

七月社零必选消费刚性凸显，苏宁818销售火热

行业动态信息

本周沪深300/上证综指/深证成指涨跌幅分别为2.12%/1.77%/3.02%。CS 商贸零售/SW 纺织服装涨跌幅为1.87%/0.88%，本周大盘上升，CS 商贸零售板块跑赢大盘，SW 纺服板块跑输大盘。

统计局：7月社零总额3.31万亿元，同增7.6%，其中化妆品零售额202亿元，同增9.4%；服装零售额934亿元，同增2.9%。1-7月社零总额22.83万亿元，同增8.3%；我们认为7月社零增速主要受汽车消费扰动影响，受6月“国五”车型促销，大量汽车消费需求提前释放（6月汽车社零同比大增17.2%），7月汽车消费承压明显拖累社零，7月份汽车拖累社零增速约1.2个百分点。**联商网：**苏宁818发烧购物节1小时内，全渠道订单量暴涨251%，苏宁易购订单量同比增长173%，家电订单量同比增长139%，苏宁国际订单量同比增长380%，任性付订单免息比例超过90%。1分28秒，家电3C整体成交额突破10亿。**联商网：**京东Q2净收入1503亿元，同增22.9%，创单季收入新高，归母净利润36亿元，同比增长644%，创历史新高。过去12个月的活跃用户数为3.213亿，保持稳步增长。**品观网：**优衣库7月日本销售额下降10.7%，但在中国市场的表现依旧强劲。目前优衣库在中国内地共有约700家店，并计划在2020年增加至1000家。

投资策略：【纺服】1.看好童装与运动两个细分领域，童装看着品质、运动注重功能，建议重点关注**森马服饰、安踏体育**；2.强性价比品牌需求强劲，中短期首选高性价比大众服装龙头，推荐**海澜之家、波司登**；3.中高端品牌中看好内生外延明确，多品牌落地比较好，抗风险能力更强标的，推荐**歌力思、安正时尚、比音勒芬**。家纺继续看好第一梯队品牌，推荐**水星家纺、罗莱生活、富安娜**。4.上游板块中，短期人民币贬值、棉价涨价预期升温、行业集中度持续提升、海外产能释放带来盈利能力提升，重点推荐**华孚时尚、百隆东方、天虹纺织、申洲国际**。

【零售】1.新零售下半场已来，新零售向“新制造”延伸。建议关注**苏宁易购、南极电商、开润股份**。2.必选持续高增长，且食品类CPI上行有望催化商超中报业绩，建议关注**永辉超市、家家悦**等。3.从成长性角度关注本土化妆品崛起，建议关注**珀莱雅、上海家化**等。4.估值角度，部分百货处于估值底部，自有物业重估价值高、现金流充沛，建议关注：**王府井、天虹股份**等。

商业贸易

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019年08月19日

市场表现



本周研究总结

- 1、7月社零增速再受汽车扰动，必选刚性凸显，可选较为疲弱
- 2、上海家化半年度业绩快报点评：佰草集Q2超预期，控费显效，期待下半年新品表现
- 3、李宁中报点评：Q2销售继续强势，毛利率提升，业绩超预期
- 4、歌力思：获得英国轻奢女装 self-portrait 中国大陆所有权，高端品牌矩阵继续扩大

标的推荐

2019年以来，消费大环境逐渐企稳。分品类看，必选消费增速最为稳健且保持领先；7月社零同比增长8.8%，仍较为稳健。预计19年下半年消费数据有望受前期低基数影响有望进一步企稳向好，全年呈现前低后高趋势。站在当前时点，我们建议以下选股主线，精选优质个股：

纺服板块：

- 1) 服装属于高频消费品，行业万亿级市场空间巨大，我们看好童装与运动两个细分领域，童装看重品质、运动注重功能，能够形成较强的品牌溢价，建议重点关注**森马服饰**、**安踏体育**。
- 2) 目前市场对于消费数据下行，在消费部分降级的背景下，强性价比品牌需求强劲，中短期首选高性价比大众服装龙头，推荐**海澜之家**，以及羽绒服绝对龙头**波司登**。
- 3) 中高端品牌中看好内生外延明确，多品牌落地比较好，抗风险能力更强的公司，推荐增长相对稳健的**歌力思**、**安正时尚**，以及高尔夫服饰及专业旅游服饰蓝海龙头，品牌力正逐渐形成的**比音勒芬**。另外家纺继续看好第一梯队品牌，推荐**水星家纺**、**罗莱生活**、**富安娜**。
- 4) 上游板块中，短期人民币贬值、棉价涨价预期升温、行业集中度持续提升、海外产能释放带来盈利能力提升，依然重点推荐**华孚时尚**、**百隆东方**、**天虹纺织**、**申洲国际**。

零售板块：

- 1) 长看新零售下半场已来，新零售进一步向“新制造”延伸。建议关注线上线下高度融合的**苏宁易购**；定位大众市场，轻资产模式高效率运营的**南极电商**；供应链与制造能力出众，“新制造”基因显著的**开润股份**。
- 2) 从宏观角度，首选必选消费，优质超市公司存在阶段性机会。必选消费维持较高增速，且CPI温和通胀下利好超市同店增速，建议关注**永辉超市**、**家家悦**等。
- 3) 从成长性看，关注本土化妆品崛起，国内化妆品持续高景气，且具有“口红效应”抵御经济下行风险。我们推荐与国际品牌定位与渠道布局错位的**珀莱雅**；多品类延伸且具备较强品牌力的**上海家化**。
- 4) 从估值角度，部分优质百货已处于估值的底部，同时自有物业资产重估价值高、现金流充沛，建议关注：**王府井**、**天虹股份**等。

目录

本周研究总结	1
标的推荐	1
一、板块行情	4
(一) 板块涨跌幅	4
(二) 行业市盈率	5
二、本周主要资讯	6
(一) 本周研究总结	6
(二) 行业动态	11
(三) 公司公告	11
三、行业数据	12
(一) 需求端：7月社零可选消费较为疲弱，必选消费刚性凸显	12
(二) 价格端：食品类CPI持续上行，内外棉价下跌	14
(三) 金价与汇率	16

图目录

图 1: CS 商业贸易板块周涨幅前十 (%)	4
图 2: CS 商业贸易板块周跌幅前十 (%)	4
图 3: SW 纺织服装板块周涨幅前十 (%)	5
图 4: SW 纺织服装板块周跌幅前十 (%)	5
图 5: CS 商贸零售板块行业市盈率 (截止 2019 年 8 月 16 日)	5
图 6: SW 纺织服装行业市盈率 (截止 2019 年 8 月 16 日)	6
图 7: 社会零售总额同比增速	13
图 8: 汽车类零售额同比增速	13
图 9: 建筑及建筑材料类零售额同比增速	13
图 10: 家用电器类零售额同比增速	13
图 11: 家具类零售额同比增速	13
图 12: 金银珠宝类零售额同比增速	13
图 13: 服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速	14
图 14: 化妆品类零售额同比增速	14
图 15: CPI 同比增速	14
图 16: 2011-2018 年永辉超市同店增速与 CPI 增速一致	14
图 17: 2010 年以来的 cotlookA 指数 (美分/磅)	15
图 18: 2010 年以来的 328 中国棉花价格指数 (元/吨)	15
图 19: 2016 年以来涤纶价格走势 (元/吨)	15
图 20: 2016 年以来粘胶价格走势 (元/吨)	15
图 21: 2011 年以来美元兑人民币走势图	16
图 22: 近两年黄金价格走势	16

