1 公斤/公顷, 环比上月持平; 消费需求预期为 827.4 万吨, 环比上月持平; 期末库存预期 797.4 万吨, 环比调增 4.3 万吨。

表 2 2022 年 6 月 USDA 2022/2023 年度中国棉花供需预测表

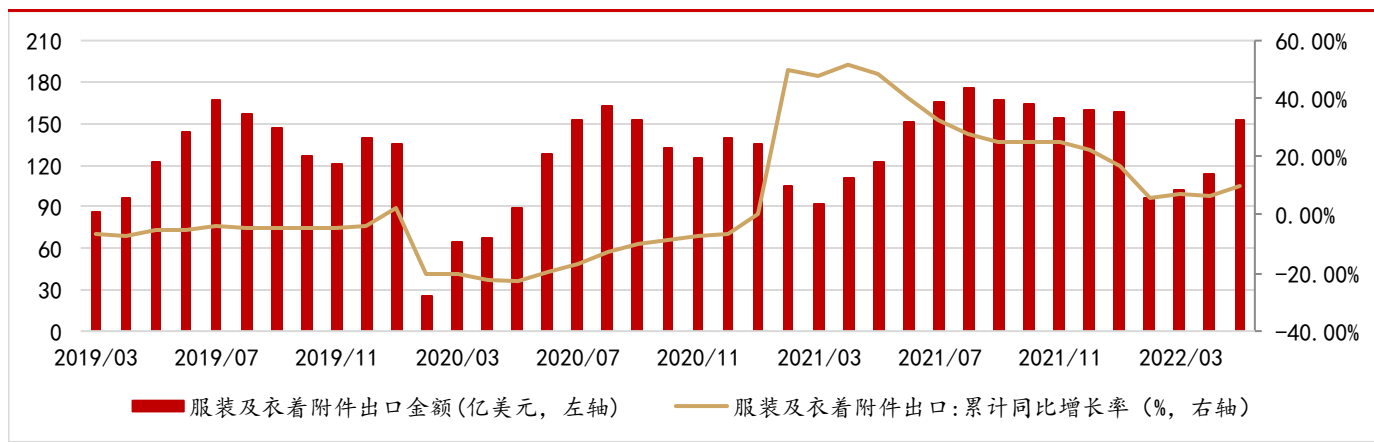
指标名称	2022/2023 年度
棉花:期初库存:中国 (万吨)	798.5
棉花:产量:中国 (万吨)	598.7
棉花:进口:中国 (万吨)	228.6
棉花:国内消费总计:中国 (万吨)	827.4
棉花:出口:中国 (万吨)	-
棉花:损耗:中国 (万吨)	-
棉花:期末库存:中国 (万吨)	797.4
棉花:收获面积:中国 (百万公顷)	3.15
棉花:库存消费比:中国	0.96
棉花:单产:中国 (公斤/公顷)	190.1

资料来源: wind, 华西证券研究所

3.4. 5 月服装及衣着附件金额出口同比上升 24.6%

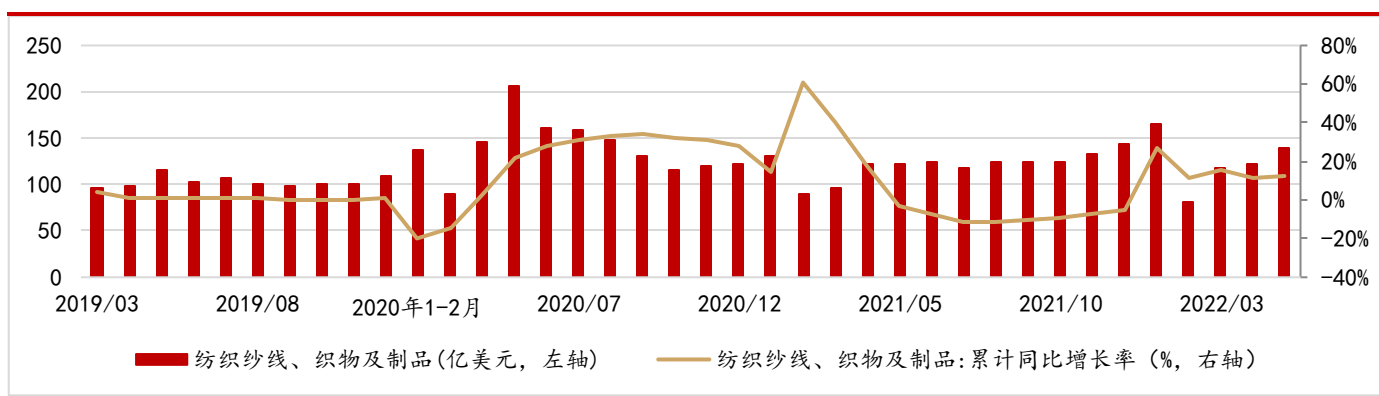
据海关总署统计, 2022 年 5 月, 服装及衣着附件出口金额为 151.99 亿美元, 同比上升 24.6%; 前 5 个月累计服装及衣着附件出口金额为 622.16 亿美元, 同比增长 10.2%。2022 年 5 月, 纺织纱线、织物及制品出口金额为 140.28 亿美元, 同比增长 15.7%; 前 5 个月累计纺织纱线、织物及制品出口金额为 628.51 亿美元, 同比增长 12.1%。

