

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服装

行业周报（20220828-20220903） 同步大市-A(维持)

运动服饰 22H1 总结：国潮趋势依旧，本土品牌市占率提升

2022 年 9 月 4 日

行业研究/行业周报

纺织服装行业近一年市场表现

投资要点



相关报告：

【山证纺织服装】家得宝 22Q2 销售额创历史新高，关注中报绩优标的-纺织服装行业周报 2022.8.22

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

研究助理：

孙萌

邮箱：sunmeng@sxzq.com

➤ 本周专题：本土运动品牌公司 22H1 具备经营韧性，看好消费复苏后边际恢复

2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度在疫情压力和上年同期高基数情况下，营收端展现较强的经营韧性，收入增速显著优于服装社零大盘，同时在耐克、阿迪达斯国际运动品牌大中华区表现疲弱情况下，本土运动品牌公司竞争格局继续改善。盈利能力方面，由于品牌加深零售折扣以及原材料价格上涨影响，毛利率有所承压。费用管控方面，安踏体育、361 度品牌营销推广投放增加，李宁、特步国际保持较为稳定的费用率水平，综合影响下，各品牌公司业绩增速普遍不及营收增速。展望后续，根据各品牌公司公开业绩说明会，7-8 月零售终端流水已现环比改善态势，且 8 月增速较 7 月更优，中长期看，欧睿国际预计 2021-2026 年我国运动服饰市场规模 CAGR 为 12.3%，仍为景气度最高的服装细分品类，在消费者健康意识提升、国货产品功能性、科技感加强、我国政府积极推动体育产业发展情况下，运动服饰需求有望在消费复苏后获得恢复。同时，叠加国际运动品牌对大中华区销售表现预期谨慎，我国运动服饰品牌有望继续提升市场份额。

➤ 行业动态：亚瑟士 Asics2022 上半财年业绩；宜家中国 2023 财年启动会；Lululemon2022 财年 2 季度业绩

- 1) 亚瑟士 Asics 2022 上半财年销售额同比增长 7.4%，营业利润受到冲击下滑 4.8% 至 191 亿日元。其中，大中华区销售额同比增长 3.4%，达到近 290 亿日元（约合人民币 14.5 亿元），尽管上海出台了严格的疫情管控措施，但按当地货币汇率计算，Asics 功能跑鞋系列销售额仍然同比增长了 10% 以上，按日元汇率计算同比增长 26% 以上。Asics 预计 2022 财年销售额为 4600 亿日元（之前：4200 亿日元），营业利润为 270 亿日元（之前：230 亿日元）。
- 2) 宜家中国于上海举行 2023 财年启动会，分享过去三年在“未来+”本土发展战略指引下所取得的商业转型成就，并发布针对中国市场的长期本土化品牌定位“家因你而生”（Make Home Happen）。第一，2021 年线上销售超 70% 增长，2023 财年计划投资 53 亿元拓展渠道和数字领域，持续巩固并拓展渠道和数字化领域。第二，千元以内商品占比 80%，百元以内商品占比 40%，未来在性价比、物超所值这块，公司还会继续地努力。第三，2023 财年，宜家中国将在“家因你而生”的主题下聚焦全屋收纳以及舒适睡眠，陆续推出超过 2500 款家居产品与解决方案，包括一系列极具本土特色的产品。
- 3) lululemon 公布了（截至 7 月 31 日的）2022 财年第二季度的财务报告：净销售额同比增长 29% 至 19 亿美元，其中北美业务净销售额增长 28%，国际业务净销



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

销售额增长 35%，中国大陆市场发展稳健，净销售额同比增长逾 30%，三年复合年增长率接近 70%。lululemon 在产品创新、客人体验和市场拓展三大战略支柱方面均取得了出色表现。公司表示在中国大陆市场仍处于增长的早期阶段，与其他市场一样，正在通过 D2C 模式发展品牌并吸引新客人。第二季度中国大陆市场共新开 8 家门店，其中包括福州和海口的城市首店；lululemon 于 7 月开通了京东旗舰店，通过打造数字业务的新渠道吸引更多新客人。预计集团 2022 财年净销售额在 78.65 亿~79.40 亿美元，三年复合年增长率为 26%。

➤ **行情回顾（2022.08.29-2022.09.02）**

本周纺织服饰和家居用品板块跑赢大盘：本周，SW 纺织服饰板块下跌 0.48%，SW 轻工制造板块上涨 1.58%，沪深 300 下跌 2.04%，SW 纺织服饰板块跑赢大盘 1.56pct，SW 轻工制造板块跑赢大盘 3.62pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 1.98%，SW 服装家纺下跌 1.35%，SW 饰品下跌 2.54%。SW 家居用品上涨 2.77%。截至 9 月 2 日，SW 纺织制造整体法(TTM, 剔除负值)计算的行业 PE 为 18.96 倍，为近十年的 24.04% 分位；SW 服装家纺的 PE 为 13.88 倍，为近十年的 4.27% 分位；SW 饰品的 PE 为 17.48 倍，为近十年的 14.89% 分位，SW 家居用品的 PE 为 25.72 倍，为近十年的 21.80% 分位。

➤ **投资建议：**

纺织服饰板块，纺织制造方面，本周申洲国际公布 2022H1 业绩，今年上半年，公司自身产能和客户订单需求均实现继续增长，销售量规模继续扩大，业绩端压力主要来自宁波产能利用率下滑及防疫支出增加。展望下半年，公司收入端有望实现双位数增长，盈利水平同比与环比预计将实现提升。继续关注运动鞋服制造龙头申洲国际、华利集团。品牌服饰方面，继续看好运动服饰在疫后的恢复确定性和珠宝首饰在下半年的旺季的恢复弹性，建议关注安踏体育、李宁、波司登、稳健医疗、周大生。

家居用品板块，家居用品公司今年上半年零售端收入基本实现正增长，大宗业务由于地产市场弱市和竞争加剧拖累整体收入表现，其中头部企业如定制家居龙头欧派家居、软体家居龙头顾家家居展现较行业更优的增速，行业内分化依旧持续。建议继续关注综合实力领先、抗风险能力强的家居龙头企业欧派家居、顾家家居、索菲亚，以及渠道规模成长空间较大、品类融合持续推进的喜临门、金牌厨柜、志邦家居。

➤ **风险提示：**

地产销售或不达预期；国内疫情持续出现反复；品牌竞争加剧；原材料价格波动；汇率大幅波动。

目录

1. 运动服饰 22H1 总结：国潮趋势依旧，本土品牌市占率提升	7
1.1 营收：本土运动品牌经营展现韧性，国内市场份额继续提升	7
1.2 毛利率：零售折扣加深叠加原材料价格上涨，盈利能力承压	11
1.3 费用支出：李宁、特步费用率稳中有降，安踏、361 度营销投放增加	12
1.4 业绩：归母净利润增幅普遍弱于营收增幅	13
1.5 存货：各公司表现有所分化，李宁存货管理水平优异	14
1.6 现金流：本土运动品牌公司经营活动现金流均有所承压	15
1.7 运动服饰仍为最优赛道，看好消费复苏后本土运动品牌公司份额提升	15
2. 本周行情回顾	16
2.1 板块行情	16
2.2 板块估值	17
2.3 公司行情	17
3. 行业数据跟踪	19
2.1 原材料价格	19
2.2 出口数据	21
2.3 社零数据	22
2.4 房地产数据	22
4. 行业新闻	24
4.1 亚瑟士 Asics 上半年销售额同比增长 7.4%，大中华区功能跑鞋实现两位数增长	24
4.2 宜家中国举办 2023 财年启动会，详解中国本土发展战略的三年成就和长期规划	25
4.3 Lululemon 最新季报披露：中国大陆市场三年复合年增长率近 70%，上季度增幅超 30%	26
5. 重点公司公告	28
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 本土运动公司营收规模（亿元）	8
图 2: 本土运动公司营收规模同比增速	8
图 3: 国际和本土运动公司营收同比增速对比	8
图 4: 我国运动服饰市场各品牌市占率	8
图 5: 我国运动服饰市场各品牌市占率同比变化	8
图 6: 361 度店均面积不断提升	10
图 7: 特步第九代门店	10
图 8: 本土运动公司毛利率	11
图 9: 棉花价格走势（截至 2022.9.1）	11
图 10: 本土运动公司销售费用率情况	12
图 11: 本土运动公司管理费用率情况	12
图 12: 本土运动公司研发费用率情况	12
图 13: 本土运动公司广告及宣传开支比率情况	12
图 14: 本土运动公司归母净利润（亿元）	13
图 15: 本土运动公司销售净利率	13
图 16: 本土运动公司存货周转天数	14
图 17: 李宁公司存货库龄结构	14
图 18: 李宁渠道存货库龄结构	14
图 19: 李宁渠道存货周转情况	14
图 20: 本土运动公司经营活动现金流净额（亿元）	15
图 21: 本土运动公司经营活动现金流净额/归母净利润	15

图 22: 我国运动服饰市场规模.....	15
图 23: 运动服饰未来复合增速优于其他服装品类.....	15
图 24: 本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	16
图 25: 本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅.....	16
图 26: 本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅.....	16
图 27: 本周 SW 纺织服装各子板块估值.....	17
图 28: 本周 SW 轻工制各子板块估值.....	17
图 29: 棉花价格（元/吨）.....	19
图 30: 中纤板、刨花板价格走势.....	19
图 31: 五金价格走势.....	19
图 32: 皮革价格走势.....	19
图 33: 海绵原材料价格走势.....	20
图 34: 金价走势.....	20
图 35: 美元兑人民币汇率走势.....	20
图 36: 中国出口集装箱运价指数.....	20
图 37: 纺织纱线、织物及制品累计值（亿美元）及累计同比.....	21
图 38: 服装及衣着附件累计值（亿美元）及累计同比.....	21
图 39: 家具及其附件累计值（亿美元）及累计同比.....	21
图 40: 家具及其零件当月值（亿美元）及当月同比.....	21
图 41: 社零及限额以上当月.....	22
图 42: 限上纺织服装、金银珠宝、家具社零.....	22
图 43: 30 大中城市商品房成交套数.....	22
图 44: 30 大中城市商品房成交面积.....	22