表目录

表 1: 行业涨跌幅情况 (%)	4
表 2: 2013 年后纱线涨价弹性	15

一、板块行情

(一) 板块涨跌幅

本周沪深 300、上证综指、深证成指涨跌幅分别为 2.12%、1.77% 和 3.02%。CS 商贸零售板块涨跌幅 1.87%，其中 CS 连锁涨跌幅为 3.30%，CS 百货涨跌幅为 1.96%，CS 超市涨跌幅为 0.42%，CS 贸易 III 涨跌幅为 1.19%；SW 纺织服装板块涨跌幅 0.88%，其中 SW 纺织制造板块涨跌幅 0.09%，SW 服装家纺板块涨跌幅 1.30%。本周大盘上升，CS 商贸零售板块跑赢大盘，SW 纺服板块跑输大盘。

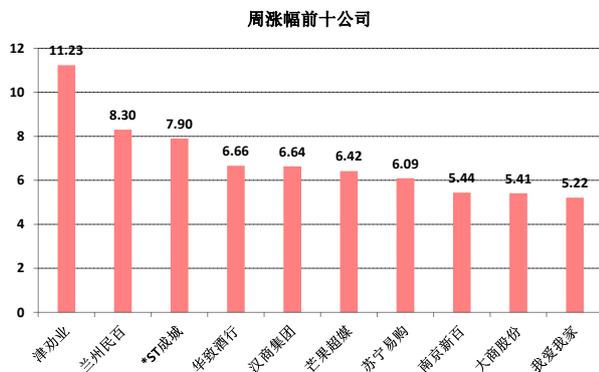
表 1：行业涨跌幅情况 (%)

单位 (%)	近 1 周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅
沪深 300	2.12	-2.47	14.89
上证综指	1.77	-3.68	5.80
深证成指	3.02	-2.59	8.42
CS 商贸零售	1.87	-4.78	-4.22
CS 连锁	3.30	-2.03	-12.79
CS 百货	1.96	-5.01	-6.13
CS 超市	0.42	-3.03	21.86
CS 贸易 III	1.19	-8.59	-8.37
SW 纺织服装	0.88	-6.09	-11.32
SW 纺织制造	0.09	-7.83	-9.08
SW 服装家纺	1.30	-5.15	-12.89

数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

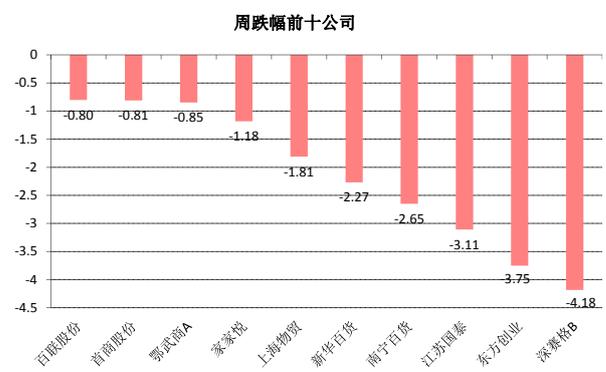
CS 商业贸易板块本周涨幅前五的公司为五津劝业，兰州民百，*ST 成城，华致酒行，汉商集团，最大涨幅为 11.23%；跌幅前五的公司为深赛格 B，东方创业，江苏国泰，南宁百货，新华百货，最大跌幅为 -4.18%。

图 1：CS 商业贸易板块周涨幅前十 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

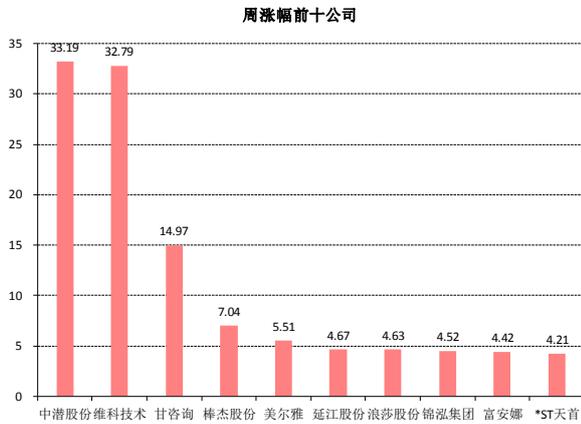
图 2：CS 商业贸易板块周跌幅前十 (%)



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

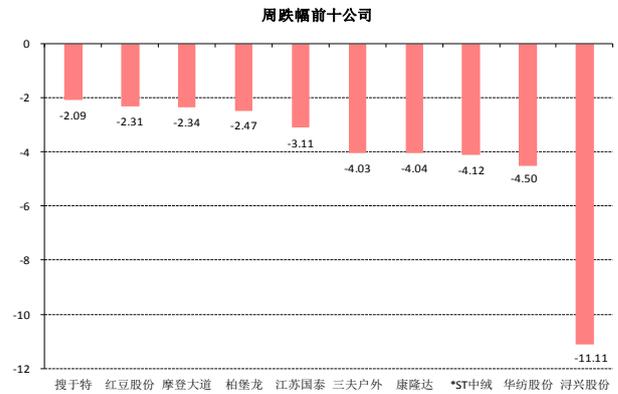
SW 纺织服装板块本周涨幅前五的公司为中潜股份，维科技术，甘咨询，棒杰股份，美尔雅，最大涨幅为33.19%；跌幅前五的公司为浔兴股份、华纺股份、*ST中绒、康隆达、三夫户外，最大跌幅为-11.11%。

图 3：SW 纺织服装板块周涨幅前十（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 4：SW 纺织服装板块周跌幅前十（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（二）行业市盈率

商贸零售板块：截止 2019 年 8 月 16 日，CS 商业贸易板块市盈率为 27.33，其中连锁为 35.70 倍，百货为 23.29 倍，超市为 39.89 倍，贸易 III 为 19.37，全行业相对于大盘估值溢价约为 1.31 倍。

图 5：CS 商贸零售板块行业市盈率（截止 2019 年 8 月 16 日）



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

纺织服装板块：截止 2019 年 8 月 16 日，SW 纺织服装板块市盈率为 20.81，其中纺织制造为 16.15 倍，服装家纺为 25.10 倍，全行业相对于大盘估值溢价约为 0.76 倍。

