

## 行业周报

证券研究报告

## 纺织品和服装行业研究

买入（维持评级）

国金证券研究所-纺织服装组

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

yangxin1@gjzq.com.cn

联系人：王译

wangyi9@gjzq.com.cn

## 海澜之家出海为何成功？——东南亚调研实录

## 核心观点

**东南亚出海概况：**人均 GDP 超国内，人口仍保持正增长。近期我们走访了以吉隆坡为代表的东南亚核心城市商圈，及以海澜之家（HLA）为代表的中国品牌门店，对中国服饰品牌出海的外部环境及内部成功要素深度感知。2023 年除东帝汶出现逆增长外，其余 10 国 GDP 均保持正增长，其中柬埔寨、越南、菲律宾、印度尼西亚保持了 5%以上的较高增长速度；11 国中新加坡、文莱与马来西亚人均 GDP 超过中国。

**海澜之家——服饰出海领军者，店效、利润率均超预期。**海澜之家目前在东南亚布局了四种门店，且均已实现盈利。我们认为，其外因源于：1) 人均可支配收入高、房价/收入比例低，消费力强；2) 马来西亚处于热带地区，气温水平很高，且人口分布集中，由于商场多配置冷气，具备环境+社交属性稀缺性，因此商圈客流众多；3) 营商环境好，华人占比高，对国内品牌文化认同感高。其内因源于：1) 公司具备强大的供应链、资金支持。不同于其他品牌，海澜之家通过全直营方式搭建海外渠道，直接触达当地消费者、严格把控渠道质量；2) 品牌力强，可以拿到低门店成本、好位置。海澜之家作为国民品牌在华人圈层认可度高，并叠加东南亚本土宣传营销显著提升了知名度，自 2017 年出海以来迅速抢占核心商圈点位，门店位置优越；3) 本土化成功，在当地知名度高。公司针对东南亚市场需求对原有货品进行了调整，增加了东南亚专供款，陈列、销售占比均为 20%-30%。

## 投资建议

当下内需面临较大不确定性，经营层面 5+6 月结合来看客流、零售恢复偏弱，低基数效应不明显，非经收入如补贴亦存在不确定性，因此建议继续关注出海品种。我们认为，海外订单、产能占比高，且具备份额提升逻辑的龙头具备更强抗风险属性。建议关注：**伟星股份**——海外产能快速扩张提供增量，未来两年能见度较高；存在强替代 YKK 逻辑，且近年来不断验证、兑现。叠加高分红，配置性价比高、确定性强。**华利集团**——公司产能主要布局在越南、印尼，客户结构优秀合理，同时兼具耐克、PUMA 等头部品牌及 HOKA、ON 等高增长品牌，且在耐克内部份额持续提升，可对冲单一品牌放缓风险。且公司在越南、印尼生产均采用来料加工模式，产成品全部出口，类似“保税仓”模式，受加征关税影响小。**海澜之家**——出海马来等国拓店顺利、经营利润率极高，且对现金流没有负面影响，未来或形成较大业绩增量、对冲内需风险。同时兼具高分红、低估值属性；以及**申洲国际**、**开润股份**等。

## 数据及公告跟踪

**行情回顾：**上周（2024 年 7 月 1 日~2024 年 7 月 5 日）沪深 300、深证成指、上证综指分别变动 -0.67%、-1.74%、+0.14%，纺织服装板块下跌 1.47%，其中纺织板块下跌 2.05%，服装板块下跌 2.28%。个股方面，ST 摩登、米格国际控股、如意集团涨幅居前，报喜鸟、波司登、李宁跌幅居前。

**原材料价格：**328 级棉现货 15777/吨（-0.31%，周涨跌幅）；美棉 CotlookA 82.75 美分/磅（-0.24%）；内外棉价差 942 元/吨（19.09%）。

**行业新闻：**1) 知名时尚品牌 Esprit 拟 3.45 亿元出售大中华区商标。2) 鄂尔多斯品牌启动上海总部。3) LV 将在 7 月全线产品调价，3 年涨价 10 次。4) “李宁二代”李小宁以雇员身份获非凡领越股权。

**重点公司公告：**1) 波司登：发布控股股东配售本公司现有股份公告，公司控股股东将按每股 4.31 港元的价格向独立于公司的买方配售由卖方持有的公司 4 亿股现有股份。2) 红豆股份：发布控股股东一致行动人增持股份计划公告，公司控股股东红豆集团一致行动人红阅服饰拟以自有资金增持，金额不低于 5000 万元，不超过 8000 万元。

## 风险提示

国外政治风险、汇率波动、越南人力成本上涨、提价不及预期、免税政策调整。

## 内容目录

前言.....	4
1、东南亚概览：人均GDP超国内，人口仍保持正增长.....	4
2、海澜之家——出海领军者，店效、利润率均超预期.....	8
2.1、海澜之家：店效、利润率均超预期.....	8
2.2、海澜出海为何成功？ .....	8
2.3、海澜之家出海空间怎么看？ .....	11
3、上周行情回顾.....	14
4、行业新闻动态.....	15
5、公司动态.....	17
6、原材料数据跟踪.....	18
7、重点上市公司估值.....	19
8、风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1：东南亚国家相对位置示意简图 .....	4
图表 2：东南亚人口构成（%） .....	5
图表 3：东南亚各国人口与国际移民占人口比重 .....	5
图表 4：东南亚各国宗教信仰人口占比 .....	5
图表 5：东南亚各国 2023 年 GDP 及其增速 .....	6
图表 6：东南亚各国 GDP（十亿美元） .....	6
图表 7：东南亚各国和中国人均 GDP（美元/人） .....	7
图表 8：东南亚各国税率（%） .....	7
图表 9：HLA CONCEPT 门店——吉隆坡 TRX 店 .....	8
图表 10：爱居兔女装单店 .....	8
图表 11：HLA LIFESTYLE 海澜优选店及 HLA 男装单体店 .....	8
图表 12：东南亚各国和中国人均 GDP（美元/年/人） .....	9
图表 13：马来西亚房价收入比显著更低（倍） .....	9
图表 14：马来西亚每日最高气温（摄氏度） .....	9
图表 15：东南亚各国企业主要纳税项目总税率（%） .....	10
图表 16：2020 年马来西亚华裔公民占比达到 23.20% .....	10
图表 17：海澜之家马来西亚门店模型估算（万元人民币） .....	10
图表 18：海澜之家门店位置优越 .....	11
图表 19：海澜之家与泰国艺人合作 .....	11
图表 20：海澜之家与马来西亚艺人合作 .....	11
图表 21：优衣库出海历程梳理 .....	12
图表 22：2015-2023 年迅销集团大中华区营收及占比 .....	12
图表 23：海澜之家与优衣库功能性产品对比 .....	12
图表 24：优衣库与日本经典动漫 IP 联名 .....	13

图表 25: 优衣库“十二生肖”系列限定合作 . . . . .	13
图表 26: 海澜之家在泰国开设首家门店 . . . . .	13
图表 27: 海澜之家与《大闹天宫》IP 联名 . . . . .	13
图表 28: 优衣库 2018-2023 年新增门店数量及占比 . . . . .	14
图表 29: 优衣库抖音账号矩阵 . . . . .	14
图表 30: 上周纺织服装板块涨跌幅 . . . . .	14
图表 31: 上周纺织服装板块涨跌幅走势 . . . . .	14
图表 32: 上周各板块涨跌幅 (%) . . . . .	15
图表 33: 近一周纺织服装行业涨幅前五名 . . . . .	15
图表 34: 近一周纺织服装行业跌幅前五名 . . . . .	15
图表 35: 上周 (2024/7/1-2024/7/5) 重点公司公告 . . . . .	17
图表 36: 重点公司 2023Q1-2024Q1 及 2024Q1 业绩同比增速 (%) . . . . .	17
图表 37: 大宗原材料价格汇总 . . . . .	18
图表 38: 328 级棉现价走势图 (元/吨) . . . . .	18
图表 39: CotlookA 指数 (美分/磅) . . . . .	18
图表 40: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨) . . . . .	19
图表 41: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨) . . . . .	19
图表 42: 长绒棉价格走势图 (元/吨) . . . . .	19
图表 43: 内外棉价差价格走势图 (元/吨) . . . . .	19
图表 44: 重点上市公司估值表 . . . . .	19