图 45: 商品房销售面积累计值(万平方米)及累计同比.....	23
图 46: 商品房销售面积当月值(万平方米)及当月同比.....	23
图 47: 商品房新开工面积累计值(万平方米)及累计同比	23
图 48: 商品房新开工面积当月值(万平方米)及当月同比	23
图 49: 商品房竣工面积累计值(万平方米)及累计同比.....	24
图 50: 商品房竣工面积当月值(万平方米)及当月同比.....	24
表 1: 本土运动公司零售终端流水表现.....	9
表 2: 本土运动品牌公司门店数量.....	10
表 3: 本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司.....	18
表 4: 本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司.....	18
表 5: 本周家居用品板块涨幅前 5 的公司.....	18
表 6: 本周家居用品板块跌幅前 5 的公司.....	18

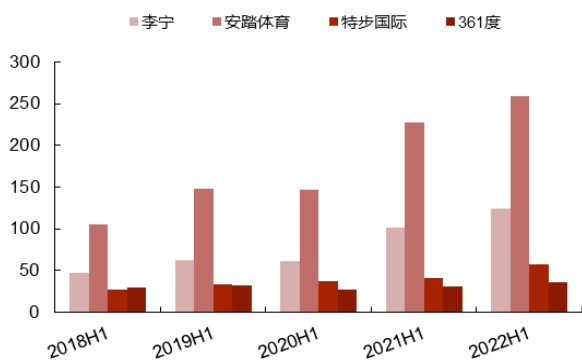
1. 运动服饰 22H1 总结：国潮趋势依旧，本土品牌市占率提升

1.1 营收：本土运动品牌经营展现韧性，国内市场份额继续提升

运动服饰 22H1 表现优于服装社零大盘。2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现营收分别为 259.65、124.09、56.84、36.54 亿元，同比增长 13.8%、21.7%、37.5%、17.6%，在疫情压力下，营收端依旧展现较强的经营韧性，显著领先服装社零大盘（22H1，服装社零同比下滑 6.5%）。从年均复合增速角度看，安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 19H1-22H1 期间的年均复合增速分别为 20.6%、25.7%、19.2%、4.1%。

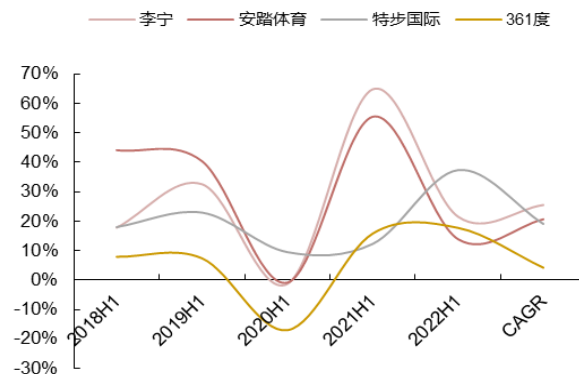
本土运动品牌公司在中国运动服饰市场的份额继续提升。根据欧睿国际，2021 年我国运动服饰市场前五名品牌分别为耐克（市占率 19.1%）、阿迪达斯（市占率 14.6%）、安踏（市占率 9.3%）、李宁（市占率 8.2%）、FILA（市占率 6.9%），2018-2021 年，上述品牌市占率分别提升 1.0、-3.7、0.9、2.0、4.3pct。2022 年上半年，国际运动品牌巨头耐克、阿迪达斯大中华区报表端营收同比下降分别为 11.7%、28%，21 年 3 月新疆棉事件以来，国际运动品牌大中华区表现较为乏力，本土运动品牌公司市场份额今年继续提升确定性强。

图1：本土运动公司营收规模（亿元）



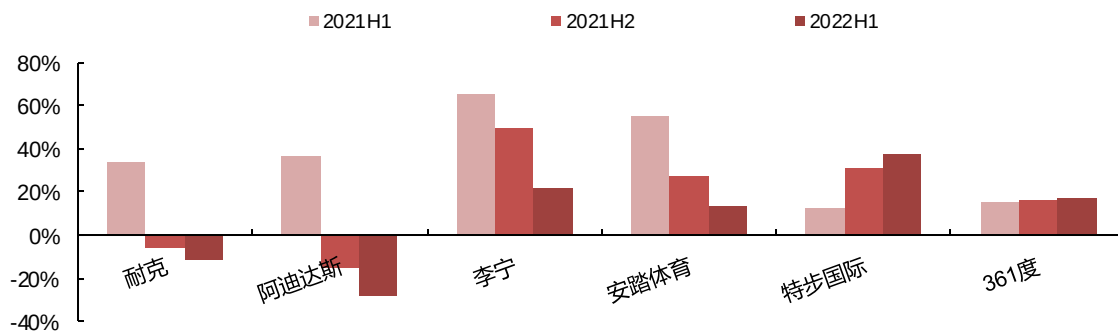
资料来源：Wind，山西证券研究所

图2：本土运动公司营收规模同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：CAGR 为 19H1-22H1）

图3：国际和本土运动公司营收同比增速对比



资料来源：Wind，耐克、阿迪达斯公司公告，山西证券研究所（注：耐克上半财年为6月1日-11月30日，下半财年为12月1日-次年5月31日）

图4：我国运动服饰市场各品牌市占率

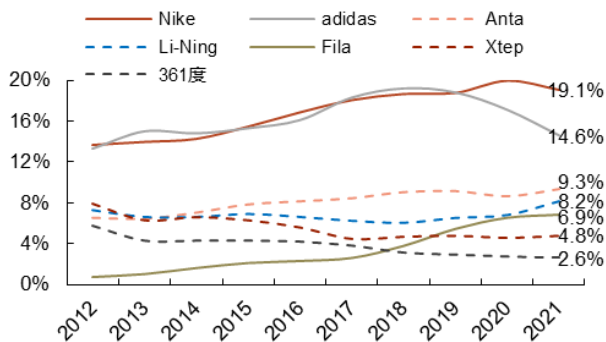
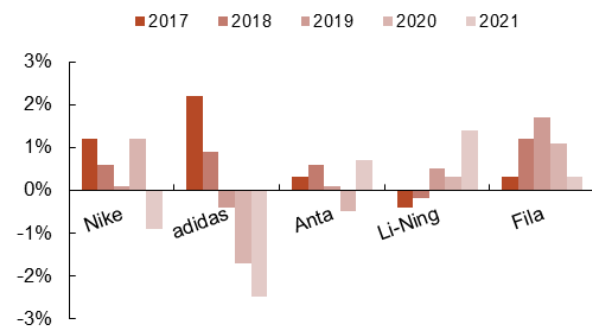


图5：我国运动服饰市场各品牌市占率同比变化



资料来源：观研天下，欧睿国际，山西证券研究所

资料来源：观研天下，欧睿国际，山西证券研究所

疫情与高基数致 22Q2 流水走弱，7 月以来各品牌流水环比已现改善。从终端零售流水角度看，2022 年 1 季度，本土运动公司流水都有不错的增长，但 2 季度受到疫情和上年同期高基数的影响，安踏、FILA、李宁品牌流水下滑，安踏集团旗下的所有其他品牌（迪桑特、可隆），特步品牌、361 主品牌流水保持增长，但增速环比放缓。根据各公司公开业绩解读会，安踏集团、特步品牌、李宁品牌 7、8 月零售流水环比 22Q2 已实现提升，且 8 月增速较 7 月更优。

表1：本土运动公司零售终端流水表现

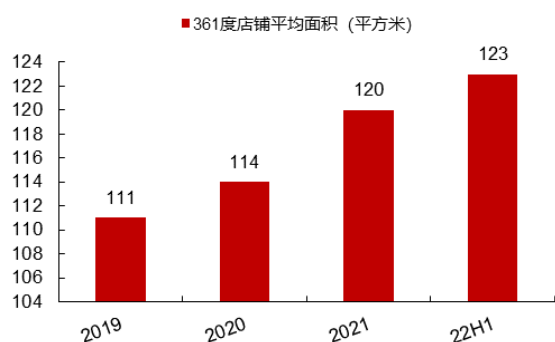
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
安踏体育										
安踏	20%-25% 负增	低单负增	低单正增	低单正增	40%-45% 正增	35%-40% 正增	10%-20%低 段正增	10%-20% 中段正增	10%-20% 高段正增	中单负增
FILA	中单负增	10%-20% 低段负增	20%-25% 正增	25%-30% 正增	75%-80% 正增	30%-35% 正增	中单正增	高单正增	中单正增	高单负增
所有其他 品牌	高单负增	25%-30% 正增	50%-55% 正增	55%-60% 正增	115%-120% 正增	70%-75% 正增	35%-40% 正增	30%-35% 正增	40%-45% 正增	20%-25% 正增
李宁										
直营零售	30%-40% 中段负增	10%-20% 低段负增	持平	中单位数 正增	90%-100% 低段正增	80%-90% 高段正增	30%-40% 中段正增	20%-30% 高段正增	30%-40% 中段正增	高单负增
批发经销商	10%-20% 高段负增	高单位数 负增	低单位数 负增	10%-20% 低段正增	80%-90% 低段正增	90%-100% 低段正增	30%-40% 高段正增	20%-30% 高段正增	20%-30% 低段正增	高单负增
电子商务	10%-20% 低段正增	20%-30% 高段正增	40%-50% 低段正增	30%-40% 中段正增	100%正增	90%-100% 高段正增	50%-60% 中段正增	40%-50% 低段正增	30%-40% 中段正增	中单正增
特步国际										
特步主品牌	20%-25% 负增	低单负增	中单正增	高单正增	55%正增	30%-35% 正增	中双正增	20%-25% 正增	30%-35% 正增	中双正增
361 度										
主品牌	25%-30% 负增	低双负增	高单负增	低单正增	高双正增	15%-20% 正增	低双正增	高双正增	高双正增	低双正增
童装品牌	25%-30% 负增	低双负增	高单负增	中单正增	20%-30% 低段正增	30%-35% 正增	15%-20% 的正增	25%-30% 正增	20%-25% 正增	20%-25% 正增
电子商务								35%-40% 正增	50%正增	40%正增