图 6：SW 纺织服装行业市盈率（截止 2019 年 8 月 16 日）



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

二、本周主要资讯

（一）本周研究总结

1、7 月社零增速再受汽车扰动，必选刚性凸显，可选较为疲弱

统计局公布 7 月社零数据：2019 年 7 月社会消费品零售总额 33073 亿元，同比名义增长 7.6%；1-7 月社零总额 228283 亿元，同比增长 8.3%。

7 月社零同增 7.6%，再次回落低于预期

2019 年 7 月社零同比名义增速 7.6%，扣除价格因素后实际增速 5.7%，社零名义增速同比下降 1.2 pct，环比下降 2.2 pct，低于市场预期（Wind 一致预期 8.4%），系社零单月同比增速时隔两月后再次低于 8%。

汽车消费扰动拖累社零明显，可选消费较为疲软

受 6 月“国五”车型促销，大量汽车消费需求提前释放（6 月汽车社零同比大增 17.2%），7 月汽车消费承压明显拖累社零。7 月份汽车社零同比下降 2.6%，增速环比-19.8 pct，同比-0.6 pct，拖累 7 月社零约 1.2 个百分点。撇除汽车消费影响后，7 月社零同比增长 8.8%，仍较为稳健。其他可选消费方面，与地产相关品类增速环比均有所回落，7 月家电/家具/建筑材料增速分别为 3%/6.3%/0.4%，增速分别环比减少 4.7/2.0/0.7 pct；服装及高端消费如化妆品、金银珠宝等亦承压明显，7 月服装/化妆品/金银珠宝增速分别为 2.9%/9.4%/-1.6%，增速环比分别减少 2.3/13.1/9.4 pct。

必选消费刚性凸显，增速提升

必选消费刚性明显，且在涨价因素驱动（7 月 CPI 同比+2.8%，食品类 CPI 同比+9.1%）下增速提升。7 月份粮油食品/饮料/烟酒/日用品增速分别为 9.9%/9.7%/10.9%，增速分别环比提升 0.1/0.6/2.7/0.7pct，分别同比提升 0.4/2.9/4.6/1.7 pct。

线上增速进一步放缓，电商渗透率环比有所下降

1-7月线上商品和服务累计增速16.8%，增速同比下降12.5 pct，环比1-6月减少1 pct；1-7月实物商品网上零售额社零占比19.4%，同比增长2.1 pct，环比1-6月减少0.2 pct。

投资建议：去年下半年以来，社零增速逐步放缓，全面进入个位数时代。2019年以来社零增速总体呈现企稳趋势：1-2月的社零增速企稳，3月出现回升且实体零售逐步回暖，4月&5月社零数据受五一假期扰动较大，撇除假期因素后总体保持平稳，6、7月社零受“国五”汽车促销扰动前高后低（撇除汽车消费后，测算6、7月社零增速约为8.2%、8.8%，整体仍较为稳健）。展望未来，在前期低基数效应、猪价上涨带来价格因素催化、金价上涨驱动黄金珠宝消费等因素影响下，社零后续增速维持稳健确定性较高。建议关注：

(1) **必需消费品持续高增长，叠加猪价上涨催化CPI上行，超市同店销售情况有望进一步提升。**国内超市龙头持续进行供应链与经营效率提升改造，且在新零售赋能与跨区域整合扩张下，商超龙头发展空间巨大，建议关注**永辉超市、家家悦**等。

(2) **关注可选消费高弹性标的。**6月可选消费有所回暖，化妆品增速提升最为明显，且化妆品具有“口红效应”，受经济下行压力小。建议关注化妆品龙头**珀莱雅、上海家化**，同时建议关注可选消费渠道的百货龙头**王府井、天虹股份**等，与服装高弹性标的**比音勒芬、地素时尚、森马服饰**等。

(3) **关注电商新零售与新制造，建议关注南极电商、苏宁易购与开润股份。**

风险因素：消费景气度不及预期；宏观经济下行；行业竞争加剧；贸易战加剧

2、上海家化半年度业绩快报点评：佰草集Q2超预期，控费显效，期待下半年新品表现

佰草集Q2超预期，品牌转型初见成效

公司Q2单季实现营业收入19.7亿元，同比增长9.08%，增速环比Q1提升4.05个pct，符合公司逐季发力的目标和预算节奏。其中Q2美容护理、个人护理、家居护理收入分别同增12.0%、5.2%、65.3%，占比25%、70%、5%。

品牌上，**佰草集**Q1主动调整去库存，影响开票收入。Q2开始主推冻干面膜作为引流爆品，营销效果良好，结合电商新经销商运营质量改善，带动品牌**Q2单季收入同比双位数增长，恢复情况超预期，上半年品牌收入同比接近持平。**

六神H1收入同比个位数增长，有所放缓，主因五六月份主销区域气温比往年偏低，导致花露水、清凉沐浴露等夏季产品受影响。**美加净**H1收入同比个位数下跌，**高夫**H1收入同比微跌，品牌主打品类从保湿向控油转变，需要假以时日。年轻品牌继续高增，**启初**H1收入增长超25%。**家安、玉泽、片仔癀**收入均增长35%-55%不等。

汤美星H1全球市场高单位数增长，在国内已入驻3400家母婴店。Cayman公司上半年贡献营收8.19亿元、净利润0.31亿元，分别同增7.98%、30.72%，继续为公司拓展母婴类目份额。

电商保持强劲，特渠强势恢复性增长

渠道上，**电商**更换佰草集、高夫和美加净经销商后基本调整完毕，H1全网GMV同比增长31%，Q2环比Q1提速。尤其是618期间公司各品牌天猫旗舰店GMV合计增长24%，全网GMV共增长34%。H1电商开票收入增长

超 25%，经历 Q1 清库存后，已经逐渐接近 GMV 增速。另一线上渠道**特渠**今年实现快速恢复性增长，H1 收入增速超 60%。

线下方面，**商超、母婴、CS** 渠道 H1 收入同比个位数增长，**百货**渠道收入则同比双位数下降，主因仍然受到国际大品牌的竞争压力，但跌幅在 Q2 已经收窄。

毛利率受新工厂影响，控费显效，存货周转改善明显

H1 公司毛利率 61.94%，同比下降 2.66 个 pct，主因去年 6 月末新工厂投入运营使得上半年运营成本增加，同时部分高毛利率产品销售放缓，如高夫。H1 整体期间费用率同降 1.57 个 pct 至 56.75%，延续公司近年来控制费用的良好效果。其中销售费用率 43.50%，同比下降 0.36 个 pct，今年以来公司线上新式营销迭出，如淘宝直播、头部 KOL 合作等，受到良好传播效果，助力新品上市销售顺畅，营销效率有效提升。管理费用率为 10.78%，同降 0.92 个 pct，严控后台管理费用。

投资收益同增 28%至 0.82 亿元，主因联营公司丝芙兰（北京）和丝芙兰（上海）贡献投资收益增加，共驱扣非业绩增速快于营收。整体归母业绩大增 40%+，其中生物医药科技有限公司动迁使得资产处置收益增加至 1.38 亿元，以及新金融工具准则下部分投资公允价值变动收益增加，H1 非经常性收益共 1.83 亿元。

