

行业研究

“双 11”大促落幕、大盘平淡，10 月淘系运动鞋服及化妆品销售走弱

——纺织服装与化妆品行业周报（20221111）

要点

“双 11”大促小结：天猫“双 11”总交易规模与去年持平。去年天猫“双 11”（统计 11 月 1 日~11 月 11 日）GMV 为 5403 亿元、同比增长 8.45%，整体来看，天猫“双 11”成交额增速较上年回落。分类目来看，护肤/彩妆成交额同比-8%/-25%，运动鞋/运动服同比-1%/-11%。天猫榜单中，美妆类目 TOP10 仍以国际美妆品牌居多，其中欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、玉兰油位居前 4 名，国产品牌中珀莱雅、薇诺娜分别位列第 5、6 名，与去年榜单相比，珀莱雅为新上榜品牌、薇诺娜排名不变，上榜国货今年新增 1 席；运动户外第 1 名为国际龙头品牌耐克蝉联，斐乐、安踏、李宁、阿迪达斯、特步位列第 2/3/4/5/9 名。与去年榜单相比，耐克排名不变，斐乐排名上升 3 名，安踏、李宁及阿迪达斯均下降 1 名，特步上升 1 名。

10 月淘系数据跟踪：10 月运动鞋服及化妆品行业淘系销售表现相较 9 月均有走弱，系与“双十一”大促虹吸效应影响有关。**运动鞋服：**运动鞋、运动服 10 月淘系销售额分别同比-21%、-21%。国内龙头中安踏、FILA、李宁、特步 10 月淘系销售额同比转为下滑，361 度 10 月同比增速放缓；国际龙头 Nike、Adidas 10 月同比降幅环比均有所扩大。**化妆品：**护肤品、彩妆 10 月淘系销售额分别同比-12%、-27%。国内品牌中薇诺娜 10 月淘系销售额同比增速较 9 月放缓，其余品牌 10 月同比均为下滑，其中珀莱雅、彩棠、夸迪、米蓓尔同比转为下滑；润百颜、肌活同比降幅较 9 月扩大；佰草集、玉泽、丸美、御泥坊同比降幅较 9 月收窄。国际代表品牌 10 月淘系销售额同比均有下滑，如巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛同比均为两位数下滑。

行情回顾：纺织服装板块：上周（2022 年 11 月 7 日~11 月 11 日）上证指数、深证成指、沪深 300 指数涨幅分别为+0.54%、-0.43%、+0.56%，纺织服装板块上涨 2.63%，位列 31 个申万一级行业的第 11 位；其中纺织制造板块上涨 2.56%、服装家纺板块上涨 2.39%。过去一个月（2022 年 10 月 12 日~11 月 11 日）上证指数、深证成指、沪深 300 指数涨幅分别为+3.61%、+5.31%、+1.63%，纺织服装板块上涨 4.60%，位列 31 个申万一级行业的第 21 位。

化妆品板块：上周化妆品板块下跌 5.06%、跑输沪深 300 指数 5.62PCT。过去一个月化妆品板块下跌 7.19%，跑输沪深 300 指数 8.82PCT。与申万一级 31 个行业对比来看，过去一周化妆品板块涨幅位列第 32 位、过去一个月涨幅位列第 32 位。

行业新闻及重点公司动态：波司登将于 11 月 24 日发布 23 财年中中期业绩；Capri 集团 FY2023Q2 收入同比+17.5%；Allbirds FY2022Q3 收入同比+15.1%；Puma 的 CEO 将于明年正式接掌 Adidas；资生堂中国将迎新 CEO、前三季度中国市场销售额同比-9.9%；科蒂 FY2023Q1 收入同比+1%。

投资建议：1) 纺织服装行业：下游品牌服饰方面，从三季报来看环比二季度弱复苏、但利润端仍有压力，且需关注疫情防控进展下的客流和消费意愿恢复情况。正值四季度冬装销售旺季，结合刚落幕的“双 11”电商大促情况，总体需求仍偏弱，期待在疫情防控得当的背景下行业销售进一步修复、盈利能力和库存亦得到改善。我们继续建议从长期赛道和品牌力的角度，推荐估值回调到位、零售流水端 Q3 现改善且复苏幅度领先于服装行业总体、细分品类景气度持续相对较高、长期逻辑仍然明确的运动服饰龙头，包括安踏体育、李宁、特步国际，同时在其他服装家纺领域我们推荐高端运动时尚代表比音勒芬、羽绒服龙头波司登、家纺龙头罗莱生活等。上游纺织制造方面，三季度在内外需不振影响下行业总体收入增速有所放缓，人民币汇率贬值带来一定利好。短期海外经济和消费需求的不确定性仍存，部分下游品牌客户存在去库存和下调未来销售指引的压力，但我们认为全球化布局的纺织制造细分行业龙头长期逻辑不会受到短期波动的干扰，长期继续推荐华利集团、申洲国际、伟星股份。再者从股息回报的角度建议关注高股息率、低估值的稳健型标的。

2) 化妆品行业：“双 11”大促落幕，虽然总体化妆品需求局面亦偏弱，但护肤品类中部分国产品牌如珀莱雅等表现亮眼。我们维持前期观点，继续推荐产品力强的珀莱雅、贝泰妮，以及老牌国货集团上海家化。

风险提示：宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装、化妆品等产品的消费需求；行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；电商平台流量增速放缓以及流量成本上升等。

纺织和服装
增持（维持）
化妆品
买入（维持）

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunwww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

021-52523842

zhujieyu@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

VF、安德玛下调全年指引，双十一首轮预售落幕——纺织服装与化妆品行业周报（20221104）
9 月服装、化妆品零售均为下滑，“双十一”预售开启、细分龙头表现亮眼——纺织服装与化妆品行业周报（20221028）

Adidas 下调全年业绩指引，三季度大中华区收入同比下滑两位数——纺织服装与化妆品行业周报（20221021）

1、“双 11”大促落幕，总体表现平淡、部分品牌表现出众

2022 年“双 11”电商大促活动落幕，天猫“双 11”总交易规模与去年持平。去年天猫“双 11”（统计 11 月 1 日~11 月 11 日）GMV 为 5403 亿元、同比增长 8.45%，整体来看，天猫“双 11”成交额增速较上年回落。分类目表现方面，根据魔镜数据，淘系平台按截至 11 月 11 日累计成交额计算（含预售），护肤、彩妆类目同比-8%、-25%，运动鞋、运动服类目同比-1%、-11%。

根据星图数据，“双 11”（统计 10 月 31 日晚 8 点~11 月 11 日 24 点）综合电商平台（天猫/京东/拼多多）总计销售额为 9340 亿元、同比增长 2.9%，直播电商总计销售额为 1814 亿元、同比增长 146.1%。