图 15 服装及衣着附件月出口量及同比增速 (亿美元, %)



资料来源: 中国海关总署, 华西证券研究所

图 16 纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比增速（亿美元，%）



资料来源：中国海关总署，华西证券研究所

4. 行业新闻

4.1. 名创优品：被供应商起诉判赔 173 万，2021 财年亏损 14 亿

中服圈消息：日前，莹特丽科技(苏州工业园区)有限公司(以下简称“莹特丽公司”)诉名创优品(广州)有限责任公司(以下简称“名创优品”)定作合同纠纷案、买卖合同纠纷案分别迎来一审、终审判决结果，名创优品均败诉。

据悉，莹特丽公司系名创优品供应商，长期为名创优品加工生产柔肤乳、精华液及面膜等美妆类产品。名创优品在上述两起案件中分别被判支付莹特丽公司定作款及损失 1735925.58 元；支付莹特丽公司货款 683397.9 元，两起案件涉案总金额近 240 万元。

名创优品合同违约被判赔 173 万元

据相关判决书显示，莹特丽公司和名创优品存在长期合作关系，名创优品于 2017 年 11 月 29 日通过邮件向莹特丽公司下达水光真润青玫瑰柔肤乳、新肌水、精华液、玉肌霜及睡眠面膜产品的定做指令，每种产品约 6 万件。莹特丽公司备货、生产后，名创优品不予提货亦不支付货款。

莹特丽公司随即向名创优品发出律师函，请求名创优品公司完成提货同时赔偿莹特丽公司相应损失。名创优品仍未提货且未向莹特丽公司支付定作款及赔偿损失。莹特丽公司遂向广东省广州市荔湾区人民法院提起诉讼，要求名创优品公司赔偿各项损失共计 1735925.58 元且支付逾期付款利息，同时要求解除双方之间青玫瑰系列产品定作合同。

案件审理期间，名创优品辩称，“双方合作以来均是通过 EC 系统完成产品相关的全部交易向原告发送采购计划，被告从未授权公司员工以邮件形式向原告下达任何产品定做指令，涉案订单为名创优品公司员工(张某杰)个人违规行为，与我公司无关。”

名创优品同时称，“案涉邮件没有经原告莹特丽公司同意，则对名创优品公司不具约束力，邮件并未经过名创优品公司审核确认，是员工的个人行为，该个人行为效力不能及于名创优品公司，基于以上理由，名创优品公司员工向莹特丽公司发送邮件下单行为的性质应为要约邀请。”

法院审理认为，原告与被告之间存在长期合作关系，之前的业务联系均与张某杰进行联系，结合双方长期形成的交易习惯，法院确认被告通过电子邮件向原告订制涉案五样产品的定作合同成立，被告应按约定支付定作产品的货款并提取产品。

对于被告名创优品所述“涉案订单系员工违规私自下单，公司完全不知情，原告的备货与生产行为与被告公司无关”，法院认为，“只有其陈述，没有提供证据证实，故本院对其抗辩不予采信”。

法院最终判决名创优品需向原告莹特丽公司支付定作款及损失共计 1735925.58 元，同时需支付逾期付款的利息；此外，双方之间青玫瑰系列产品定作合同自 2021 年 1 月 14 日解除。

名创优品因“客户拿货意愿不高”拒不从供应商处提货

除上述定作合同纠纷外，莹特丽公司此前还曾因名创优品下达采购订单后不提货且不支付货款起诉名创优品。莹特丽公司要求名创优品支付货款 683397.9 元的诉求获一审法院支持。名创优品不服提起上诉。

名创优品认为，“莹特丽公司未履行验货义务，向名创优品公司提供了大批质量不合格货物导致需进行退换。因莹特丽公司提出用协议之外的产品替换，名创优品公司同意在有符合要求的产品的条件下进行换货，然而莹特丽公司一直未提供符合要求的产品且怠于履行换货义务。”

名创优品同时称，莹特丽公司声称涉案货物作了折扣处理，但涉案成品实际是分摊了半成品的价格，不仅未作折扣，反倒提高了单价，且名创优品公司一直积极沟通换货事宜就是想尽早提货，但莹特丽公司一直不提供库存清单，导致名创优品公司无法选货。

二审法院审理认为，双方签署的《付款协议》是为处理名创优品公司自 2016 年 10 月以来积压在莹特丽公司仓库中的成品、半成品、包材以及原材料等。也就是说，涉案协议的签署目的是双方为了一次性整体清理库存，以弥补因未及时提货给莹特丽公司造成的损失，并非达成新的买卖合同关系。