资料来源：各公司公告，山西证券研究所

门店形象持续升级，线上渠道增长稳健。分渠道看，线下渠道方面，安踏体育、李宁以优化渠道结构和提升渠道效率为核心，门店数量较年初净减少，特步、361 度品牌加大下沉市场空白区域布局，门店较年初有所增加。在开店方面，各品牌均注重门店形象升级、开大店，提升消费者购物体验，1) 李宁主力推进八代形象店建设，截至 22H1 末，八代形象店占比超过 50%。截至 22H1，全部店铺平均面积约 220 平方米，今年上半年新开店平均面积达 320 平方米，大店流水（店铺面积超过 300 平方米）占比提升高单位数。2) 安踏品牌加速 DTC 进程，6600 家门店中有 52%由公司直营，48%由加盟商按照公司运营标准经营。3) 特步品牌主力推进的第九代门店拥有更大的面积和数字化创新，客流量及连带率提升明显。4) 361 度门店面积今年上半年达到 123 平方米，截至 22H1 末，361 度第九代门店占比 36.7%，较上年末提升 8.5%。

线上渠道方面，安踏体育、李宁、361 度电商业务收入同比增长 20.6%、19.2%、60.3%，收入占比 28.9%、28.5%、21.4%。

图6：361 度店均面积不断提升



资料来源：361 度公司公告，山西证券研究所

图7：特步第九代门店



资料来源：特步公司公告，山西证券研究所

表2：本土运动品牌公司门店数量

	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1
安踏	10197	9922	9788	9403	9223
FILA	1930	2006	1979	2054	2021
迪桑特	145	175	178	182	182
可隆	155	157	151	152	153
安踏体育总计	12427	12260	12096	11791	11579
直营	1239	1149	1088	1165	1265
批发	4734	4763	4616	4770	4672
李宁 YOUNG	1010	1021	1041	1202	1175
李宁总计	6983	6933	6745	7137	7112
特步国际	6124	6021	6015	6151	6251
361 度（中国大陆）	5289	5165	5155	5270	5365

资料来源：各公司公告，山西证券研究所

1.2 毛利率：零售折扣加深叠加原材料价格上涨，盈利能力承压

2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 62.0%、50.0%、42.0%、41.5%，同比变化为-1.1、-5.9、+0.2、-0.3pct。

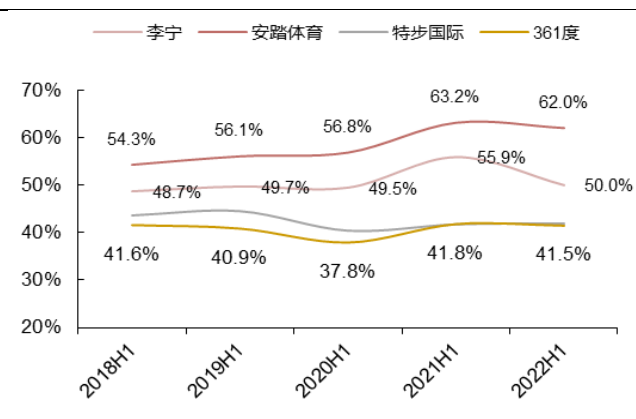
李宁毛利率下滑的主要原因为：1) 疫情下，公司主动加深零售折扣，其中线下零售折扣加深中单位数，线上零售折扣加深高单位数；2) 毛利率较高的直营和电商渠道占比收入下降；3) 原材料成本和人工成本上涨使得采购成本上升；4) 存货拨备因存货原值增加而增加。

安踏体育毛利率下滑的主要原因为：集团毛利率下滑主要由 FILA 品牌毛利率下滑 3.7pct 影响，而安踏品牌和所有其他品牌毛利率分别上升 2.3、3.8pct。FILA 品牌毛利率下滑因为疫情影响下加大零售折扣、高端产品创新升级及原材料价格自 2021 年下半年开始上升，使得产品成本有所上升。

特步国际毛利率小幅上升的主要原因为：产品组合的变动、不同品牌利润贡献及不同渠道结构变化。特步品牌 22Q2 零售折扣为 7 至 75 折，较 22Q1 的 75 折与 21Q4 的 75 至 8 折同样有所加深。

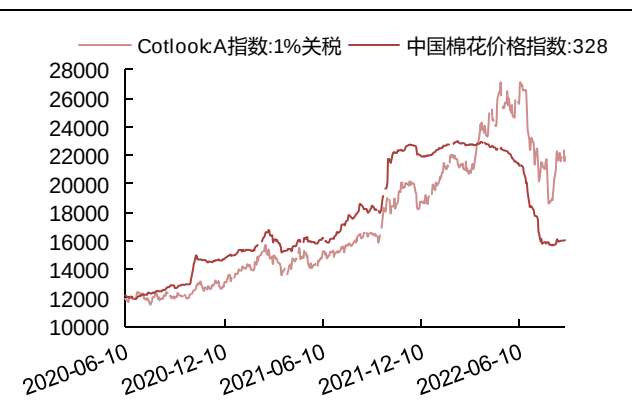
361 度毛利率小幅下滑的主要原因为：配饰产品及儿童产品毛利率分别下降 3.7、1.3pct，配饰毛利率下降因为配饰产品组合及生产成本上升，儿童产品毛利率下降由于产品组合变更及为在该市场的激烈竞争下促进销售并增加该儿童分部的市场份额，生产成本增幅并未全部转嫁给分销商。但毛利率较高的电商平台收入占比提升，部分抵销了毛利率下降的影响。

图8：本土运动公司毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图9：棉花价格走势（截至 2022.9.1）



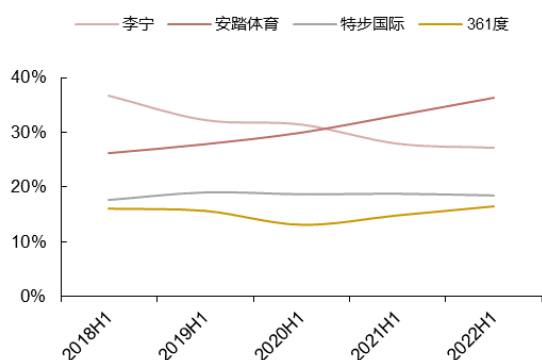
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3 费用支出：李宁、特步费用率稳中有降，安踏、361 度营销投放增加

2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度销售费用率分别为 36.3%、27.3%、18.4%、16.5%，同比变化为+3.2、-0.8、-0.3、+1.7pct；安踏体育销售费用率上升幅度较大主要因为 2022 年北京冬奥会及新增品牌代言人相关的线下宣传活动支出增加及电商业务拓展相关投放增加，361 度销售费用率上升主要因为公司采取更积极的广告和促销活动，以提高品牌市场低位、增强品牌影响力。2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度广告及宣传支出占收入比重同比变化分别为+0.9、+0.6、-0.4、+1.2pct。2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度管理费用率分别为 6.6%、4.2%、11.5%、6.7%，同比变化为+0.9、-0.1、-0.1、-1.0pct。由于安踏品牌 DTC 转型仍在持续进行过程中，员工人数上升使得整体员工工资增长，管理费用率有所提升。

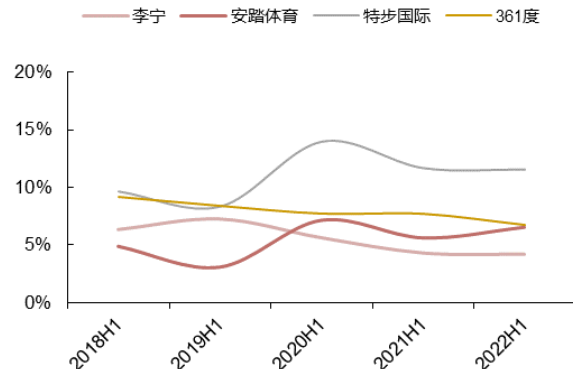
在研发方面，2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度研发投入分别为 5.97、2.39、1.07、1.14 亿元，占收入比重分别为 2.3%、1.9%、1.9%、3.1%，同比变化+0.1、+0.1、-0.6、-0.5pct。

图10：本土运动公司销售费用率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图11：本土运动公司管理费用率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图12：本土运动公司研发费用率情况

