

纺织品和服装行业研究

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

美关税落地提振出口预期；锦波生物 HiveCOL 胶原发布

核心观点

美国对多国关税落地，出口板块情绪有望持续升温。近期纺织制造板块在经历较长时间回调后迎来市场情绪拐点。从 6 月 20 日开始至 7 月 26 日，晶苑国际/华利集团/纺织制造指数/申洲国际/伟星股份累计实现涨幅 24.84%/12.93%/11.24%/9.88%/2.19%，行业龙头标的与指数均有较大幅度回暖，反映服装出口板块情绪的修复。从基本面来看，近期美国对全球加征关税幅度有所缓和。美国原计划 7 月 5 日对多国征收 10%、20%到 60%、70%不等的单边关税税率，7 月 24 日调整为对世界其他大部分国际征收 15%到 50%的简单关税。随着美国对东南亚关税的逐渐落地，前期压制板块情绪的关税不确定性风险已经显著减小，叠加纺织制造企业龙头盈利水平/抗风险能力更强，有望受益于行业出清带来的市场份额提升，出口板块市场情绪有望持续升温。

锦波生物发布 HiveCOL 蜂巢胶原。2025 年 7 月 21 日锦波生物发布重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原，新品与薇旖美水光存在显著差异，对比薇旖美水光为胶原冻干纤维，更适合涂抹、微针浅导使用或者日常保养，新品则采用自交联胶原凝胶剂型，具有即时物理支撑特性，注射后具备即刻的容积填充效果，面向注射填充市场。同时新品以 100%人源化技术解决动物胶原的免疫排异、通过自交联技术化学交联剂毒性隐患，成功攻克胶原抗衰行业两大难题。HiveCOL 蜂巢胶原在面中部抗衰领域展现出显著应用潜力，可针对性改善因皮下脂肪蜂巢结构老化导致的胶原流失、脂肪位移及组织松弛等衰老问题。

行业数据跟踪：

6 月服装零售环比有所回落。6 月服装零售同比增长 1.9%，环比 5 月有所下降，主要由于 1) 618 大促提前影响 6 月消费；2) 6 月部分地区受极端天气影响，线下门店客流减少，线上物流配送受一定影响；3) 居民消费信心修复仍有反复。Q2 服装终端消费力环比平稳，短期复苏节奏可能仍有波动。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 1.59%/1.08%/0.00%/-0.60%/0.09%，内外棉价差为 888 元/吨，周涨幅为-2.74%。

6 月化妆品零售和金银珠宝零售走势呈现差异。化妆品类零售同比下降 2.3%，增速环比 5 月有所回落，源于前期需求释放后消费惯性降温。金银珠宝类零售同比增长 6.1%，增速环比 5 月收窄，因金价支撑刚需的同时，5 月高基数及区域消费热度回落拖累增长。

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）、黄金珠宝（高景气维持）、美护（稳健向上）、医美（稳健向上）。

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，分红水平维持在高位，**李宁** 25 年处于经营调整过程，拐点可期且 COC 合作有望带来催化。2) 美护板块：推荐舆情影响逐步减弱，数据韧性较强的**巨子生物**；以及重组胶原蛋白龙头，下半年新品放量可期的**锦波生物**。3) 黄金珠宝板块：金价上行行业维持较高景气度，推荐品牌力较强的**老铺黄金**。

行情回顾及公告新闻

行情回顾：上周沪深 300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为 1.69%、2.33%、1.67%，纺织制造板块上升 2.34%。板块对比来看，纺织服装、美容护理最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中分别位列第 20、第 5。个股方面，纺织服装中天虹国际、浪莎股份涨幅居前，联发、万里马跌幅居前。美容护理中拉芳家化、依依股份涨幅居前，逸仙电商、宝尊电商跌幅居前。黄金珠宝板块的个股方面，潮宏基、豫园股份涨幅居前，老铺黄金、金一股份跌幅居前。

行业新闻动态：1) 中国服装协会“2024 行业百企发布”揭晓，130 家企业进入名单；2) 国家棉花市场监测系统预 2025 年新棉亩均单产 158.7 公斤，同比增长 2.5%；3) 新疆开行棉纱班列助力降低物流成本。

重点公司公告：1) 浙江正特股票激励：拟授予限制性股票数量 87.5 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额 0.80%。

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:	3
1.1、美国对多国关税落地, 出口板块情绪有望持续升温.	3
1.2 锦波生物发布 HiveCOL 蜂巢胶原, 人源化技术突破巩固重组胶原蛋白领导地位.	3
2、行业数据跟踪.	4
3、投资建议.	6
4、上周行情回顾.	7
5、行业新闻动态.	9
6、公司动态.	9
7、风险提示.	9

