

## 纺织服装

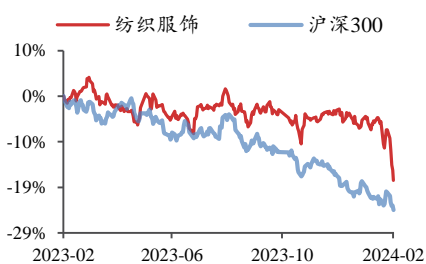
2024年02月04日

## 2023年业绩预增品牌表现亮眼，Adidas 业绩超预期

——行业周报

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023年业绩预告陆续披露，品牌板块业绩亮眼——行业周报》-2024.1.28

《12月服装社零增长加速，优选具有α的运动&性价比龙头——行业周报》-2024.1.21

《12月鞋出口量同比转正，优衣库大中华区 FY2024Q1 亮眼——行业周报》-2024.1.14

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

吴晨汐（联系人）

wuchenxi@kysec.cn

证书编号：S0790122120013

● **重点推荐：开润股份&报喜鸟&滔搏&申洲国际&安踏体育&名创优品&锦泓集团**

- 1、运动&户外品牌：滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361度、波司登；
- 2、男装&休闲品牌：报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、锦泓集团、森马服饰；
- 3、运动代工龙头拐点组合：开润股份、申洲国际、华利集团、健盛集团；
- 4、性价比主线：名创优品。

● **重点公司观点更新：运动鞋服链龙头、性价比标的α收益更显著**

**开润股份：**预计 2023Q4 迎来业绩拐点，2024 年箱包代工补库下稳健增长，服装及品牌业务规模及盈利持续双回暖。服装代工受益于新客户规模成长，品牌业务受益于国内市场及跨境增量，2023 年天猫渠道旅行箱规模同增 49%但未恢复至疫情前，小米受益于生态链改革、90 分受益于加大包袋品类及跨境新渠道投入。

**报喜鸟：**2023 年归母净利润预告区间为 6.88-7.34 亿元，同比+50-60%，利润端持续超预期，看好公司多品牌战略的中期成长性。主品牌年轻化转型并向中南市场拓展，2023 年控货下加盟收入增长慢于终端流水，预计 2024 年加盟收入恢复增长；哈吉斯成长性突出，品牌势能提升下稳步扩店，多品类多系列及面积扩张支撑店效提升。**滔搏：**FY2024Q3 流水低双增长，折扣&库销&面积&开店等经营指标全面改善，头部及后进品牌增速差异收窄，受益于国际品牌复苏、新品牌成长，长期结构性效率优化带动盈利稳健提升。**申洲国际：**由于服装季节性 & 品牌客户新品需求，下游仍有补库需求，但 Nike 下调指引加剧市场对补库程度的担心。公司的α来自于新品类下老客户份额提升、新客户逐渐放量，2024Q1 进入低基数，2024 年订单稳健向好，预计 Lulu 高增长、优衣库/阿迪达斯双位数增长、Nike 单位数增长、国内品牌略有下降-持平，新增客户 Lacoste。**安踏体育：**11 月进入低基数后主品牌及 FILA 流水增长强劲，α来源于优秀的国际品牌资产相互协同、强零售管理力、全球化运营和资源整合力，安踏品牌 2023 年控货积蓄能量，FILA 一流店效及盈利能力有望延续，其他品牌切入小众细分赛道预计持续高增。**名创优品：**发布五年战略规划，收入端看好全球开店加速（年净增 900-1100 家）、渠道结构调整&开大店下单店业绩增长；利润端看好产品组合&业务结构优化带动盈利能力提升。**锦泓集团：**2023 年归母净利润预计同比+299%~330%。品牌：TW 短期向上态势确立，长期来看具备成长空间；VGRASS 直营店效处于稳步恢复中；云锦未来将保持较快增速。公司：2022 年底债务置换，利息费用大幅下降 1 亿左右；2023 年初股权激励提供业绩增长信心。