## 前言

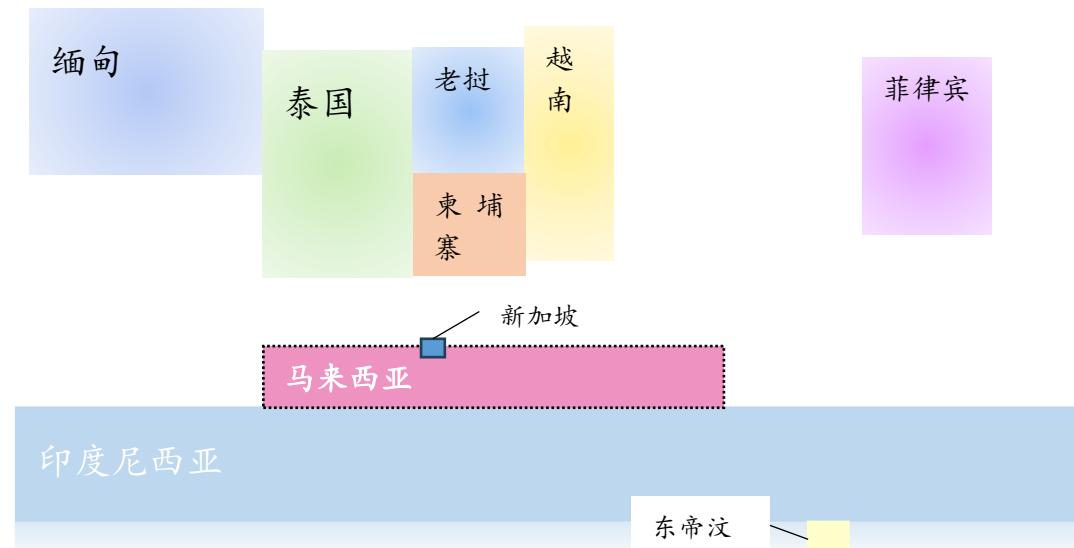
近年来中国纺织服装行业在出海业务方面由单一的供应链出海拓展至品牌+渠道出海。随着中国经济进入新常态，纺织行业出口总额在达到峰值后逐年减少，2015-2019年中国纺织品服装出口额从2838.99亿美元减少至2718.94亿美元，年复合增速为-1.07%。头部服饰品牌逐步出海，部分企业通过海外并购、品牌合作等方式提升品牌全球知名度，部分品牌同时在海外开设事业运营部，拓展渠道，进入海外零售市场追求第二增长曲线，完成从“中国制造”到“全球品牌”的升级。而东南亚地区由于地理位置相对临近、人口众多、文化相似，是众多中国品牌出海的首选。

那么东南亚出海的空间有多大？胜率如何？品牌需要解决的核心问题是什么？是否能盈利？有哪些品牌取得了领先优势？近期我们走访了以吉隆坡为代表的东南亚核心城市商圈，及以海澜之家（HLA）为代表的中国品牌门店，通过对外部因素（营商环境、消费市场活跃度、消费者对中国品牌的认知等）到内部因素（中国品牌的渠道搭建、产品及营销本土化等）的深度感知，寻找以上问题的答案。

## 1、东南亚概览：人均GDP超国内，人口仍保持正增长

东南亚（Southeast Asia，缩写 SEA）位于亚洲东南部，共有11个国家：缅甸、泰国、柬埔寨、老挝、越南、菲律宾、马来西亚、新加坡、文莱、印度尼西亚、东帝汶，面积约457万平方千米。

图表1：东南亚国家相对位置示意简图

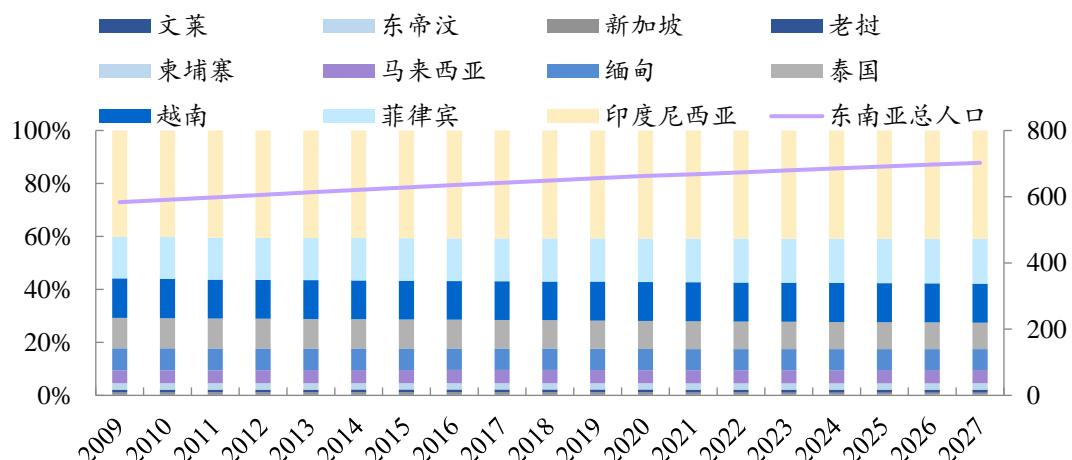


来源：国金证券研究所整理

### ■ 人口：仍保持正增长

2023年东南亚总人口已达6亿，其中印度尼西亚占比最高达40.82%，其次为菲律宾达到16.64%，文莱占比最小仅0.06%。总体来看，东南亚地区总人口自1999年来始终保持1%左右增速的正增长。

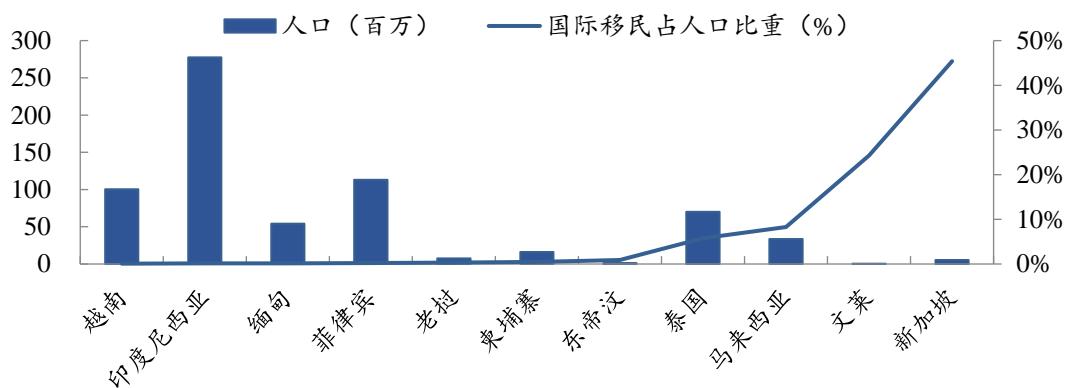
图表2：东南亚人口构成 (%)



来源：I find, 国金证券研究所

国际移民占人口比例恰恰与人口规模相反，占比最高的两个国家为新加坡与文莱，分别达到 45.39% 到 25.28%，两国人口占比在 11 国中分别为倒数第一与倒数第三。国际移民占比最高的第二梯队为马来西亚与泰国，分别达到 8.29% 与 5.76%。其余各国均不超过 1%。

图表3：东南亚各国人口与国际移民占人口比重

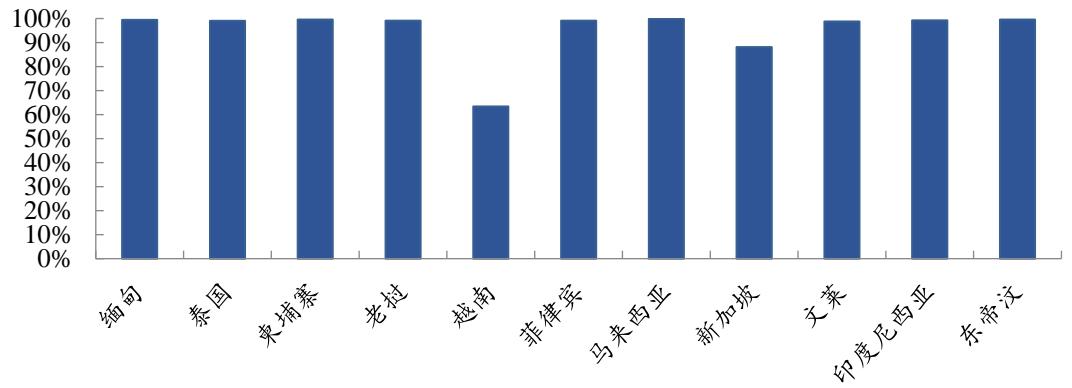


来源：I find, 国金证券研究所

#### ■ 文化：宗教信仰人数占比较高

东南亚地区宗教信仰人数占比极高。除新加坡与文莱宗教信仰人口占比低于 90% 外，其余各国均在 98% 以上。

图表4：东南亚各国宗教信仰人口占比

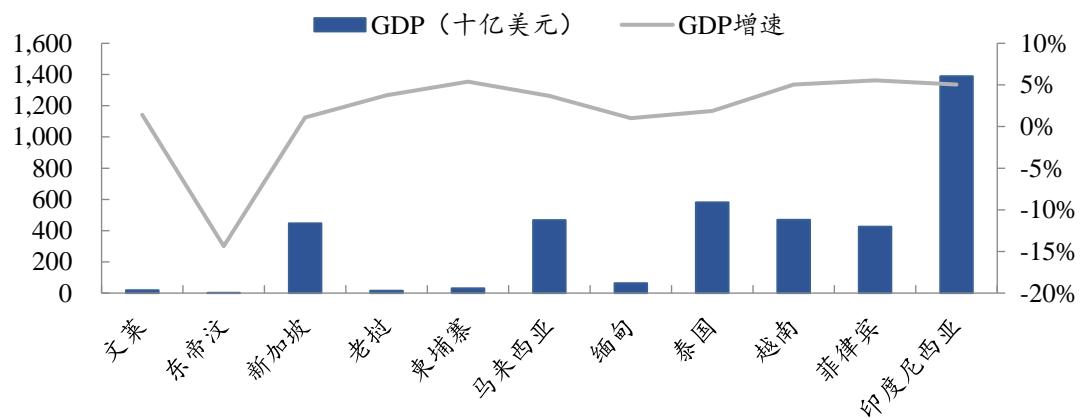


来源：复旦大学数据, 国金证券研究所

■ 经济：新加坡、马来西亚等人均 GDP 高于中国

东南亚 11 国中，印度尼西亚的 GDP 最高，达 1.4 万亿美元；其次为泰国，达到 0.6 万亿美元。越南、马来西亚、新加坡、菲律宾的总 GDP 处于 0.42 至 0.47 亿美元之间，属于第三梯队。2023 年除东帝汶出现逆增长外，其余 10 国 GDP 均保持正增长，其中柬埔寨、越南、菲律宾、印度尼西亚保持了 5% 以上的较高增长速度。

