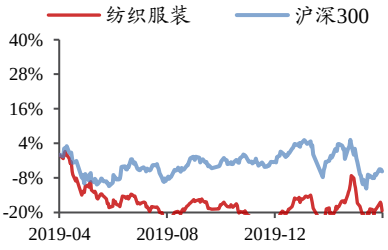
纺织服装

2020 年 04 月 12 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-多地发放消费券，疫情稳定后可选消费有望迎来改善》-2020.4.7

《行业深度报告-运动服饰龙头公司深度解析（一）：NIKE——产品研发、营销与渠道全面引领行业，大中华区仍是未来主要增长亮点》-2020.3.30

预计线下销售拐点到来，推荐运动服龙头及电商标的

——行业周报

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

周嘉乐（联系人）
zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S0790120030019

● **本周组合：开润股份、安踏体育、申洲国际；受益标的：南极电商、李宁**

1、电商渠道组合：开润股份。受益标的：南极电商

2、龙头拐点组合：安踏体育、申洲国际。受益标的：李宁

（文中“本周”指 2020.4.6—4.10，“上周”指 2020.3.30—4.3。）

● **本周重点总结疫情对国内外龙头品牌服饰公司的影响：线下销售出现拐点**

新冠疫情对全球运动服饰带来较大负面影响，2 月下旬开始，线下店逐步恢复：

1）耐克：1 月下旬，逐步关闭中国地区门店， 2 月下旬，中国市场门店逐步恢复开业。截止 3 月 24 日，约 80%的门店已恢复营业。公司公布 2020 年 Q3 季报（2019 年 12 月 1 日——2020 年 2 月 29 日），Q3 大中华区汇率中性收入下滑 4%（下滑幅度较小主要由于大中华区 2019 年 12 月及 2020 年 1 月疫情之前收入仍保持高速增长）。预计 2020 Q4（3 月 1 日-5 月 31 日）大中华区可恢复至 2019 年同期水平。

2）阿迪达斯：公司年报称自 1 月 25 日中国春节至 2 月底，在大中华区的收入较上年同期减少约 80%。公司预计 2020 第一季度中国地区的销售收入下滑 8-10 亿欧元，营业利润下滑 4-5 亿欧元。3 月中旬，线下直营门店已经有约 90%门店恢复营业，我们预计线下渠道销售拐点已经到来。

● **建议关注电商渠道占比高、必选属性强的标的**

疫情对于可选消费上市公司 2020Q1 的业绩带来较大负面影响，但相较于线下渠道，电商渠道为主的公司以及必选属性强的公司受到的影响较小。1）南极电商：预计 2020Q1 累计 GMV 增长接近 10%，其中预计 3 月 GMV 增长接近 30%，预计 2020 年全年本部主业收入、净利润仍可实现 30%左右的增长。2）开润股份：公司公布 2020Q1 业绩预告，我们预计 2020Q1 收入个位数下滑，净利润下滑 20%左右。相较于线下渠道为主的公司，收入端显示出了一定的韧性。

● **建议关注龙头拐点标的**

运动服饰行业的龙头公司安踏体育、李宁均受到疫情较大影响，受海外疫情影响，市场也担心运动服饰代工龙头申洲国际 2020 年下半年业绩会受到海外订单不确定性影响。但我们认为疫情的影响只是阶段性的，安踏体育和李宁在行业中的竞争优势并没有发生改变。1）安踏体育：预计 2020Q1 安踏品牌流水下降 20-30%，FILA 流水下降 10-20%。疫情期间，安踏集团加强线上渠道销售，预计 2020Q1 线上渠道流水增长 50%，优于公司此前预期。我们预计从第二季度开始，安踏体育的业绩会逐渐恢复到正常水平。2）李宁：预计 2020Q1 李宁流水下滑 20-25%，三月下旬开始已经逐步恢复。基于安踏体育和李宁的长期增长逻辑、在行业中的竞争优势没有发生改变，且短期股价对于疫情对于 2020 年业绩的影响已经有所反应，我们推荐安踏体育、申洲国际，受益标的为李宁。

● **风险提示：**全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、全球经济陷入衰退、行业存货积压带来大额减值等。

目 录

1、 行业更新：本周重点梳理疫情对龙头服饰影响，预计线下销售拐点到来 4
1.1、 行业交易数据更新：纺织服装板块收盘略有下跌 4
1.1.1、 行业涨跌公司及原因：C2M 概念股领涨，电商代运营板块出现调整 4
1.1.2、 行业核心公司的估值：行业估值处于历史较低水平 5
1.2、 行业重要信息：本周重点总结疫情对国内外龙头品牌服饰公司的影响，预计线下销售出现拐点 6
1.2.1、 国际品牌 ：耐克预计 2020 Q4（3 月 1 日-5 月 31 日）大中华区可恢复至 2019 年同期水平 6
1.2.2、 国内品牌：2020Q1 普遍受到疫情影响，预计 2020Q2 开始明显改善 7
2、 推荐组合及逻辑：推荐电商渠道占比高及龙头拐点公司 9
2.1、 推荐组合：开润股份、安踏体育、申洲国际；受益标的：李宁、南极电商 9
2.2、 重点公司逻辑概述：推荐开润股份、安踏体育、申洲国际 9
2.2.1、 开润股份：B2B、B2C 业务双轮驱动，受疫情影响有限 9
2.2.2、 安踏体育：疫情影响逐渐减弱，长期竞争优势不变 9
2.2.3、 申洲国际：OEM 业绩基本符合预期，长期竞争优势不变 10
3、 本周（4.6-4.10）报告更新 11
3.1、 开润股份 2020Q1 业绩预告点评——收入符合预期，预计全年仍能实现稳定增长 11
4、 行业数据库更新：社零数据不佳，纺织品出口同比下降 12
4.1、 零售端：1-2 月社零数据受疫情影响较大 12
4.2、 出口：1-2 月纺织品出口同比下降，服装类出口金额同比下降 14
4.3、 上游：棉花价格指数下降，羊毛进口价格上涨 14
4.4、 行业投资：纺织行业投资增速下降，服装行业投资增速下降 16
4.5、 行业库存情况：纺织业库存增速有所下降，服装行业库存增速略有下降 16
5、 年内重点限售股解禁公司时间表 17
6、 风险提示 18

图表目录

图 1： 纺织服装板块月度走势低于上证指数 4
图 2： 纺服板块本周收盘略有下跌 4
图 3： 商赢环球、美邦服饰、黑牡丹涨幅居前三（%） 4
图 4： 起步股份、天创时尚、振静股份跌幅居前三（%） 4
图 5： 2013 年以来社消品零售总额增速有所下降（%） 13
图 6： 1-2 月社会消费品零售总额增速下降（%） 13
图 7： 2018 年至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额增速下降（%） 13
图 8： 2018 年至今限额以上零售企业服装类零售额增速下降（%） 13
图 9： 2018 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额增速下降（%） 13
图 10： 2018 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额增速下降（%） 13
图 11： 2012 年至今纺织品出口增速下降（%） 14
图 12： 2018 年至今服装及衣着附件出口增速下降（%） 14
图 13： 本周 Cotlook:A 价格上升（美分/磅） 15
图 14： 本周中国棉花综合价格指数有所下降 15
图 15： 2018 年至今棉花进口平均单价下跌（美元/吨） 15
图 16： 2018 年至今羊毛进口平均单价下跌（美元/吨） 15
图 17： 2017 年至今粘胶短纤、长丝价格相对平稳 15

图 18: 2017 年至今涤纶短纤、长丝价格相对平稳 15
图 19: 2017 年至今国内棉布产量下降（万吨） 16
图 20: 2017 年至今国内棉纱产量下降（万吨） 16
图 21: 2013 年至今纺织行业固定资产投资完成额及增速下降（单位：亿元，%） 16
图 22: 2013 年至今服装行业固定资产投资完成额及增速下降（单位：亿元，%） 16
图 23: 2015 年至今纺织业库存增速下降（万元，%） 17
图 24: 2015 年至今服装业库存增速下降（万元，%） 17