● **行业信息更新：2023年业绩预增品牌表现亮眼，Adidas 业绩超预期**

(1) **业绩预告：**观测样本中 49 家 A+H 股发布 2023 年业绩预告，预告企业以品牌预增为主，男装（报喜鸟、九牧王）、休闲（锦泓集团、太平鸟、森马服饰）、中高端女装（赢家时尚、歌力思）表现亮眼。(2) **Adidas：**发布 FY2023 业绩预告和 2024 年指引，业绩超预期，预计 2023 年中性收入持平，剔除 Yeezy 收入影响，2023 年中性收入同比增长 2%；2024 年指引为营收货币中性中单增长，呈现逐季改善态势，2024H2 营收至少增长 10%，营业利润预计为 5 亿欧元。

● **风险提示：**消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复&门店扩张不及预期。

## 目 录

1、 行情回顾与下周推荐 .....	3
1.1、 行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑输大盘，H 股跑赢大盘 .....	3
1.2、 重点推荐：开润股份&报喜鸟&滔搏&申洲国际&安踏体育&名创优品&锦泓集团 .....	4
1.2.1、 开润股份：基本面拐点，看好 2024 年蓄力向上 .....	4
1.2.2、 报喜鸟：多品牌战略的成功典范，主品牌年轻化、哈吉斯品牌势能上升期 .....	5
1.2.3、 滔搏：FY2024Q3 经营指标全面向好，看好国际品牌复苏及盈利能力提升 .....	5
1.2.4、 申洲国际：订单稳步向好，2024Q1 进入低基数，看好盈利改善后估值回升 .....	6
1.2.5、 安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌回归大众值得期待 .....	7
1.2.6、 名创优品：择高而立，看好海内外扩张&盈利能力持续提升 .....	8
1.2.7、 锦泓集团：品牌向上势头确立，轻装上阵稳步增长 .....	9
2、 本周重点公司信息更新 .....	10
2.1、 四季度前瞻：预计运动&男装&性价比表现突出，制造环比改善 .....	10
3、 本周行业：业绩预增品牌表现亮眼，Adidas 业绩超预期 .....	10
3.1、 行业业绩预告：男装、休闲、中高端女装板块在品牌中领先 .....	10
3.2、 Adidas：发布 2023 年业绩预告和 2024 年指引，2023 年业绩超预期 .....	11
4、 重点推荐公司盈利预测 .....	11
5、 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1： 近 1 月 A 股纺服板块跑输大盘 .....	3
图 2： 纺服板块本周下跌 11.47%，跌幅居中 .....	3
图 3： 华利集团、慕尚集团控股、李宁涨幅居前三 .....	3
图 4： 浙江正特、红蜻蜓、如意集团跌幅居前三 .....	3
图 5： 全球 PC 出货量按季改善 .....	4
图 6： 2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前 .....	4
图 7： 天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升 .....	5
图 8： 季度收入增速：2024Q1 进入低基数 .....	7
图 9： 季度毛利率：盈利能力连续多个季度受压制 .....	7
图 10： 预计运动&男装&性价比表现突出，制造环比改善 .....	10
图 11： 2023 年多品牌发布业绩预增 .....	11
表 1： 各品牌 2023Q4 流水表现靓丽 .....	8
表 2： 重点推荐公司盈利预测与估值 .....	12

## 1、行情回顾与下周推荐

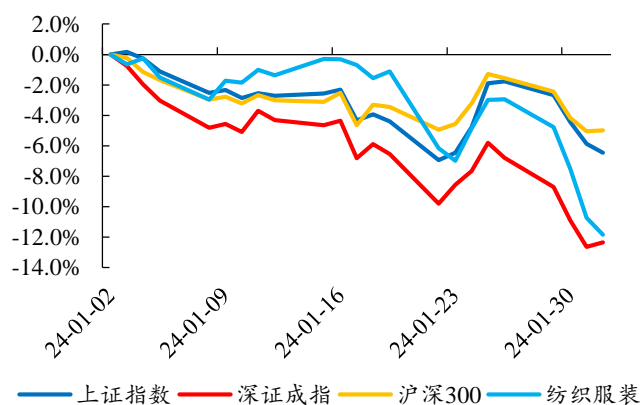
### 1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑输大盘，H 股跑赢大盘

本周（2024 年 1 月 29 日-2024 年 2 月 2 日）

A 股板块表现：纺织服装板块下跌 11.47%，沪深 300 下跌 4.63%，跑输大盘 6.8pct，在 31 个一级行业中排名 17，子行业表现来看，纺织制造下跌 12.33%，跑输大盘 7.7pct；服装家纺下跌 10.67%，跑输大盘 6.0pct。