H1 末存货总额 9.7 亿元，同增 11.2%，存货净额 9.73 亿元，同降 2.2%，近十个季度以来存货净额首次出现同降，表明公司 Q2 销售好转下良好的存货管理情况。H1 存货周转天数同比下降 10 天至 111 天。应收账款周转天数同增 3 天至 52 天，主因部分电商平台跨期延迟付款，剔除该影响后应收账款增幅与收入基本一致。营运能力改善下，H1 经营现金流量净额同增 7.7%至 5.4 亿元，继续超过归母净利润。

投资建议：今年作为公司产品之年，佰草集新品冻干面膜营销、销售收效甚好，Q2 表现超预期，拉动整体营收向上，也为下半年新品上市积累经验。下半年新品包括佰草集全新太极精华、六神秋冬季滋润和香氛沐浴露系列产品、美加净高端产品大师轻香氛手霜系列、启初感官启蒙幼儿雪绒霜系列等，上市效果值得期待。我们保持对公司营收增速前低后高的预计，预计 2019-2020 年归母净利润为 6.15 亿、7.01 亿元，对应 EPS 为 0.92、1.03 元/股，对应当前 PE 为 38、34 倍，化妆品消费今年以来迅速复苏，维持“买入”评级。

风险因素：化妆品渠道市场竞争加剧；新品市场推广不及预期等；百货渠道增长持续不力等。

3、李宁中报点评：Q2 销售继续强势，毛利率提升，业绩超预期

公司公布 2019 中期业绩，实现营业收入 62.55 亿元，同比增长 32.7%；经营溢利 6.78 亿元，同比增长 130.8%；归母净利润 7.95 亿元，同比增长 196.01%；扣非归母净利润 5.61 亿元，同比增长 109%。

净开店集中 Q2，经销收入大增，直营同店提速

19H1 公司营收同增 32.7%，增速同比提升 14.8 个 pct。**鞋类、服装、器材及配件收入**分别同增 33.4%、33.1%、22.7%至 29.2 亿、30.6 亿、2.7 亿元。

渠道上，**直营、经销、电商**收入分别达 17.6 亿、30.4 亿、13.6 亿元，同比增长 12.3%、45.3%、38.5%。品牌力提升使得经销商开店信心增强，公司推进渠道结构优化，在 Q2 **继续将部分原直营店转经销，并允许经销**

商开大店，带来经销收入大增，而直营收入增幅则相对有所放缓，但同店强劲助直营收入继续保持双位数增长。

具体来看，**李宁成人装 Q2 全平台流水同比 20%-30%低段增长**，增速环比 Q1 相仿，其中线下流水 20%-30%低段增长，**直营、经销流水分别高单位数、20%-30%中段增长**，**电商流水 20%-30%高段增长**。线下流水增长环比提速，主因经销流水带动，直营流水有所放缓，但**Q2 直营同店提速，实现 10%-20%低段增长**，Q1 为高单位数。经销、电商同店 10%-20%低段、30%-40%中段增长，**整体同店 10%-20%中段增长**，保持强势。

渠道上，公司上半年聚焦突破购物中心和奥莱店铺，与多家地产商达成战略合作，便于购物中心大店拓展，尤其是潮品“中国李宁”持续引领国潮大势，已经是中国购物中心优先引进目标之一，聚客能力突出。期内公司继续优化渠道结构，除部分直营转加盟外，继续关闭低效店铺。**净开店集中在 Q2，李宁成人装共净开 112 家（Q1 净关 34 家）至 6422 家**，其中直营净关 22 家，批发净开 134 家。童装 Q2 净开 57 家（Q1 净开 22 家）至 872 家。

折扣率改善助毛利率同增 1pct，销售费用率大降，扣非业绩翻倍增长

19H1 公司毛利率同增 1 个 pct 至 49.7%，主因品牌力提升，使得上半年**给予经销商折扣率、直营终端销售折扣率均有提升**。同时新品线下流水 10%-20%中段增长，折扣率同增超过 1 个 pct，售罄率同增超过 2 个 pct，毛利率改善。**销售费用率同比大降 4.5 个 pct 至 32.35%**，主因部分直营转加盟带来相关销售支出减少，同时把控广告支出，营销效率有效提升（广告及市场推广费用率同降 1.4 个 pct 至 8.9%）。管理费用率仅同增 0.9 个 pct 至 7.2%，主要是新聘专业人士薪酬增加以及计提商誉减值 0.36 亿元导致。**收入高增+毛利率升+销售费用率大降共驱业绩高弹性，扣非业绩实现翻倍增长**。上半年子公司红双喜一块土地被政府收储，贡献 2.7 亿元一次性收益，进一步使得整体业绩高增 196%，净利率大增 7 个 pct 至 12.7%。

19H1 末公司存货 13.2 亿元，较年初增加 6.8%，大幅小于营收增速，终端销售强劲下，库销比持续改善。上半年存货周转天数同降 9 天至 74 天，应收账款天数同降 18 天至 24 天，营运能力显著提升，助经营现金流入同增 107%至 13.66 亿元，现金循环周期同降 13 天至 32 天。

投资建议：公司上半年营收提速增长，直营、经销同店强劲，证明公司依靠打造潮品，拔高品牌时尚元素，引爆国潮趋势，使得品牌力强势回归的复苏战略卓有成效。线下渠道结构持续调整，购物中心店比例有较大提升空间，尤其是潮品需求旺盛，可见线下销售仍有较大提升潜力，全年同店有望保持双位数增长。毛利率逐渐恢复至最高水平，业绩弹性较高。19H1 业绩大超预期，我们调高 2019、2020 年盈利预测，预计分别实现归母净利润 12.6 亿、14.8 亿元，对应 PE 为 32X、28X，估值高于同业体现其高成长性，且持续看好高景气度运动鞋服良好赛道，维持“增持”评级。

风险因素：新店开拓不及预期；副线设计效果不佳影响销售；研发转化力不足导致主品牌功能性不及竞品；宏观环境影响居民消费意愿等。

4、歌力思：获得英国轻奢女装 self-portrait 中国大陆所有权，高端品牌矩阵继续扩大

公司公告拟与圣珀齐成立合资公司，合资经营企业拥有“self-portrait”品牌在中国大陆地区的所有权，从而在中国大陆地区经营管理“self-portrait”品牌。

收购英国轻奢设计师女装品牌 self-portrait

公司现金出资 3000 万元，圣珀齐以 self-portrait 品牌无形资产作价 3000 万元，分别持股 50%，合资公司能够在中國大陸地区经营管理“self-portrait”品牌，其 3 名董事中 2 名董事（含董事长）由歌力思委派。