从天猫以及抖音榜单排名来看，化妆品国货积极突围，服装本土龙头表现亮眼：

天猫平台方面：化妆品行业中，据天下网商（统计 10 月 31 日~11 月 11 日，下同），按成交额排名，**美妆类目** TOP10 仍以国际美妆品牌居多，其中欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、玉兰油位居前 4 名，**国产品牌**中珀莱雅、薇诺娜分别位列第 5、6 名，与去年榜单相比，珀莱雅为新上榜品牌、薇诺娜排名不变，**上榜国货**今年新增 1 席。另外，据解数咨询（统计 10 月 24 日~11 月 11 日），按品牌成交额排名，**美容/护肤/美体精油类目**欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻位列前 3 名，珀莱雅、薇诺娜位列第 5、7 名；**彩妆/香水/美妆工具类目** YSL、雅诗兰黛、3CE 位列前 3 名，国产品牌花西子位列第 5 名。

服装行业中，据天下网商，按店铺成交额排名，**运动户外类目**第 1 名为国际龙头品牌耐克蝉联，斐乐、安踏、李宁、阿迪达斯、特步位列第 2/3/4/5/9 名。与去年榜单相比，耐克排名不变，斐乐排名上升 3 名，安踏、李宁及阿迪达斯均下降 1 名，特步上升 1 名；**女装类目**波司登、优衣库位列前 2 名，TeenieWeenie 位列第 7 名；**男装类目**优衣库、波司登、太平鸟男装位列前 3 名，GXG、森马、海澜之家、雅戈尔、hazzys 位列第 5/6/7/9/10 名；**母婴亲子类目**巴拉巴拉、耐克儿童、安踏儿童、耐克位列 1/3/6/8 名；**家居百货类目**罗莱、水星、富安娜、梦洁、LOVO 分别位列第 1/2/4/6/7 名。

抖音平台方面：据商指针（统计 10 月 31 日~11 月 11 日），按成交额排名，**化妆品行业**美妆个护类目中后、雅诗兰黛、欧莱雅位列前 3 名，花西子、自然堂位列第 9、10 名。**服装行业**运动户外类目阿迪达斯、斐乐、李宁、耐克、安踏位列前五；**服装服饰类目**鸭鸭居首，波司登、雪中飞、太平鸟位列第 5/6/9 名。

表 1：天猫平台“双 11”期间服装及化妆品销售 TOP10 品牌（统计天猫 10 月 31 日~11 月 11 日数据）

排名	服装						化妆品
	运动户外	女装	男装	母婴亲子	家居百货	内衣	美妆
1	耐克	波司登 ↑+3	优衣库	巴拉巴拉	罗莱 ↑+1	蕉内	欧莱雅
2	斐乐 ↑+3	优衣库	波司登	babycare	水星 ↓-1	ubras	雅诗兰黛
3	安踏 ↓-1	伊芙丽	太平鸟男装	耐克儿童旗舰店	博洋家纺	优衣库	兰蔻
4	李宁 ↓-1	moco	杰克琼斯	嫚熙	富安娜	有棵树	olay
5	阿迪达斯 ↓-1	only	GXG	好孩子	好太太	曼妮芬 ↑+2	珀莱雅（新上榜）
6	JORDAN	ur	森马	安踏儿童 ↓-1	梦洁 ↓-1	内外	薇诺娜
7	新百伦	TeenieWeenie ↑+2	海澜之家	davebella	LOVO ↑+1	维密	海蓝之谜
8	斯凯奇	veromoda	GAP	耐克旗舰店	sidanda	红豆	SK-II
9	特步 ↑+1	ochirly	雅戈尔 ↑+1	Huggies 好奇	双立人	恒源祥	赫莲娜
10	鸿星尔克	三彩	hazzys	优衣库	佳帮手	爱慕	资生堂

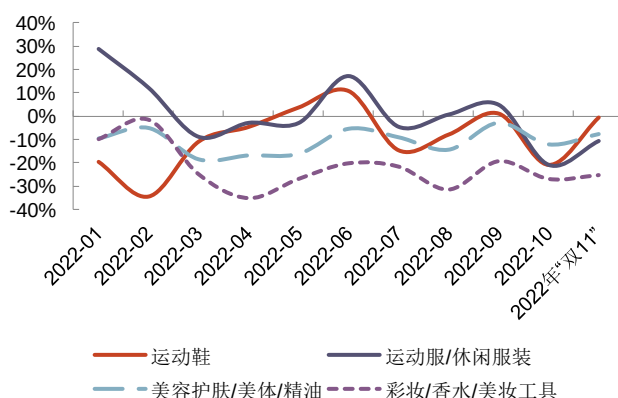
注：服装行业浅底色表示国内上市公司旗下品牌、化妆品行业浅底色表示国产品牌；箭头表示今年与去年“双11”榜单相比排名变化情况；
资料来源：天下网商，光大证券研究所整理

图 1：抖音平台“双11”期间服装及化妆品销售 TOP10 品牌（统计抖音 10 月 31 日~11 月 11 日数据）

排名	运动户外	服装服饰	美妆个护
1	阿迪达斯	鸭鸭	后
2	斐乐	罗蒙	雅诗兰黛
3	李宁	雅鹿	欧莱雅
4	耐克	芭比	海蓝之谜
5	安踏	波司登	SK-II
6	鸿星尔克	雪中飞	兰蔻
7	北面	简&搭	玉兰油
8	骆驼	回力	赫莲娜
9	斯凯奇	太平鸟	花西子
10	特步	啄木鸟	自然堂

注：服装行业浅底色表示国内上市公司旗下品牌、化妆品行业浅底色表示国产品牌；
资料来源：商指针，光大证券研究所整理

图 2：淘系平台主要类目 2022 年 1~10 月单月以及“双11”销售额 YOY



注：2022 年 1~10 月单月销售额 YOY 来自萝卜投资；“双11”销售额 YOY 来自魔镜数据；
资料来源：魔镜市场情报、萝卜投资，光大证券研究所整理

2、10 月淘系运动鞋服和化妆品销售相较 9 月走弱

运动鞋服：淘系平台方面，10 月行业总体销售表现相较 9 月走弱。从行业大盘来看，运动鞋 9、10 月淘系销售额分别同比+1%、-21%，运动服/休闲服装 9、10 月淘系销售额分别同比+5%、-21%。从代表品牌来看，国内龙头中安踏、FILA、李宁、特步 10 月淘系销售额同比转为下滑，361 度 10 月同比增速放缓；国际龙头 Nike、Adidas 10 月同比-31%、-30%、降幅环比均有所扩大，1~10 月 Nike、Adidas 分别累计同比-8%、-30%。此外，抖音平台由于基数较低，10 月运动鞋、运动服/休闲服装销售额分别同比+135%、+59%。

图 3：淘系平台运动鞋服代表品牌 9 月和 10 月销售额表现

所属公司	品牌	9月YOY	10月YOY	1~10月累计YOY
运动鞋服品牌				
安踏体育	安踏	5%	-29%	4%
	FILA	36%	-57%	5%
李宁	李宁	5%	-22%	4%
特步国际	特步	28%	-5%	11%
361度	361度	11%	6%	21%
Nike	Nike	-10%	-31%	-8%
Adidas	Adidas	-28%	-30%	-30%
淘系平台行业大盘				
运动鞋		1%	-21%	-10%
运动服/休闲服装		5%	-21%	2%