二审法院同时认为，名创优品公司在二审中补充提交的微信聊天记录显示，其未能及时提货的主要原因是客户拿货意愿不高，故要求莹特丽公司再次给予折让，或由莹特丽公司自行处理，或按照新品开发置换方案执行，均未以莹特丽公司不配合换货或者成品存在质量问题为由要求扣减货款。相反，莹特丽公司则多次明确要求按约付清剩余货款以及清理库存。。

综上所述，二审法院认为，名创优品的主张与合同的实际履行情况不符，名创优品公司的上诉请求不能成立，应予驳回；一审判决认定事实清楚，适用法律正确，应予维持。

2021 财年巨亏 14 亿 名创优品业绩承压

记者注意到，在上述买卖合同纠纷案中，名创优品在向法院提供的聊天记录等补充证据中有这样的沟通记录：“我们之前一直也推动海外客户处理，选定了产品，但几次调整清单，导致海外客户取消要货。加之现在海外疫情形势依旧严峻，海外关店、公司业绩受到重挫，我们无法进一步推动海外客户需求，贵司是否可以自行处理。”

而在名创优品上述合同纠纷案败诉的背后，是公司业绩的颓势。财报数据显示，在营收持平的情况下，名创优品实现连续三年亏损，2021 年业绩更是“大跳水”，亏损额由上一年的 2.6 亿元扩大至 14.29 亿元。

名创优品此前发布的 2021 财年财报显示，截至 2021 年 6 月 30 日的财政年度，名创优品在全球门店数由 4222 间增加至 4749 间，但每间门店的年收入则由 220 万元降至 180 万元，同比下降 14.8%。名创优品表示，单店收入下降主要是受新冠疫情、店铺向低线城市扩张以及竞争加剧的影响。

5 月 26 日，名创优品公布了截至 2022 年 3 月 31 日的 2022 财年第三财季业绩。公司报告期内实现营收 23.41 亿元，同比增加 5.0%；实现调整后净利润 1.107 亿元，上年同期为 1.49 亿元，上个财季则为 2.048 亿元。

财报显示，名创优品 2022 财年第三财季销售及分销费用为 3.62 亿元，较上年增加 22.1%。主要原因为人事相关费用增加；新推出的知识产权产品相关的许可费用增加；促销和广告费用增加。

此外，名创优品 2022 财年第三财季一般及行政开支为 1.987 亿元，同比增加 17.2%。名创优品在财报中表示，主要原因为公司总部大楼项目土地使用权的折旧及摊销开支增加；及人事相关开支及税金及附加费增加。

名创优品创始人、董事长兼行政总裁叶国富表示：“尽管疫情持续挑战，我们仍实现了又一个稳健的季度，收入达到人民币 23.4 亿元，同比增长 5%”。叶国富同时表示，“全球零售商也面临着成本压力的挑战。”

名创优品首席财务官兼执行副总裁张赛音表示：“虽然我们面临的挑战是前所未有的，但我们对自身的竞争优势充满信心，并对我们在通货膨胀时期的增长潜力持乐观态度。我们采取了必要的措施，例如控制运营管理费用，减少与人员相关的费用和调整营销计划，以减轻我们面临的挑战对利润的短期影响。”

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/ShoG3AAaLkLnFCpJlNRBXQ>)

4.2. 贵人鸟部分股权二次拍卖，或将易主？

中服圈消息：6 月 13 日，贵人鸟发布控股股东所持部分股份被第二次司法拍卖的进展公告。

根据公告，此次被司法拍卖的股份为公司控股股东贵人鸟集团(香港)有限公司(贵人鸟集团)持有的公司 3000 万股无限售条件的流通股，占公司总股本的 1.91%，占控股股东所持有公司股份的 7.29%。

公告指出，此次拍卖共 3 份，每份涉及拍卖标的各为贵人鸟集团持有的公司股票 1000 万股。经公开竞价，3 份标的皆由竞买人张翠玲在京东网拍平台以最高应价竞得此次拍卖标的，拍卖成交价分别为人民币 3496 万元、3496 万元、3508 万元，拍卖成交价共计 1.05 亿元。

截止到本公告披露日，公司控股股东所持有的处于司法拍卖中的公司股票共计 18,490 万股，占公司总股本的比例为 11.77%。若上述股票均成功拍卖，则公司控股股东持有公司股票将由 41,142 万股下降至 22,652 万股，其所持公司股票占公司总股本的比例将由 26.18%下降至 14.41%，有可能导致公司控股股东和实际控制人发生变更。

企查查 APP 显示，截至 3 月 31 日，贵人鸟大股东仍为贵人鸟集团，持股比例达 26.18%；黑龙江泰富金谷网络科技有限公司持上市公司 20.36%的股份；张丽丽、殷