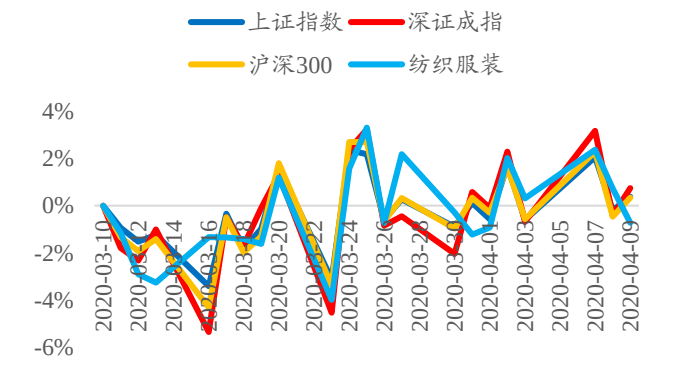
表 1: 行业核心公司的估值处于历史较低水平 5
表 2: 国内市场主要运动品牌流水\收入增速情况（更新时间：2020 年 4 月 12 日） 8
表 3: 年内重点限售股解禁公司时间表 17

1、 行业更新：本周重点梳理疫情对龙头服饰影响，预计线下销售拐点到来

1.1、 行业交易数据更新：纺织服装板块收盘略有下跌

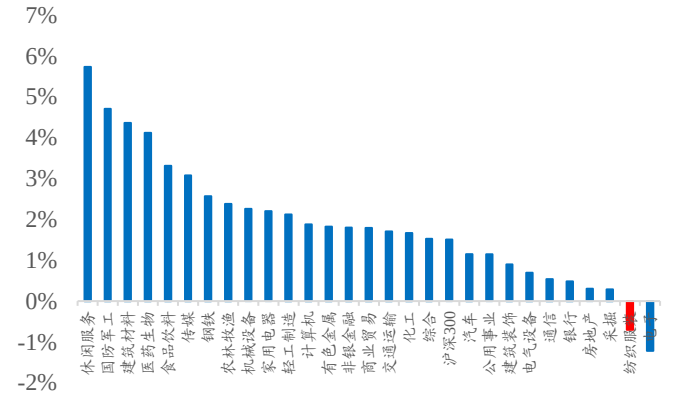
本周（2020 年 4 月 6 日至 4 月 10 日）上证指数收 2,796.63 点，较上周（2020 年 3 月 30 日至 4 月 3 日）收盘变动 0.58%；深证成指收于 10,298.41 点，较上周收盘变动 1.17%；沪深 300 收于 3,769.18 点，较上周收盘变动+0.93%；纺织服装板块收于 1,862.46 点，较上周收盘变动-0.40%。

图1：纺织服装板块月度走势低于上证指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：纺服板块本周收盘略有下跌



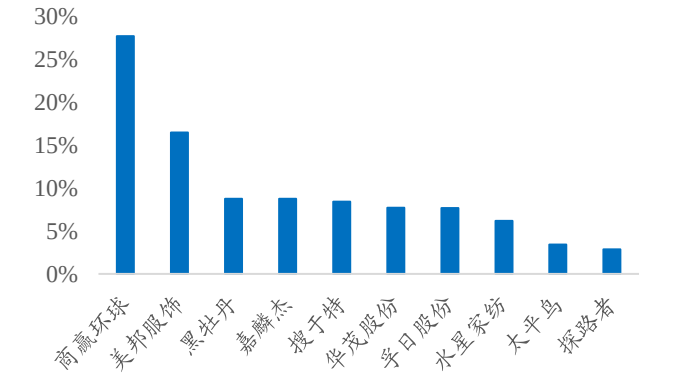
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.1、 行业涨跌公司及原因：C2M 概念股领涨，电商代运营板块出现调整

个股方面，商赢环球、美邦服饰、黑牡丹涨幅居前三；在我们重点监测的公司中，水星家纺涨幅居前。我们认为，美邦服饰受益于 C2M 和 MCN 相关概念，水星家纺则因为电商渠道占比高，业绩在疫情下体现出一定韧性。

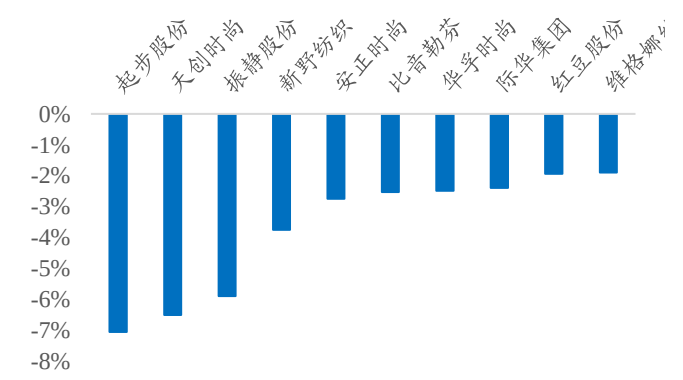
起步股份、天创时尚、振静股份跌幅居前三。在我们重点监测的公司中，安正时尚、比音勒芬跌幅较多。天创时尚与安正时尚皆为电商代运营相关标的，但鞋服主业表现一般，估值有所回调。

图3：商赢环球、美邦服饰、黑牡丹涨幅居前三（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：起步股份、天创时尚、振静股份跌幅居前三（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.2、 行业核心公司的估值：行业估值处于历史较低水平

