

出海起势，内需接力

——纺织服装及化妆品行业2025年投资策略



作者：姜 浩 S0930522010001
孙未未 S0930517080001
朱洁宇 S0930523070004

2024年11月4日



证券研究报告

出海起势，放眼全球、空间广阔：

- 1) 纺织制造端，头部制造商积极加强海外产能布局、优化订单和客户结构、拉开竞争差距和提升份额；
- 2) 品牌端，服饰、化妆品品牌商拓展海外市场增量，寻求新增长动能。

内需接力，政策积极发力、消费信心修复可期：

- 1) 国内服装和化妆品消费24年初至今总体平稳，近期多项刺激消费政策出台，零售端有望迎来回暖，可选属性强的服装、化妆品品类预计更为受益；
- 2) 细分市场机遇待挖掘，逆势高增长品牌凭借功能性领先。

在波动的外部零售环境下，服装家纺头部公司经营更为稳健、具备高分红基础。

基金

☞ 纺织服装行业：

纺织制造方面，24年行业在海外品牌补库阶段中收入和利润顺利修复，订单量价、开工率、毛利率等指标恢复到理想水平，未来继续看好竞争格局集中和头部制造商加强海外产能布局、提升份额，继续推荐**华利集团、伟星股份、百隆东方**等。

品牌服饰方面，24年前三季度零售筑底，促消费政策开始发力、期待24年四季度开始的零售回暖，并且头部品牌在多元竞争力的塑造中更胜一筹，如产品更新升级强化功能性、库存健康度和管控效率提升、渠道结构优化和业态创新、初步布局出海等领域。展望25年，继续期待万亿级服装消费市场中的细分市场机遇，以及线下客流和消费信心恢复带来的业绩弹性（如女装）。标的方面，港股我们继续推荐**安踏体育、李宁、波司登**；A股继续推荐**海澜之家、森马服饰**，关注**锦泓集团、罗莱生活**。再者从股息回报的角度，建议关注行业高股息率、低估值的稳健型标的。

☞ 化妆品行业：

当前时点消费提振政策发力背景下，化妆品行业信心迎来修复。从行业角度，消费者更加趋于理性、对产品力的要求日益提升，我们认为行业竞争格局将趋于稳定，产品的差异化、多渠道的综合布局运营能力、财务指标的健康度将继续成为竞争之重。标的方面，我们继续推荐国产龙头公司**珀莱雅**。

风险提示：宏观经济增速下行；疫情反复或极端天气致终端消费疲软；行业竞争加剧；电商平台流量增速放缓或流量成本上升；国外需求持续疲软，汇率或原材料价格大幅波动。

表1：纺织服装及化妆品行业重点推荐公司盈利预测与估值表

代码	公司	所属行业	市值 (亿元)	EPS				PE				CAGR	PEG	2023年股息率 (%)
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E			
2020. HK	安踏体育	服装家纺	2467	3.62	4.89	5.04	5.63	22	16	16	14	16%	1.03	2.3%
2331. HK	李宁	服装家纺	416	1.23	1.25	1.45	1.63	12	12	10	9	10%	1.21	3.8%
3998. HK	波司登	服装家纺	529	0.28	0.32	0.38	0.43	16	13	12	10	16%	0.85	3.7%
600398. SH	海澜之家	服装家纺	294	0.61	0.48	0.59	0.67	10	13	10	9	3%	4.24	9.1%
002563. SZ	森马服饰	服装家纺	179	0.42	0.43	0.49	0.56	16	15	13	12	10%	1.53	4.5%
002293. SZ	罗莱生活	服装家纺	60	0.69	0.55	0.74	0.83	11	13	10	9	6%	2.04	5.5%
603518. SH	锦泓集团	服装家纺	28	0.86	0.73	0.93	1.08	10	11	9	8	8%	1.38	3.2%
300979. SZ	华利集团	纺织制造	809	2.74	3.30	3.84	4.43	25	21	18	16	17%	1.21	1.7%
002003. SZ	伟星股份	纺织制造	157	0.48	0.61	0.70	0.79	28	22	19	17	18%	1.20	3.4%
601339. SH	百隆东方	纺织制造	82	0.34	0.39	0.51	0.59	16	14	11	9	20%	0.69	5.4%
2313. HK	申洲国际	纺织制造	924	3.03	3.71	4.29	4.90	19	15	13	11	17%	0.87	3.3%
603605. SH	珀莱雅	化妆品	383	3.01	3.89	4.79	5.66	32	25	20	17	23%	1.06	1.3%

注：港股市值单位为亿港元，EPS为人民币；市值、股价时间为2024-10-28；汇率按1HKD=0.9167RMB换算；波司登的财年截止日为3月31日，23~26年分别对应FY24~FY27；23年股息率=23年派息总额/市值。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

1 行情与估值回顾

2 行业业绩回顾

3 2025年投资策略

4 投资建议与推荐标的

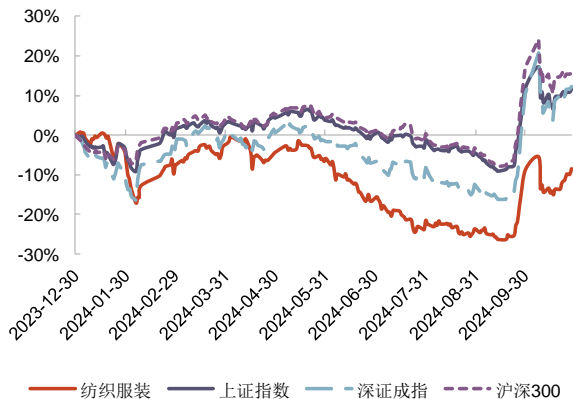
5 风险分析

纺织服装行业—A股

行情：2024年1月2日~2024年10月28日，A股纺织服装行业指数累计下跌8.44%，排名申万一级行业中的第31名、位居全行业下游，子行业中纺织制造和服装家纺涨跌幅分别-3.70%、-10.47%。

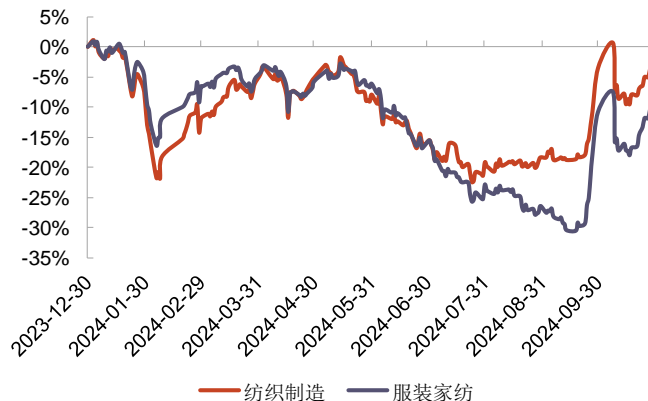
估值：截至2024年10月28日，A股纺织服装行业PE (ttm) 为19倍，子行业纺织制造、服装家纺分别为21倍、20倍，纺织服装、纺织制造、服装家纺行业2010年以来的历史均值水平分别为29倍、33倍、27倍，当前估值均低于历史平均水平。

图1：2024年初至今A股纺织服装板块累计涨跌幅



注：股价日期截至2024年10月28日，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图2：2024年初至今A股纺织服装板块子行业累计涨跌幅



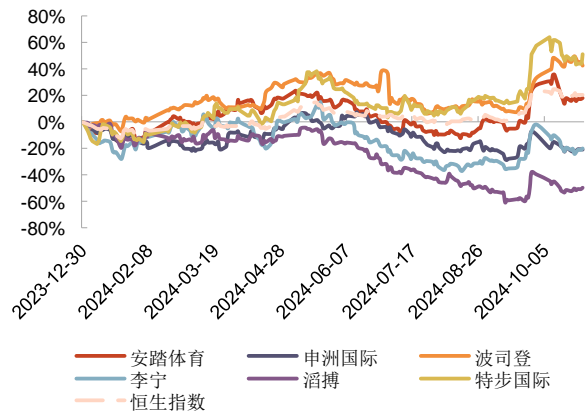
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

纺织服装行业—港股

行情：2024年1月2日~2024年10月28日，港股纺织服装行业代表公司、运动龙头安踏体育、李宁涨跌幅分别为+18.4%、-19.8%，制造龙头申洲国际跌幅为20.9%，同期恒生指数累计上涨20.8%。

估值：代表公司安踏体育、申洲国际、波司登、李宁、滔搏、特步国际2024年10月28日PE（ttm）分别为17倍、16倍、16倍、13倍、9倍、13倍，估值均低于2017年以来历史平均水平。