丽丽、高瑞以及邹卫忠分别持上市公司 4.14%、4.14%、4.14%、1.58%的股份。不过，贵人鸟集团已成被执行人。

贵人鸟在 2020 年被申请破产重整。据贵人鸟年报，2021 年贵人鸟已顺利完成司法重整，其表示，“最大程度上保障了全体债权人和股东的利益。”5 月 23 日，上海证券交易所同意撤销对贵人鸟股票实施其他风险警示，贵人鸟完成“摘星脱帽”。

不过据风险信息显示，贵人鸟还有一条被执行信息，被执行总金额达 1.483 亿元。此外，京东拍卖信息显示，贵人鸟仍存在多项股权拍卖信息。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/u6M0cM29qwWdgDWHd3UqAg>)

4.3. 优衣库：计划 6 月中国区再开 20 家新店

中服圈消息：6 月 13 日消息，从迅销集团旗下优衣库公司获悉，为稳步助力全国消费生活复苏，优衣库计划 6 月在全国再开 20 家新店，覆盖云南、四川、安徽、浙江等省份。其中，优衣库将在浙江嵊州、乐清、永康，安徽淮南、湖北荆门等城市首开新店。优衣库上海宝山日月光店、上海中庚漫游城店计划在 6 月 24 日开业。

6 月 6 日起，优衣库上海门店陆续全面恢复营业。随着上海“重启”，目前，优衣库在上海地区的快递运力基本恢复。

据此前报道，优衣库 5 月 27 日起至 6 月 17 日，优衣库全国将迎 18 家新店开业。至此优衣库在中国大陆地区门店已突破 888 家，首次超过日本成为优衣库全球最大市场。

优衣库母公司迅销集团首席执行官柳井正曾表示，优衣库的成功一半要归功于中国市场。在截至 2 月 28 日的上半财年内，迅销集团销售收入同比增长 1.3% 至 1.22 万亿日元，其中日本销售收入下降 10.2%；国际销售收入增长 13.7%，其中 55% 由中国市场贡献。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/7mNtecU9rQYZiVSIMg_ppw)

4.4. 非凡中国：股东大会批准收购 Clarks

中服圈消息：6 月 15 日，非凡中国发布公告称，股东大会已批准其收购英国鞋履品牌 Clarks（其乐）。

5 月 26 日，非凡中国发布公告，公司和莱恩资本（LionRockCapital）将共同间接持有 Clark 集团 51% 的普通股。这一股权结构通过投资一家目标公司的方式来实现。在这家非凡中国和莱恩资本共同持股的目标公司中，非凡中国以 51% 的持股比例作为控股股东。但该交易需要进一步得到股东大会及监管批准。

非凡中国对 Clarks 的收购意向始于 2020 年 8 月，时任 Clark 集团董事 VictorHerrero 向莱恩资本介绍了收购 Clark 部分股权的商机，彼时非凡中国有意参与。莱恩资本成立于 2011 年 1 月，是一家总部位于香港的私募股权投资基金，主要从事消费品及体育业务投资，李宁在其中担任非执行主席。李宁公司的间接全资附属公司李宁体育（香港）有限公司，为莱恩资本的有限合伙人，其注资金额占比约为 20.09%。

2020 年 11 月，莱恩资本以 1 亿英镑的价格买下 Clark 集团 51% 的股权，成为该公司最大股东。但非凡中国认购交易却迟迟未落地。直至 2021 年 3 月 15 日，非凡中国宣布已与莱恩资本签署协议，以 5100 万英镑的认购价，向莱恩资本购买此前认购的部分 Clarks 股份。持续一年多，该交易终于获得非凡中国股东大会投票通过。

非凡中国在公告中表示，这笔交易将在 Clarks 及多品牌鞋服业务之间产生协同作用，并进一步扩大公司的全球市场版图。

Clarks 创立于 1825 年，1992 年在中国开设第一家专卖店，并于 2004 年在中国设立品牌公司，主管大中华区及韩国市场。截至 2022 年 1 月 29 日，Clarks 在全球拥有 594 家门店，雇佣员工约 6700 人。

李宁此番收购 Clarks，被市场视为挽救这一百年鞋履品牌之举。公告显示，李宁计划针对 Clarks 发展采取的措施，包括提高成本及营运效率，重新定义客户分类及加强品牌建设，审阅分销策略，重组企业组织等。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/c9rWgrc3fbIDKVTW1GgSFA>)

4.5. 美国老牌美妆公司露华浓：正式申请破产保护

华丽志消息：6 月 16 日晚间，美国老牌美妆公司 Revlon Inc（露华浓）正式申请破产保护，原因是公司陷入了繁重的债务负担，并遭遇到供应链中断的打击。

上周五，就有消息传出露华浓公司或将申请破产。事实上，早在疫情前露华浓就已出现销售额的连续下滑深陷危机，曾寻求过品牌出售。

露华浓表示，预计将从现有贷款方获得 5.75 亿美元的“债务人持有破产资产(DIP)”的融资，这将有助于支持其日常运营。

露华浓总裁兼首席执行官 Debra Perelman 在周四上午发布的一份新闻稿中说：“这项申请将使露华浓能够继续向消费者提供我们已经提供了几十年的标志性产品，同时为我们的未来发展提供了一条更清晰的道路。”