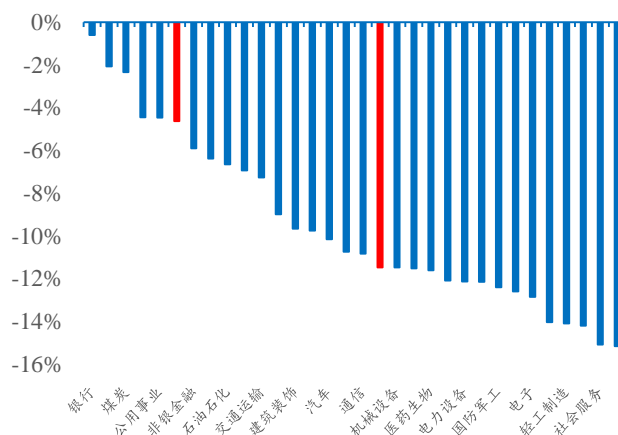
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块下跌 2.32%，恒生指数下跌 2.62%，跑赢大盘 0.3pct。

图1：近 1 月 A 股纺服板块跑输大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

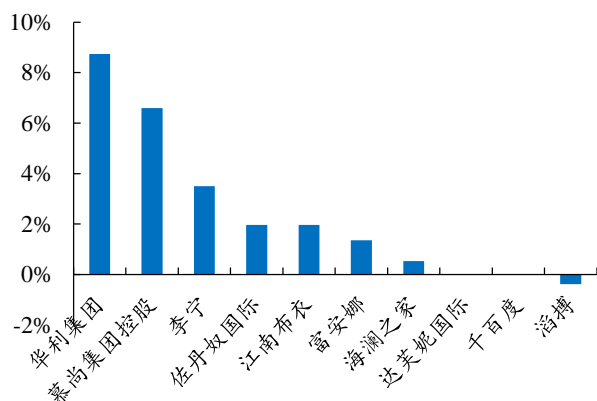
图2：纺服板块本周下跌 11.47%，跌幅居中



数据来源：Wind、开源证券研究所

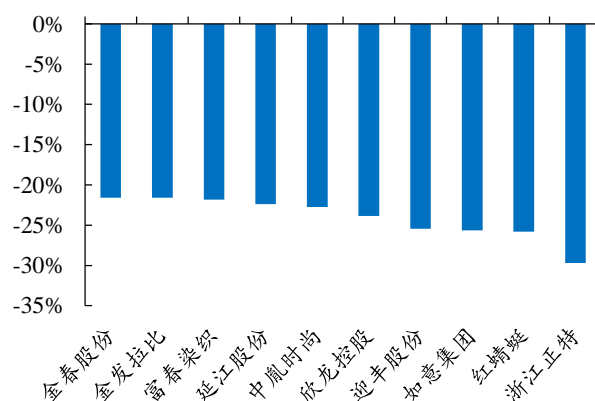
个股表现，华利集团、慕尚集团控股、李宁涨幅居前三，涨幅分别为 8.7%、6.6%、3.5%；浙江正特、红蜻蜓、如意集团跌幅居前三，跌幅分别为 29.7%、25.8%、25.6%。

图3：华利集团、慕尚集团控股、李宁涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：浙江正特、红蜻蜓、如意集团跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、重点推荐：开润股份&报喜鸟&滔搏&申洲国际&安踏体育&名创优品&锦泓集团

### 1.2.1、开润股份：基本面拐点，看好 2024 年蓄力向上

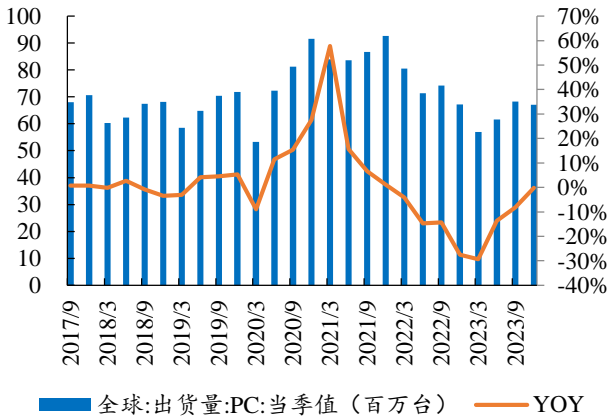
箱包代工补库下稳健增长，服装进一步成长。全球 PC 出货量按季改善，且下游运动休闲客户迪卡侬、Nike 及 VF 去库接近尾声，预计 2024 年随 IT 客户走出低谷、高毛利率新客户占比提升下，箱包有望实现双位数增长；服装代下单随新客户阿迪达斯、优衣库、Muji 等放量有望实现 30-50% 增长。同时利润端，预计箱包代工利润率随数字化推进，生产效率提高而稳中有升，预计上海嘉乐服装代工利润率随新客户订单规模化后明显改善。