图表目录

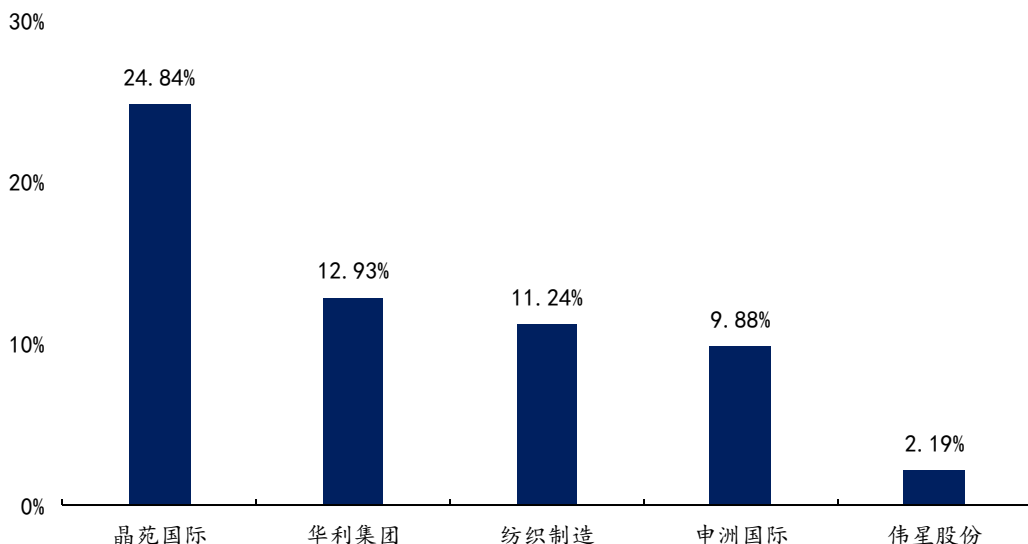
图表 1: 6 月 20 日至今纺织制造板块指数及主要公司股价回暖明显.	3
图表 2: 美国关税显著缓和.	3
图表 3: 锦波生物重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原全球首发, 引领胶原抗衰行业进入新时代.	4
图表 4: 6 月服装零售环比回落.	4
图表 5: 大宗原材料价格汇总.	4
图表 6: 328 级棉现价走势图 (元/吨)	5
图表 7: COTlookA 指数 (美分/磅)	5
图表 8: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)	5
图表 9: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)	5
图表 10: 长绒棉价格走势图 (元/吨)	5
图表 11: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)	5
图表 12: 6 月化妆品和黄金珠宝零售同比增速.	6
图表 13: 棕榈油现货价 (元/吨)	6
图表 14: 原油价格 (美元/桶)	6
图表 15: COMEX 黄金期货收盘价.	6
图表 16: 黄金现货价格 (元/克)	6
图表 17: 上周纺织服装板块涨跌幅.	7
图表 18: 上周纺织服装板块涨跌幅走势.	7
图表 19: 上周各板块涨跌幅 (%)	7
图表 20: 近一周纺织服装行业涨幅前五名.	7
图表 21: 近一周纺织服装行业跌幅前五名.	8
图表 22: 近一周美容护理行业涨幅前五名.	8
图表 23: 近一周美容护理行业跌幅前五名.	8
图表 24: 近一周黄金珠宝行业涨幅前五名.	8
图表 25: 近一周黄金珠宝行业跌幅前五名.	8
图表 26: 上周 (2025/07/21/-2025/07/25) 重点公司公告.	9

1、周观点：

1.1、美国对多国关税落地，出口板块情绪有望持续升温

近期纺织制造板块在经历较长时间回调后迎来市场情绪拐点。从6月20日开始至7月26日，晶苑国际/华利集团/纺织制造指数/申洲国际/伟星股份累计实现涨幅24.84%/12.93%/11.24%/9.88%/2.19%，行业龙头标的与指数均有较大幅度回暖，反映服装出口板块情绪的修复。

图表1：6月20日至今纺织制造板块指数及主要公司股价回暖明显



来源：ifind，国金证券研究所

从基本面来看，近期美国对全球加征关税幅度有所缓和。美国原计划7月5日对多国征收10%、20%到60%、70%不等的单边关税税率，7月24日调整为对世界其他大部分国际征收15%到50%的简单关税。美国在4月宣布对印尼、柬埔寨、越南分别施加对等关税32%、49%、46%关税并暂缓90天，现分别在7月与东南亚主要各国达成协议，新关税税率在20%附近，显著低于4月拟定的对等关税。

图表2：美国关税显著缓和

美国原关税政策	美国最新关税政策
7月5日，对世界其他大部分国家征收10%、20%到60%、70%不等的新的单边关税税率。	7月24日，对世界其他大部分国家征收15%至50%的简单关税。
4月，对印尼施加对等关税32%并暂缓90天。	7月15日，对印尼商品征收19%关税。
4月，对柬埔寨施加对等关税49%并暂缓90天。	7月4日，对柬埔寨商品征收约20%关税。
4月，对越南施加对等关税46%并暂缓90天。	7月3日，对越南商品征收20%关税。