Debra Perelman 补充道：“富有挑战性的资本结构限制了我们应对宏观经济问题、以满足需求的能力。”

露华浓在破产申请文件中表示，该公司目前无法及时满足近三分之一的客户对其产品的需求，因为无法获得“充足和定期的原材料供应”。露华浓表示，目前从中国向美国运输配件需要 8 到 12 周时间，成本是 2019 年的 4 倍。

露华浓表示，春季供应链中断导致了对其产品所用原料的激烈竞争。与此同时，此前提供最长 75 天付款期限的供应商开始在新订单前要求现金支付，而劳动力短缺和通货膨胀使其雪上加霜。

露华浓公司目前由亿万富翁 Ron Perelman 名下的 MacAndrews & Forbes 公司所有。证券文件显示，截至 3 月 31 日，露华浓长期债务总计 33.1 亿美元。截至周三（即 6 月 16 日）收盘，该公司的最新市值仅为 1.23 亿美元。露华浓的股票在周四的盘前交易中暂停交易。

2020 年底，由于疫情居家，消费者大幅削减了在美容产品上的支出。但因为有足够的债券持有人参与了其债务重组计划，露华浓勉强避免了破产。该公司曾在 2020 年 11 月初警告称，它可能被迫申请破产保护。

露华浓 2020 年的销售额约为 19 亿美元，较 2019 年下降 21%，虽然在 2021 年有所回升，但露华浓的收入仍低于疫情前水平。

露华浓公司目前拥有超过 15 个品牌，除了露华浓 (Revlon) 外，还有伊丽莎白·雅顿 (Elizabeth Arden) 和好莱坞著名女星伊丽莎白·泰勒 (Elizabeth Taylor) 的同名品牌等，在近 150 个国家销售。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/0pjAOAEQKVgXuZE01GhqBg>)

4.6. 潮流媒体和电商公司 Highsnobiety 被欧洲时尚电商巨头 Zalando 控股

华丽志消息：6 月 13 日，欧洲时尚电商龙头企业 Zalando 宣布已收购 Highsnobiety 多数股权，具体财务细节暂未披露。Highsnobiety 是一家在全球潮流时尚界拥有很高知名度的数字媒体和电商公司。

作为交易的一部分，Highsnobiety 将继续由其两位董事总经理 David Fischer 和 Jürgen Hopfgartner 领导，并且保留其编辑和策划的自主权，出版和广告工作将保持完全独立。创始人 David Fischer 将继续持有少数股权。

在继续独立运营的同时，Highsnobiety 将作为战略和创意顾问，帮助 Zalando 在其平台上开发以灵感驱动的新空间和形式；而 Zalando 的专业知识和资源也将帮助 Highsnobiety 推动其自身的电子商务能力。

Highsnobiety 表示，它在街头服饰领域的特殊优势将“加速 Zalando 成为街头服饰、新奢侈品和时尚灵感的首选之地，特别是为那些年轻的、时尚前卫的消费者。”

Highsnobiety 由 David Fischer 于 2005 年创立，是一家专注于高端潮流服饰的数字媒体和电商公司。其总部设在柏林，在纽约、洛杉矶、伦敦、阿姆斯特丹、悉尼和米兰均设有办事处。

如今的 Highsnobiety 已经发展成为一份可供购物的电子杂志，同时为粉丝提供热门品牌的最新消息，以及可供直接购买的精选产品。Highsnobiety 还推出了自己的服装系列，甚至探索了实体零售——曾在巴黎和苏黎世机场开设过几家快闪店。

去年 10 月，就有消息传出 Highsnobiety 正在考虑出售，并且已有潜在买家表示兴趣。

Highsnobiety 的创始人兼首席执行官 David Fischer 评论道：“Highsnobiety 已经掌握了将故事变成产品、将产品变成故事的艺术。我很高兴能够用我们的能力帮助 Zalando 实现美好的时尚愿景，共同重构内容和商业的未来。同样，我很高兴能够利用 Zalando 在扩展电子商务平台方面无与伦比的专业知识，并将我毕生的激情工作提升到一个新的水平。”

Zalando 的创始人兼联合首席执行官 David Schneider 说：“我们两家公司都热衷于建立强大的品牌合作伙伴关系，并让品牌用自己的产品和故事激励受众。与 Highsnobiety 合作将使我们能够更快地实现我们的雄心壮志，为我们的客户提供更好的购物体验，我很高兴看到我们的共同愿景成为现实，并共同塑造商业时尚内容的未来。”