品牌业务规模及盈利持续双回暖。

**90 分：国内重视推新控费，把握箱包品类出海机会，利润率改善空间充分。**国内：2023 年箱包市场增长亮眼，天猫渠道旅行箱同比增长 49% 但尚未恢复至疫情前，90 分所在的中等价格带占比提升，预计 2024 年 90 分通过加大新品及包袋投入，提升市场份额。**出海：**2021 年以 90 分配件及非 90 分品牌的健身器材品类出海，截至 2023 年预计跨境业务收入收缩至 10%，2024 年以拥有竞争优势的箱包品类出海，在箱包线上渗透率高的国家依托亚马逊拓展，在线上渗透率低的国家依托线下分销拓展。90 分推新控费下 2023 年前三季度均盈利，新品毛利率高于老品约 4-6pct，预计全年实现微利，目前新品销售占比不足 10%，看好 2024 年盈利进一步改善。

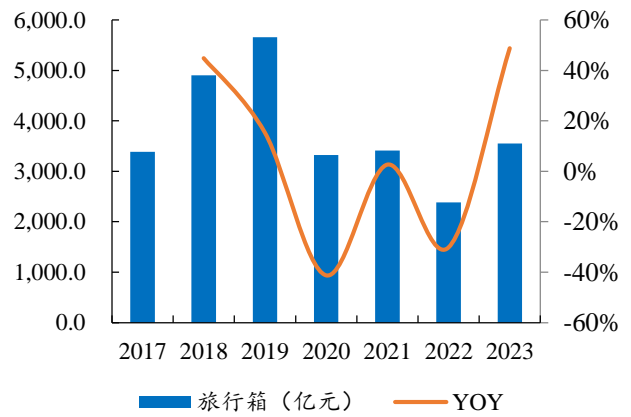
**小米：2024 年积极把握生态链变革机会。**预计 2024 年推新节奏加快、营销自由度提升、利益分配由毛利分成向毛保模式切换，新品占比预计进一步提升并有望开出独立箱包旗舰店。

图5：全球 PC 出货量按季改善

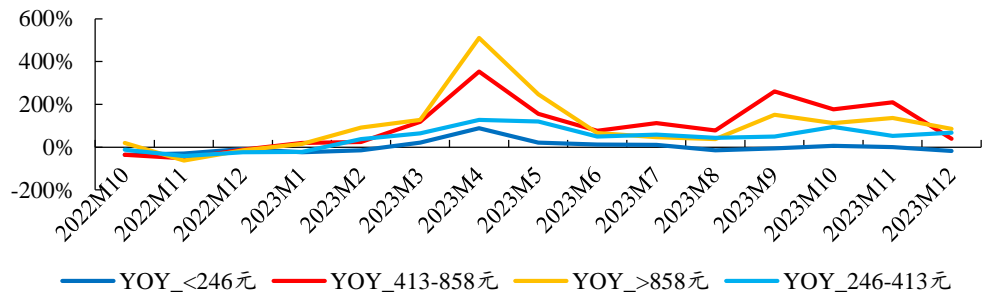


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前



数据来源：久谦、开源证券研究所

**图7：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升**


数据来源：久谦、开源证券研究所

### 1.2.2、报喜鸟：多品牌战略的成功典范，主品牌年轻化、哈吉斯品牌势能上升期

公司披露 2023 年业绩预告，归母净利润预告区间为 6.88-7.34 亿元，同比+50-60%，其中 2023Q4 归母净利润预告区间 1.33-1.79 亿元，同比+78.8-140.7%，利润端持续超预期，预计公司所有品牌均实现增长，其中报喜鸟品牌双位数增长、哈吉斯 20-30% 增长，同时终端控折扣及直营占比提升带动下毛利率有所提高。我们认为 2024 年业绩确定性部分来自于 2023 年哈吉斯品牌开店兑现度高且 2024 年预计仍保持 10-15% 净开店的积极拓店计划。