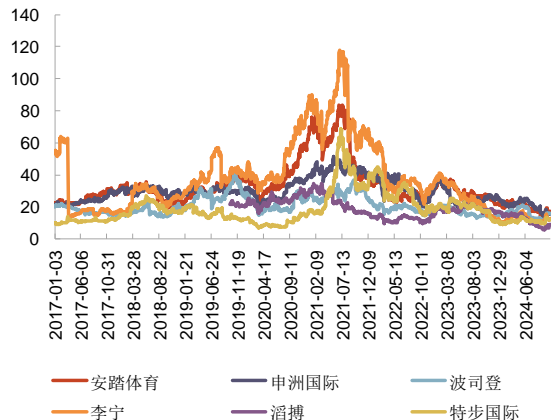
图3：港股代表纺织服装行业上市公司2024年初至今累计涨跌幅走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图4：港股代表纺织服装行业上市公司2017年初至今PE估值走势（ttm）



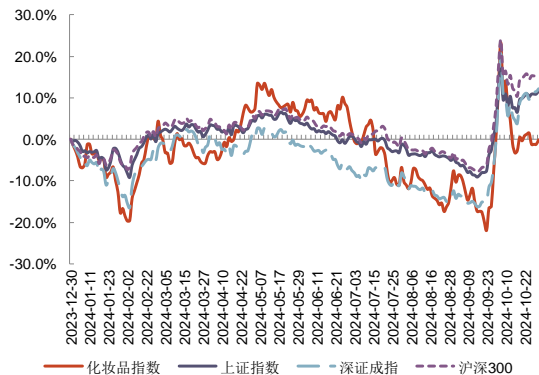
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

化妆品行业

行情：2024年1月2日~2024年10月28日，化妆品行业指数累计下跌0.2%、跑输沪深300指数15.7PCT。

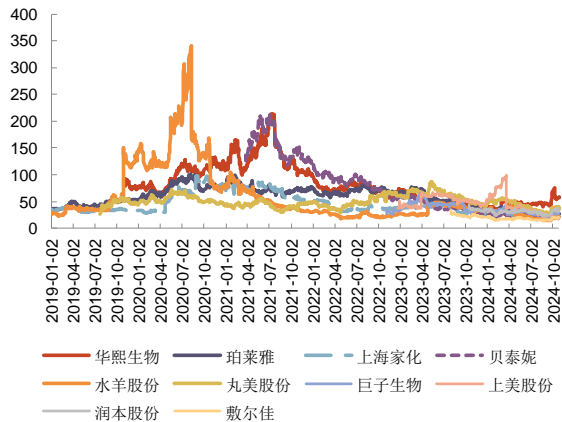
估值：2024年以来化妆品行业代表公司估值均呈现下行。分子行业来看，美妆品牌商2019年初以来的历史估值（PETTM）均值为55倍、个护公司历史均值为54倍、代运营商历史均值为35倍、原料及制造商历史均值为32倍；当前各子行业估值分别为31倍、59倍、55倍、13倍，除代运营商外，其余子行业估值均低于2019年以来的历史平均值。

图5：2024年初至今化妆品行业 and 上证指数累计涨跌幅走势



注：上图中化妆品指数为光大证券研究所构建的化妆品行业指数，样本包括16家上市公司，以自由流通市值为权重计算；股价日期截至2024年10月28日；资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图6：2019年初至今化妆品品牌商PE估值走势 (ttm)



注：股价日期截至2024年10月28日
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

- 1 行情与估值回顾
- 2 行业业绩回顾
- 3 2025年投资策略
- 4 投资建议与推荐标的
- 5 风险分析

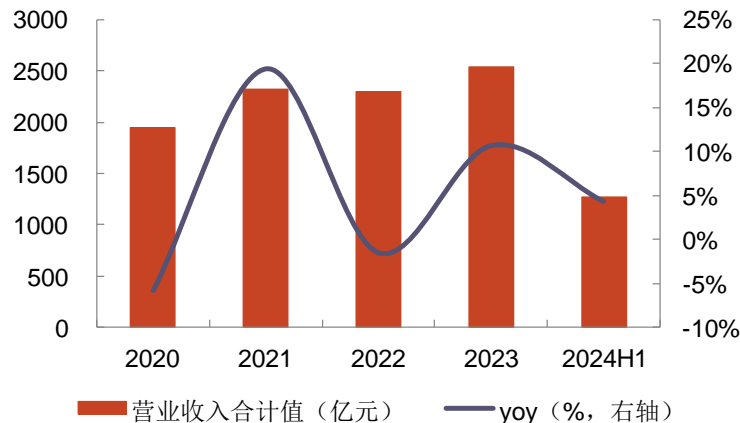
2.1 品牌服饰行业：24H1收入、归母净利同比+4%/+15%

运动品牌表现较好，A股品牌服饰有所承压

统计品牌服饰行业分属于10个子行业的A股及H股合计45家公司，2024年上半年行业合计收入为1272.5亿元（人民币，下同）、同比+4.3%，归母净利润为171.1亿元、同比+15.4%，行业归母净利率同比提升1.3PCT至13.4%。

上半年安踏体育、李宁、特步国际、361度四家国产运动品牌公司合计收入、归母净利润分别同比+11.0%、+36.1%；A股方面（统计34家上市公司），上半年行业收入、归母净利润分别同比-1.6%、-7.8%，归母净利率同比下降0.6PCT。

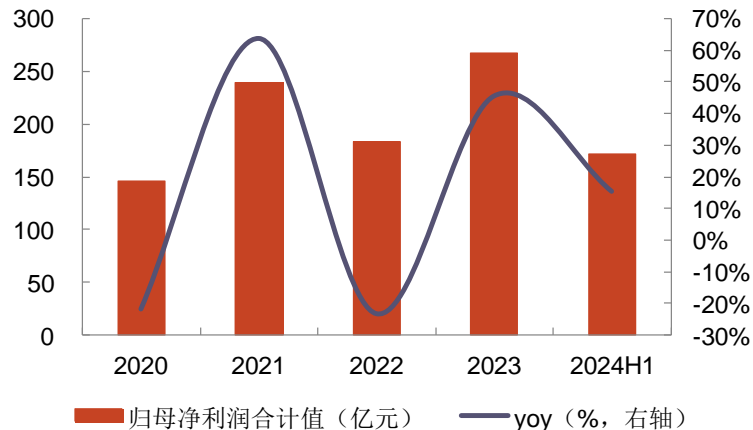
图7：2020~2024H1品牌服饰行业收入及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图8：2020~2024H1品牌服饰行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.1 品牌服饰行业：24H1收入、归母净利同比+4%/+15%

24H1运动服饰收入+11%，户外/中高端男装/童装收入个位数增长

收入端24H1，运动服饰收入同比+11.0%，户外/中高端男装/童装收入+5.4%/+4.0%/+3.9%，高端服饰收入同比基本持平，大众服饰/家纺/鞋类收入同比-3.0%/-6.5%/-10.2%。

利润端24H1，运动服饰/户外归母净利润增速较快，分别同比+36.1%/+33.0%，童装同比+3.1%，中高端男装/大众服饰同比-7.3%/-8.4%，高端服饰/家纺/内衣/鞋类同比均有两位数下滑。

表2：2021年~2024H1品牌服饰子行业收入同比增速

子行业名称	2021年YOY	2022年YOY	2023年YOY	2024H1YOY
运动服饰	38.92%	13.33%	13.38%	11.03%
大众服饰	6.92%	-11.73%	5.24%	-2.96%
高端服饰	15.55%	-8.66%	17.95%	0.37%
童装	1.69%	-13.58%	1.05%	3.94%
家纺	16.66%	-7.34%	5.63%	-6.45%
中高端男装	15.44%	-7.97%	15.43%	4.03%
鞋类	3.84%	-15.78%	9.00%	-10.18%
内衣	7.69%	-10.13%	2.96%	0.32%
户外	34.57%	15.27%	17.72%	5.41%
合计	19.37%	-1.22%	10.73%	4.34%

表3：2021年~2024H1品牌服饰子行业归母净利润同比增速

子行业名称	2021年YOY	2022年YOY	2023年YOY	2024H1YOY
运动服饰	70.00%	0.62%	15.70%	36.13%
大众服饰	112.16%	-37.82%	97.31%	-8.38%
高端服饰	53.61%	-53.33%	119.20%	-20.71%
童装	85.89%	-71.79%	-	3.10%
家纺	5.54%	-36.48%	63.11%	-22.02%
中高端男装	-9.54%	-29.02%	75.26%	-7.26%
鞋类	99.80%	-	92.30%	-58.76%
内衣	-80.94%	220.23%	42.37%	-25.88%
户外	136.32%	65.90%	21.29%	32.98%
合计	61.96%	-21.90%	45.27%	14.17%