表1：行业核心公司的估值处于历史较低水平

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021预测净利润CAGR	总市值（亿元）	是否已公布2019年报
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E			
运动服饰												
安踏体育*	25.89	25.84	19.36	5,344.0	5,353.0	7,147.0	30.3%	0.2%	33.5%	15.6%	1,383.4	是
李宁	35.14	33.32	25.66	1,499.1	1,581.1	2,052.9	109.6%	5.5%	29.8%	17.0%	526.9	是
特步国际	8.70	8.12	6.61	727.7	779.4	957.5	10.8%	7.1%	22.9%	14.7%	63.3	是
滔搏	19.74	16.32	13.88	2,617.0	3,164.3	3,721.4	19.0%	20.9%	17.6%	19.2%	516.6	是
宝胜国际	9.64	12.17	9.78	833.3	660.0	822.0	53.5%	-20.8%	24.5%	-0.7%	80.4	是
电商												
开润股份*	25.92	23.43	17.38	226.0	250.0	337.0	30.1%	10.6%	34.8%	22.1%	58.6	否
南极电商	22.94	17.79	13.90	1,206.0	1,555.5	1,990.3	36.0%	29.0%	28.0%	28.5%	276.7	否
纺织制造												
申洲国际*	24.41	22.53	19.84	5,095.0	5,522.0	6,271.0	12.2%	8.4%	13.6%	10.9%	1,243.9	是
健盛集团	12.57	10.55	8.52	273.3	325.7	403.0	32.4%	19.2%	23.7%	21.4%	34.3	是
鲁泰 A	9.15	8.51	8.15	801.5	862.5	900.0	-1.2%	7.6%	4.3%	6.0%	73.4	否
百隆东方	12.69	10.50	9.61	403.0	487.0	532.0	-7.9%	20.8%	9.2%	14.9%	51.2	否
华孚时尚	17.43	12.90	11.34	456.0	616.0	701.0	-39.3%	35.1%	13.8%	24.0%	79.5	否
联发股份	7.88	7.03	6.45	368.2	413.0	450.0	-5.7%	12.2%	9.0%	10.5%	29.0	否
网红 MCN 及代运营												
星期六	94.97	43.56	26.70	176.1	384.0	626.5	1871.4%	118.0%	63.2%	88.6%	167.3	否
安正时尚	17.37	14.93	12.74	302.7	352.2	412.7	7.7%	16.3%	17.2%	16.8%	52.6	是
天创时尚	21.66	21.02	19.04	234.9	242.1	267.2	-3.0%	3.1%	10.4%	6.7%	50.9	否
高端服饰												
比音勒芬	14.60	11.45	9.24	409.3	522.2	646.9	40.0%	27.6%	23.9%	25.7%	59.8	否
地素时尚	12.99	11.35	9.99	644.7	738.1	838.7	12.3%	14.5%	13.6%	14.1%	83.8	否
歌力思	9.20	7.91	6.80	400.8	466.0	542.5	9.8%	16.3%	16.4%	16.3%	36.9	否
朗姿股份	50.30	18.20	14.01	66.9	184.8	240.0	-68.2%	176.4%	29.9%	89.5%	33.6	否
休闲服装												
森马服饰	12.01	10.30	8.89	1,545.9	1,802.6	2,089.3	-8.7%	16.6%	15.9%	16.3%	185.7	否
海澜之家	7.73	7.10	6.50	3,602.5	3,919.9	4,287.1	4.3%	8.8%	9.4%	9.1%	278.5	否
波司登	14.77	11.54	9.24	1,242.6	1,590.1	1,985.9	26.6%	28.0%	24.9%	26.4%	183.5	否
太平鸟	11.85	10.76	9.75	580.9	639.3	705.6	1.6%	10.0%	10.4%	10.2%	68.8	否
男装												
九牧王	10.58	10.67	9.65	556.2	551.6	609.7	4.2%	-0.8%	10.5%	4.7%	58.8	否
七匹狼	11.28	10.70	10.10	346.9	366.0	387.5	0.2%	5.5%	5.9%	5.7%	39.1	否
红豆股份	44.53	39.69	35.30	205.4	230.4	259.0	-0.8%	12.2%	12.4%	12.3%	91.5	否
家纺												
水星家纺	11.06	9.32	8.14	315.5	374.6	428.6	10.7%	18.7%	14.4%	16.5%	34.9	是
梦洁股份	38.11	18.15	-	90.0	189.0	-	6.7%	109.9%	-100.0%	-	34.3	否
罗莱生活	13.36	11.85	10.49	541.0	609.8	688.6	1.2%	12.7%	12.9%	12.8%	72.3	否

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021 预测净利润 CAGR	总市值（亿元）	是否已公布 2019 年报
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E			
富安娜	11.40	10.31	9.19	507.3	560.7	629.2	-6.6%	10.5%	12.2%	11.4%	57.8	否
疫情概念股												
诺邦股份	34.51	27.13	22.82	90.7	115.5	137.3	64.2%	27.2%	18.9%	23.0%	31.3	否

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：1）截至时间 2020 年 4 月 10 日；2）表中标*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来源于 Wind；3）其中波司登 2018 年数据是区间为 2018 年 3 月 31 日-2019 年 3 月 31 日的 2019 财年数据；4）对于已公布 2019 年报的公司，表中所列示的 2019 年数据为实际数据。

1.2、 行业重要信息：本周重点总结疫情对国内外龙头品牌服饰公司的影响，预计线下销售出现拐点

2020Q1 疫情对于龙头品牌服饰的销售产生较大负面影响，但自 3 月开始，随着线下门店逐渐恢复营业，影响最大的时候已经过去，我们认为，线下渠道销售已经迎来拐点。本周周报，我们重点梳理了国内外龙头服饰品牌受疫情影响情况以及目前的恢复情况。

1.2.1、 国际品牌：耐克预计 2020 Q4（3 月 1 日-5 月 31 日）大中华区可恢复至 2019 年同期水平

- **耐克**

1 月下旬，逐步关闭中国地区门店，截至 2 月中旬已经关闭了大中华地区的 5,000 多家门店。

2 月下旬，中国市场门店逐步恢复开业。零售渠道显著改善。截止 3 月 24 日，约 80%的门店已恢复营业。

3 月 15 日，公司宣布 3 月 16 日至 3 月 27 日期间，暂时关闭其在美国、加拿大、西欧、澳大利亚和新西兰的所有门店。

3 月 24 日，公司公布 2020 年 Q3 季报（2019 年 12 月 1 日——2020 年 2 月 29 日），Q3 大中华区汇率中性收入下滑 4%（下滑幅度较小主要由于大中华区 2019 年 12 月及 2020 年 1 月疫情之前收入仍保持高速增长），其中数字化渠道增速超过 30%。预计 2020 Q4（3 月 1 日-5 月 31 日）大中华区可恢复至 2019 年同期水平。

- **阿迪达斯**

3 月 11 日，公司公布 2019 年年报，称自 1 月 25 日中国春节至 2 月底，在大中华区的收入较上年同期减少约 80%。公司预计 2020 第一季度中国地区的销售收入下滑 8-10 亿欧元，营业利润下滑 4-5 亿欧元。

3 月 31 日，公司宣布终止 2020 年 10 亿欧元的股票回购计划。

4 月 3 日，据彭博社报道阿迪达斯正在向德国政府寻求至少 10 亿欧元的贷款援助，以应对新冠病毒疫情带来的冲击。

- **彪马**

2 月，中国大部分门店关闭，暂时所有中国地区的发货。

3 月 24 日，公司宣布暂停发放董事会成员（CEO、CFO、CSO 等）100%的薪酬，减少发放高级管理层 25%的薪酬。

4 月 3 日，公司称除日本、韩国、中国市场以外，其他市场的门店均被要求关闭，线下销售受到严重冲击，而公司线上收入占比仅占 10%，整体经营状况较差，建议暂停派发 2019 财年股息。

- **威富公司（VF Corporation）：Vans\the North Face\Timberland 等品牌**

2 月 7 日，公司宣布中国地区 60%门店已暂时关闭，40%正在营业的门店客流量大幅度下降（2019 财年中国地区收入占公司总收入 6%）。供应链方面，VF 集团 16%的生产成本直接来自于中国，其中有 7%销往美国，对供应链的整体影响仍需进一步评估。

3 月 16 日，1）北美地区：公司宣布 3 月 16 日-4 月 5 日期间暂时关闭北美地区所有直营零售门店以及办事处，员工远程工作、薪酬不受影响。2）截止 3 月 16 日中国地区 90%的门店已经恢复营业，客流量正在逐步恢复，销售同比仍然有较大下滑。

4 月 7 日，公司发布最新应对疫情的措施，包括：1）宣布在接下来的四个月时间，CEO 的基本薪酬将减少 50%，执行管理层薪酬将减少 25%。董事会成员将放弃“聘用费”（cash retainer）。四个月后视情况进行调整；2）北美地区办事处及零售门店继续关闭至 5 月 3 日；3）EMEA 地区的办事处关闭至 5 月 3 日，零售门店继续关闭，回复营业的时间有待进一步通知；4）APAC 地区大部分门店已经恢复营业（尤其是中国地区）；5）暂停股票回购计划，照常派发股息。

- **优衣库**

4 月 9 日，公司公布 2020 财年上半年业绩（2019 年 9 月 1 日-2020 年 2 月 29 日），上半财年收入下滑 4.7%，归母净利润下滑 11.9%。

日本地区：优衣库品牌受疫情影响，3 月份同店销售净额同比减少 27.8%。

中国内地：截止到 1 月下旬维持强劲增长，但 1 月底至 2 月期间，最高峰时期有 395 间门店临时关闭，自 3 月起门店逐步恢复营业。**截止到 4 月 9 日，中国内地全部 748 家门店中仅有 5 家门店未恢复营业。**

截止到 4 月 9 日的门店情况：海外优衣库品牌共有 408 间门店暂停营业：包括东南亚各市场、印度以及澳洲全部 244 间门店、欧洲 98 间门店中的 97 间、北美所有 62 间门店，以及中国内地 748 间门店中的 5 间。

