

2022年8月8日

# Adidas 大中华区二季度营收同比下滑 35%

## 纺织服装行业周报

### 主要观点：

进入 Q3 以来，我们认为品牌服装的景气度好于纺织制造。我们推荐三条主线：（1）所处细分行业景气度高：推荐新能源汽车内饰标的兴业科技、露营标的牧高笛；（2）品牌服装估值修复：推荐报喜鸟、锦泓集团。（3）从长期来看，目前估值跌至布局区间：比音勒芬、华利集团。

### 行情回顾：跑输上证综指 1.59PCT

本周，上证综指下跌 0.81%，创业板指上涨 0.49%，SW 纺织服装板块下跌 2.4%，跑输上证综指 1.59PCT、跑输创业板指 2.89PCT，其中，SW 纺织制造下跌 2.11%，SW 服装家纺下跌 2.36%，SW 饰品下跌 2.11%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 15.5。本周，纺织机械表现最好，涨幅为 0.7%；高端女装表现最差，涨幅为-6.78%。

### 行情数据追踪：本周中国棉花价格指数下跌 1%

截至 8 月 5 日，中国棉花 328 指数为 15688 元/吨，本周下跌 1%。截至 8 月 5 日，中国进口棉价格指数（1%关税）为 18998 元/吨，本周下跌 2%。截至 7 月 28 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 21569 元/吨，上涨 0.46%。整体来看，国内外棉价差倒挂较上周缩小，目前外棉价格高于内棉价格 3310 元。

行业新闻：优衣库中国供应商较疫情前新增 85 家；PRADA 申请冻结寺库 1100 万元资产；欧洲消费品零售行业收并购活动放缓，交易金额同比下滑 38%；雅诗兰黛集团洽购 Tom Ford，品牌估值或超 30 亿美元；Tod's 集团将私有化退市，LVMH 继续持有其股份；Adidas 最新季报：销售额同比增长 10%好于预期，但中国市场复苏速度仍不理想，大中华区二季度营收同比下滑 35%；HOKA ONE ONE 以“惊人速度”增长，推动 UGG 的母公司 Deckers 上季度收入增长 22%

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	4
2. 行情回顾：跑输上证综指 1.59PCT	4
3. 行业数据追踪	5
3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 1%	5
3.2. 羊毛价格受市场需求走低影响略有下降	6
3.3. 6 月服装社零同比增长 3.1%、累计同比下降 0.7%	7
3.4. 6 月服装行业线上销售额 545.2 亿元，同比增长 19.33%	8
3.5. 6 月全国房屋竣工面积降幅环比扩大、家纺作为地产产业链后周期行业压力加大	9
3.6. USDA：7 月中国棉花需求环比上月持平	10
3.7. 6 月服装及衣着附件金额出口同比上升 19.08%	12
4. 行业新闻	12
4.1. 优衣库中国供应商较疫情前新增 85 家	12
4.2. PRADA 申请冻结寺库 1100 万元资产	13
4.3. 欧洲消费品零售行业收并购活动放缓，交易金额同比下滑 38%	14
4.4. 雅诗兰黛集团洽购 Tom Ford，品牌估值或超 30 亿美元	15
4.5. Tod's 集团将私有化退市，LVMH 继续持有其股份	15
4.6. Adidas 最新季报：销售额同比增长 10%好于预期，但中国市场复苏速度仍不理想	16
4.7. HOKA ONE ONE 以“惊人速度”增长，推动 UGG 的母公司 Deckers 上季度收入增长 22%	18
5. 风险提示	18

## 图表目录

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)	4
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 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)	4
图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)	4
图 6 本周纺织服装行业市场表现排名	5
图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况	5
图 8 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算)	6
图 9 2020 年中至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)	6
图 10 2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 (澳分/公斤)	7
图 11 社会零售品销售额及同比增长率 (亿元, %)	7
图 12 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, %)	7
图 13 网上实物零售额同比增速	8
图 14 2022 年 6 月纺织服装线上销售情况	9
图 15 房屋竣工面积及同比增速 (万平方米)	9
图 16 房屋新开工面积及增速 (万平方米)	9
图 17 服装及衣着附件月出口量及同比增速 (亿美元, %)	12

图 18 纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比增速（亿美元，%） .....	12
表 1 2022 年 7 月 USDA 2022/2023 年度全球棉花供需预测表 .....	11
表 2 2022 年 7 月 USDA 2022/2023 年度中国棉花供需预测表 .....	11
表 3 重点跟踪公司 .....	18
表 4 各公司收入增速跟踪 .....	19

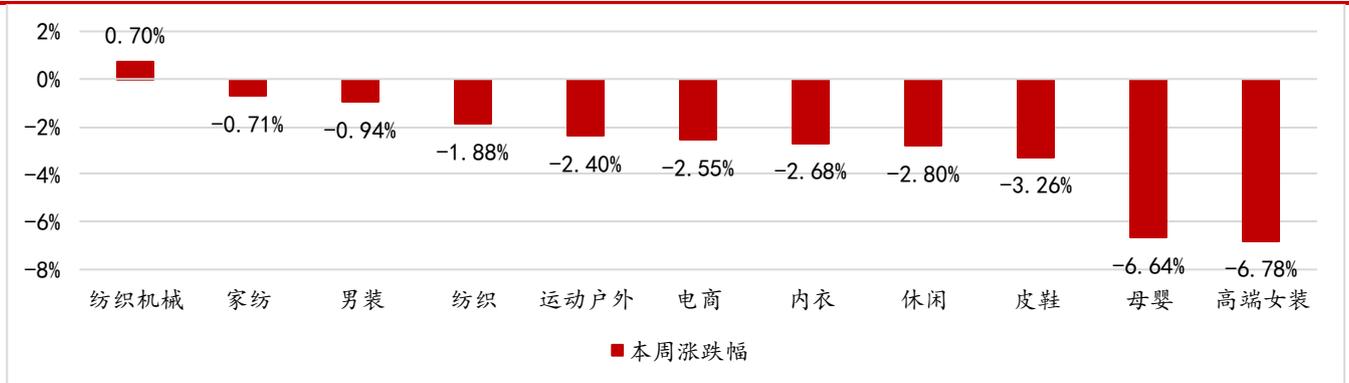
## 1. 本周观点

进入 Q3 以来，我们认为品牌服装的景气度好于纺织制造。我们推荐三条主线：  
 (1) 所处细分行业景气度高：推荐新能源汽车内饰标的兴业科技、露营标的牧高笛；  
 (2) 品牌服装估值修复：推荐报喜鸟、锦泓集团。(3) 从长期来看，目前估值跌至布局区间：比音勒芬、华利集团。

## 2. 行情回顾：跑输上证综指 1.59PCT

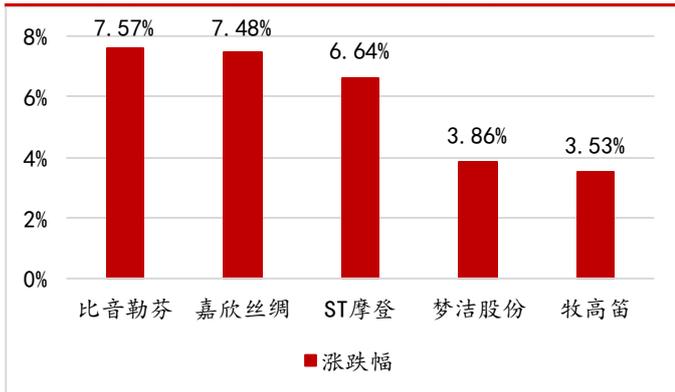
本周，上证综指下跌 0.81%，创业板指上涨 0.49%，SW 纺织服装板块下跌 2.4%，跑输上证综指 1.59PCT、跑输创业板指 2.89PCT，其中，SW 纺织制造下跌 2.11%，SW 服装家纺下跌 2.36%，SW 饰品下跌 2.11%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 15.5。本周，纺织机械表现最好，涨幅为 0.7%；高端女装表现最差，涨幅为-6.78%。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