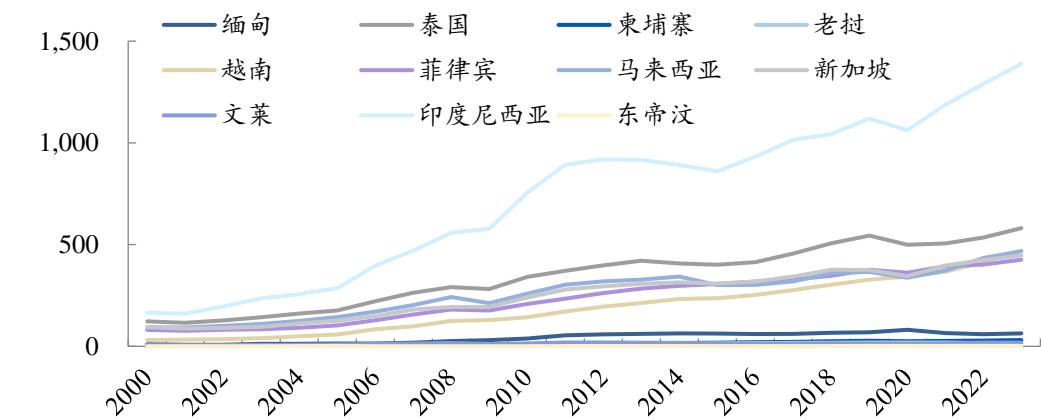
**图表5：东南亚各国 2023 年 GDP 及其增速**



来源：I find, 国金证券研究所

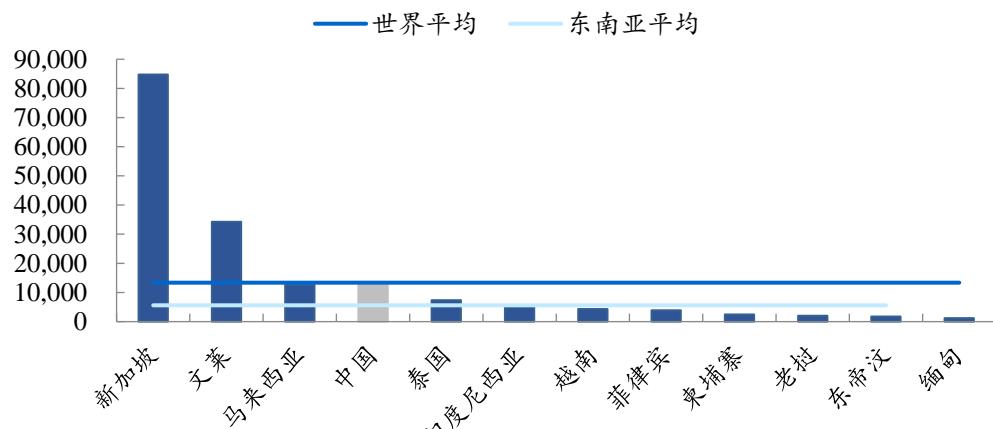
整体来看，印度尼西亚自 2000 年来取得最大的 GDP 增长，而文莱、柬埔寨、东帝汶、缅甸等国增幅有限。

**图表6：东南亚各国 GDP (十亿美元)**



来源：I find, 国金证券研究所

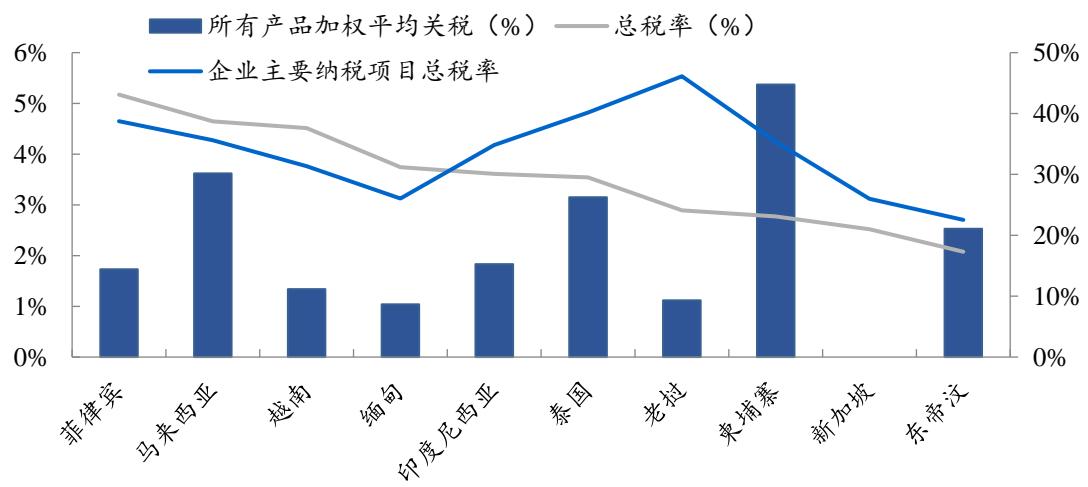
人均 GDP 两极分化严重。新加坡人均 GDP 远超其余各国，达到 84734 美元/人，在世界各国中排名第 5；其次是文莱，达到 34248 美元/人，排名第 28。而老挝、东帝汶、缅甸排名分别为 146、150、162，在 IMF 列示的 185 个国家与地区中排名靠后。11 国中新加坡、文莱与马来西亚人均 GDP 超过中国，仅新加坡与文莱到达世界平均水平。

**图表7：东南亚各国和中国人均GDP（美元/人）**


来源：IMF，国金证券研究所

### ■ 出口税率：整体低于6%

新加坡与文莱的所有产品加权平均关税相对最低，这两国亦是国际移民占总人口比例最高的国家。柬埔寨的平均关税相对较高，达到 5.37%。从企业主要纳税项目总税率角度（包含关税、企业所得税、增值税等）看，老挝的税率最高，缅甸的税率最低，马来西亚处于平均水平。

**图表8：东南亚各国税率（%）**


来源：Ifind，国金证券研究所（总税率为税收占商业利润总额；企业主要纳税项目总税率主要为关税、企业所得税、增值税/营业税，不考虑税收优惠）

### ■ 社会层级：全球中产阶级人群重要来源

根据 Brookings Institution 测算，到 2030 年亚洲中产阶级人数将达到 35 亿，届时全球中产阶级人口将有 65% 来自亚太地区。

## 2、海澜之家——出海领军者，店效、利润率均超预期

### 2.1、海澜之家：店效、利润率均超预期

海澜之家目前在东南亚布局了四种门店，且均已实现盈利：

①HLA concept——男女装集合大店，面积多在400平米以上，年化店效超千万元人民币。其中男装货品采用国内海澜之家品牌产品叠加部分东南亚特供产品，女装为公司旗下爱居兔品牌产品，男女货品陈列比例约7:3。

图表9：HLA CONCEPT 门店——吉隆坡 TRX 店



来源：线下调研，国金证券研究所

②HLA 男装单体店，面积约在100平以上、年化店效600-1500万元人民币左右。③EICHI TOO 爱居兔女装单体店，面积约在100平以上、年化店效700-800万元人民币左右。④HLA lifestyle，即海澜优选店，主要销售杂货、潮玩等品类，目前店铺数量较少。