#### 报喜鸟：积极实行年轻化革新，短期控货后加盟发货增速有望恢复

报喜鸟顺应消费者着装休闲化、时尚化、年轻化的需求积极革新，在商务、婚庆西服基础上不断推出轻正装及运动西服等新品类，启用全新品牌代言人、升级第十代终端形象、加强进驻购物中心和百货。预计 2023 年运动西服增长快于传统西服、VIP 中 30 岁以下占比提升。渠道拓张：截止 2023H1，报喜鸟直营/加盟门店数分别为 219/566 家，较 2022 年末分别-2/-17 家，预计全年新开约 10%，未来每年保持新开 10%+门店。预计 2023 年短期控货下流水增长快于发货，库存消化后加盟商信心有望增强，加盟发货增速有望恢复。

#### 成功打造旗下第二品牌哈吉斯，品牌势能提升下扩店&单店成长：

(1) 扩店：2022 年门店为 417 家，2023 年新开店数（不含闭店）约为 15%，净开店预计为 10%，未来将加大三四线城市加盟力度提升规模，经测算中长期门店空间为 829 家。(2) 同店：品牌势能向上提高客流及进店率、多品类多系列（箱包配饰）提升转化率及连带率，单店年店效仍有提升空间。截止 2023 年前三季度，哈吉斯单店月均较 2022、2021 年均实现增长，主要系不断提升产品力、渠道力、品牌力、运营力，并通过渠道升级、控制终端销售折扣、加强会员销售管理、数字化营销、销售激励等方式积极提升店效，截止 2023 年前三季度，新会员数量增长良好，较 2022、2021 年均实现增长。

职业装宝鸟稳健，新品牌培育中：国内职业装集中采购模式的发展、招标日益规范化趋势，对标圣凯诺 2022 年 22.5 亿元规模，宝鸟仅 9.0 亿元，成长空间广阔。此外，公司储备新品牌中，具有大众衬衫品牌恺米切、户外休闲品牌乐飞叶、英伦高尔夫品牌亨利格兰等潜力品牌。

### 1.2.3、滔搏：FY2024Q3 经营指标全面向好，看好国际品牌复苏及盈利能力提升

FY2024Q3 经营指标全面向好。FY2024Q3 流水实现低双增长，其中零售流水由

同店驱动录得高双增长，主力和非主力品牌、线上及线下同比均有双位数增长。FY2024Q3 新品销售占比持续提升驱动折扣同比持续改善，库存金额同比双位数下降，库销比略低于 4，库存金额及库销比环比 FY2024H1 基本持平。**FY2024Q3 直营门店面积同比环比改善**：2023H2 毛开店加速，因此截至 11 月底环比 8 月底增长 0.5%（FY2024Q2 环比基本持平），同比下降 1.7%（FY2024Q1 同比下降 3.5%）。

**头部及后进品牌之间增速差异逐渐缩窄**。FY2024Q3 滔搏流水低双增长（FY2024H1 为 7.3%），以低双增长为切线，增速为低双以上的品牌加权平均增速为高双（FY2024H1 为中双），切线以下的品牌加权平均增速为低单（FY2024H1 为中单下降），剔除负面因素后为低双增长（FY2024H1 为略微增长）。

**预计业绩端由国际品牌复苏、新品牌合作、经营效率进一步提升带动**。中长期看好公司大店资源、私域运营的核心竞争力，深化现有品牌合作的同时加大 HokaOneone、凯乐石等新品牌及新领域的合作，强劲的现金创收能力预计高派息持续。

**收入端受益于国际品牌复苏**：**(1) Nike**：剔除汇率下大中华区连续四个季度正增长，新品售罄率表现较好，预计势头延续。**(2) 阿迪达斯**：中国库存结构和总量状况持续向好、全期货模式增加 30%快反订单、产品创新能力提升、营销资源改善后品牌市场声量开始逐步放大、2023 年渠道调整接近尾声，预计阿迪达斯在 FY2025 的销售改善。