1.2.2、 国内品牌：2020Q1 普遍受到疫情影响，预计 2020Q2 开始明显改善

- **安踏体育（2020 HK）**

销售流水增速：预计一季度安踏品牌销售流水下滑 20-30%，FILA 品牌下滑 10-20%；预计上半年集团整体销售流水下滑 10-15%（安踏品牌下滑 15-20%，FILA 品牌持平）；预计下半年安踏品牌销售流水恢复双位数增长、FILA 品牌恢复至 30%增速。

收入及利润，预计全年收入可维持正增长。

- **李宁（2331 HK）**

销售流水恢复情况：预计 2020 年 3 月下旬销售流水已恢复至 2019 年同期 90%，预计 5 月可恢复至同期正常水平。

预计 2020Q1 线下整体流水下滑 20-30%低段（批发渠道下滑中双位数，直营渠道下滑相比较多）；预计一季度线上整体流水增长 10-20%低段。

- **特步（1368 HK）**

预计 2020 年 1 月销售流水下滑 20%，2 月下滑 80%，3 月下滑 40%，整体 2020Q1 下滑 25-30%

- **宝胜（3813 HK）**

2020 年 1 月综合经营收益净额为 31.3 亿元，同比增长 24.6%；2 月综合经营收益净额为 3.1 亿元，同比倒退 82.3%；3 月份经营收益净额为 15.2 亿元，同比倒退 35.4%。

2020Q1 整体经营收益净额为 49.5 亿元，同比下滑 25.1%。

表2：国内市场主要运动品牌流水\收入增速情况（更新时间：2020 年 4 月 12 日）

公司名称		2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1
安踏（零售流水）	**安踏品牌**	**10%-20%低段**	**10%-20%中段**	**10%-20%中段**	**10-20%高段**	**下滑 20-30%**
	大货	高单位数	10%-20%低段	10%-20%低段	高单位数	
	儿童	20%+	约 30%	约 25%	25%	
	电商	10%-20%中段	20-30%中段	30-35%%	40%	增长 50%
	其他品牌	**65-70%**	**55--60%**	-	-	
	FILA	约 70%	约 60%	50-55%	50-55%	下滑 10-20%
	其他品牌	30-40%中段	30-40%高段	30-35%	25-30%	
李宁（零售流水）	**全渠道**	**20%-30%低段**	**20%-30%低段**	**30%-40%低段**	**30%-40%高段**	
	线下	10%-20%高段	20%-30%低段	20-30%高段	30%-40%中段	下滑 20-30%低段
	零售	10%-20%低段	高单位数	10%-20%中段	10%-20%高段	
	批发	20%-30%低段	20%-30%中段	30%-40%中段	40%-50%低段	下滑中双位数
	电商	40-50%低段	20-30%高段	50-60%低段	40%-50%低段	增长低双位数
特步（零售流水）		**20%+**	**20%+**	**20%**	**20%+**	
宝胜（综合收益净额）		**20%**	**19%**	**22%**	**19%**	**-25%**
耐克（大中华区收入）		**24%**	**22%**	**27%**	**23%**	**-4%**
阿迪达斯（大中华区收入）		**16%**	**14%**	**11%**	**18%**	**下滑 58%-72%**
斯凯奇中国（收入）		**13%**	**12%**	**20%**	**23%**	
亚瑟士中国（收入）		**-22%**	**19%**	**4%**	**17%**	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

备注：1）耐克、阿迪达斯数据为固定汇率口径；2）浅蓝色底色数据为预测数据；3）耐克 2020 Q1 时间段为 2019 年 12 月 1 日—2020 年 2 月 29 日，与其他品牌存在一个月的时间差。

2、 推荐组合及逻辑：推荐电商渠道占比高及龙头拐点公司

2.1、 推荐组合：开润股份、安踏体育、申洲国际；受益标的：李宁、南极电商

- **电商渠道组合：**开润股份。受益标的：南极电商
- **龙头拐点组合：**安踏体育、申洲国际。受益标的：李宁

2.2、 重点公司逻辑概述：推荐开润股份、安踏体育、申洲国际

2.2.1、 开润股份：B2B、B2C 业务双轮驱动，受疫情影响有限

B2B、B2C 业务双轮驱动：开润股份是国内出行消费品行业的龙头公司，业绩持续快速增长。2012 至 2019 年，公司营收从 2.80 亿元增长至 26.97 亿元，CAGR 约 38.21%；公司归母净利润从 0.21 亿元增长至 2.26 亿元，CAGR 约 40.41%，已成为全球领先的软包代工企业以及中国市场拉杆箱销量第一的品牌公司。

B2B 业务：国际优质客户+全球化产能布局，打造箱包代工行业小申洲

1）原有业务：原有 2B 业务客户主要为迪卡侬、华硕、戴尔、联想、惠普等。迪卡侬 2019 年全球总销售额达 124 亿欧元，同比增长 9%，开润股份是迪卡侬战略合作伙伴，未来来自迪卡侬的订单仍有增长空间。电脑包行业虽然增速平稳，但预计公司可以通过抢占竞争对手份额，获得稳定增长。

2）印尼工厂业务：开润股份于 2019 年 2 月完成对印尼宝岛的收购，正式切入耐克软包供应链体系。我们预计耐克全球订单采购量能够未来三年能保持 20%左右的增速，保证了公司印尼工厂订单的稳定增长；随着公司产能的持续扩张、不断开发新客户并有拓展箱包以外品类的计划，为公司 2B 业务未来增长提供动力。

B2C 业务：完成品牌、渠道与小米的切割，迈入 90 分品牌独立运作时代

1）品牌完成 90 分品牌与小米品牌的切割。90 分品牌定位于 22-35 岁的一二线城市用户，价格定位在 300-800 之间，重点切入低价的淘品牌和以新秀丽为代表的中高端品牌的空白市场。未来也有望通过新品牌切入 300 以下的大众长尾市场。

2)渠道上，大力发展 90 分自有渠道。我们预计 2020 年小米渠道占比将降至 50%左右，自有电商渠道、线下渠道、海外渠道逐渐成熟，提供增长动力。

3）加大营销投入，品牌影响力大幅提升。2019 年公司通过机场广告、网红直播带货、明星/IP 联名的方式，加大品牌推广力度，预计 2020 年继续加大营销投放。

公司公布 2020Q1 业绩预告，收入为 5.09-6.89 亿，同比增幅为-15%—15%，归母净利润为 3,181.43 万元—4,544.90 万元，同比下降 0—30%，符合我们此前预期。我们预计 2020Q1 收入个位数下滑，净利润下滑 20%左右。我们预计 2019-2021 年归母净利润为 2.26/2.50/3.37 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 为 1.04/1.15/1.55 元，考虑到疫情影响是阶段性的，长期投资逻辑不变，维持“买入”评级。

2.2.2、 安踏体育：疫情影响逐渐减弱，长期竞争优势不变

安踏集团是国内运动鞋服细分行业龙头，坚定执行“单聚焦，多品牌，全渠道”战略，近年来渠道产品不断升级，营收规模持续高增长。集团旗下多品牌矩阵完善，

主品牌安踏龙头地位稳固，FILA 高基数下始终维持高增长，盈利能力优秀。2019 年 AMER 收购落地，未来“双 A”协同有望带来新增长动力。

重塑 FILA 品牌打造高增长引擎，集团品牌运营能力得以验证：集团于 2009 年收购 FILA 品牌，经过扭转品牌定位、精准卡位运动时尚与一系列的渠道产品升级，近年来业绩斐然，盈利能力突出，始终维持高增长，持续带动集团整体毛利水平上升。由此，集团优秀的品牌管理运营能力得以显现。随着 FILA 品牌店效的持续提升，FILA KIDS、FILA FUSION 等副牌规模的扩大，与运动时尚需求的增长，我们预计未来两到三年内 FILA 仍能够保持相对高增速。

