

纺织服装 10 月投资策略

9 月越南纺服出口同比转正，羊毛价格上涨显著

优于大市

核心观点

行情回顾：9月以来A股纺服板块走势弱于大盘，其中纺织制造表现优于品牌服饰，截至10/9日，分别+0.1%/-1.6%；港股纺服指数弱于大盘，9月以来板块整体下跌。重点关注公司中9月以来涨幅领先的包括：新澳股份(16.9%)/丰泰企业(14.9%)/阿迪达斯(11.6%)/儒鸿(10.8%)/申洲国际(8.6%)/报喜鸟(7.6%)。

品牌服饰观点：1) **社零：**8月服装社零同比增长3.1%，增速环比提升，较上月提速1.3个百分点。9月今年因较去年缺少中秋假期，同时气温仍然较热，我们预计9月服装销售较7-8月有一定压力；去年十一假期受促销费政策带动基数较高，今年受气温、以及出行客流增加分流影响，预计服饰销售存在压力。2) **电商：**8月电商户外品类增长保持领先，运动服饰/户外服饰/休闲服饰/家纺/个护分别同比-1%/+22%/-1%/-7%/-1%。运动服饰中，增速领先的品牌包括迪桑特(51%)、露露乐蒙(35%)；户外品牌中，凯乐石(113%)、蕉下(79%)、可隆(69%)较其他品牌增长强劲；休闲服饰中，江南布衣(65%)保持快速增长，主要靠京东、天猫平台带动；家纺品牌中，罗莱家纺(37%)、亚朵星球(31%)、水星家纺(31%)增速领先；个护品牌中，淘淘氧棉(91%)、奈丝公主(29%)、全棉时代(13%)仍有双位数以上增长。3) **小红书：**9月运动户外粉丝增速前三分别为迪桑特(12.1%)、HOKA(8.6%)、KEEP(8.2%)；休闲时尚粉丝增速前三分别为地素(5.8%)、MIUMIU(3.2%)、哈吉斯(2.8%)；母婴个护粉丝增速前三分别为洁婷(6.5%)、奈丝公主(4.7%)、Babycare(3.6%)。

纺织制造观点：1) **宏观层面：**9月越南纺织品出口当月同比9.4%，鞋类出口当月同比9.0%，伴随美国关税政策落地、增速环比回正；8月中国纺织品出口增速1.4%环比改善，服装/鞋类出口表现不佳，同比-10.1%/-17.1%；9月印尼/印度PMI均环比下降，分别-1.1/-0.8，越南PMI环比不变，保持50.4。内外棉价格9月份均呈现小幅下跌态势，分别-4.0%/-0.3%；10月份以来呈小幅波动态势，分别0.0%/-0.6%。羊毛价格9月显著上涨，环比/同比分别+17.5%/28.3%。2) **微观层面：**9月部分台企营收仍受关税、台币汇率波动影响；预期四季度后汇率和关税影响进一步减弱，订单已逐渐回稳。儒鸿订单能见度已达2026年第一季，公司维持“每月营收站上30亿元”的目标不变，预期第四季能够呈现淡季不淡的局面；聚阳近期已接到客户追加明年的订单，预计明年春夏服饰订单将于11月开始出货；志强目前整体订单能见度已看到明年第一季初，且印尼新厂6月完工，预计10月开始出货。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：重点关注纺织制造反弹机会。

1) **纺织制造：**纺织制造四季度订单有望修复，建议三季报披露后布局困境反转机会。美国关税落地，纺织制造仅轻微分担成本预计3%以内，品牌下单节奏恢复，越南9月纺服出口同比恢复正向增长；根据代工台企表述，关税影响将在四季度逐渐淡化，订单已逐渐回稳。耐克最新截至8月底的季度业绩超彭博预期和管理层指引，复苏拐点已现，新财年收入和盈利恢复路径清晰，有望带动供应商预期改善。

代工制造：重点关注直接受益于关税落地及耐克复苏的申洲国际（耐克最大服装供应商，积极布局海外一体化产能）、华利集团（新工厂盈利

行业研究 · 行业投资策略

纺织服饰

优于大市 · 维持

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《纺织服装 2025 中报总结暨三季报前瞻-品牌趋势企稳，制造订单预期改善》——2025-09-16

《纺织服装海外跟踪系列六十四-露露乐蒙二季度收入低于指引，中国市场持续引领增长》——2025-09-16

《纺织服装 9 月投资策略暨中报总结-制造板块中期业绩韧性较强，运动板块领跑服饰消费》——2025-09-10

《纺织服装新消费研究：户外行业专题-专业驱动增长，品牌分层竞逐，国产加速崛起》——2025-09-02

《纺织服装海外跟踪系列六十三-亚玛芬二季度萨洛蒙所在业务收入和利润增长领先，管理层上调全年指引》——2025-08-21

持续改善)，细分赛道制造优质龙头**开润股份**（7-8月箱包代工增速放缓但嘉乐服装增长提速）、**健盛集团**（优衣库供应商，下半年棉袜订单改善）；

纺织材料：重点关注受益羊毛涨价的**新澳股份**（8-9月以来毛精纺订单同比增长，有较多低价羊毛库存）、受益于棉价上涨的**百隆东方**（三季度坯纱色纺纱接单均提速）、辅料龙头**伟星股份**下半年接单改善，新一期股权激励落地提振信心）。

2) 品牌服饰：品牌服饰三季度流水增速预计环比二季度改善，尤其从7-8月品牌去年同期基数相对较低，9月存在中秋假期错期影响，预计对三季度整体增速有所拖累。细分板块来看，预计运动户外仍有领先增速，我们看好运动赛道的长期成长性，建议首先把握品类分化趋势，看好高端细分与跑步赛道布局的品牌，重点推荐**安踏体育、特步国际、李宁、361度**。非运动品牌，建议重点关注核心品类增长领先、未来婴童品类有望受益于生育补贴的**稳健医疗**，以及短期数据边际改善、中长期京东奥莱打开成长空间的**海澜之家**。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2313. HK	申洲国际	优于大市	60.8	896	4.37	4.96	13.9	12.2
300979. SZ	华利集团	优于大市	53.1	50	3.06	3.57	17.3	14.9
300577. SZ	开润股份	优于大市	23.2	57	1.48	1.64	15.6	14.2
603558. SH	健盛集团	优于大市	10.1	34	0.92	1.00	10.9	10.1
603889. SH	新澳股份	优于大市	7.1	50	0.61	0.67	11.6	10.5
601339. SH	百隆东方	优于大市	5.5	81	0.44	0.47	12.4	11.7
002003. SZ	伟星股份	优于大市	10.2	119	0.61	0.67	16.8	15.3
2020. HK	安踏体育	优于大市	83.1	2288	4.80	5.50	17.3	15.1
1368. HK	特步国际	优于大市	5.4	149	0.50	0.53	10.8	10.2
2331. HK	李宁	优于大市	15.8	400	0.97	1.09	16.2	14.4
1361. HK	361度	优于大市	5.6	113	0.60	0.65	9.2	8.5
300888. SZ	稳健医疗	优于大市	38.8	223	1.71	1.99	22.7	19.5
600398. SH	海澜之家	优于大市	6.5	311	0.48	0.54	13.4	11.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