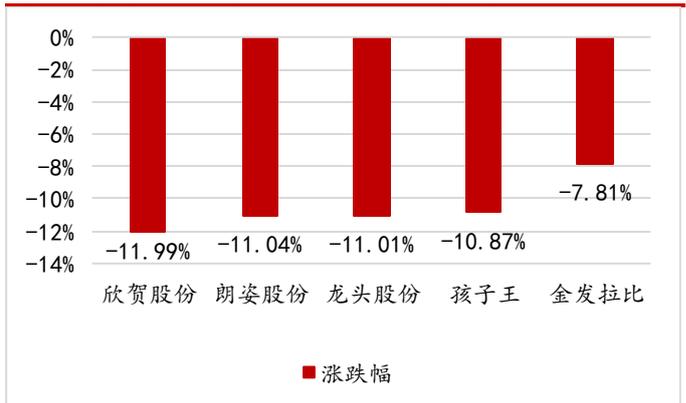
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)



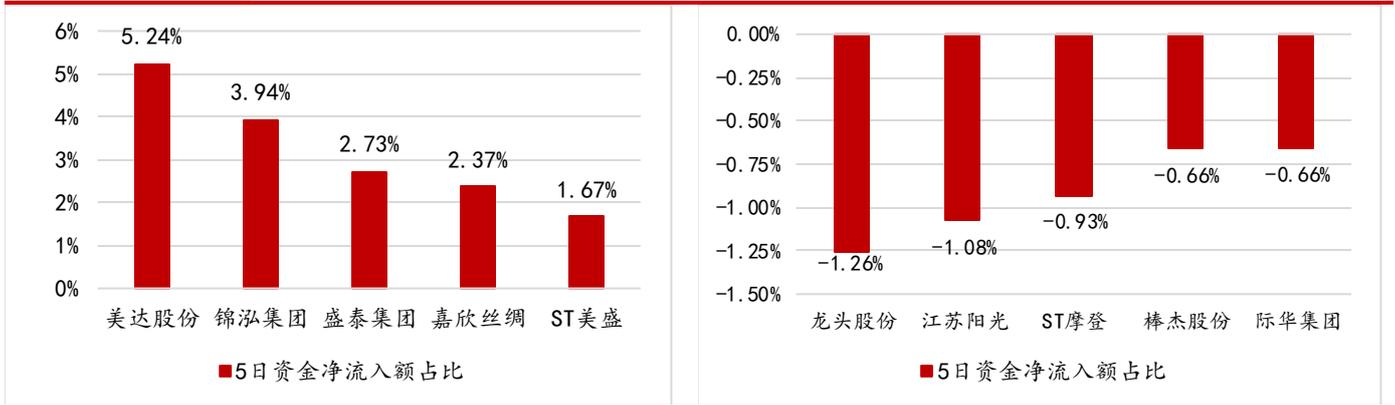
资料来源：wind，华西证券研究所

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

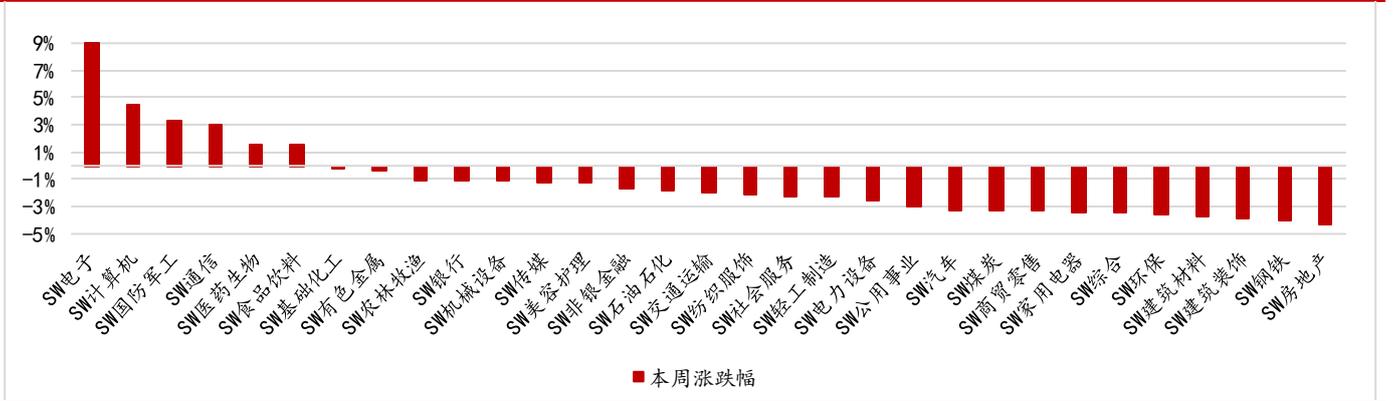
图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%) 图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 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 7 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

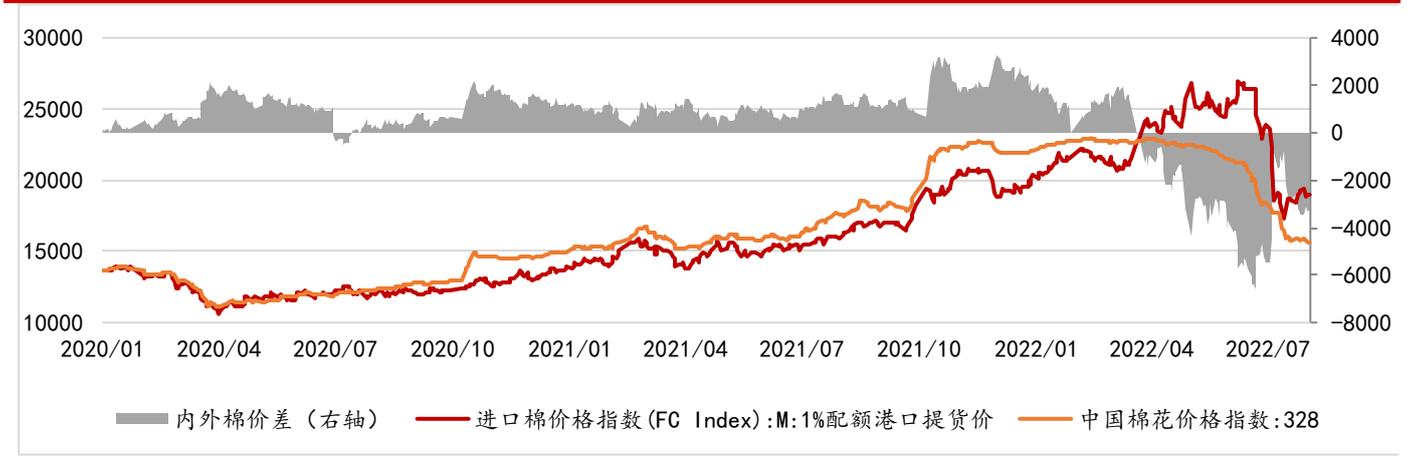
#### 3.1. 本周中国棉花价格指数下跌 1%

截至 8 月 5 日, 中国棉花 328 指数为 15688 元/吨, 本周下跌 1%。截至 8 月 5 日, 中国进口棉价格指数 (1%关税) 为 18998 元/吨, 本周下跌 2%。截至 7 月 28 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 21569 元/吨, 上涨 0.46%。整体来看, 国内外棉