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

10

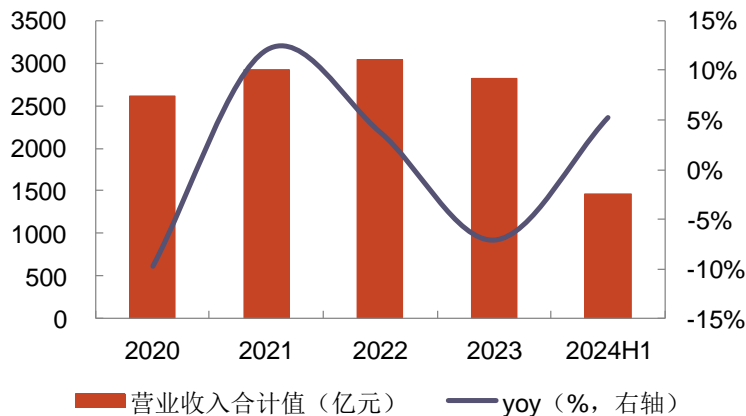
注：户外利润增速较快系探路者有芯片业务影响
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2 纺织制造行业：24H1收入、归母净利同比+5%/+32%

低基数叠加下游补库，行业业绩弹性较大

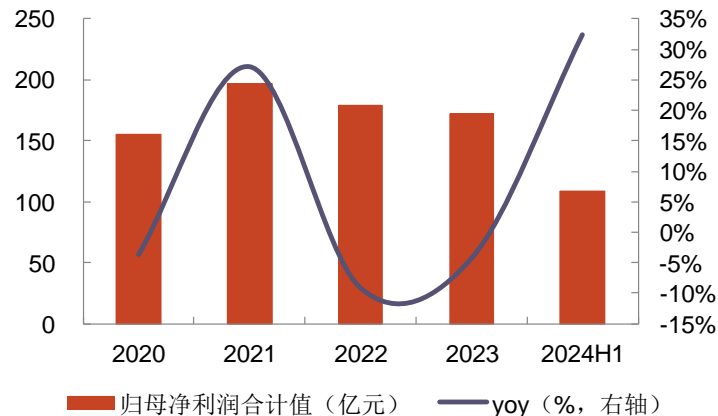
统计纺织制造行业分属于10个子行业的A股及H股合计61家公司，2024年上半年行业合计收入为1459.9亿元（人民币，下同）、同比+5.3%，归母净利润为108.9亿元、同比+32.4%，行业归母净利率同比提升1.5PCT至7.5%。

图9：2020~2024H1纺织制造行业收入及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图10：2020~2024H1纺织制造行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2 纺织制造行业：24H1收入、归母净利同比+5%/+32%

低基数叠加下游补库，行业业绩弹性较大

收入端24H1，除棉纺织收入同比略有下降外，其余子行业收入同比均实现增长，其中化纤/辅料/印染收入增速较快，分别同比+44.8%/+27.3%/+15.8%。

利润端24H1，多数子行业利润端均实现较快增长，其中棉纺织归母净利润同比+446.5%，化纤/辅料/毛纺/服装制造/印染同比+111.0%/+48.5%/+39.2%/+35.6%/+22.6%。

表4：2021年~2024H1纺织制造子行业收入同比增速

子行业名称	2021年YOY	2022年YOY	2023年YOY	2024H1YOY
服装制造	6.92%	8.51%	-10.01%	5.07%
棉纺织	21.97%	-8.32%	-3.84%	-1.66%
其他制造	11.28%	3.58%	-11.65%	4.01%
印染	52.28%	0.53%	-0.70%	15.83%
产业用纺织品	-28.15%	21.93%	-16.74%	3.76%
毛纺	32.95%	12.27%	1.73%	4.49%
丝麻织品	23.52%	8.91%	-2.10%	9.55%
辅料	37.48%	2.19%	3.83%	27.31%
化纤	66.28%	-2.60%	25.25%	44.75%
毛皮	19.06%	7.69%	34.60%	12.37%
合计	12.04%	3.75%	-7.06%	5.25%

表5：2021年~2024H1纺织制造子行业归母净利润同比增速

子行业名称	2021年YOY	2022年YOY	2023年YOY	2024H1YOY
服装制造	23.38%	32.66%	-0.17%	35.60%
棉纺织	349.08%	-66.24%	-39.14%	446.52%
其他制造	296.23%	60.29%	-17.36%	-6.91%
印染	13.81%	-25.71%	21.65%	22.60%
产业用纺织品	-67.53%	7.98%	-50.50%	-36.69%
毛纺	77.77%	-149.64%	37.35%	39.18%
丝麻织品	-50.35%	-56.51%	341.24%	-0.42%
辅料	-3.70%	-0.75%	18.98%	48.54%
化纤	293.77%	-38.22%	71.41%	110.95%
毛皮	186.21%	-183.26%	204.74%	-28.00%
合计	27.16%	-9.08%	-4.26%	32.39%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理
请务必参阅正文之后的重要声明

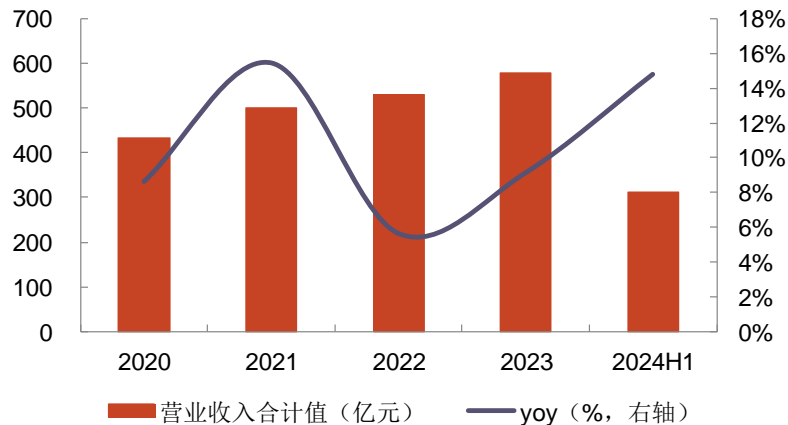
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.3 化妆品行业：24H1收入、归母净利润同比+15%/+25%

子行业之间表现分化，美妆品牌商收入及利润均实现较快增长

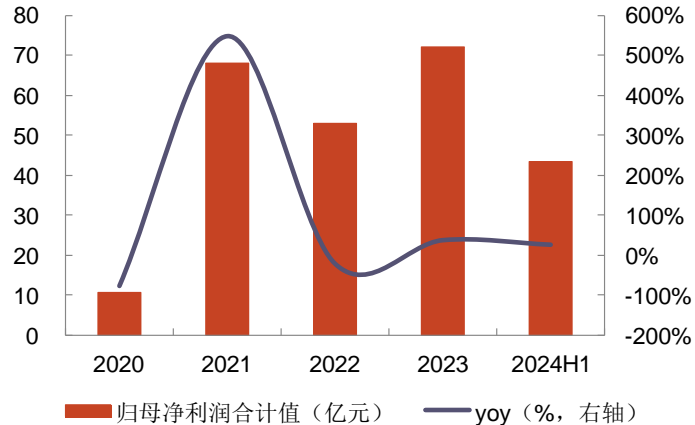
统计化妆品行业分属于4个子行业的16家公司，2024年上半年行业收入为312.0亿元、同比+14.8%，归母净利润为43.5亿元、同比+25.0%。

图11：2020~2024H1化妆品行业收入及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图12：2020~2024H1化妆品行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.3 化妆品行业：24H1收入、归母净利润同比+15%/+25%

子行业之间表现分化，美妆品牌商收入及利润均实现较快增长

美妆品牌商收入与利润均实现较快增长，2024年上半年分别同比+21.1%/+22.9%，上美股份/巨子生物/珀莱雅/丸美股份/贝泰妮收入增速较快，分别同比+114.1%/+56.4%/+37.9%/+27.6%/+18.5%；

制造商公司/代运营公司/个护公司收入2024年上半年分别同比+7.0%/-22.5%/-9.9%，归母净利润分别同比+48.2%/+10.3%/+35.6%，其中制造商公司利润端增速快于收入主要系青松股份业绩扭亏贡献；代运营及个护公司收入下滑而利润增长分别系丽人丽妆和广州浪奇业绩扭亏贡献。