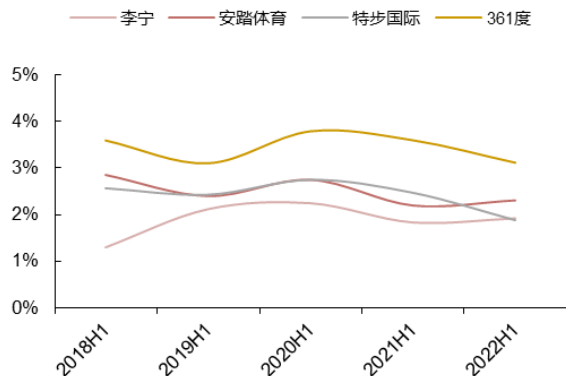
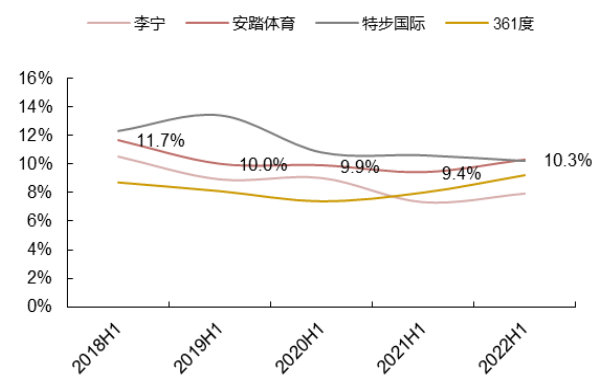


图13：本土运动公司广告及宣传开支比率情况



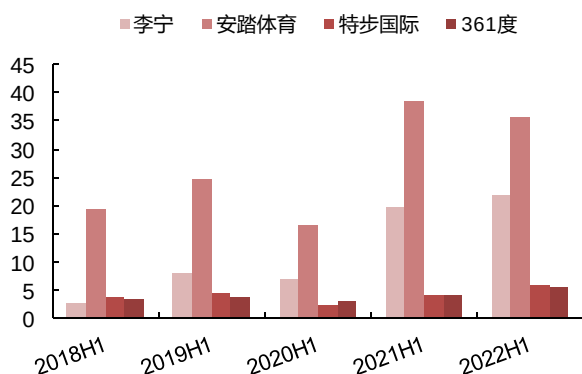
资料来源：各公司公告，山西证券研究所

资料来源：各公司公告，山西证券研究所

1.4 业绩：归母净利润增幅普遍弱于营收增幅

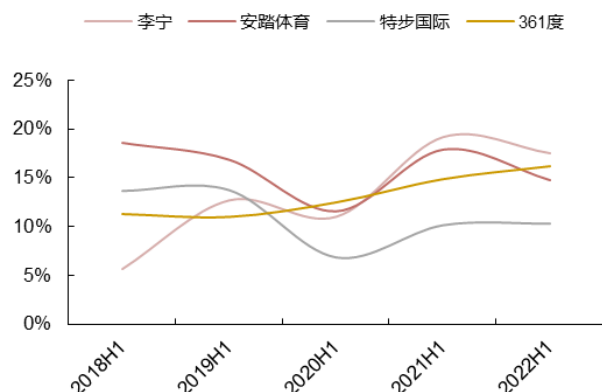
2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现归母净利润分别为 35.88、21.89、5.90、5.51 亿元，同比增长-6.6%、11.6%、38.4%、37.2%，销售净利率分别为 14.7%、17.5%、10.3%、16.2%，同比变化-3.1、-1.6、+0.2、+1.3pct。安踏体育营收增长、但业绩下滑的主要原因为毛利率下滑叠加费用率增加影响，以及实际税率上升 1.5pct，但分占 Amer 合营公司亏损减少至 1.8 亿元，抵消部分负面影响。李宁业绩增速不及营收增速主要因为毛利率下滑影响，但由于费用管控较好，净利率下滑幅度小于毛利率。特步业绩增幅与营收增幅基本同步。361 度业绩增速显著高于营收增速主要由于管理费用率、财务费用率优化。

图14：本土运动公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图15：本土运动公司销售净利率

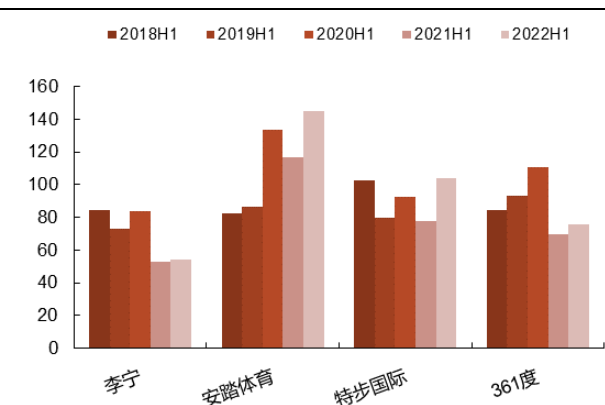


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.5 存货：各公司表现有所分化，李宁存货管理水平优异

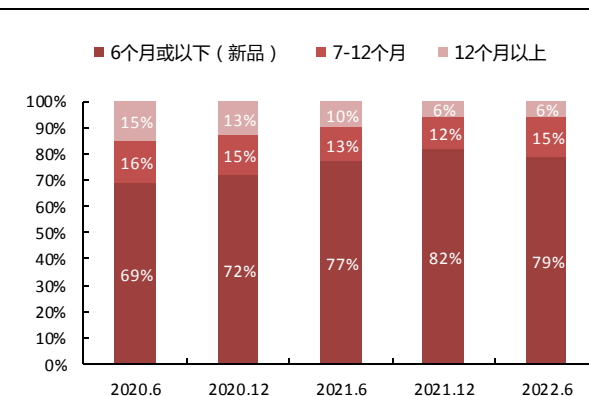
2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度存货周转天数分别为 145、54、104、76 天，同比增加分别为 28、1、27、6 天。李宁存货周转天数表现较为优异，在库龄方面，6 个月及以下的新品占比为 79%，较上半年同期提升 2pct，与同样受到疫情影响的 2020H1 相比，提升 10pct。安踏体育存货周转天数增加 28 天主要因为安踏品牌 DTC 转型及疫情影响。特步国际存货周转天数增加主要因为 22Q2 吉林、河南等地疫情下，公司主动减少向这些地区进行发货，以及国际物流影响公司及时向海外客户发货。361 度存货周转天数小幅上升，基本保持稳定。

图16：本土运动公司存货周转天数



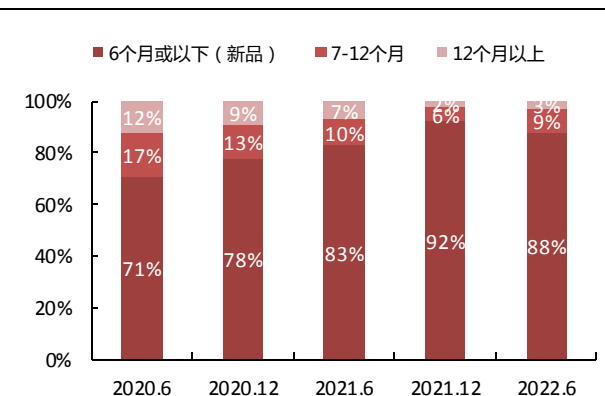
资料来源：Wind，山西证券研究所

图17：李宁公司存货库龄结构



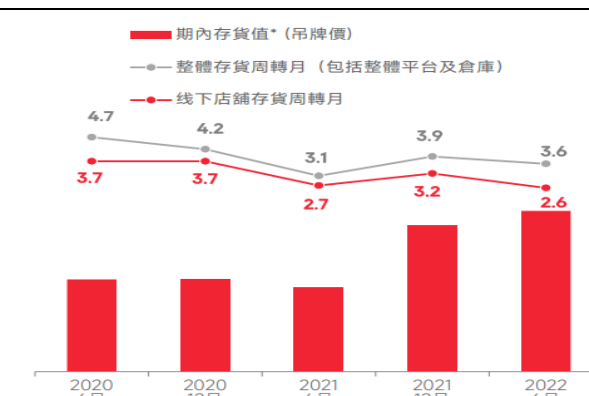
资料来源：李宁公司公告，山西证券研究所

图18：李宁渠道存货库龄结构



资料来源：李宁公司公告，山西证券研究所

图19：李宁渠道存货周转情况

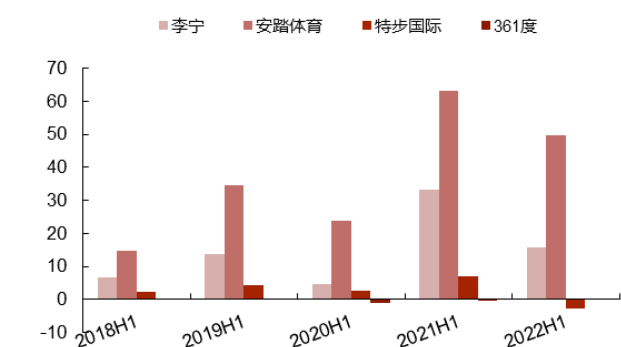


资料来源：李宁公司公告，山西证券研究所

1.6 现金流：本土运动品牌公司经营活动现金流均有所承压

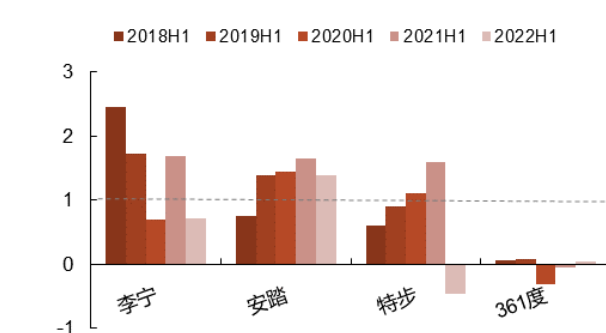
2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度经营活动现金流净额分别为 49.8、15.8、-2.7、0.2 亿元，同比下降 21.1%、52.4%、139.2%、217.8%。2022 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度经营活动现金流净额/归母净利润分别为 1.4、0.7、-0.5、0.04 倍。

图20：本土运动公司经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图21：本土运动公司经营活动现金流净额/归母净利润



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.7 运动服饰仍为最优赛道，看好消费复苏后本土运动品牌公司份额提升