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

价差倒挂较上周缩小，目前外棉价格高于内棉价格 3310 元。

图 8 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 9 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. 羊毛价格受市场需求走低影响略有下降

截至 7 月 15 日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1380 澳分/公斤、折合人民币 6.339 元/吨（1 澳元=4.59 元人民币），价格较 1468 澳分/公斤高点有所下降，我们判断主要由于市场需求端不足。

图 10 2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（澳分/公斤）



资料来源：wind，华西证券研究所

### 3.3. 6 月服装社零同比增长 3.1%、累计同比下降 0.7%

2022 年 6 月，我国社会消费品零售总额 38742 亿元，同比增长 3.10%、累计同比下降 0.7%。服装鞋帽、针纺织品类 6 月零售总额 1198 亿元，同比增长 1.2%、累计同比下降 6.5%。

2022 上半年，全国网上零售额 63007 亿元，同比增长 3.1%。其中，实物商品网上零售额 54493 亿元，增长 5.6%，占社会消费品零售总额的比重为 25.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 15.7%、2.4%、5.1%。

图 11 社会零售品销售额及同比增长率（亿元，%）



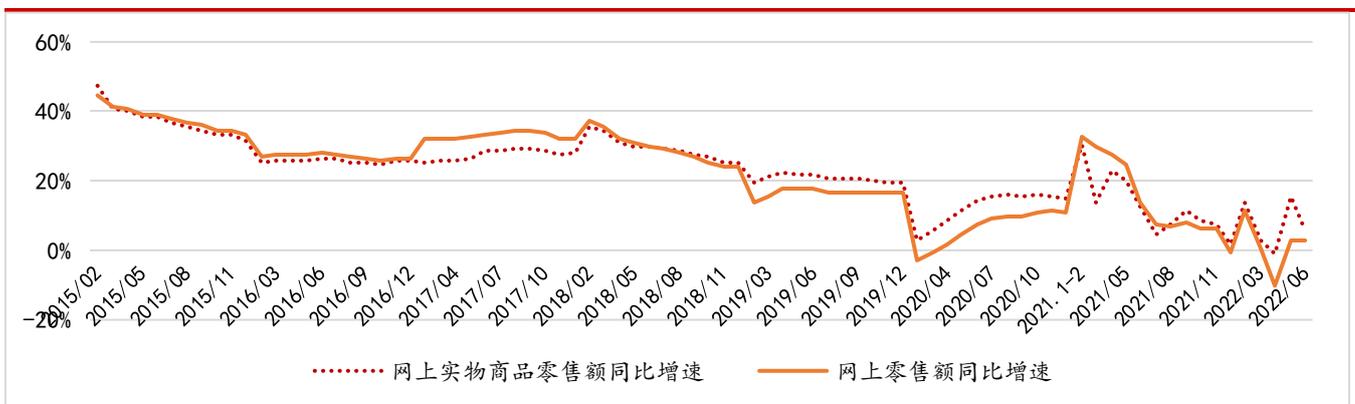
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 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 13 网上实物零售额同比增速

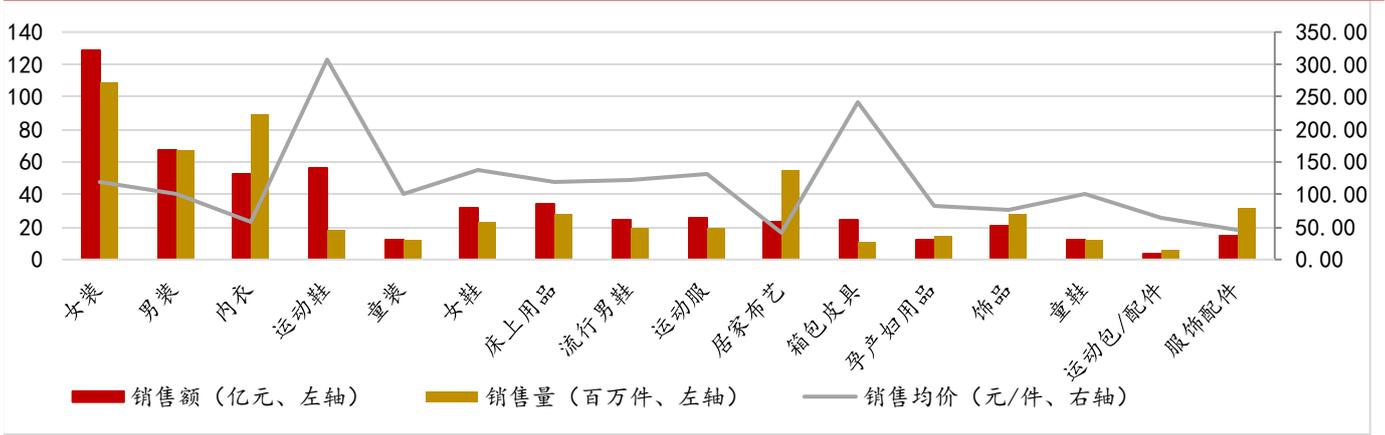


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

### 3.4. 6 月服装行业线上销售额 545.2 亿元，同比增长 19.33%

2022 年 6 月，我国服装行业共实现线上销售额 545.2 亿元，同比增长 19.33%。从细分品类看，6 月女装销售额最高，达 129.06 亿元，同比增长 15.56%；6 月运动鞋平均单价最高，达 307.57 元/双，同比增长 10.49%。

图 14 2022 年 6 月纺织服装线上销售情况

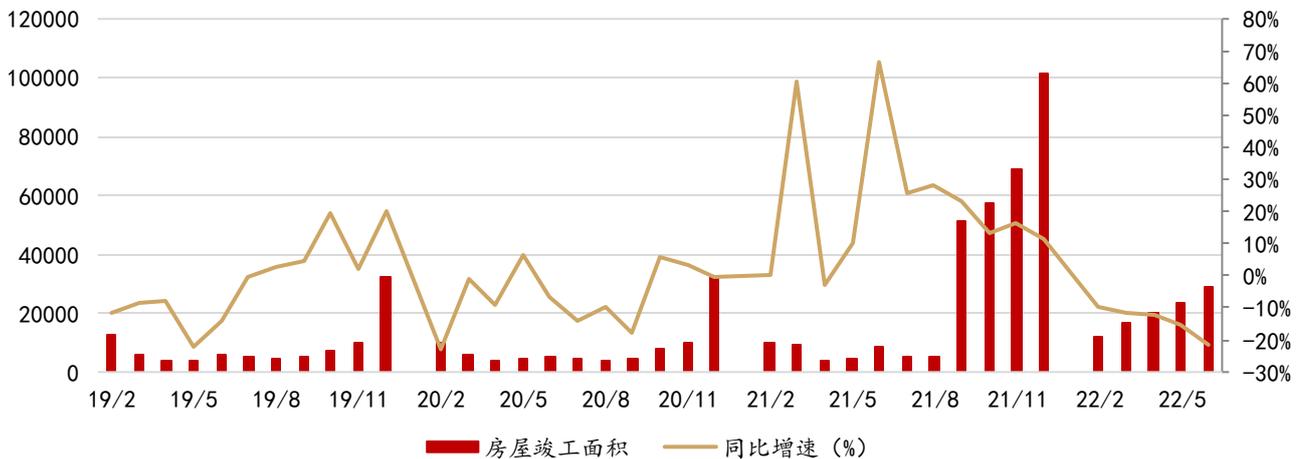


资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3.5. 6 月全国房屋竣工面积降幅环比扩大、家纺作为地产产业链后周期行业压力加大

