



危机中求变，复苏下存机

——纺织服装2021年度投资策略报告

2020/12/28

纺织服装组

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

wangys@r.qlzq.com.cn

分析师：曾令仪

zengly@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740520080005

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- **危：行业受疫情冲击较大，需求已环比改善。**2020Q1国内疫情爆发，Q2疫情全球蔓延，导致行业内外需均受冲击。国内纺服社零增速Q1同比-32.2%，出口订单被取消或延迟，4月服装出口金额当月同比-30%。随着疫情的逐步控制，全球消费逐步恢复，内外需降幅均呈现逐季收窄趋势。至2020.11月纺服社零/服装出口当月金额增速均转正，分别为+4.6%/+3.6%。
- **变：危机之下，修炼内功。**国内品牌服装行业进入以“质”为先的阶段。渠道端虽多为净关店，但各品牌通过开大关小、门店升级、加大客流较旺的购物中心布局、适当提升DTC占比等方式提升渠道质量。同时，疫情也加速了全渠道融合的进度，各品牌通过直播、全渠道内容营销、激活私域流量等方式提升终端竞争力。而前两者均需要数字化升级及供应链提效的支持，因此该领域也成为各品牌布局的重点，整体运营能力得到提升。
- **机：需求复苏之下，关注优质赛道、运营明显改善的细分龙头。**1) **运动行业景气度延续，关注龙头。**疫情下运动服饰终端需求恢复快，且考虑到疫情后人们对健康重视度的提升，以及2021奥运会、2022年冬奥会及世界杯等体育赛事催化，需求有望保持快速增长，预计2019~2025年运动服饰CAGR达11.1%，远高于行业整体增速（3.6%）。同时在较高的研发及营销优势下，强者愈强，2010~2019年CR5集中度+22.1PCTs至66.3%。2) **需求恢复预期下，关注有扩产计划的细分龙头。**疫情加速行业出清，同时优质客户向头部供应商集中，龙头优势明显。当前海外终端库存较低（8月美国服装及面料库存为2014年来新低），未来在疫苗落地带动海外需求恢复的预期下，订单有望向好。而纺企开机率（10月为61.8%）及产能利用率（11月约95%）已恢复至较高水平，因此有扩产计划的细分龙头有望受益于下游需求的复苏。3) **关注运营能力及需求改善明显的低估值品牌服装。**随着内需稳健向好，2020Q3行业拐点已现，展望2021年在拉尼娜冷冬气候，以及2021年春节延后的催化下，需求有望持续向好。同时年内各品牌加速库存去化（2020Q3品牌服装存货规模同比-17.3%），2021年各品牌有望轻装上阵。因此整体运营能力提升的品牌有望充分受益于内需的复苏。
- **投资建议：**1) 运动赛道成长性佳&2021~2022运动大年驱动下，有望保持高景气度，看好多品牌全渠道发力的国内第一运动集团**安踏体育**（2021年35x）。2) 深度绑定终端需求恢复强劲的国际运动龙头品牌，且渠道优势明显，未来仍有拓展空间的高分红标的**滔搏**（2021年22x）。3) 纺织制造板块建议关注聚焦运动赛道，客户结构持续优化；且海外产能布局完善，后续扩产驱动业绩增长的**棉祿**及无缝内衣制造龙头**健盛集团**（2021年12x）。4) 品牌服饰板块建议关注赛道景气度高&龙头优势驱动下，童装业务表现稳健；同时剥离亏损业务**Kidiliz**及休闲装改革下，有望实现业绩反转、轻装上阵的**森马服饰**（2021年15x）。5) 终端恢复优于行业，且终端管理效率持续提升、高分红、估值仍有提升空间的**地素时尚**（2021年12x）。

- **风险提示：**疫情反复导致终端需求疲软、经济增速放缓超预期风险、棉价大幅波动风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

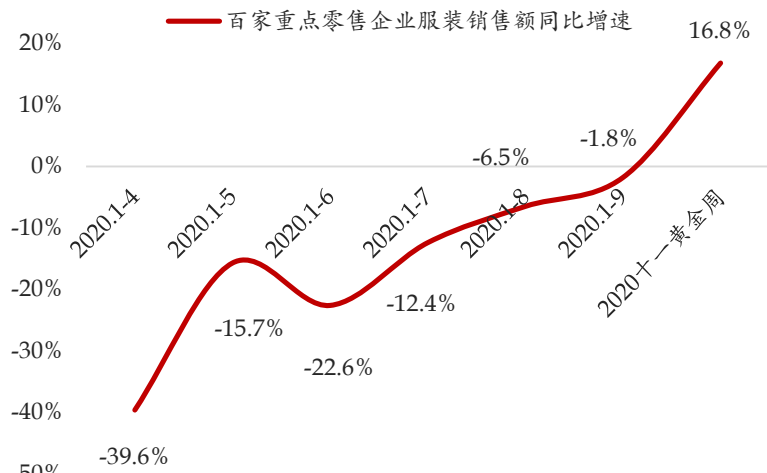
目 录

- ◆ 危：疫情冲击较大，需求已环比改善
 - 品牌服饰：短期业绩承压，龙头表现优于行业
 - 纺织制造：内外市场均受挫，Q3订单逐步恢复
- ◆ 变：危机之下，修炼内功
- ◆ 机：复苏之下，关注优质赛道、运营明显改善的细分龙头

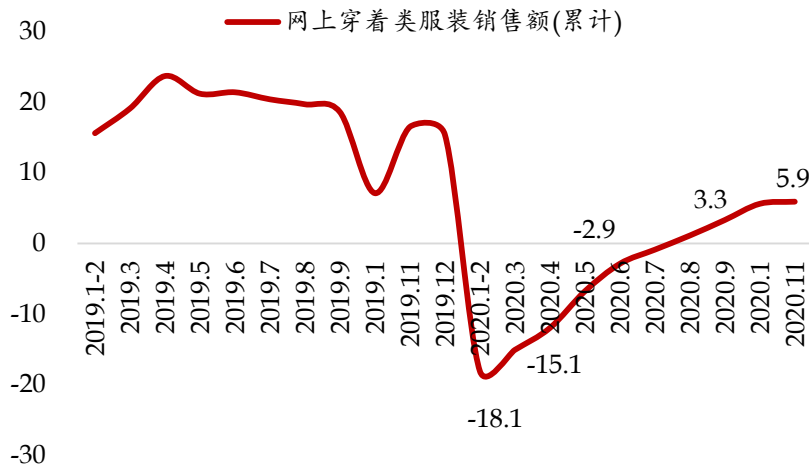
品牌服装：疫情突袭下，终端市场受挫

- 行业需求受疫情冲击较大，但已呈现逐季向好趋势。2020年初国内新冠疫情爆发，各地陆续封城，线下门店关闭、线上物流受阻，终端市场受到严重冲击。2020Q1纺服品类社零增速同比-32.2%，后续随疫情得到控制，消费逐步恢复，降幅整体呈现逐季收窄趋势，2020H1/20.1-9/2020.1-11月分别同比-19.6%/-12.4%/-7.9%
- 线上表现优于线下。分渠道看，线上线下呈现相同趋势，但得益于疫情下线下人流受限，消费习惯向线上转移，线上整体表现优于线下。网上服装销售额累计增速已于8月转正，至11月实现同比+5.9%。

图表：2020年百家重点大型零售企业服装零售额同比增速



图表：2019-2020.11线上服装销售累计同比增速（%）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：华商网，中泰证券研究所

资料来源：国家统计局，中泰证券研究所

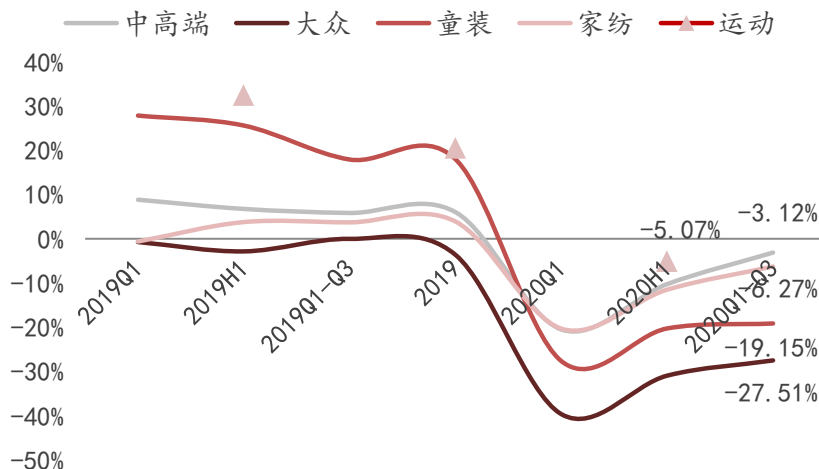
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

品牌服装：运动恢复快，中高端&家纺较稳健

- 随疫情逐步缓和，需求恢复，根据29家主要上市公司数据，我们发现运动服饰恢复较快，中高端及家纺在疫情中表现更为稳健：
- 运动头部品牌率先复苏，安踏/李宁/特步Q3流水均回正，Fila在高基数下实现20%以上的逆市增长。
- 同时，客群消费能力较强且VIP营收占比高的中高端品牌表现稳健，而大众服饰受疫情影响最大，2020Q3单季度二者营收降幅分别为-3.12%/-27.51%。
- 此外，或由于外出机会减少，家纺更新需求相应增长，2020Q3单季度营收降幅收窄至-6.27%。

图表：2019-2020Q3年各板块单季度收入增速



图表：2019-2020Q3国内四大运动品牌分季度流水增速

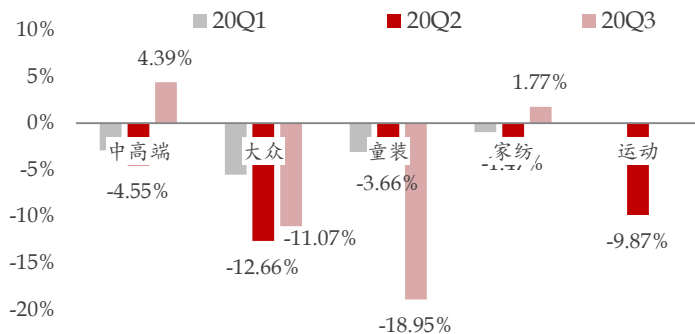
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
安踏							
安踏品牌	LDD	MDD	MDD	HDD	-20~-25%	-LSD	LSD
Fila	70%+	60%	50~55%	50~55%	-MSD	LDD	20~25%
其他品牌			30~35%	25~30%	-HSD	25~30%	50~55%
李宁(不包括李宁Young)							
流水	20~25%	20~25%	30~35%	35%	-HDD	-MSD	MSD
同店	MDD	MDD	HDD	20~25%		-MSD	LSD
特步							
流水	20%+	20%+	20%	20%+	-20~-25%	-LSD	MSD
361°							
主品牌	LSD	LSD	LSD	LSD	-25~-30%	-LDD	-HSD
儿童	LSD	HSD	HSD	HSD	-25~-30%	-LDD	-HSD