图表10：爱居兔女装单店



来源：线下调研，国金证券研究所

图表11：HLA LIFESTYLE 海澜优选店及 HLA 男装单体店



来源：线下调研，国金证券研究所

### 2.2、海澜出海为何成功？

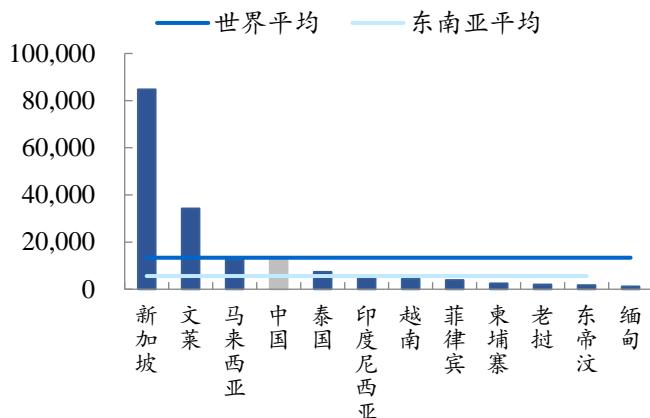
#### ■ 外因：

1) 房价较低，马来西亚人均实际可支配收入高

马来西亚的人均GDP水平在东南亚地区仅次于新加坡和文莱，高于中国，已达到12570美元。除此之外马来西亚的房价水平还更低，和泰国曼谷、越南河内相比，前两大地区

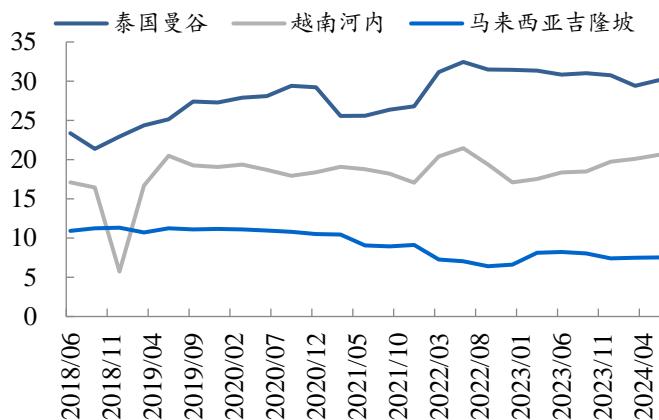
的房价收入比达到 20 倍-30 倍的水平，但马来西亚吉隆坡的房价收入比仅不到 10 倍。综合来看马来西亚的人均实际可支配收入水平更高。

图表12：东南亚各国和中国人均GDP（美元/年/人）



来源：ifind，国金证券研究所

图表13：马来西亚房价收入比显著更低（倍）

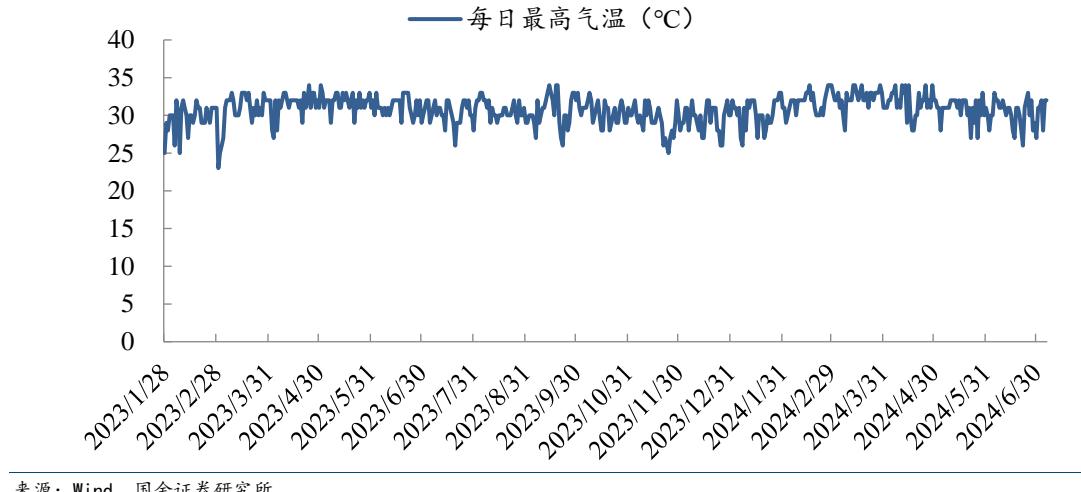


来源：Wind，国金证券研究所（房价收入比=每户住房总价÷每户以家庭年总收入）

## 2) 人口集中，叠加高温天气，造就商圈客流来源

马来西亚国土面积相对较小，人口分布集中，再加上马来西亚处于热带地区，气温水平很高，但是因为商场多配置冷气，具备环境+社交属性稀缺性，因此商圈客流众多。商圈更多的客流量为服装品牌提供了密集的消费者来源，有助于品牌在商场获取足够高的客流量，从而推动品牌服饰的销售量。

图表14：马来西亚每日最高气温（摄氏度）

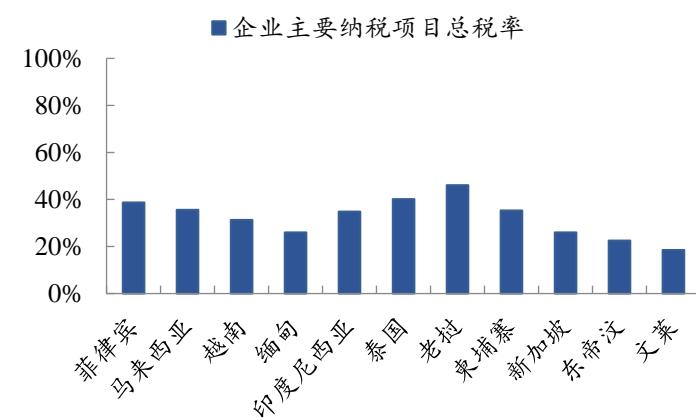


来源：Wind，国金证券研究所

## 3) 营商环境好，华人占比高，对国内品牌文化认同感高

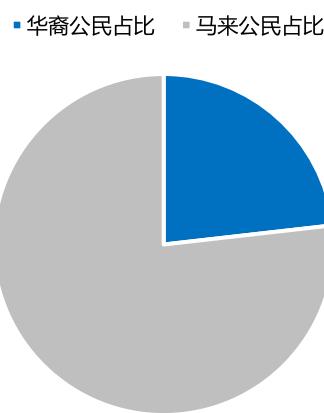
马来西亚整体税率不高，且马来西亚人口中华人占比较高，造就了中国品牌的高认可度和较好的营商环境。2020 年马来西亚全国人口约为 3245 万人，其中马来西亚公民为 2980 万人，华裔马来西亚公民占比 23.2%。众多的华人消费者，对于国内品牌天然具备更高的好感和文化认同感，这为海澜之家出差马来西亚提供了大量的消费者基础。此外，综合企业需要在各国缴纳的主要税种来看，马来西亚的税率水平整体不高，这塑造了更好的营商环境。

图表15：东南亚各国企业主要纳税项目总税率（%）



来源：ifind，国金证券研究所（企业主要纳税项目总税率主要为关税、企业所得税、增值税/营业税，不考虑税收优惠）

图表16：2020年马来西亚华裔公民占比达到23.20%



来源：中国新闻网，国金证券研究所

#### 4) 物流体系不发达，消费集中在线下

与马来西亚电商发展快速截然不同，当地物流运输显得动力不足，虽说不要求像中国物流一般达到“今日下单，次日送达”的水平，却也希望能够正常派送就可，往往一到配送繁忙阶段，马来西亚物流公司多会积压大量存货不能够及时配送，一般派送周期都远远长于中国，造成一部分当地消费者对网购商品到货时间失去耐性，而选择不网购。

#### ■ 内因：

1) 公司具备强大的供应链、资金支持。不同于其他品牌，海澜之家通过全直营方式搭建海外渠道，直接触达当地消费者、严格把控渠道质量。但相较于与本土大经销合作的模式来讲，单一品牌在与商场谈判时话语权较弱、且对资金占用相对更多。海澜集团由于账面现金充足（截止1Q24约130亿元），且国内供应链强大，通过直接调配现有货品减少了成本（并且采购货品为赊销模式），叠加在快速拓店的同时配备了本土化的营销推广，实现了高店效、高周转，从而实现了门店的盈利、现金的正循环。

图表17：海澜之家马来西亚门店模型估算（万元人民币）

	门店装修	门店保底租金	扣点	人员薪酬	估算成本	店效爬坡进度	估算店效	盈利
开业前	√	√	×	×	70	30%	37.5	-32.5
开业首月	✗	√	✓	✓	20	50%	62.5	42.5
M2	✗	√	✓	✓	20	60%	75	55
M3	✗	√	✓	✓	20	70%	87.5	67.5
M4	✗	√	✓	✓	20	80%	100	80
M5	✗	√	✓	✓	20	90%	112.5	92.5
M6	✗	√	✓	✓	20	100%	125	105
M7~M12	✗	√	✓	✓	120	100%	750	630
Y1合计		-			310	-	1350	1040

\*全部数据均为从现金流角度计算，数据假设参考公司马来西亚150平标准男装店型。

来源：线下调研，国金证券研究所

2) 品牌力强，可以拿到低门店成本、好位置。海澜之家作为国民品牌在华人圈层认可度高，并叠加东南亚本土宣传营销显著提升了知名度，自2017年出海以来迅速抢占核心商圈点位，门店位置优越（吉隆坡TRX门店、sunway门店等均处于优衣库对面、商场入口或地铁入口旁），同时租售比在较低水平，远低于国内。