**大店资源之下货品及营销丰富，精准单店&全域新零售提升单店辐射能力**：**(1) 大店资源**：FY2024H1 单店销售面积同比+7.7%，其中主力和非主力品牌及不同面积类型门店的单店面积均增长，凭借丰富的高级别大店资源，滔搏新品供应、营销资源丰富，有望持续抢占市场份额。**(2) 全域零售**：FY2024H1 传统平台维持增长、私域增速持续亮眼，包含单店小程序、旗舰店及私域的离店销售占比预计 10%+。滔搏以品牌以及品牌的用户属性做单店的细化划分，未来单店辐射能力的提升有望进一步增厚单店产出。

**长期结构性效率优化带动费用率下降**：**(1) 渠道改扩优化带动租售比下降**，预计新开店平均店效是关店店效的 3 倍，改店的店效平均提升大于 30，FY2024H1 渠道的优化带动估测租金费用率同比-0.5pct 至 13.3%。**(2) 数字化赋能带动人效提升**，员工费用率-1.3pct 至 10.0%。

#### 1.2.4、申洲国际：订单稳步向好，2024Q1 进入低基数，看好盈利改善后估值回升

由于服装季节性 & 品牌客户对新品的需求较为刚性，下游存在补库存需求，但由于 Nike 下调指引，加剧了市场对于补库存需求程度的担心。我们认为，公司积极拓展梭织、经编等新品类，除 2024Q1 低基数外，公司的  $\alpha$  来自于老客户份额提升以及新客户逐渐放量，同时盈利能力改善。

**9 月订单转正，国内产能利用率修复至 90%，订单需求稳步向好**。下游库存逐渐恢复正常，耐克（收入占比 30%）截至 11/30 报表存货 79.79 亿美元，同比-14%/环比-8%，库存周转天数 101 天（同比-5 天，环比-6 天）。预计随着服装季节性 & 品牌客户对新品的需求提升，下游客户根据去库存节奏逐步进入补库存阶段。截至 2023 年 11 月，Nike 大中华区连续五个季度剔除汇率下收入正增长，受益于本地化供应链需求，国内产能利用率预计已经恢复至 90%。

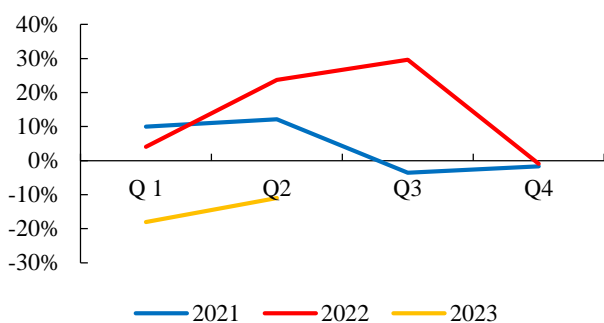
**基于产品多元化发展战略，老客户份额有望提升**。棉类/非棉产品结构过去 75:25，

目前约为 6:4，发展功能性化纤、经编、梭织产品。同时，受益于阿迪达斯精简供应链战略，公司份额有望进一步自 20% 显著提升。

**新客户成长性好，Lulu 订单亮眼，一体化推进后有望提升盈利能力。**Lulu 柬埔寨供应商主要供给高档小量产品，公司凭借规模化+垂直一体化优势份额有望快速提升，目前自产面料~50%，未来有望提升至 100%。

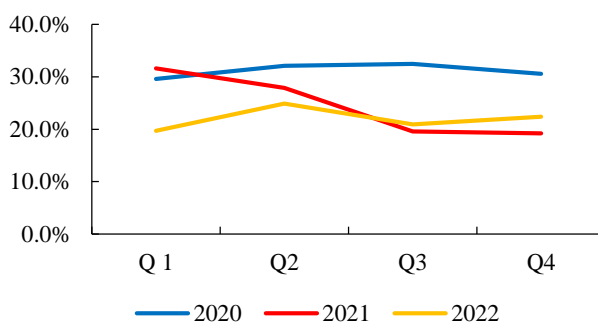
**预计估值随盈利能力压制因素消除而回升：**(1) 2024Q1 进入低基数；(2) 补库提升国内产能利用率后毛利率将逐季修复；(3) 原材料预计维持低位震荡阶段。