注：上述品牌销售额实际为各平台销售额，不能等同于该品牌线上总销售额；红色表示为同比增长、绿色为同比下滑，颜色越深表示变化幅度越大，下同
资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

图 4：抖音平台运动鞋服代表品牌 9 月和 10 月销售额表现

所属公司	品牌	9月YOY	10月YOY
运动鞋服品牌			
安踏体育	安踏	187%	69%
	FILA	176%	142%
李宁	李宁	38%	-11%
特步国际	特步	71%	-19%
Nike	Nike	698%	193%
Adidas	Adidas	19%	107%
抖音平台行业大盘			
运动鞋		134%	135%
运动服		94%	59%

资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

化妆品：淘系平台方面，10 月行业总体销售表现相较 9 月走弱、系与“双十一”大促虹吸效应影响有关，子行业护肤和彩妆单月同比降幅均有扩大。从行业大盘来看，美容护肤/美体/精油 9、10 月淘系销售额分别同比-3%、-12%，彩妆/香水/美妆工具 9、10 月淘系销售额分别同比-19%、-27%。从代表品牌来看，国内品牌中薇诺娜 10 月淘系销售额同比增速较 9 月放缓，其余品牌 10 月同比均为下滑，其中珀莱雅、彩棠、夸迪、米蓓尔同比转为下滑；润百颜、肌活同比降

幅较 9 月扩大；佰草集、玉泽、丸美、御泥坊同比降幅较 9 月收窄。国际代表品牌 10 月淘系销售额同比均为下滑，其中，海蓝之谜、OLAY、CPB 同比转为下滑，分别-18%、-7%、-13%；巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、SK-II、资生堂同比降幅扩大，分别-21%、-21%、-37%、-40%、-38%；雪花秀、后同比降幅基本持平，分别-52%、-4%。此外，抖音平台由于基数相对较低，10 月护肤品与彩妆香水销售额呈较快增长，分别同比+43%、+56%。

图 5：淘系平台化妆品代表品牌 9 月和 10 月销售额表现

所属公司	品牌	9月YOY	10月YOY	1-10月累计YOY
美妆品牌				
珀莱雅	珀莱雅	9%	-10%	32%
	彩棠	29%	-29%	24%
贝泰妮	薇诺娜	23%	16%	31%
	佰草集	-33%	-22%	-29%
上海家化	玉泽	-46%	-30%	-49%
	丸美	-34%	-16%	-30%
丸美股份	御泥坊	-53%	-42%	-55%
	润百颜	-46%	-60%	-33%
华熙生物	夸迪	119%	-52%	11%
	米蓓尔	21%	-48%	48%
欧莱雅	肌活	-17%	-61%	20%
	巴黎欧莱雅	-9%	-21%	-4%
雅诗兰黛	兰蔻	-1%	-21%	-9%
	雅诗兰黛	0%	-37%	-9%
宝洁	海蓝之谜	21%	-18%	5%
	OLAY	29%	-7%	27%
资生堂	SK-II	-13%	-40%	-17%
	资生堂	-22%	-38%	-23%
爱茉莉太平洋	CPB	12%	-13%	-2%
	雪花秀	-50%	-52%	-34%
LG生活健康	后	-7%	-4%	-38%
淘系平台行业大盘				
美容护肤/美体/精油		-3%	-12%	-11%
彩妆/香水/美妆工具		-19%	27%	-22%

资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

图 6：抖音平台化妆品代表品牌 9 月和 10 月销售额表现

所属公司	品牌	9月YOY	10月YOY
美妆品牌			
珀莱雅	珀莱雅	98%	-13%
	彩棠	881%	341%
贝泰妮	薇诺娜	24%	37%
	佰草集	233%	203%
上海家化	玉泽	13%	-9%
	丸美	165%	128%
水羊股份	御泥坊	52%	-39%
	润百颜	179%	260%
华熙生物	夸迪	69%	-55%
	米蓓尔	214%	-3%
宝洁	肌活	25%	-15%
	OLAY	509%	-2%
爱茉莉太平洋	SK-II	-3%	10%
	雪花秀	-56%	-46%
LG生活健康	后	4%	620%
抖音平台行业大盘			
护肤品		48%	43%
彩妆香水		45%	56%

资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

3、Adidas 大中华区 FY2022Q3 收入同比下滑 27%，再次下调全年指引

根据 Adidas 公告，Adidas 于截至 2022 年 9 月 30 日的 FY2022Q3 收入按固定汇率计算同比增长 4%，毛利率下降 1PCT 至 49.1%，主要系供应链成本上涨、折扣加深和不利的市场组合抵消了价格上涨带来的收入增长所致。2022 财年前三季度 Adidas 收入按固定汇率计算同比增长 1%，毛利率下降 1.5PCT 至 49.7%。

分渠道来看，2022 年第三季度 DTC 收入按固定汇率计算同比增长 6%，其中电商收入增长 8%，主要受 EMEA、北美和拉美地区的双位数增长的推动；批发收入增长 3%、主要系大中华区超 2 亿欧元的库存回收影响所致。

分产品来看，足球和跑步品类均实现双位数增长，其中足球系列的增长来自于 2022 年世界杯前推出的球衣深受消费者欢迎；跑步系列的增长来自于 Adidas 在 Adizero、Supernova 两个牌子里成功的新品迭代。

分地区来看，2022 年第三季度按固定汇率计算大中华区收入同比下滑 26.6%，主要系持续的疫情防控措施影响所致，EMEA、北美、亚太和拉美收入分别同比增长 7.4%、8.2%、14.6%、50.6%。2022 年前三季度按固定汇率计算，大中华区收入同比下滑 32.1%，EMEA、北美、亚太和拉美收入分别同比+7.7%、+13.9%、-0.4%、+42.5%。

存货方面，截至 2022 年 9 月 30 日，Adidas 存货按固定汇率计算同比增长 63%，主要系 9 月初以来主要西方市场消费者需求放缓；产品和货运成本增加，以及供应链内交货时间较长，导致不同的订单模式；去年越南工厂封锁导致去年同期基数可比性下降。

具体指引方面，考虑到大中华区出行管制的持续、库存清理将带来约 5 亿欧元的一次性成本，同时 Adidas 于 2022 年 10 月 25 日决定终止与 Yeezy 的合作关系，Adidas 再次下调 FY2022 全年指引，预计按固定汇率计算 FY2022 全年 Adidas