国内户外行业兴起，对标海外龙头发展空间广阔：我国户外运动市场起步较晚，目前市场规模及渗透率与发达国家差距较大。经测算，对标美国户外市场，我国户外行业规模未来可达 1285 亿左右；对标哥伦比亚、The North Face 等海外龙头，仅始祖鸟单个品牌未来国内门店可达 1489 家左右，具有 4 倍以上空间，AMER 集团旗下各品牌国内扩张潜力较大，且专业壁垒高，先发优势明显。

大品牌+广渠道+多国家，AMER 或成集团下一个增长引擎：2019 年 AMER 收购完成，根据集团规划，未来 AMER 将：①打造三个十亿欧元级品牌；②加快从批发模式向零售的转型，促进电商渠道发展；③布局全球，加速中国市场发展等。凭借集团对 AMER 的全面赋能，叠加专业户外市场的发展，我们预计 AMER 将快速成长为下一个新增长引擎，推动集团国际化发展。

收入/利润端：安踏主品牌稳步提升，FILA 继续保持高速增长。

2019 年营业收入 339.3 亿元（+40.8%），归母净利润 53.4 亿元（+30.3%）；其中 2019H2 营业收入 185.8 亿元（+39.5%），归母净利润 28.6 亿元（+32.4%）。除去合营公司亏损，2019 年净利润 62.6 亿元，较 2018 年同期增长 47.8%，业绩保持快速增长，基本符合市场预期。其中安踏品牌 2019 年收入 174.5 亿元(+21.8%)；FILA 品牌 2019 年实现收入 147.7 亿元（+73.9%），继续高速增长；其他品牌 2019 年实现收入 17.1 亿元（+33.3%），其中 DESCENTE 流水接近 10 亿，增长 75%。

盈利能力：毛利率、经营利润率双升。

2019 年毛利率为 55.0%（+2.4pct），毛利率有所上涨我们认为主要系：FILA 为直营模式毛利率较高，FILA 品牌的营收占比提高拉动公司毛利率的提升。公司经营利润率为 25.6%（+1.9pct）。分品牌来看，安踏经营利润率为 26.8%（+0.9pct）；FILA 经营利润率为 27.2%（+1.9pct）。经营利润率提升主要系：1）零售业务贡献逐步增加；2）提前收到政府补助；3）广告与宣传费用率有所下降。

营运能力：存货周转天数有所提升，现金流明显改善。

1）2019 存货为 44.1 亿元（+52.32%），存货周转天数为 87 天，相比 2018 年同期增加 6 天，周转效率略有下滑，主要系 FILA 直营业务占比提升所致，但仍处在正常水平。2)经营性净现金流净额为 74.85 亿元（+68.6%），现金流改善明显。

2019 年公司业绩符合预期，公司长期竞争优势不变，维持“买入”评级。我们预测，2020/2021/2022 年净利润为 53.5 亿/71.5 亿/90.3 亿元，2020-2022 对应 EPS 分别为 1.99/2.65/3.35 元。

2.2.3、 申洲国际：OEM 业绩基本符合预期，长期竞争优势不变

全球龙头服装 OEM 企业，海外新产能释放带来投资机会。

申洲国际是中国最大的垂直一体化针织成衣制造商，2013-2018 年公司收入年复合增速为 15.81%，净利润复合增速为 21.93%。2019 年是公司产能相对瓶颈期，2020 年起，越南及柬埔寨的三座新工厂将逐步释放新产能，将带来新一轮投资机会。

长期稳定的品牌客户是公司的重要资产及竞争壁垒。

（1）与优质客户的合作时机具有不可复制性；（2）对 OEM 企业来说，客户的高标准是促进企业创新、提效的核心动力，公司长期与优质品牌的合作奠定了在精细化生产、环保节能等方面的绝对优势。（3）客户多元化，销售地点较分散，公司订单不会随单一品牌、单一地区的销售下滑而出现波动，具有抗压性。

强研发的垂直一体化生产模式是稳定交期及高利润率的保障。

（1）申洲国际的研发能力是其能够与核心客户深化合作的重要保障；（2）面料-成衣的垂直一体生产模式缩短了整体生产周期、保障了对客户的稳定交期、以及更可控的质量保障。

全球贸易环境不确定性的情况下，完善的海外产能布局使公司更具抗压性。

公司海外产能的爬坡均非常顺利，精准地把控了产能扩张的速度及质量；海外产能为客户提供了灵活的生产安排及贸易优惠；国内产能在研发、物流、配套产业等方面均具有不可替代的优势，也为海外工厂输送了大批高质量技术管理人员。

剔除收缩零售业务的影响，OEM 业绩基本符合预期。

2019 年全年实现营收 226.65 亿元(+8.2%)，实现归母净利润 50.95 亿元(+12.2%)。其中 2019H2 公司实现 123.85 亿元（+5.0%），归母净利润 26.79 亿元（+13.5%）若剔除零售业务，则 2019 年全年营收较 2018 年同比增长约 10.1%，归母净利润同比增长约 14.1%。2019 年全年建议派发股息合共每股普通股 1.9 港元，派息率约 50%。剔除零售业务收缩的负面影响，整体业绩基本符合市场预期。

行业承压的情况下，公司具备一定抗压性。

疫情对公司下半年订单带来了较大不确定性，但公司在行业整体受到冲击时仍具有相对的抗压能力：1）公司对中国市场（占比 31%）和日本市场（16%）的销售占比接近 50%，这两个地区目前疫情影响相对较小；2）公司主要采购基地在浙江宁波，对客户的采购有一定的安全保障；3）一体化的生产模式，短交期能力优势比较明显，适合疫情期间承接客户频繁调整的订单；4）海外一体化生产模式降低供应链依赖程度，海外工厂不会出现由于面料供应不足而出现停产的状况。

公司长期竞争优势不变：深度绑定的优质客户资源、强研发的垂直一体化生产模式、完善的海内外产能布局等。我们仍然长期看好公司的未来发展，维持“买入”评级。我们预测，2020-2022 年归母净利润分别为 55.2 亿元/62.7 亿元/72.4 亿元，同比增速分别为 8.4%、13.6%、15.4%，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 3.7 元/4.2 元/4.8 元。

3、 本周（4.6-4.10）报告更新

3.1、 开润股份 2020Q1 业绩预告点评——收入符合预期，预计全年仍能

实现稳定增长

公司公布 2020Q1 业绩预告，符合此前预期

公司公告 2020Q1 业绩预告，收入为 5.09-6.89 亿，同比增幅为-15%—15%，归母净利润为 3,181.43 万元—4,544.90 万元，同比下降 0—30%，符合我们此前预期。

预计 2020Q1 收入个位数下滑，净利润下滑 20%左右

1）收入端：由于国内外疫情影响，我们预计公司 2020Q1 收入为个位数下滑。三月下旬以来国内疫情趋于稳定，2C 端销售逐渐回暖。由于下游客户优先保障核心供应商利益，2B 业务受影响相对较小。由此我们预计全年收入仍可实现 10-20%的增长。2）利润端：我们预计 2020Q1 归母净利润下滑 20%左右，主要系诸如员工工资等固定费用短期不能缩减，但收入规模略有下滑，导致费用率上升所致。我们预计 2020 年公司会严格降本增效，积极维持新老客户订单，拓展新品类维持收入端增长。由此我们预计全年净利润仍可实现 10%左右的增长。

2C 端业务：强化品牌营销及电商渠道助力 2C 端，丰富品类提供新增长点

1）2019 年公司完成品牌升级策略，90 分品牌定位及产品线更加清晰，为 2020 年强化品牌营销打下了坚实基础。疫情期间处在蓄势阶段，预计疫情结束后，会有更多品牌推广措施落地。2）2019 年通过天猫超级品类日等活动不断强化自有电商渠道，预计 2020 年公司自有电商渠道会更加成熟。3）预计公司会围绕出行消费品继续丰富产品品类，以及推出低价格段产品，覆盖更广泛客群。