今年 3 月，Zalando 公布了 2021 财年关键财务数据，全年商品交易总额 (GMV) 增长 34.1% 至 143 亿欧元，归属于公司的销售收入增长 29.7% 至 103.54 亿欧元，调整后的息税前净利润 (EBIT) 为 4.68 亿欧元，去年同期为 4.21 亿欧元。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/XzL_Zmeh2ob0D0uM4Cw6zg)

4.7. 伦敦先锋设计师买手店 Machine-A：在上海开设全球首家分店

华丽志消息：伦敦先锋设计师买手店 Machine-A 宣布将于 2022 年中在中国上海开设全球首家分店。值得一提的是，比利时设计师品牌 Raf Simons 也将在 Machine-A 上海分店内开设上海首家直营的店中店。

Machine-A 上海分店将占地 245 平方米，位于上海市静安区中心的余姚路，由比利时建筑设计工作室 Glenn Sestig 与新锐设计师 Peijing Lu 合作设计。（注：Glenn Sestig 也是 Raf Simons 此前多个展示空间的设计方，此次操刀 Raf Simons 门店的设计。）

空间整体由一间旧厂房改造而来，与原来的伦敦店有所不同，上海店尽量不去破坏空间原有的粗旷感，如保留了混凝土墙面和天花板。

相比伦敦店，上海店的空间更大，可以更灵活、全面地展示特别的装置和活动。服装的陈列仍然保持品牌特色，将男装区和女装区相融合，以模糊男女性别界限。

Machine-A 由 Stavros Karelis 于 2009 年创立，以选品的实验性和去性别化为特点，闻名欧洲买手行业。2020 年，英国时尚品牌加速器 Tomorrow 收购了其多数股权，目前在前者的支持下 Machine-A 保持独立运营。

此前，Machine-A 通过微信、支付宝和小红书在中国建立了广泛的粉丝社群。上海分店不仅将提供更多伦敦店的同款产品，还会借此机会呈现更多先锋品牌，如 Raf Simons, Rick Owens, Maison Margiela, A-COLD-WALL*, 1017 ALYX 9SM, GMBH, Peter Do, KIKO KOSTADINOV, Martine Rose, NENSI DOJAKA, YUEQI QI, WINDOWSEN, Lemaire 等。

Machine-A 创始人兼买手总监 Stavros Karelis 表示，Machine-A 上海店的开业“几乎是非常自然的一步”，反映了“这些年来中国消费者对我们的支持”。

“买手概念店已经不算新鲜事了，尤其是在买手店蓬勃发展的上海。但根据我们在伦敦的经验，我认为 Machine-A 仍然可以带来一些更加融合、不一样的事物。” Karelis 补充道。

Karelis 强调：“与市场共存并进，尤其是与我们正在做的支持新兴人才项目是其最重要的部分。一个新品牌获得的零售渠道越多，这个品牌就越有可能成功。我相信，与不同领域开展特别的合作是一件非常赞的事。”

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/vhVTV2VQdNV97iqH4P6HDg>）

4.8. 【外棉动态】内外持续倒挂 港口非保税棉供应趋紧

中国棉花网专讯：据张家港、青岛等地棉花贸易企业反馈，受 6 月 8 日以来 ICE 棉花期货主力合约再次向上突破及对美联储 6 月加息 75 个基点将引发人民币大幅贬值的影响，近一周多来，中国棉纺织企业、贸易商主动通关港口保税棉的热情普遍不高，但保税棉人民币报价资源反而增多（要求采购方自带进口配额、自行通关，有少量成交）。目前中国各主港非保税棉资源越来越少，越来越紧张，贸易商纷纷采取上调基差操作（报价 CF2209+基差）。

黄岛某棉企认为，造成短期港口人民币资源稀少的原因一方面是 ICE 主力振荡区间上移至 140-145 美分/磅区间，导致 1%关税下美棉/巴西棉/澳棉/印度棉等直接进口成本与内地库 2021/22 年度新疆棉的报价的倒挂幅度再次拉大，买卖双方都不愿意清关外棉；另一方面是欧美对新疆棉的限制加剧，部分外向型纺服企业、代工厂不得不刚性采购港口非保税棉。“进少出多”引发非保税棉资源供需趋紧。

从报价来看，6 月 15-16 日，国内各主港已清关巴西棉 M 1-5/32（强力 28GPT）基差报价集中在 22500-22800 元/吨；而一口价则高达 23000-23300 元/吨，因具体品质指标不同、仓储库不同、贸易商采购成本差异大而导致港口巴西清关棉报价差距甚至达到 500 元/吨以上；而目前保税巴西棉美金一口价约 148-150 美分/磅，1%关税下的直接进口成本约 24000-24400 元/吨，与清关棉的倒挂幅度仍普遍达到 800-1200 元/吨。