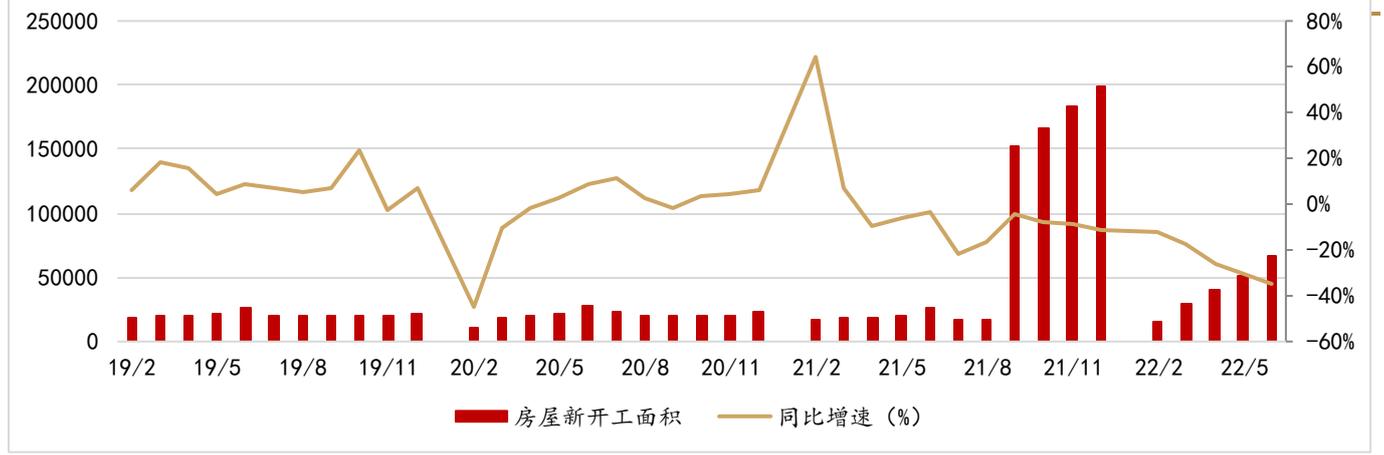
2022 年 6 月，全国房屋竣工面积同比下降 22.57%、增速较 5 月下降 6.2PCT；2022 年全国房屋竣工面积累计同比下降 34.4%、降幅较 1-5 月扩大 3.8PCT，家纺作为地产产业链后周期行业压力加大。

图 15 房屋竣工面积及同比增速（万平方米）



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 房屋新开工面积及增速（万平方米）



资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3.6. USDA: 7 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 7 月全球棉花供需平衡表, 2022/2023 年度全球棉花总产预期为 2614.1 万吨, 环比上月预测调减 26.2 万吨; 消费需求预期为 2611.1 万吨, 环比下降 35.1 万吨; 期末库存预期 1834.6 万吨, 环比调增 32.4 万吨。

**表 1 2022 年 7 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)	1829.7
全球:棉花:产量 (万吨)	2614.1
全球:棉花:进口 (万吨)	1009.6
全球:棉花:国内消费总计 (万吨)	2646.2
全球:棉花:出口 (万吨)	1009.8
全球:棉花:损耗 (万吨)	-
全球:棉花:期末库存 (万吨)	1834.6
全球:棉花:总供给 (万吨)	3674.2
全球:棉花:收获面积 (百万公顷)	33.3
全球:棉花:库存消费比	0.69
全球:棉花:单产 (公斤/公顷)	785

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 7 月中国棉花供需平衡表, 2022/2023 年度中国棉花总产预期为 598.7 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 816.5 万吨, 环比上月调减 10.9 万吨; 期末库存预期 812.7 万吨, 环比调增 15.3 万吨。

**表 2 2022 年 7 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)	854.6
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)	816.5
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)	812.7
棉花:收获面积:中国 (百万公顷)	3.15
棉花:库存消费比:中国	0.98
棉花:单产:中国 (公斤/公顷)	190.1

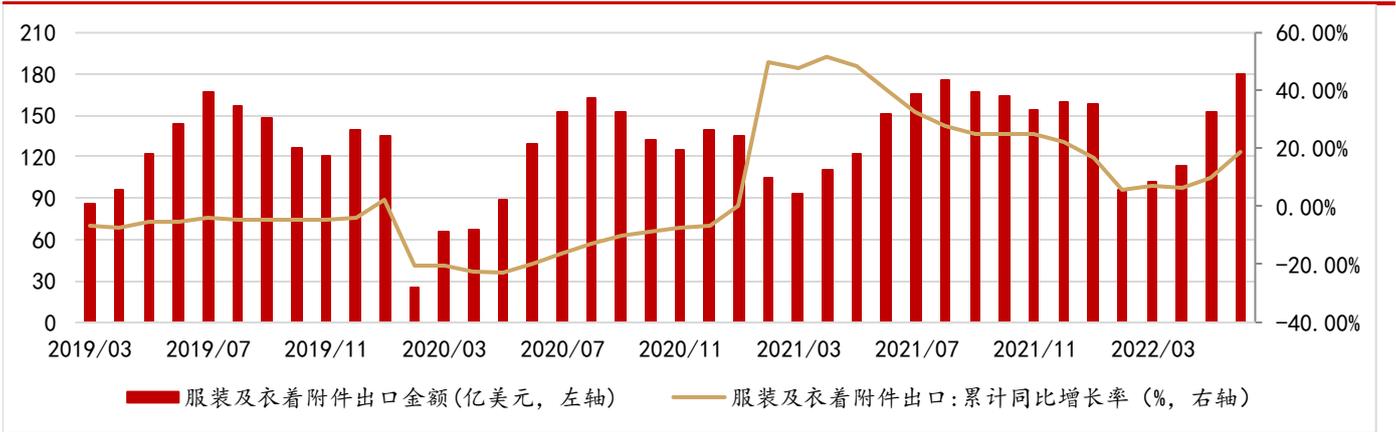
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3.7. 6 月服装及衣着附件金额出口同比上升 19.08%

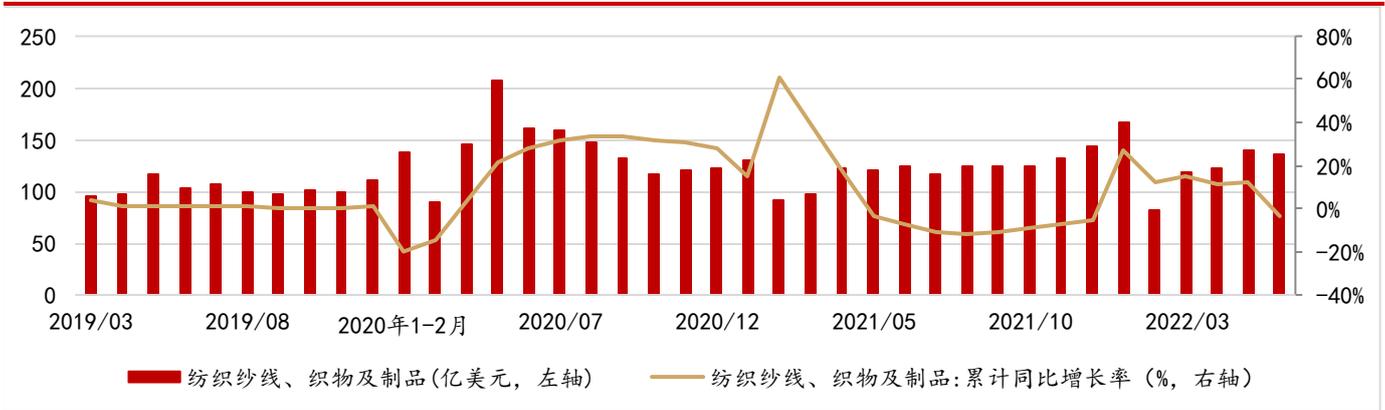
据海关总署统计, 2022 年 6 月, 服装及衣着附件出口金额为 180.4 亿美元, 同比上升 19.08%; 前 6 个月累计服装及衣着附件出口金额为 801.7 亿美元, 同比增长 11.82%。2022 年 6 月, 纺织纱线、织物及制品出口金额为 135.04 亿美元, 同比增长 8%; 前 6 个月累计纺织纱线、织物及制品出口金额为 763.18 亿美元, 累计同比增长 11.25%。