**图表18：海澜之家门店位置优越**


来源：线下调研，国金证券研究所

3) 本土化成功，在当地知名度高。公司针对东南亚市场需求对原有货品进行了调整，增加了东南亚专供款，陈列、销售占比均为 20%-30%。营销推广方面，公司日常举办开业活动、圣诞、华人春节、马来新年活动等与当地顾客互动，模特一般采用外籍艺人，跟电视台、综艺节目等密切合作，签约当地明星艺人、KOL 合作，同时在固定节假日如马来新年等会推出马来当地民俗文化服饰，并和马来艺人合作宣传推广。

**图表19：海澜之家与泰国艺人合作**


来源：Instagram，国金证券研究所

**图表20：海澜之家与马来西亚艺人合作**


来源：Instagram，国金证券研究所

### 2.3、海澜之家出海空间怎么看？

回顾服装全球龙头优衣库发展历程，其领先的出海策略+本土化能力为自身打造了强有力的成长引擎，而海澜之家目前的海外布局与其具有极强的相似性。

回顾优衣库全球化扩张步伐，大中华区引领海外业务大幅增长。优衣库于 1994 年关岛证券交易所上市后，在日本本土初具规模，2001 年在英国伦敦开设首家海外门店，正式迈

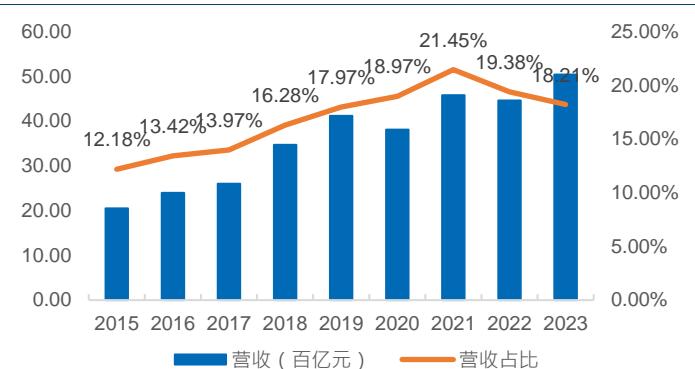
出全球化扩张的第一步，逐后在中国、韩国、新加坡等海外国家开设超过 1500 家门店。2015-2023 年，大中华区的营收占比不断攀升，2015-2023 大中华区营收 CAGR 达到 10.51%，成为海外业务规模增长的引擎。

图表21：优衣库出海历程梳理

年份	事件
2001年	海外首家门店在伦敦开业，迈出全球扩张的第一步
2002年	在上海开设优衣库首家门店，标志正式进入大中华市场
2004年	与韩国乐天购物株式会社成立合资公司
2006年	纽约 Soho 专卖店开业，成为品牌首家全球旗舰店
2009年	新加坡首家门店开业；法国开设品牌第三家旗舰店
2013年	中国上海、香港开设全球旗舰店
2014年	香港联交所主板上市；澳大利亚、德国全球旗舰店开业

来源：迅销公司官网，国金证券研究所

图表22：2015-2023年迅销集团大中华区营收及占比



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

对标优衣库出海历程，国产品牌出海东南亚市场有望突破。优衣库在大中华区的成功为国产品牌出海提供了宝贵的经验和参考：1) **产品力**：优衣库以其高品质、创新技术和舒适设计的产品而闻名，满足了消费者对功能性与性价比的需求；2) **本土化运营**：优衣库通过与当地文化和潮流的结合，推出了符合各地市场需求的产品系列；3) **全渠道销售**：通过线上商城和线下门店的无缝整合，为消费者提供了便捷的购物体验。东南亚野蛮生长的市场环境为国产服饰品牌出海带来机遇，通过借鉴优衣库的成功经验，强化产品力、本土化经营和全渠道策略，在东南亚市场的发展潜力无限。

1) **产品力**：开发与目标市场需求相匹配的高性价比的功能性产品。优衣库的 HEATTECH 系列通过独特的纤维混合技术和自发热技术，有效地锁住体温，适应寒冷冬季的穿着需求，200 元以内能够购买一套高性价比的保暖内衣。海澜之家开发采用远红外保暖科技热力科技裤，同时面对东南亚炎热的天气，利用凉感面料和特殊纤维结构开发具有凉爽、吸汗、透气的功能性 T 恤，产品定价 78-198 元区间内，覆盖大众消费人群。

图表23：海澜之家与优衣库功能性产品对比

海澜之家		优衣库
产品图		
功能亮点	<p>利用特定功能面料和纺织工艺满足季节功能需求。热力科技裤采用远红外保暖科技全面提升保暖能力，凉感科技T恤则采用凉感面料和特殊纤维空气结构以达到干爽透气效果。</p>	<p>自发热技术与优异的保暖性能。采用独特纤维混纺技术，吸收身体散发的水分和热量，并将其转化为热能，有效地锁住体温。</p>
价格带	<p>热力科技裤：318-398元 凉感科技T：78-198元</p>	<p>保暖内衣：99-199元</p>

来源：海澜之家公众号，优衣库官网，国金证券研究所

2) **本土化运营**：与经典 IP 联名保留品牌特色，跨界合作实现本土文化融合。优衣库的 #with UT 系列与世界各地的流行文化元素合作，通过与日本经典动漫 IP 联名，在传播文化的同时强化品牌形象；优衣库在海外区域与本土文化融合，如在 2024 龙年选择与中国

消费者有深厚情感联系的生肖主题进行合作，增强中国消费者对品牌的认同感，提升品牌亲和力。

图表24：优衣库与日本经典动漫IP联名



来源：优衣库官网，国金证券研究所

图表25：优衣库“十二生肖”系列限定合作



来源：优衣库公众号，国金证券研究所

而海澜之家同样兼顾本土化运营与文化输出，深耕东南亚市场。为适应东南亚市场，海澜之家对品牌形象进行重塑，包括调整门店设计和产品风格，以更符合当地的文化与审美习惯，如在泰国门店采用简约轻快的设计，以及黑灰线条搭配白色主色调，更具国际质感，提升品牌形象；在运营上，组建了专门的海外团队，在海外自主拓展门店、招募并管理海外员工，借助本土员工贴近消费群体，提升品牌适应性。海澜之家以服装为载体，对外输出中国文化，促进文化交流，通过与国漫《大闹天宫》等知名IP的联名合作，推出了具有中国特色的联名系列产品，增强品牌的国际影响力。

图表26：海澜之家在泰国开设首家门店



来源：中国服饰公众号，国金证券研究所

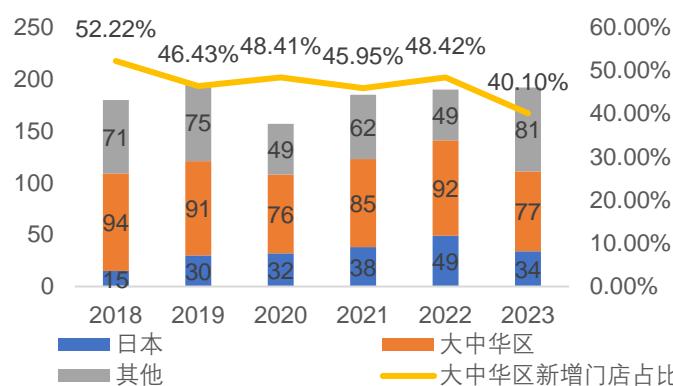
图表27：海澜之家与《大闹天宫》IP联名



来源：中国服装协会公众号，国金证券研究所

3) 因地制宜拓展渠道。优衣库结合大中华区渠道特点，在线下门店跑马圈地快速扩张，同时把握电商风口顺势增长。2018-2023年优衣库在大中华区新增门店数量占比均在40%以上，通过在关键地区和城市开设新门店的跑马圈地策略，迅速扩大中国的实体零售网络。同时，优衣库也积极拓展线上商城，如其官方抖音的账号矩阵覆盖女装与男装，通过发布时尚内容、互动活动和产品推广，有效与年轻消费者沟通和互动，增强品牌影响力。

图表28：优衣库 2018-2023 年新增门店数量及占比



图表29：优衣库抖音账号矩阵



来源：迅销公司公告，国金证券研究所

来源：优衣库抖音官方账号，国金证券研究所

而海澜之家同样结合东南亚线下商圈数量多、客流强，线上销售占比低的特点，快速抢占线下拓店机遇，结合主流媒体营销。

### 3、上周行情回顾

上周（2024年7月1日~2024年7月5日）沪深300、深证成指、上证综指分别变动-0.67%、-1.74%、+0.14%，纺织服装板块下跌1.47%，其中纺织板块下跌2.05%，服装板块下跌2.28%。