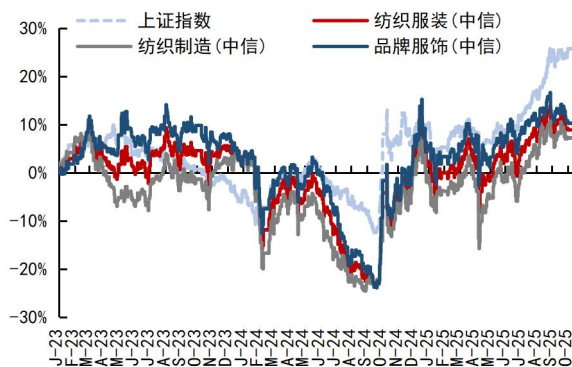
行情回顾：9月以来纺服板块表现弱于大盘，纺织制造优于品牌服饰	5
品牌渠道：8月服装社零增速提升，电商渠道户外服饰增速领先	8
天猫/京东/抖音/得物重点监控品牌 2025 年 8 月表现：	9
得物平台潮鞋销售额：	10
9 月小红书品牌官方达人号涨粉观察：	10
制造出口：9月越南纺织品和鞋类出口同比增速转正	11
中国台湾地区鞋服代工企业月度营收及指引	12
投资建议：重点关注纺织制造反弹机会	16
风险提示	18

图表目录

图 1: A 股大盘与板块指数 2023 年初至今行情走势	5
图 2: 港股大盘与板块指数 2023 年初至今行情走势	5
图 3: 美股大盘与板块指数 2023 年初至今行情走势	5
图 4: 台股大盘与板块指数 2023 年初至今行情走势	5
图 5: A 股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现 (截至 10 月 9 日)	6
图 6: A 股重点上市公司行情表现 (截至 10 月 9 日)	6
图 7: 港股重点上市公司行情表现 (截至 10 月 9 日)	7
图 8: 美股/台股重点上市公司行情表现 (截至 10 月 9 日)	7
图 9: 限上整体与服装零售额当月同比	8
图 10: 限上整体与服装零售额累计同比	8
图 11: 限上实物商品与穿类商品累计同比	8
图 12: 阿里线上当月销售额同比	8
图 13: 2025 年月度天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况	9
图 14: 得物重点品牌潮鞋销售额与单价变化情况	10
图 15: 小红书品牌官方达人号涨粉观察	10
图 16: 中国与越南纺织服装出口金额当月同比	11
图 17: 亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI	11
图 18: 柯桥纺织景气指数	11
图 19: 国内与国际棉价趋势 (元/吨)	11
图 20: 锦纶丝 FDY 和 DTY 价格走势 (元/吨)	11
图 21: PA66 价格走势 (元/吨)	11
图 22: 羊毛价格走势 (美分/公斤)	12
图 23: 台企代工同行营收增速跟踪 (月度)	14
图 24: 台企代工同行营收增速跟踪 (季度)	15

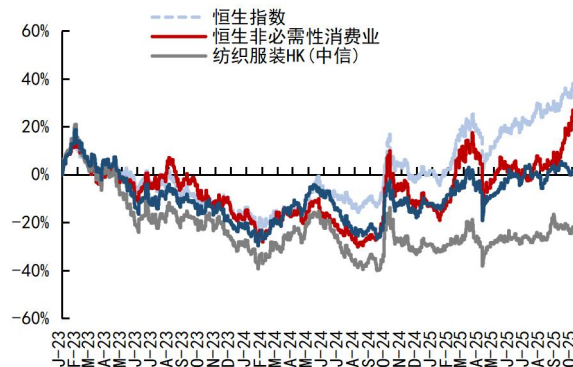
行情回顾：9月以来纺服板块表现弱于大盘， 纺织制造优于品牌服饰

图1：A股大盘与板块指数 2023年初至今行情走势



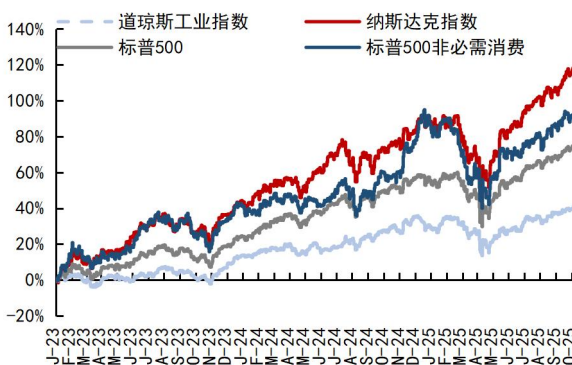
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：港股大盘与板块指数年 2023年初至今行情走势



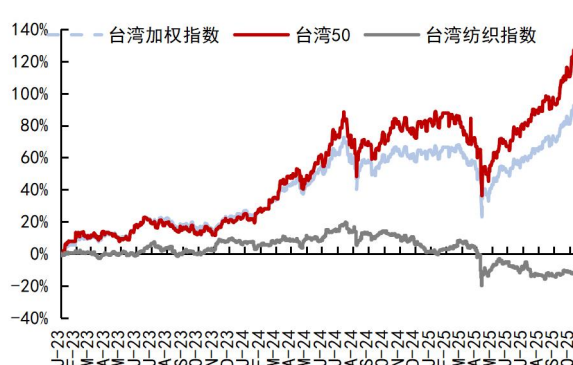
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：美股大盘与板块指数 2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：台股大盘与板块指数 2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: A股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现(截至10月9日)

市场	代码	指数	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
A股	C1005017.WI	纺织服装(中信)	-0.1%	-0.7%	1.0%	5.0%	6.2%	6.8%
	C1005185.WI	纺织制造(中信)	0.4%	-0.3%	2.7%	8.4%	8.6%	10.3%
	C1005821.WI	品牌服饰(中信)	-0.5%	-1.1%	-0.5%	2.1%	4.2%	3.7%
	000300.SH	沪深300	1.5%	3.2%	11.8%	18.3%	18.5%	19.7%
	000001.SH	上证指数	1.3%	0.6%	7.6%	13.4%	15.9%	17.4%
港股	HSCICD.HI	恒生综合行业指数-中	-1.7%	20.0%	16.5%	23.7%	14.1%	41.0%
	CIHK5017.WI	纺织服装HK(中信)	-1.5%	-2.6%	3.3%	4.6%	5.4%	9.2%
	887160.WI	Wind香港纺织服装III	-0.1%	-1.4%	1.9%	1.6%	5.4%	16.6%
	HSI.HI	恒生指数	-0.4%	7.1%	5.2%	10.6%	14.6%	33.4%
美股	DJI.GI	道琼斯工业平均	-0.1%	1.9%	4.0%	5.9%	11.6%	9.0%
	IXIC.GI	纳斯达克指数	1.6%	5.6%	7.4%	11.8%	30.8%	19.2%
	SPX.GI	标普500	0.7%	3.5%	5.0%	8.3%	19.8%	14.5%
	S5COND.SPI	标普500可选消费	-0.8%	3.1%	5.6%	8.4%	21.5%	3.9%
台股	TWII.TW	台湾加权指数	5.7%	6.6%	11.3%	14.4%	19.5%	18.5%
	TW50.TW	台湾50	7.4%	9.5%	12.9%	17.2%	27.0%	25.3%
	TWSE008.TW	台湾纺织指数	-0.8%	3.1%	2.7%	-3.5%	-13.1%	-12.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: A股重点上市公司行情表现(截至10月9日)