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

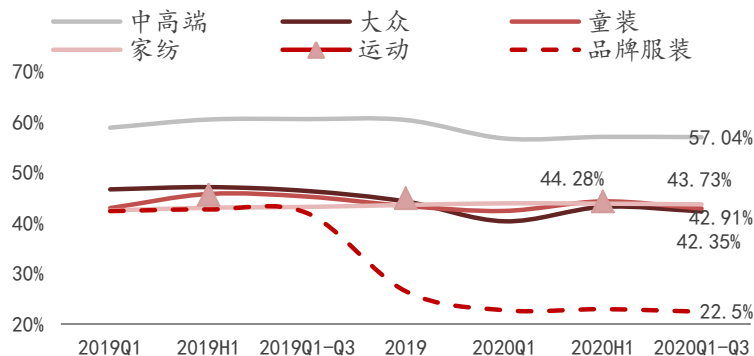
品牌服装：短期利润承压，龙头表现优于行业

- 去库存&线上引流，导致毛利率下降。各公司在终端需求受挫的情况下，通过加大折扣力度去库存，2020H1各板块库存规模较2019年底均有所减少（Q3中高端及家纺存货略有增长，因冬季备货所致），同时叠加本身折扣较低的线上销售占比提升，导致整体毛利率下滑。
- 弱市下龙头抗压能力强。2020Q1-Q3行业整体毛利率同比-19.5PCTs至22.5%，而细分板块头部公司得益于其较强的品牌力、全渠道布局优势，以及数字化运营能力，毛利率降幅远小于行业水平，家纺/运动/童装/中高端/大众分别同比+0.5/-1.3/-2.4/-3.6/-4PCTs。

图表：各板块存货规模较2019年变动幅度



图表：2019-2020Q3各板块分季度毛利率



图表：2020前三季度各板块及其部分头部公司毛利率同比变动幅度

板块	毛利率同比降幅	公司	毛利率同比降幅
中高端	-3.58%	地素	-0.07%
		歌力思	-1.06%
大众	-4.03%	太平鸟	-3.32%
		森马服饰	-2.17%
家纺	0.51%	罗莱生活	0.77%
		富安娜	2.32%
运动	-1.32%	安踏体育	0.80%
		李宁	-0.23%

资料来源：Wind，中泰证券研究所；

运动服饰品牌均为港股上市公司，仅披露半年数据；森马为休闲服毛利率变动幅度

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，中泰证券研究所运动服饰品牌均为港股上市公司，仅披露半年数据

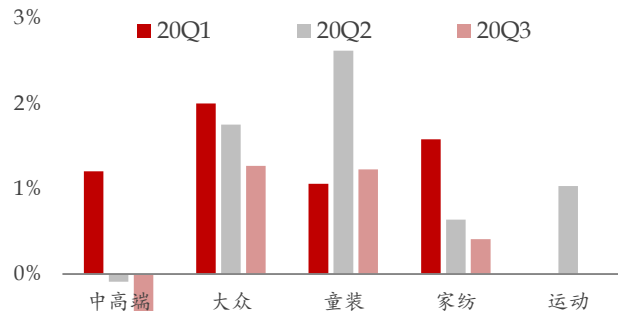
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

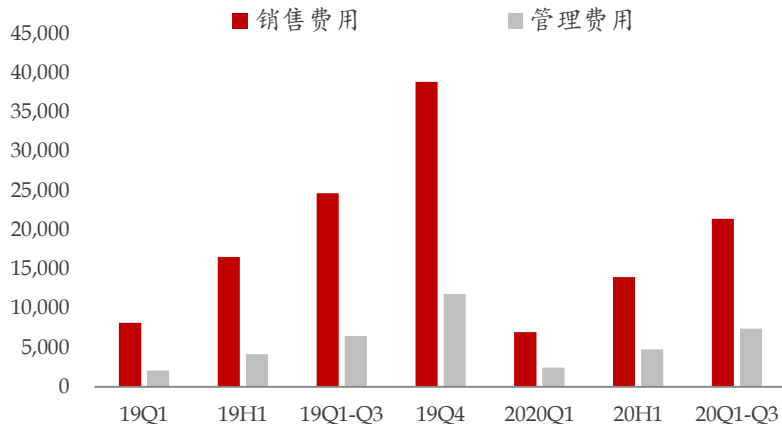
品牌服装：短期利润承压，龙头表现优于行业

■ **控费为全年主线。**在营收大幅下降的情况下，疫情期间部分刚性费用持续支出，导致费用率大幅提升，而净利率下降。因此，各公司严控管理费用，使其规模同比下降，费用率增幅也逐季下降；同时销售费用在线下活动减少以及开店节奏放缓的影响下，其规模同比和费用率增幅也呈现下降趋势。

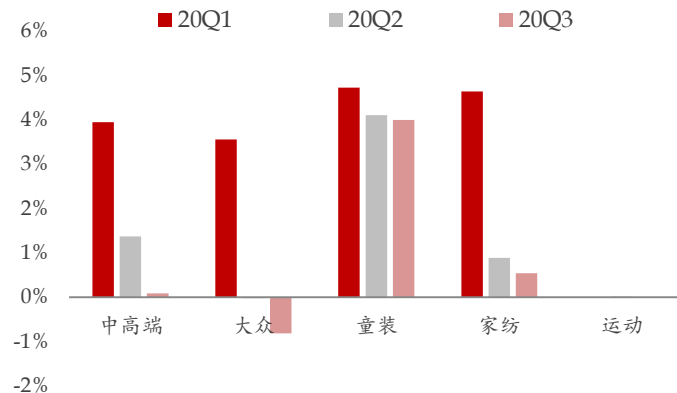
图表：2020年各板块分季度管理费用率同比变动



图表：2019-2020Q3品牌服饰行业整体销售费用及管理费用（百万元）



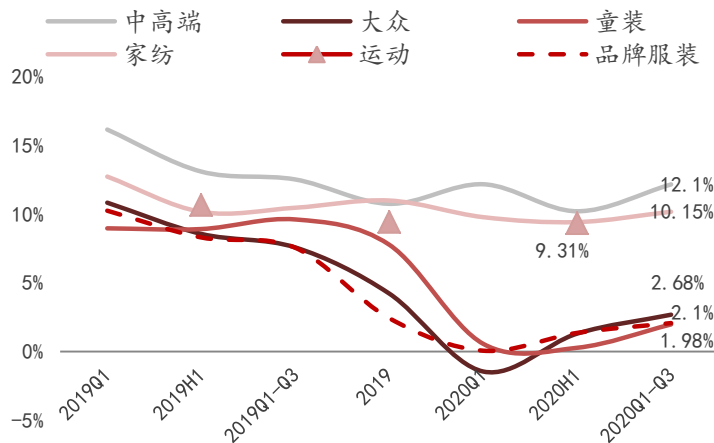
图表：2020年各板块分季度销售费用率同比变动



品牌服装：短期利润承压，龙头表现优于行业

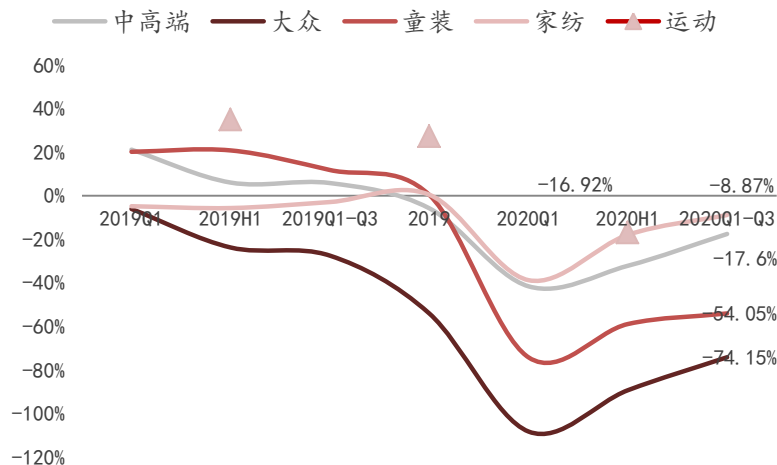
■ 在控费和终端需求逐步恢复下，至2020Q3中高端（同比-0.4PCTs）及家纺（同比-0.3PCTs）净利率基本恢复至去年同期水平，大众服饰及童装分别同比-4.8/-7.62PCTs。

图表：2019-2020Q3各板块分季度净利率



资料来源：Wind，中泰证券研究所（20Q3数据剔除锦鸿集团）
运动服饰品牌均为港股上市公司，仅披露半年数据

图表：2019-2020Q3各板块分季度利润增速



资料来源：Wind，中泰证券研究所（20Q3数据剔除锦鸿集团）
运动服饰品牌均为港股上市公司，仅披露半年数据

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

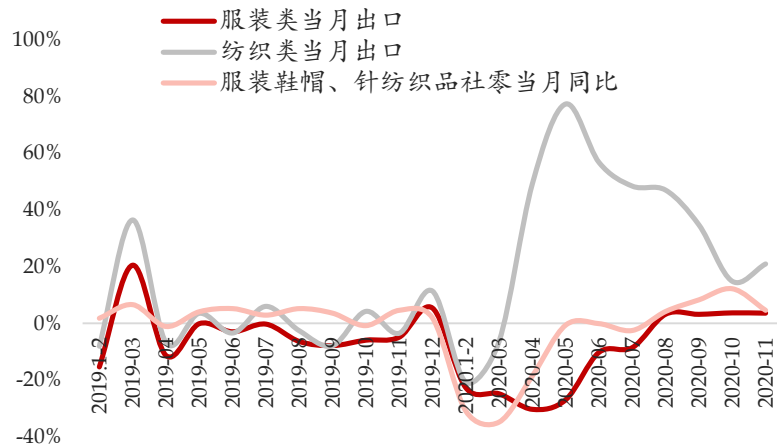
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

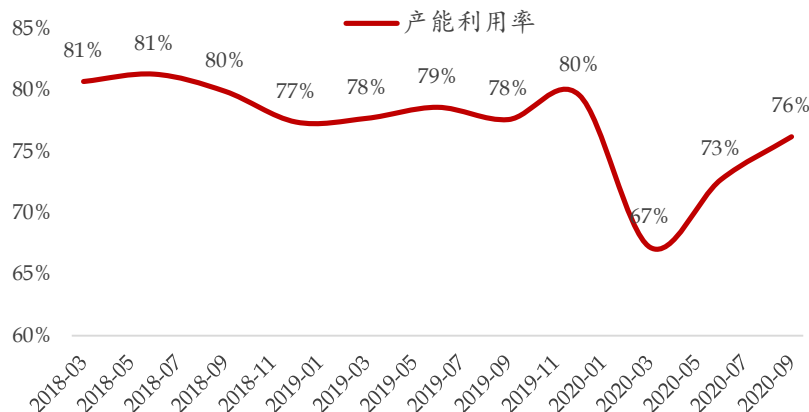
纺织制造：内外疫情相继爆发，纺织行业受挫明显

- **内需：**2020Q1国内疫情爆发，居家隔离导致纺织企业停工，行业产能利用率较2019Q4环比-13PCTs至67%。同时下游因隔离、封城影响，整体内需大幅下降，纺服社零同比-32.2%。
- **出口：**2020Q2海外疫情爆发，部分纺企出口订单被取消或延后，4/5月服装出口金额当月同比-30%/-27%，而纺织品出口金额同比+29.6%，主要受防疫类物资需求拉动。据《抗击新冠肺炎疫情的中国行动》白皮书统计，3月1日—5月31日，我国共出口口罩706亿只，防护服3.4亿套。