图 17 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 18 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. 优衣库中国供应商较疫情前新增 85 家

中服圈消息: 近日, 迅销集团在官方网站发布优衣库日本 7 月销售数据, 披露优

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

衣库日本直营店同店可比收入增长 0.1%，总销售额上升 2.0%。

与此同时，该公司更新了主要代工厂名单，其中中国供应商有 213 家，较疫情前新增 85 家。而快时尚品牌的 Zara 去年五年来首次减少中国供应商数量。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/1F0tQ4RkJ11mlgRlbyBlw>)

## 4.2. PRADA 申请冻结寺库 1100 万元资产

中服圈消息：奢侈品牌 PRADA 近日申请冻结奢侈品电商寺库名下 1100 万余元及相应价值财产，期限为一年。该申请被上海市嘉定区人民法院裁定符合规定，并立即开始执行。

该裁定源于普拉达时装商业(上海)有限公司与上海寺库电子商务有限公司相关仲裁程序中的财产保全文书，申请人普拉达时装商业(上海)有限公司是 PRADA ASIA PACIFIC LIMITED(Prada 亚太)的全资子公司。

除 PRADA 外，寺库还与多家供应商或合作方发生合同纠纷。

天眼查 APP 显示，2022 年来，北京寺库商贸有限公司及其子公司上海寺库电子商务有限公司作为被告涉及多起买卖合同纠纷、借款合同纠纷，原告公司包括沈阳商业城百货有限公司、上海龙之梦百货有限公司等。

浙江大学国际联合商学院数字经济与金融创新研究中心联席主任、研究员盘和林曾分析认为，寺库的问题与其经营相关，其定位为奢侈品，本身品类限制较多。因此商品不够丰富，缺乏流量支持。同时当前消费者能够买到奢侈品的渠道也越来越多。从比价上，免税店的进口奢侈品性价比更高，而很多海外奢侈品牌在中国遭遇了滑铁卢，而寺库对于国潮产品的重视度又不足。其二，寺库也受到疫情的影响，很多品类商品国际供应链不畅。

红星资本局注意到，寺库也被消费者接连投诉。在黑猫投诉平台搜索“寺库”，相关投诉共有 17210 条。今年 7 月以来的大部分投诉，均涉及寺库平台不发货也不退款、申请退款无反应等问题。在这些消费者投诉中，寺库的反馈包括“系统升级”“退款审核”等原因，其中一位涉及金额 18270 元的消费者称下单 9 个月了，寺库未发货也不退款。

对于消费者维权一事，上海大邦律师事务所游云庭律师表示，从寺库近期收到大量投诉看，需要考虑寺库是否有偿还能力。对于具体案件中的消费者而言，最好的维权方式是起诉，寺库并非完全停止运营，后续法院可以进行强制执行。如果消费者考虑到诉讼维权的成本问题，可以选择在互联网法院起诉。另外，也可以尝试向市场监管部门和消保委投诉，尝试通过有关部门和消保组织维权。

在资本市场上，寺库也不太顺利。

2017 年 9 月 22 日，寺库头顶“中国奢侈品电商第一股”的头衔，在美国纳斯达克上市，发行价为 13 美元/股。上市一年后，寺库股价持续下跌，截至 8 月 1 日收盘价为 0.26 美元/股，相比发行价跌去 98%。

2021 年 12 月，寺库公告称，由于连续 30 个工作日股票收盘价低于 1 美元，公司收到纳斯达克的退市警告。根据纳斯达克上市规则，恢复合规的适用宽限期为 180 天，直到 2022 年 6 月 15 日，收到退市警告的公司股票收盘价需等于或大于每股 1.00 美元。

从收到退市警告至今，寺库的股价未突破 1 美元，且走势持续下降。对此，2022 年 6 月，寺库申请将其美国存托凭证(ADS)从纳斯达克全球市场转移至纳斯达克资本市场。所谓纳斯达克资本市场，是纳斯达克专为成长期的公司提供的市场，财务指标要求没有全球市场标准严格。

值得注意的是，2021 年和 2022 年，寺库的年报信息提交均出现延迟。未按期递交的年报里，是该公司营收利润双跌的业绩。2021 财报显示，寺库全年营收为 31.3 亿元，同比下跌 48%；净亏损 5.66 亿元，同比增加 547%。

(原文链接 <https://mp.weixin.qq.com/s/n5WLqe3rdsiCUpOhnC7yZQ>)

### 4.3. 欧洲消费品零售行业收并购活动放缓，交易金额同比下滑 38%

华丽志消息：随着一场生活成本危机在欧洲爆发，该地区零售和消费品行业的并购交易活动与其他行业相比急剧放缓。

全球各地的通货膨胀现象改变了人们的购物方式，许多家庭在购物时倾向于选择更便宜的本土品牌产品，而不再是联合利华、宝洁和雀巢等集团大力营销的主打品牌。

根据六位银行家和并购案律师向《路透社》表达的观点，欧洲目前消费品零售业存在的不确定性以及潜在的经济衰退，使得收购交易的买卖双方之间就企业估值很难达成一致。

法国巴黎银行负责消费者、健康和零售咨询的投资银行团队董事总经理 Gaurav Gooptu 表示：“我们看到零售行业的销售量下降，人们不再购买品牌产品，而是选择一些超市的自有品牌。如果需求方放缓，经济衰退来临，消费品公司的收入和利润都将遭受打击，最终导致估值受到影响。”

根据 Refinitiv 的数据，到目前为止，今年欧洲消费与零售行业的收购交易金额较去年同期相比下滑了 38% 至 373.77 亿英镑。相比之下，全行业交易金额仅下降了 4%，约为 4991.9 亿英镑。该行业交易数量也下降了 24%，共计 1074 笔，而全行业交易数量下降了 12%，至 10425 笔。

花旗集团 EMEA（欧洲中东非洲）消费品投资银行团队联席主管 Robert Plowman 表示：“今年并购活动已经放缓。虽然较长时间酝酿的大型战略交易已经展开，但一些中等规模，特别是私募股权投资公司驱动的交易活动目前暂缓。”

随着通货膨胀的蔓延和股市的暴跌，许多公司董事会的收购扩张欲望受到抑制，全球交易正进入“旱季”。

印度信实集团和阿波罗全球管理集团（Apollo Global Management）曾在 4 月宣布计划联合竞购英国高端连锁药店 Boots，但最终交易泡汤。

今年年初，联合利华连续三次提出希望收购 GlaxoSmithKline（葛兰素史克）公司的消费品健康业务，但同样未能达成交易。该业务于本月上市，市值为 305 亿英镑，远低于联合利华给到的 500 亿英镑最终报价。

还有年初曾有英国消费品巨头利洁时公司（Reckitt Benckiser）考虑出售配方奶粉业务的消息，后续报道也称买家们对这笔潜在交易没有兴趣。

消费品公司正在投资那些受到疫情影响，处在供应链中上游的公司。知名律所贝克·麦坚时（Baker McKenzie）消费品全球主席 Kurt Haegeman 称，“很多公司正在努力掌控他们的供应链。”