（原文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/yTli_aeBaWUntoKv7oEHFQ）

5. 风险提示

疫情再次爆发；原材料波动风险；系统性风险。

表 3 重点跟踪公司

	代码	公司名称	评级	收盘价	市值	EPS（元）		PE	
				（元）	（亿元）	2022E	2023E	2022E	2023E
H 股	1234. HK	中国利郎	买入	3.87	46	0.51	0.56	6.49	5.91
	2331. HK	李宁	买入	63.05	1650	1.82	2.23	29.64	24.19
	2020. HK	安踏体育	买入	84.25	2286	3.04	3.83	23.71	18.82
	3998. HK	波司登	买入	4.03	439	0.21	0.24	16.42	14.37
A 股	300979	华利集团	买入	74.49	869	2.98	3.59	25.00	20.75
	300218	安利股份	买入	14.72	32	1.55	1.14	9.50	12.91
	605080	浙江自然	买入	62.86	64	3.34	4.40	18.82	14.29
	003016	欣贺股份	买入	8.24	36	0.7	0.91	11.77	9.05
	601339	百隆东方	买入	5.18	78	0.93	0.83	5.57	6.24
	002154	报喜鸟	买入	3.98	58	0.37	0.46	10.76	8.65

603877	太平鸟	买入	20.09	96	1.96	2.34	10.25	8.59
603587	地素时尚	买入	15.48	74	1.59	1.87	9.74	8.28
603558	健盛集团	买入	13.09	50	0.80	0.99	16.36	13.22
300577	开润股份	买入	16.14	39	0.92	1.24	17.54	13.02
002293	罗莱生活	买入	12.54	105	0.96	1.13	13.06	11.10
002832	比音勒芬	买入	24.82	142	1.40	1.77	17.73	14.02
002563	森马服饰	买入	5.84	157	0.59	0.69	9.90	8.46
600398	海澜之家	买入	5.27	228	0.6	0.72	8.78	7.32
605180	华生科技	买入	17.9	23	2.51	3.18	7.13	5.63
603889	新澳股份	买入	6.27	32	0.69	0.86	9.09	7.29
002327	富安娜	买入	7.31	691	0.75	0.85	9.75	8.60
603365	水星家纺	买入	14.66	39	1.51	1.72	9.71	8.52
600400	红豆股份	增持	3.87	89	0.03	0.05	129.00	77.40
002780	三夫户外	买入	12.52	20	0.23	0.47	54.43	26.64
300840	酷特智能	增持	8.88	21	0.38	0.48	23.37	18.50
002127	南极电商	增持	5.53	136	0.75	0.92	7.37	6.01
603808	歌力思	增持	9.65	36	0.87	1.04	11.09	9.28
603908	牧高笛	买入	106.54	71	2.32	3.22	45.92	33.09
605189	富春染织	买入	23	29	2.01	2.76	11.44	8.33
300918	南山智尚	买入	8.47	30	0.53	0.65	15.98	13.03
603518	锦泓集团	买入	8.21	29	0.84	1.14	9.77	7.20
605138	盛泰集团	买入	12.07	67	0.49	0.68	24.63	17.75

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=0.8556 人民币；收盘价和市值均采用 2022 年 6 月 12 日收盘数据。

表 4 各公司收入增速跟踪

品类	公司	分地区	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
运动	耐克	全球	10.16%	5.13%	-38.10%	-0.62%	8.88%	2.50%	95.53%	15.61%	1.01%	16%
		中国	19.62%	-5.16%	-2.95%	6.02%	24.42%	51.33%	17.36%	11.35%	-19.80%	1.00%

Lululemon (20Q2 代表 截至 8 月 2 日的季度)	全球	19.70%	-16.66%	2.22%	21.97%	23.76%	88.12%	60.65%	29.80%	23.10%	31.55%	
	亚太/中 国	36.42%	-70.36%	-30.55%	14.02%	10.68%	406.27%					
	Adidas	全球	9.14%	7.87%	-19.21%	-35.03%	-6.96%	-4.98%	20.25%	3%	-0.06%	0.6%
		大中华 区	11.00%	16.10%	-58.00%	持平	-5.00%	19.00%	150.81%	-15%	-19.40%	9.10%
	PUMA	全球	19.00%	20.57%	-1.48%	-32.25%	7.16%	9.10%	19.16%	20.40%	14.30%	19.70%
		亚太区	32.71%	6.01%	-11.47%	-14.77%	-6.12%	4.03%	24.62%	1.70%	-5.40%	-17.00%
	斯凯奇	全球	23.13%	-2.70%	-42.04%	-3.92%	-0.45%	14.98%	127.26%	19.22%	24.40%	22.98%
		大中华 区										
	Dick' s Sporting Goods (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季 度)	全球	5.65%	4.68%	-30.59%	20.10%	22.93%	19.81%	118.92%	13.91%	7.26%	
		大中华 区										
	安德玛	全球	3.69%	-22.78%	-40.62%	0.25%	-2.60%	35.15%	90.99%	7.85%	8.94%	3.48%
		大中华 区	8.93%	-33.33%	-20.13%	15.48%	26.23%	118.75%		19%		

