

纺织品和服装行业研究

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

 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

 分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）
 yangyuqin@gjzq.com.cn

耐克去库存仍在进行中；重申看好京东奥莱业务

核心观点

耐克去库存仍在进行中。耐克本周公布 FY25Q3 经营情况，FY25Q3 实现营收 112.7 亿美元，同比下降 9%，高于市场预期的 110.3 亿美元。毛利率同比下降 3.3pct 至 41.5%，符合之前指引，反映出公司仍处于去库过程中。FY25Q3 存货周转天数为 102 天，同比持平。在分析师的电话会议中，首席财务官 Matt Friend 表示，耐克预计 FY25Q4 销售额降幅将处于中双位数低段。公司预计会加大库存清理力度，毛利率将下降 4 至 5 个百分点——这一过程预计将持续至 2026 财年。我们认为当前耐克品牌力处于筑底的过程，在 CEO 贺雁峰上任后耐克亲近加盟商并在产品体系、管理团队等方面做出较大的调整，后续建议持续关注品牌折扣与库存情况。

重申建议重视京东奥莱成长性。年前 11 家门店开业后，京东奥莱近期有数家新店推进中，安徽合肥祥源广场门店已于 3.22 开业；合肥百大新悦城店、山西晋中印象城店、郑州朗悦公园茂店等亦将陆续开业。从门店选址来看，新门店均位于核心居民区，临近市中心，进驻物业普遍为当地热门商场，且里面拥有电影院、霸王茶姬以及海底捞等人气餐饮，享有稳定的客流，奥莱的存在补充了当地消费者对于零售品牌的需求。根据京东奥莱官网公布的开店规划，其未来覆盖城市层级包含 1-5 线，较传统奥莱门店更为广泛、全面，同时也将逐步打通线上线下渠道，提升销售规模和运营效率，开店空间较大，我们重申看好京东奥莱业务成长空间及建议重视其开店进度。

行业数据跟踪：

1-2 月服装零售表现稳健。1-2 月服装零售同比增长 3.3%，在 24 年较高基数以及天气偏暖情况下仍保持稳健增长，反映终端销售情况逐步好转。展望未来，3 月服装销售受北方部分地区异常天气影响，但整体来看我们认为最差的时候已经过去。鉴于服装板块的弹性和改善空间，建议对服装零售保持乐观，看好未来增长潜力。

原材料价格整体稳定，328 级棉现货 14905 元/吨（0.01%，周涨跌幅）；美棉 Cotlook A 78.5 美分/磅（-0.95%）；内外棉价差 524 元/吨（15.93%）。

细分行业景气指标：运动户外（稳健向上）、男装（底部企稳）、女装（底部企稳）、家纺（底部企稳）、中游代工（高景气维持）、纺织原材料（略有承压）。

投资建议

1) 弹性方向：**海澜之家**顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位，**滔搏**有望充分受益于阿迪和耐克品牌力恢复带来的流水与折扣优化，业绩有望展现大幅弹性，同时分红率具备较强吸引力，作为我们近期重点推荐。同时推荐品牌服饰龙头——**比音勒芬、李宁**等，推荐全棉时代品牌心智破圈，棉柔巾、卫生巾市占率持续提升的——**稳健医疗**。

2) 确定性方向：基本面角度来看，制造板块景气度延续，业绩韧性突出，纺织制造龙头产能向外转移已有多年历史，产业链成熟，其中龙头尤其具备较强抗风险能力。推荐制造龙头——**浙江自然、华利集团**等。

行情回顾及公告新闻

行情回顾：上周（2025 年 3 月 17 日-2025 年 3 月 21 日）沪深 300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为-2.29%、-2.65%、-1.60%，纺织服装板块下跌-1.28%。板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在 28 个一级行业板块中位列第 15。个股方面，甘咨询、日播时尚、梦洁股份涨幅居前，凯瑞德、安踏体育、常山北明跌幅居前。

行业新闻：1) 南山智尚战略携手武汉大学研究院、手智创新，三方协同攻关人形机器人领域；2) 一次性内裤质量风波背后：浪莎“轻资产”贴牌的品控隐忧；3) 盛泰集团拟投建盛泰（摩洛哥）绿色纺织产业园项目，总投资额不超 17.16 亿元。

重点公司公告：1) 特步国际：2024 年度业绩报告显示，集团持续经营业务收入同比增长 6.5%至人民币 135.77 亿元，主要得益于特步主品牌稳健表现及专业运动分部的强劲增长。1) 安踏体育：2024 年，安踏体育业务保持稳健增长，收入同比增加 13.6%至人民币 708.26 亿元。

风险提示：内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险。

内容目录

1、周观点：耐克去库存仍在进行中；重申看好京东奥莱业务.....	3
1.1、耐克 FY25Q3 营收超预期，品牌与库存调整仍需时间.....	3
1.2、京东奥莱开店确定性增强，重申看好京东奥莱业务.....	3
2、行业数据跟踪.....	4
3、投资建议.....	5
4、上周行情回顾.....	5
5、行业新闻动态.....	6
6、公司动态.....	7
7、风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 耐克品牌调整进行时（单位：亿美元）	3
图表 2： 京东奥莱计划开店示意图	3
图表 3： 1-2 月服装零售表现稳健	4
图表 4： 大宗原材料价格汇总	4
图表 5： 328 级棉现价走势图（元/吨）	4
图表 6： CotlookA 指数（美分/磅）	4
图表 7： 粘胶短纤价格走势图（元/吨）	5
图表 8： 涤纶短纤价格走势图（元/吨）	5
图表 9： 长绒棉价格走势图（元/吨）	5
图表 10： 内外棉价差价格走势图（元/吨）	5
图表 11： 上周纺织服装板块涨跌幅	5
图表 12： 上周纺织服装板块涨跌幅走势	5
图表 13： 上周各板块涨跌幅（%）	6
图表 14： 近一周纺织服装行业涨幅前五名	6
图表 15： 近一周纺织服装行业跌幅前五名	6
图表 16： 上周（2025/03/17/-2025/03/21）重点公司公告	7

1、周观点：耐克去库存仍在进行中；重申看好京东奥莱业务

1.1、耐克 FY25Q3 营收超预期，品牌与库存调整仍需时间

耐克本周公布 FY25Q3 经营情况，FY25Q3 实现营收 112.7 亿美元，同比下降 9%，高于市场预期的 110.3 亿美元。其中北美市场表现相对更好，营收 48.64 亿美元，同比下降 4%，大中华区营收为 17.33 亿美元，同降 17%，品牌仍处于调整过程。毛利率同比下降 3.3pct 至 41.5%，符合之前指引，主要由于耐克直营和批发渠道折扣加深。FY25Q3 存货周转天数为 102 天，同比持平。报告期内，耐克围绕 Win Now 战略做出改变，通过运动员故事、性能产品和重大的体育时刻来展现品牌影响力，核心是优化库存管理、提升品牌差异化 and 加快创新，以确保在复杂多变的市场环境中保持竞争力。

耐克在产品端秉承双线并进策略，一方面专注于跑步、篮球等专业运动领域，另一方面稳守大众运动市场基本盘。面对需求较为广阔的跑鞋市场，耐克高度重视跑鞋产品的造型和技术创新。新上市的跑鞋 Vomero 18、Pegasus Premium 以及竞速系列 Nike Vaporfly 4 和 Nike Streakfly 2 等取得了较好的效果，展示出耐克专业跑步产品的实力。

在分析师的电话会议中，首席财务官 Matt Friend 表示，1) 耐克预计 FY25Q4 销售额降幅将处于中双位数低段。公司预计会加大库存清理力度，毛利率将下降 4 至 5 个百分点——这一过程预计将持续至 2026 财年。2) FY25Q4 降低经典鞋类占比 10% 以上。3) 重新定位 NIKE Digital，减少促销日，优化折扣以及减少对付费媒体的投资，预计 FY2026 年 NIKE Digital 会下降双位数。我们认为当前耐克品牌力处于筑底的过程，在 CEO 贺雁峰上任后耐克亲近加盟商并在产品体系、管理团队等方面做出较大的调整，建议后续持续关注品牌折扣与库存情况。

图表1：耐克品牌调整进行时（单位：亿美元）

	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3
营收	126.87	133.15	123.90	128.25	129.39	133.88	124.29	126.06	115.89	123.54	112.69
yoy	3.58%	17.24%	13.97%	4.83%	1.99%	0.55%	0.31%	-1.71%	-10.43%	-7.72%	-9.33%
存货周转天数	115	109	108	105	107	101	102	101	112	105	102

来源：ifind，国金证券研究所（耐克财年为 6 月 1 日到第二年 5 月 31 日）

1.2、京东奥莱开店确定性增强，重申看好京东奥莱业务

年前 11 家门店开业后，京东奥莱近期有数家新店推进中，安徽合肥祥源广场门店已于 3.22 开业；合肥百大新悦城店、山西晋中印象城店、郑州朗悦公园茂店等亦将陆续开业。从门店选址来看，新门店均位于核心居民区，临近市中心，进驻物业普遍为当地热门商场，且里面拥有电影院、霸王茶姬以及海底捞等人气餐饮，享有稳定的客流，奥莱的存在补足了当地消费者对于零售品牌的需求。根据京东奥莱官网公布的开店规划，其未来覆盖城市层级包含 1-5 线，较传统奥莱门店更为广泛、全面，同时也将逐步打通线上线下渠道，提升销售规模和运营效率，开店空间较大，我们重申看好京东奥莱业务成长空间及建议重视其开店进度。

图表2：京东奥莱计划开店示意图

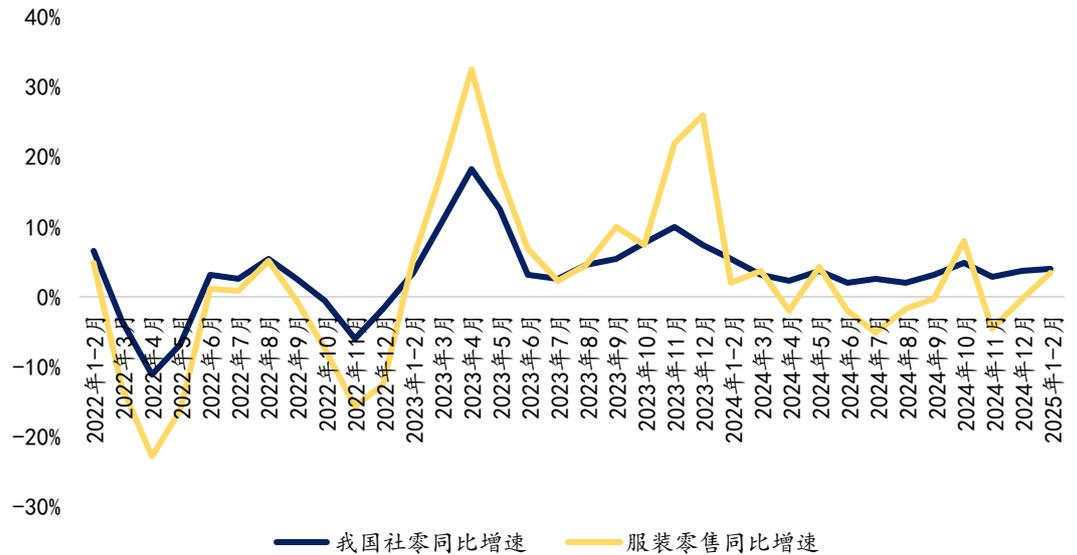


来源：京东奥莱官方旗舰店，国金证券研究所

2、行业数据跟踪

1-2月服装零售表现稳健。1-2月服装零售同比增长3.3%，在24年较高基数以及天气偏暖情况下仍保持稳健增长，反映终端销售情况逐步好转。环比看，1-2月零售数据较服装板块大部分品牌羽绒服占比较高，暖冬影响进店客流和转化率。环比看，1-2月零售数据较12月改善3.6pct，从24年11月开始呈现逐月改善趋势。展望未来，3月服装销售受北方部分地区异常天气影响，但整体来看我们认为最差的时候已经过去。鉴于服装板块的弹性和改善空间，建议对服装零售保持乐观，看好未来增长潜力。

图表3：1-2月服装零售表现稳健



来源：同花顺 ifind, 国金证券研究所

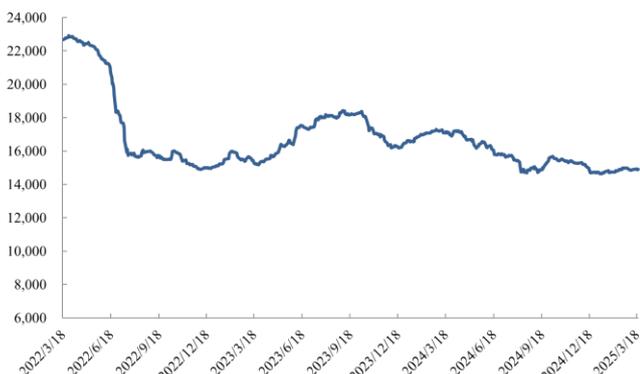
本周原材料价格整体稳定，328级棉现货/美棉 CotlookA/粘胶短纤/涤纶短纤/长绒棉价格周涨跌幅分别为0.01%/-0.95%/0.00%/0.15%/0.09%，内外棉价差为524元/吨，周涨幅为15.93%。

图表4：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	14905元/吨	0.01%	2025/3/21
美棉 CotlookA	78.5美分/磅	-0.95%	2025/3/20
粘胶短纤	13600元/吨	0.00%	2025/3/21
涤纶短纤	6760元/吨	0.15%	2025/3/21
长绒棉	22200元/吨	0.09%	2025/3/21
内外棉价差	524元/吨	15.93%	2025/3/21

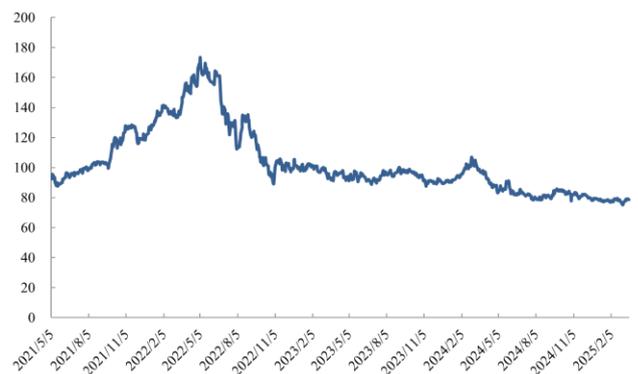
来源：iFinD, 国金证券研究所

图表5：328级棉现价走势图（元/吨）



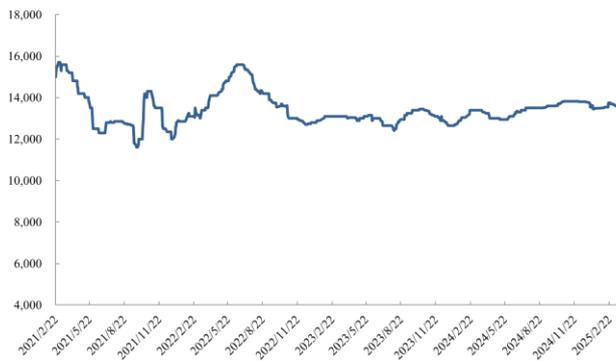
来源：iFinD, 国金证券研究所

图表6：CotlookA指数（美分/磅）



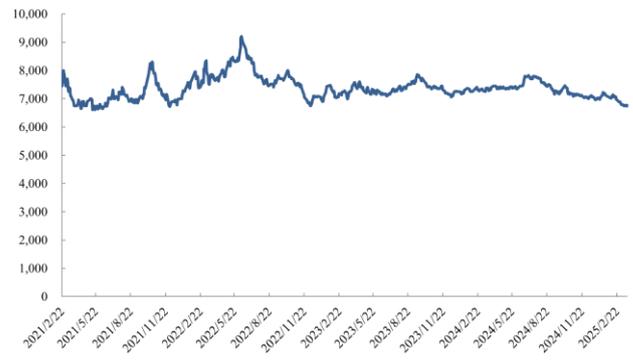
来源：iFinD, 国金证券研究所

图表7: 粘胶短纤价格走势(元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表8: 涤纶短纤价格走势(元/吨)



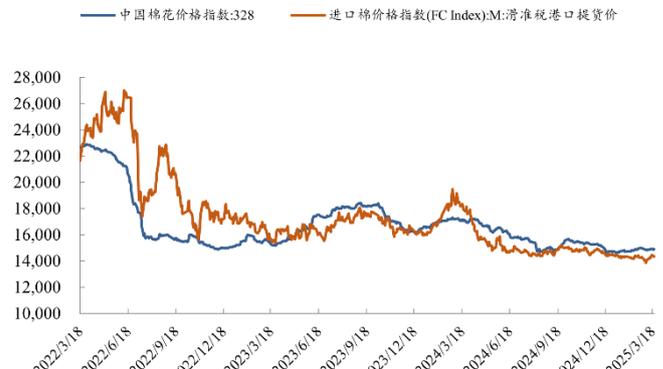
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表9: 长绒棉价格走势(元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表10: 内外棉价差价格走势(元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

3、投资建议

- 1) 弹性方向: 品牌服饰板块随着销售旺季来临、气温降低, 叠加政策刺激居民消费, Q4 零售环比有所改善, 迎来基本面拐点, 期待 Q1 数据进一步向好。估值角度, 目前板块龙头仍处在历史偏低分位, 后续弹性可期。**海澜之家**顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态, 未来开店空间较大且具备较强盈利能力, 同时主业成人装筑底恢复, 分红水平近年维持在高位。**滔搏**有望充分受益于阿迪和耐克品牌力恢复带来的流水与折扣优化, 业绩有望展现大幅弹性, 同时分红率具备较强吸引力, 作为我们近期重点推荐。同时推荐品牌服饰龙头——**比音勒芬**、**李宁**等, 推荐全棉时代品牌心智破圈, 棉柔巾、卫生巾市占率持续提升的——**稳健医疗**。
- 2) 基本面角度来看, 制造板块景气度延续, 业绩韧性突出, 且对于明年接单的能见度强于品牌零售, 尤其是华利等具备拓客户、拓产能逻辑的龙头。短期板块情绪或受到美国特朗普上台加征关税的影响有所调整, 但实际纺织制造龙头产能向外转移已有多年历史, 产业链成熟, 其中龙头尤其具备较强抗风险能力, 可更好地应对外部宏观不确定性的影响, 因此订单或进一步向龙头企业转移, 利好龙头份额提升。推荐制造龙头——浙江自然、华利集团等, 建议关注: 申洲国际。

4、上周行情回顾

上周(2025年3月17日-2025年3月21日)沪深300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为-2.29%、-2.65%、-1.60%, 纺织服装板块下跌-1.28%。

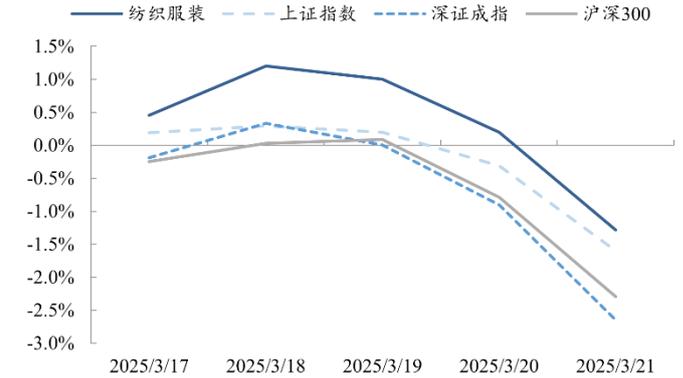
板块对比来看, 纺织服装最近一周涨跌幅在28个一级行业板块中位列第15。

个股方面, 甘咨询、日播时尚、梦洁股份涨幅居前, 凯瑞德、安踏体育、常山北明跌幅居前。

图表11: 上周纺织服装板块涨跌幅

图表12: 上周纺织服装板块涨跌幅走势

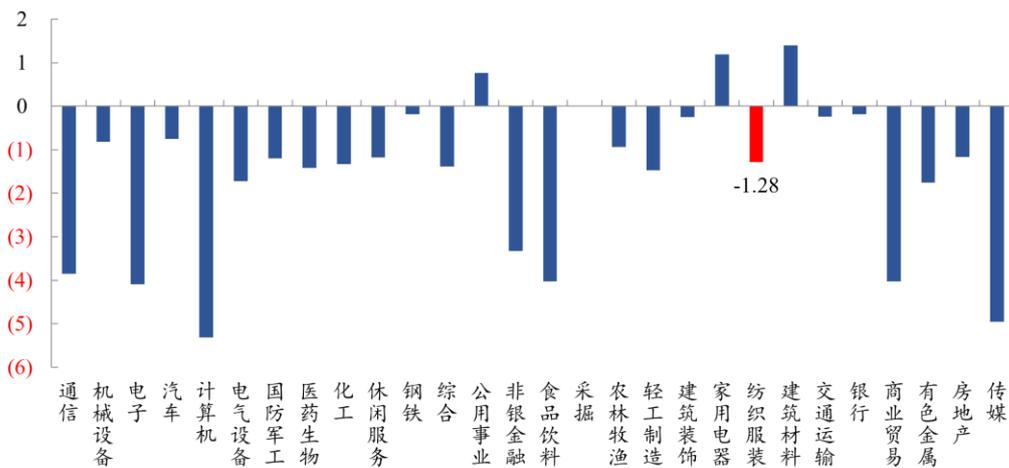
板块名称	一周涨跌幅 (%)
上证指数	-1.60
深证成指	-2.65
沪深300	-2.29
纺织服装	-1.28
纺织制造	0.46
服装家纺	-1.73



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表13: 上周各板块涨跌幅 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表14: 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)
000779.SZ	甘咨询	11.97	22.27	29,748
603196.SH	日播时尚	18.18	14.99	4,333
002397.SZ	梦洁股份	4.16	13.97	22,242
600156.SH	华升股份	5.64	9.94	9,632
300591.SZ	万里马	5.20	9.70	12,158

来源: iFind, 国金证券研究所 (剔除 st 标的)

图表15: 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)
002072.SZ	凯瑞德	4.68	-11.70	6,067
2020.HK	安踏体育	89.15	-10.76	10,368
000158.SZ	常山北明	24.41	-9.36	79,576
002486.SZ	嘉麟杰	2.16	-8.86	23,734
002072.SZ	凯瑞德	4.68	-11.70	6,067

来源: iFind, 国金证券研究所 (剔除 st 标的)

5、行业新闻动态

■ 南山智尚战略携手武汉大学研究院、手智创新,三方协同攻关人形机器人领域 (证券日报网 2025/03/19)

3月19日晚,山东南山智尚科技股份有限公司发布公告,宣布与武汉大学工业科学研究

院及武汉手智创新科技有限公司签署战略合作协议，共同组建创新联合体，推动产业变革。根据协议，武汉大学研究院将负责基础理论研究、核心算法开发、人形机器人设计及高端人才培养，依托其科研团队，提供人形机器人运动控制、智能传感、材料优化等技术支持。南山智尚将主导人形机器人核心材料的生产制造，运用其新材料产品，为人形机器人提供关键传动材料、皮肤材料、骨架材料及外衣等生产制造解决方案。手智创新则聚焦人形机器人灵巧手技术、柔性传感手套及骨架材料研发，提供末端执行器解决方案，并结合南山智尚的材料及制造技术实现定制化生产。此次三方合作，预示着南山智尚超高分子量聚乙烯纤维在下游机器人应用领域将取得进一步突破。

■ 一次性内裤质量风波背后:浪莎“轻资产”贴牌的品控隐忧（新京报 2025/03/19）

央视 3·15 晚会曝光“一次性内裤徒手制作不灭菌”乱象后，浪莎股份（600137.SH）陷入品牌信任危机。涉事代工厂曾生产“浪莎”一次性内裤，但浪莎股份澄清称从未与该厂合作。3月17日、18日，浪莎股份股价连续下跌，跌幅分别为超3%和1.2%。浪莎股份高度依赖贴牌代工模式，2016年至2023年，除2018年、2019年，贴牌代工产量占比超八成，2023年甚至超85%。其业务主要为内衣、短裤等针织品生产及外贸服装贴牌加工，线上渠道营收占比逐年提升，2023年已达72.01%。然而，贴牌模式下品控管理难度较大，浪莎股份曾多次因质量问题被点名，2025年2月其家居服因纤维含量不合格上榜国家市场监督管理总局质量抽查“黑榜”，2023年内衣也曾抽检不合格。

■ 盛泰集团拟投建盛泰(摩洛哥)绿色纺织产业园项目，总投资额不超 17.16 亿元（智通财经 2025/03/21）

盛泰集团（605138.SH）宣布将在摩洛哥投资建设“盛泰（摩洛哥）绿色纺织产业园项目”，以拓展海外生产基地，完善全产业链布局。项目预计总投资约 22.90 亿摩洛哥迪拉姆（约合人民币 17.16 亿元），计划购买 34 公顷土地，新建生产车间及配套用房，并购置纺纱、织造、染整及服装生产设备，配套建设供热和污水处理中心。项目预计形成年产 10 万锭高档棉纱、10,800 吨高档织染面料、1,500 万米高档梭织面料及 2,200 万件高档服装的生产能力。该项目是盛泰集团响应“一带一路”政策、优化全球业务布局的重要举措，有助于提升公司核心竞争力和盈利能力，符合公司长期发展战略规划。

6、公司动态

图表 16: 上周（2025/03/17-2025/03/21）重点公司公告

公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
1368.HK	2025/03/18	末期业绩	2024 年度业绩报告显示，集团持续经营业务收入同比增长 6.5%至人民币 135.77 亿元，主要得益于特步主品牌稳健表现及专业运动分部的强劲增长。其中，特步主品牌收入增长 3.2%至人民币 123.27 亿元，专业运动分部收入增长 57.2%至人民币 12.50 亿元。集团经营溢利增长 9.3%至人民币 19.66 亿元，净利润率达 9.1%，较去年提升 1 个百分点。集团聚焦跑步领域，特步跑鞋在多个马拉松赛事中穿着率位居第一，彰显了品牌的专业影响力。同时，索康尼品牌保持强劲增长势头，收入突破人民币 10 亿元，成为集团新增长点。此外，集团还加大了对特步主品牌直接面向消费者（DTC）战略的投入，提升品牌忠诚度和市场竞争力。截至 2024 年 12 月 31 日，集团于中国内地及海外共有 6,382 家特步成人品牌店铺，以及 1,584 家特步儿童门店。索康尼在中国内地有 145 家门店。
2020.HK	2025/03/19	末期业绩	2024 年，安踏体育业务保持稳健增长，收入同比增加 13.6%至人民币 708.26 亿元。尽管整体经营效率维持在高水平，但由于在品牌、渠道及产品研发方面的持续投入，整体经营溢利率下降 1.2 个百分点至 23.4%。其中，安踏分部经营溢利率下降 1.2 个百分点至 21.0%，FILA 分部下降 2.3 个百分点至 25.3%，而其他品牌经营溢利率上升 1.5 个百分点至 28.6%。报告期内，股东应占溢利（不包括 Amer Sports 上市事项及配售事项权益摊薄所致的非现金会计利得）增加 16.5%至人民币 119.27 亿元。经营活动现金流入净额为人民币 167.41 亿元，自由现金流入为人民币 132.54 亿元，维持稳定的现金产出能力。

来源：iFind，国金证券研究所

7、风险提示

内需恢复不及预期：当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。

汇率波动风险：川普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，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。

关税风险：若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806