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
大众休闲	002563.SZ	森马服饰	0.5%	3.1%	5.0%	5.2%	-10.7%	-14.2%
	600398.SH	海澜之家	-0.3%	-7.2%	-7.0%	-4.9%	-17.7%	-11.9%
	603877.SH	太平鸟	1.2%	-4.1%	-6.1%	-4.8%	-9.6%	-3.0%
	002029.SZ	七匹狼	3.2%	11.8%	15.9%	19.0%	26.6%	28.7%
	601566.SH	九牧王	-1.6%	-3.2%	-3.4%	1.9%	3.3%	4.6%
	002293.SZ	罗莱生活	-0.9%	-4.0%	-4.3%	-5.8%	4.8%	9.2%
	002327.SZ	富安娜	0.4%	-4.4%	-3.3%	-6.0%	-9.9%	-14.2%
	300888.SZ	稳健医疗	1.3%	-8.6%	-5.2%	-2.9%	-14.4%	-6.3%
高端时尚	002832.SZ	比音勒芬	0.2%	-4.8%	-0.5%	2.5%	-13.2%	-23.6%
	002154.SZ	报喜鸟	1.0%	6.6%	4.9%	7.4%	-2.1%	-6.0%
	603808.SH	歌力思	0.1%	-3.1%	-5.6%	-1.4%	12.4%	12.6%
	603587.SH	地素时尚	-0.5%	-4.3%	-1.7%	0.1%	3.7%	1.4%
	603839.SH	安正时尚	0.8%	9.5%	8.8%	21.6%	56.2%	57.2%
制造出口	601339.SH	百隆东方	1.9%	0.0%	3.0%	16.6%	7.3%	9.1%
	000726.SZ	鲁泰A	0.8%	-5.5%	-2.9%	5.5%	10.4%	4.6%
	603055.SH	台华新材	-0.4%	-5.4%	-11.6%	-1.3%	-19.3%	-17.3%
	300577.SZ	开润股份	-1.9%	5.5%	15.2%	15.3%	3.6%	-6.0%
	603558.SH	健盛集团	0.9%	2.9%	7.7%	12.4%	5.5%	-0.9%
	300979.SZ	华利集团	0.1%	2.0%	-1.7%	4.8%	-11.3%	-28.2%
	002003.SZ	伟星股份	0.3%	-6.3%	-6.0%	-7.3%	-17.8%	-26.1%
	300918.SZ	南山智尚	3.0%	-3.1%	12.8%	14.7%	23.0%	121.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 港股重点上市公司行情表现 (截至 10 月 9 日)

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
大众休闲	3998. HK	波司登	-2.6%	3.3%	10.2%	8.9%	20.5%	22.0%
	1234. HK	中国利郎	-5.9%	-2.0%	-2.7%	0.2%	3.8%	-6.4%
高端时尚	3306. HK	江南布衣	0.4%	-9.0%	-4.2%	6.3%	23.9%	8.1%
	1913. HK	普拉达	-5.8%	2.1%	-1.5%	-1.7%	-12.5%	-24.5%
	1910. HK	新秀丽	2.3%	-1.9%	1.1%	14.0%	-10.0%	-21.1%
	3709. HK	赢家时尚	3.3%	1.5%	6.9%	-0.9%	4.2%	-5.3%
体育用品	2020. HK	安踏体育	-4.6%	-1.2%	2.9%	0.7%	8.8%	17.7%
	2331. HK	李宁	-4.1%	-4.7%	5.9%	7.9%	6.4%	6.4%
	6110. HK	滔搏	3.5%	-1.9%	2.1%	6.3%	-5.2%	15.2%
	3813. HK	宝胜国际	-1.0%	-0.3%	-4.0%	-2.2%	-5.3%	6.9%
	1368. HK	特步国际	-0.2%	-9.4%	4.8%	5.6%	15.1%	8.2%
	1361. HK	361度	-4.5%	1.8%	7.9%	29.7%	47.3%	49.3%
	3818. HK	中国动向	-1.9%	7.2%	10.9%	33.1%	31.4%	49.2%
制造出口	2313. HK	申洲国际	5.8%	2.7%	5.9%	14.7%	7.6%	10.1%
	0551. HK	裕元集团	-0.2%	-0.7%	6.9%	14.0%	16.9%	-15.1%
	2232. HK	晶苑国际	0.7%	0.5%	19.8%	55.7%	17.8%	67.9%
	2678. HK	天虹纺织	-1.8%	4.3%	-2.0%	28.9%	32.0%	24.1%
	1836. HK	九兴控股	2.5%	-6.0%	-2.9%	11.8%	-2.1%	6.4%
	1382. HK	互太纺织	0.0%	0.0%	2.1%	21.3%	1.4%	-0.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

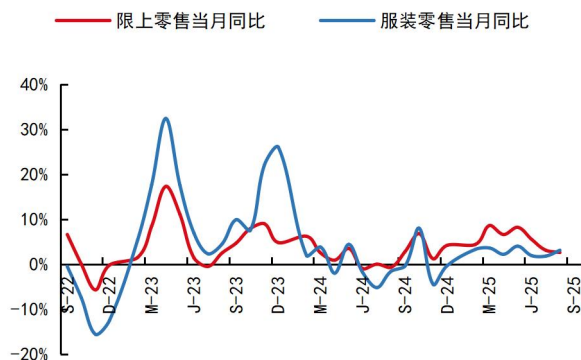
图8: 美股/台股重点上市公司行情表现 (截至 10 月 9 日)

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
品牌服饰	NKE. N	耐克公司	-2.4%	-9.4%	-10.5%	-2.7%	11.5%	-8.5%
	ADD. O	阿迪达斯	7.0%	4.3%	-5.6%	-9.7%	-12.8%	-7.8%
	LULU. O	露露乐蒙	-2.5%	-12.0%	-16.9%	-24.3%	-39.3%	-54.6%
	SKX. N	斯凯奇	0.0%	0.1%	-0.1%	0.1%	10.7%	-6.1%
	VFC. N	威富公司	-3.7%	-4.1%	17.1%	22.6%	-6.8%	-34.1%
	UAA. N	安德玛	-3.6%	-0.2%	-27.5%	-27.6%	-20.8%	-41.9%
	AS. N	亚玛芬	-6.6%	-11.6%	-9.4%	-11.7%	30.9%	16.0%
服装零售	TJX. N	TJX公司	-4.1%	5.8%	14.7%	17.5%	23.1%	15.8%
	ROST. O	罗斯百货	-1.6%	3.8%	9.5%	19.5%	22.2%	0.0%
	FL. N	富乐客	0.0%	-2.8%	-5.0%	-2.0%	65.1%	10.3%
	GPS. N	盖普公司	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
制造出口	1476. TW	儒鸿	1.4%	9.4%	13.3%	8.8%	-5.7%	-9.0%
	1477. TW	聚阳实业	-4.0%	8.0%	10.5%	21.1%	-8.2%	-8.6%
	9910. TW	丰泰企业	9.8%	4.7%	2.5%	-0.4%	3.9%	5.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