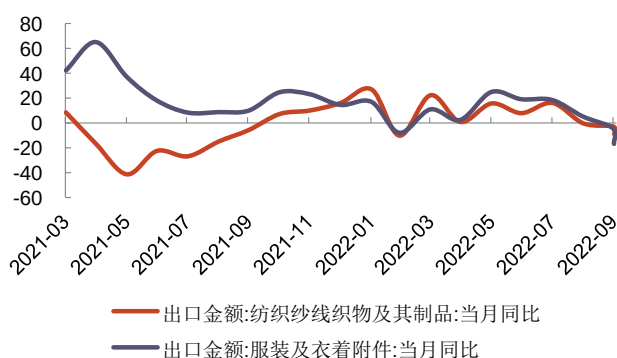
收入同比增速为低单位数（此前预计为中个位数增长），预计毛利率约为 47.0%、营业利润率约为 2.5%。

4、10月纺织品、服装出口额同比-9%、-17%

据海关总署数据统计，2022 年 10 月我国纺织纱线、织物及制品出口额为 113.69 亿美元，10 月单月同比下滑 9.05%、降幅相较 9 月扩大 6.35PCT，1~10 月累计同比增长 6.90%；服装及衣着附件出口额为 136.55 亿美元，10 月单月同比下滑 16.93%、降幅相较 9 月扩大 12.53PCT，1~10 月累计同比增长 6.40%。

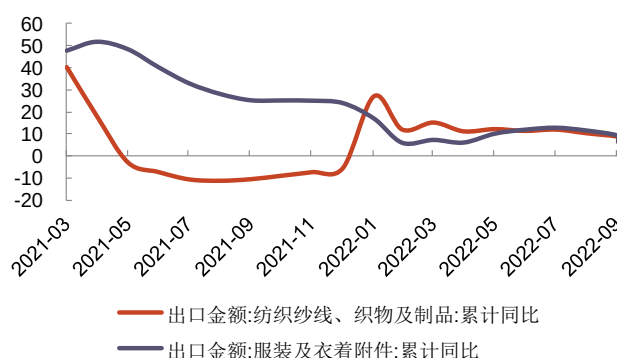
10 月我国纺织品、服装出口额同比降幅进一步扩大，主要系海外需求回落所致。总体来看，短期外需仍存一定压力，未来需进一步关注国内企业的订单留存能力以及外需走势。

图 7：2021 年 3 月~2022 年 10 月纺织服装出口额单月同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：2021 年 3 月~2022 年 10 月纺织服装出口额累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5、USDA2022 年 11 月月报:下调 22/23 全球棉花产量、消费量、进口量、出口量及期末库存

根据 USDA2022 年 11 月月报预测，相比于 2022 年 10 月全球棉花 2022/23 年度产量预测下调 35.3 万吨、消费量下调 14.2 万吨、进口量下调 8.7 万吨、出口量下调 9.0 万吨、期末库存下调 13.1 万吨，分国家来看：

- 产量：主要下调的国家为澳大利亚、巴基斯坦，产量分别为 119.7 万吨（-10.9 万吨）、98.0 万吨（-15.2 万吨）；
- 消费量：主要下调的国家为巴基斯坦、孟加拉国，消费量分别为 211.2 万吨（-6.5 万吨）、178.5 万吨（-6.6 万吨）；
- 进口量：主要下调的国家为中国、孟加拉国，进口量分别为 185.1 万吨（-4.3 万吨）、174.2 万吨（-8.7 万吨）；
- 出口量：主要下调的国家为印度，出口量为 75.1 万吨（-1.1 万吨）；
- 期末库存：主要下调的国家为中国、澳大利亚、孟加拉国，期末库存分别为 810.8 万吨（-4.9 万吨）、94.5 万吨（-7.4 万吨）、48.7 万吨（-2.2 万吨）。

表 2: USDA 全球棉花产销存预测 (2022 年 11 月) (单位: 万吨)

指标	地区	2021/22	2022/23 (10 月预测)	2022/23 (11 月预测)	环比变化
产量	中国	587.9	609.6	609.6	0.0
	中国以外	1958.2	1960.7	1925.4	-35.3
	全球	2546.1	2570.3	2535	-35.3
消费量	中国	827.4	794.7	794.7	0.0
	中国以外	1822.1	1722.2	1708.0	-14.2
	全球	2649.5	2516.9	2502.7	-14.2
进口量	中国	185.1	189.4	185.1	-4.3
	中国以外	786.8	760.3	755.9	-4.4
	全球	971.9	949.7	941	-8.7
出口量	中国	—	—	—	—
	中国以外	983.4	949.6	940.6	-9.0
	全球	983.4	949.6	940.6	-9.0
期末库存	中国	798.5	815.7	810.8	-4.9
	中国以外	1007.4	1097.4	1089.2	-8.2
	全球	1805.9	1913.1	1900	-13.1

资料来源: USDA, 光大证券研究所整理

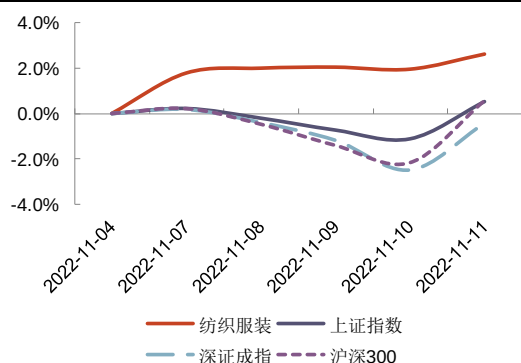
6、行情回顾

6.1、纺织服装板块

上周 (2022 年 11 月 7 日~11 月 11 日) 上证指数、深证成指、沪深 300 指数涨幅分别为+0.54%、-0.43%、+0.56%，纺织服装板块上涨 2.63%，位列 31 个申万一级行业的第 11 位。过去一周，31 个申万一级行业中 23 个行业上涨，涨幅位居前三名的分别是房地产、建筑材料、传媒，涨幅分别为+10.24%、+5.19%、+4.49%；涨幅位居后三名的分别是电力设备、国防军工、电子，涨幅分别为-3.42%、-3.17%、-3.03%。

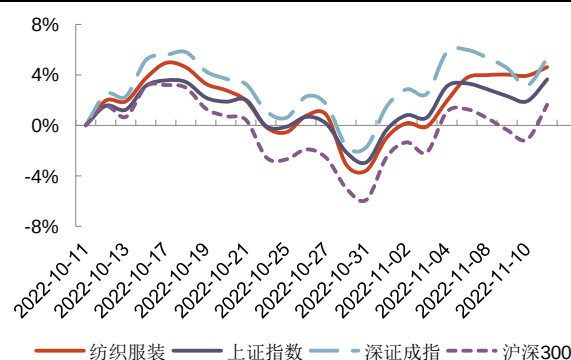
过去一个月 (2022 年 10 月 12 日~11 月 11 日) 上证指数、深证成指、沪深 300 指数涨幅分别为+3.61%、+5.31%、+1.63%，纺织服装板块上涨 4.60%，位列 31 个申万一级行业的第 21 位。过去一个月，31 个申万一级行业中有 23 个行业上涨，涨幅排名前三位的行业分别是计算机、社会服务、医药生物，涨幅分别为+20.18%、+18.14%、+14.56%；涨幅排名后三位的行业分别是食品饮料、煤炭、农林牧渔，涨幅分别为-6.93%、-6.54%、-4.14%。