来源：ifind，国金证券研究所

我们认为随着美国对东南亚关税的逐渐落地，前期压制板块情绪的关税不确定性风险已经显著减小，叠加纺织制造企业龙头盈利水平/抗风险能力更强，有望受益于行业出清带来的市场份额提升，出口板块市场情绪有望持续升温，建议持续关注申洲国际、华利集团等龙头后市表现。

1.2、锦波生物发布HiveCOL 蜂巢胶原，人源化技术突破巩固重组胶原蛋白领导地位

2025年7月21日锦波生物发布重源®新生HiveCOL 蜂巢胶原，以100%人源化技术解决动物胶原的免疫排异、通过自交联技术化学交联剂毒性隐患，成功攻克胶原抗衰行业两大难题。HiveCOL 蜂巢胶原颠覆传统胶原“外补替代”的逻辑，转向“内源性组织新生”无需化学交联剂辅助，直接通过分子自组装技术适配人体节律。目前HiveCOL 蜂巢胶原的细胞黏附力较传统材料提升3倍，6个月新生胶原留存率达75%以上，实现了“即刻支撑+持续新生”的协同效应。在应用层面，HiveCOL 蜂巢胶原在面部中部抗衰领域展现出显著应用潜力，其独特的“结构补结构”机制可针对性改善因皮下脂肪蜂巢结构老化导致的胶原流失、脂肪位移及组织松弛等衰老问题。

我们认为本次 HiveCOL 蜂巢胶原的发布，通过三大核心技术突破进一步强化了锦波生物在重组胶原蛋白领域的技术壁垒：1) 100%人源化表达技术突破III型胶原规模化生产瓶颈；2) 独创蜂巢结构自组装技术实现无化学交联剂安全方案；3) "即刻支撑+持续新生"的双效协同机制。在高技术壁垒下预计短期内难有竞品能够突破，助力公司进一步拉开领跑优势。未来有望在高端抗衰赛道持续推出针对面部容积重建、肤质再生等精准需求的新品，通过满足临床新需求推动行业标准迭代，在先发优势下占据新兴增长空间，建议持续关注锦波生物后期新品发布动向。

图表3：锦波生物重源®新生HiveCOL蜂巢胶原全球首发，引领胶原抗衰行业进入新时代

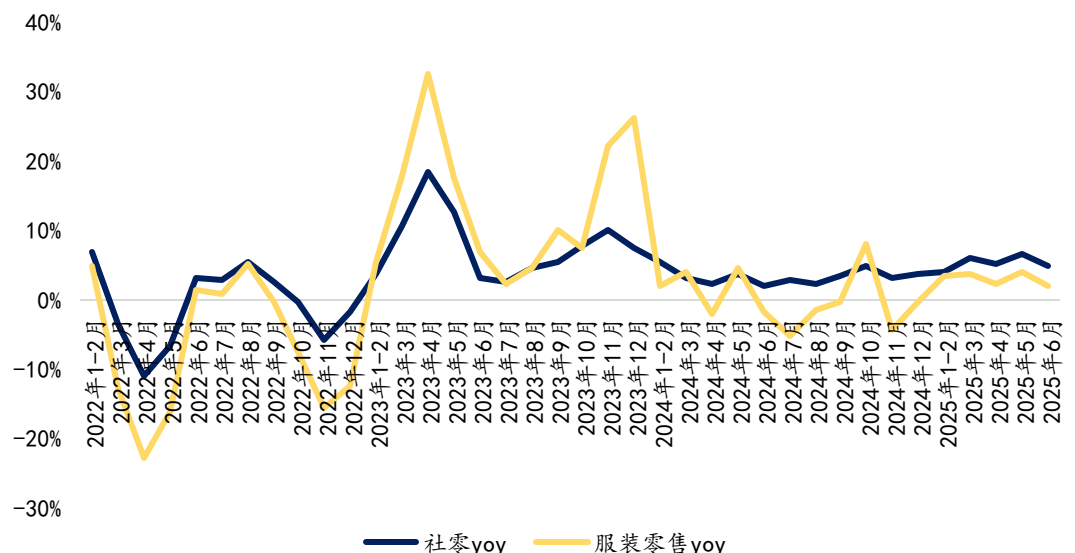


来源：锦波生物官方公众号，国金证券研究所

2、行业数据跟踪

6月服装零售环比有所回落。6月服装零售同比增长1.9%，环比5月有所下降，主要由于1) 618大促提前影响6月消费；2) 6月部分地区受极端天气（如持续降雨、高温）影响，线下门店客流减少，线上物流配送也受到一定影响；3) 居民消费信心修复仍有反复。Q2服装终端消费力环比平稳，短期复苏节奏可能仍有波动，但板块整体估值较低，未来弹性空间较大，建议持续跟踪主要服企终端动销数据，关注板块潜在弹性。