“self-portrait”品牌由马来西亚设计师 Chong Han Loon 于 2013 年 11 月在英国伦敦创立，轮廓剪裁富有设计感，搭配前卫和挺括面料，灵活运用蕾丝、镂空、碎花等元素，作为设计师品牌风格较为独特，产品辨识度较高。品牌在海外拥有较高的知名度以及稳定客群，截止 2019 年 3 月品牌在全球 70 多个国家拥有 375 家门店以及电商官网，在国内北京、成都、上海、深圳等头部城市开设门店，同时在天猫奢品和京东海囤全球等线上海外正品渠道售卖。

延续一贯收购方向，品牌在华潜力巨大

本次收购 self-portrait 大中华区所有权，与公司收购一贯策略相一致，也是公司的长处所在，如**海外小而美品牌、轻奢档次**等特点，**维持整体品牌矩阵调性**，以及**品牌拥有经营基础，拥有一定知名度和客群**，近年来国内社交媒体也有一定热度。加上 self-portrait，**公司品牌矩阵扩大到七个，继续推进高级时装品牌集团战略建设**。在歌力思主品牌、Laurel、Ed Hardy、IRO 四个主要创收品牌风格稳定、产品/客群区格较为明显的基础上，2017 年至今三年收购三个设计师品牌——美国 VIVIENNE TAM、比利时 Jean Paul Knott、英国 self-portrait 形成进一步互补补充，

对于 self-portrait，其主力价位约 2000-5000 元人民币，相比 VIVIENNE TAM 和 Jean Paul Knott，品牌海外销售基础更好，与原品牌矩阵在客群、产品风格上更贴近（如 IRO、Laurel），因此预计能在产品设计、开店、营销等方面体现更强的协同效应。品牌目前在国内覆盖面较小，知名度也有很大提升空间，**参考价位和人群相似的 SMCP 集团旗下 sandro、maje 等**在华高速增长轻奢女装品牌，品牌在国内开发潜力巨大。

IRO 在华销售超预期，看好品牌前景，收购前海上林剩余股权

公司 8 月份完成以 2.42 亿元对前海上林剩余 35% 股权的收购，实现对其全资控股。前海上林持有 IRO SAS 57% 股权，因此公司对 IRO 品牌持股升至 57%，进一步加强对 IRO 品牌的全球控制权，有利于品牌未来发展。同时 IRO SAS 持有 IRO 品牌在国内的经营方依诺时尚 20% 股权，公司收购后对依诺时尚持股比例也提升至 91.4%。前海上林 2018 年整体净利润为 4577 万元，同时 IRO 从 18Q4 以来国内销售超预期增长，今年中国区业绩有望明显改善，公司对前海上林扩大至全资控股，对归母业绩端带来弹性。

投资建议：公司作为国内高端时尚品牌管理能力最优秀企业之一，在引入国际高端时装品牌落地并成功运营具有丰富经验，品牌矩阵不断扩大。主品牌相对其他高端竞品，店铺相对较少，开店空间较大，后续将加快拓店步伐，包括推出“亲民线”下沉三四线市场等，今年共计划开店 30 家。LAUREL、IRO、VIVIENNE TAM、Jean Paul Knott 分别计划在国内新开约 12 家、8 家、5 家、2 家。我们保持公司今年增速前低后高判断，预计 19H1 收入业绩实现双位数增长，2019-2020 年归母净利润 4.42 亿元、5.38 亿元，EPS 分别为 1.33 元/股、1.62 元/股，对应 PE 分别 11 倍、9 倍，估值处于上市以来底部，维持“买入”评级。

风险因素：国内高端时装市场竞争激烈；不能准确把握时装流行趋势；宏观经济放缓影响终端消费；新品牌整合协同不及预期等。

（二）行业动态

1. 联商网：苏宁 818 发烧购物节 1 小时内，全渠道订单量暴涨 251%，苏宁易购订单量同比增长 173%，家电订单量同比增长 139%，苏宁国际订单量同比增长 380%，任性付订单免息比例超过 90%。1 分 28 秒，家电 3C 整体成交额突破 10 亿。
2. 联商网：全国近 6000 家苏宁小店开展第二件半价活动，单天环比销售增长达到 600%，单店平均客流量同比增长 345%。
3. 联商网：苏宁零售云门店总量在 818 期间新增 221 家，总量将达到 3726 家，今年已实现 GMV 单月破 10 亿。覆盖区域已超过 1700 个区县和近 3700 个乡镇，涵盖全国 30 个省级行政单位。
4. 联商网：京东 Q2 净收入 1503 亿元，同增 22.9%，创单季收入新高，归母净利润 36 亿元，同比增长 644%，创历史新高。过去 12 个月的活跃用户数为 3.213 亿，保持稳步增长。
5. 联商网：上半年全国网上零售额达 4.82 万亿元，同增 17.8%。化妆品、主要跨境电商平台零售进口额同比增长超过 20%，化妆品排第一，占比 34.8%。
6. 联商网：7 月全国新开业各类商业项目 17 个，新增商业体量 174.7 万方。近四年七月开业的商业项目整体维持上涨趋势，但从去年开始下滑，今年也继续下跌，同比下滑 11%，创下 5 年以来同期新低。
7. 品观网：可开嘉来将与竞争对手松本清控股就经营合并进行磋商，如果双方合并成功，将形成日本最大药妆店，店铺总量将超过 3000 家。
8. 品观网：汉高 19Q2 销售额 51.21 亿欧元，基本与去年同期持平。包括施华蔻、丝蕴在内的品牌消费品业务销售额下降。
9. 联商网：阿里巴巴 FY20 Q1（4 月 1 日至 6 月 30 日）收入 1149.24 亿元，同增 42%。本年 6 月，阿里巴巴在中国零售平台的移动月活跃用户达到 7.55 亿，单季净增长 3400 万。
10. 联商网：沃尔玛 FY 20 Q2（5 月 1 日-7 月 31 日）营收 1303.8 亿美元，同增 1.8%；净利润 3.61 亿美元，去年同期亏损 8.6 亿美元。每股收益 1.26 美元。电商业务销售同增 37%，同店销售增长 2.8%。
11. 品观网：优衣库 7 月日本销售额下降 10.7%，但在中国市场的表现依旧强劲。目前优衣库在中国内地共有约 700 家店，并计划在 2020 年增加至 1000 家。

（三）公司公告

1. 【中国利郎】公司本年度 H1（截至 6 月 30 日）营收 15.4 亿元，同增 19.1%，经营利润 4.65 亿元，同增 21.9%。
2. 【苏宁易购】公司近期股份回购计划实施完毕，累计回购 0.84 亿股，占总股本 0.90%，总支付金额 9.99 亿元。限售股份比例由 16.49%提升至 17.39%，回购部分将用于员工持股或股权激励。
3. 【朗姿股份】公司定增 0.35 亿股收购朗姿医疗 41.19%股权，定增价 9.02 元/股，新股将于 2019/8/20 上