图 9: 过去一周纺织服装板块表现情况 (截至 2022/11/11)



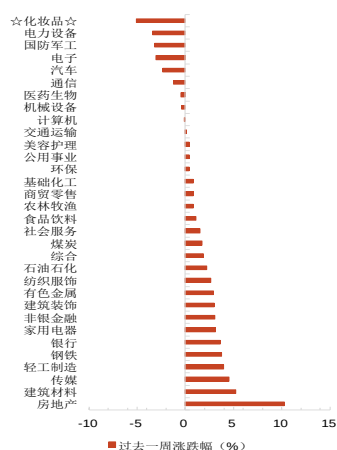
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 10: 过去一个月纺织服装板块表现情况 (截至 2022/11/11)



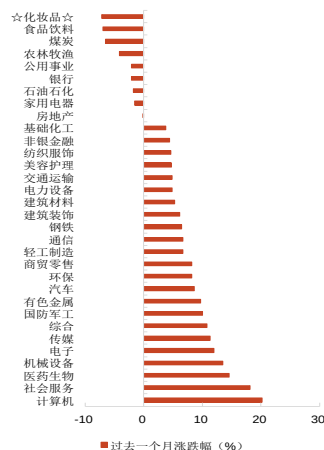
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 11: 过去一周申万一级行业涨幅 (截至 2022/11/11)



注：此处化妆品指数为光大证券选取 13 家上市公司自制而成，以自由流通市值为权重，与申万一级行业美容护理口径不同。
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

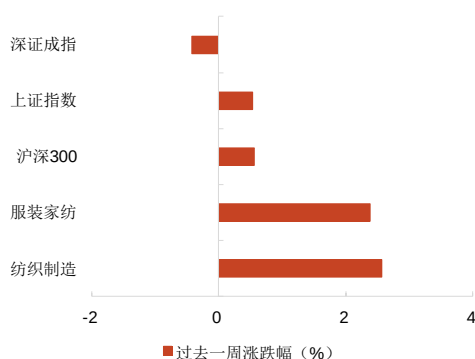
图 12: 过去一个月申万一级行业涨幅 (截至 2022/11/11)



注：此处化妆品指数为光大证券选取 13 家上市公司自制而成，以自由流通市值为权重，与申万一级行业美容护理口径不同。
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

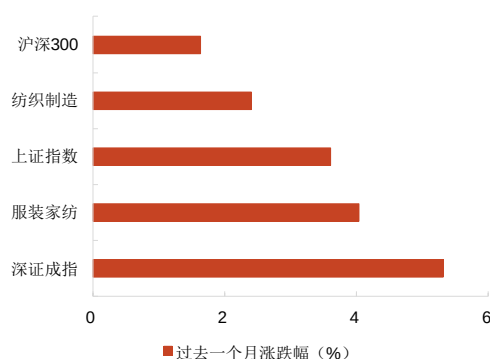
纺织服装子行业中，过去一周纺织制造板块上涨 2.56%、服装家纺板块上涨 2.39%。过去一个月纺织制造上涨 2.41%、服装家纺上涨 4.04%。

图 13: 过去一周纺织服装板块子行业表现 (截至 2022/11/11)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 14: 过去一个月纺织服装板块子行业表现 (截至 2022/11/11)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

个股方面，九牧王、李宁、申洲国际、棒杰股份、新野纺织等涨幅居前，赢家时尚、盛泰集团、嘉麟杰、康隆达、慕尚集团控股等跌幅居前。

表 3: 过去一周纺织服装行业涨幅前五个股 (截至 2022/11/11)

证券代码	证券简称	周收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	成交量 (万股)	成交额 (亿元 /天)	动态市盈率	总市值 (亿元)
601566.SH	九牧王	8.68	21.06	5508.02	0.96	187	50
2331.HK	李宁	52.27	15.38	13831.09	13.32	30	1370
2313.HK	申洲国际	61.12	12.97	3738.08	4.25	24	919
002634.SZ	棒杰股份	11.04	12.88	16787.93	3.63	70	51
002087.SZ	新野纺织	3.61	11.08	57933.61	4.31	NA	29

注：李宁、申洲国际周收盘价、成交额、总市值按照 2022 年 11 月 11 日港币兑人民币汇率 1 港币=0.9170 人民币进行换算

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 4: 过去一周纺织服装行业跌幅前五个股 (截至 2022/11/11)

证券代码	证券简称	周收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	成交量 (万股)	成交额 (亿元 /天)	动态市盈率	总市值 (亿元)
3709.HK	赢家时尚	8.65	-7.37	489.28	0.09	10	61
605138.SH	盛泰集团	10.95	-5.68	1651.07	0.37	16	61
002486.SZ	嘉麟杰	3.54	-5.09	29257.60	2.16	34	29

603665.SH	康隆达	38.64	-4.83	691.97	0.54	NA	62
1817.HK	慕尚集团控股	3.57	-4.66	29.15	0.002	NA	34

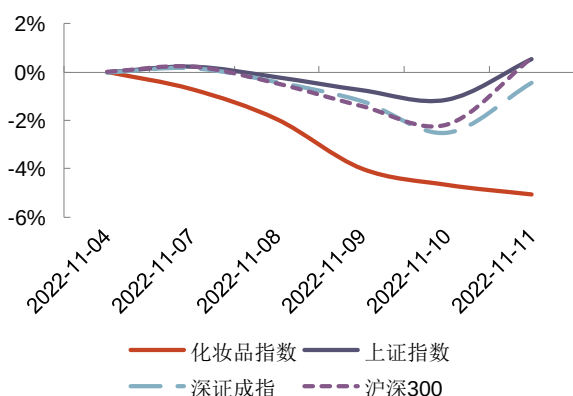
注：赢家时尚、慕尚集团控股周收盘价、成交额、总市值按照 2022 年 11 月 11 日港币兑人民币汇率 1 港币=0.9170 人民币进行换算

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

6.2、化妆品板块

上周化妆品板块下跌 5.06%、跑输沪深 300 指数 5.62PCT。过去一个月化妆品板块下跌 7.19%，跑输沪深 300 指数 8.82PCT。与申万一级 31 个行业对比来看，过去一周化妆品板块涨幅位列第 32 位、过去一个月涨幅位列第 32 位。