图表：2019-2020.11纺织品、服装出口及纺服社零当月同比增速



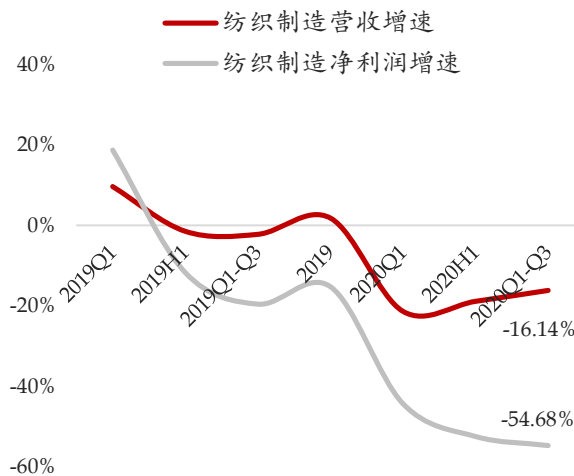
图表：2018.3-2020.9纺织行业产能利用率



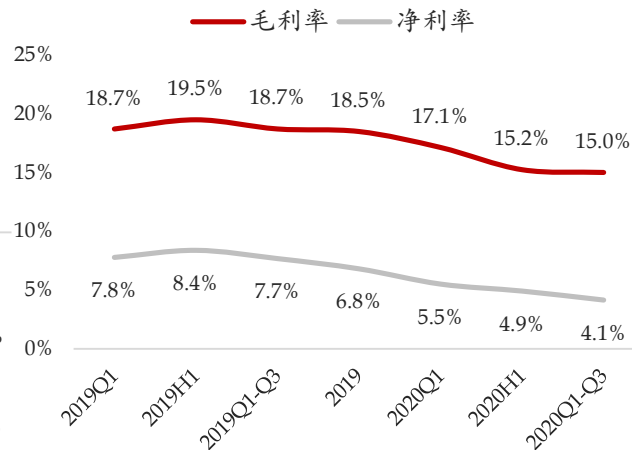
纺织制造：产能利用率不足，盈利能力下降

- 从主要上市公司数据看，由于订单受疫情影响，2020Q3营收累计同比-16.14%。而净利润同比-54.68%，降幅远大于营收，主要由于开工率不足，单位生产成本提升，导致毛利率/净利率分别同比-3.7/-3.5PCTs至15%/4.1%。
- 但随终端需求逐步恢复，同时冷冬预期下下游备货增加，9月开始整体订单逐步恢复，截至11月底，企业纺织、制造设备利用率已达到95%以上，为今年以来首次超过去年同期水平（中国棉纺协会跟踪数据）。而从生产到收入确认有滞后期，因此我们预计2020Q4-2021Q1行业利润有望好转。

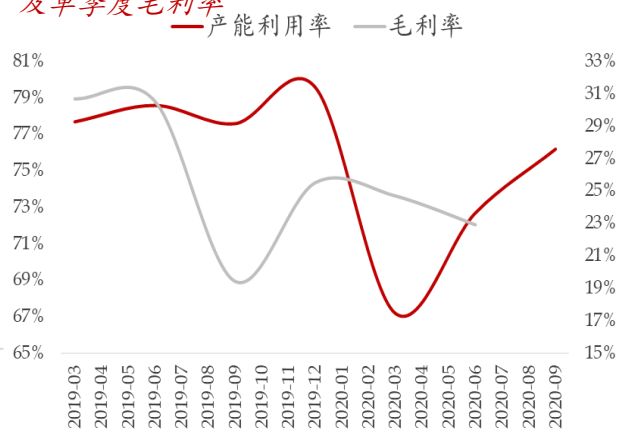
图表：2019Q1-2020Q3纺织制造收入累计增速



图表：2019Q1-2020Q3纺织制造毛利率及净利率



图表：2019.3-2020.9纺织行业产能利用率及单季度毛利率



目 录

- ◆ 危：疫情冲击较大，需求已环比改善
- ◆ 变：危机之下，修炼内功
 - 线下渠道加速优化，质>量
 - 线上快速增长，全渠道融合提速
 - 数字化升级，供应链提效
- ◆ 机：复苏之下，关注优质赛道、运营明显改善的细分龙头

线下渠道加速优化，质>量

- 国内品牌服装行业渠道已过快速扩张期，进入以“质”为先的阶段。此次疫情下各品牌也着重进行线下渠道的优化，2020前三季度多以净关店为主，如安踏/森马（不含K）/波司登（羽绒服业务）分别净关319/722/202家。
- 虽然渠道数量净减，但各品牌通过开大关小、提升客流较旺的购物中心店、门店升级等方式，优化渠道结构。

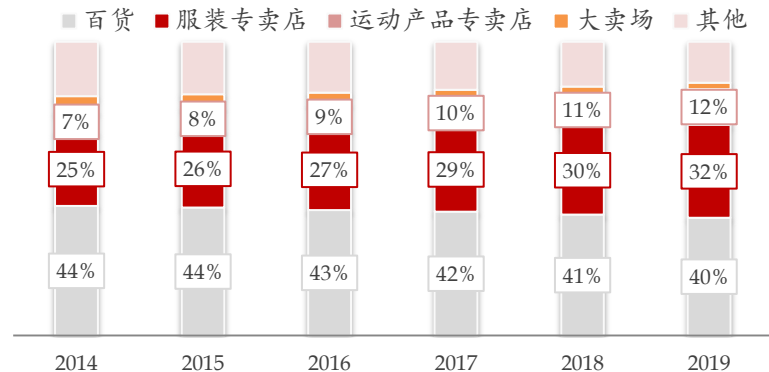
图表：2017-2020.1-9月各品牌终端渠道数量（家）

公司	2017	2018	2019	2020H1	2020.1-9	2020年变化
森马服饰（不含K）	8,423	9,123	9,556	8,834		-722
海澜之家(主品牌系类)	4503	5097	5598	5576	5536	-62
太平鸟	4251	4594	4496	4300	4384	-112
地素时尚	1038	1062	1104	1108	1116	12
歌力思	533	592	598	553	543	-55
波司登（羽绒服业务）	4466	4628	4866	4664		-202
九牧王（主品牌）	2462	2411	2501	2395	2352	-149
李宁	6262	7137	7550	6983		-567
安踏品牌	9467	10057	10516	10197		-319
Fila	1086	1652	1951	1930		-21

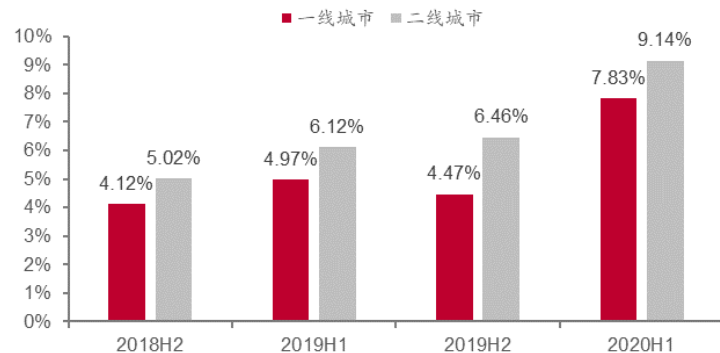
渠道加速优化，质>量

- “购物”已不是消费者去商业区的唯一目的，打发闲暇时间、好友聚会、拍照打卡潮流元素等越来越多的需求日益凸显，因此能提供多元化体验的商业综合体逐渐成为核心的客流聚集地。根据Euro monitor数据，2014~2019年百货渠道占比逐年下降，而以专卖店为主的购物中心在服装行业渠道占比稳步提升。
- 各公司也在加强购物中心渠道布局，我们预计，如过去以加盟为主的安踏、森马服饰和海澜之家品牌，目前购物中心渠道数量占比达20-30%，太平鸟该占比超30%。
- 同时，疫情对管控严格的一线城市商业影响较大，使得原先较低的购物中心平均空置率（5%以下）明显提升至近8%，而优质的国牌有望抓住次机会获得位置较好的铺位，尤其是过去长期由国际品牌占据的位置。

图表：2014-2019年国内服装行业线下渠道结构



图表：2018H2-2020H1国内一二线城市购物中心平均空置率



渠道加速优化，质>量

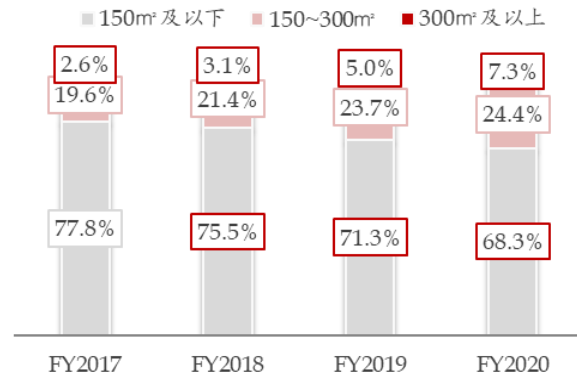
- 此外，因适当扩大门店面积，可容纳更多的SKU、提升陈列效果和客户体验感，从而吸引客流&延长消费者在店时间。近几年虽然各品牌整体门店数量增幅不大，但店均面积呈现提升趋势，
- 如森马服饰（不含K）的直营渠道、九牧王主品牌的直营和加盟渠道的单店面积在2020年均呈现提升趋势。
- 滔搏FY2017~FY2020 150~300m²/300m²及以上的大中型门店数量占比分别+4.9/+4.7PCTs至24.4%/7.3%，进一步巩固了公司的零售网络优势。

图表：2017-2020.1-9月各森马原有业务、九牧王主品牌店均面积（m²）

公司	渠道	2017	2018	2019	2020H1	2020.1-9
森马服饰 (不含K)	直营	198.3	203.5	200.2	212.4	
	加盟	176.6	189.3	192.9	188.9	
九牧王 (主品牌)	直营	73.9	82.6	94.3	95.4	99.0
	加盟	105.4	111.6	120.7	122.1	123.4

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：FY2017~2020滔搏直营门店面积结构

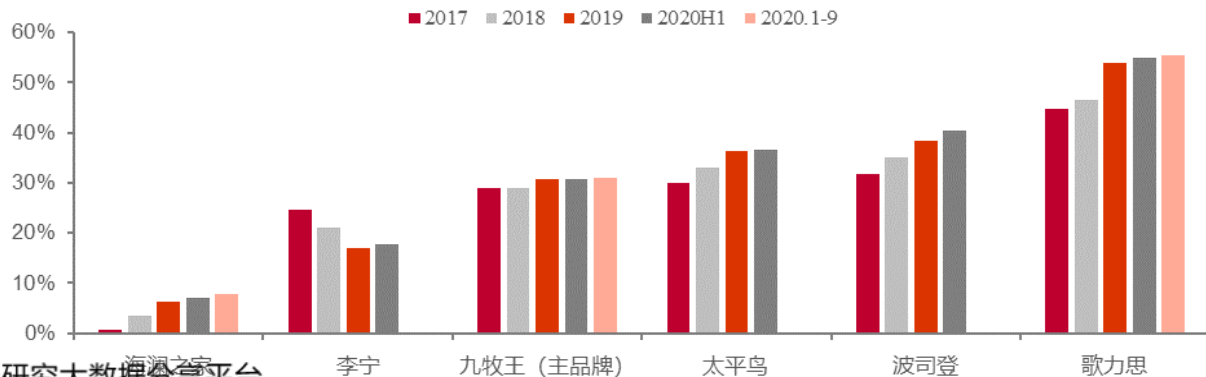


资料来源：公司公告，中泰证券研究所；2020财年截至时间为2020.2.28

线下渠道加速优化，质>量

- 终端需求千变万化，更快更准确获取和分析终端销售数据，有助于提升产品研发的准确性。因此多数品牌在“直面消费者”方面做布局，如通过提升一定比例的直营占比，来提高对终端渠道的掌控力，提升消费者购物体验，如：
 - 海澜之家：终端以加盟为主，但直营门店占比逐年提升，疫情下20Q3较2019年整体净关店，但直营净开75家；
 - 波司登：转型以来重视渠道掌控力的提升，疫情下成效显著，2020/21上半财年羽绒服业务直营收入+144.5%。
 - 安踏主品牌：公司2020.8月公告，将在国内11个地区开展直营+加盟商混合运营模式（此前为安踏→分销商→加盟商）。计划至2021H1，将所涉3500家(占有所有门店的35%)门店中60%的分销商门店收回直营，剩下40%依然由加盟商运营，但公司将向其输出直营化的标准运营。截至2020.11月中预计进度已过半，全年有望完成70-80%。