图表4：6月服装零售环比回落



来源：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1.59%/1.08%/0.00%/-0.60%/0.09%，内外棉价差为888元/吨，周涨幅为-2.74%。

图表5：大宗原材料价格汇总

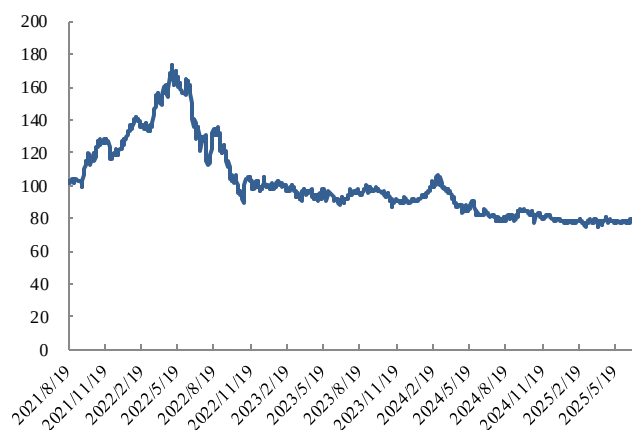
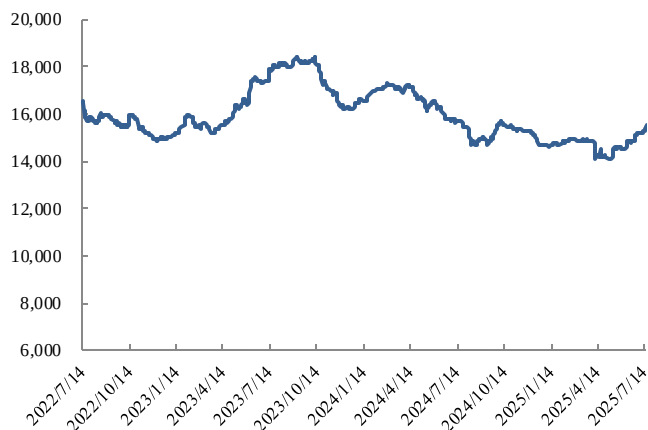
原材料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
-------	----	------	------

328 级棉现货	15508 元/吨	1.59%	2025/7/18
美棉 CotlookA	79.3 美分/磅	1.08%	2025/7/17
粘胶短纤	12600 元/吨	0.00%	2025/7/17
涤纶短纤	6630 元/吨	-0.60%	2025/7/17
长绒棉	22420 元/吨	0.09%	2025/7/18
内外棉价差	888 元/吨	-2.74%	2025/7/18

来源：iFinD，国金证券研究所

图表6: 328 级棉现价走势图 (元/吨)

图表7: CotlookA 指数 (美分/磅)

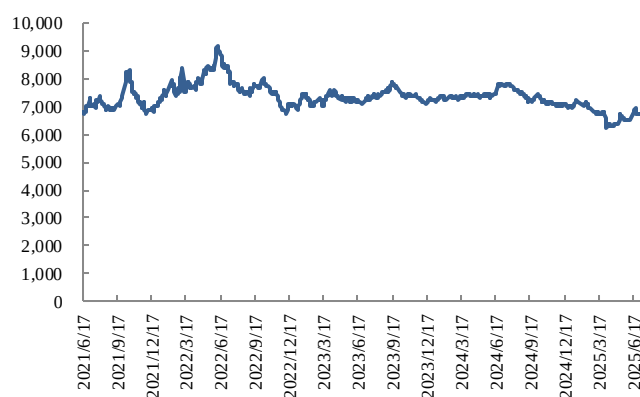
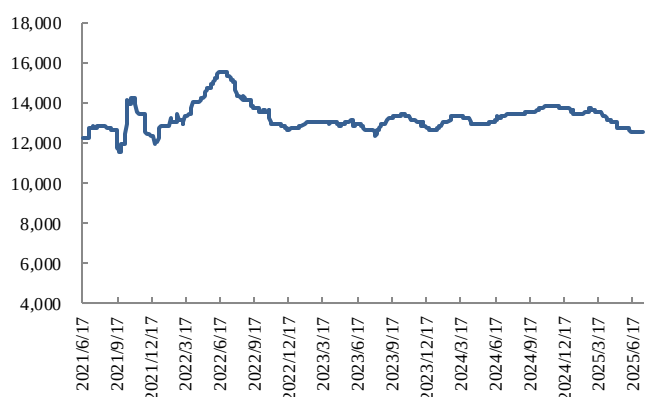


来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表8: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)

图表9: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)