需求端看，根据欧睿国际，2021 年我国运动服饰市场规模为 3718 亿元，预计 2026 年将达到 6644 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 12.3%，伴随消费者健康意识提升、产品功能性、科技感增强，以及我国对运动行业的积极推动，运动服饰市场规模增速将优于其他服装品类。竞争格局看，耐克、阿迪达斯对 2022 年大中华区销售预期均较为谨慎，其中阿迪达斯预计大中华区市场今年双位数下滑，本土运动品牌公司市场份额有望继续提升。

图22：我国运动服饰市场规模

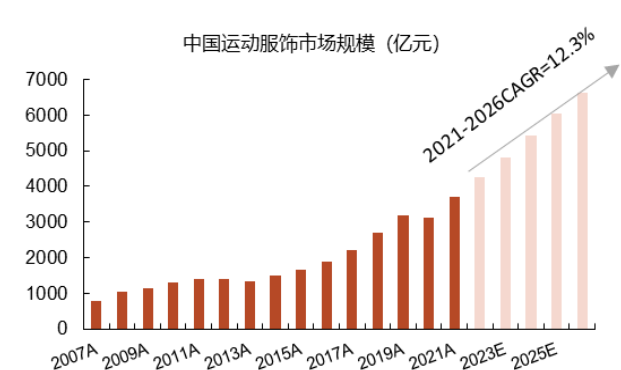
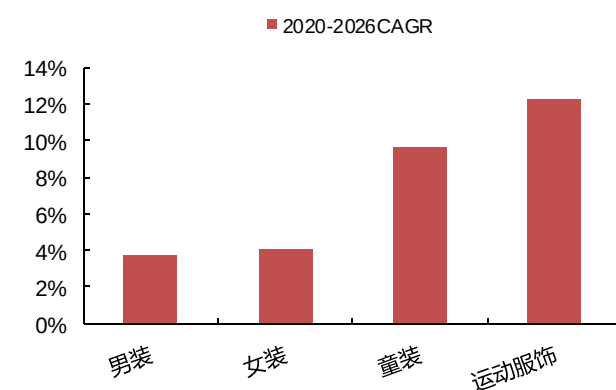


图23：运动服饰未来复合增速优于其他服装品类



资料来源：361 度公司公告，欧睿国际，山西证券研究所

资料来源：361 度公司公告，欧睿国际，山西证券研究所

2. 本周行情回顾

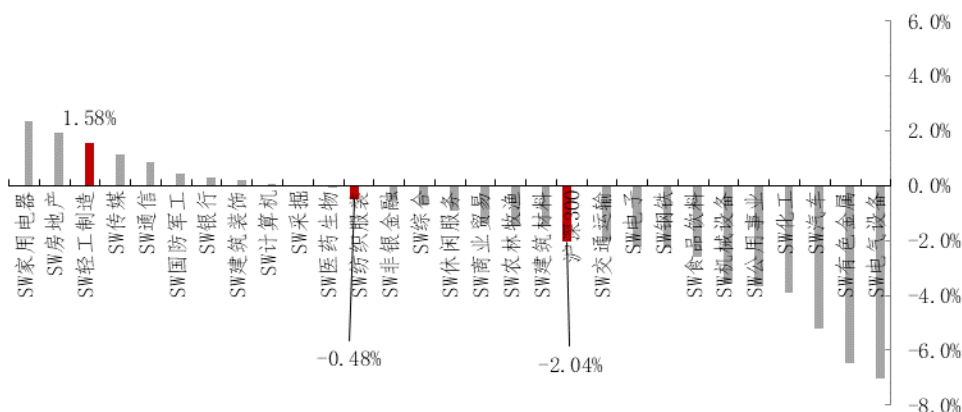
2.1 板块行情

本周，SW 纺织服饰板块下跌 0.48%，SW 轻工制造板块上涨 1.58%，沪深 300 下跌 2.04%，SW 纺织服饰板块跑赢大盘 1.56pct，SW 轻工制造板块跑赢大盘 3.62pct。

SW 纺织服饰各子板块中，SW 纺织制造上涨 1.98%，SW 服装家纺下跌 1.35%，SW 饰品下跌 2.54%。

SW 轻工制造各子板块中，SW 造纸上涨 0.25%，SW 文娱用品上涨 2.95%，SW 家居用品上涨 2.77%，SW 包装印刷上涨 0.42%。

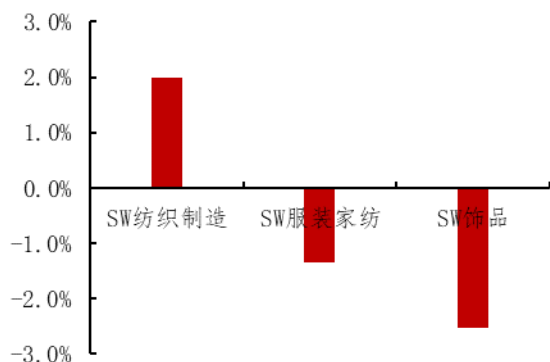
图24：本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



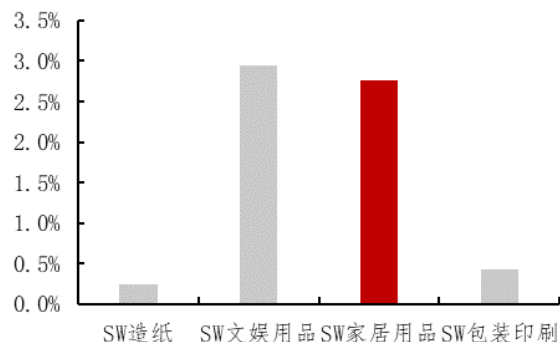
资料来源：Wind，山西证券研究所

图25：本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅

图26：本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

2.2 板块估值

截至 9 月 2 日, SW 纺织制造整体法(TTM, 剔除负值)计算的行业 PE 为 18.96 倍, 为近十年的 24.04% 分位; SW 服装家纺的 PE 为 13.88 倍, 为近十年的 4.27% 分位; SW 饰品的 PE 为 17.48 倍, 为近十年的 14.89% 分位。

截至 9 月 2 日, SW 家居用品的 PE 为 25.72 倍, 为近十年的 21.80% 分位。

图27: 本周 SW 纺织服装各子板块估值



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图28: 本周 SW 轻工制各子板块估值



资料来源: Wind, 山西证券研究所

2.3 公司行情

SW 纺织服饰板块: 本周涨幅前 5 的公司分别为: *ST 中潜 (+16.06%)、聚杰微纤 (+14.47%)、伟星股份 (+13.65%)、南山智尚 (+9.24%)、嘉麟杰 (+7.64%); 本周跌幅前 5 的公司分别为: 朗姿股份 (-18.11%)、迪阿股份 (-17.1%)、萃华珠宝 (-7.03%)、兴业科技 (-6.51%)、物产金轮 (-6.16%)。

表3：本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
300526.SZ	*ST 中潜	16.06	17.99
300819.SZ	聚杰微纤	14.47	16.53
002003.SZ	伟星股份	13.65	11.99
300918.SZ	南山智尚	9.24	10.17
002486.SZ	嘉麟杰	7.64	3.38

资料来源：Wind，山西证券研究所

表4：本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002612.SZ	朗姿股份	-18.11	24.50
301177.SZ	迪阿股份	-17.10	49.34
002731.SZ	萃华珠宝	-7.03	21.15
002674.SZ	兴业科技	-6.51	12.92
002722.SZ	物产金轮	-6.16	13.70

资料来源：Wind，山西证券研究所

SW 家居用品板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：哈尔斯 (+18.89%)、海象新材 (+17.13%)、永艺股份 (+11.4%)、志邦家居 (+10.38%)、山东华鹏 (+8.35%)；本周跌幅前 5 的公司分别为：亚振家居 (-13.99%)、梦百合 (-4.25%)、力诺特玻 (-3.8%)、永安林业 (-3.45%)、瑞尔特 (-2.82%)。

表5：本周家居用品板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002615.SZ	哈尔斯	18.89	8.12
003011.SZ	海象新材	17.13	25.92
603600.SH	永艺股份	11.40	10.36
603801.SH	志邦家居	10.38	22.86
603021.SH	山东华鹏	8.35	5.71

资料来源：Wind，山西证券研究所

表6：本周家居用品板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603389.SH	亚振家居	-13.99	6.33
603313.SH	梦百合	-4.25	11.72
301188.SZ	力诺特玻	-3.80	15.93
000663.SZ	永安林业	-3.45	9.24
002790.SZ	瑞尔特	-2.82	8.26

资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 行业数据跟踪

2.1 原材料价格

✚ 纺织服装原材料:

1) 棉花: 截至 9 月 2 日, 中国棉花 328 价格指数为 15988 元/吨, 环比增长 0.2%, 截至 9 月 1 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 21875 元/吨, 环比上涨 0.1%。

2) 金价: 截至 9 月 2 日, 上海金交所黄金现货: 收盘价: Au9999 为 384.34 元/克, 环比下跌 1.6%。

✚ 家居用品原材料:

1) 板材: 截至 3 月 1 日, 中国木材指数 CTI: 刨花板、中国木材指数 CTI: 中纤板为 1130.09、2028.07。

2) 五金: 截至 6 月 5 日, 永康五金市场交易价格指数为 104.73。

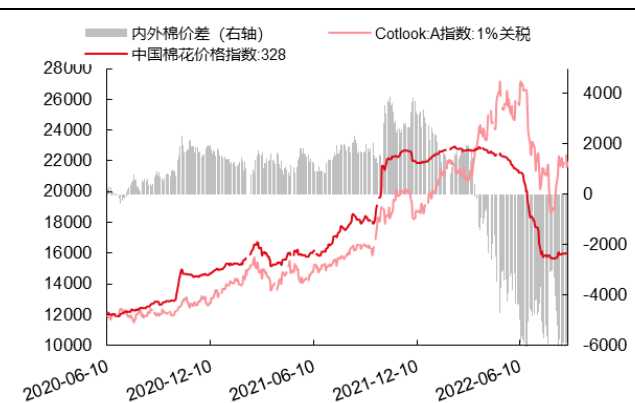
3) 皮革: 截至 8 月 5 日, 海宁皮革: 价格指数: 总类为 72.71。