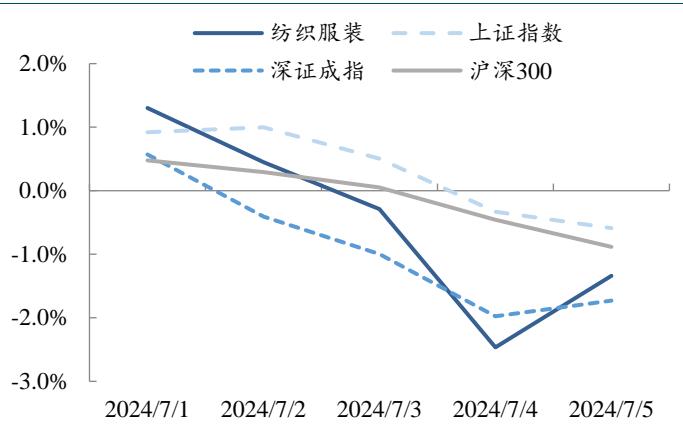
板块对比来看，纺织服装最近一周涨幅在28个一级行业板块中位列第20。

个股方面，ST摩登、米格国际控股、如意集团涨幅居前，报喜鸟、波司登、李宁跌幅居前。

图表30：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅 (%)
上证指数	0.14
深证成指	-1.74
沪深300	-0.67
纺织服装	-1.47
纺织制造	-2.05
服装家纺	-2.28

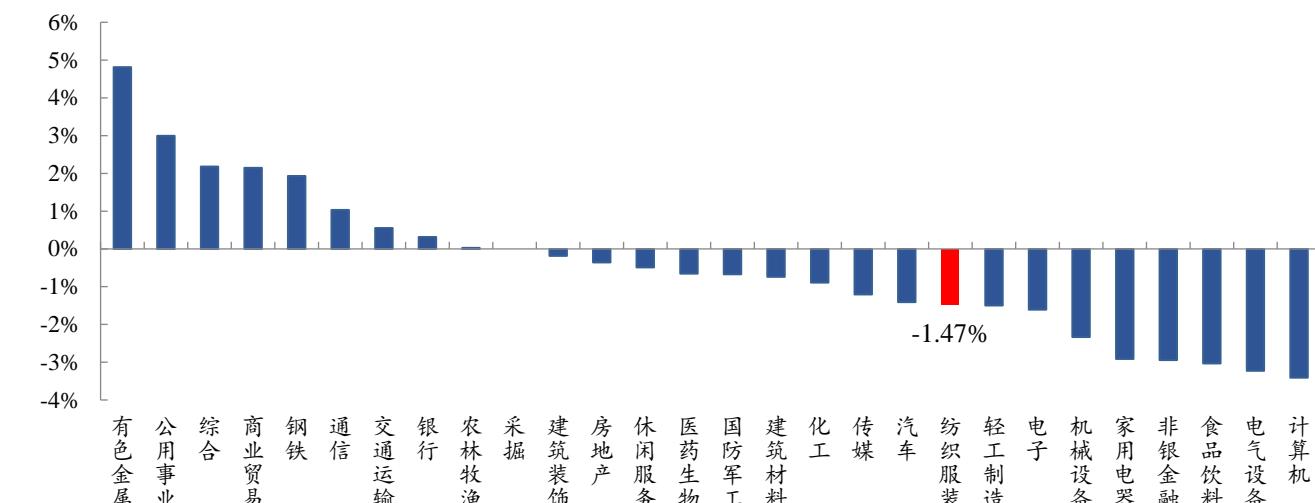
图表31：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表32：上周各板块涨跌幅 (%)



来源：iFind，国金证券研究所

图表33：近一周纺织服装行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价(元)	上周涨跌幅(%)	上周成交量(万股)
002656.SZ	ST摩登	1.00	12.36	6,034
1247.HK	米格国际控股	1.66	12.16	725
002193.SZ	如意集团	3.02	7.86	6,734
002269.SZ	美邦服饰	1.08	6.93	80,818
600070.SH	*ST富润	1.00	6.38	3,929

来源：iFind，国金证券研究所

图表34：近一周纺织服装行业跌幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价(元)	上周涨跌幅(%)	上周成交量(万股)
002154.SZ	报喜鸟	4.78	-10.99	11,760
3998.HK	波司登	4.08	-10.53	97,238
2331.HK	李宁	15.52	-9.35	17,049
603587.SH	地素时尚	11.15	-8.83	1,725
000726.SZ	鲁泰A	6.12	-6.99	3,238

来源：iFind，国金证券研究所

## 4、行业新闻动态

### ■ 知名时尚品牌 Esprit 拟 3.45 亿元出售大中华区商标（中服圈 2024/7/3）

近日，知名时尚品牌 Esprit 发布公告称，集团近期收到来自多名独立第三方关于可能使本集团获益的潜在合作及/或投资的建议及要约。

尽管本集团尚未订立具有法律约束力的协议或最终协议，但管理层目前正与一名独立第三方（潜在投资者）就可能出售大中华区商标事项连同因该等商标而产生或与之相关的所有权利及利益，以及大中华区主要域名（潜在出售事项），代价为 4750 万美元（约合 3.45 亿元人民币）的交易进行最后阶段的磋商。

集团表示，Esprit 在大中华区市场的业务所带来的收入微乎其微，并出现亏损。

另外，目前 Esprit Holdings 思捷环球已身陷困境，瑞士和意大利业务面临破产。其公司全资附属公司 Esprit Switzerland Distribution AG（简称“CHDA”）将向瑞士 Büchach 破产主管法院申请启动 CHDA 资产的破产程序。

今年 3 月底，Esprit 公布了截至 2023 年 12 月 31 日的 2023 年度财务数据，业绩并不理

想，营收同比下滑至 59.12 亿港元（去年同期为 70.62 亿港元），营业亏损同比扩大至 25.47 亿港元（去年同期为 -6.42 亿港元），毛利润同比下滑至 25.08 亿港元（去年同期为 28.78 亿港元）。此外，每股亏损达到了 -0.83 港元，较 2022 财年每股亏损 0.23 港元进一步恶化。

#### ■ 鄂尔多斯品牌启动上海总部（中服圈 2024/7/2）

近日，鄂尔多斯品牌上海总部正式启幕，品牌步入“北京+上海”双总部模式。

据悉，鄂尔多斯品牌上海总部地处静安区，该区一直是国际时尚高地和品质消费的风向标，将品牌上海总部选址于此，有利于品牌对接国际化的时尚人才和资源，而上海国际化、多元化 6 月 27 日至 28 日，鄂尔多斯集团旗下五品牌矩阵集体在新启幕的上海总部亮相，举办了五品牌 24 秋冬系列预览会，展示各品牌新一季的创新工艺与设计风格。

ERDOS 定位为羊绒为核心的时装品牌，鄂尔多斯 1980 的定位是品质羊绒品牌，BLUE ERDOS 的定位是为年轻族群提供简约质感的时装品，erdos KIDS 的定位是高品质羊绒童装品牌。

鄂尔多斯旗下拥有服装和电力冶金两大板块，2023 年报告期内，鄂尔多斯实现营收 305.54 亿元，同比下降 16.05%；归母净利润 29.04 亿元，同比下降 38.55%。鄂尔多斯服装板块实现营收 37.56 亿元，同比增长 12.73%，营收占比由 9.15% 提升至 12.29%。的文化氛围，也将为品牌提供更多设计与创意灵感。

#### ■ LV 将在 7 月全线产品调价，3 年涨价 10 次（中服圈 2024/7/1）

据悉，中国内地的路易威登全线产品将于 7 月初调整价格。今年 2 月，路易威登上调了部分皮具产品在中国市场的售价，涉及 CARRYALL、“牛角包”、“水桶包”等产品，涨幅分别在 5%-7% 之间，且是线上及线下同步更新。加上这一次，近三年来，LV 已经至少调价 10 次。

去年 6 月起，LV 已针对部分产品在中国市场的售价进行了三次调价。其中，2023 年 6 月 LV 的涨价措施涉及全品类，部分产品涨幅超过 11%。

此前，LV 母公司 LVMH 集团曾在业绩发布会上指出，LV 的有限提价主要针对皮革制品，以缩小全球不同市场的价格差距。因通货膨胀调整和货币波动，这种区域价格调整只影响少数国家。连同此次调价在内，LV 最近四次调价针对的均是中国市场。

LV 所属集团 LVMH 于今年 1 月发布了 2023 财报。分地区来看，包含中国在内的亚洲地区（不包括日本）贡献了最多营收，为 267.07 亿欧元，占集团总营收的 31%，比 2022 财年的总营收占比多 1%。

#### ■ “李宁二代”李小宁以雇员身份获非凡领越股权（中服圈/7/1）

近日，非凡领越在港交所发布一份授出购股权公告。公告显示，公司根据 2021 年 1 月 18 日采纳的购股权计划，向集团若干董事及雇员，授出合计约 2.08 亿份购股权。

该公告列出了部分承受人授予权数目，李宁和其侄子李麒麟均拿到 700 万份购股权。公告中还有一个细节引发关注，除了董事会成员外，一名叫李小宁的雇员的 120 万份收股权数目被单独列出，而李小宁正是李宁之子。此次以雇员身份获得股权，意味着李小宁也正式以“职场人”的身份亮相家族企业。