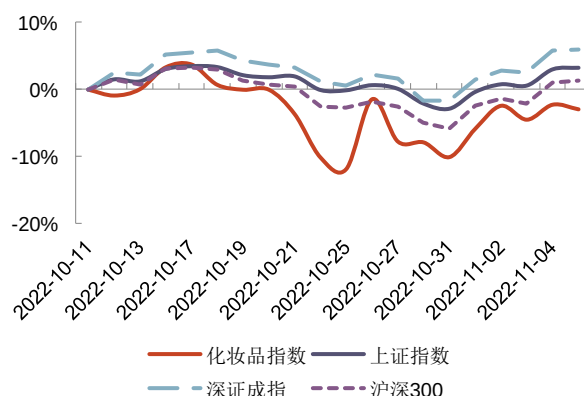
图 15：过去一周化妆品板块表现情况（截至 2022/11/11）



注：化妆品指数由光大证券选取的 13 家相关个股标的组成，不同于 Wind 披露的化妆品指数

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：过去一个月化妆品板块表现情况（截至 2022/11/11）



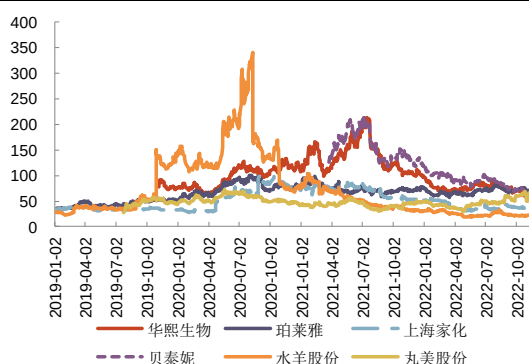
注：化妆品指数由光大证券选取的 13 家相关个股标的组成，不同于 Wind 披露的化妆品指数

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从化妆品上市公司的估值来看，美妆品牌商公司 19 年初以来的历史估值（PE TTM）均值为 77 倍、个护品牌商公司历史均值为 60 倍、代运营商历史均值为 42 倍、原料及制造商历史均值为 16 倍。

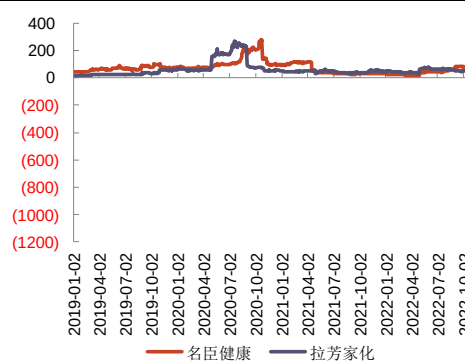
当前（2022 年 11 月 11 日）美妆公司、代运营商估值水平（PE TTM）分别为 52 倍、35 倍，估值均低于 2019 年以来的历史平均水平（个护公司、原料及制造商 PE TTM 为负值）。

图 17：美妆公司 PE(ttm)（更新至 2022/11/11）



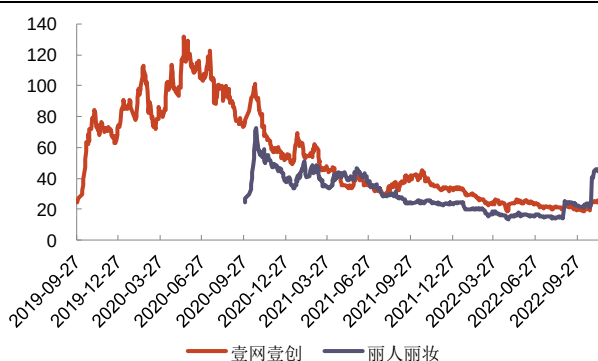
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：个护公司 PE(ttm)（更新至 2022/11/11）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 19：代运营公司 PE(ttm) (更新至 2022/11/11)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 20：原料及制造商公司 PE(ttm) (更新至 2022/11/11)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

个股方面，过去一周 14 家化妆品相关标的中有 6 家公司上涨，涨幅排名前三位的分别为巨子生物、名臣健康、鲁商发展，涨幅分别为+25.09%、+20.02%、+10.61%，涨幅位于后三位的分别是华熙生物、科思股份、贝泰妮，涨幅分别为-7.40%、-5.98%、-5.39%。

表 5：过去一周化妆品板块个股涨幅（截至 2022/11/11）

证券代码	证券简称	周收盘价（元）	区间涨跌幅（%）	成交量（万股）	成交额（亿元/天）	动态市盈率	总市值（亿元）
2367.HK	巨子生物	30.63	25.09	911.20	0.54	35	304
002919.SZ	名臣健康	35.37	20.02	1396.20	0.93	NA	60
600223.SH	鲁商发展	7.82	10.61	6163.08	0.92	635	79
603983.SH	丸美股份	36.50	9.94	2439.19	1.78	65	147
300132.SZ	青松股份	6.83	2.09	4696.99	0.63	NA	35
603630.SH	拉芳家化	14.35	0.91	976.77	0.28	47	32
600315.SH	上海家化	29.25	-0.68	1289.55	0.75	37	199
300740.SZ	水羊股份	12.30	-1.36	3094.98	0.77	23	48
605136.SH	丽人丽妆	12.30	-1.60	3500.30	0.88	45	49
603605.SH	珀莱雅	172.02	-2.18	675.08	2.36	69	488
300792.SZ	壹网壹创	27.68	-3.01	2601.92	1.48	24	66
300957.SZ	贝泰妮	154.50	-5.39	1174.08	3.71	64	654
300856.SZ	科思股份	53.15	-5.98	789.99	0.87	33	90
688363.SH	华熙生物	107.03	-7.40	2726.21	5.91	57	515

注：巨子生物周收盘价、成交额、总市值按照 2022 年 11 月 11 日港币兑人民币汇率 1 港币=0.9170 人民币进行换算
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

7、行业新闻动态

过去一周的主要新闻有：

1) Capri 集团 2023 财年第二季度收入同比增长 17.5%：

Capri 集团公布了截至 2022 年 10 月 1 日的 2022/2023 财年第二季度财务报告，公司收入按固定汇率计算同比增长 17.5%，调整后的营业利润率为 19.8%，调整后毛利率同比降低 0.5 个百分点至 67.1%。分品牌看，Versace、Jimmy Choo、Michael Kors 总销售额按固定汇率计算分别同比+27.7%、15.3%、14.6%，营业利润率分别为 20.1%、5.6%、25.8%。根据 Capri 集团预计，2023 财年集团营业利润率约为 18.3%，Versace、Jimmy Choo、Michael Kors 品牌营业利润率预计分别约为 16%、5%、25%。集团董事长兼首席执行官表示：“本季度的表现由集团所拥有的三个奢侈品牌共同推动，这反映了 Versace、Jimmy Choo 和 Michael Kors 的品牌力量及其持续执行集团战略的成果。”（资料来源：华丽志）

2) Allbirds 2022 财年第三季度收入同比增长 15.1%：

Allbirds 公布了截至 2022 年 9 月 30 日的 2022 财年第三季度财务数据，公司调整后的收入同比增长 15.1%、调整后的毛利率为 47.8%。未来，Allbirds 将继续实施其精简措施，以节约成本、简化工作流程、降低运营费用，具体包括供应链成本与减碳、精简公司运作架构两方面。基于此，Allbirds 将维持其 2022 财年全年的指导目标，即调整后的销售收入同比增长 10~14%、调整后的毛利率预计为 49.5%、调整后的 EBITDA 亏损为 4250 万美元至 3750 万美元、前十大产品的碳足迹较 2021 年减少 6%。（资料来源：华丽志）