2B 端业务：新客户、新品类为 2B 业务提供增长动力

1）公司 2019 年通过收购印尼宝岛切入 NIKE 供应链体系，NIKE 作为运动服饰巨头，未来订单潜力较大，虽然短期受海外疫情影响，但长期逻辑不变。2）公司不断开发软包行业新客户、以及轻奢女包等新品类客户，未来持续增长可期。

我们预计 2019-2021 年归母净利润为 2.26/2.50/3.37 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 为 1.04/1.15/1.55 元（原值 1.28/1.76 元），当前股价对应 PE 为 25.9/23.4/17.4 倍，考虑到疫情影响是阶段性的，长期投资逻辑不变，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情影响 2C 业务需求，海外疫情影响 2B 业务订单等新。

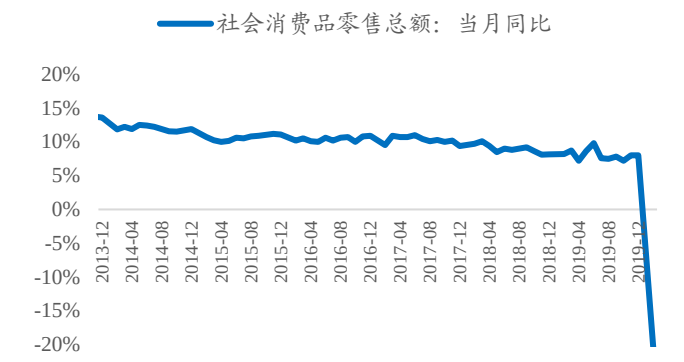
（摘自 2020 年 4 月 10 日发布的《开源证券--公司信息更新--开润股份：收入符合预期，预计全年仍能实现稳定增长--可选消费研究团队》）

4、 行业数据库更新：社零数据不佳，纺织品出口同比下降

4.1、 零售端：1-2 月社零数据受疫情影响较大

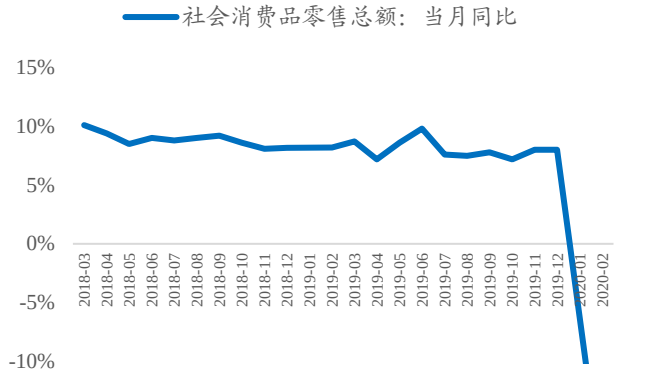
2020 年 1-2 月，社会消费品零售累计总额 52,129.80 亿元，同比减少 21.10%。2020 年 2 月限额以上零售企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比减少 30.90%; 2020 年 2 月限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额同比减少 4.00%。

图5：2013 年以来社消品零售总额增速有所下降（%）



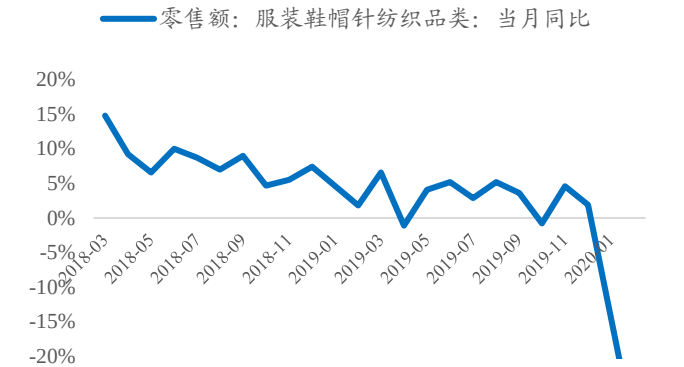
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：1-2 月社会消费品零售总额增速下降（%）



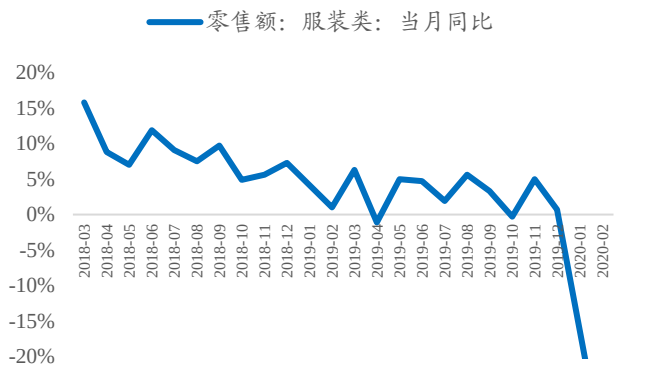
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2018 年至今限额以上零售企业服装鞋帽针纺织品类零售额增速下降（%）



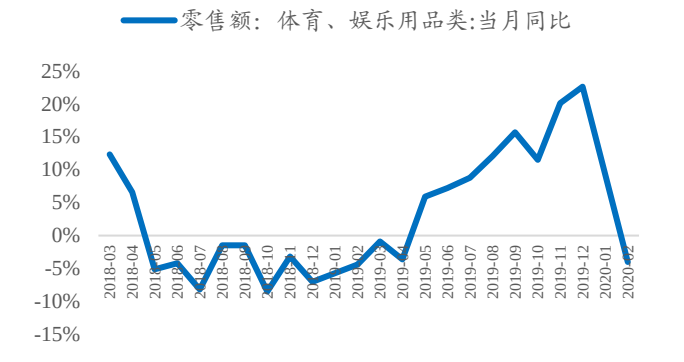
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2018 年至今限额以上零售企业服装类零售额增速下降（%）



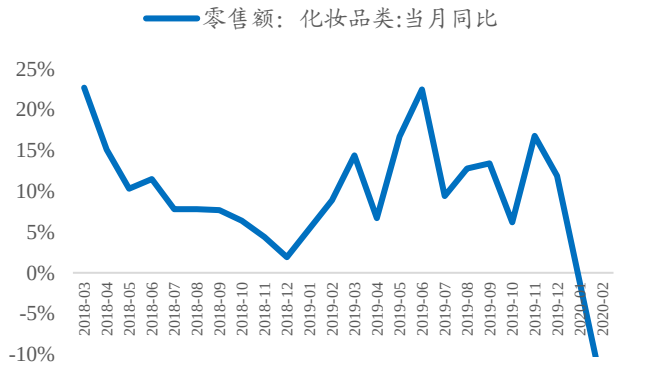
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2018 年至今限额以上零售企业体育、娱乐用品类零售额增速下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2018 年至今限额以上零售企业化妆品类零售额增速下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 出口：1-2 月纺织品出口同比下降，服装类出口金额同比下降

截至 2020 年 2 月底，据海关总署发布的数据显示，1-2 月我国纺织纱线、织物及制品累计出口金额 137.73 亿美元，同比下降 19.90%；服装及衣着附件 1-2 月的出口金额为 160.62 亿美元，同比下降 20%；主要系疫情及中美贸易摩擦不确定因素影响。

图11：2012 年至今纺织品出口增速下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2018 年至今服装及衣着附件出口增速下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 上游：棉花价格指数下降，羊毛进口价格上涨