非凡领越不仅是李宁的第二家公司，更是帮助李宁公司实现进一步打开国际市场及更广泛覆盖多品类消费品品牌的重要平台。李宁曾表示，希望把这家企业经营成为一个国际化的优秀消费品牌运营企业，能够引领或者服务人们去追求优雅愉悦和健康休闲的生活方式。在消费品市场高度同质化的当下，李宁认为更重要的是品牌的价值、品牌所创造出来的产品以及产品背后的价值观。

## 5、公司动态

图表35：上周 (2024/7/1/-2024/7/5) 重点公司公告

公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
3998. HK 波司登	2024/7/3	股东减持	2024年7月3日（交易时段前），由集团创办人、董事局主席及控股股东高德康设立的信托间接全资拥有的盈新国际投资有限公司，知会公司，其已与J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited订立大宗交易协议，据此，配售代理已同意按每股4.31港元的价格向独立于公司的买方配售由卖方持有的公司4亿股每股面值为0.00001美元的现有股份。出售股份占截至本公告日期公司已发行股份总数的约3.64%。
600400. SH 红豆股份	2024/7/4	股东减持	公司持股5.4%的股东无锡文智投资合伙企业因自身资金需求，拟通过大宗交易方式减持所持有的公司股份，计划减持股份数量不超过3444.86万股，减持比例不超过公司目前股份总数的1.5%。
600400. SH 红豆股份	2024/7/5	股东增持	公司控股股东红豆集团一致行动人红阔服饰拟计划自本公告披露之日起6个月内，以自有资金增持，金额不低于5000万元，不超过8000万元。本次增持前，红豆集团及其一致行动人持有本公司股份数量为14.18亿股，占公司股份总数的61.73%；红阔服饰未持有公司股份。
002397. SZ 梦洁股份	2024/7/5	权益变动	公司拥有表决权第一大股东长沙金森新能源有限公司的一致行动人李菁先生因与湖南新亿桥商贸有限公司发生借款合同纠纷，根据《湖南省长沙市望城区人民法院民事调解书》((2024)湘0112民初5702号)，李菁先生持有的23,866,928股公司股份被司法划转至新亿桥商贸，用以抵偿债务，划转部分占公司总股本的比例为3.19%。
603839. SH 安正时尚	2024/7/5	决议公告	公司发布第六届董事会第九次会议决议公告，审议通过《关于<安正时尚集团股份有限公司2024年第二期股票期权激励计划(草案)>及其摘要的议案》《关于<安正时尚集团股份有限公司2024年第三期股票期权激励计划(草案)>及其摘要的议案》等七份议案。

来源：Wind，国金证券研究所

图表36：重点公司2023Q1-2024Q1及2024Q1业绩同比增速(%)

证券代码	证券简称	营收增速(%)		归母净利润增速(%)	
		2024Q1(环比)	2024Q1(同比)	2024Q1(环比)	2024Q1(同比)
<strong>品牌服饰-A股</strong>					
002154. SZ 报喜鸟		-14.71%	4.84%	75.31%	-2.09%
002832. SZ 比音勒芬		71.34%	17.55%	137.03%	20.43%
600398. SH 海澜之家		3.67%	8.72%	77.24%	10.41%
002563. SZ 森马服饰		-34.08%	4.58%	19.68%	11.40%
603877. SH 太平鸟		-29.70%	-12.92%	-25.25%	-26.92%
603518. SH 锦泓集团		-20.43%	-1.24%	8.41%	13.19%
603587. SH 地素时尚		-33.08%	-11.98%	37.58%	-33.03%
603808. SH 歌力思		-11.89%	12.47%	-5.00%	-38.25%
003016. SZ 欣贺股份		-21.01%	-19.06%	-66.34%	-88.49%
603839. SH 安正时尚		32.06%	-15.66%	-183.33%	-150.04%
002029. SZ 七匹狼		-16.33%	-1.80%	55.59%	19.48%
601566. SH 九牧王		2.48%	21.70%	13.92%	11.28%
600400. SH 红豆股份		-15.99%	-0.73%	348.46%	31.08%
002763. SZ 汇洁股份		-0.86%	4.15%	227.60%	-8.09%
002327. SZ 富安娜		-40.98%	5.20%	-45.81%	10.24%
002293. SZ 罗莱生活		-30.29%	-12.26%	-42.77%	-49.47%
603365. SH 水星家纺		-37.22%	11.84%	-26.54%	11.55%
002397. SZ 梦洁股份		-41.11%	-11.63%	-0.33%	-19.11%

品牌服饰-港股					
2020.HK	安踏体育		中单位数增长		
2331.HK	李宁		低单位数增长		
1368.HK	特步国际		高单位数增长		
1361.HK	361 度		高双位数增长		
6110.HK	滔搏		8%增长		
3998.HK	波司登				
3306.HK	江南布衣				

纺织制造-A股					
300979.SZ	华利集团	30. 15%	-9. 22%	-13. 77%	63. 67%
603307.SH	扬州金泉	-18. 96%	-26. 95%	55. 02%	-28. 38%
603055.SH	台华新材	51. 72%	19. 20%	22. 64%	101. 13%
603889.SH	新澳股份	12. 48%	12. 33%	80. 73%	6. 59%
002042.SZ	华孚时尚	-13. 43%	-1. 89%	-25. 67%	-74. 04%
601339.SH	百隆东方	23. 45%	-7. 70%	64. 24%	-4. 51%
600987.SH	航民股份	31. 83%	-9. 16%	-45. 14%	3. 64%
000726.SZ	鲁泰A	0. 32%	-17. 65%	-0. 13%	-28. 74%
603558.SH	健盛集团	10. 42%	-6. 68%	17. 71%	112. 06%
603238.SH	诺邦股份	9. 95%	23. 99%	-27. 84%	98. 70%
300658.SZ	延江股份	0. 24%	3. 00%	-4. 99%	32. 39%
002003.SZ	伟星股份	14. 83%	5. 97%	202. 21%	45. 25%
300577.SZ	开润股份	22. 92%	9. 71%	1191. 16%	102. 95%

来源：iFinD，国金证券研究所

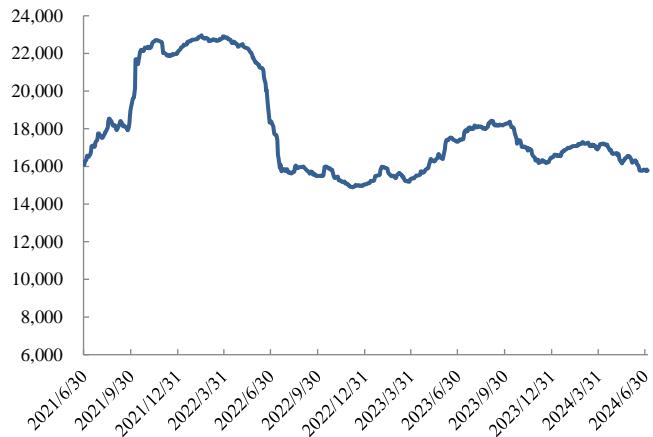
## 6、原材料数据跟踪

图表37：大宗原材料价格汇总

原材料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	15777 元/吨	-0. 31%	2024/7/5
美棉 CotlookA	82. 75 美分/磅	-0. 24%	2024/7/4
粘胶短纤	13400 元/吨	0. 75%	2024/7/5
涤纶短纤	7780 元/吨	0. 00%	2024/7/5
长绒棉	29100 元/吨	0. 00%	2024/7/5
内外棉价差	942 元/吨	19. 09%	2024/7/5