表6：2021年~2024H1化妆品子行业收入同比增速

子行业名称	2021年YOY	2022年YOY	2023年YOY	2024H1YOY
美妆品牌商	28.23%	10.35%	14.37%	21.09%
制造商公司	-1.84%	-2.12%	-6.68%	7.02%
代运营公司	-10.32%	-9.64%	-15.27%	-22.48%
个护公司	-14.25%	-8.44%	3.37%	-9.86%
合计	15.42%	5.67%	9.13%	14.77%

表7：2021年~2024H1化妆品子行业归母净利润同比增速

子行业名称	2021年YOY	2022年YOY	2023年YOY	2024H1YOY
美妆品牌商	21.70%	5.24%	11.63%	22.89%
制造商公司	-224.76%	54.51%	287.78%	48.23%
代运营公司	13.54%	-94.48%	237.60%	10.28%
个护公司	133.15%	-100.81%	1233.58%	35.59%
合计	547.08%	-22.46%	36.38%	24.97%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1 行情与估值回顾

2 行业业绩回顾

3 2025年投资策略

4 投资建议与推荐标的

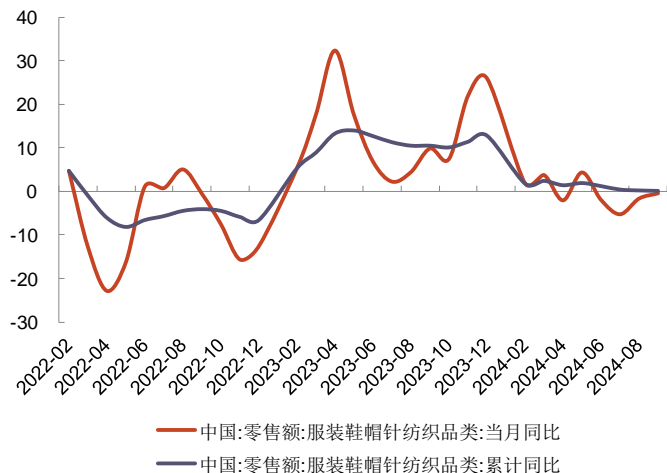
5 风险分析

3.1 终端消费表现稳健，期待零售回暖

社零服装及化妆品消费表现稳健

今年以来中国社零服装及化妆品消费表现相对稳健。2024年1~9月中国服装及化妆品零售额累计分别同比+0.2%/-1.0%，其中6~9月受天气等因素影响，终端零售相对疲弱，单月服装及化妆品零售额同比均为下滑。

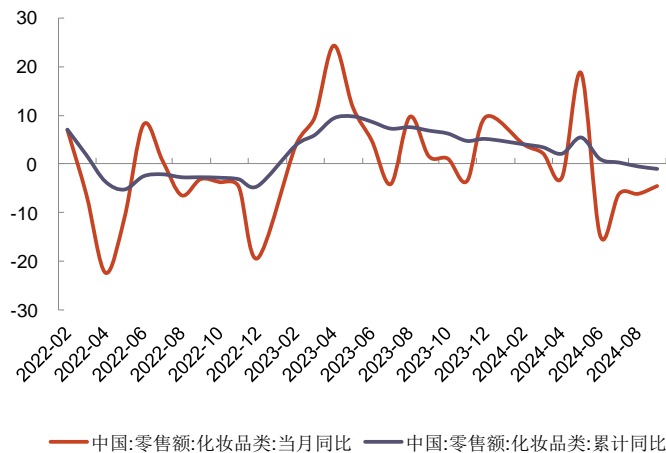
图13：2022年2月~2024年9月中国服装零售额当月及累计同比增速（%）



资料来源：Wind

请务必参阅正文之后的重要声明

图14：2022年2月~2024年9月中国化妆品零售额当月及累计同比增速（%）



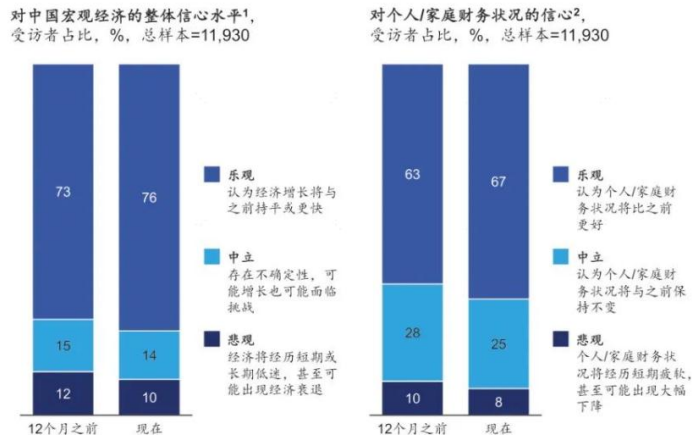
资料来源：Wind

3.1 终端消费表现稳健，期待零售回暖

消费情绪更为乐观，政策积极促进消费

根据麦肯锡《2024中国消费趋势调研》，相较一年前，消费者对经济、个人财务状况更加乐观，促消费情绪抬升，对经济乐观的人群占比由73%提升至76%，对个人和家庭财务状况乐观的人群占比由63%提升至67%。消费者变得更加审慎精明，注重性价比和实际价值，根据新京报《2024中国青年消费趋势报告》，41%受访年轻人在购物时，经常有比价行为。另外，政策层面亦在积极促进消费，2024年9月26日，政治局会议提出，促消费和惠民生相结合，促进中低收入群体增收，提升消费结构。

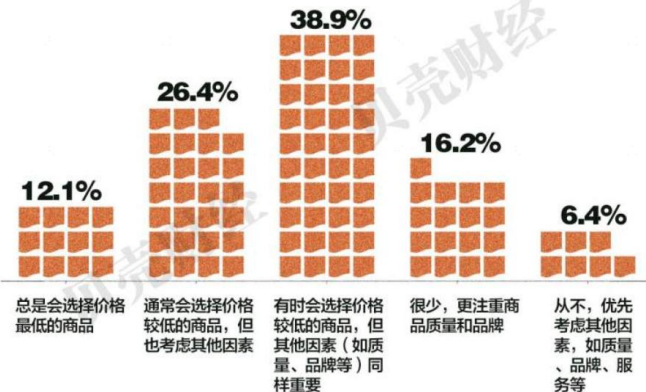
图15：相较一年前，消费者消费情绪变化



资料来源：麦肯锡《2024中国消费趋势调研》

请务必参阅正文之后的重要声明

图16：年轻人在消费时有哪些比价习惯



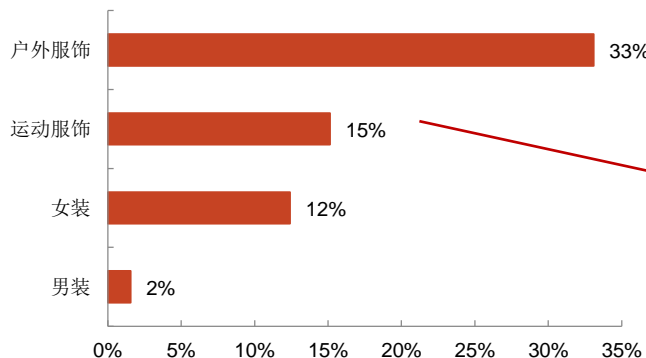
注：上图中数字表示选择该项的人群占比，样本量为1106人
资料来源：新京报&贝壳财经《2024中国青年消费趋势报告》

3.2 细分市场机遇成就逆势高增，功能性成为关键词

24年上半年虽然终端需求偏弱、行业增长面临挑战，但从细分市场来看，强调功能、专业属性的细分品类/品牌不乏高速增长者，功能性成为购买决策的关键词。以24年上半年的线上销售额的增长表现为例：

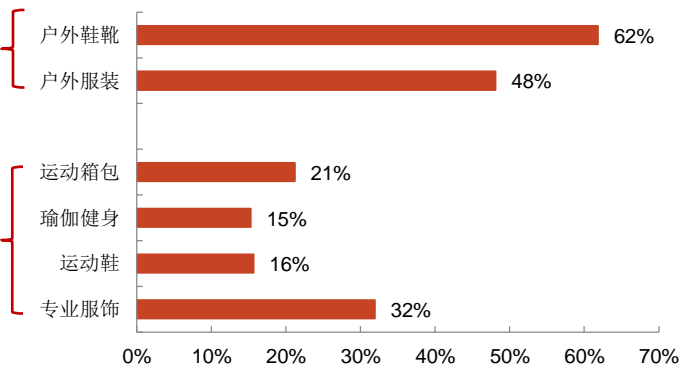
- ✓ 户外运动品类增长领先服装总体，户外品牌北面、始祖鸟、可隆、凯乐石等实现逆势高增长；