图表：2017-2020.1-9月部分品牌直营门店数量占比（%）



线下渠道加速优化，质>量

- 此外，门店升级也是提升消费购物体验的重要方式。统一不同城级的门店形象以明确品牌在消费者心中的定位；升级门店形象、优化产品陈列以及增设互动体验区域，以保证消费者对品牌的新鲜感、提升购物体验。
- 如近几年成功重塑品牌的波司登，其门店形象较过去焕然一新。
- 安踏主品牌推出九代店，并注入年轻化、专业化、数字化等元素；同时在部分一二线城市开设10代店。

图表：波司登新老门店形象升级



图表：安踏10代店（左），及9代店（右）



线上快速增长，全渠道融合提速

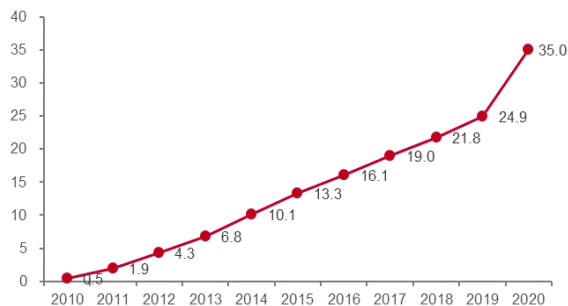
- 疫情期间线下门店关闭，导致线上购物成为主要的消费渠道。同时此次疫情持续时间长且辐射全国，加速了大家线上消费习惯的普及和培养。
- 3月国内实物商品网上零售额占社零总额的比从2019年末的约20%上升至23.6%，6月达到25.2%，疫情明显缓解的10月也保持24.2%的占比。从鞋服行业看，2010-2019年网购规模占比逐年提升，2020年提速，较2019年提升约10PCTs至35%。
- 从上市公司层面看，2020H1线上收入占比也较2019年明显提升。

图表：2018-2020.10国内实物商品网上零售额占社零总额的比%



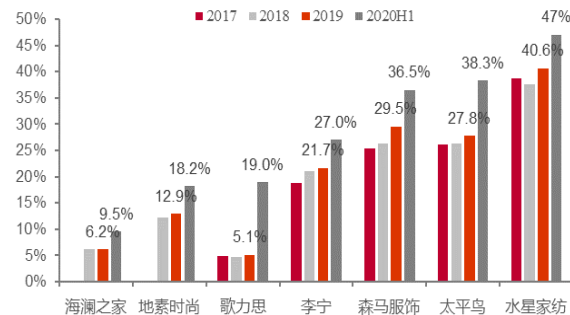
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：2010-2020年国内鞋服行业网购销售额占比



资料来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表：2017-2020H1部分公司电商收入占比%

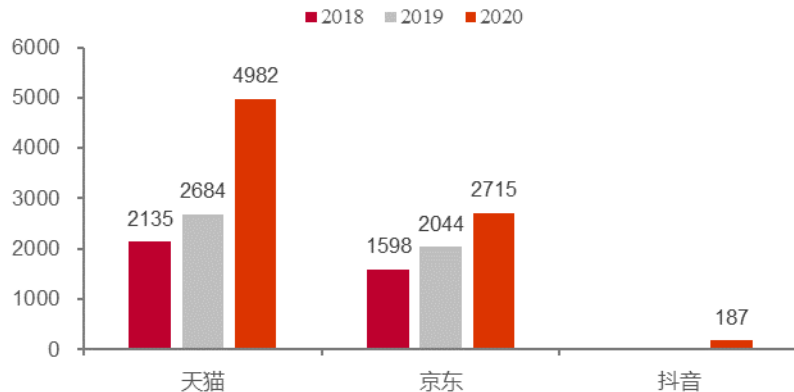


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

线上快速增长，全渠道融合提速

- 在线上业务快速发展的同时，其渠道也越来越多样化。除淘宝天猫、唯品会、京东三大主流平台外，抖音、微博、小红书等社交平台，以及微信、小程序等社群均成为重要的网购的渠道。
- 推广方式也多样化，直播因能多方位展示产品、与消费者实时互动，从而提升转化率。而服装类产品因毛利高、重购物体验以及非标准化的特点，与直播契合度高，因此其逐渐成为各品牌带货和品牌推广的重要方式。而疫情因线下渠道关闭，直播热度大增，如原本“高冷”的奢侈品也“下凡”直播，如Chloe、LV、Burberry等均进行直播带货。

图：2018-2020年双十一天猫、京东、抖音GMV（亿元）



资料来源：亿邦动力，中泰证券研究所；天猫2020为11.1-11.11日数据，与过去统计口径不可比

图：Chloe、LV直播带货



资料来源：品牌天猫旗舰店，中泰证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

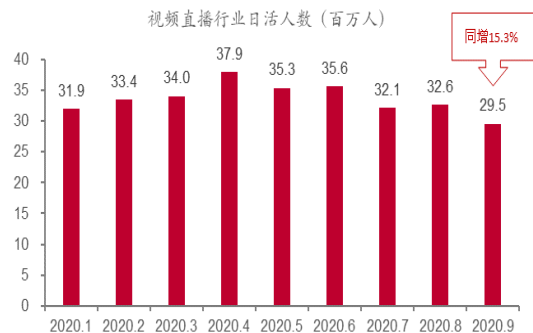
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

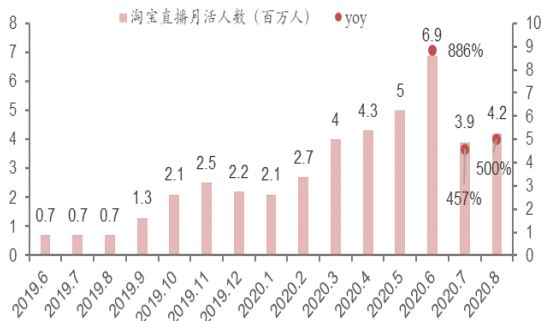
线上快速增长，全渠道融合提速

- 根据易观统计，今年国内视频直播行业日活人数均在3千万以上，9月随疫情缓和有所下降，但仍同比+15.3%；分平台看，淘宝直播APP月活人数也整体同比提升明显，8月达到4百万人，同比+500%；快手直播2020H1日活人数突破1.7亿人（2019年1亿人）（来源：《2020快手内容生态半年报》）。
- 2020双十一淘宝、抖音、快手的头部主播表现靓眼，薇娅/罗永浩/辛有志（单人）销售额分别约113/3/32亿元。

图：2020.1-9月直播行业日活人数（百万人）



图：2020.1-9月直播行业日活人数（百万人）



图：2020双十一淘宝、抖音、快手平台头部主播表现

平台	主播	粉丝数（万）	双十一直播时间	销售额（亿元）
淘宝	薇娅	3795	10.21-11.11	113
抖音	罗永浩	1489	10.25-11.11	3
快手	辛有志	7107	10.31-11.11	单人32，战队88

资料来源：易观分析，中泰证券研究所

资料来源：Questmobile，中泰证券研究所

资料来源：CC数据，中泰证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

线上快速增长，全渠道融合提速

- 疫情导致线下门店关闭，但在直播等打破线上线下界限的方式主推下，全渠道融合提速，各品牌也纷纷布局。一方面借助社交平台、电商平台活动、直播等方式提高公域流量转化率，另一方面也加大官方商城、小程序、云店、朋友圈等渠道的布局，同时通过门店导购自播、或根据消费者需求试穿指定产品等方式，解决的可视化弱的问题，充分激活私域流量。
- 地素时尚：加强全域营销，旗下DA/DZ品牌与薇娅合作5场直播GMV超2000万，小黄人系列周冬雨同款新品首发成交额刷新天猫女装小黑和记录（1800万+）（来源：淘宝数据汇总）。
- 太平鸟：除传统电商平台外，通过微博、小红书、抖音等社交平台与年轻消费者互动，同时实现各商品部门与电商部门打通，在全渠道为消费者提供时尚产品。其收入端Q2即转正，后续仍保持高于行业的速度复苏。
- 海澜之家：4月李小龙、大闹天宫、暴雪娱乐等5个IP的直播全渠道销售超4000万，618期间天猫平台男装直播销售排名第一（来源：淘宝数据汇总）。

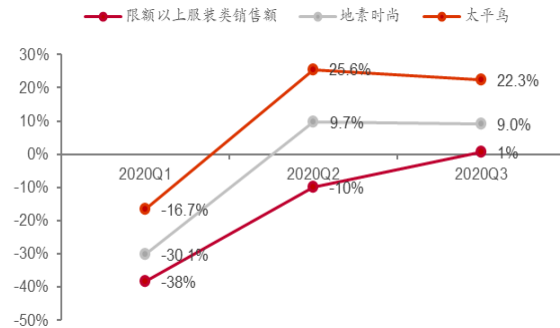
图：地素时尚天猫小黑盒子、薇娅



图：海澜之家：薇娅、罗永浩直播，李小龙IP



图：2020Q1-Q3地素时尚、太平鸟及纺服行业单季度收入增速%



资料来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：品牌官方微博，中泰证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 歌力思：推出的“超级周四”的品牌直播深受好评。
- 森马服饰：借助社群推广及云店，实现全员销售，目前巴拉云店覆盖率约70%，未来有望继续提升加盟渠道的覆盖率。
- 滔搏：微信公众号、APP、官网、云店、移动收银等数字化销售额占直营零售的比从疫情前的5%-10%，上升至峰值的40%-50%，疫情缓和后在10%-20%，仍较疫情前提升。

图：歌力思“超级星期四”

图：森马、巴拉直播，及云店

图：滔搏微信公众号、微信云店



数字化升级，供应链提效

- 潮流千变万化，消费者的审美、偏好也越来越多样化，对于与时尚高度相关的服装行业来说，对终端需求变化做出快速响应尤为重要。因此柔性供应链的已经逐渐从生产端延伸至设计端，通过对终端销售数据的分析进行拉式补货、备料，从而能及时发现爆款并进行快速补货，同时也能对滞销款进行生产控制，减少库存压力。
- 此次疫情也让终端备货更谨慎，对柔性供应的要求更高。各品牌通过降低首次订货比例，提高快反和快单的占比来提高售罄率、库存周转。尤其是一些需要紧跟潮流趋势、追求高周转的大众品牌，如太平鸟、森马补单率均有提升，促使整体存货周转加快。