中国棉花综合价格指数：本周（4 月 6 日至 4 月 10 日）为 85.82，较上周（3 月 30 日至 4 月 3 日）下降 3.32%。

棉花进口价格：2020 年 2 月为 1,753.04 元/吨，较 2019 年 12 月份 1,810.80 元/吨，下跌 3.19%。

羊毛进口价格：2019 年 12 月为 8,486.32 元/吨，较 11 月份 8,226.76 元/吨，上涨 3.16%。

粘胶短纤、长丝价格：粘胶短纤本周均价为 8,600.00 元/吨，较上周变动-3.37%。粘胶长丝本周均价 37,000.00 元/吨，与上周价格持平。

涤纶短纤、长丝价格：涤纶短纤本周均价为 5,330.00 元/吨，较上周变动-4.82%。涤纶长丝 POY 本周均价为 5,225.00 元/吨，较上周变动 7.73%。涤纶长丝 FDY 本周均价为 6,400.00 元/吨，较上周变动 6.67%。涤纶长丝 DTY 本周均价为 7,000.00 元/吨，较上周上升 2.94%。

国内棉布产量：2019 年 12 月棉布产量 41.00 万吨，当月同比下降 13.10%。

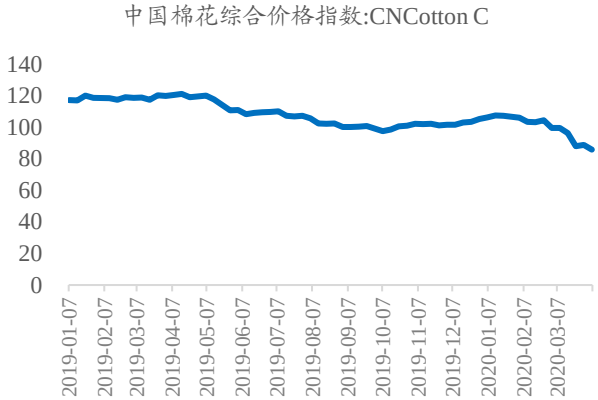
国内棉纱产量：2019 年 12 月棉纱产量 267.00 万吨，当月同比下降 4.90%。

图13：本周 Cotlook:A 价格上升（美分/磅）



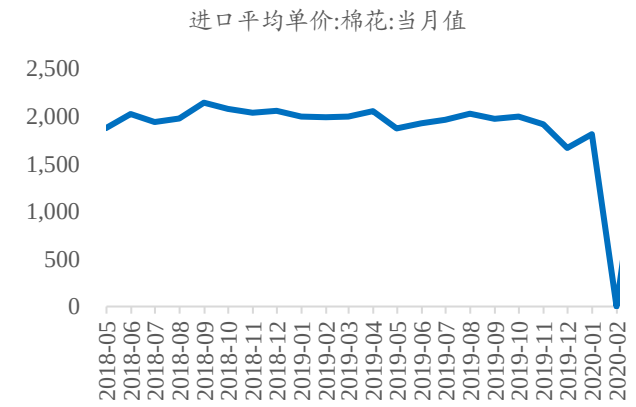
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：本周中国棉花综合价格指数有所下降



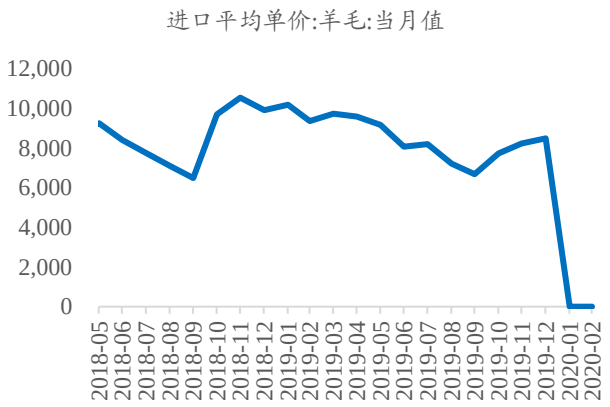
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2018 年至今棉花进口平均单价下跌（美元/吨）



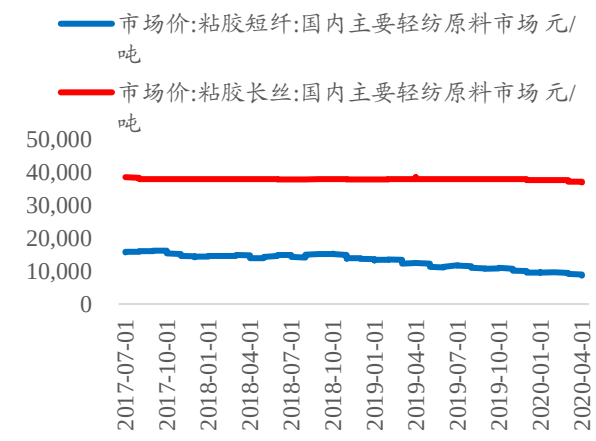
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2018 年至今羊毛进口平均单价下跌（美元/吨）



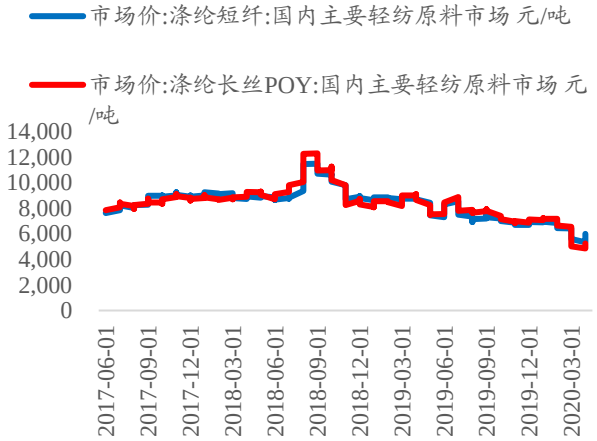
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2017 年至今粘胶短纤、长丝价格相对平稳



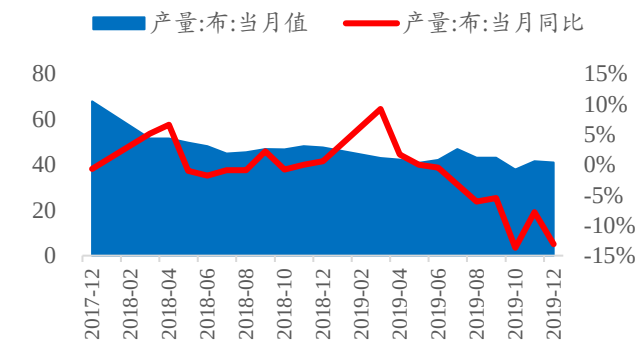
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2017 年至今涤纶短纤、长丝价格相对平稳



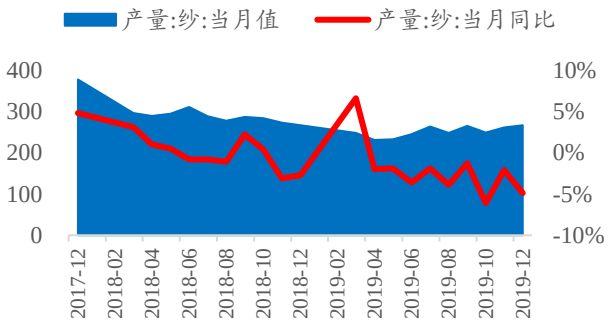
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2017 年至今国内棉布产量下降（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2017 年至今国内棉纱产量下降（万吨）



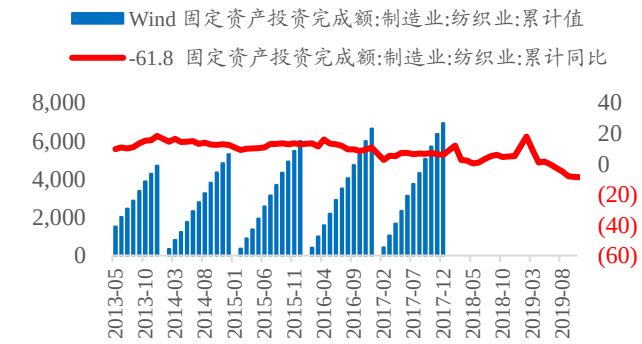
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、 行业投资：纺织行业投资增速下降，服装行业投资增速下降