4) 海绵: 截至 9 月 2 日, 华东地区 TDI 主流价格为 18200 元/吨, 华东地区纯 MDI 主流价格为 18000 元/吨, TDI、MDI 价格环比分别上涨 1050 元/吨、200 元/吨。

✚ 汇率: 截至 9 月 2 日, 美元兑人民币 (中间价) 为 6.8917, 环比上涨 0.63%。

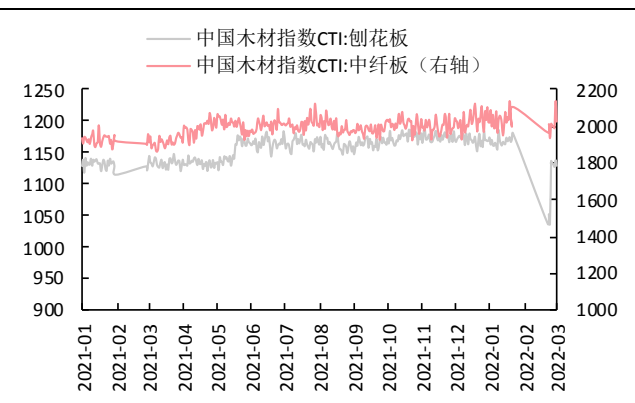
✚ 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 截至 9 月 2 日, CCFI 综合指数为 2830.11, 同比下降 8.6%, 环比下降 2.5%。

图29: 棉花价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

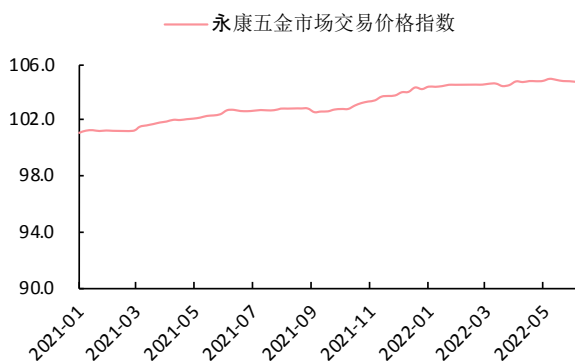
图30: 中纤板、刨花板价格走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所

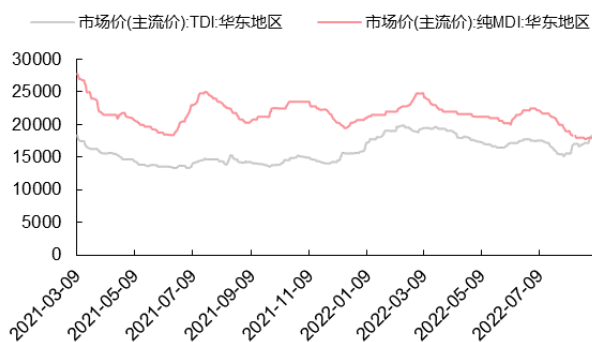
图31: 五金价格走势

图32: 皮革价格走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图33: 海绵原材料价格走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图35: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所



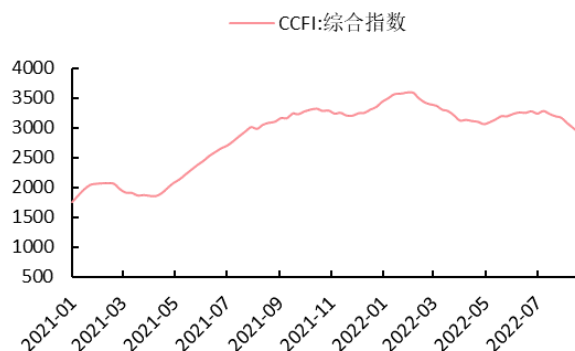
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图34: 金价走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图36: 中国出口集装箱运价指数



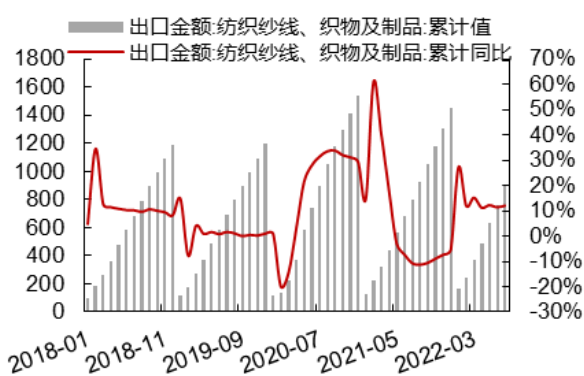
资料来源: Wind, 山西证券研究所

2.2 出口数据

纺织品服装：22 年 7 月纺织品服装出口 328.64 亿美元，同比增长 16.27%，今年 1-7 月，纺织品服装累计出口 1893.54 亿美元，同比增长 12.5%。其中，22 年 7 月纺织品出口 134.77 亿美元，同比增长 15.4%，1-7 月纺织品出口 897.96 亿美元，同比增长 11.9%。22 年 7 月服装出口 193.87 亿美元，同比增长 16.8%，1-7 月服装出口 995.58 亿美元，同比增长 12.9%。

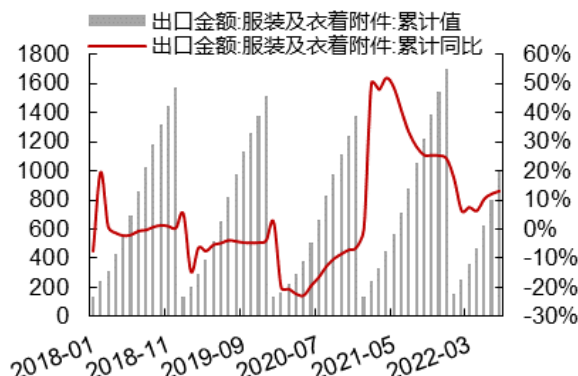
家具及其附件：22 年 7 月家具及其附件出口 59.17 亿美元，同比下降 2.1%，今年 1-7 月，家具及其附件累计出口 411.03 亿美元，同比增长 0.4%。

图37：纺织纱线、织物及制品累计值（亿美元）及累计同比



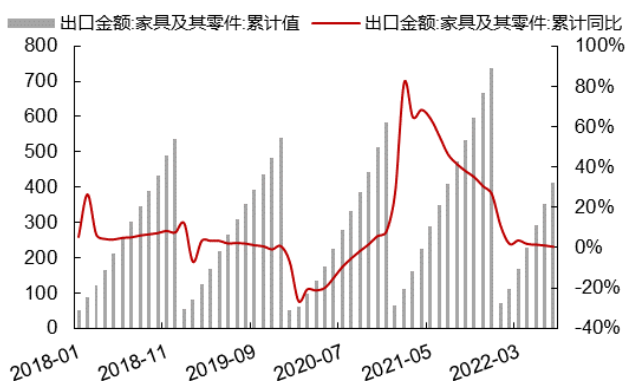
资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图38：服装及衣着附件累计值（亿美元）及累计同比



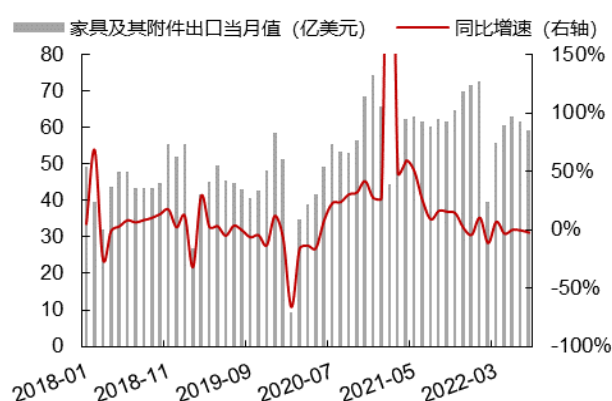
资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图39：家具及其附件累计值（亿美元）及累计同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图40：家具及其附件当月值（亿美元）及当月同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

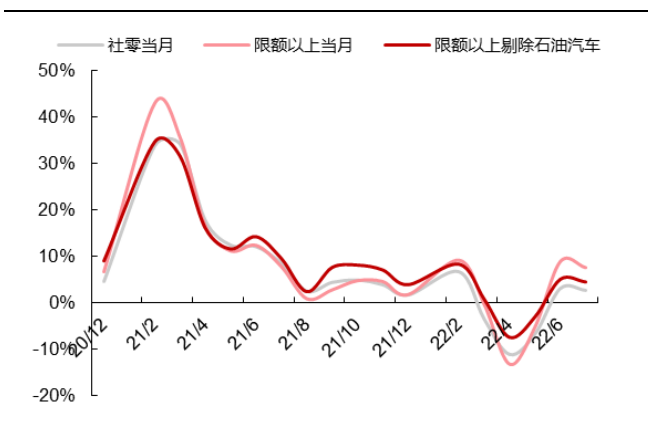
2.3 社零数据

22 年 7 月，国内实现社零总额 3.59 万亿元/+2.7%，增速环比回落 0.4pct，表现弱于 Wind 市场一致预期（+5.3%）。

分渠道看，7 月实物商品网上零售额实现 8660 亿元/+10.1%，增速环比提升 1.9pct，7 月实物商品网上零售额占当月商品零售比重为 26.9%，实物商品线下零售额（商品零售社零-实物商品网上零售额）约为 2.4 万亿元/+0.9%，增速环比下滑 1.0pct。