图：森马、太平鸟、波司登优化供应链举措

公司	优化供应链举措	成效
森马	过去整体补单率20%左右，今年提升至30%；休闲装业务在华东进行柔性供应试点，冬季首铺比例35%；童装线上补单率50%+，线下20-25%	存货规模下降、周转加快；疫情下终端折扣可控；休闲装试点区门店周转天数较其他区域少30%
太平鸟	TOC，优选供应商，打通各部门和供应链各环节，将快反从生产端延伸至研发端；冬夏款线下首单占比降至70%以下	售罄率提升、周转加快、终端收入高增长
波司登	经销商首订比例从40%下降到30%，快反时间从15~20天减少至15天以内	全渠道库存去化约50%

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：公司公开电话会议，中泰证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图：2019Q1-2020Q3森马服饰、太平鸟存货周转天数



资料来源：Wind，中泰证券研究所

数字化升级，供应链提效

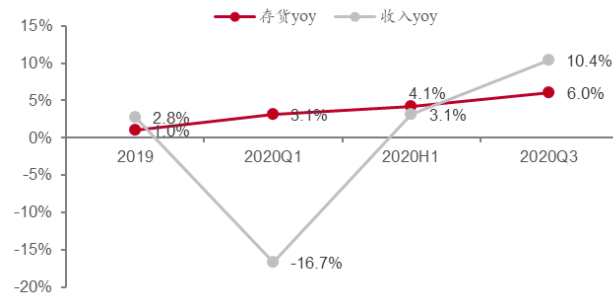
- 而在全渠道下，实现各渠道存货、消费数据的互通，以及通过对前端消费需求分析来指导产品研发、提升供应链各环节效率，这些都需要强大的数字化平台支撑，因此各公司也在加强数字化升级。
- 如滔搏自主开发的大算app围绕前线员工（人）、商品管理（货）及门店运营（场）三个方面。
- 太平鸟打通各品牌事业部与电商部门，以及供应链各环节，通过数字化驱动新品研发、生产。在疫情影响下，2020前三季度收入增速高于存货增速。

图表：滔搏数字化运营



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：2019-2020Q3太平鸟存货及收入增速%



资料来源：Wind，中泰证券研究所

目 录

- ◆ 危：疫情冲击较大，需求已环比改善
- ◆ 变：危机之下，修炼内功
- ◆ 机：复苏之下，关注优质赛道、运营明显改善的细分龙头
 - 运动服饰：高景气度延续，关注龙头
 - 纺织制造：海外需求恢复预期下，关注有扩产计划的细分龙头
 - 品牌服装：关注运营能力及需求改善明显的低估值品牌服装

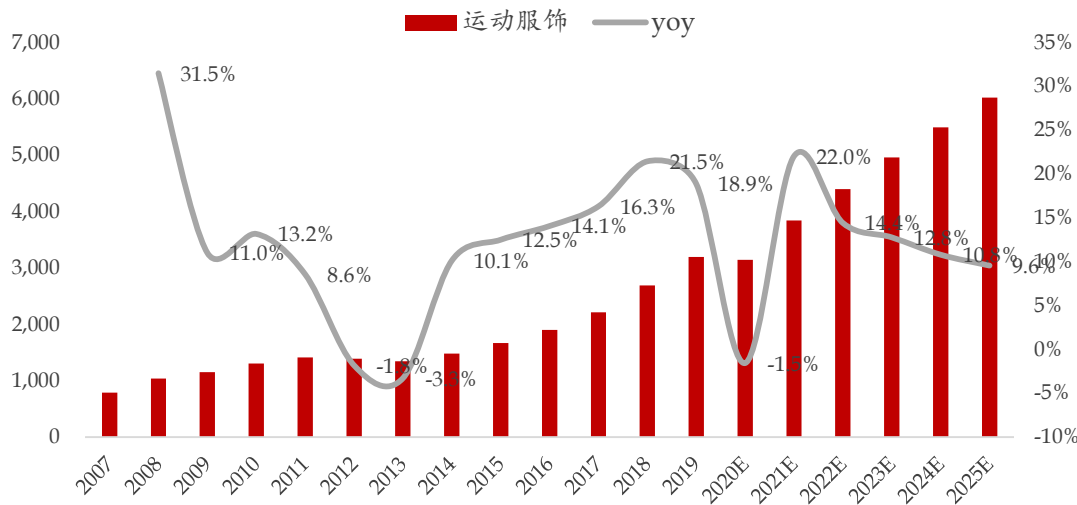
运动服饰：高景气度延续，关注龙头

■ 运动服饰景气度高，增长趋势有望延续。运动行业本身景气度高于其他服装子行业，2007~2019年运动服饰行业CAGR为12.4%，高于行业整体增速3.9PCTs。考虑到疫情下运动服饰恢复优于行业，且疫情后人们对健康重视度的提升，以及2021奥运会、2022年冬奥会及世界杯等体育赛事催化，需求有望保持高景气。据Euromonitor预计，2019~2025年运动服饰CAGR为11.1%，远高于行业整体增速（3.6%）。

图表：2007-2025E中国服饰及各子板块增速

板块	市场复合增速		
	2007~2019	2019~2025E	2007~2025E
鞋服行业	8.4%	3.6%	6.8%
运动服饰	12.4%	11.1%	11.9%
儿童服饰	10.6%	11.0%	10.7%
男性服饰	7.8%	2.2%	5.9%
女性服饰	8.5%	2.3%	6.4%

图表：2007~2025E中国运动服饰市场规模（亿元）及增速



运动服饰：高景气度延续，关注龙头

- 行业集中度高，头部品牌份额持续提升。运动产品的专业性使其较其他品类拥有更高的研发壁垒，同时对潮流敏感度相对其他服装品类低，且产品标准化，规模优势下行业集中度较高，且仍在持续提升。2019年国内前十大品牌市占率较2010年+23.2PCTs至81%，其中CR5+22.1PCTs至66.3%，龙头优势明显。

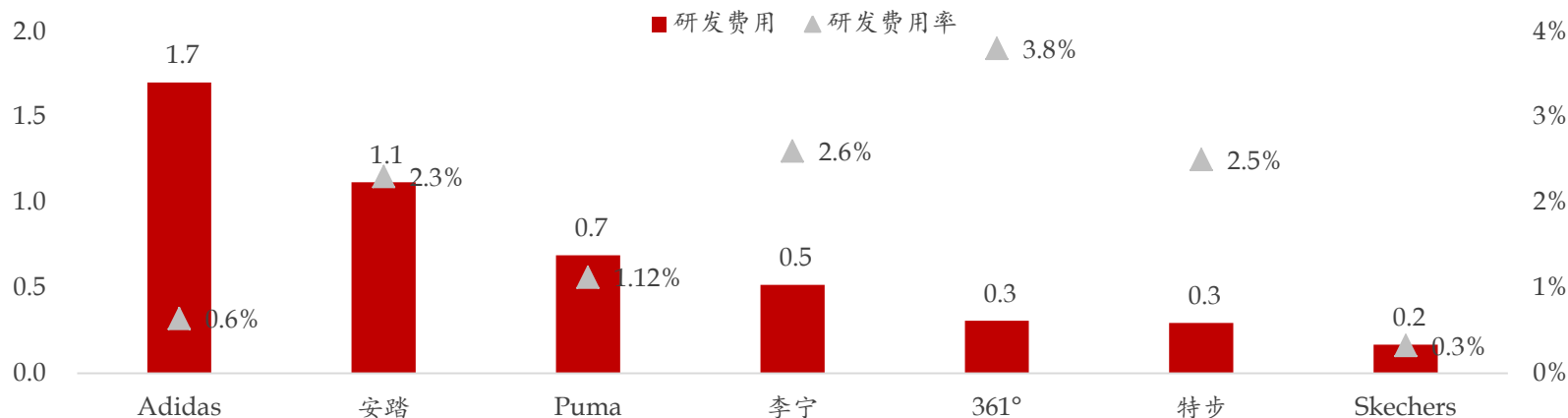
图表：2010-2019中国市场Top10运动品牌市占率

品牌	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Adidas	9.5	10.7	13.3	15.0	14.8	15.3	16.1	18.3	19.1	20.2
Nike	11.3	12.5	13.7	14.0	14.3	15.5	16.9	18.1	18.7	19.0
Anta	8.2	9.0	7.9	7.7	8.5	9.4	9.8	10.2	10.9	11.0
Skechers	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	2.1	3.5	4.6	5.7	6.8
李宁	12.0	10.1	7.3	6.6	6.6	6.9	6.6	6.2	6.0	6.3
Fila	0.3	0.5	0.7	1.0	1.5	2.0	2.3	2.5	3.8	5.5
特步	6.5	7.6	7.9	6.2	6.4	6.2	5.5	4.4	4.5	4.9
361度	7.2	7.5	6.8	5.1	5.1	5.1	5.0	4.5	3.7	3.1
New Balance	0.9	0.9	1.6	2.6	3.6	3.9	4.0	3.3	2.6	2.1
Converse	1.7	1.8	2.1	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1
合计	57.8	60.9	61.8	61.2	63.9	68.8	72.0	74.4	77.2	81.0

运动服饰：研发创新优势，打造品牌基石

■ 龙头运动品牌具备研发优势，可持续投入巨额研发费用，积累技术资源，进一步加深护城河。同时在需求端，相较其他服装品类，消费者更注重产品的功能性及专业性，品牌商可借助研发构筑其竞争壁垒，如Nike Air，Adidas Boost等，引领行业的发展。

图表：国内外各品牌最新财年研发费用（亿美元）及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：国内外各品牌专利数量

	Nike	Adidas	安踏	Puma	Asics	李宁	361°	特步	Mizuno	Skechers
近十年专利数量	31457	2777	826	593	169	380	313	591	464	169

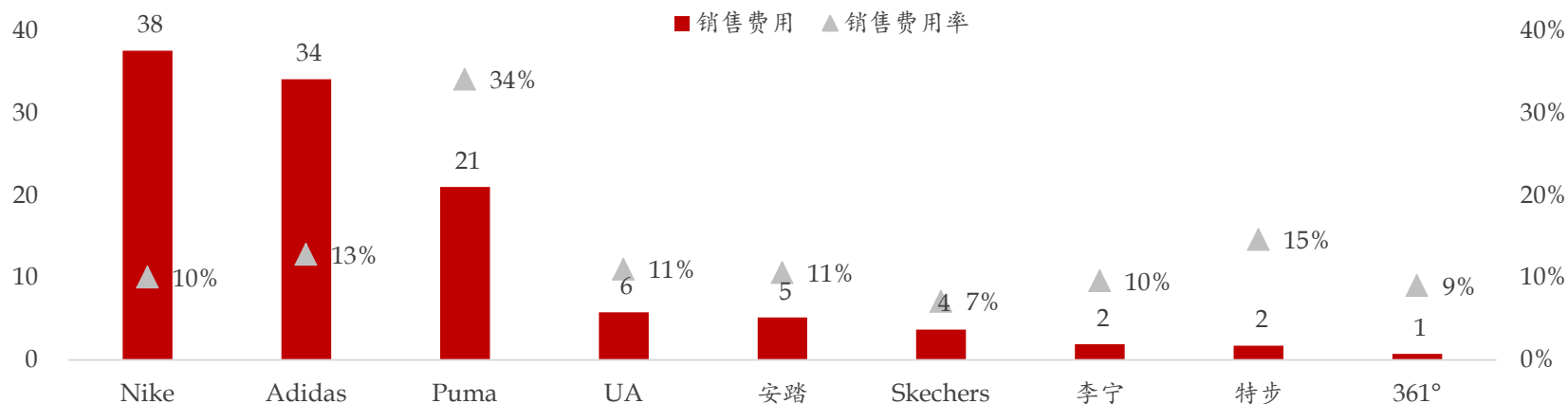
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