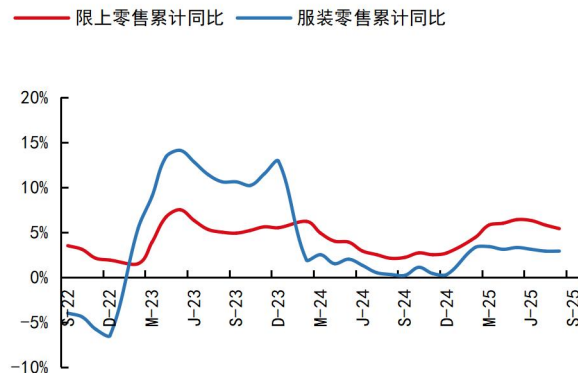
品牌渠道：8月服装社零增速提升，电商渠道户外服饰增速领先

图9：限上整体与服装零售额当月同比



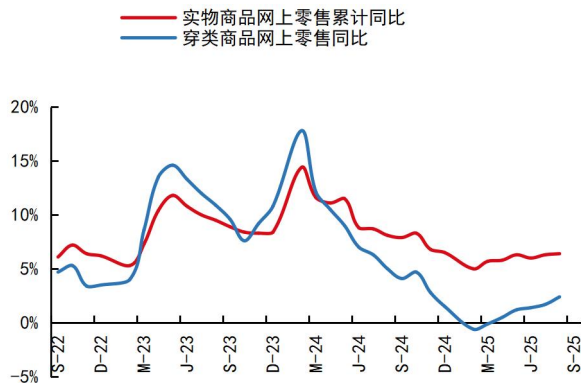
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：限上整体与服装零售额累计同比



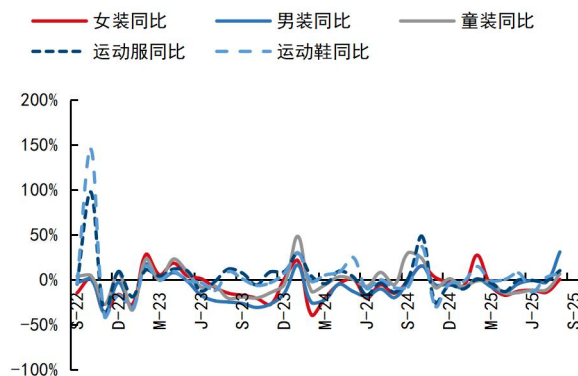
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：限上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：阿里线上当月销售额同比



资料来源：Wind、数据威，国信证券经济研究所整理；

天猫/京东/抖音/得物重点监控品牌 2025 年 8 月表现：

图13：2025 年月度天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况

销售额(百万元)	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6	25M7	25M8	销售额同比	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6	25M7	25M8
运动服饰	10,883	6,208	9,422	8,970	14,975	10,162	8,840	9,324	运动服饰	33%	5%	-2%	-9%	17%	-17%	12%	-1%
品牌									品牌								
耐克	1,741	870	999	847	1,589	953	704	813	耐克	71%	25%	-7%	-6%	1%	-41%	-9%	-29%
阿迪达斯	973	538	733	675	1,244	794	558	746	阿迪达斯	78%	16%	-1%	3%	54%	-22%	4%	8%
斐乐	927	398	665	594	1,436	810	588	586	斐乐	26%	3%	5%	-26%	28%	-13%	19%	-5%
李宁	751	433	734	642	994	714	707	678	李宁	27%	-7%	4%	-5%	26%	-18%	11%	-8%
安踏	719	359	542	528	1,007	593	520	488	安踏	22%	0%	-20%	-27%	21%	-24%	9%	-29%
露露乐蒙	272	255	409	303	570	418	235	297	露露乐蒙	103%	13%	42%	50%	46%	39%	39%	35%
特步	246	138	280	240	369	278	250	232	特步	30%	8%	10%	1%	24%	-22%	20%	4%
361°	212	146	210	224	292	212	220	191	361°	32%	8%	-5%	-8%	0%	-20%	24%	2%
鸿星尔克	218	110	221	227	288	192	227	189	鸿星尔克	-3%	-5%	-22%	-15%	12%	-26%	25%	-1%
乔丹体育	169	97	179	170	274	166	159	138	乔丹体育	4%	-29%	-24%	-26%	17%	-17%	24%	-29%
亚瑟士	162	102	154	163	323	117	114	153	亚瑟士	101%	16%	-8%	10%	46%	-40%	19%	8%
斯凯奇	173	84	152	162	271	199	118	121	斯凯奇	2%	-36%	-36%	-34%	-11%	-26%	-5%	-20%
新百伦	183	93	154	139	285	169	106	165	新百伦	16%	-19%	-16%	-4%	19%	-30%	2%	-13%
彪马	191	91	135	117	229	158	120	133	彪马	34%	-25%	-41%	-26%	45%	-24%	41%	-7%
迪桑特	197	66	128	120	252	151	104	104	迪桑特	112%	13%	63%	8%	81%	21%	66%	51%
户外服饰	4,909	2,095	3,482	3,739	6,139	4,067	3,315	2,967	户外服饰	91%	42%	32%	3%	23%	0%	26%	22%
品牌									品牌								
骆驼	800	233	313	244	369	276	289	298	骆驼	37%	-9%	8%	-6%	27%	-3%	17%	-11%
凯乐石	277	166	211	169	284	160	129	149	凯乐石	408%	285%	102%	94%	243%	115%	137%	113%
蕉下	17	55	225	325	361	363	313	187	蕉下	48%	53%	14%	3%	-21%	-1%	23%	79%
伯希和	195	123	182	125	167	121	102	104	伯希和	174%	158%	57%	77%	145%	56%	83%	35%
北面	277	92	114	86	220	106	96	86	北面	60%	-1%	-22%	-27%	23%	-18%	14%	-27%
可隆	178	82	120	88	183	76	61	79	可隆	276%	139%	58%	47%	198%	26%	121%	69%
始祖鸟	160	91	140	109	206	113	122	121	始祖鸟	109%	70%	71%	93%	110%	3%	117%	33%
哥伦比亚	130	40	64	39	80	47	35	31	哥伦比亚	94%	30%	43%	-14%	32%	-13%	23%	-32%
迪卡侬	86	34	62	59	127	89	55	47	迪卡侬	51%	16%	47%	21%	115%	76%	64%	33%
休闲服饰	46,525	21,056	35,200	40,149	47,136	40,944	35,417	35,677	休闲服饰	12%	-7%	3%	-6%	-9%	-13%	2%	-1%
品牌									品牌								
优衣库	574	229	297	375	341	333	171	220	优衣库	96%	7%	7%	-8%	-16%	-21%	-27%	6%
波司登	1,281	354	253	112	182	155	161	185	波司登	6%	-16%	63%	11%	32%	-11%	-14%	-21%
鸭鸭	1,065	271	156	33	87	26	91	105	鸭鸭	-48%	-46%	-42%	-45%	2%	-80%	-34%	-48%
雪中飞	609	140	101	41	78	35	92	84	雪中飞	12%	10%	78%	29%	151%	-39%	-1%	-44%
海澜之家	319	115	177	242	366	427	201	167	海澜之家	-7%	-25%	-11%	-9%	4%	-10%	36%	19%
太平鸟	269	92	127	107	116	98	92	95	太平鸟	55%	-10%	7%	-31%	-39%	-36%	-24%	-27%
森马	208	69	77	87	139	78	71	65	森马	85%	29%	-9%	-43%	5%	-47%	-9%	-18%
地素	45	24	41	49	72	68	54	53	地素	48%	-5%	72%	77%	11%	-2%	26%	35%
欧力思	17	15	26	31	57	54	43	48	欧力思	161%	233%	130%	-8%	27%	4%	-6%	38%
维尼熊	159	82	126	111	178	137	105	119	维尼熊	7%	-3%	-35%	-27%	-5%	-13%	-1%	-9%
江南布衣	76	45	64	71	98	121	96	130	江南布衣	59%	31%	42%	-3%	27%	37%	50%	65%
利郎	82	35	57	75	88	54	43	45	利郎	127%	81%	47%	8%	24%	-5%	21%	25%
哈吉斯	96	26	55	48	113	60	36	39	哈吉斯	162%	30%	92%	3%	28%	-11%	43%	16%
家纺	13,889	8,342	10,546	11,217	15,190	9,608	10,005	10,073	家纺	19%	19%	19%	2%	29%	-21%	10%	-7%
品牌									品牌								
亚朵星球	172	228	215	237	364	248	212	197	亚朵星球	50%	110%	52%	80%	114%	37%	82%	31%
水星家纺	210	118	190	207	287	213	167	175	水星家纺	15%	33%	27%	42%	72%	32%	22%	31%
洁丽雅	155	135	152	178	211	193	226	244	洁丽雅	-11%	5%	5%	10%	17%	-8%	18%	12%
罗莱家纺	108	75	143	127	175	147	89	92	罗莱家纺	45%	100%	28%	67%	21%	25%	63%	37%
富安娜	137	49	82	77	130	83	70	60	富安娜	0%	-34%	41%	8%	44%	-21%	32%	-19%
南极人	82	58	70	80	135	75	85	77	南极人	-26%	-25%	-26%	-28%	1%	-45%	-9%	-25%
个护	4,431	4,314	4,592	4,452	5,525	4,574	3,782	4,408	个护	32%	37%	27%	36%	6%	-11%	0%	-1%
品牌									品牌								
全棉时代	244	172	207	193	343	292	189	205	全棉时代	94%	48%	25%	24%	13%	16%	24%	13%
奈丝公主	46	62	59	47	58	54	39	42	奈丝公主	131%	185%	69%	71%	32%	22%	54%	29%
维达	450	380	467	439	573	517	369	459	维达	59%	37%	21%	36%	10%	6%	16%	3%
洁柔	223	210	238	222	267	252	184	238	洁柔	26%	44%	29%	23%	-9%	-8%	-8%	0%
清风	201	158	181	192	236	209	154	191	清风	47%	22%	7%	34%	-9%	-27%	-18%	4%
高洁丝	104	115	142	119	104	81	64	71	高洁丝	70%	74%	21%	72%	-24%	-38%	-14%	-28%
护舒宝	94	128	159	114	190	137	92	112	护舒宝	16%	49%	9%	35%	-13%	-38%	8%	-4%
苏菲	79	86	103	83	134	113	77	101	苏菲	3%	11%	-25%	0%	-10%	-26%	-3%	1%
自由点	81	107	84	75	128	78	66	87	自由点	63%	5%	-33%	-2%	-2%	-33%	-20%	-24%
淘淘氧棉	49	52	89	60	95	61	60	77	淘淘氧棉	256%	214%	63%	106%	54%	2%	0%	91%
七度空间	46	61	84	44	60	52	46	54	七度空间	-8%	-1%	-21%	-1%	-23%	-42%	-28%	-17%