市，目前公司已完成资产过户，全资控股朗姿医疗。

4. 【三夫户外】公司于与人民网旗下人民体育（北京）有限公司签订了《人民户外产业开发合作协议》，联合打造体育论坛、基地等多项户外运动产业 IP。
5. 【上海家化】本年度 H1 营收 39.23 亿元，同增 7.02%；归母净利润 4.44 亿元，同增 9.52%。
6. 【起步股份】本年度 H1 营收 7.19 亿元，同增 17%；归母净利润 1.07 亿元，同减-2.42%。
7. 【天虹股份】本年度 H1 营收 96.76 亿元，变更会计政策调整后同增 1.61%；归母净利润 5.03 亿元，同增 3.65%。
8. 【中潜股份】本年度 H1 营收 2.33 亿元，同增 12.36%；归母净利润 0.12 亿元，同减-25.65%。
9. 【苏宁易购】公司拟使用自有资金回购股份进行员工激励，总回购金额 10-20 亿元，价格不超过 15 元/股（含），上限可回购股份 1.33 亿股，占总股本 1.43%。

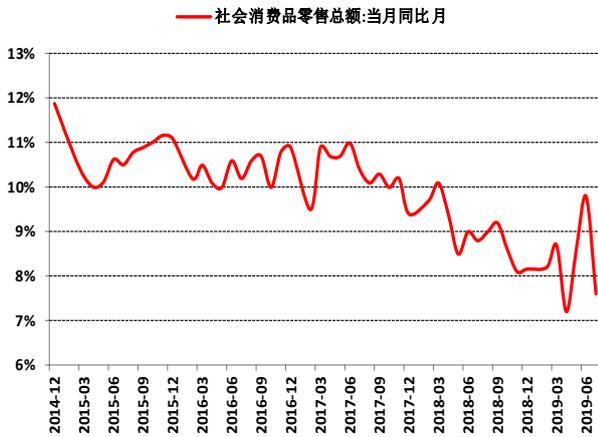
三、行业数据

（一）需求端：7 月社零可选消费较为疲弱，必选消费刚性凸显

2019 年 7 月社零同比名义增速 7.6%，扣除价格因素后实际增速 5.7%，社零名义增速同比下降 1.2 pct，环比下降 2.2 pct，低于市场预期（Wind 一致预期 8.4%），系社零单月同比增速时隔两月后再次低于 8%。

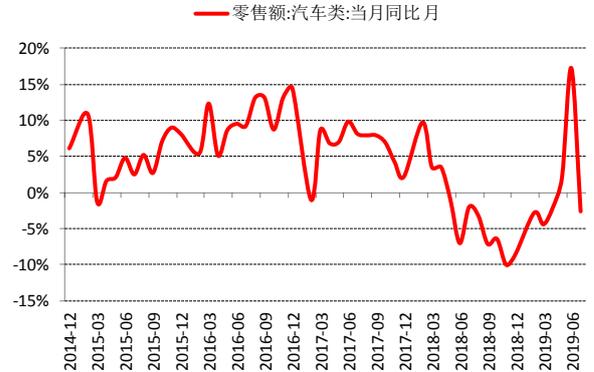
汽车消费扰动拖累社零明显，可选消费较为疲软：受 6 月“国五”车型促销，大量汽车消费需求提前释放（6 月汽车社零同比大增 17.2%），7 月汽车消费承压明显拖累社零。7 月份汽车社零同比下降 2.6%，增速环比-19.8 pct，同比-0.6 pct，拖累 8 月社零约 1.2 个百分点。**撇除汽车消费影响后，7 月社零同比增长 8.8%，仍较为稳健。**其他可选消费方面，与地产相关品类增速环比均有所回落，7 月家电/家具/建筑材料增速分别为 3%/6.3%/0.4%，增速分别环比减少 4.7/2.0/0.7 pct；**服装及高端消费如化妆品、金银珠宝等亦承压明显**，7 月服装/化妆品/金银珠宝增速分别为 2.9%/9.4%/-1.6%，增速环比分别减少 2.3/13.1/9.4 pct。**必选消费刚性明显，且在涨价因素驱动（7 月 CPI 同比+2.8%，食品类 CPI 同比+9.1%）下增速提升。**7 月份粮油食品/饮料/烟酒/日用品增速分别为 9.9%/9.7%/10.9%，增速分别环比提升 0.1/0.6/2.7/0.7pct，分别同比提升 0.4/2.9/4.6/1.7 pct

图 7：社会零售总额同比增速



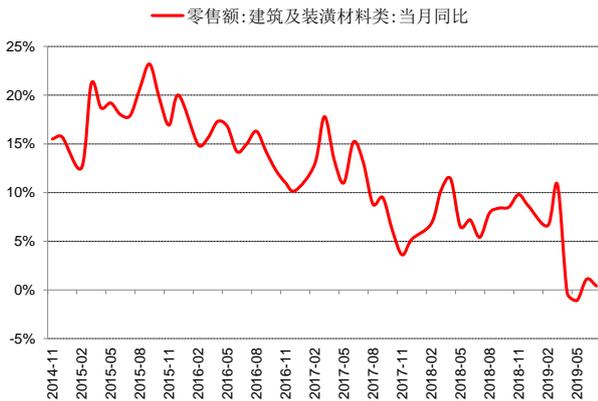
数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 8：汽车类零售额同比增速



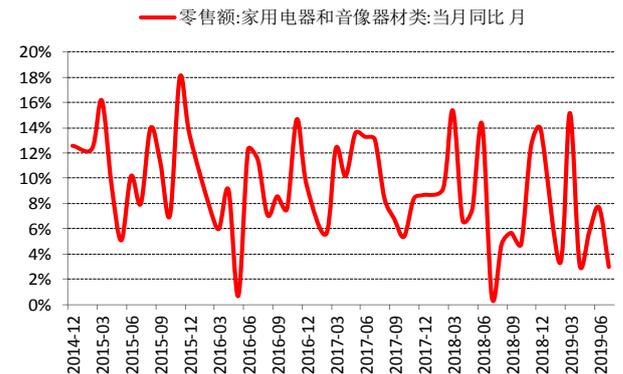
数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 9：建筑及建筑材料类零售额同比增速



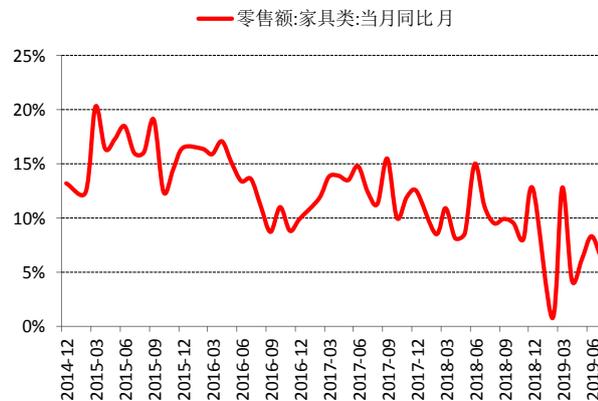
数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 10：家用电器类零售额同比增速