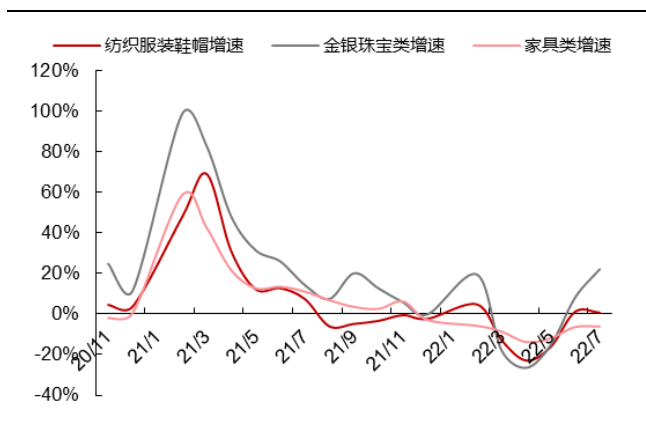
分品类看，7 月限上纺织服装、金银珠宝、家具同比分别增长 0.8%、增长 22.1%、下滑 6.3%，纺织服装增速环比下滑 0.4pct，金银珠宝增速环比提升 14.0pct，家具降幅收窄 0.3pct。

图41：社零及限额以上当月



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图42：限上纺织服装、金银珠宝、家具社零



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

2.4 房地产数据

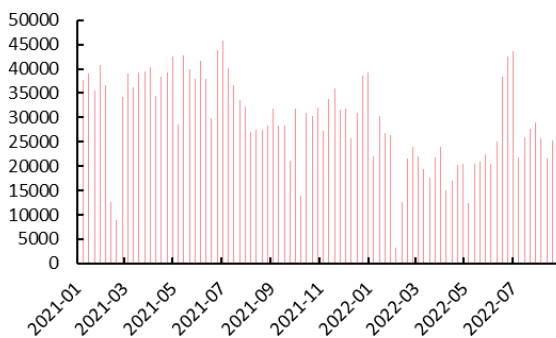
本周(8.27-9.2 日)，30 大中城市商品房成交 28460 套、成交面积 314.23 万平方米，环比分别增长 13.3%、14.9%。

22 年 7 月，住宅新开工面积、销售面积、竣工面积分别为 7118.52、8030.11、2420.74 万平方米，同比下降 45.1%、30.3%、37.5%。新开工、销售数据单月降幅扩大，竣工数据环比小幅改善。

图43：30 大中城市商品房成交套数

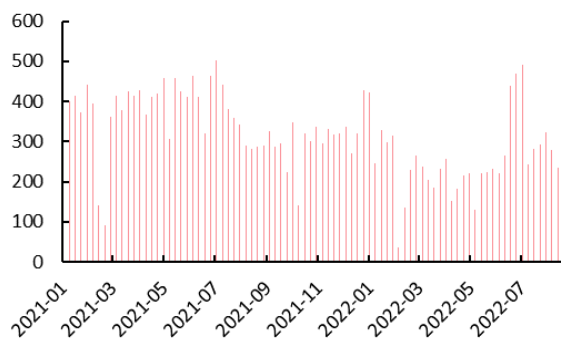
图44：30 大中城市商品房成交面积

■ 30大中城市:商品房成交套数:当周值



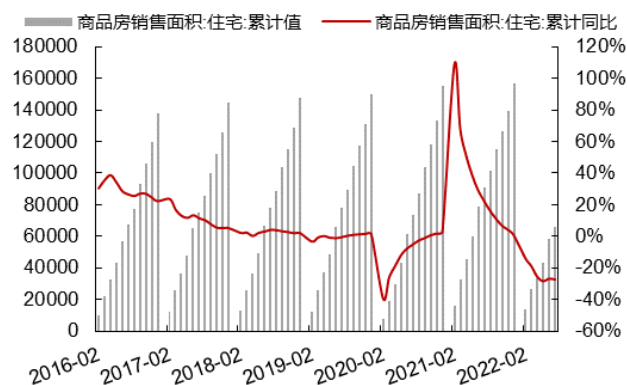
资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

■ 30大中城市:商品房成交面积:当周值



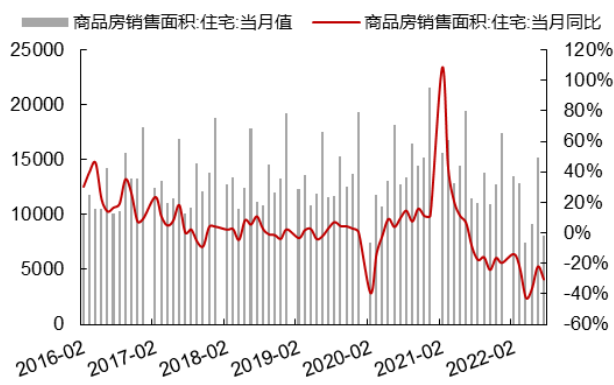
资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图45: 商品房销售面积累计值(万平方米)及累计同比



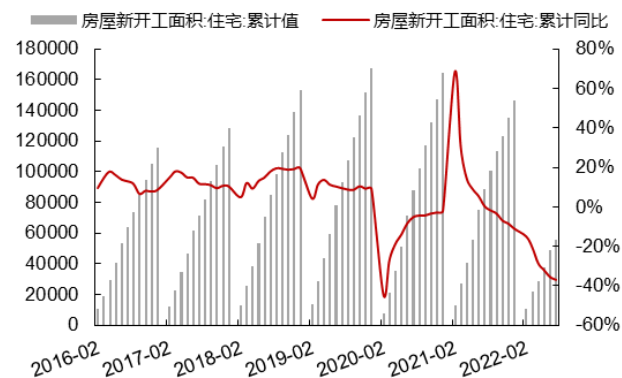
资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图46: 商品房销售面积当月值(万平方米)及当月同比



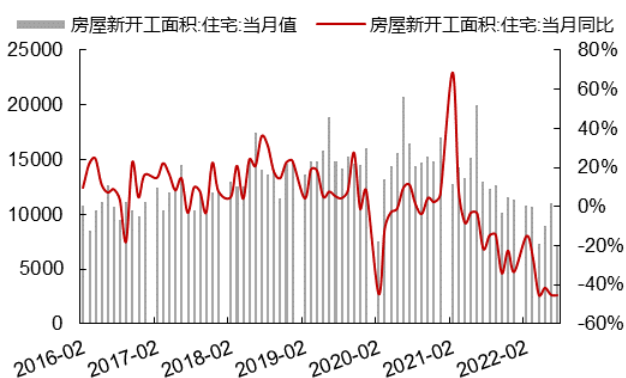
资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图47: 商品房新开工面积累计值(万平方米)及累计同比



资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图48: 商品房新开工面积当月值(万平方米)及当月同比



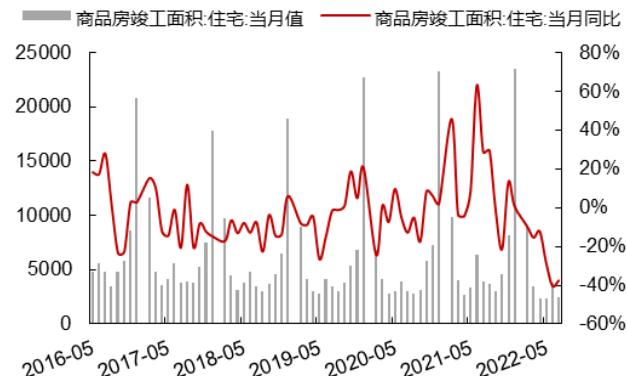
资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图49：商品房竣工面积累计值（万平方米）及累计同比



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图50：商品房竣工面积当月值（万平方米）及当月同比



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

4. 行业新闻

4.1 亚瑟士 Asics 上半年销售额同比增长 7.4%，大中华区功能跑鞋实现两位数增长

【来源：华立志 2022-08-30】

日本运动巨头 Asics（亚瑟士）公布 2022 上半财年 的关键财务数据：销售额强劲增长，但营业利润因疫情管控有所下滑。集团指出，尽管物流问题和亚洲地区的疫情封锁仍然存在，销售额同比增长 7.4% 至 2210 亿日元，但营业利润受到冲击下滑 4.8% 至 191 亿日元。报告期内，大中华区销售额同比增长 3.4%，达到近 290 亿日元（约合人民币 14.5 亿元），功能跑鞋系列销售额实现两位数增长。

各品类表现：

—— P.Run（Performance Run/功能跑鞋）

在日本之外的市场，Asics 的增长主要得益于其功能跑鞋系列产品的业绩。报告期内，功能跑鞋系列产品销售额同比增长 13.5% 达到 1235 亿日元，这主要是由于功能跑鞋系列在北美和欧洲享有强大的市场地位以及有利的汇率。

其中欧洲作为 Asics 功能跑鞋的主要市场，其功能跑鞋系列产品在上半年创造了 433 亿日元的销售额，按当地货币汇率计算同比增长 2.1%，按日元汇率计算同比增长 6.2%；在北美，功能跑鞋系列的销售额按当地货币汇率同比下滑 1%，按日元汇率计算同比增长 13%。

在大中华区，尽管上海出台了严格的疫情管控措施，但按当地货币汇率计算，Asics 功能跑鞋系列销售额仍然同比增长了 10% 以上，按日元汇率计算同比增长 26% 以上。

—— CPS (Core Performance Sports/核心功能服饰)

包括排球、网球、羽毛球和手球在内的性能运动类别产品在除日本以外的所有市场都有增长，总销售额稳定在 235 亿日元。

—— SPS (Sports Style/运动时尚)