资料来源：天猫、京东、抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

得物平台潮鞋销售额：

图14：得物重点品牌潮鞋销售额与单价变化情况

品牌	2025/4/30						2025/5/31					
	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	MoM	ASP 元	MoM	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	MoM	ASP 元	MoM
耐克 Nike	1818	-12%	2831	-20%	642	9%	1638	-10%	2533	-11%	647	1%
阿迪达斯 Adidas	245	29%	551	18%	443	9%	255	4%	586	6%	436	-2%
阿迪达斯 Adidas originals	141	18%	205	17%	688	0%	134	-5%	197	-4%	683	-1%
新百伦 New balance	89	58%	125	69%	717	-7%	81	-9%	112	-10%	729	2%
匡威 Converse	47	27%	120	28%	396	-1%	32	-32%	72	-39%	444	12%
Vans	17	-8%	44	-4%	387	-4%	22	31%	57	30%	391	1%
PUMA	72	42%	191	44%	374	-1%	63	-12%	173	-10%	364	-3%
斐乐 Fila	105	21%	210	20%	499	1%	105	1%	208	-1%	506	1%
安德玛 Under Armour	29	24%	51	23%	561	1%	33	14%	60	16%	551	-2%
李宁 Lining	391	7%	1012	3%	386	3%	354	-9%	894	-12%	396	3%
安踏 Anta	182	25%	528	21%	345	3%	154	-15%	434	-18%	356	3%
361°	49	29%	156	32%	314	-2%	45	-9%	144	-8%	312	-1%
匹克 Peak	53	11%	261	26%	202	-12%	56	7%	315	21%	179	-11%
回力 Warrior	29	34%	326	34%	90	0%	28	-4%	317	-3%	89	-1%
路易威登 Louis Vuitton	120	5%	12	6%	10134	-1%	107	-11%	11	-8%	9900	-2%
古驰 Gucci	120	38%	28	38%	4226	0%	112	-7%	27	-5%	4162	-2%
巴黎世家 Balenciaga	121	13%	22	13%	5559	0%	123	1%	22	1%	5604	1%

资料来源：得物第三方数据，国信证券经济研究所整理

9月小红书品牌官方达人号涨粉观察：

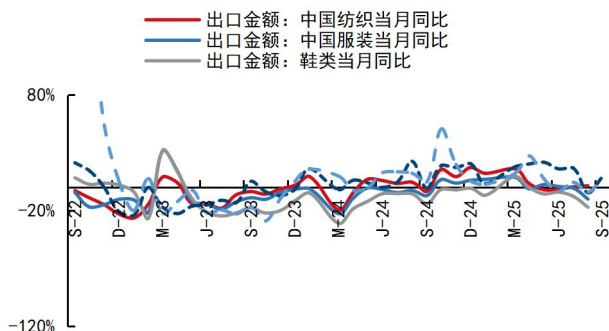
图15：小红书品牌官方达人号涨粉观察

小红书品牌官方达人号涨粉观察					
2025年9月	品牌名称	粉丝增量 (万)	粉丝增速	获赞增量 (万)	获赞增速
运动户外	安踏	0.16	0.8%	2.20	1.4%
	FILA	0.14	0.9%	5.10	4.4%
	迪桑特	1.12	12.1%	7.97	27.3%
	可隆	0.11	1.9%	1.02	3.9%
	始祖鸟	-0.09	-0.4%	1.22	1.3%
	萨洛蒙	0.33	2.4%	2.15	11.5%
	MAIA	0.38	2.0%	0.37	1.1%
	李宁	0.47	3.6%	10.32	13.2%
	特步	0.43	3.4%	2.06	2.7%
	索康尼	0.16	2.5%	0.60	4.0%
	361度	0.03	0.4%	1.09	1.6%
	耐克	0.99	4.5%	5.70	7.3%
	阿迪达斯	0.58	6.4%	3.28	16.9%
	lululemon	0.33	1.4%	1.16	2.7%
	New Balance	0.07	0.8%	0.39	1.5%
	昂跑	0.44	8.1%	1.22	4.1%
	HOKA	0.32	8.6%	0.97	5.1%
	牧高笛	0.00	0.0%	0.03	0.2%
	KEEP	0.96	8.2%	14.49	19.7%
	伯希和	0.17	3.4%	2.67	8.2%
	凯乐石	0.39	4.6%	1.98	6.5%
休闲时尚	MIUMIU	0.64	3.2%	2.42	4.3%
	self-portrait	0.08	0.6%	1.99	3.1%
	ICICLE之禾	0.12	1.1%	0.58	4.8%
	JNBY	0.01	0.1%	0.08	0.2%
	歌力思	0.04	0.6%	0.28	0.7%
	地素	0.38	5.8%	2.02	10.4%
	海澜之家	0.04	0.7%	0.33	1.5%
	比音勒芬	-0.01	-0.2%	1.37	3.0%
	哈吉斯	0.07	2.8%	0.73	6.3%
	优衣库	1.51	2.7%	12.72	8.2%
母婴个护	Babycare	0.89	3.6%	2.23	3.4%
	全棉时代	0.63	2.7%	12.70	15.4%
	护舒宝	-0.03	-0.1%	0.81	3.9%
	高洁丝	-0.01	-0.3%	0.38	1.0%
	淘淘氧棉	0.00	0.2%	0.08	0.5%
	奈丝公主	0.13	4.7%	0.24	1.2%
	自由点	-0.01	-0.2%	0.00	0.0%
	洁婷	0.07	6.5%	0.10	1.9%
	BeBeBus	0.11	2.6%	0.21	3.4%