另外，要确保投资对象符合欧盟委员会提出的可持续发展要求，也是众多公司在投标时顾虑的一环。全球律师事务所 White&Case 合伙人 Jacquelyn MacLennan 表示：“这些法规将要求查看公司的生产设备进行核实。”

预计收并购交易量将要等到 2023 年才能有所回升。Plowman 表示：“卖家们也许在想：让我们等到夏天之后或明年看看，而不是现在就行动。在第三或第四季度之前，

我们也无法估计明年会是什么情况。”

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/Pv1uNJuzSdmB5fom2hw71Q>)

#### 4.4. 雅诗兰黛集团洽购 Tom Ford, 品牌估值或超 30 亿美元

华丽志消息: 据《华尔街日报》援引知情人士的消息, 美国雅诗兰黛集团 (Estée Lauder Companies) 目前正与美国设计师品牌 Tom Ford (汤姆福特) 洽谈收购事宜, 交易对 Tom Ford 的品牌估值或到达 30 亿美元甚至更高, 如果交易达成, 将是雅诗兰黛集团史上最大的收购案。

今年 7 月, 彭博社报道了 Tom Ford 正在投资银行高盛的帮助下寻求出售的消息。

雅诗兰黛集团目前市值接近 1000 亿美元, 有充足的资金进行这项收购。但一位知情人士透露, 雅诗兰黛集团并非唯一的竞购者。

Tom Ford 创立于 2005 年, 以男装闻名, 也包含女装、配饰以及高端美妆和香水业务。2005 年, Tom Ford 曾指导雅诗兰黛青春之露 Youth Dew 琥珀流金香氛系列的创作工作, 之后不久便创立了定位高端美妆品牌的 Tom Ford 美妆品牌 (Tom Ford Beauty), 而雅诗兰黛集团正是其香水美妆业务的长期授权经营方。Tom Ford 美妆业绩表现出色, 尤其是香水品类, 销售额约为 2.75 亿美元。

雅诗兰黛集团执行官在今年 5 月的第三季度财报电话会议中称, Tom Ford 美妆是少数几个销售额实现两位数增长的品牌之一, 还强调了中国市场对这样的奢侈美妆品牌的强烈需求。

雅诗兰黛集团主营护肤、美妆和香水, 旗下有雅诗兰黛 (Estée Lauder), MAC, 倩碧 (Clinique), La Mer (海蓝之谜) 和 Aveda 等高端品牌组合。

在近期巴黎举办的德意志银行 (Deutsche Bank) 会议上, 雅诗兰黛集团首席财务官 Tracey Thomas Travis 曾表示: “Tom Ford 和 Jo Malone 是 (集团旗下) 中型体量品牌中规模最大的两个, 在未来几年将突破 10 亿美元成为大型品牌。”

她还说道, 尽管雅诗兰黛集团以往的许多收购聚焦护肤和彩妆, “我们以往并不收购香水业务, 但考虑到策略转变上的成功, 香水品类对我们来说也是一个收购机会。”

2021 年, 雅诗兰黛集团关闭了旗下设计师香水部门 Aramis & Designer Fragrances, 授权香水业务改由其他合作伙伴负责, 以全力聚焦自己优势的奢侈和高级香水品牌组合, 作为未来长期的核心业务。(详见《华丽志》历史报道: 雅诗兰黛集团将关闭设计师品牌香水授权部门, 聚焦更高级的香水业务)

(截至 2022 年 3 月 31 日的) 2022 财年第三季度, 雅诗兰黛集团旗下香水业务在全球表现都很出色, 净销售额同比增长 28% 至 5.79 亿美元, 经营利润同比增长 100% 至 1.05 亿美元。

至于 Tom Ford 的高级服装业务, 据知情人士, 若完成收购, 雅诗兰黛有可能将该业务授权给其他公司经营。

雅诗兰黛集团多年来一直积极进行收购, 但此前的收购规模相对较小。2021 年, 雅诗兰黛集团以约 22 亿美元的收购了加拿大创新美妆公司 Deciem 的多数股权, 是之前集团最大的收购案; 2019 年还以 17 亿美元分价格收购了韩国美妆公司 Have & Be。

(原文链接: [https://mp.weixin.qq.com/s/NX\\_ZaTpslwrk6oh0NwNxYw](https://mp.weixin.qq.com/s/NX_ZaTpslwrk6oh0NwNxYw))

#### 4.5. Tod's 集团将私有化退市, LVMH 继续持有其股份

华丽志消息：8月3日，意大利奢侈品集团 Tod's（托德斯）的创始家族和最大股东 Della Valle 家族在一份声明中表示，将斥资 3.38 亿欧元收购集团的其余股份并将其私有化，旨在推动品牌的复兴进程。

Della Valle 家族将以 40 欧元/股的要约价进一步收购 25.55% 的股份，该价格较周二收盘价溢价 20.4%，对公司的整体估值为 13.2 亿欧元。40 欧元/股也是集团 2000 年上市时的发行价。

收购完成后，Della Valle 家族将持有集团 90% 的股份，LVMH 集团将继续持有 10% 的股份。

截至 2022 年 4 月 14 日，Della Valle 家族直接和间接持有 Tod's 集团 64.45% 的股份和 76.46% 的投票权，其中集团创始人兼董事会主席 Diego Della Valle 持有 63.64% 的股份和 75.47% 的投票权，弟弟 Andrea Della Valle 持有 0.81% 的股权和 0.99% 的投票权。LVMH 集团全资子公司 Delphine S.A.S. 持有 Tod's 集团 10% 的股份和 8.02% 的投票权。

以经典的豆豆鞋闻名，Tod's 由 Della Valle 兄弟的祖父在 20 世纪初创办的制鞋作坊发展而来，旗下品牌还包括法国奢华配饰品牌 Roger Vivier（罗杰·维维亚）、意大利高级鞋履品牌 HOGAN（豪格）和时尚品牌 Fay。

截至 2021 年 12 月 31 日，Tod's 集团年销售额增长近 40%，几乎与疫情前的 2019 年持平，这也是其年销售额连续五年下滑后的首次反弹。最近的截至 3 月 31 日的 2022 年一季度，集团销售额同比增长 23% 至 2.196 亿欧元，超过分析师预期的 2.12 亿欧元以及 2019 年同期的 2.16 亿欧元。

Della Valle 兄弟表示，我们的目标是提升集团旗下各个品牌的价值，赋予他们强大的知名度和运营自主权。

“我们打算加强品牌在高质量和高端奢侈品市场的定位，进一步提高其吸引力，不上市能够使公司专注于增长战略而不受短期结果的影响。”Della Valle 兄弟补充说。

2021 年 4 月，法国奢侈品巨头 LVMH 集团以 33.1 欧元/股的价格收购了 Diego Della Valle 持有的 6.8% 股权，将持股比例提高至 10%。值得一提的是，Diego Della Valle 自 2002 年起便是 LVMH 集团的董事会成员之一。

2021 年 5 月，Diego Della Valle 在参加英国《金融时报》奢侈品行业峰会表示，如果有一天我决定出售，我会信任像 Bernard Arnault 这样的人。不过我和家族目前没有出售 Tod's 集团的计划。

私有化消息传出后，Tod's 集团股价在 8 月 3 日开盘后迎来大涨，截至意大利当地时间 8 月 3 日中午 12 时，股价上涨 20.53% 至 40.28 欧元/股，略高于要约价。