图17：2024年上半年服装一级品类线上销售额同比增速（%）



资料来源：久谦

图18：2024年上半年服装部分二级品类线上销售额同比增速（%）

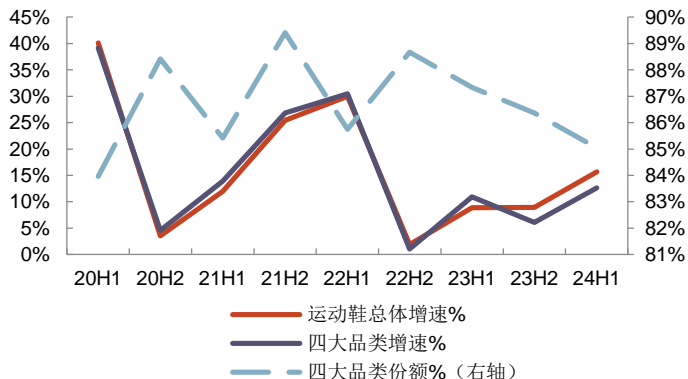


资料来源：久谦

3.2 细分市场机遇成就逆势高增，功能性成为关键词

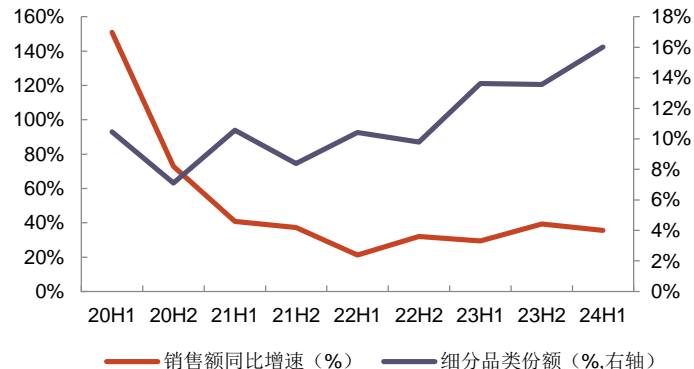
- ✓ 传统运动四大品类（跑步、运动休闲、板鞋、篮球鞋）之外的品类崛起，综合训练鞋/沙滩凉鞋/羽毛球鞋/足球鞋/网球鞋/排球鞋增长更快，壁球鞋、棒球鞋基数低、实现了翻倍以上增长，运动项目趋于多元化；
- ✓ 出于专业性功能性角度的购买上，头部品牌的影响力和粘性更强，如瑜伽舞蹈健身品类中，露露柠檬作为第一大品牌、增长势头保持强劲、份额继续巩固提升。

图19：2024年上半年传统运动鞋四大品类和运动鞋总体的线上销售额同比增速（%）及份额（%）



资料来源：久谦

图20：2020年上半年~2024年上半年露露柠檬品牌销售额同比增速及在瑜伽舞蹈健身品类中的份额（%）



资料来源：久谦

3.3 向外拓展新市场，寻求新增长动能

品牌积极出海，拓展新增量

随着国内市场竞争加剧，服装及化妆品品牌加大出海布局力度。例如，安踏体育海外设立区域总仓，成立东南亚国际事业部进一步开拓东南亚市场，深化全球化发展；361度在“一带一路”沿线开拓新市场，提升品牌国际知名度，海外业务已成潜力增长点；海澜之家积极布局海外直播带货渠道业务，入驻Tiktok，先后进驻菲律宾、越南、肯尼亚等海外市场；贝泰妮2023年布局海外市场，在泰国曼谷建立了东南亚业务总部，2024年公司将通过建设本地化运营团队，真正做到品牌出海。

表8：服饰及化妆品品牌出海案例列举

公司名称	出海举措
安踏体育	于海外设立区域总仓，成立东南亚国际事业部进一步开拓东南亚市场，深化全球化发展
361度	在“一带一路”沿线开拓新市场，提升品牌国际知名度，海外业务已成潜力增长点
李宁	参与时装走秀、签约巨星，设立中国香港总部，结合直营分销拓展海外市场，践行国际化战略
森马服饰	成立海外事业部，举办海外代理商客户会议，巴拉巴拉在越南、新加坡等地开设门店
海澜之家	积极布局海外直播带货渠道业务，入驻Tiktok，先后进驻菲律宾、越南、肯尼亚等海外市场
波司登	在伦敦开设旗舰店，在米兰举办品牌首秀，持续进行海外产能布局，顺应供应链全球化趋势
贝泰妮	2023年布局海外市场，在泰国曼谷建立了东南亚业务总部；2024年公司将通过建设本地化运营团队，真正做到品牌出海，开启国际化的新篇章

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

3.3 向外拓展新市场，寻求新增长动能

纺织制造向外转移空间方面，织物>纤维>鞋类>服装

中国虽仍为美国纺织服装第一大进口国，但近年来美国纺织服装进口向东南亚及南亚地区转移趋势明显。2023年美国由中国纤维/纺织织物/服装/鞋类的进口额分别是代表国家（越南/印尼/孟加拉/柬埔寨）合计进口额的1.2倍/3.2倍/0.6倍/0.9倍，可见在向东南亚及南亚地区份额转移空间方面，纺织织物>纤维>鞋类>服装。具体来看：

美国由中国进口的纤维及纺织织物金额占比自2019年以来呈下降趋势，2023年占比分别为9.3%/16.4%，较2018年高点分别下降16.9/12.2PCT。此外，美国由越南/印尼进口的纤维金额2023年占比分别为4.0%/3.6%，较2018年分别+2.6/+1.1PCT；美国由越南进口的纺织织物金额2023年占比为4.1%，较2018年提升2.2PCT。

图21：2000~2023年美国纤维进口国家金额占比

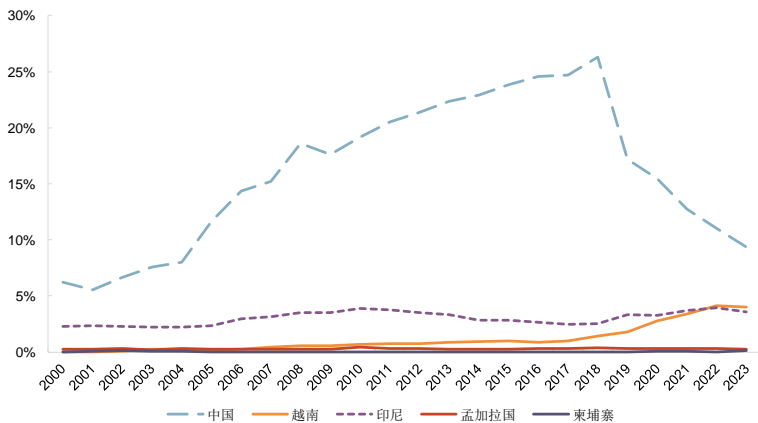
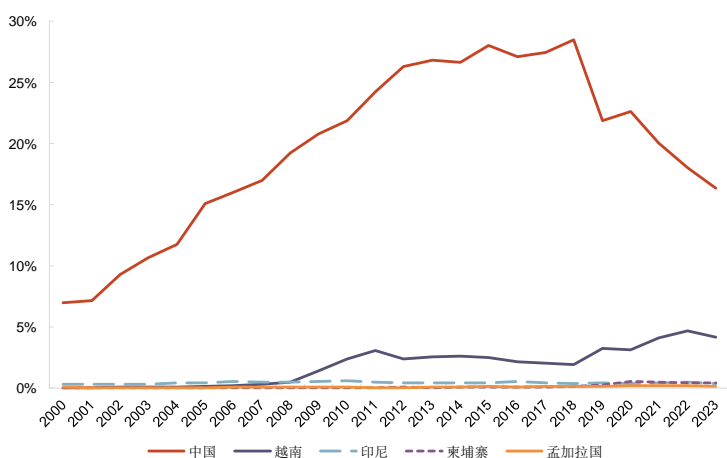