资料来源：小红书第三方数据，国信证券经济研究所整理

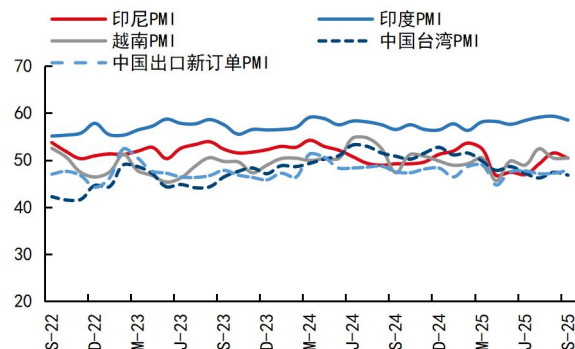
制造出口：9月越南纺织品和鞋类出口同比增速转正

图16：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



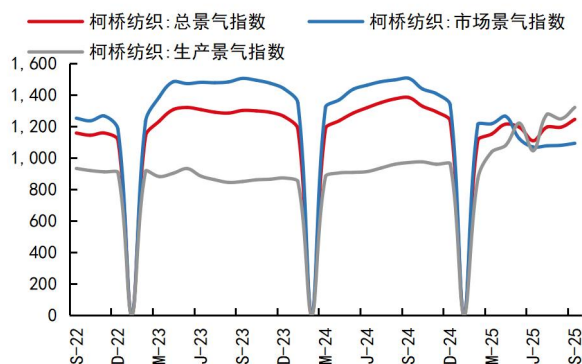
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI



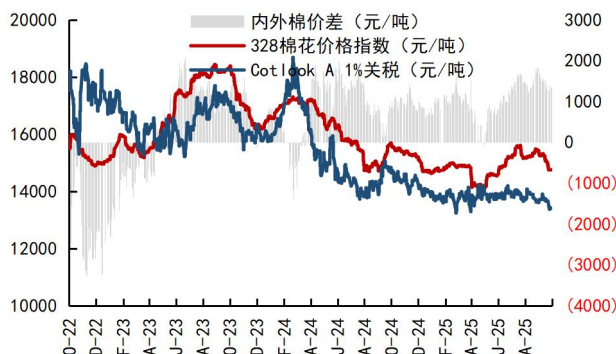
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：柯桥纺织景气指数



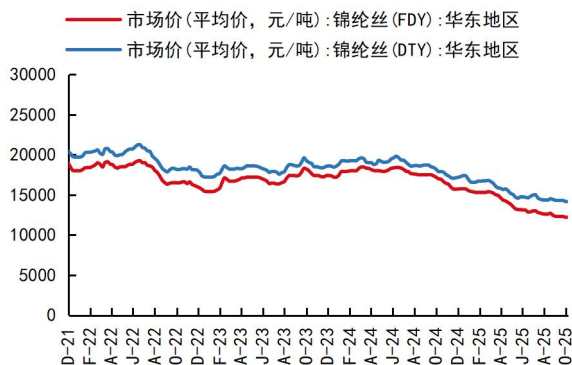
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：国内与国际棉价趋势（元/吨）



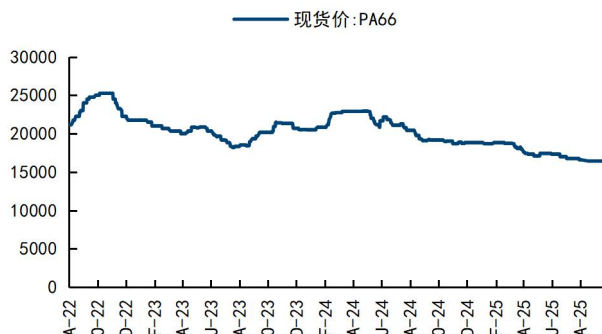
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：锦纶丝 FDY 和 DTY 价格走势（元/吨）



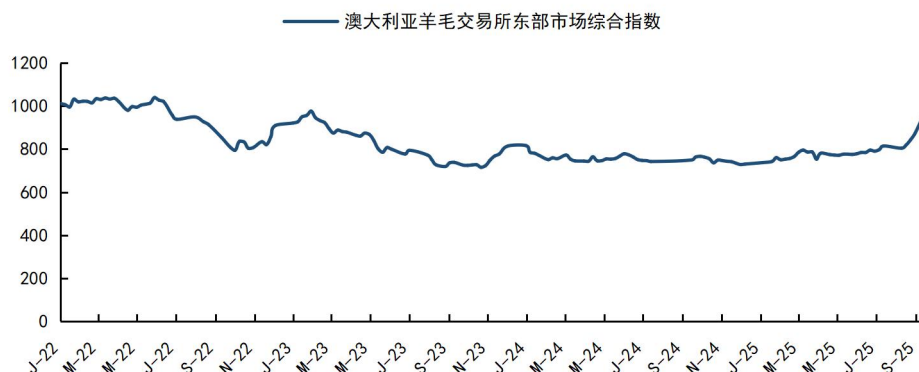
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：PA66 价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22: 羊毛价格走势（美分/公斤）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

中国台湾地区鞋服代工企业月度营收及指引

一、关税政策影响：美国对等关税落地，代工厂分摊关税预计在 3%以内。

1. 美国对等关税正式实施

- 美国总统特朗普 7 月 31 日签署行政令，与印尼、越南关税落在 19%/20%，制鞋大厂（宝成、丰泰、钰齐等）压力减轻，产业展望乐观。

2. 成本分摊机制

- **品牌方承担为主：**Nike、ASICS 明确不转嫁代工厂；Adidas、Brooks 等部分共摊关税。
- **代工厂策略：**
 - **儒鸿：**9 月儒鸿称，对等关税大致确定，儒鸿已和客户完成重新议价，新报价纳入今年以来的关税、汇率变化，第 4 季相关影响将逐渐淡化；
 - **聚阳：**采用“成本加价法”，将关税转嫁消费者，无需自行吸收（公司已适度调整产品价格，9 月份产品平均单价较去年同期提升约 4%）；随着部分品牌商开始将关税成本转嫁至终端消费市场，供应商承受的压力有望逐步减轻；
 - **志强：**前瞻性推进印尼新厂建设。因专业运动鞋定价能力强，美国对等关税对制鞋厂影响很小。从目前的四个客户来看，仅有一个客户谈及关税分摊问题。但由于志强已针对该客户新增扩充产能，因此目前并未要求与该客户分摊未分摊关税部分；
 - **丰泰：**分摊方案未定。