运动服饰：包揽优质体育资源，加深品牌壁垒

- 龙头运动品牌具备营销优势，综合型龙头运动品牌能够获取更多的优质营销资源，不断扩大品牌影响力，巩固行业地位。
- 头部体育资源具备稀缺性及排他性：如每届奥运会只在每个行业中选择一个TOP赞助商。此外，头部的体育明星与品牌签约期通常为5~10年，可覆盖其运动生涯的黄金时期，部分体育巨星甚至可签订终身合约（Nike与乔丹、詹姆斯，Adidas与麦迪，Reebok与艾弗森，李宁与韦德）。
- 资金实力雄厚、有一定品牌影响力的公司往往更具竞争优势。

图表：国内外各品牌最新财年销售费用（亿美元）及占比



安踏体育：国内运动龙头，多品牌全渠道发力

- 运动服饰赛道空间大、成长性佳，龙头规模优势明显。安踏作为国内第一运动品牌，凭借领先的产品设计研发能力、优质的品牌营销资源构筑核心竞争优势，精准差异化定位的多品牌矩阵形成强大护城河。
- 疫情下体现龙头韧性，至2020Q3终端流水全面回正，主品牌/Fila/其他品牌分别同比+LSD/+20%+/+50%+。
- 主品牌DTC转型，提供可持续增长动力。公司将开展直营+加盟商混合运营模式，计划将约2100家门店（占比21%）的分销商门店收回直营，通过直营化、数字化转型促进品牌提效，增厚公司利润。
- 多品牌运营能力强，各品牌有望梯次爆发。Fila通过童装及潮牌组合发力，新品牌Descente于2019H1实现盈利，Kolon 2020Q2流水逆市增长，Amer预计2020H2恢复盈利，助力公司成为国际领先的运动品牌集团。
- 预计2020/21/22年净利润至51.15/75.15/89.7亿元，分别同增-4.31%/46.94%/19.36%，对应EPS分别为1.89/2.78/3.32元，对应PE 49/35/29倍（2020年12月25日收盘价），维持“买入”评级。
- 风险提升：宏观经济不景气导致终端销售下滑；主品牌增长低于预期；新品牌门店扩张进展低于预期。

图表：2019-2020Q3安踏季度流水增速及2020.10-11月天猫旗舰店销售额增速

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020.10-11
流水同比								官旗销售额同比
安踏品牌	LDD	MDD	MDD	HDD	-20~-25%	-LSD	LSD	
大货	HSD	LDD	LDD	HSD	-20%+	-LSD	由负转正	28%
儿童	20~30%	30%	25%	~25%	-20%+	MSD	LDD	47%
电商	MDD	25%	30~35%	40%+	MSD	40%+	+50%	
Fila&其他	65~70%	55~60%						Fila/kids/Fusion分别
Fila	70%+	60%	50~55%	50~55%	-MSD	LDD	20~25%	59%/103%/161%
其他品牌			30~35%	25~30%	-HSD	25~30%	50~55%	Descente/始祖鸟分别
								196%/118%

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

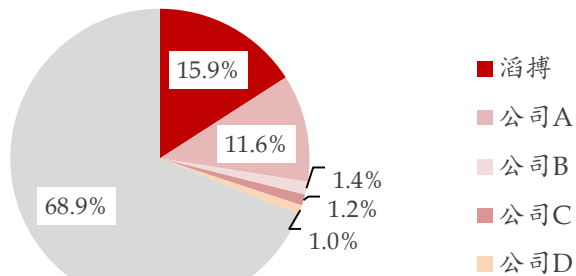
资料来源：公司公告，淘数据汇总，中泰证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

滔搏：运动服饰零售商龙头，高分红稳增长

- 深度绑定国际龙头品牌，保障公司可持续增长。公司为Nike、Adidas国内最大的零售伙伴，可分享品牌成长及行业集中化红利，形成其天然的竞争优势。同时疫情下主力品牌（20H1收入占比87.9%）中国地区业务恢复强劲，2020Q3 Nike/Adidas固定汇率营收分别同比+8%/+5%，有望带动公司业绩复苏。
- 渠道优势明显，未来仍有拓展空间。零售行业渠道为王，公司拥有国内最大的运动服饰门店网络，规模及先发优势明显。未来有望通过门店下沉、结构优化及面积扩张，带动营收利润双增长。
- 数字化全渠道布局，助力终端提效。公司加快了数字化建设，多场景触达消费者，超90%的门店可实现离线销售。同时注重会员管理，FY2021H1公司累计注册会员数量同比+65.1%至3310万人，消费占比+15.9PCTs至97.3%，为长期可持续发展打下了坚实的基础。
- 公司现金充沛且派息率高。FY2020/FY2021H1股息支付率分别为50%/250%，其中疫情下派发特别股息40分/股，体现公司资金实力。
- 预计FY2021/22/23年净利润分别为23.1/26.4/30亿元，分别同增0.32%/14.31%/13.43%，对应EPS分别为0.37/0.43/0.48元，对应PE 25/22/19倍（2020年12月25日收盘价），维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情反复，导致终端需求疲软。行业竞争加剧，开店速度及店效提升不及预期。线上消费冲击。

图表：2018年国内TOP5运动鞋服市场参与者市占率



图表：部分海外及国产运动服饰品牌不同城市线门店分布

城市线	海外品牌	国产品牌
一线城市	56%	44%
二线省会城市	52%	48%
东部二线城市	41%	59%
东部三线城市	34%	66%

资料来源：公司公告，百度地图，中泰证券研究所，数据截止2020.3月
海外品牌包括Nike、Adidas、Puma、Skechers；国内品牌为安踏、李宁、特步、361°

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

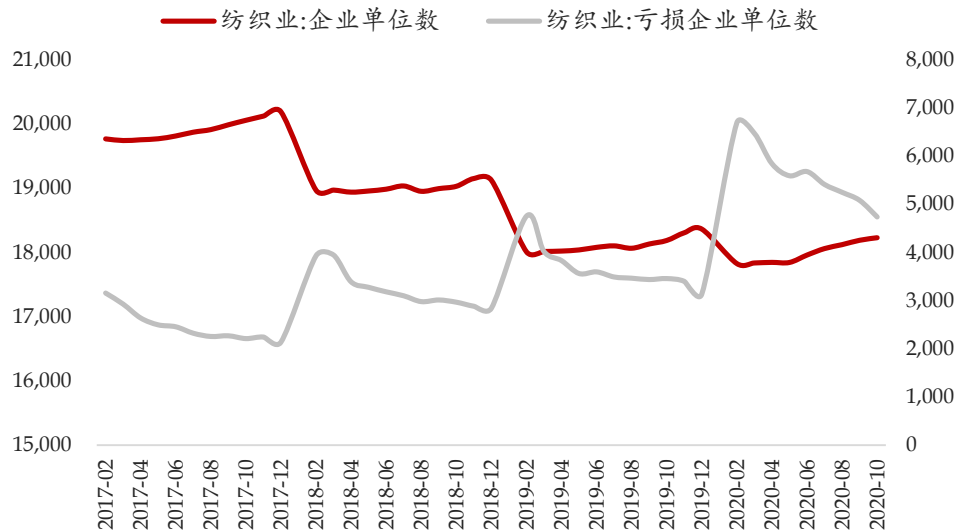
资料来源：Frost&Sullivan，公司公告，中泰证券研究所
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

纺织制造：海外需求恢复预期下，龙头份额有望提升

- 疫情下产能加速出清，行业集中度有望提升。2017年至今国内纺织行业长尾产能持续出清，2020年10月国内纺织企业数量较2017年10月（剔除季节性影响）减少1827家至18228家，而亏损纺织企业数量增长2524家至5246家，亏损率+15PCTs至26%。在此趋势下，行业集中度有望提升。

图表：2017-2020. 10月国内纺织企业数量及亏损企业数量



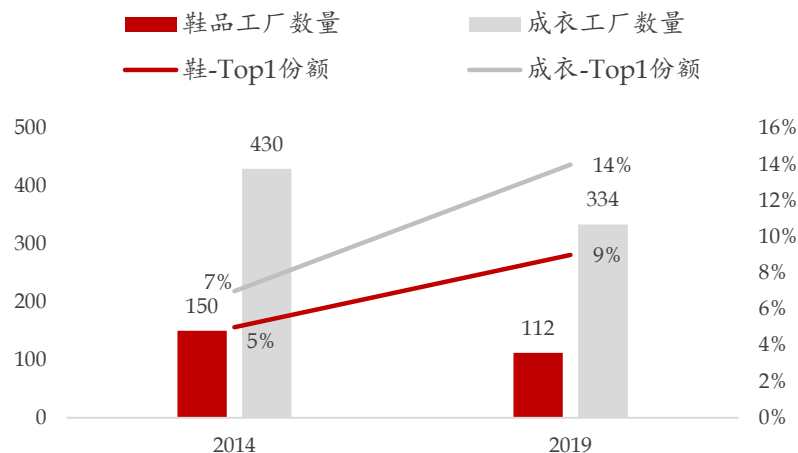
图表：2017-2020. 10月纺织业亏损企业数量占比



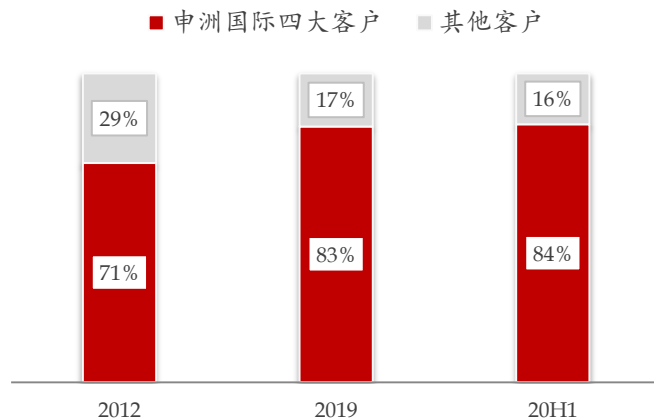
纺织制造：海外需求恢复预期下，龙头份额有望提升

- 优质客户向头部供应商集中，龙头优势明显。龙头纺织企业供应链稳定、具备小单快反能力，以降低市场风险，提升周转效率，在疫情等特殊情况下，优势尽现。
- 成衣制造龙头申洲国际2020H1营收（剔除零售业务）同比+2.3%，净利率同比+4%。需求端前四大核心客户营收占比持续提升，2020H1同比+2.1PCTs至83.5%；同时供给端逆市扩产，为明年产能释打下基础。
- Nike供应商数量逐年减少，且头部供应商占比持续提升，2018财年前五大成衣/鞋类工厂占比分别为47%/69%，2019财年鞋品/成衣的第一大工厂份额分别为9%/14%（较2014年+4/+7PCTs）。