2022 上半年，运动时尚产品的销售额同比增长 8.2% 达到 185 亿日元，主要是受欧洲市场增长的推动。欧洲市场上半年的运动时尚产品销售额同比增长近 15%，达到 5900 万欧元，其中第二季度销售额跃升了 25%。报告期内，Asics 明显增加了与时尚品牌和零售商的合作，以提高在时尚领域的声誉。

—— APEQ (Apparel and Equipment/服装与器材)

2022 上半年，服装和器材类别产品销售额同比增长 2.7% 至 171 亿日元。欧洲地区增长最为强劲，涨幅高达 32%。

—— OT (Onitsuka Tiger/鬼塚虎)

2022 上半年，集团旗下品牌 Onitsuka Tiger 表现不如人意，销售额同比下滑 6.5% 至 196 亿日元，但本土市场销售额增长了近 13%。

Asics 公布了 2022 财年展望：销售额预计为 4600 亿日元（之前：4200 亿日元），营业利润预计为 270 亿日元（之前：230 亿日元）。

4.2 宜家中国举办 2023 财年启动会，详解中国本土发展战略的三年成就和长期规划

【来源：华丽志 2022-09-01】

近日，宜家中国于上海举行 2023 财年启动会，分享过去三年在“未来+”本土发展战略指引下所取得的商业转型成就，并发布针对中国市场的长期本土化品牌定位“家 因你而生”(Make Home Happen)。

1998 年，宜家在中国大陆地区的第一家门店于上海开业，成为宜家服务中国消费者的起点；2019 年起的三年内，宜家中国投资了 100 亿元人民币推动公司数字化转型；随着 2022 财年落下帷幕，宜家中国已从现付自提的模式转变为真正的全渠道公司。

2021 年线上销售超 70% 增长，2023 财年计划投资 53 亿元拓展渠道和数字领域。如今宜家的销售渠道包括多元的线下渠道以及包括宜家网上商城、宜家 App、宜家可购物小程序、宜家天猫旗舰店在内的线上渠道，覆盖全国 301 个城市和地区。“过去三年是我们线上渠道逐渐在发力的三年，从最开始是官方商城，然后 APP 上线、天猫上线。在 2021 年、2022 年财年，它的表现都是高于我们预期的，在 2021 财年我们线

上销售实现了超过 70%以上的增长，今年到目前为止也是超过 20%的增长，我们对线上渠道在宜家总体的销售大盘里面的表现是非常高兴的，内部受到很多的鼓舞。”宜家中国区副总裁刘锐女士补充道。在财年启动会上，宜家中国表示，2023 财年宜家中国所属的英格卡集团计划投资 53 亿人民币，持续巩固并拓展渠道和数字化领域。

千元以内商品占比 80%，百元以内商品占比 40%。就宜家中国的新定位“家 因你而生”（Make Home Happen），三位高管解释说其实是做到五个“心”，即物有所值的“心”价比、充满灵感的“心”之家、为我和家打造“心”特色、省力省时的“心”便利、益于身心与环境的“心”价值，更通俗的理解则是高性价比、情感连结、个性化、高便利以及可持续性。高性价比被摆在了重要位置。宜家中国区副总裁弗朗索瓦·勃朗特（Francois Brenti）先生透露，目前宜家中国千元以内的商品在我们所有产品中占比为 80%，百元以内产品占比为 40%。他在现场以上半年推出的毕利系列书架产品为例，“毕利系列产品从 699 元降到 499 元，这是长期的降价，不是只一个礼拜或者一个月打折来吸引人眼球的。”“为什么我们能够实现低价、高性价比的产品呢？就是因为我们提高了效率，通过效率的提升，我们所获取的利润并不是自己保留，而是回馈给了广大的消费者。所以在未来，在性价比这块，物超所值这块，我们还会继续地努力。”弗朗索瓦·勃朗特补充道。

宜家中国将推出超 2500 款新品，更多本土系列将发布。经过市场调研，宜家观察到中国消费者对空间利用及睡眠质量提出了更高的诉求，并基于此洞察推出了用于全屋收纳及舒适睡眠的新品系列。因此，2023 财年，宜家中国将在“家 因你而生”的主题下聚焦全屋收纳以及舒适睡眠，陆续推出超过 2500 款家居产品与解决方案，包括一系列极具本土特色的产品如 2023 中国新年系列、宜家中国 25 周年限定系列、电竞系列 2.0、中秋宜团圆月饼礼盒、满足你的“中国胃”米饭系列，也将在新一年与中国消费者见面。宜家中国区副总裁刘锐女士对此表示，我们每年都会有新的产品推向各个市场，针对中国市场，它的新品数量不会比其他市场低，甚至在很多时候，中国会成为很多新品首先登陆的市场。我们希望“在中国，为中国，与中国共创”，为中国消费者研发了很多产品。“位于上海的研发中心是除瑞典总部之外规模最大的一个研发中心，我们接下来也会着重发力中国本土化产品。中国市场也将是很多新品的首发市场。”刘锐女士补充道。

4.3 Lululemon 最新季报披露：中国大陆市场三年复合年增长率近 70%，上季度增幅超 30%

【来源：华丽志 2022-09-02】

9月1日，加拿大瑜伽运动服零售商 lululemon（露露乐蒙）公布了（截至7月31日的）2022财年第二季度的财务报告：净销售额同比增长29%至19亿美元，超出此前分析师预期的17.7亿美元；公司在全球范围内持续保持强劲的增长势头，其中北美业务净销售额增长28%，国际业务净销售额增长35%，中国大陆市场发展稳健，净销售额同比增长逾30%，三年复合年增长率接近70%。

Lululemon 首席执行官 Calvin McDonald 表示：“得益于顾客对产品创新、社区活动和多渠道体验的积极反馈，我们的业务在第二季度继续保持增长势头。我想对 lululemon 的全球团队表示诚挚的感谢，感谢你们长期的奉献与热情，共同取得了如今的业绩表现。相信未来我们能够实现‘Power of Three x2’增长战略，为各方持续创造价值。”。由于高收入消费者基本上没有受到通胀的影响，在服装和箱包等可自由支配的商品上消费如常，Calvin McDonald 在财报电话会议上表示，消费者的消费行为并没有发生实质性的变化。报告期内，lululemon 在产品创新、客人体验和市场拓展三大战略支柱方面均取得了出色表现：推动核心产品和新品类的扩张。品牌正式发售了首个女士鞋履系列中的 Chargefeel 运动鞋，并在全球推出首个综合性 Hike 徒步系列；持续通过社区活动与客人建立和培养真诚的联结；第二季度品牌增开了 21 家门店，至第二季度末在全球范围内共拥有 600 家门店。

分析师们还表示，lululemon 的折扣在最近几周仅有小幅上升，而其同行则大幅降价，以提振整体销售，并出售过时的库存。对此 Calvin McDonald 表示：“lululemon 仍然以全价销售为主，我们没有改变促销节奏或降价策略，也没有这样做的计划。” Lululemon 表示，随着中国供应商在今年早些时候疫情防控政策放宽后提高产量，公司计划在未来几周推出几款产品，包括鞋类和手袋。

Lululemon 的高管们在周四的财报电话会议上表示，门店流量增长了30%以上，电子商务流量增长了40%以上。公司希望通过即将推出的会员计划来提高客户忠诚度。Calvin McDonald 在财报电话会议中谈到中国市场时表示：“我们在中国大陆市场仍处于增长的早期阶段，与在其他市场一样，正在通过 D2C 模式发展品牌并吸引新客人。”在门店渠道，第二季度中国大陆市场共新开 8 家门店，其中包括福州和海口的城市首店；在电商渠道，lululemon 于 7 月开通了京东旗舰店，通过打造数字业务的新渠道吸引更多新客人。此外，lululemon 自今年 7 月开启了一年一度的“夏日乐挑战”全国性活动，在 20 多个城市举办了共 60 余场社区活动，吸引了 2000 多名运动爱好者线下参与。同时，超过十万人在 Keep 品牌专区线上跟练由 Lululemon 大使提供的各式运动课程。

Lululemon 预计 2022 财年净销售额在 78.65 亿~79.40 亿美元，三年复合年增长率为 26%。摊薄每股收益在 9.82~9.97 美元之间，调整后摊薄每股收益在 9.75~9.90 美元之间。

5. 重点公司公告

【豪悦护理】关于股份回购进展情况的公告

[2022-09-02] 截至 2022 年 8 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份数量为 805,071 股，已回购股份占公司总股本的比例为 0.52%，成交的最高价格为 37.850 元/股，成交的最低价格为 36.195 元/股，交易总金额为人民币 30,002,157.56 元（不含交易费用），上述回购进展符合既定的回购股份方案。

【老凤祥】2022 年半年度报告

[2022-08-31] 截至 2022 年 6 月末，公司营业收入完成 337.40 亿元，达到董事会全年预定目标 630.99 亿元的 53.47%，比 2021 年同期增长 6.80%；利润总额完成 16.33 亿元，达到董事会预定目标 31.33 亿元的 52.12%，比 2021 年同期下降 8.53%；归属于上市公司股东的净利润完成 8.90 亿元，达到董事会预定目标 17.28 亿元的 51.50%，比 2021 年同期下降 14.53%；扣除非经常性损益后的净利润为 8.95 亿元，同比增长 10.07%。

【菜百股份】2022 年半年度报告

[2022-08-30] 公司 2022 年上半年实现营业收入 533,027.28 万元，同比增长 3.58%，归母净利润 24,816.59 万元，同比增长 26.44%。

6. 风险提示

1. 地产销售或不达预期；
2. 国内疫情持续出现反复；
3. 品牌竞争加剧；
4. 原材料价格波动
5. 汇率大幅波动。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