二、企业营收与展望：9 月部分台企营收仍受关税政策、台币汇率波动影响；预期三季度后汇率和关税影响进一步减弱。

1. 聚阳（1477）

- **9 月营收：**23.62 亿新台币，较上月高点大幅下滑 36.9%，创下近 17 个月新低。年减 28.22%，主因汇率波动、关税影响。
- **前 9 月营收：**265.01 亿（年减 0.99%）。
- **展望：**
 - Q3 受汇率/关税影响已逐步稳定，订单逐渐回稳，预计 Q4 影响将进一步减弱；随着圣诞旺季铺货进入尾声，目前正与客户洽谈新年度订单；
 - 近期已接到客户追加明年度的订单，预计明年春夏服饰订单将于 11 月开始出货；
 - 公司今年整体目标仍是力争出货量与去年持平。

2. 志强-KY (6768)

- **9月营收**: 16.59 亿元 (年增 27.7%), 主因受惠明年世界杯提前拉货潮。
- **前9月营收**: 154.24 亿 (年增 16.5%, 续创同期新高)。
- **增长动能**:
 - 足球赛事周期: 从 2025 年世俱杯开始, 到明年史上首次由 3 个国家联合举办的世界杯, 接续 2027 年亚足联亚洲杯、2028 年洛杉矶奥运等动能的推波助澜下, 市场需求将明显回升。明年世界杯也会是志强的主要成长动能。
 - 产能扩张: 印尼新厂 6 月完工, 目前正在训练员工, 预计 10 月投产 (Brooks 跑鞋), 年产能 600 万双 → 1,200 万双。
- **展望**: 整体订单能见度已看到明年第 1 季初, 美国对等关税对制鞋厂影响很小。

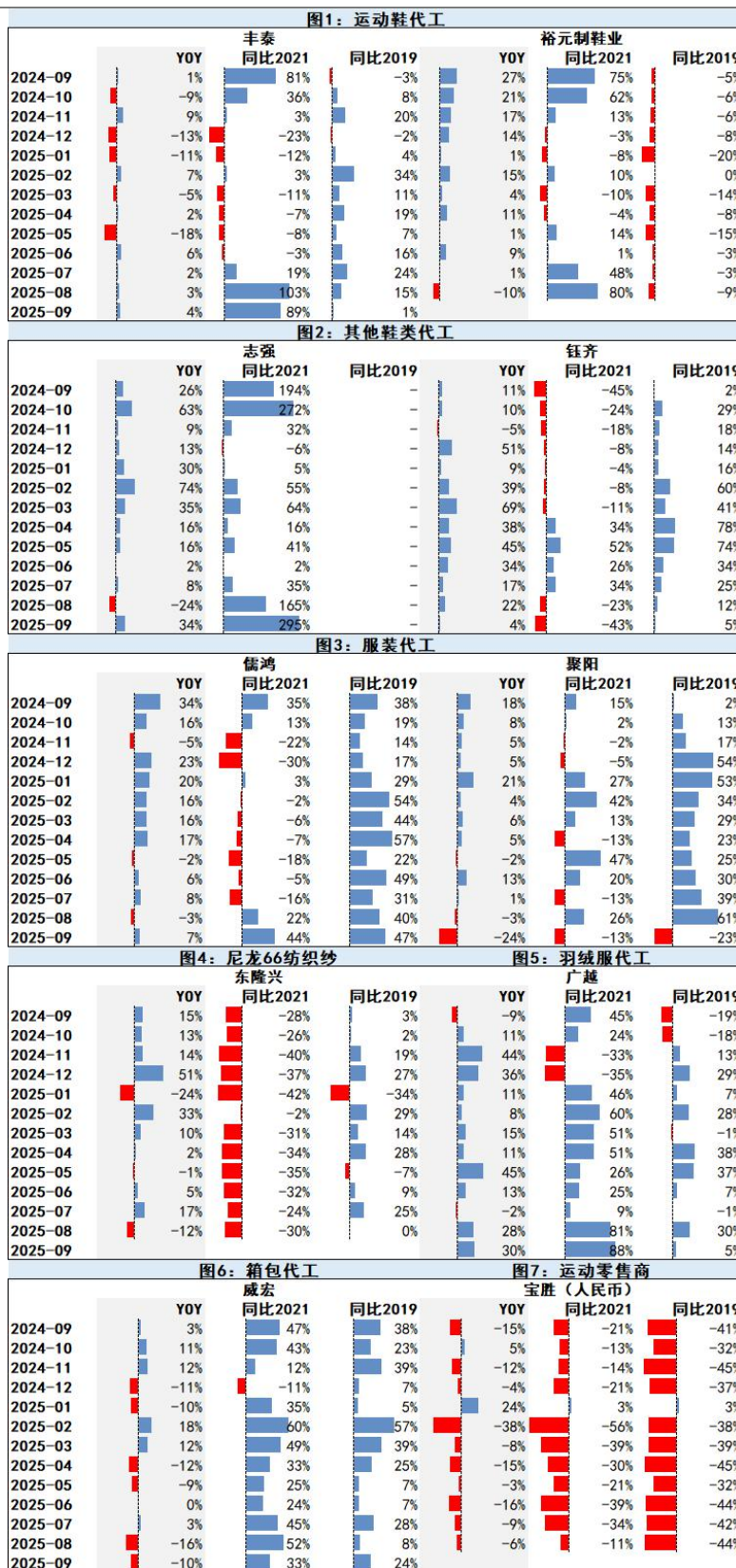
3. 儒鸿 (1476)

- **9月营收**: 32.4 亿元 (年增 1.59%), 主因针织布出货动能强劲, 9 月布料营收年增 2.21%, 达到 16 个月来的高点。
- **前9月营收**: 287.26 亿 (年增 5.39%)。
- **展望**:
 - 订单能见度已达 2026 年第 1 季, 公司维持“每月营收站上 30 亿元”的目标不变, 预期第 4 季能够呈现淡季不淡的局面;
 - 9 月约有 3.7 亿元的订单因船运因素递延至第 4 季认列, 这将对接下来的营收形成有力的挹注;
 - 新产品的报价方案主要针对关税和汇率进行调整, 这将有助于提升未来的毛利率。

4. 广越 (4438)

- **9月营收**: 24.9 亿元 (年增 23.6%, 历年同期次高), 主因全球知名运动品牌两大龙头——Adidas 和 Nike 等国际知名品牌的出货旺季到来。
- **前9月营收**: 148.2 亿 (年增 13.3%, 历史同期次高)。
- **展望**:
 - 预期出货旺季将延续到第四季, 全年营收以美元计价仍有望改写历史新高;
 - 在国际知名品牌市场逐渐回暖的情况下, 对推升广越第四季及明年业绩将有明显助力, 明后年业绩有望实现双位数增长;
 - 未来将评估投入针织类成衣品项领域拓展, 期盼实现“淡季不淡、旺季更旺”的发展态势。
 - 积极布局约旦产能, 2025 年约旦厂区营收占比预估将由去年的 8% 提升至 17%。

图23: 台企代工同行营收增速跟踪（月度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24: 台企代工同行营收增速跟踪（季度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：重点关注纺织制造反弹机会

1) 纺织制造：纺织制造四季度订单有望修复，建议三季报披露后布局困境反转机会。美国关税落地，纺织制造仅轻微分担成本预计 3%以内，品牌下单节奏恢复，越南 9 月纺服出口同比恢复正向增长；根据代工台企表述，关税影响将在四季度逐渐淡化，订单已逐渐回稳。耐克最新截至 8 月底的季度业绩超彭博预期和管理层指引，复苏拐点已现，新财年收入和盈利恢复路径清晰，有望带动供应商预期改善。

代工制造：重点关注直接受益于关税落地及耐克复苏的**申洲国际**（耐克最大服装供应商，积极布局海外一体化产能）、**华利集团**（新工厂盈利持续改善），细分赛道制造优质龙头**开润股份**（7-8 月箱包代工增速放缓但嘉乐服装增长提速）、**健盛集团**（优衣库供应商，下半年棉袜订单改善）；

纺织材料：重点关注受益羊毛涨价的**新澳股份**（8-9 月以来毛精纺订单同比增长，有较多低价羊毛库存）、受益于棉价上涨的**百隆东方**（三季度坯纱色纺纱接单均提速）、辅料龙头**伟星股份**下半年接单改善，新一期股权激励落地提振信心）。

2) 品牌服饰：品牌服饰三季度流水增速预计环比二季度改善，尤其从 7-8 月品牌去年同期基数相对较低，9 月存在中秋假期错期影响，预计对三季度整体增速有所拖累。细分板块来看，预计运动户外仍有领先增速，我们看好运动赛道的长期成长性，建议首先把握品类分化趋势，看好高端细分与跑步赛道布局的品牌，重点推荐**安踏体育**、**特步国际**、**李宁**、**361 度**。非运动品牌，建议重点关注核心品类增长领先、未来婴童品类有望受益于生育补贴的**稳健医疗**，以及短期数据边际改善、中长期京东奥莱打开成长空间的**海澜之家**。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
02020	安踏体育	优于大市	83.1	5.56	4.80	5.50	15.0	17.3	15.1	3.8
02331	李宁	优于大市	15.8	1.17	0.97	1.09	13.5	16.2	14.4	1.6
06110	滔搏	优于大市	3.0	0.21	0.21	0.24	14.7	14.6	13.0	1.9
03813	宝胜国际	优于大市	0.46	0.09	0.07	0.09	4.9	6.3	5.2	0.3
01368	特步国际	优于大市	5.4	0.45	0.50	0.53	12.2	10.8	10.2	1.7
01361	361度	优于大市	5.6	0.56	0.60	0.65	10.0	9.2	8.5	1.2
NKE	耐克	无评级	493.7	27.06	15.67	12.18	18.2	31.5	40.5	7.2
LULU	露露乐蒙	无评级	1258.5	106.21	105.72	111.7	11.8	11.9	11.3	5.1
ADS	阿迪达斯	无评级	1457.3	32.59	56.94	80.57	44.7	25.6	18.1	6.3
02313	申洲国际	优于大市	60.8	4.15	4.37	4.96	14.6	13.9	12.2	2.5
00551	裕元集团	无评级	12.3	1.52	1.81	1.81	8.1	6.8	6.8	0.6
02232	晶苑国际	无评级	6.3	0.07	0.07	0.08	97.3	85.1	75.7	1.6
02678	天虹国际	优于大市	4.5	0.60	0.79	0.84	7.5	5.7	5.3	0.4
300979	华利集团	优于大市	53.1	3.29	3.06	3.57	16.1	17.3	14.9	3.6
603055	台华新材	优于大市	8.9	0.82	0.93	1.12	11.0	9.6	7.9	1.6
002003	伟星股份	优于大市	10.2	0.60	0.61	0.67	17.0	16.8	15.3	2.7
605138	盛泰集团	优于大市	7.5	0.13	0.30	0.39	57.7	25.0	19.2	1.7
601339	百隆东方	优于大市	5.5	0.27	0.44	0.47	20.0	12.4	11.7	0.9
000726	鲁泰A	优于大市	6.7	0.48	0.66	0.69	14.0	10.2	9.7	0.6
300577	开润股份	优于大市	23.2	1.59	1.48	1.64	14.6	15.6	14.2	2.7
603558	健盛集团	优于大市	10.05	0.88	0.92	1.00	11.4	10.9	10.1	1.5
605080	浙江自然	优于大市	25.58	1.31	1.75	2.21	19.6	14.6	11.6	1.8
300918	南山智尚	无评级	22.59	0.54	0.42	0.51	41.8	53.9	44.3	4.0
603889	新澳股份	优于大市	7.05	0.59	0.61	0.67	12.0	11.6	10.5	1.5
605189	富春染织	无评级	16.29	0.82	0.54	0.72	19.9	30.2	22.7	1.4
1476	儒鸿	无评级	107.0	5.82	6.51	7.38	18.4	16.4	14.5	4.6
1477	聚阳实业	无评级	67.0	4.01	4.55	4.91	16.7	14.7	13.7	5.1
9910	丰泰企业	无评级	32.5	1.43	1.63	1.85	22.7	19.9	17.6	5.4
300888	稳健医疗	优于大市	38.8	1.19	1.71	1.99	32.5	22.7	19.5	2.0
002563	森马服饰	优于大市	5.7	0.42	0.33	0.43	13.4	17.1	13.3	1.3
600398	海澜之家	优于大市	6.5	0.45	0.48	0.54	14.4	13.4	11.8	1.8
603877	太平鸟	优于大市	14.0	0.62	0.77	0.86	22.6	18.2	16.3	1.5
002154	报喜鸟	优于大市	4.1	0.34	0.28	0.31	12.0	14.6	13.4	1.4
601566	九牧王	中性	8.5	0.32	0.42	0.47	26.6	20.3	18.1	1.2
603518	锦泓集团	无评级	9.7	0.89	0.93	1.10	10.9	10.4	8.8	0.9
603908	牧高笛	中性	24.8	1.00	1.23	1.43	24.8	20.2	17.4	4.1
002293	罗莱生活	无评级	8.0	0.52	0.60	0.67	15.3	13.4	11.9	1.6
002327	富安娜	优于大市	7.1	0.65	0.46	0.49	10.9	15.2	14.5	1.5
603365	水星家纺	无评级	16.7	1.40	1.47	1.63	11.9	11.3	10.3	1.5
01234	中国利郎	优于大市	3.1	0.39	0.42	0.45	8.1	7.4	7.0	0.9
03998	波司登	优于大市	4.2	0.32	0.36	0.40	13.3	11.7	10.5	3.3
1910	新秀丽	无评级	15.9	1.72	1.39	1.55	9.2	11.4	10.3	2.2
ITX.MA	Inditex	无评级	366.0	11.80	12.71	13.34	31.0	28.8	27.4	7.9
9983	迅销	无评级	2277.1	55.25	56.64	62.68	41.2	40.2	36.3	7.3
002832	比音勒芬	优于大市	15.9	1.37	1.25	1.34	11.6	12.7	11.8	1.8
603808	歌力思	中性	7.8	0.14	0.46	0.57	55.9	17.0	13.7	1.2
603587	地素时尚	优于大市	12.3	0.72	0.84	0.93	17.1	14.6	13.2	1.6
03306	江南布衣	优于大市	17.1	1.63	1.72	1.86	10.5	10.0	9.2	4.1
01913	普拉达	无评级	41.1	2.15	19.75	20.37	19.1	2.1	2.0	3.2
MC.PA	LVMH	无评级	4257.6	275.55	297.94	317.8	15.5	14.3	13.4	4.2
KER.PA	Kering	无评级	2376.2	269.54	294.53	333.9	8.8	8.1	7.1	2.6
CFR.SI	历峰集团	无评级	1252.3	52.30	57.37	62.55	23.9	21.8	20.0	4.2
RMS.PA	Hermes	无评级	15965.9	319.95	346.94	385.9	49.9	46.0	41.4	12.9

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

风险提示

1. 宏观经济疲软；
2. 国际政治经济风险；
3. 汇率与原材料价格大幅波动

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032