电 商	拼多多	全球	122.81%	9089.50%	4391.50%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%	2.57%	7.34%
		大中华 区	122.81%	90.89%	43.91%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%	51%	2.57%	7.34%
	京东	全球	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%	22.99%	18%
		大中华 区	28.71%	26.59%	20.75%	33.79%	29.20%	31.43%	38.97%	25.54%	22.99%	18%
	RealReal	全球	13.40%	20.92%	-19.61%	-26.65%	36.01%	10.53%	14.55%	50.96%	67.13%	
		大中华 区										
	阿里巴巴	全球	37.67%	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	33.81%	29%	9.72%	8.89%
		大中华 区	37.67%	22.26%	33.78%	30.28%	36.93%	63.93%	33.81%	29%	9.72%	8.89%
	Zalando SE	全球	-4.77%	30.56%	-23.25%	33.49%	-9.09%	39.11%	-13.04%	23.44%	20.46%	-1.47%
		大中华 区										
	迅销公司 (21Q1 代表 截至 11 月的 季度)	全球	9.73%	-3.20%	-6.08%	-39.05%	-0.45%	-0.57%	-0.28%	46.99%	-5.84%	1.45%
		大中华 区										
	Inditex (20Q2 代表 截至 7 月 31 日季度)	全球	1.55%	20.94%	-60.99%	43.20%	-25.40%	49.62%	47.86%	22.10%	32.83%	
		大中华 区										

Levi Strauss&Co. (21Q4 代表截至 11 月 28 日的季度)	全球	3.80%	-1.46%	5.00%	-62.10%	-26.50%	-13.31%	156.45%	40.87%	21.57%	21.90%
	大中华区	16.28%	16.44%	16.64%							
	全球	-1.96%	-2.23%	1.10%	-43.15%	-18.20%	-0.10%	-5.35%	-1.28%	2.28%	-12.88%
	大中华区	6.62%	5.74%	5.48%							
	全球	4.83%	6.37%	9.70%	-52.48%	-31.80%	-3.20%	-10.35%	23.87%	26.60%	13.08%
	大中华区										
	全球	-13.16%	-14.10%	-34.56%	-52.62%	-23.10%	-12.21%	22.84%	23%	22%	9.37%
	大中华区										
	全球	1.11%	12.60%	-67.91%	-30.25%	-14.90%	0.52%	178.61%	52.43%	62.94%	55.04%
	大中华区										
	全球	21.76%	-5.00%	-7.62%	15.66%	56.48%	63.64%	93.27%	73.03%	42.56%	43.48%
	大中华区										
Stitch Fix (累计季度)	全球	29.09%	35.77%	21.46%	22.01%	-9.09%	2.61%	10.25%	20.64%		
	大中华区										
Farfetch	全球	88.89%	95.00%	90.00%	75.00%	72.00%	41%	43%	33%	23.24%	
	大中华区										
LVMH	全球	17.02%	11.50%	-15.49%	-37.84%	-10.20%	-6%	84%	20%	35.39%	
	大中华区										
Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)	全球	2.26%	-30.10%	-46.60%	-38.50%	-20.40%	10.30%	44.35%	17.40%		
	亚太地区	1.70%	4.30%	-22.90%	-30.60%		128%				
历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日季度)	全球	2%	-47%	-26%	1%			127.47%			
	亚太地区	-6%	-29%	-6%	21%						
CK	全球	-43.00%	1.00%							-1.30%	
	大中华区										
	全球	0%	4%	5%	0%	-4%		98%	45%		

化妆品品牌	Burberry (20Q4 代表 截至 12 月 26 日的季 度)	大中华 区									
		全球	13.22%	-9.80%	-63.29%	-33.74%	4.84%	48.19%	115.71%	40.30%	23.65%
	加拿大鹅	大中华 区	104.10%	17.54%	-45.30%	-15.54%	42.03%	85.90%			
		全球	15.08%	9.25%	-11.31%	-66.49%	-23%	-17.12%	0.42%	17%	23.58%
	Capri	大中华 区	15%	7%	-20%	-64%	-19%	-9%	17%		
		全球	-19.43%	-52.78%	-13.68%	-7.19%	18.70%	125.87%		26%	27% 12.9%
	Tapestry (20Q4 代表 截至 6 月 27 日季度)	大中华 区	35.59%	35.51%	-40.68%	-8.23%	1.25%	-0.241	0.5526	25%	5.80%
		全球	-5%					1.21	5%	14.19%	
	Pandora (20Q3 代表 截至 9 月 30 日季度)	大中华 区									
		全球	10.53%	15.46%	-10.66%	-32.31%	-8.55%	4.95%	10.13%	32.31%	14.14% 10.00%
	雅诗兰黛	大中华 区	23.74%	29.31%	-3.93%	12.14%	8.60%	34.57%	-29.46%	15%	7.15%

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。