截至当地时间 8 月 2 日收盘，Tod's 集团股价今年已累计下跌 32%。Tod's 集团自 2000 年上市后，曾于 2013 年达到 145.5 欧元/股的历史性高位，受疫情影响曾在 2020 年跌至 17.8 欧元/股的历史性低位。

（原文链接：[https://mp.weixin.qq.com/s/4X\\_3d3M6tiEiGDs-wh0vhw](https://mp.weixin.qq.com/s/4X_3d3M6tiEiGDs-wh0vhw)）

## 4.6. Adidas 最新季报：销售额同比增长 10% 好于预期，但中国市场复苏速度仍不理想

华丽志消息：8 月 4 日，德国运动集团 Adidas AG（阿迪达斯）发布了（截至 2022 年 6 月 30 日）的 2022 财年第二季度关键财务数据：得益于西方市场的强劲势头，销售额同比增长 10% 至 55.96 亿欧元（排除汇率变动影响后：+4%）。由于中国市场复

苏速度低于预期，Adidas 下调了全年预期并预计大中华区收入将会出现两位数下降。

Adidas 首席执行官 Kasper Rorsted 说：“在宏观经济不确定性加剧的情况下，我们的西方市场在第二季度继续表现出强劲的势头。随着亚太地区恢复增长，我们 85% 以上的市场已呈两位数增长。”

“随着体育运动在今年夏天重回视野，我们的足球、跑步和户外产品类别的销售额都实现了两位数增长。”

由于越南去年的封锁导致供应链受限，导致 Adidas2022 年第二季度销售额损失了约 2 亿欧元。此外，Adidas 决定暂停其在俄罗斯的业务，使第二季度销售额减少了 1 亿多欧元。

就渠道而言，2022 年第二季度，DTC（直面消费者）和批发业务增长均超过 20%。在 DTC 业务中，电子商务（目前占公司总业务的 20% 以上）呈现两位数的增长，反映出强劲的产品销售。

就产品类别而言，Adidas 战略增长品类足球、跑步和户外用品的销售额增长最为强劲，均以强劲的两位数速度增长。

就市场而言，在 DTC 和批发业务的推动下，第二季度北美地区销售额同比增长 21%；拉丁美洲销售额同比增长 37%，而亚太地区则恢复了增长，尽管亚太地区旅游活动仍然受限，排除汇率变动影响后，该地区仍然增长了 3%。

当谈及中国市场，Kasper Rorsted 表示：“中国的宏观经济环境仍然具有挑战性。”由于新冠疫情相关的防控措施，中国市场复苏速度低于预期。

此前 7 月 26 日 Adidas 曾宣布，由于大中华区的销售恢复速度不够理想，将会下调对 2022 财年全年表现的预期。集团在声明中表示，虽然因为亚太市场重回增长，以及西方市场的强势表现，第二季度的表现要好于预期，但是在大中华区的销售复苏速度要比预期的更慢。

不包括大中华区，Adidas 其他地区第二季度销售额在排除汇率变动影响后增长了 14%。

基于此，Adidas 调整了 2022 财年的指导：

排除汇率变动影响后，集团销售额将以中高个位数的速度增长（之前预计增长为 11%~13%），主要是由于大中华区收入将出现两位数下降；

尽管到目前为止，在大中华区以外的任何市场的产品销售量都没有明显放缓或批发订单大幅取消的情况，但调整后的指导也说明了这些市场的消费者支出可能放缓，因此，预计欧洲、中东和非洲地区销售额将以 10-15% 的幅度增长（此前预计的增幅为：10-20%），亚太地区销售额预计将以较高的个位数增长（此前预计的增幅为：10-20%）；

尽管对下半年消费者支出的发展持较为保守的看法，Adidas 提高了对北美和拉丁美洲的预测，这反映出该品牌在这些市场的强劲势头：排除汇率变动影响后，北美地区将以 15-20% 的速度增长（此前预计的增幅为：10-20%）；拉丁美洲的销售额增长预计在 30-40%（此前预计的增幅为：10-20% 或 15-20%）；

由于不利的市场组合以及大中华区年底前清理过剩库存的影响，目前预计 2022 年毛利率为 49.0%（之前预计为 50.7%）；营业利润率预计为 7.0%（之前预计为 9.4%）；持续运营净利润预计为 13 亿欧元（之前预计为 18 亿欧元~19 亿欧元）。

2022 财年第二季度，Adidas 关键财务数据如下：销售额同比增长 10% 至 55.96 亿欧元（排除汇率变动影响后：+4%）；营业利润同比下滑 28% 至 3.92 亿欧元，营业利润率为 7.0%；毛利率下降 1.5 个百分点至 50.3%，反映了供应链成本的大幅上升；持续运营净利润为 3.6 亿欧元，去年同期为 3.87 亿欧元；

2022 上半财年，Adidas 关键财务数据如下：销售额同比增长 5% 至 108.97 亿欧元（排除汇率变动影响后：与去年持平）；毛利率下降 1.7 个百分点至 50.1%；营业利润由上一年的 12.48 亿欧元下滑至 8.28 亿欧元，营业利润率为 7.6%；持续运营净利润

为 6.71 亿欧元，去年同期为 8.9 亿欧元。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/1CUahxRQbKhFU-ObnJRqmg>)

## 4.7. HOKA ONE ONE 以“惊人速度”增长，推动 UGG 的母公司 Deckers 上季度收入增长 22%

华丽志消息：7 月 28 日，UGG、HOKA ONE ONE 等品牌的母公司、美国户外运动服饰集团 Deckers Brands 公布了（截至 2022 年 6 月 30 日的）2022/2023 财年第一季度关键财务数据，并重申了截至 2023 年 3 月 31 日的整个财年的财务前景。

Deckers Brands 在官方新闻稿中表示，在旗下美国户外运动品牌 HOKA ONE ONE（霍伽）的强劲增长推动下，第一季度收入增加了 22%。

Deckers 总裁兼首席执行官 Dave Powers 表示，“2023 财年开局 HOKA ONE ONE 强势增长，奠定了坚实的基础，将推动该品牌超越在过去 12 个月里达成的 10 亿美元（年销售额）的里程碑。HOKA ONE ONE 的惊人速度令人兴奋，随着该品牌逐渐融入我们的投资组合，Deckers 的整体季度财务和运营业绩将受益于此。此外，董事会最近批准了大量的股票回购授权，这表明我们对长期战略计划和未来机遇很有信心。”

Deckers 还重申了 2023 财年的财务规划，预计净销售额仍保持在 34.5 亿美元至 35 亿美元之间，摊薄后每股收益预计在 17.50 美元至 18.35 美元之间。

此外，董事会已批准将公司的股票回购授权增加 12 亿美元，这使公司的预授权总额达到约 15 亿美元。

截至 2022 年 6 月 30 日的第一季度，Deckers 集团关键财务数据如下：净销售额同比增长 21.8% 至 6.145 亿美元，按不变汇率计增长 23.5%；毛利率为 48.0%，上年同期为 51.6%；营业利润 5630 万美元，上年同期为 6180 万美元；摊薄后每股收益为 1.66 美元，上年同期为 1.71 美元；

按品牌：UGG：净销售额同比下降了 2.4% 至 2.079 亿美元；Hoka One One：净销售额同比增长了 54.9% 至 3.3 亿美元；Teva：净销售额同比增长了 2.0% 至 5960 万美元；Sanuk：销售额同比下降了 5.9% 至 1420 万美元；其他品牌（主要是 Koolaburra）：销售额同比下降了 45.3% 至 270 万美元；

按渠道：批发：净销售额同比增长了 24.7% 至 4.294 亿美元；零售：净销售额同比增长 15.4% 至 1.851 亿美元；

按地区：美国市场：净销售额同比增长 14.4% 至 3.845 亿美元；国际市场：净销售额同比增长 36.4% 至 2.299 亿美元。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/FYqYfeye0a9YIz0zXc0FXQ>)