纺织行业固定资产投资：2020 年 2 月，纺织行业固定资产投资同比下降 44.00%，较 2019 年 2 月同比增速有所下降（-61.80pct）。

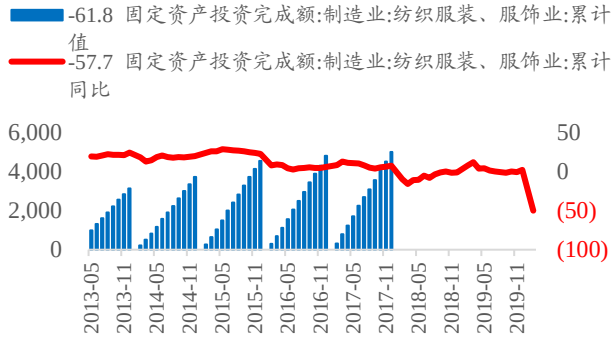
服装行业固定资产投资：2020 年 2 月，纺织服装行业固定资产同比下降 50.20%，较 2019 年 2 月同比增速有所下降（-57.70pct）。

图21：2013 年至今纺织行业固定资产投资完成额及增速下降（单位：亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2013 年至今服装行业固定资产投资完成额及增速下降（单位：亿元，%）



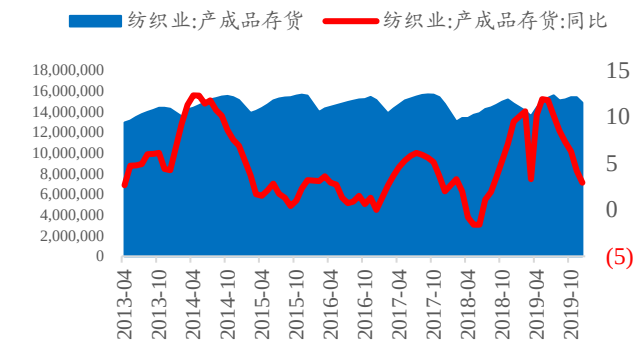
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.5、 行业库存情况：纺织业库存增速有所下降，服装行业库存增速略有下降

纺织行业库存情况：2019 年 12 月，纺织行业产成品库存 1,487.70 亿元，同比增长 2.90%，较上月增速有所下降（-1.30pct）。

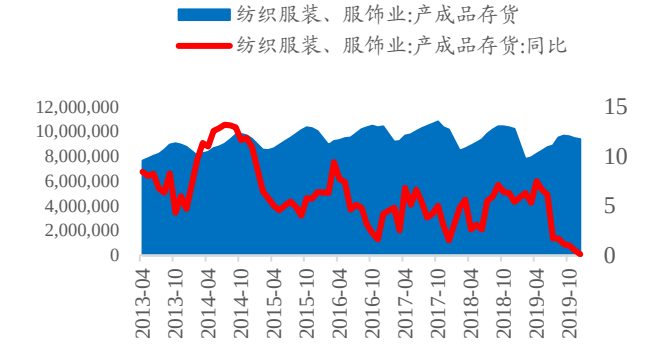
服装行业库存情况：2019 年 12 月，服装行业产成品库存 937.50 亿元，同比增长 0.10%，较上月增速有所下降（-0.40pct）。

图23：2015 年至今纺织业库存增速下降（万元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2015 年至今服装业库存增速下降（万元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 年内重点限售股解禁公司时间表

表3：年内重点限售股解禁公司时间表

					变动前(万股)			变动后(万股)			
代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益率(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	解禁股份类型
603877.SH	太平鸟	2020-01-09	27,623.40		47,887.92	20,049.38	41.87	47,887.92	47,672.78	99.55	首发原股东限售股份
300591.SZ	万里马	2020-01-14	6,505.23		31,200.00	11,440.00	36.67	31,200.00	17,945.23	57.52	首发原股东限售股份
603608.SH	天创时尚	2020-01-15	701.34	-17.02	43,006.59	31,660.41	73.62	43,006.59	32,361.75	75.25	定向增发机构配售股份
603839.SH	安正时尚	2020-02-14	29,458.80		40,182.79	10,551.42	26.26	40,182.79	40,010.22	99.57	首发原股东限售股份
603608.SH	天创时尚	2020-02-20	8,883.06		43,006.59	32,361.75	75.25	43,006.59	41,244.81	95.90	首发原股东限售股份
603238.SH	诺邦股份	2020-02-24	9,000.00		12,000.00	3,000.00	25.00	12,000.00	12,000.00	100.00	首发原股东限售股份
603908.SH	牧高笛	2020-03-09	4,364.07		6,669.00	2,304.93	34.56	6,669.00	6,669.00	100.00	首发原股东限售股份
603665.SH	康隆达	2020-03-13	6,272.92		10,000.00	3,727.08	37.27	10,000.00	10,000.00	100.00	首发原股东限售股份
002327.SZ	富安娜	2020-03-24	36.21		85,006.73	49,864.25	58.66	85,006.73	49,900.46	58.70	股权激励限售股份
603518.SH	锦泓集团	2020-04-02	152.97		25,239.55	24,846.12	98.44	25,239.55	24,999.09	99.05	股权激励限售股份
002291.SZ	星期六	2020-04-27	13,708.13	353.00	73,848.71	39,892.19	54.02	73,848.71			定向增发机构配售股份
002397.SZ	梦洁股份	2020-05-28	1,600.00		76,407.14	48,456.32	63.42	76,407.14			股权激励限售股份
603196.SH	日播时尚	2020-06-01	17,460.00		24,000.00	6,540.00	27.25	24,000.00			首发原股东

					变动前(万股)			变动后(万股)	
									限售股份
002875.SZ	安奈儿	2020-06-01	9,112.35		13,171.38	3,581.05	27.19	13,171.38	首发原股东限售股份
300658.SZ	延江股份	2020-06-02	10,800.00		15,167.50	4,200.00	27.69	15,167.50	首发原股东限售股份
002293.SZ	罗莱生活	2020-06-08	101.97		83,060.73	77,798.79	93.66	83,060.73	股权激励限售股份
603557.SH	起步股份	2020-08-18	25,107.72		47,423.97	21,890.25	46.16	47,423.97	首发原股东限售股份
002612.SZ	朗姿股份	2020-08-20	1,976.71	-12.35	43,507.07	22,394.16	51.47	43,507.07	定向增发机构配售股份
603558.SH	健盛集团	2020-08-31	3,211.81	-61.11	41,635.63	38,423.82	92.29	41,635.63	定向增发机构配售股份
603055.SH	台华新材	2020-09-21	62,555.42		76,664.35	14,108.93	18.40	76,664.35	首发原股东限售股份
603157.SH	拉夏贝尔	2020-09-25	18,707.88		54,767.16	14,580.30	26.62	54,767.16	首发原股东限售股份
002127.SZ	南极电商	2020-11-09	797.91	26.22	245,487.04	189,622.79	77.24	245,487.04	定向增发机构配售股份
603365.SH	水星家纺	2020-11-20	17,808.59		26,667.00	8,858.40	33.22	26,667.00	首发原股东限售股份
600448.SH	华纺股份	2020-11-30	1,015.23	-9.31	52,484.97	51,469.74	98.07	52,484.97	定向增发机构配售股份
603477.SH	振静股份	2020-12-18	12,650.00		24,000.00	11,350.00	47.29	24,000.00	首发原股东限售股份
002780.SZ	三夫户外	2020-12-21	266.89	3.21	14,557.13	10,474.55	71.95	14,557.13	定向增发机构配售股份

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 风险提示

全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、全球经济陷入衰退、行业存货积压带来大额减值等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835