3) Puma 的“功勋”CEO 将于明年正式接掌 Adidas：

11 月 4 日，Puma 宣布了 Bjorn Gulden 合约期满不再续约的消息，随后 Adidas 称其正在与 Bjorn Gulden 进行接洽，在经历了数周的谈判后，Adidas 确认 Bjorn Gulden 将于 2023 年 1 月 1 日起正式出任 Adidas 首席执行官一职，接替将于今年 11 月 11 日离职的 Kasper Rorsted。现年 57 岁的 Bjorn Gulden 对于 Adidas 并不陌生，这位前挪威专业足球运动员和手球运动员此前曾是 Adidas 的服装和配饰部门高级副总裁（1992~1999 年）。除 Adidas 和 Puma 之外，Bjorn Gulden 还曾为德国鞋履巨头 Deichman 效力，负责管理美国子公司 Rack Room Shoes 和 Off Broadway，随后加入珠宝品牌 Pandora（潘多拉）担任首席执行官。Thomas Rabe 在 11 月 8 日表示：“很高兴欢迎 Bjorn Gulden 回归 Adidas。他拥有近 30 年的体育用品和鞋履行业经验，不仅对整个行业有着深度了解，同时在运动和零售行业有着丰富的关系网络。他于 1990 年代在 Adidas 工作了 7 年时间，在 Puma 担任首席执行官期间，他重振了品牌，带领公司取得了创纪录的业绩。Adidas 监事会相信，他将带领公司进入活力十足的新纪元，期待我们双方合作成功。”（资料来源：华丽志）

4) 资生堂中国将迎新 CEO、前三季度中国市场销售额同比下滑 9.9%：

11 月 10 日，资生堂集团发布公告称，公司决定从 2023 年 1 月 1 日起，任命中国地区首席执行官藤原宪太郎为集团社长兼首席运营官（COO），中国地区首席执行官将由现任资生堂首席策略官梅津利信接任。此外，资生堂现任会长、CEO 依然由鱼谷雅彦担任。鱼谷雅彦在记者会上，提及提拔藤原宪太郎的理由时称，“藤原宪太郎进入公司以来，从事过欧洲、韩国、中国等海外业务，开展了与多样的文化和人才的交流，期待他的上任能带动全球业务的发展。”发布这一重磅消息同时，资生堂集团也发布了 2022 年前三季度财报。财报显示，资生堂集团前三季度实现了营收、营业利润的双增长。具体来看，1~9 月公司销售额同比增长 4.7%；核心营业利润实同比增长 21.9%。其中 1~9 月中国市场销售额同比下滑 9.9%，收入占比下降至 22.5%，为资生堂集团第二大市场、海外第一大市场。（资料来源：化妆品观察）

5) 科蒂 2023 财年第一季度收入同比增长 1%：

科蒂集团公布截至 2022 年 9 月 30 日的 2023 财年第一季度财报，收入同比增长 1%（其中包括 7% 的负面外汇影响）、调整后毛利率同比增加 0.7PCT 至 64.1%。分部门来看，高端美妆部门收入占比为 62%、收入同比下滑 1%；大众消费美妆部门收入占比为 38%、收入同比增长 5%。分地区看，美洲市场收入占比为 44%、收入同比增长 4%，欧洲、中东和非洲市场收入占比为 44%、收入同比下滑 3%，亚太市场收入占比为 12%、收入同比增长 6%。科蒂财报强调，因为科蒂在品牌、团队、战略和运营模式上取得的重大进展，使得在包括持续组件短缺在内的复杂外部环境下，科蒂依旧可以连续第九个季度报告业绩超出预期。（资料来源：聚美丽）

表 6：上市公司动态

公司代码	上市公司	公告日期	关键字	公告内容
600510.SH	黑牡丹	2022-11-08	股东减持	公司股东海安瑞海自 2022 年 9 月 22 日至 2022 年 11 月 5 日通过集中竞价交易方式累计减持 12 万股、占总股本的比例为 0.01%。
002193.SZ	如意集团	2022-11-08	股东减持	公司股东金鹰基金自 2022 年 10 月 26 日至 2022 年 11 月 1 日通过集中竞价交易方式累计减持 74 万股、占总股本的比例为 0.28%。
002634.SZ	棒杰股份	2022-11-08	股东减持	公司股东浙江点创先行航空科技有限公司拟在未来 3 个月内通过集中竞价等方式减持公司股份不超过总股本的 1.00%。
605136.SH	丽人丽妆	2022-11-09	股东减持	公司股东丽仁自 2022 年 10 月 11 日至 2022 年 11 月 8 日通过集中竞价交易方式累计减持 402 万股、占总股本的比例为 1.00%。
300526.SZ	*ST 中潜	2022-11-09	股东减持	公司股东深圳爵盟自 2022 年 8 月 25 日至 2022 年 11 月 9 日通过集中竞价交易、大宗交易方式累计减持 504 万股、占总股本的比例为 2.45%。
		2022-11-11	股东减持	公司股东深圳爵盟拟在未来 6 个月内通过集中竞价交易方式减持公司股份不超过总股本的 1.00%，通过大宗交易方式减持公司股份不超过总股本的 2.00%。
600232.SH	金鹰股份	2022-11-10	高管变更	公司聘任刘洪彬担任财务总监。
0551.HK	裕元集团	2022-11-10	前三季度业绩及 10 月收益公告	2022 年前三季度公司实现收入 69.72 亿美元、同比增长 8.24%，归母净利润 2.70 亿美元、同比增长 171.23%。2022 年 10 月单月公司实现综合收益净额 7.56 亿美元、1~10 月累计经营收益净额 77.09 亿美元。
3998.HK	波司登	2022-11-11	中期业绩发布时间	公司将于 2022 年 11 月 24 日召开董事会会议，届时将批准公司截至 2022 年 9 月 30 日止六个月的中期业绩。
300740.SZ	水羊股份	2022-11-11	可转债预案	本次发行可转债拟募集资金总额不超过 6.95 亿元，扣除发行费用后拟用于水羊制造基地项目、补充流动资金，拟使用募集资金金额分别为 5.00 亿元、1.95 亿元。
600630.SH	龙头股份	2022-11-12	高管变更	公司拟聘任斯叶华担任副总经理职务。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