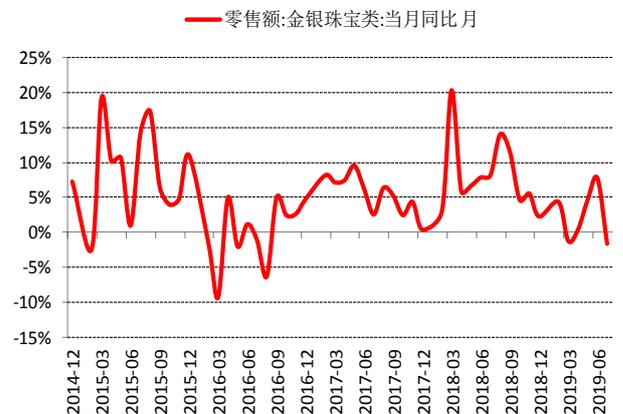
数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 11：家具类零售额同比增速



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 12：金银珠宝类零售额同比增速



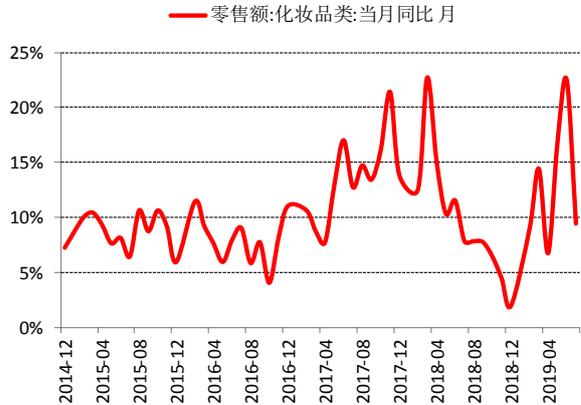
数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 13：服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 14：化妆品类零售额同比增速

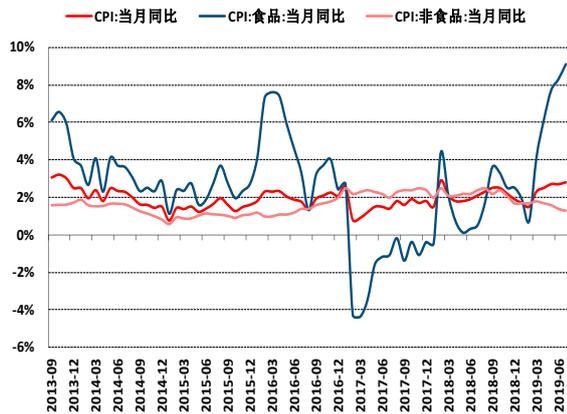


数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（二）价格端：食品类 CPI 持续上行，内外棉价下跌

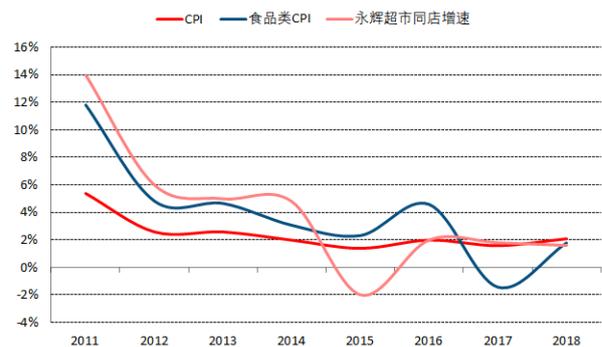
7月CPI同比涨幅2.8%，食品类涨幅明显：7月CPI同比涨幅2.8%，涨幅环比+0.1pct，同比+0.7pct。其中食品类CPI同比涨幅9.1%，涨幅环比+0.8pct，同比+8.6pct；非食品类CPI同比涨幅1.3%，涨幅环比-0.1pct，同比-1.1pct。在食品中，鲜果价格上涨较快，同比上涨39.1%，影响CPI上涨约0.63个百分点；猪肉价格上涨27.0%，影响CPI上涨约0.56个百分点。根据永辉超市历史数据，食品类CPI增速与商超同店增长具有较高正相关性，食品类CPI同比高增速有望驱动生鲜商超龙头同店增速的提升。

图 15：CPI 同比增速



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 16：2011-2018 年永辉超市同店增速与 CPI 增速一致



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

原材料方面，国内外棉价下跌。2019年8月16日，328中国棉花价格指数报13,576元/吨（较前一周-0.11%）；2019年8月16日，cotlookA指数报70.90美分/磅（较前一周-0.14%）。棉纱价格下跌。2019年8月16日，中国纱线价格指数CYIndexC32S报23,740元/吨（较前一周-0.08%），CYIndexJC40S报24,740元/吨（较前一周-0.20%）。

化纤类原材料涤纶价格上涨。2019年8月2日粘胶长丝 37,800 元/吨（与上周持平），粘胶短纤 11,400 元/吨（较前一周-0.87%）；涤纶短纤 7,216.67 元/吨（较前一周-0.70%）、涤纶 POY 7,780 元/吨（较前一周+2.03%）、涤纶 DTY 9,150 元/吨（-1.10%）。

表 2：2013 年后纱线涨价弹性

年份	中国棉花价格指数 328	21 支普梳纯棉纱 (C21S)	32 支普梳纯棉纱 (C32S)	32 支精梳纯棉纱 (JC32S)	40 支精梳纯棉纱 (JC40S)	60 支精梳纯棉纱 (JC60S)
2013	1.70%	0.00%	-0.78%	-1.02%	-0.65%	1.12%
2014	-30.32%	-10.42%	-12.11%	-14.09%	-14.75%	-5.83%
2015	-5.00%	-11.16%	-11.11%	-10.00%	-9.62%	-8.85%
2016	22.54%	12.57%	14.00%	9.78%	8.51%	4.21%
2017	-0.61%	1.09%	1.32%	-0.47%	-0.64%	0.63%
2018	-2.06%	-0.55%	0.35%	-0.28%	-0.41%	0.13%
2019.8.9 至 2019.8.16	-0.11%	-0.10%	-0.18%	-0.08%	-0.20%	-0.07%

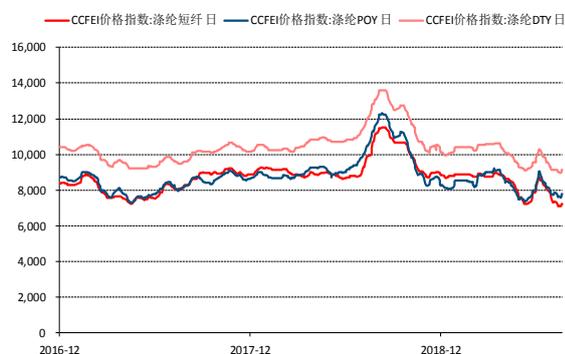
资料来源：WIND，中国棉花信息网，中信建投证券研究发展部

图 17：2010 年以来的 cotlookA 指数（美分/磅）


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 18：2010 年以来的 328 中国棉花价格指数（元/吨）