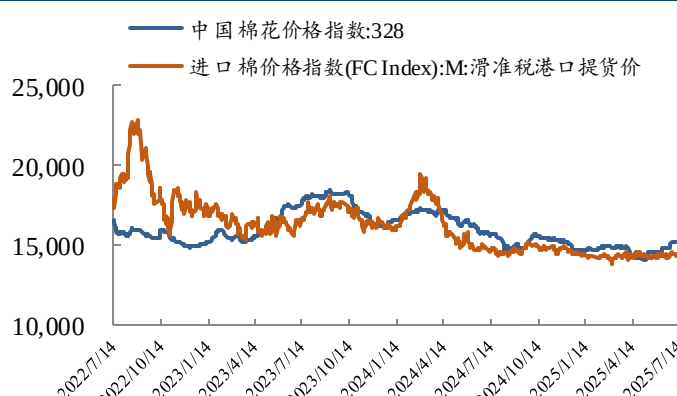
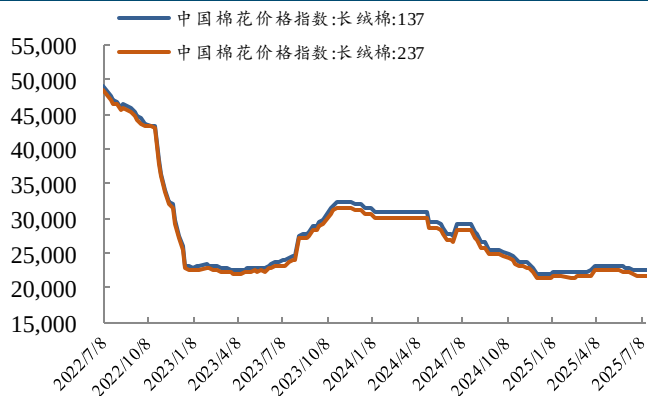


来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表10: 长绒棉价格走势图 (元/吨)

图表11: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)

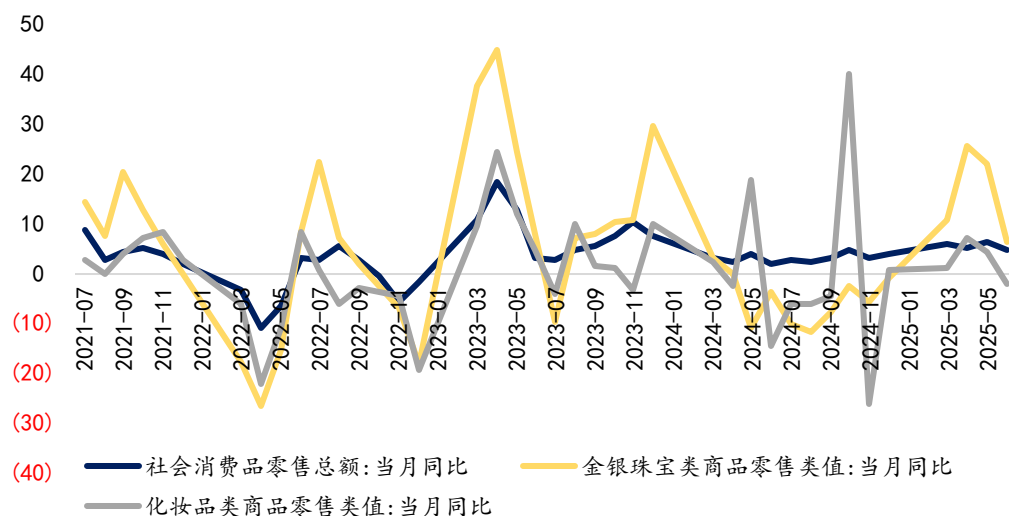


来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

6 月化妆品零售和金银珠宝零售走势呈现差异。化妆品零售同比下降 2.3%，增速环比 5 月（同比增长 4.4%）有所回落，源于前期需求释放后消费惯性降温。金银珠宝类零售同比增长 6.1%，增速环比 5 月（同比增长 21.8%）收窄，因金价支撑刚需的同时，5 月高基数及区域消费热度回落拖累增长。