图22：2000~2023年美国纺织织物进口国家金额占比变化



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：UNComtrade，光大证券研究所整理

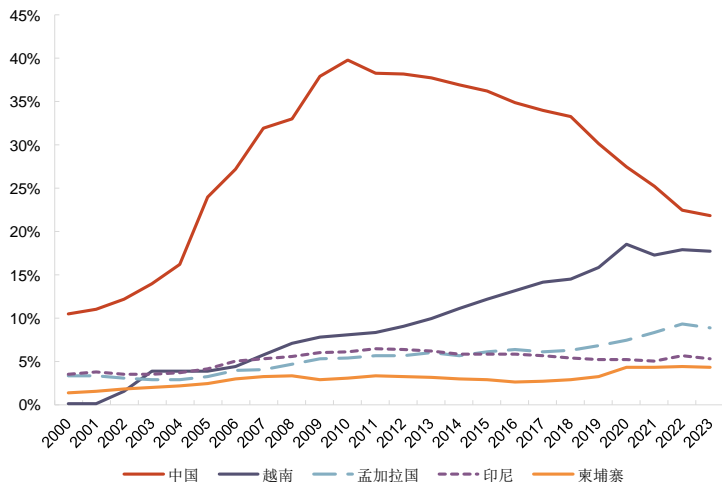
资料来源：UNComtrade，光大证券研究所整理

3.3 向外拓展新市场，寻求新增长动能

纺织制造向外转移空间方面，织物>纤维>鞋类>服装

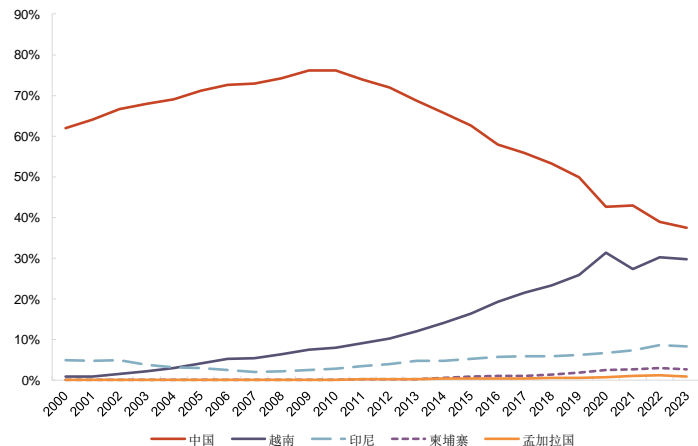
美国由中国进口的**服装和鞋类**金额占比自2011年以来呈下降趋势，2023年占比分别为21.8%/37.5%、较2010年高点分别-18.0/-38.7PCT；此外，美国由越南/孟加拉/印尼/柬埔寨进口的服装金额2023年占比分别为17.7%/8.9%/5.3%/4.3%，较2010年分别+9.7/+3.5/-0.8/+1.2PCT；美国由越南/印尼/柬埔寨进口的鞋类金额2023年占比分别为29.6%/8.3%/2.7%，较2010年分别+21.8/+5.5/+2.6PCT。

图23：2000~2023年美国服装进口国家金额占比变化



资料来源：UNComtrade，光大证券研究所整理

图24：2000~2023年美国鞋类进口国家金额占比变化



资料来源：UNComtrade，光大证券研究所整理

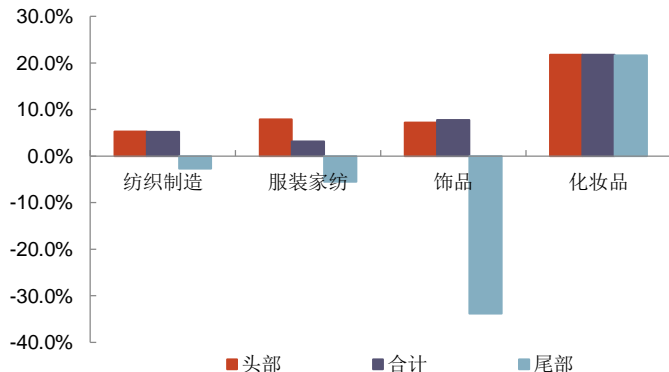
3.4 头部公司财务稳健，抗风险能力、分红实力更强

服装家纺头部公司财务相对稳健、具备高分红基础

对纺织制造、服装家纺、饰品、化妆品四个品类的上市公司进行分组，考虑到上市公司数量的差异，以营业收入为准、分别选取纺织制造前10、服装家纺前10、饰品前5、化妆品前5的上市公司作为头部公司统计。从结果来看：

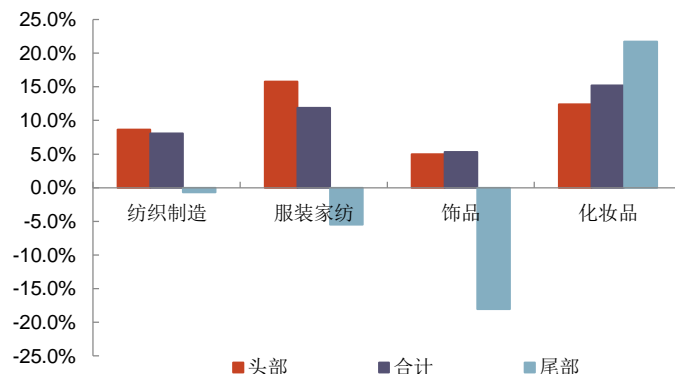
- ✓ 1) 2024年上半年零售偏弱的环境中，服装家纺行业头部、总体、尾部的公司收入增长差异较大，头部公司收入增长更为强健、说明头部品牌的影响力或者消费者粘性更佳；
- ✓ 2) 净利率方面，服装家纺头部公司的净利率亦明显好于总体，说明头部公司的经营管理效率和抗风险能力相对更强。

图25：2024年上半年代表行业上市公司按头部、总体、尾部公司划分的收入同比增速（%）



注：以营业收入为准、分别选取纺织制造前10、服装家纺前10、饰品前5、化妆品前5的上市公司作为头部公司统计，分别选取纺织制造后10、服装家纺后10、饰品后5、化妆品后5的上市公司作为尾部公司统计，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图26：2024年上半年代表行业上市公司按头部、总体、尾部公司划分的归母净利润率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

3.4 头部公司财务稳健，抗风险能力、分红实力更强

表9：A股纺织服装行业代表高股息标的梳理

代码	名称	总市值 (亿元, 20241028)	所属行业	2023年分 红率 (%)	2021~2023年 平均分红率 (%)	2024年中期 分红率 (%)	2024年假 设分红率 (%)	2024年悲 观预期归母 净利润 (亿元)	2024年预 测股息率 (%)
600398.SH	海澜之家	294	服装家纺	91%	89%	68%	91%	24	7.4%
002563.SZ	森马服饰	179	服装家纺	72%	98%	0%	72%	11	4.3%
002832.SZ	比音勒芬	123	服装家纺	63%	38%	0%	63%	9	4.7%
601339.SH	百隆东方	82	纺织制造	89%	63%	0%	89%	5	5.1%
002327.SZ	富安娜	72	服装家纺	95%	93%	0%	95%	5	6.2%
002293.SZ	罗莱生活	60	服装家纺	58%	96%	105%	100%	4	6.6%
002154.SZ	报喜鸟	62	服装家纺	52%	101%	30%	52%	6	4.8%
603587.SH	地素时尚	57	服装家纺	77%	78%	0%	77%	4	4.9%
000726.SZ	鲁泰A	47	纺织制造	26%	18%	48%	48%	4	4.0%
603558.SH	健盛集团	40	纺织制造	68%	53%	43%	68%	3	4.8%
002083.SZ	孚日股份	41	纺织制造	27%	39%	53%	53%	3	4.5%
603365.SH	水星家纺	36	服装家纺	62%	54%	0%	62%	3	5.6%
002404.SZ	嘉欣丝绸	34	服装家纺	77%	75%	0%	77%	2	5.0%
002674.SZ	兴业科技	27	纺织制造	94%	80%	0%	94%	2	6.5%
603808.SH	歌力思	27	服装家纺	83%	48%	0%	83%	2	4.8%

注：2024年悲观预测归母净利润按Wind一致预期归母净利润*85%计算；2024年预测分红率为23年分红率、24年中期分红率取高值计算；24年预测股息率=24年悲观预期归母净利润*24年假设分红率/总市值。

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

请务必参阅正文之后的重要声明

- 1 行情与估值回顾
- 2 行业业绩回顾
- 3 2025年投资策略
- 4 投资建议与推荐标的**
- 5 风险分析

纺织服装行业

纺织制造方面，24年行业在海外品牌补库阶段中收入和利润顺利修复，订单量价、开工率、毛利率等指标恢复到理想水平，未来继续看好竞争格局集中和头部制造商加强海外产能布局、提升份额，继续推荐**华利集团、伟星股份、百隆东方**等。