图表：2014、2019年Nike代工厂数量及第一大工厂占比



图表：2012、2019、2020H1申洲国际四大客户集中度



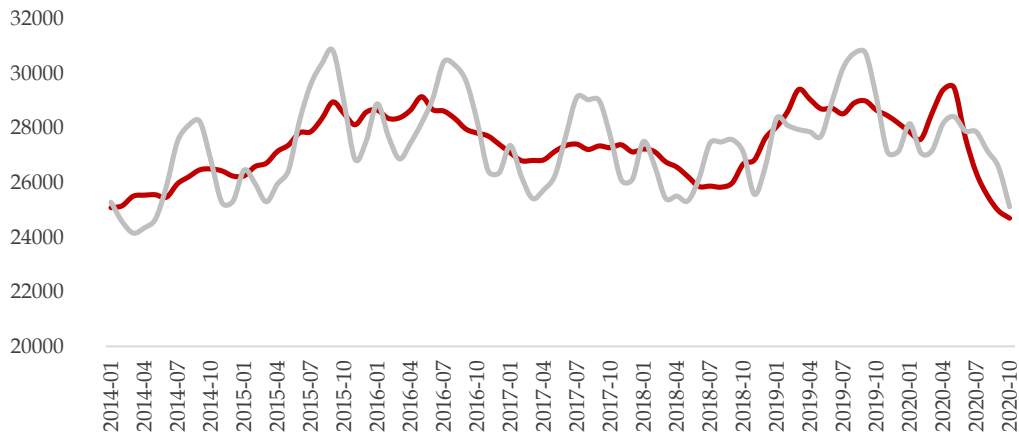
纺织制造：海外需求恢复预期下，龙头份额有望提升

■ 海外需求恢复&疫苗预期，未来订单有望向好。

➤ 渠道端：海外库存处于低位，补库有望驱动需求增长。海外需求受新冠疫情重创，渠道商整体对终端需求的预判较为谨慎。在经历了谨慎采购及库存去化的过程后，未来在疫苗落地预期下终端需求有望回升，进而驱动补库需求增长。如美国服装及面料库销比于2020年4月达到6倍（2019年为2~2.5倍），8月恢复至较正常水平（2.5倍），同时库存规模回落至2014年以来的低位。

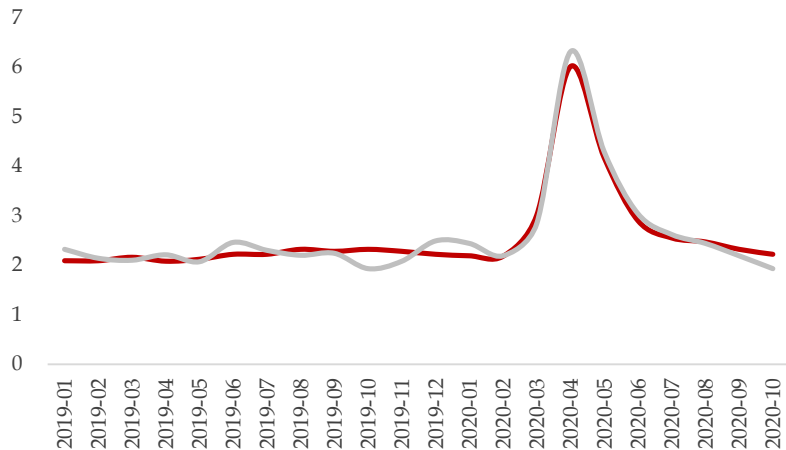
图表：美国批发商服装及面料库存（百万美元）

— 美国:批发商库存:非耐用品:服装及服装面料:季调
— 美国:批发商库存:非耐用品:服装及服装面料:非季调



图表：2012-2020.8美国批发商服装及面料库销比

— 美国:批发商库存销售比:非耐用品:服装及服装面料:季调
— 美国:批发商库存销售比:非耐用品:服装及服装面料:非季调



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，中泰证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



纺织制造：海外需求恢复预期下，龙头份额有望提升

- **品牌端：需求逐步复苏，运动品牌表现靓丽。**国内上市纺织企业多以全球运动及快时尚客户为主，从其销售数据看，2020Q3复苏趋势明显。其中运动服饰表现靓丽，Q3单季度销售同比仅-1.1%，已接近去年同期水平，在此趋势下，运动鞋服上游制造商订单有望增长。

图表：2019-2020Q3运动及快时尚主要品牌单季度营收增速

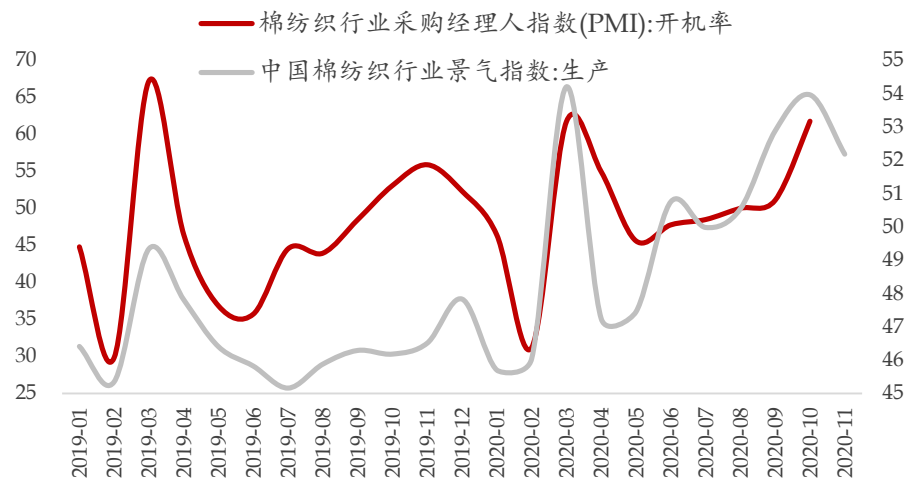
集团或品牌	全球市场				大中华或亚太地区			
	2019	20Q1	20Q2	20Q3	2019	20Q1	20Q2	20Q3
运动服饰								
Nike(大中华)	7.1%	5.1%	-38.0%	-0.6%	18.9%	-5.2%	-2.9%	6.0%
Adidas(亚太)	7.9%	-19.2%	-35.0%	-7.0%	12.5%	-44.6%	-16.1%	-10.4%
Puma(亚太)	18.4%	-1.5%	-32.3%	7.1%	26.0%	-11.5%	-14.9%	-6.0%
UA(亚太)	1.4%	-22.8%	-40.6%	0.2%	14.2%	-33.7%	-20.0%	15.5%
Lululemon(北美外)	21.0%	-16.7%	2.3%	22.0%	32.2%	-11.3%	37.5%	44.6%
Skechers(其他海外)	12.5%	-2.7%	-42.1%	-3.9%	21.9%	-7.0%	-35.8%	-3.1%
快时尚								
Fast Retailing(海外)	5.2%	-6.1%	-39.4%	-0.8%	9.3%	-9.9%	-45.0%	-17.1%
Uniqlo(大中华)	5.2%	-8.0%	-40.6%	0.3%		-13.5%	-23.1%	-6.6%
Inditex(亚洲及其他)	8.2%	-44.3%	-31.4%	-13.5%	-10.9%		-36.3%	
H&M(大中华)	10.6%	7.7%	-50.1%	-18.7%	0.4%	-22.1%	-27.6%	-20.1%
GAP(亚洲)	-1.2%	-43.1%	-18.2%	-0.1%	-12.1%	-55.0%	-26.0%	-24.8%



纺织制造：海外需求恢复预期下，龙头份额有望提升

- 需求恢复下，利好有产能扩张计划的头部公司。今年受疫情影响，纺织服装行业固定资产投资完成额同比-29.8%，企业扩厂态度谨慎。而当前国内棉纺织行业生产景气指数已较4月的47回升至11月的52，10月开机率达61.8%，高于去年同期水平（53.1%），整体产能利用率较高。若后续海外需求逐步恢复，纺织企业订单增长，没有扩产计划的厂商或无法承接新订单，因此有扩产计划的头部公司市占率有望提升。

图表：国内棉纺织服装行业开机率(%)及生产景气指数(右)



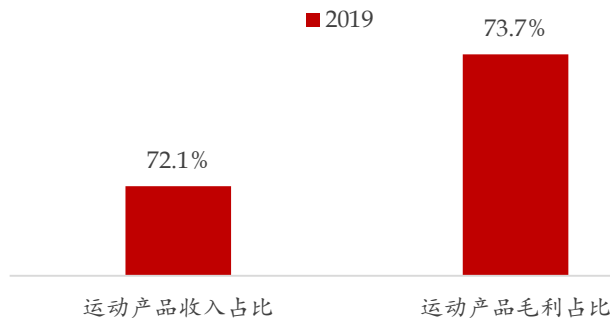
图表：国内纺织服装行业固定资产投资完成额累计同比 (%)



健盛集团：持续扩产的棉袜&无缝内衣制造龙头

- 聚焦运动赛道，客户结构持续优化。公司近几年不断缩减价格敏感度高的快时尚订单，增加行业景气、对潮流的敏感度较低的运动产品订单（2017/18年陆续开发UA/Nike/Adidas），至2019年公司运动产品收入占比达72.1%。随着运动服饰需求复苏，2021年业绩有望改善。
- 海外产能布局完善，后续扩产驱动业绩增长。出口型企业订单受疫情影响，而公司作为行业龙头，有望借助疫情加深与核心客户合作（Uniqlo、Puma、迪卡侬等），同时公司持续扩产（据公司公告，计划在越南清化/新安分别新增袜机2000台/无缝织机330台，预计棉袜/无缝服饰较2019年新增产能1亿双/无缝内衣2000万件至约4亿双/无缝内衣4500万件），持续推进新工厂基础设施建设，市占率有望提升。
- 我们预计2020/21/22年净利润为1.08/2.69/3.25亿元，增速分别为-60.4%/148.6%/21.0%，对应EPS分别为0.26/0.65/0.78元，对应PE 31/12/10倍（2020年12月25日收盘价），维持“买入”评级。
- 风险提示：下游客户需求回落，海外产能扩产进度不及预期，原材料、员工薪资等成本增长过快；行业竞争加剧，导致订单流失。

图表：健盛集团运动产品收入及利润占比



图表：健盛集团产能结构

万双/万件	2019	三年规划产能预期
棉袜设计产能	30,300	40,863
机台数量	5,737	7,737
国内设计产能	15,800	
机台数量	2,841	2,841
越南设计产能	14,500	新增袜机2000台
机台数量	2,896	4,896
内衣设计产能	2,350	4,429
机台数量	373	703
国内设计产能	2,350	
机台数量	373	373
越南设计产能		新增无缝织机330台
机台数量		330

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

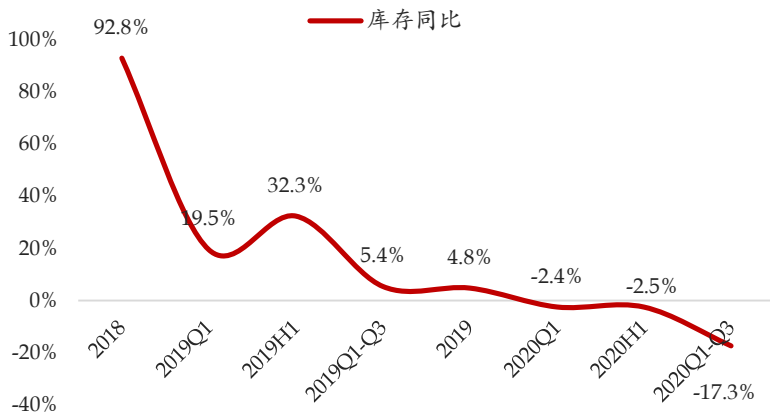
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