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 19：2016 年以来涤纶价格走势（元/吨）


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 20：2016 年以来粘胶价格走势（元/吨）


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（三）金价与汇率

人民币汇率：截止 2019 年 8 月 16 日，美元兑人民币中间价为 7.03 元，较前一周小幅贬值 0.25%，较去年同期贬值 1.98%。

黄金价格：截止 2019 年 8 月 16 日，黄金 Au9999 收于 345.7 元/克，价格较前一周上涨 2.30 元/克(+0.67%)，较去年同期上涨 83.31 元/克 (+31.75%)，黄金价格处于近两年历史高点位置。

图 21：2011 年以来美元兑人民币走势图



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 22：近两年黄金价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

风险因素：宏观经济不及预期；消费景气度下降；居民边际消费倾向下降。

附表 1：2019 年纺织服装行业重点公司估值表

名称	股价	总股本(百 万股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			BVPS	PB
				18A	19E	20E	18A	19E	20E		
航民股份	6.10	1080.82	65.93	0.61	0.57	0.62	9.96	10.68	9.88	4.08	1.35
新野纺织	3.53	816.79	28.83	0.47	0.48	0.57	7.46	7.35	6.19	4.82	0.86
华孚时尚	6.50	1519.38	98.76	0.49	0.59	0.70	13.14	11.06	9.24	4.15	1.26
百隆东方	3.78	1500.00	56.70	0.29	0.39	0.46	12.96	9.62	8.22	5.20	0.95
罗莱生活	9.10	828.86	75.43	0.64	0.67	0.80	14.11	13.68	11.34	4.36	1.95
富安娜	6.85	874.44	59.90	0.62	0.68	0.80	11.02	10.10	8.54	3.58	2.13
水星家纺	17.60	266.67	46.93	1.07	1.27	1.65	16.46	13.84	10.66	8.00	1.98
梦洁股份	5.01	774.39	38.80	0.11	0.17	0.22	45.98	29.73	22.71	2.47	1.67
森马服饰	10.62	2698.54	286.58	0.63	0.58	0.72	16.92	18.46	14.74	3.90	2.47
金发拉比	5.16	354.03	18.27	0.11	0.31	0.39	46.23	16.44	13.24	2.72	2.05
太平鸟	13.82	480.76	66.44	1.19	1.38	1.82	11.62	9.99	7.59	6.34	2.53
起步股份	8.27	474.24	39.22	0.38	0.46	0.52	21.70	17.97	15.83	3.33	2.39
爱婴室	37.65	101.70	38.29	1.18	1.15	1.46	31.91	32.64	25.84	9.05	4.52
比音勒芬	25.04	308.28	77.19	0.95	0.78	1.08	26.41	32.20	23.10	5.26	4.05
摩登大道	4.17	712.52	29.71	0.04	0.11	0.18	106.67	37.09	22.77	3.35	1.51
海澜之家	8.49	4420.01	375.26	0.78	0.79	0.86	10.86	10.72	9.89	2.39	3.63
红豆股份	3.38	2533.26	85.62	0.08	0.11	0.14	41.35	30.54	23.69	1.61	2.38
九牧王	11.62	574.64	66.77	0.93	0.96	1.09	12.51	12.12	10.67	7.19	1.65
朗姿股份	8.03	435.07	34.94	0.48	0.57	0.63	16.60	14.00	12.76	7.09	1.30
维格娜丝	7.86	252.37	19.84	1.08	1.08	1.32	7.27	7.25	5.97	8.85	1.08
安正时尚	12.47	402.14	50.15	0.70	0.91	1.17	17.84	13.68	10.64	6.78	1.55
商赢环球	14.55	469.97	68.38	(3.89)	0.86	1.10	-	17.01	13.23	2.32	0.85
歌力思	14.26	332.52	47.42	1.10	1.15	1.44	12.99	12.43	9.92	6.68	2.25

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

附表 2：2019 年商贸零售行业重点公司估值表

名称	股价	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			BVPS	PB
				18A	19E	20E	18A	19E	20E		
002419.SZ	天虹股份	12.12	1,200.30	145.4764	0.75	0.87	0.99	16.09	13.98	12.27	5.49
002024.SZ	苏宁易购	10.62	9,310.04	988.73	1.44	1.24	0.40	7.42	8.58	26.62	8.57
601933.SH	永辉超市	9.59	9,570.46	917.81	0.15	0.25	0.33	62.00	37.98	28.76	2.04
600859.SH	王府井	14.20	776.25	110.23	1.55	1.62	1.81	9.17	8.77	7.83	13.96
600729.SH	重庆百货	26.94	406.53	109.52	2.04	2.50	2.99	13.18	10.78	9.02	14.20
600655.SH	豫园股份	8.70	3,881.06	337.65	0.86	0.90	1.00	11.18	9.70	8.66	7.39
601828.SH	美凯龙	10.65	3,550.00	343.90	1.20	1.45	1.63	7.68	7.35	6.53	11.95
603708.SH	家家悦	23.43	608.40	142.55	0.92	0.81	0.96	33.16	28.90	24.38	4.24
000759.SZ	中百集团	6.90	681.02	46.99	0.63	0.14	0.18	10.90	48.46	38.72	4.96
002251.SZ	步步高	7.40	863.90	63.93	0.18	0.23	0.27	41.10	32.71	27.70	8.79
002264.SZ	三江购物	13.21	547.68	72.35	0.24	0.22	0.23	64.82	61.38	56.94	5.59
600361.SH	首商股份	6.12	658.41	40.29	0.55	0.58	0.62	11.07	10.47	9.85	6.03
601116.SH	欧亚集团	17.20	159.09	27.36	1.63	1.69	1.76	10.53	10.17	9.79	15.67
000715.SZ	新华百货	15.08	225.63	34.03	0.61	0.70	0.79	24.77	21.44	19.15	10.16
002277.SZ	百联股份	8.66	1784.17	150.65	0.49	0.52	0.56	17.27	16.78	15.50	9.72
600628.SH	银座股份	4.63	520.07	24.08	0.09	0.09	0.09	52.04	52.32	50.16	5.96
600723.SH	中央商场	3.05	1148.33	35.02	-0.30	-	-	-10.29	-	-	1.28
603123.SH	南极电商	9.58	2454.87	235.18	0.36	0.50	0.66	26.53	19.26	14.54	1.57
000501.SZ	跨境通	6.42	1558.04	100.03	0.41	0.68	0.87	16.06	9.42	7.42	4.79
000785.SZ	上海家化	33.23	671.25	223.06	0.81	0.99	1.16	41.28	33.73	28.73	8.81
600327.SH	珀莱雅	73.57	201.29	148.09	1.44	1.91	2.51	51.56	38.43	29.33	8.47
600697.SH	开润股份	32.22	217.52	70.08	0.80	1.08	1.46	40.34	29.76	22.13	2.90
600785.SH	周大生	22.11	730.95	161.61	1.68	1.37	1.66	20.05	16.09	13.30	5.27
600827.SH	老凤祥	51.65	523.12	212.92	2.30	2.61	2.95	17.68	19.78	17.50	11.45

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名；2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理

周博文 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

报告贡献人

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859