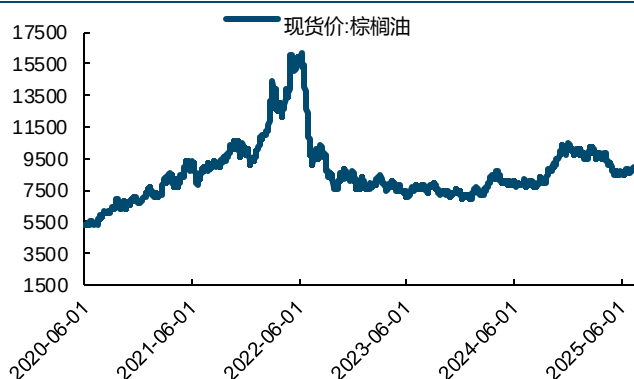
图表12: 6月化妆品和黄金珠宝零售同比增速



来源: iFinD, 国金证券研究所

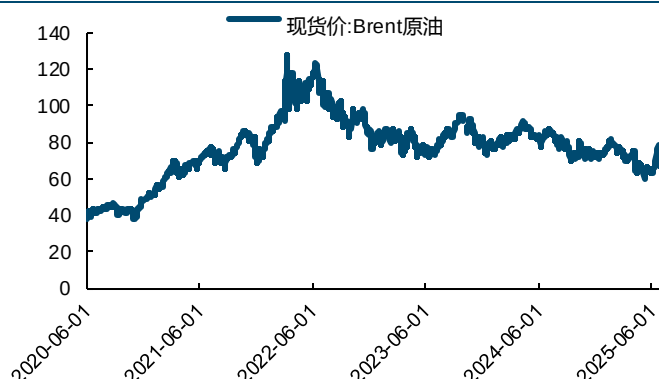
本周原材料价格整体稳定: 棕榈油: 近两周(2025.07.07-2025.07.18)价格升4.38%; 原油价格: 近两周价格升1.79%; COMEX 黄金期货: 本周五收盘价3355.50美元/盎司、近两周价格升0.27%。

图表13: 棕榈油现货价(元/吨)



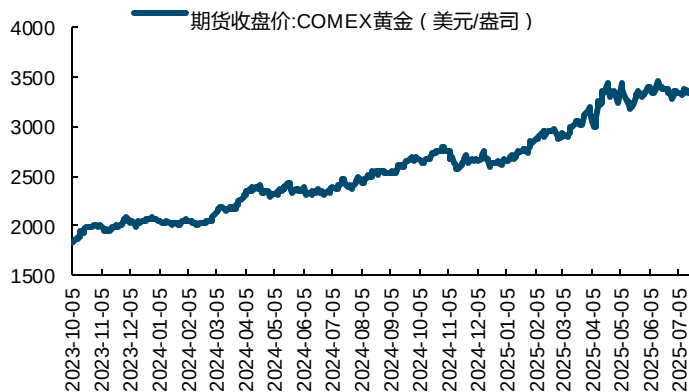
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表14: 原油价格(美元/桶)



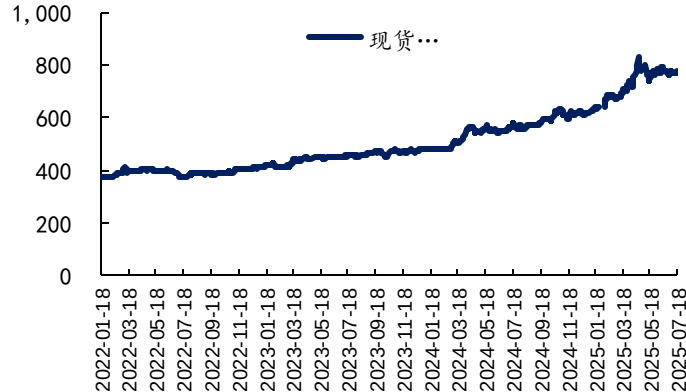
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表15: COMEX 黄金期货收盘价



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表16: 黄金现货价格(元/克)



来源: iFinD, 国金证券研究所

3、投资建议

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, 分红水平维持在高位。李宁 25 年

处于经营调整过程，产品与组织架构调整顺利，拐点可期且COC合作有望带来催化。

美护板块：推荐前期受舆论扰动超跌，目前舆情影响逐步减弱，底部增持彰显管理层信心，强数据韧性下反弹空间大的**巨子生物**；以及重组胶原蛋白龙头，大单品仍处于快速成长期，凝胶等新品有望打造第二成长曲线，下半年新品放量可期的**锦波生物**。

黄金珠宝板块：金价上行行业维持较高景气度，推荐今年流水表现较强，品牌力较强的**老铺黄金**。

4、上周行情回顾

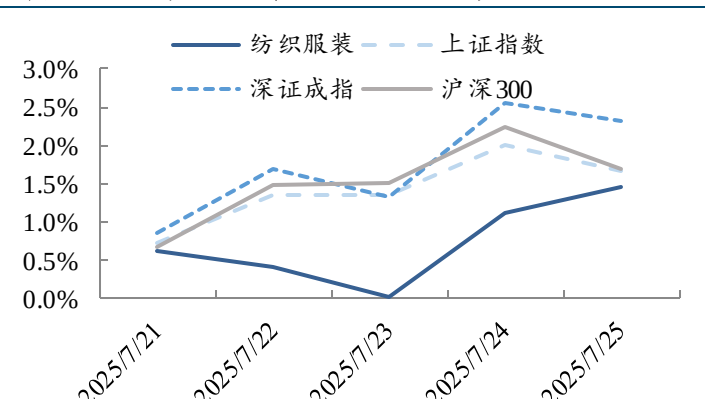
上周（2025年7月21日-2025年7月25日）沪深300、深证成指、上证综指涨跌幅分别为1.69%、2.33%、1.67%，纺织制造板块上升2.34%。板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在29个一级行业板块中位列第20。个股方面天虹国际、浪莎股份涨幅居前，联发、万里马跌幅居前。