品牌服饰方面，24年前三季度零售筑底，促消费政策开始发力、期待24年四季度开始的零售回暖，并且头部品牌在多元竞争力的塑造中更胜一筹，如产品更新升级强化功能性、库存健康度和管控效率提升、渠道结构优化和业态创新、初步布局出海等领域。展望25年，继续期待万亿级服装消费市场中的细分市场机遇，以及线下客流和消费信心恢复带来的业绩弹性（如女装）。标的方面，港股我们继续推荐**安踏体育、李宁、波司登**；A股继续推荐**海澜之家、森马服饰**，关注**锦泓集团、罗莱生活**。再者从股息回报的角度，建议关注行业高股息率、低估值的稳健型标的。

化妆品行业

当前时点消费提振政策发力背景下，化妆品行业信心迎来修复。从行业角度，消费者更加趋于理性、对产品力的要求日益提升，我们认为行业竞争格局将趋于稳定，产品的差异化、多渠道的综合布局运营能力、财务指标的健康度将继续成为竞争之重。标的方面，我们继续推荐国产龙头公司**珀莱雅**。

4.2 推荐标的一安踏体育 (2020.HK)

公司为国产运动鞋服品牌龙头，旗下拥有主品牌安踏、FILA、迪桑特、可隆体育等品牌。2024年上半年公司实现营业收入337.4亿元、同比增长13.8%，归母净利润（包括/不包括合营公司AMER影响）分别为77.2/61.6亿元、同比增长62.6%/17.0%。**分品牌来看**，安踏品牌、FILA、其他品牌（迪桑特、可隆等）上半年收入分别同比增长13.5%/6.8%/41.8%。**分渠道来看**，电商业务上半年收入同比增长25.1%，推算线下业务合计同比增长9%。**零售流水方面**，24Q1~Q3安踏品牌分别同比增中单位数、高单位数、中单位数，FILA同比增长高单位数、增长中单位数、下滑低单位数，其他品牌（迪桑特+可隆等）同比增25~30%、40~45%、45~50%。

我们继续看好作为国内运动龙头，公司在波动的零售环境中彰显突出的管理效率及终端零售运营能力，合理有效地把控库存、折扣及各项费用，同时各品牌协同发展，稳步提升市场份额。另外，公司拟在未来18个月内使用不超过100亿港币回购股份并予以注销，彰显未来发展信心。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为4.89/5.04/5.63元人民币，24/25年PE为16/16倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求持续疲软；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育或者AMER盈利表现不及预期。

表10：安踏体育盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	53,651	62,356	69,517	77,959	86,487
营业收入增长率	8.8%	16.2%	11.5%	12.1%	10.9%
归母净利润（百万元）	7,590	10,236	13,835	14,256	15,935
归母净利润增长率	-1.7%	34.9%	35.2%	3.0%	11.8%
EPS（元）	2.68	3.62	4.89	5.04	5.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.1%	19.9%	24.2%	21.7%	21.3%
P/E	30	22	16	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28，港币汇率采用1HKD=0.9167RMB计算

4.2 推荐标的—李宁 (2331.HK)

公司为国产运动鞋服龙头品牌，采取“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，聚焦篮球、跑步、健身、羽毛球及运动生活五大核心品类。2024年上半年公司实现营业收入143.5亿元、同比增长2.3%，归母净利润19.5亿元、同比下滑8.0%。分渠道来看，上半年收入中经销、直营店、电商各占46.0%、24.4%、27.9%（其余1.7%为国际市场销售），收入分别同比-2.0%、+2.7%、+11.4%。零售流水方面，24Q1~Q3李宁品牌（不含李宁YOUNG）零售流水分别同比增长低单位数、下滑低单位数、下滑中单位数。

公司指引2024年收入低单位数增长，净利率指引为低双位数。公司将继续提升高层级市场效率，拓展新兴市场，并在更多细分品类如户外/青少年等方面发力。同时公司将对期货进行有效管控，保持库存健康，并加强柔性应对能力。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为1.25/1.45/1.63元，24/25年PE为12/10倍，估值较低、已具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；渠道库存消化不及预期；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用管控不当。

表11：李宁盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,803	27,598	28,842	30,722	32,959
营业收入增长率	14.3%	7.0%	3.1%	8.0%	7.3%
归母净利润（百万元）	4,064	3,187	3,221	3,748	4,214
归母净利润增长率	1.3%	-21.6%	1.1%	16.3%	12.4%
EPS（元）	1.57	1.23	1.25	1.45	1.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.3%	17.4%	16.2%	17.0%	17.3%
P/E	9	12	12	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28，港币汇率采用1HKD=0.9167RMB计算

4.2 推荐标的一波司登 (3998.HK)

公司为羽绒服龙头品牌，近年业绩表现靓丽，2023/24财年公司实现营业收入232.1亿元人民币、同比增38.4%，归母净利润30.7亿元、同比增43.7%超预期，收入分拆来看，主业品牌羽绒服、贴牌加工、女装、多元化服装收入占比分别为84.1%/11.5%/3.5%/0.9%，分别同比增长43.8%/16.4%/16.6%/0.3%。波司登主品牌持续进行品类创新、深耕拓宽市场空间，如极寒系列、一衣三穿冲锋衣鹅绒服、轻薄羽绒服，夏季推出防晒系列。

我们继续看好公司不断进行品类创新、丰富增长引擎，完善四季化销售，巩固提升市场份额。我们维持公司盈利预测，对应25~27财年EPS分别为0.32/0.38/0.43元，25/26财年PE为13/12倍，估值较低、已具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软、极端天气、费用投入效果不及预期、新产品或小品牌销售不及预期。

表12：波司登盈利预测与估值简表

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	16,774	23,214	26,588	30,321	34,424
营业收入增长率	3.5%	38.4%	14.5%	14.0%	13.5%
归母净利润（百万元）	2,139	3,074	3,597	4,158	4,778
归母净利润增长率	3.7%	43.7%	17.0%	15.6%	14.9%
EPS（元）	0.19	0.28	0.32	0.38	0.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.0%	22.2%	24.8%	27.1%	29.3%
P/E	23	16	13	12	10

注：公司财年截止日为3月31日。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28，港币汇率采用1HKD=0.9167RMB计算

4.2 推荐标的—海澜之家（600398.SH）

公司为国产大众男装龙头，2024年前三季度公司实现收入152.6亿元、同比下滑2.0%，归母净利润19.1亿元、同比下滑22.2%。分品牌来看，海澜之家系列收入仍占主导，24年前三季度占收入比例为74.1%，收入同比下滑5.0%；海澜团购定制系列收入占比为9.6%、收入同比-13.5%；其他品牌合计收入占比为11.5%、收入同比增长19.6%来自于斯搏兹公司自4月末开始并表贡献。分渠道来看，前三季度线上收入占比为21.0%、收入同比增长44.7%，线下收入同比下滑11.8%。

促消费政策逐步落地有望提振消费信心，公司作为大众定位且线下门店分布广泛的龙头品牌预计将受益；线上渠道正高速增长、品类扩充中，斯搏兹、出海等业务潜力较大，期待多元化业务布局为公司注入新增长动力。同时公司具备低估值、高分红属性，22~23年股息率分别为7.0%/9.3%。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为0.48/0.59/0.67元，24/25年PE为13/10倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内需求疲软；天气异常；斯搏兹等门店拓展不及预期；库存积压；费用控制不当等。

表13：海澜之家盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18,562	21,528	21,218	23,726	25,578
营业收入增长率	-8.1%	16.0%	-1.4%	11.8%	7.8%
归母净利润（百万元）	2,155	2,952	2,329	2,843	3,224
归母净利润增长率	-13.5%	37.0%	-21.1%	22.1%	13.4%
EPS（元）	0.45	0.61	0.48	0.59	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.8%	18.4%	14.6%	17.0%	18.4%
P/E	14	10	13	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28

4.2 推荐标的—森马服饰 (002563.SZ)

公司为童装和本土休闲装龙头，2024年前三季度公司实现收入94.0亿元、同比增长5.6%，归母净利润7.6亿元、同比下滑9.2%，扣非净利润7.3亿元、同比下滑5.3%。**分品类来看**，24年上半年儿童服饰、休闲服饰收入占比分别为68%/30%，收入分别同比增长6.4%、7.7%。**分渠道来看**，上半年线上收入占比为45%、收入同比增长3.4%，线下收入同比下滑9.9%、其中直营/加盟/联营收入分别同比增长5.0%/11.8%/0.3%。