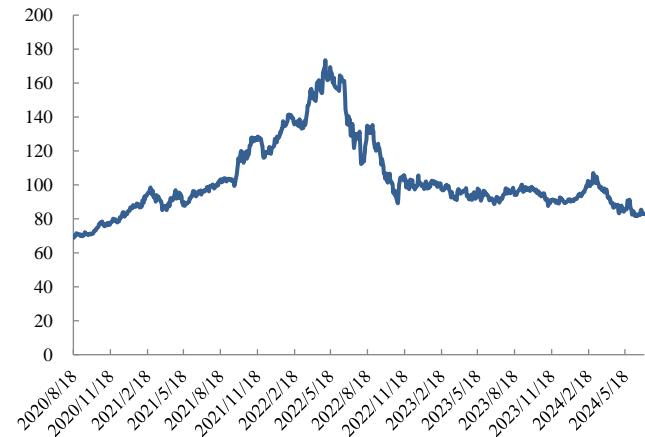
来源：iFinD，国金证券研究所

图表38：328 级棉现价走势图（元/吨）



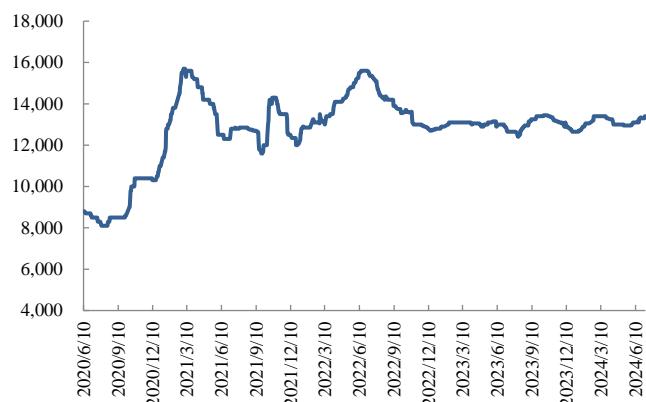
来源：iFinD，国金证券研究所

图表39：CotlookA 指数（美分/磅）



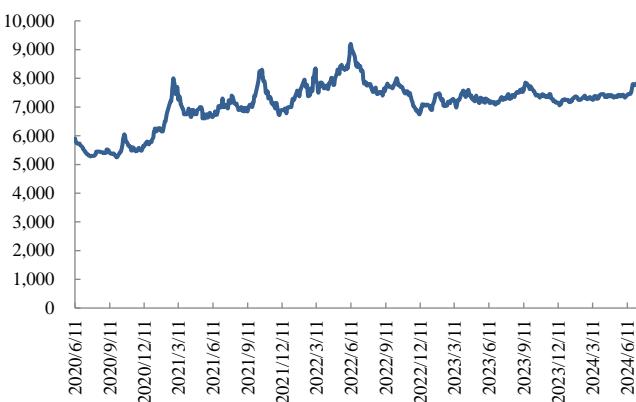
来源：iFinD，国金证券研究所

图表40：粘胶短纤价格走势图（元/吨）



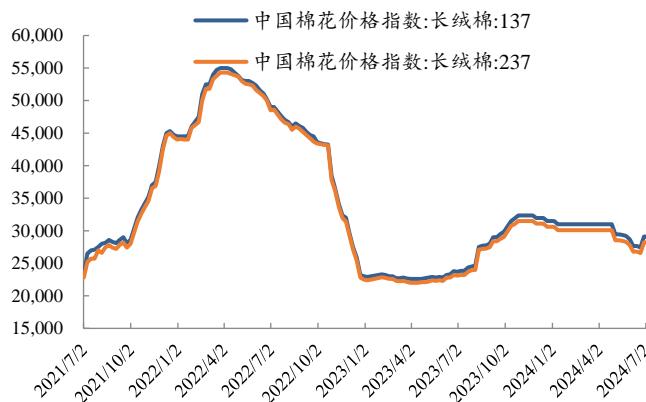
来源：iFinD，国金证券研究所

图表41：涤纶短纤价格走势图（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表42：长绒棉价格走势图（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表43：内外棉价差价格走势图（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

## 7、重点上市公司估值

图表44：重点上市公司估值表

证券代码	证券简称	现价 (元)	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG	市值 (亿元)	周涨跌 幅 (%)
			22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E				
品牌服饰-A股														
002154.SZ	报喜鸟	4.78	0.31	0.48	0.56	0.64	15.4	9.9	8.6	7.4	27.4	0.36	70	-12.1
002832.SZ	比音勒芬	23.73	1.28	1.60	1.99	2.42	18.6	14.1	11.8	9.7	24.1	0.59	135	-1.8
600398.SH	海澜之家	8.59	0.48	0.62	0.69	0.77	17.9	13.9	12.4	11.1	17.3	0.81	413	-7.0
002563.SZ	森马服饰	5.49	0.24	0.43	0.49	0.56	22.9	12.8	11.3	9.8	32.8	0.39	148	-5.5
603877.SH	太平鸟	13.50	0.39	0.90	1.19	1.39	34.6	15.0	11.4	9.7	52.9	0.28	64	-1.7
603518.SH	锦泓集团	8.51	0.25	0.83	1.08	1.29	34.0	10.2	7.9	6.6	72.7	0.14	30	-3.3
603587.SH	地素时尚	11.15	0.80	1.10	1.06	1.19	13.9	10.1	10.5	9.3	14.3	0.71	53	-9.2
603808.SH	歌力思	6.28	0.06	0.47	0.69	0.88	104.7	13.4	9.1	7.1	144.7	0.09	23	-0.8
003016.SZ	欣贺股份	6.16	0.30	0.29	0.19	0.21	20.3	21.2	33.0	29.7	-11.9	-1.78	26	-1.6
601566.SH	九牧王	8.44	-0.16	0.35	0.53	0.70	-52.8	23.8	15.8	12.0	63.9	0.37	48	0.2
600400.SH	红豆股份	2.18	0.01	0.03	0.02	0.03	218.0	73.6	87.5	70.0	46.0	1.60	50	0.5
002327.SZ	富安娜	10.19	0.65	0.69	0.75	0.82	15.7	14.8	13.5	12.4	8.2	1.80	85	1.4
002293.SZ	罗莱生活	7.95	0.68	0.75	0.71	0.81	11.6	10.7	11.2	9.8	5.9	1.82	66	-1.6

603365.SH	水星家纺	15.62	1.05	1.41	1.64	1.85	14.9	11.1	9.5	8.5	20.7	0.53	41	-0.2
品牌服饰-港股														
2020.HK	安踏体育	71.05	2.68	3.61	4.73	4.98	25.7	19.0	14.5	13.5	24.1	0.79	2,013	-5.3
2331.HK	李宁	15.52	1.57	1.23	1.28	1.46	10.1	10.5	11.1	9.8	1.0	10.48	401	-8.2
1368.HK	特步国际	4.64	0.36	0.42	0.48	0.56	13.0	10.9	9.6	8.3	16.1	0.68	123	-3.5
1361.HK	361度	3.90	0.36	0.50	0.59	0.70	10.8	7.8	6.6	5.6	24.5	0.32	81	-3.2
6110.HK	滔搏	3.78	0.39	0.36	0.40	0.42	9.6	10.5	9.5	9.0	2.0	5.20	234	-8.9
3998.HK	波司登	4.08	0.19	0.23	0.28	0.34	21.7	17.6	14.8	12.0	22.0	0.80	448	-16.2
3306.HK	江南布衣	15.16	1.10		1.71	1.93	13.8		8.9	7.9	20.5		79	-0.4
纺织制造-A股														
300979.SZ	华利集团	59.03	2.77	2.72	3.28	3.80	21.3	21.7	18.0	15.5	11.1	1.96	689	-3.0
603307.SH	扬州金泉	32.85	4.76	3.60	4.04	4.65	6.9	9.1	8.1	7.1	-0.8	-11.50	22	4.5
603055.SH	台华新材	10.01	0.31	0.51	0.71	0.87	32.3	19.7	14.1	11.4	41.3	0.48	89	-1.2
603889.SH	新澳股份	7.72	0.76	0.57	0.64	0.74	10.2	13.6	12.1	10.5	-1.0	-13.77	56	-0.3
002042.SZ	华孚时尚	3.64	-0.21		0.06	0.12	-17.3	0.0	58.2	29.7	-16.5	0.00	62	-4.5
601339.SH	百隆东方	5.31	1.05	0.37	0.39	0.52	5.1	14.5	13.7	10.2	-20.8	-0.70	80	1.9
600987.SH	航民股份	7.00	0.63		0.77	0.87	11.1	0.0	9.0	8.0	11.6	0.00	74	-0.8
000726.SZ	鲁泰A	6.12	0.95	0.65	0.76	0.88	6.4	9.4	8.1	6.9	-2.5	-3.77	45	-7.6
603558.SH	健盛集团	9.68	0.69	0.66	0.88	1.02	14.0	14.7	11.0	9.5	13.8	1.07	36	-2.7
603238.SH	诺邦股份	9.68	0.21	0.44	0.65	0.82	46.1	21.8	15.0	11.8	57.6	0.38	17	-2.8
002003.SZ	伟星股份	12.67	0.48	0.48	0.56	0.64	26.4	26.4	22.8	19.7	10.2	2.59	148	1.0
300577.SZ	开润股份	19.97	0.20	0.63	1.14	1.49	99.9	31.5	17.5	13.4	95.4	0.33	48	-4.1
纺织制造-港股														
2313.HK	申洲国际	73.20	3.04	3.27	3.94	4.55	24.1	22.4	18.6	16.1	14.4	1.55	1,100	-4.3
2678.HK	天虹纺织	4.39	0.17		0.79	1.07	25.8	0.0	5.6	4.1	0.8	0.00	40	0.5

来源：iFinD，国金证券研究所（注1：收盘价、市值数据更新至2024/7/5；注2：江南布衣23年EPS为实际值；注3：除比音勒芬、安踏体育、李宁采用国金纺服组最新外发报告盈利预测数据，其余公司数据均为市场一致预期）

## 8、风险提示

**国外政治风险：**若2024美国大选对中美贸易关系造成影响，国内企业出海受阻。

**汇率波动风险：**纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

**越南人力成本上涨风险：**越南地区人力成本在近几年涨幅度较大，未来3-5年，若人力成本继续上涨，或影响行业内国际化产能布局的公司利润水平。

**提价不及预期风险：**品牌服饰企业存在品牌力提升不达预期，ASP降低、终端折扣力度加大导致收入增速放缓风险。

**免税政策调整风险：**根据海南省规划，海南将在2025年前适时启动全岛封关运作，预计对现有免税运营商带来影响。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上；

增持：预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%—15%；

中性：预期未来3—6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%；

减持：预期未来3—6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806