## 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	3.63	43.47	0.51	0.56	6.46	5.88

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	2331. HK	李宁	买入	65.35	1710.78	1.82	2.23	33.7	27.5
	2020. HK	安踏体育	买入	87.7	2379.85	3.04	3.83	27.82	22.08
	3998. HK	波司登	买入	4.63	504.05	0.21	0.24	20.72	18.13
A 股	300979	华利集团	买入	58.75	685.61	2.98	3.59	23.18	19.24
	300218	安利股份	买入	12.6	27.34	1.55	1.14	9.00	12.24
	605080	浙江自然	买入	59.38	60.05	3.34	4.4	17.60	13.36
	003016	欣贺股份	买入	8.22	35.53	0.7	0.91	12.24	9.42
	601339	百隆东方	买入	5.23	78.45	0.93	0.83	5.95	6.66
	002154	报喜鸟	买入	3.75	54.73	0.37	0.46	11.78	9.48
	603877	太平鸟	买入	19.39	92.44	1.96	2.34	10.61	8.89
	603587	地素时尚	买入	14.1	67.84	1.59	1.87	9.85	8.37
	603558	健盛集团	买入	10.29	39.23	0.8	0.99	16.20	13.09
	300577	开润股份	买入	13.71	32.88	0.92	1.24	18.17	13.48
	002293	罗莱生活	买入	10.81	90.63	0.96	1.13	12.65	10.74
	002832	比音勒芬	买入	23.01	131.32	1.4	1.77	17.44	13.80
	002563	森马服饰	买入	5.24	141.17	0.59	0.69	9.93	8.49
	600398	海澜之家	买入	4.45	192.22	0.6	0.72	7.90	6.58
	603889	新澳股份	买入	6.08	31.11	0.69	0.86	9.67	7.76
	002327	富安娜	买入	7.57	62.79	0.75	0.85	10.68	9.42
	603365	水星家纺	买入	13.68	36.48	1.51	1.72	9.99	8.77
	600400	红豆股份	增持	4.59	105.71	0.03	0.05	178.00	106.80
	002780	三夫户外	买入	11.42	18.00	0.23	0.47	53.83	26.34
	300840	酷特智能	增持	9.33	22.39	0.38	0.48	28.05	22.21
	603808	歌力思	增持	9.06	33.44	0.87	1.04	11.07	9.26
	603908	牧高笛	买入	98.3	65.56	2.82	3.68	30.5	23.37
	605189	富春染织	买入	20.03	25.00	2.01	2.76	9.84	7.16
	300918	南山智尚	买入	9.04	32.54	0.5	0.63	19	15
	603518	锦泓集团	买入	7.64	26.53	0.84	1.14	9.76	7.19
	605138	盛泰集团	买入	11.64	64.67	0.49	0.68	25.14	18.12
	002674	兴业科技	买入	11.96	34.91	0.71	0.81	16.17	14.17

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=0.86 人民币；收盘价和市值均采用 2022 年 7 月 15 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	2022Q2
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%	3%
		中国	19.62%	-5.16%	-2.95%	6.02%	24.42%	51.33%	17.36%	11.35%	-	19.80%	-5%
	Lululemon	全球	19.70%	-16.66%	2.22%	21.97%	23.76%	88.12%	60.65%	29.80%	23.10%	31.55%	

电商	(20Q2 代表截至 8 月 2 日的季度)	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%	-	-6.96%	-4.98%	20.25%	3%	-0.06%	0.6%	-3%	
		大中华区	11.00%	16.10%	-58.00%	持平	-5.00%	19.00%	150.81%	-15%	-	19.40%	9.10%	-35%
	PUMA	全球	19.00%	20.57%	-1.48%	-	7.16%	9.10%	19.16%	20.40%	14.30%	19.70%		
		亚太区	32.71%	6.01%	-11.47%	-	-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%	26.85%		
		大中华区										9%		
	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%	-7.49%		
		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%				
	Deckers Brands	全球	5.56%	2.29%	10.7%	12.9%	19.36%	49.7%	35.28%	21.66%	26%	31.2%	21.8%	
		中国												
	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%	-	36.01%	10.53%	14.55%	50.96%	67.13%	48.46%		
		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%	-	-0.45%	-0.57%	-0.28%	46.99%	-5.84%	1.2%			
	大中华区													
Inditex (20Q2 代表	全球	1.55%	20.94%	-60.99%	43.20%	-	49.62%	47.86%	22.10%	32.83%	36%			
						25.40%								

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

截至 7 月 31 日季度)		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%	-	-	-13.31%	156.45%	40.87%	21.57%	21.90%		
	大中华区	16.28%	16.44%	16.64%									
盖普 (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	-1.96%	-2.23%	1.10%	-	-	-0.10%	-5.35%	-1.28%	2.28%	-12.88%		
	大中华区	6.62%	5.74%	5.48%									
TJX (20Q2 代表截至 8 月 1 日的季度)	全球	4.83%	6.37%	9.70%	-	-	-3.20%	-10.35%	23.87%	26.60%	13.08%		
	大中华区												
威富集团 (20Q2 代表截至 9 月 26 日的上半年)	全球	-13.16%	-14.10%	-34.56%	-	-	-12.21%	22.84%	23%	22%	9.37%		
	大中华区												
Steven Madden	全球	1.11%	12.60%	-67.91%	-	-	0.52%	178.61%	52.43%	62.94%	55.04%		
	大中华区												
卡骆驰	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%	6.19%		
	大中华区												
LVMH	全球	17.02%	11.50%	-15.49%	-	-	-6%	84%	20%	35.39%	29%	28%	
	亚洲地区												1%
Ferragamo (20Q2 代表截至 6 月 30 日的季度)	全球	2.26%	-30.10%	-46.60%	-	-	10.30%	44.35%	17.40%	20.8%	23.3%		
	亚太地区	1.70%	4.30%	-22.90%	-	12.9%	128%						
历峰集团 (20Q2 代表截至 9 月 30 日季度)	全球	2%	-47%	-26%	1%			127.47%			20%		
	亚太地区	-6%	-29%	-6%	21%								
CK	全球	-43.00%	1.00%								-1.30%	1.32%	
	大中华区												

奢侈品

	Burberry (2004 代表 截至 12 月 26 日的季 度)	全球	0%	4%	5%	0%	-4%	98%	45%	86%			
		大中华区									-13%		
	加拿大鹅	全球	13.22%	-9.80%	-63.29%	-	33.74%	4.84%	48.19%	115.71%	40.30%	23.65%	6.8%
		大中华区	104.10%	17.54%	-45.30%	-	15.54%	42.03%			85.90%		
	Capri	全球	15.08%	9.25%	-11.31%	-	66.49%	-23%	-17.12%	0.42%	17%	23.58%	24.6%
		大中华区	15%	7%	-20%	-64%	-19%	-9%	17%				
	Tapestry (2004 代表 截至 6 月 27 日季度)	全球	-19.43%	-52.78%	-13.68%	-7.19%	18.70%			125.87%	26%	27%	12.9%
		大中华区	35.59%	35.51%	-40.68%	-8.23%	1.25%	-0.241	0.5526	25%	5.80%		
	Pandora (2003 代表 截至 9 月 30 日季度)	全球						-5%		1.21	5%	14.19%	21%
		大中华区											
化妆品 牌	雅诗兰黛	全球	10.53%	15.46%	-10.66%	-	32.31%	-8.55%	4.95%	10.13%	32.31%	14.14%	10.00%
		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/hxqz/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。