图表17：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅 (%)
上证指数	1.67
深证成指	2.33
沪深300	1.69
纺织服装	1.45
纺织制造	2.34
服装家纺	1.37

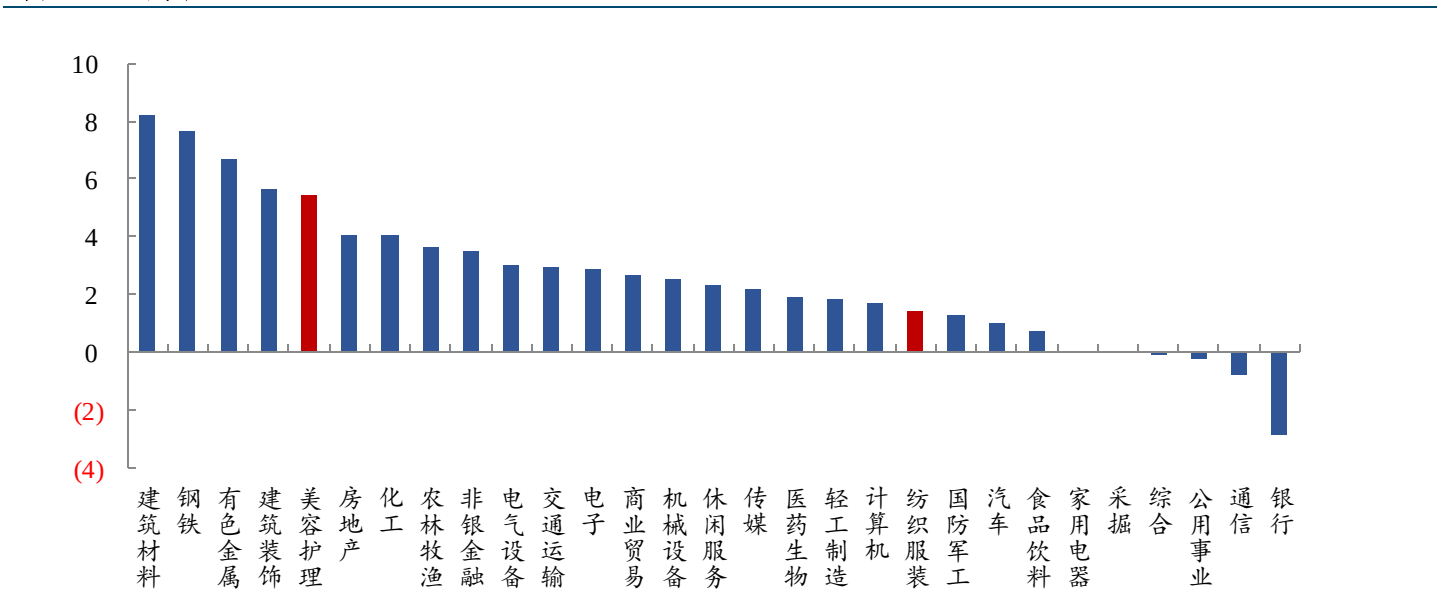
来源：iFinD，国金证券研究所

图表18：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19：上周各板块涨跌幅 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所

图表20：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)
2678. HK	天虹国际集团	4.69	23.10	438
600137. SH	浪莎股份	21.55	16.30	5,164
600295. SH	鄂尔多斯	10.60	15.22	15,172
603055. SH	台华新材	10.23	11.56	9,633
300888. SZ	稳健医疗	42.48	8.48	4,873

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除st标的）

图表21：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）
002394.SZ	联发股份	9.86	-10.61	25,698
300591.SZ	万里马	11.17	-8.22	46,334
002098.SZ	浔兴股份	9.78	-5.05	8,156
000955.SZ	欣龙控股	5.14	-4.28	20,461
603001.SH	奥康国际	8.52	-3.95	9,079

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

板块对比来看，美容护理最近一周涨跌幅在29个一级行业板块中位列第5。

个股方面，拉芳家化、依依股份涨幅居前，逸仙电商、宝尊电商跌幅居前。

图表22：近一周美容护理行业涨幅前五名

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）
603630	拉芳家化	23.77	19.21	5,977
001206	依依股份	26.19	18.08	5,609
300955	嘉亨家化	22.12	16.79	5,567
600315	上海家化	23.30	8.07	11,213
300896	爱美客	191.57	7.85	2,991

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

图表23：近一周美容护理行业跌幅前五名

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）
YSG	逸仙电商	8.21	-18.63	289
BZUN	宝尊电商	2.80	-9.39	183
02367	巨子生物	57.50	-4.96	5,253
06993	蓝月亮集团	4.02	-3.60	475
003010	若羽臣	50.47	-1.66	4,763