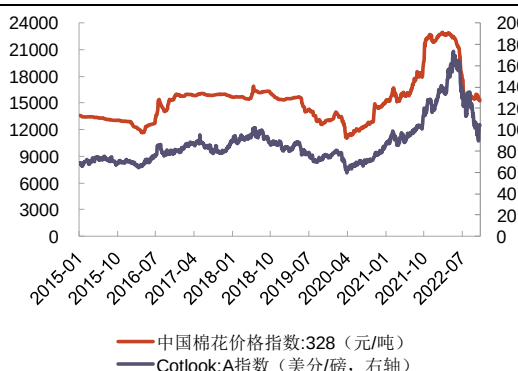
8、行业数据跟踪

表 7：棉价及汇率走势跟踪

	统计日期	价格	周涨跌幅	较年初涨跌幅	较去年同期涨跌幅
国内 328 价格指数	2022/11/11	15261 (元/吨)	-1.21%	-31.28%	-32.39%
国外 Cotlook A 价格指数	2022/11/10	104 (美分/磅)	3.45%	-17.19%	-18.82%
人民币兑美元汇率	2022/11/11	1 美元=7.26 元人民币	-0.89%	12.72%	12.10%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 21：2015 年以来国内外棉花价格走势



注：统计时间截至 2022-11-10

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 22：2018 年以来美元兑人民币中间价走势



注：统计日期截至 2022-11-11

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

9、投资策略

9.1、纺织服装板块

下游品牌服饰方面，从三季报来看环比二季度弱复苏、但利润端仍有压力，且需关注疫情防控进展下的客流和消费意愿恢复情况。正值四季度冬装销售旺季，结合刚落幕的“双 11”电商大促情况，总体需求仍偏弱，期待在疫情防控得当的背景下行业销售进一步修复、盈利能力和库存亦得到改善。我们继续建议从长期赛道和品牌力的角度，推荐估值回调到位、零售流水端 Q3 现改善且复苏幅度领

先于服装行业总体、细分品类景气度持续相对较高、长期逻辑仍然明确的运动服饰龙头，包括**安踏体育、李宁、特步国际**，同时在其他服装家纺领域我们推荐高端运动时尚代表、线下销售占比高的标的**比音勒芬**、羽绒服细分赛道龙头**波司登**、头部格局长期稳定且自身增长稳健的家纺龙头**罗莱生活**等。

上游纺织制造方面，三季度在内外需不振影响下行业总体收入增速有所放缓，人民币汇率贬值带来一定利好。短期海外经济和消费需求的不确定性仍存，部分下游品牌客户存在去库存和下调未来销售指引的压力，但我们认为全球化布局的纺织制造细分行业龙头长期逻辑不会受到短期波动的干扰，其抗风险能力、对客户的议价能力和不可替代性进而业绩的稳健性仍将较为突出，且在环保、可持续发展、社会责任等相关软实力的投入优势将更加凸显，长期继续推荐品牌客户合作深入、海外产能布局完备、抗风险能力较强的**华利集团、申洲国际、伟星股份**。再者，从股息回报的角度，我们建议关注纺织服装行业高股息率、低估值的稳健型标的（详见附表）。

9.2、化妆品板块

“双 11”大促落幕，虽然总体化妆品需求局面亦偏弱，但护肤品类中部分国产品牌如**珀莱雅**等表现亮眼。我们维持前期观点，继续推荐积极提升产品力、运营能力强、已形成多个大单品系列、经营质量向好、多品类及多品牌战略布局清晰的**珀莱雅**，业绩高增长、细分龙头地位稳固、积极拓展新品类和功效、并积极加大品牌投入提升影响力、多品牌布局发力的敏感肌护肤龙头**贝泰妮**，另外推荐老牌国货集团疫情影响利空消化、短期期待下半年销售复苏、长期受益行业监管趋严和研发合规导向的**上海家化**。

10、风险提示

宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装、化妆品等产品的消费需求；

行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力。

11、附录

表 8：纺织服装行业近三年平均股息率排名前 20 的个股

代码	证券简称	近三年平均股息率	近一年股息率	22 年 PE
3306.HK	江南布衣	13.72	13.91	6
1234.HK	中国利郎	12.53	9.47	6
6110.HK	滔搏	10.38	10.82	11
002563.SZ	森马服饰	9.90	10.25	17
2678.HK	天虹纺织	8.79	15.65	3
603001.SH	奥康国际	7.81	7.81	286
600398.SH	海澜之家	7.80	11.41	9
603839.SH	安正时尚	7.76	7.24	—
002327.SZ	富安娜	7.75	8.72	10
002293.SZ	罗莱生活	7.70	12.03	13
603587.SH	地素时尚	6.55	7.00	13
2232.HK	晶苑国际	6.49	7.18	—
600177.SH	雅戈尔	6.46	8.07	6
601566.SH	九牧王	6.34	5.76	178
002763.SZ	汇洁股份	6.08	0.00	—
002394.SZ	联发股份	5.19	0.00	42

603365.SH	水星家纺	4.95	3.88	10
601339.SH	百隆东方	4.62	8.97	6
0551.HK	裕元集团	4.55	6.30	6
002003.SZ	伟星股份	4.47	3.97	18

注：股价日期为 2022 年 11 月 11 日，近三年平均股息率为 2019~2021 年三年平均股息率，22 年 PE 为 Wind 一致预测

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 9：上市公司非流通股解禁/解锁明细

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁数量占总股本比例(%)	解禁市值(万元)	解禁股份类型
688363.SH	华熙生物	2022-11-07	10,167.12	21.13	1,112,892.60	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2022-11-08	387.96	0.46	3,767.09	股权激励限售股份
603196.SH	日播时尚	2022-11-08	113.13	0.47	899.39	股权激励限售股份
600295.SH	鄂尔多斯	2022-11-28	3,783.78	1.89	57,172.97	定向增发机构配售股份
001234.SZ	泰慕士	2023-01-10	240.00	2.25	5,966.40	首发原股东限售股份
600152.SH	维科技术	2023-01-30	3,425.77	6.53	41,725.94	定向增发机构配售股份
002612.SZ	朗姿股份	2023-02-20	1,530.36	3.46	33,545.49	定向增发机构配售股份
300658.SZ	延江股份	2023-02-27	5,076.14	18.24	47,055.84	定向增发机构配售股份
301088.SZ	戎美股份	2023-04-27	300.00	1.32	5,016.00	首发原股东限售股份
300132.SZ	青松股份	2023-05-29	1,875.27	3.63	12,808.13	定向增发机构配售股份
300840.SZ	酷特智能	2023-07-10	8,568.65	35.70	78,660.20	首发原股东限售股份
300856.SZ	科思股份	2023-07-24	11,034.00	65.17	586,457.10	首发原股东限售股份
605003.SH	众望布艺	2023-09-08	8,250.00	75.00	154,357.50	首发原股东限售股份
300888.SZ	稳健医疗	2023-09-18	29,043.88	68.10	2,018,549.99	首发原股东限售股份
600370.SH	三房巷	2023-09-18	273,122.57	70.10	824,830.16	定向增发机构配售股份
605136.SH	丽人丽妆	2023-10-06	20,435.70	50.85	251,359.17	首发原股东限售股份
003016.SZ	欣贺股份	2023-10-26	28,107.20	65.02	235,257.26	首发原股东限售股份
301088.SZ	戎美股份	2023-10-27	180.94	0.79	3,025.33	首发战略配售股份

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE