

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

美国加征关税超预期，贸易战升级或加速推动内需恢复

核心观点

4 月 2 日特朗普宣布将对所有国家征收 10% 的“基准关税”，对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，其中中国 34%，柬埔寨 49%，越南 46%，泰国 36%，印尼 32%，印度 26%。其中基准关税将于美东 4 月 5 日凌晨 0 时生效，对等关税将于美东时间 4 月 9 日凌晨 0 时生效。此次加征关税范围和幅度远超市场预期。对于美国加征关税，我国迅速出台反制措施，4 月 4 日，经国务院批准我国自 2025 年 4 月 10 日 12 时起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。贸易战或将持续升级。

我们认为全球加征关税不影响目前龙头企业在产业链内的优势地位，但是大概率会造成美国零售疲软，影响行业的景气度。1) 此次关税的实施范围仍不确定，且影响范围尚不明朗，川普 4 月 4 日发推称越南希望其被美国征收零关税，未来会与越南展开洽谈如果能与美国达成某种协议。我们判断美国关税政策仍处于变化期，后续调整可能性较大，从川普目前表态来看越南最终被加征关税数额或许不会像美方开始所表示的那么多，此事件对于过去已把产业链转移到越南的制造公司来说意义较大，或有希望能够规避此次风险。以及参照越南情况，对其他地区的实际征税也存在不确定性，建议密切关注后续演变情况。但较为明确的是会对美国本土消费形成较大影响，或加速美国经济衰退进程以及影响我国出口规模，未来我国经济驱动或依靠内需，建议关注后续相关政策出台情况。2) 此次关税加征幅度之大较为罕见，若上游行业利润被挤压必将对行业带来冲击与洗牌，或加速行业小微企业的出局，优质制造龙头无论从资金还是从盈利能力方面都具备更强的抗风险能力，有望借此机会拓展市场份额。3) 服装制造龙头均较早布局东南亚产能，除关税优势之外，劳动力优势与生产效率优势亦比较突出。此次关税风波并不会影响劳动力和生产效率优势。

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 14902 元/吨（0.22%，周涨跌幅）；美棉 Cotlook A 80.1 美分/磅（1.20%）；内外棉价差 277 元/吨（-36.47%）。

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（稳健向上）、纺织原材料（略有承压）。

投资建议

1) 服装品牌：**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。同时推荐品牌服饰龙头——**安踏体育**、**比音勒芬**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) 上游制造：造板块短期板块情绪或受到美国特朗普加征关税的影响有所调整，我们认为此次超预期加征关税将推动制造行业进一步洗牌，纺织制造龙头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**、**扬州金泉**、**华利集团**等。

行情回顾及公告新闻

行情回顾：上周（2025 年 3 月 31 日-2025 年 4 月 3 日）沪深 300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为-1.37%、-2.28%、-0.28%，纺织服装板块上涨 0.03%。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 8。个股方面，探路者、哈森股份、诺邦股份涨幅居前，跨境通、浙江自然、华利集团跌幅居前。

行业新闻：1) 中国驻美大使谢锋：把中国市场和企业拒之门外是自废武功，将关税武器化如同回旋镖，终将反噬自身；2) 盛泰集团主要股东雅戈尔服装完成减持 322.8 万股；3) 库存持续改善，跑步业务增长，耐克重塑品牌已见成效。

重点公司公告：1) 森马服饰：公司全年实现营业总收入 146.26 亿元，同比增长 7.06%；归属于上市公司股东的净利润为 11.37 亿元，同比上升 1.42%。

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：美国加征关税超预期，贸易战升级或加速推动内需恢复.....	3
2、行业数据跟踪.....	4
3、投资建议.....	6
4、上周行情回顾.....	6
5、行业新闻动态.....	7
6、公司动态.....	7
7、风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 美国加征对等关税的国家/地区及税率.....	3
图表 2： 主要制造公司出口占比.....	4
图表 3： 主要制造公司产能占比.....	4
图表 4： 1-2 月服装零售表现稳健.....	4
图表 5： 大宗原材料价格汇总.....	5
图表 6： 328 级棉现价走势图（元/吨）.....	5
图表 7： COTlookA 指数（美分/磅）.....	5
图表 8： 粘胶短纤价格走势图（元/吨）.....	5
图表 9： 涤纶短纤价格走势图（元/吨）.....	5
图表 10： 长绒棉价格走势图（元/吨）.....	5
图表 11： 内外棉价差价格走势图（元/吨）.....	5
图表 12： 上周纺织服装板块涨跌幅.....	6
图表 13： 上周纺织服装板块涨跌幅走势.....	6
图表 14： 上周各板块涨跌幅（%）.....	6
图表 15： 近一周纺织服装行业涨幅前五名.....	7
图表 16： 近一周纺织服装行业跌幅前五名.....	7
图表 17： 上周（2025/03/31/-2025/04/03）重点公司公告.....	7

1、周观点：美国加征关税超预期，贸易战升级或加速推动内需恢复

4月2日特朗普宣布将对所有国家征收10%的“基准关税”，对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。其中对等关税是指两国在双边或多边贸易协定中“相互承诺的相同或对称关税税率”以体现“互惠互利”原则，特朗普声称针对与美国存在显著贸易逆差的约60个国家，根据其实际对美商品征收的关税税率，实施更高幅度的“对等关税”，其中中国34%，柬埔寨49%，越南46%，泰国36%，印尼32%，印度26%，欧盟20%，瑞士31%，日本24%，韩国25%。其中基准关税将于美东4月5日凌晨0时生效，对等关税将于美东时间4月9日凌晨0时生效。此次加征关税范围和幅度远超市场预期。

对于美国加征关税，我国迅速出台反制措施，4月4日，经国务院批准我国自2025年4月10日12时起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。在我国迅速做出反制后其他国家或会相继做出应对，贸易战或将持续升级，但目前影响范围和深度仍有较大的不确定性。

图表1：美国加征对等关税的国家/地区及税率

国家/地区	对等关税	国家/地区	对等关税
中国	34%	南非	60%
欧盟	20%	巴西	16%
越南	46%	孟加拉国	74%
台湾地区	32%	新加坡	10%
日本	24%	以色列	33%
印度	26%	菲律宾	34%
韩国	25%	智利	10%
泰国	36%	澳大利亚	10%
瑞士	31%	巴基斯坦	58%
印度尼西亚	32%	土耳其	10%
马来西亚	24%	斯里兰卡	88%
柬埔寨	49%	哥伦比亚	10%
英国	10%		

来源：POLITICO，国金证券研究所

全球加征关税不影响目前龙头企业在产业链内的优势地位，但是大概率会造成美国零售疲软，影响行业的景气度。从服装板块来看，加征关税从推出到真正实行也还存在一定的不确定性，也存在对部分商品重新豁免的可能性，川普4月4日发推称越南希望其被美国征收零关税，未来会与越南展开洽谈如果能与美国达成某种协议。我们判断美国关税政策仍处于变化期，后续调整可能性较大，从川普目前表态来看越南最终被加征关税数额或许不会像美方开始所表示的那么多，此事件对于过去已把产业链转移到越南的制造公司来说意义较大，或有希望能够规避此次风险。以及参照越南情况，对其他地区的实际征税也存在不确定性，建议密切关注后续演变情况。

如果施行：1) 纺织服装企业跟客户的合作多采用FOB模式，出港后费用都由客户承担，包括海运费用和目的地报关费用。因此，加征关税的直接成本压力更多落在美国进口商身上。且由于主要鞋服产地本轮均受到加征影响，客户大概率只能被迫选择承担额外费用，但客户可通过提高零售价格，将关税成本最终转移到美国消费者身上，从而影响美国零售需求、出口美国订单景气度，因此需重点观察美国终端消费情况。若零售端价格弹性较高，进口商也可能选择部分吸收成本以维持市场份额。需注意美国进口商为规避关税不确定性可能采取的短期策略，为提前囤货在关税生效前加大订单量（如2018年中美贸易战期间美国零售商提前囤积库存导致中国对美出口激增），或观望关税政策落地情况推迟下单，可能导致制造商订单周期紊乱。2) 客户大部分产品都在东南亚采购，且运动服饰/户外用品涉及复杂产业链协作（如功能面料生产、模具开发），美国本土缺乏熟练劳动力和配套基础设施，所以运动服饰/户外用品制造回流美国难度大，短期内难以脱钩。具备东南亚产能布局或技术壁垒的龙头公司可通过产能调配缓冲单一市场风险，而中小厂商可能因客户压价或订单转移被迫退出。客户可能要求供应商分摊关税成本，但龙头企业凭借其技术优势仍能保持议价权，因此不影响制造龙头相对竞争力和份额。

从纺织服装主要制造公司的出口占比来看，华利集团、扬州金泉和九兴控股对美国市场的依赖度相对更高。产能方面，受越南、柬埔寨、印尼等东南亚国家劳动力成本或贸易政策吸引，服装制造龙头均较早布局东南亚产能，除关税优势之外，劳动力优势与生产

效率优势亦比较突出，同样以 2021 年月收入数据来看，柬埔寨国民人均收入/越南职工收入/中国就业人员平均收入分别为 811/2173/8903 元。此次关税风波并不会影响劳动力和生产效率优势。

图表2：主要制造公司出口占比

出口占比	美国/北美	欧洲	亚太/中国
申洲国际	16%	18%	28%
华利集团	86%	13%	
晶苑国际	36%	18%	40%
裕元集团	19%	17%	44%
浙江自然	17%	44%	10%
扬州金泉	56%	15%	
九兴控股	46%	25%	17%
开润股份	15%	35%	28%

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：华利集团出口国为其客户注册地）

图表3：主要制造公司产能占比

产能占比	中国	越南	印尼	柬埔寨
申洲国际	47%	√		26%
华利集团		90%		
晶苑国际	32%	43%		15%
裕元集团	√	√	√	√
浙江自然	√	√		√
扬州金泉	√	√		
九兴控股	86%	14%		
开润股份	35%		65%（印度+印尼）	

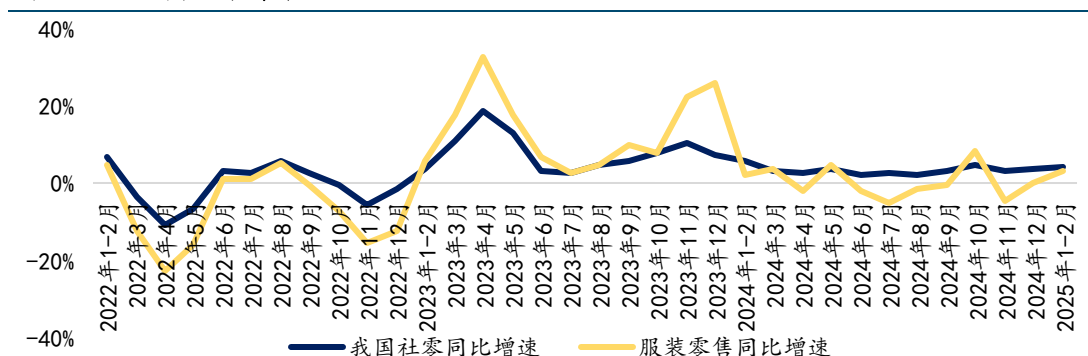
来源：各公司公告，国金证券研究所（产能截至各公司最新披露时间）

我们认为 1) 此次关税的实施范围仍不确定，且影响范围尚不明朗，各行业最终落地情况或仍待谈判，但较为明确的是会对美国本土消费形成较大影响，或加速美国经济衰退进程以及影响我国出口规模，未来我国经济驱动或依靠内需，建议关注后续相关政策出台情况。2) 此次关税加征幅度之大较为罕见，我们预计大概率需要美国大客户/美国消费者共同承担，若上游行业利润被挤压必将对行业带来冲击与洗牌，或加速行业小微企业的出局，优质制造龙头无论从资金还是从盈利能力方面都具备更强的抗风险能力，有望借此机会拓展市场份额。

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4：1-2 月服装零售表现稳健



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

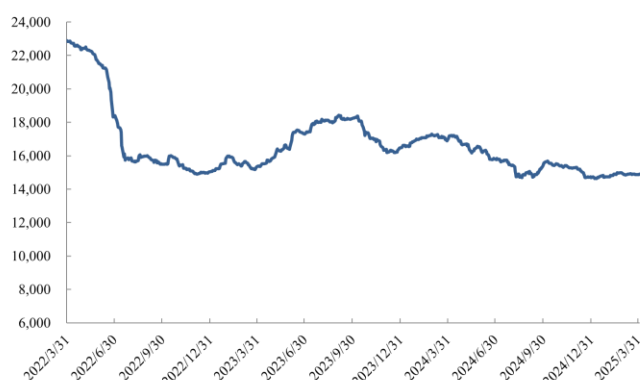
本周原材料价格整体稳定，328 级棉现货/美棉 CotlookA/粘胶短纤/涤纶短纤/长绒棉价格周涨跌幅分别为 0.22%/1.20%/-1.11%/-0.74%/3.57%，内外棉价差为 277 元/吨，周跌幅为-36.47%。

图表5: 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	14902 元/吨	0.22%	2025/4/3
美棉 CotlookA	80.1 美分/磅	1.20%	2025/4/2
粘胶短纤	13400 元/吨	-1.11%	2025/4/3
涤纶短纤	6700 元/吨	-0.74%	2025/4/3
长绒棉	23200 元/吨	3.57%	2025/4/4
内外棉价差	277 元/吨	-36.47%	2025/4/3

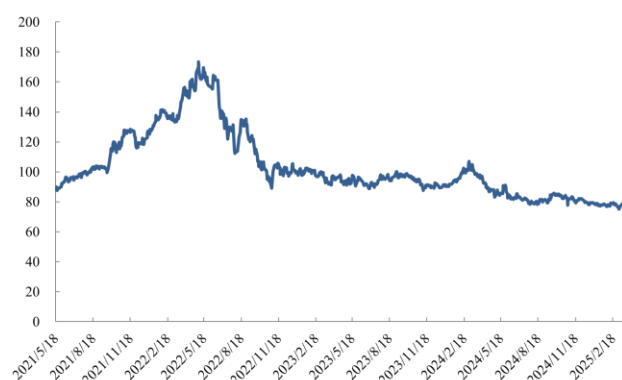
来源: iFind, 国金证券研究所

图表6: 328 级棉现货走势图 (元/吨)



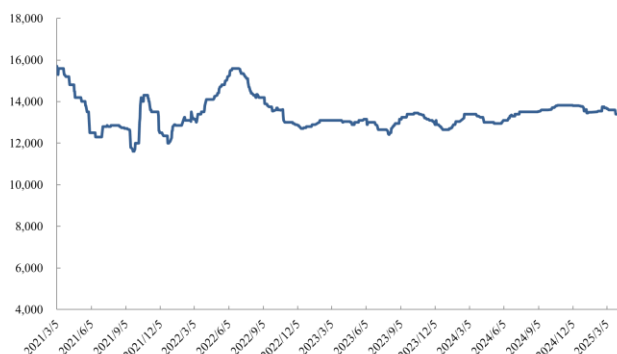
来源: iFind, 国金证券研究所

图表7: CotlookA 指数 (美分/磅)



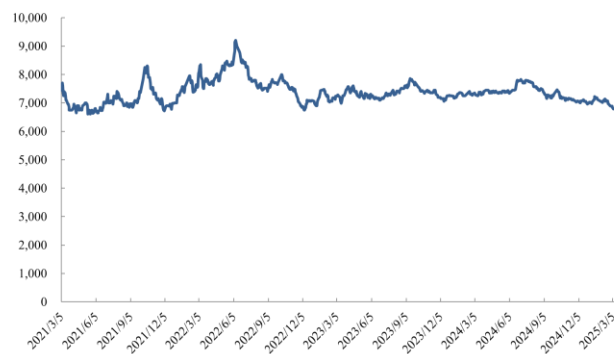
来源: iFind, 国金证券研究所

图表8: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)



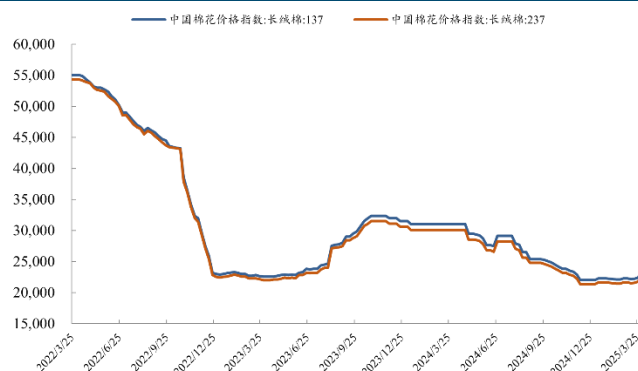
来源: iFind, 国金证券研究所

图表9: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 长绒棉价格走势图 (元/吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

3、投资建议

- 1) 服装品牌：**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，我们持续推荐。同时推荐品牌服饰龙头——**安踏体育、比音勒芬**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) 上游制造：造板块短期板块情绪或受到美国特朗普加征关税的影响有所调整，我们认为此次超预期加征关税将推动制造行业进一步洗牌，纺织制造龙头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、扬州金泉**等，建议关注——**晶苑国际、中洲国际**等。

4、上周行情回顾

上周（2025年3月31日-2025年4月3日）沪深300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为-1.37%、-2.28%、-0.28%，纺织服装板块上涨0.03%。

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8。

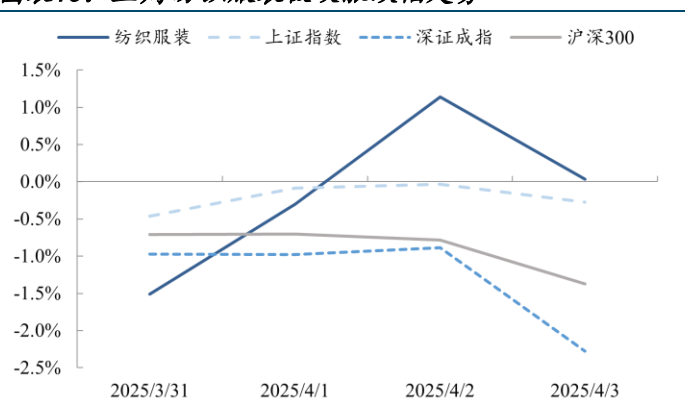
个股方面，探路者、哈森股份、诺邦股份涨幅居前，跨境通、浙江自然、华利集团跌幅居前。

图表12：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅 (%)
上证指数	-0.28
深证成指	-2.28
沪深300	-1.37
纺织服装	0.03
纺织制造	-3.47
服装家纺	1.40

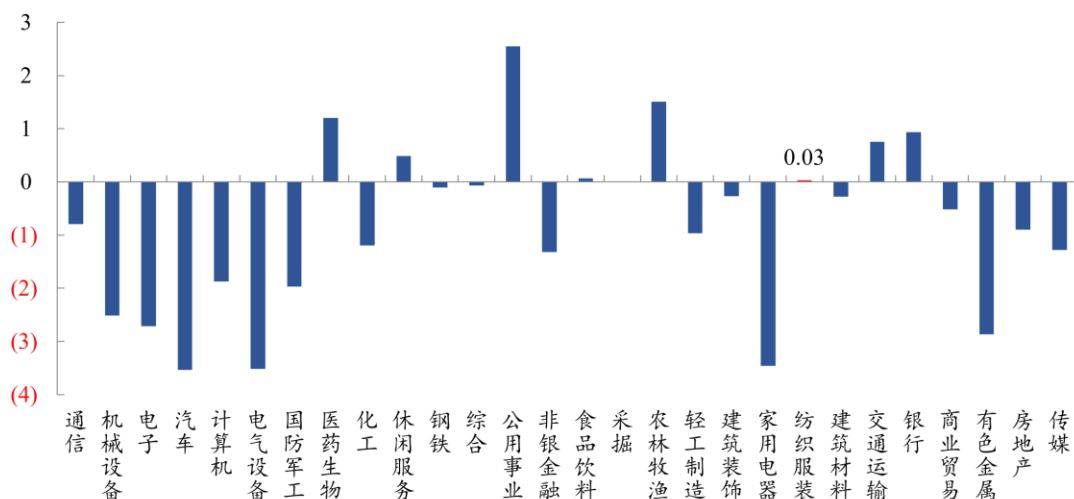
来源：iFind，国金证券研究所

图表13：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：iFind，国金证券研究所

图表14：上周各板块涨跌幅 (%)



来源：iFind，国金证券研究所

图表15：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）
300005. SZ	探路者	9.50	17.87	35,511
603958. SH	哈森股份	19.09	14.52	5,371
603238. SH	诺邦股份	17.24	12.17	6,067
002563. SZ	森马服饰	7.38	9.99	12,691
002612. SZ	朗姿股份	16.18	6.45	3,106

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

图表16：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）
002640. SZ	跨境通	2.97	-21.84	45,028
605080. SH	浙江自然	27.55	-17.69	1,313
300979. SZ	华利集团	53.48	-15.91	2,174
1086. HK	好孩子国际	1.23	-13.99	10,693
2331. HK	李宁	15.54	-9.44	19,172

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

5、行业新闻动态

- 中国驻美大使谢锋：把中国市场和企业拒之门外是自废武功，将关税武器化如同回旋镖，终将反噬自身（中国新闻网 2025/03/23）

2025年3月22日，第二届吉米·卡特中美关系对话会在杭州举办，中国驻美大使谢锋应邀以视频方式发表致辞。谢锋指出，中美合作从来不是你输我赢的零和游戏，美对华出口、中企赴美投资分别拉动约100万个就业岗位。41%在华美企将中国视为全球第二大营收来源，46%表示有望实现盈利或大幅盈利。把中国市场和企业拒之门外是自废武功，将关税武器化如同回旋镖，终将反噬自身。

- 盛泰集团主要股东雅戈尔服装完成减持322.8万股（智通财经 2025/03/24）

盛泰集团(605138.SH)公告，公司持股5%以上股东雅戈尔服装控股有限公司(简称“雅戈尔服装”)于2024年12月23日至2025年3月22日期间通过集中竞价方式减持公司股份322.8万股，占公司总股本的0.58%。本次减持计划时间已届满，本次减持计划实施完毕。

- 库存持续改善，跑步业务增长，耐克重塑品牌已见成效（澎湃新闻 2025/03/24）

耐克发布2025财年第三财季财报，显示公司营收113亿美元，其中耐克大中华区营收17.33亿美元。自营业务营收47亿美元，经销商业务营收62亿美元。库存资产为75亿美元，同比减少2%，库存优化成效显著。耐克向股东返还5.94亿美元股息，同比增长6%，并按计划回购股票，总计约118亿美元。耐克集团CEO Elliott Hill表示，公司围绕“Win Now”战略取得进展，品牌影响力显著提升。耐克正通过提升品牌热度、推出创新产品等方式重塑品牌，跑步类别和女性业务成为重点发力方向。耐克通过“Win Now”战略的五大举措，包括重塑公司文化、强化品牌独特性、加速产品创新等，推动品牌转型，有望在2025年下半年实现更强复苏。

6、公司动态

图表17：上周（2025/03/31-2025/04/03）重点公司公告

公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
002563. SZ	2025/03/31	年度报告正文	2024年，森马服饰实现营业总收入146.26亿元，同比增长7.06%；归属于上市公司股东的净利润为11.37亿元，同比上升1.42%。公司坚持“2+N”多品牌战略，森马品牌持续转型升级，巴拉巴拉品牌强化心智产品，双儿童运动品牌ASICS Kids和PUMA Kids加速发展，孵化新品牌VividBox、舒库，构建差异化品牌矩阵。52周MD机制推动公司向零售型组织转型，加速渠道构建，线上线下全渠道零售格局持续优化。

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，国金证券不承担任何法律责任。

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：北京市东城区建国门内大街 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