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

黄金珠宝板块：个股方面，潮宏基、豫园股份涨幅居前，老铺黄金、金一股份跌幅居前。

图表24：近一周黄金珠宝行业涨幅前五名

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）
002345.SZ	潮宏基	14.17	5.59	13,510
600655.SH	豫园股份	5.88	4.26	8,596
002731.SZ	萃华珠宝	13.56	4.23	4,280
0116.HK	周生生	8.50	2.04	333
1929.HK	周大福	13.72	1.78	9,725

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

图表25：近一周黄金珠宝行业跌幅前五名

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）
6181.HK	老铺黄金	764.50	-10.32	800
002721.SZ	金一文化	3.81	-5.69	78,470
605599.SH	莱百股份	15.53	-1.46	2,658
002574.SZ	明牌珠宝	5.84	-0.51	6,027
300945.SZ	曼卡龙	19.41	-0.15	6,029

来源：iFind，国金证券研究所（剔除st标的）

5、行业新闻动态

中国服装协会“2024 行业百企发布”揭晓，130 家企业进入名单（同花顺财经 2025/07/25）

据中国服装协会 7 月 25 日消息，近日，中国服装协会“2024 行业百企发布”名单正式揭晓。中国服装协会行业百企整体运营表现较 2023 年有小幅下降，但仍明显好于全行业整体水平。其中，中国服装协会行业“营业收入”百企合计实现营业收入总额比上年下降 13.9%，营业收入超过 100 亿元企业 11 家，比上年减少 1 家，超 10 亿元的企业 70 家，比上年减少 3 家；中国服装协会行业“利润总额”百企合计实现利润总额比上年下降 2.8%，利润总额超 10 亿元企业 12 家，与上年持平，超亿元的企业 40 家，比上年减少 8 家；中国服装协会行业“营业收入利润率”百企平均利润率为 9.8%，比上年下降 1.0 个百分点。

从此次发布的中国服装协会 2024 行业“营业收入”百企名单看，雅戈尔集团有限公司、海澜集团有限公司、太平鸟集团有限公司、波司登股份有限公司、宁波申洲针织有限公司位列前五。从中国服装协会 2024 行业“利润总额”百企名单看，位列前五的是波司登股份有限公司、海澜集团有限公司、雅戈尔集团有限公司、山东如意时尚投资控股有限公司、宁波申洲针织有限公司。“营业收入利润率”排名方面，青岛酷特智能股份有限公司、青岛前丰国际帽艺股份有限公司、武汉猫人云商科技有限公司、比音勒芬服饰股份有限公司、江南布衣有限公司位列前五。

国家棉花市场监测系统预 2025 年新棉亩均单产 158.7 公斤，同比增长 2.5%（央视网 2025/07/23）

2025 年 6 月，国家棉花市场监测系统开展全国棉花实播面积专项调查，调查结果显示，各主产棉区天气整体利于棉花现蕾、成铃，灾害程度总体较轻，预计 2025 年新棉单产 158.7 公斤/亩，同比增长 2.5%。新疆地区气温较去年偏高，棉花生长速度快，预计采摘提前的比例较去年有所提高，黄河流域和长江流域棉区预计采摘时间预期较去年持平，三大棉区采摘预期整体同比改善。

新疆开行棉纱班列助力降低物流成本（新华财经 2025/07/20）

7 月 20 日中国铁路乌鲁木齐局集团有限公司介绍，为保障棉纺织品等货物运输，近期新疆铁路部门加强运力投入，积极组织开行棉纱班列，为服务新疆经济高质量发展注入新动能。为推动新疆棉花和纺织服装全产业链做强做优做大，新疆铁路部门相关人员前往北疆石河子、奎屯等地走访，了解棉纱企业产销运情况，针对北疆棉纺织企业较为分散的情况，为客户量身定制个性化全程物流方案，安排专业技术人员“一对一”服务，对货物装车、上货及运输提供全程追踪服务，为棉纱运输搭建快捷通道。

“我们与乌鲁木齐铁路物流中心深度合作，协调北疆奎屯、石河子等地重点棉纺织企业迅速集结货源，班列开行后，预计运输时间从 14 天缩短至 6 天到达，进一步提升了新疆棉纺织产品的市场竞争力。”吉安供应链管理淮安有限公司经理李贺表示。今年以来，新疆铁路部门采取集零为整的方式，将分散的棉纺织品货源加以整合，扩大“公转铁”辐射范围，助力企业有效降低物流成本。截至目前，已发运棉纱、棉布等棉纺织品达 23.4 万吨。

6、公司动态

图表26：上周（2025/07/21/-2025/07/25）重点公司公告

	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
001238.SZ	浙江正特	2025/07/25	股权激励	浙江正特(001238.SZ)发布 2025 年限制性股票激励计划(草案)，拟授予的限制性股票数量 87.5 万股，占激励计划草案公告时公司股本 11000 万股总额的 0.80%。本次授予为一次性授予，无预留权益。授予价格为 19.74 元/股。

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。

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
---	--	---