上半年在终端零售环境波动下，公司收入及利润均实现稳健增长；三季度在终端零售疲弱背景下，业绩表现环比有所走弱。公司线下渠道呈积极扩张趋势、新开高质量门店、门店数底部回升，且直营及加盟坪效均有提升。同时公司积极提升数字化建设能力，加强全域新零售创新，运营效率逐步强化。分品牌来看，森马品牌转型升级，为大众家庭提供全场景购物体验；巴拉巴拉强化心智产品及品牌营销，同时加快海外布局，上半年在越南成功开设7家门店，并入驻东南亚电商平台Shopee。另外，截至24年6月末公司账上现金类资产共计78.43亿元，现金储备充足。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为0.43/0.49/0.56元，24/25年PE为15/13倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求持续疲软；线上增长不及预期；线下渠道拓展不力或者费用等投入超预期；渠道库存恶化。

表14：森马服饰盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,331	13,661	14,497	15,791	16,936
营业收入增长率	-13.5%	2.5%	6.1%	8.9%	7.3%
归母净利润（百万元）	637	1,122	1,158	1,331	1,499
归母净利润增长率	-57.2%	76.1%	3.2%	14.9%	12.6%
EPS（元）	0.24	0.42	0.43	0.49	0.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.8%	9.8%	9.8%	10.8%	11.8%
P/E	28	16	15	13	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28

4.2 推荐标的一华利集团 (300979.SZ)

公司是全球领先的运动鞋专业制造商，主要产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等。2024年前三季度公司实现营业收入175.1亿元、同比增长22.4%，归母净利润28.4亿元、同比增长24.3%。**品类方面**，2024年上半年运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他的收入占比分别为89.2%/5.3%/5.3%，收入分别同比增长24.0%/27.2%/31.2%。**分地区来看（按品牌客户总部所在地划分）**，美国、欧洲、其他地区2024年上半年收入占比分别为86.6%/11.1%/2.2%，收入分别同比+30.8%/-9.5%/+25.3%。

2024年前三季度公司收入实现亮眼增长，盈利能力亦有所提升。公司持续推进与新客户合作进度，新客户（如hoka/on/NewBalance/Reebok等）上半年收入增长较快，同时在主要客户的份额亦在稳健提升。产能方面，24年上半年公司越南两家新建工厂（一家成品鞋工厂和一家鞋材工厂）、印尼一家新建成品鞋工厂已开始投产、9月末越南一家新工厂投产，明年继续有多个新工厂投产计划。我们继续看好作为运动鞋制造龙头，公司受益于行业的高景气度，不断丰富客户结构，稳步扩充产能，持续强化市场份额。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为3.30/3.84/4.43元，24/25年PE为21/18倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求疲软影响公司接单和毛利率；产能扩张不及预期；人工成本上升；汇率大幅波动。

表15：华利集团盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,569	20,114	23,721	27,286	31,209
营业收入增长率	17.7%	-2.2%	17.9%	15.0%	14.4%
归母净利润（百万元）	3,228	3,200	3,854	4,480	5,173
归母净利润增长率	16.6%	-0.9%	20.4%	16.2%	15.5%
EPS（元）	2.77	2.74	3.30	3.84	4.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.5%	21.2%	21.9%	22.0%	22.0%
P/E	25	25	21	18	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28

4.2 推荐标的一伟星股份 (002003.SZ)

公司主营纽扣、拉链、金属制品、塑胶制品、织带、绳带和标牌等服饰及箱包辅料产品。2024年前三季度公司实现营业收入35.8亿元、同比增长23.3%，归母净利润6.2亿元、同比增长17.2%。2024年上半年纽扣/拉链/其他服饰辅料/其他业务收入占比分别为40.4%/54.8%/3.3%/1.5%，收入分别同比增长27.1%/24.0%/23.2%/52.2%。

2024年上半年随着下游品牌客户库存回归健康，公司订单表现向好收入及利润端均呈较快增长，经营质量亦有所提升。上半年公司越南工业园顺利投产，进一步推进国际营销网络布局及国际品牌客户开发工作，国际业务收入增速较快。我们继续看好作为辅料龙头，公司海外产能稳步扩张，丰富客户及品类结构，大力推进全球化战略，积极提升市场份额并实现业绩的持续稳健增长。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为0.61/0.70/0.79元，24/25年PE为22/19倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求疲软，影响公司接单和毛利率；产能扩张不及预期；原材料价格上涨、运费上涨、人工成本上升；汇率大幅波动。

表16：伟星股份盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,628	3,907	4,622	5,227	5,755
营业收入增长率	8.1%	7.7%	18.3%	13.1%	10.1%
归母净利润（百万元）	489	558	717	821	921
归母净利润增长率	9.0%	14.2%	28.4%	14.6%	12.2%
EPS（元）	0.42	0.48	0.61	0.70	0.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.9%	12.8%	15.8%	17.5%	19.1%
P/E	32	28	22	19	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28

4.2 推荐标的一百隆东方（601339.SH）

公司主营业务为色纺纱的研发、生产和销售。2024年前三季度公司实现营业收入60.7亿元、同比增长19.3%，归母净利润4.1亿元、同比下滑25.4%，扣非净利润2.5亿元，同比增长138.6%。

公司已度过2023年低谷，24年前三季度收入维持双位数增长，且毛利率逐季修复，扣非净利润增长亮眼。公司越南产能布局较早、占比高，23年国外（越南）产能占比为78%、业绩表现优于公司总体。我们看好公司作为色纺纱龙头业绩持续改善，发挥国际化布局优势、稳步提升市场份额。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为0.39/0.51/0.59元，24/25年PE为14/11倍，估值较低，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求疲软影响公司接单和毛利率；贸易环境变化；汇率或棉价大幅波动。

表17：百隆东方盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,989	6,914	7,988	8,633	9,246
营业收入增长率	-10.1%	-1.1%	15.5%	8.1%	7.1%
归母净利润（百万元）	1,563	504	584	759	879
归母净利润增长率	14.0%	-67.8%	15.9%	30.0%	15.8%
EPS（元）	1.04	0.34	0.39	0.51	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.5%	5.2%	5.9%	7.4%	8.2%
P/E	5	16	14	11	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28

4.2 推荐标的—珀莱雅 (603605.SH)

公司为国产化妆品品牌代表，旗下拥有珀莱雅、悦芙媿、彩棠、INSBAHA、CORRECTORS等品牌，覆盖护肤、彩妆、高功效护肤等美妆领域。公司2024年前三季度实现营业收入69.7亿元、同比增长32.7%，归母净利润10.0亿元、同比增长33.9%。**分渠道来看**，前三季度线上、线下收入占比分别为93.9%/6.2%，收入分别同比+38.5%/-18.1%。**分品牌来看**，主品牌珀莱雅收入占比约79%、收入同比增长超30%，彩妆品牌彩棠收入占比约11%、收入同比增长超30%，其他小品牌悦芙媿、OR收入分别同比增长约15%、约40%。

我们继续看好公司作为优质国货美妆代表继续深化大单品战略，通过多品牌与多品类发展推动长期增长，持续强化产品力与品牌力，从而逐步提升市场份额，同时合理控费、稳步提升经营质量。我们维持公司盈利预测，对应24~26年EPS分别为3.89/4.79/5.66元，24/25年PE为25/20倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内消费疲软；电商流量增长见顶；渠道拓展、营销投放效果、新品推出效果、小品牌培育效果不及预期；对行业趋势变化把握不当；费用控制不当。

表18：珀莱雅盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,385	8,905	11,591	13,938	16,359
营业收入增长率	37.8%	39.5%	30.2%	20.3%	17.4%
归母净利润（百万元）	817	1,194	1,542	1,897	2,244
归母净利润增长率	41.9%	46.1%	29.1%	23.1%	18.3%
EPS（元）	2.06	3.01	3.89	4.79	5.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.2%	27.5%	27.9%	27.2%	26.0%
P/E	47	32	25	20	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-28

- 1 行情与估值回顾
- 2 行业业绩回顾
- 3 2025年投资策略
- 4 投资建议与推荐标的
- 5 风险分析

5 风险分析

- ❑ 宏观经济增速下行，或者极端天气致终端消费疲软，影响服装、化妆品等产品的消费需求
- ❑ 行业竞争加剧，国外品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响
- ❑ 电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力
- ❑ 国外需求持续疲软，汇率或者原材料棉花价格大幅波动等，影响纺织制造企业的销售和盈利能力
- ❑ 地缘政治风险，贸易摩擦加剧，影响纺织制造企业接单

衷心 感谢

光大证券研究所



零售纺服
研究团队

分析师：姜浩

- 📄 执业证书编号：S0930522010001
- ☎ 电话：021-52523680
- ✉ 邮件：jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

- 📄 执业证书编号：S0930517080001
- ☎ 电话：021-52523672
- ✉ 邮件：sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

- 📄 执业证书编号：S0930523070004
- ☎ 电话：021-52523672
- ✉ 邮件：zhujieyu@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。