品牌服装：展望明年，需求恢复，轻装上阵

- 终端恢复&补库需求，短期需求有保障。随着内需稳健向好，2020Q3行业拐点已现，展望2021年：
 - 短期看，在拉尼娜冷冬气候催化下，冬装销售得以保障（2020.10-11月波司登天猫旗舰店销售额同比+47.4%）。同时，2021年春节较2020年延后18天，可拉长产品销售周期，加快零售商资金回笼。从历史数据看，通常春节时间较晚的年份Q1营收增幅更大。
 - 从存货规模看，2019年行业库存增速放缓，2020年持续库存去化，至20Q3存货规模同比-17.3%，2021年各品牌有望轻装上阵。同时，在补库驱动下，需求有望增长。
- ➔ 看好运营能力及需求改善明显的低估值标的。

图表：2018-2020Q3年品牌服饰分季度库存同比变化



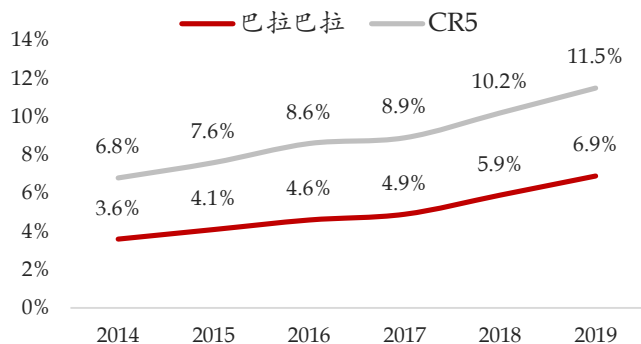
图表：2011-2021年春节前天数及品牌服饰Q1销售额增速



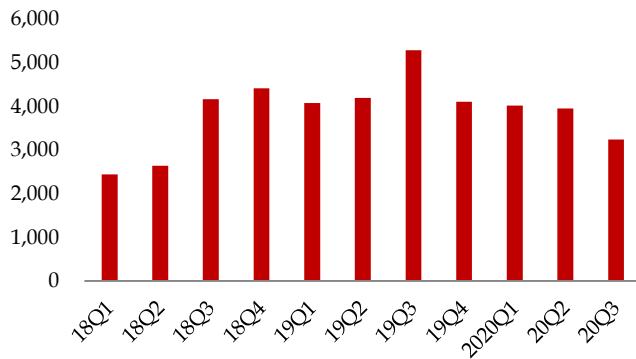
森马服饰：剥离K&休闲装改革，轻装上阵

- **童装业务：龙头优势下，市占率有望持续提升。**童装赛道景气度高，且消费者倾向于品质有保障的高性价比品牌。在此趋势下，巴拉巴拉龙头优势明显，在渠道/品牌/供应链优势支撑下，有望强者愈强。同时亏损业务Kidililz的剥离（预计1-9月亏损约5亿元），整体盈利能力有望实现好转。
- **休闲装业务：改革持续推进，明年业绩有望反转。**休闲装受疫情影响较大，2020H1营收同比-38%，2020Q3在关店幅度环比收窄，渠道库存去化显著的驱动下，休闲装营收降幅明显改善，约同比-20%。同时，公司将持续品牌年轻化、产品场景化转型，加强全渠道布局，提升DTC占比。同时打造柔性供应链，减少无效产出，提升运营效率（试点地区首铺占比预计已降至35%）。
- **在公司业绩反转预期及低估值之下，预计公司2020/21/22年归属净利润分别至7.35/16.43/20.64亿元，对应EPS分别为0.27/0.61/0.77元，对应PE为33/15/12倍（2020年12月25日收盘价），给予“买入”评级。**
- **风险提示：疫情反复风险，休闲装经营低于预期；童装开店速度放缓，增长不达预期。**

图表：2014-2019年巴拉巴拉及童装市场CR5市占率



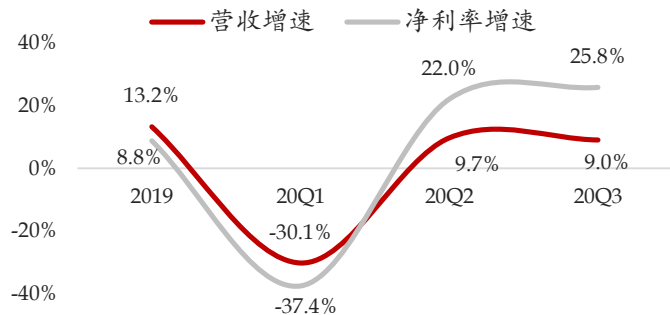
图表：2018Q1-2020Q3森马服饰存货规模（百万元）



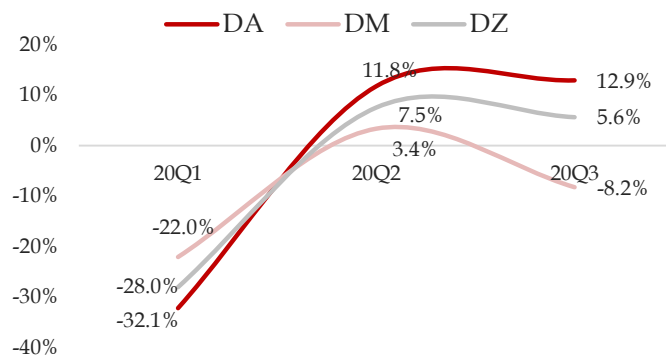
地素时尚：质地优质的低估值中高端女装

- 整体运营稳健，表现优于行业。公司以其较强的产品设计能力和品牌力，在以VIP消费为主的中高端女装板块率先复苏，2020Q2营收及净利润增速及转正，分别实现+9.7%/+22.0%的较好增长。
- 加码电商&会员管理，驱动业绩持续增长。公司全面梳理会员数据，通过精细化管理提升客户体验及运营效率，至2020Q3消费会员数量同比增长超 10%（2020H1 为下滑约 15%）。同时公司着手全域及内容营销布局，驱动电商较快增长，2020.1-11月DA/DZ品牌天猫官旗销售额分别同比+8.6%/+13.7%。
- 公司的盈利能力和运营效率均处于行业领先水平，且经营性现金流充足、负债率低。叠加公司高分红、低估值，具备投资价值。预计公司2020/21/22年归母公司净利润为 6.38/7.32/8.26亿元，分别同增 2.17%/14.74%/12.85%，对应EPS分别为1.33/1.52/ 1.72元，对应PE 14/12/11倍（2020年12月25日收盘价），给予“增持”评级。
- 风险提示：终端市场销售疲软，市场竞争加剧，新开门店数量不及预期，以及店效提升不及预期的风险。

图表：2019-2020Q3地素时尚营收及净利率同比增速



图表：2020Q1-Q3地素时尚分品牌营收同比增速

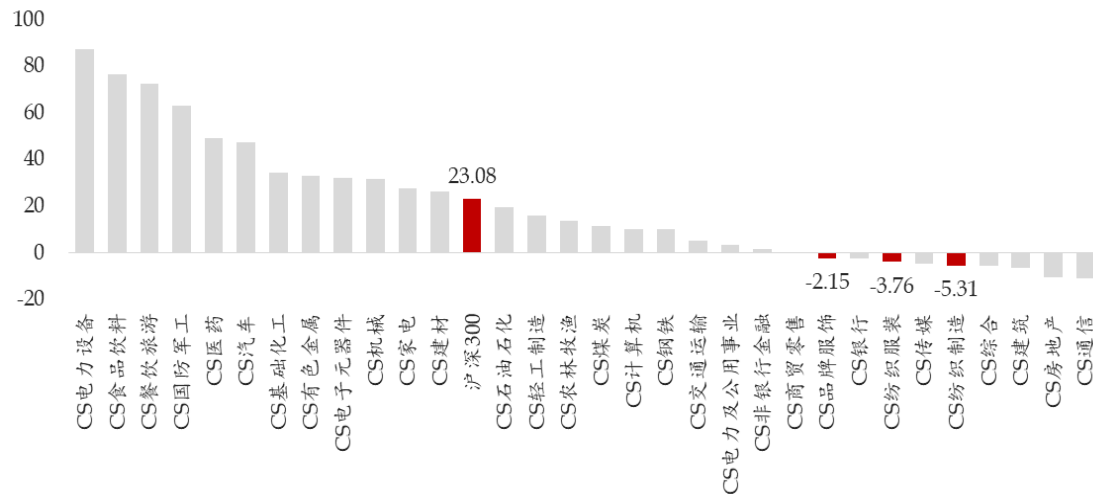


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

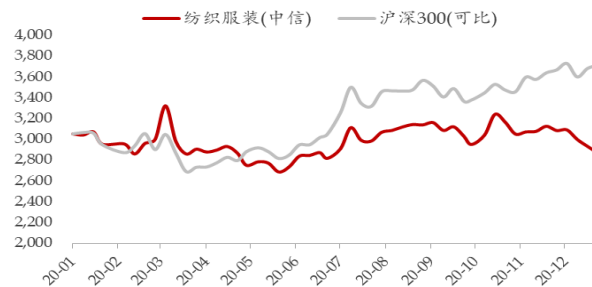
纺织行业市场表现

- 回顾2020年，纺织服装板块整体下跌3.76%，位于中信29个行业中的第23位。其中纺织制造/品牌服装分别下跌-5.31%/-2.15%，均跑输沪深300指数（+23.08%）。
- 从估值看，2020年初至今品牌服装/纺织制造板块PE（TTM）估值分别为31/61倍，较年初分别+20.6%/-2.12%。

图表：2020年初至今板块股价表现



图表：2020年板块股价走势



图表：2014-2020纺织制造/品牌服装板块历史估值



资料来源：Wind，中泰证券研究所

数据更新至2020.12.25

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

风险提示

- **疫情反复风险。**由于疫情反复，终端需求疲软，导致服装企业库存积压，业绩下滑。
- **经济增速放缓超预期风险。**经济增速下行会影响居民消费积极性，若经济增速超预期放缓，则服装类的带有一定可选消费属性的品类增速可能会进一步放缓，影响服装企业盈利能力。同时下游服装企业需求放缓，也会削弱上游制造企业的需求。
- **棉价大幅波动风险。**棉价在短时期内暴涨或暴跌，纺企难以在波动周期内转嫁成本但又为生产所需高价采购棉花，盈利水平将受到严重打击。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

附录：上市公司列表

中高端		大众	童装	运动	家纺	纺织制造	
女装	男装						
朗姿股份	比音勒芬	美邦服饰	金发拉比	安踏	罗莱生活	鲁泰A	伟星股份
日播时尚	九牧王	森马服饰	安奈儿	李宁	富安娜	华孚时尚	孚日股份
维格娜丝	报喜鸟	海澜之家	森马-巴拉巴拉	特步国际	水星家纺	新野纺织	健盛集团
地素时尚	七匹狼	拉夏贝尔		361度	梦洁家纺	联发股份	
歌力思		太平鸟		滔搏		百隆东方	
安正时尚				宝胜国际		台华新材	
				中国动向			

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有