图8：季度收入增速：2024Q1 进入低基数



数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

图9：季度毛利率：盈利能力连续多个季度受压制



数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

### 1.2.5、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌回归大众值得期待

**α 来源：**优秀的国际品牌资产相互协同、强零售管理力、全球化运营和资源整合力。

**安踏：**2023 年控货积蓄能量，目标 2023-2026 流水年复合增长 10%-15%。

- **产品及品牌力向上：**看好商品调整（军转民思路转变重塑冠军系列、推出户外系列打造平替）、奥运等营销资源强化篮球跑步品类。2024 升 5 破 8，小票数升 5.05%、客单价突破 800（鞋占比提升、打造商品 IP，提升商品效率）。
- **市场拓展同步向下：**渠道分级改革，线下渠道分为五等级以及线上 60% 专供款，面对不同层级消费者，DTC 利润率有望提升。

**FILA：**一流店效及盈利能力，产品调整&渠道优化进入收获期。

- 鞋和专业运动收入占比提升显著，一方面鞋 2023H1 收入增速 20%+占比提至 40%左右，另一方面精准聚焦客群发展菁英运动，网球、高尔夫专业运动心智逐渐展现，2023H1 专业运动服双位数增长。
- 渠道优化进入收获期，折扣&店效恢复下，经营杠杆带动租售比下降及人效提升，OPM 预计维持 25-30%高水平。

**其他品牌：**Descente 2023 年流水超 50 亿，2023H1 店效超 180 万，通过领先心智运动、迭代专业产品、深耕专业圈层，至 2026 年成为集团第三个百年品牌。Kolon 定位高端品质户外的生活方式品牌，2020 年扭亏为盈，2023H1 店效 90w+，同比翻倍，通过产品突围、版图向新、文化扎根，目标 2023-2026 流水复合增长 30-35%。

**表1: 各品牌 2023Q4 流水表现靓丽**

	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
安踏品牌	20-25%负增长	低单位数	低单位数	低单位数	40-45%	35-40%	10-20%低段	10-20%中段
大货	20%+负增长	负低单位数	正增长	低单位数	35-40%		低双位数	中单位数
儿童	25%+负增长	单位数增长	低双位数	低单位数	45-50%		低双位数	中双位数
电商	中单增长	40%+	近 50%	正增长	60%+	40%+	25-30%	30-35%
FILA	中单负增长	10-20%	20-25%	25-30%	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数
classic	20%+负增长	中单位数		中双位数	80%+	20%+		持平
fusion	正增长	70%+	双位数	50%+	150%	80%+		低双位数
kids	低单负增长	30%+		20%+	100%	40%+		中双位数
电商						40%+	20-25%	25-30%
其他品牌	高单负增长	25-30%	50-55%	55-60%	115-120%		35-40%	30-35%
迪桑特				80%+	150%		50%	40%-45%
可隆体育				30-40%	75%+		30%	高双位数
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏品牌	10-20%高段	低单下滑	中单	高单	中单	高单	高单	高双
大货	10-20%		中单		中单	高单	高单	高双
儿童	20-25%		高单		中单	高单	中单位数	20-25%
电商	40%+	高单增长	高单		负增长	中单	低单	中单
FILA	中单增长	高单下滑	10-20%低段	负 10-20%低段	高单	10-20%高段	10-20 中段	25-30%
classic			中单	高单下滑	双位数	20%	线下高单	30%+
fusion	20%+		双位数	中单增长	单位数	中双	线下高单	低双
kids	10-20%		双位数	高双	单位数	低双	线下高单	25-30%
电商			65%	40%	~40%	60-65%	中双	中双
其他品牌	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%
迪桑特					70%+	60-65%	40-45%	50-55%
可隆体育					100%+	95-100%	65-70%	65-70%

资料来源: 安踏体育公司公告、开源证券研究所

### 1.2.6、名创优品: 择高而立, 看好海内外扩张&盈利能力持续提升

**2024 年指引: 开店:** 国内净增 350-450 家, 海外净增 550-650 家, 其中代理/直营各贡献 50%; **TOP TOY 净增 50-80 家;** **收入端:** 2024 年收入增速 20%-25%, 其中国内+10%-15%, 海外+30%-40%。

#### 收入端:

**(1) 开店加速:** 未来五年预计每年净增 900-1100 家店。截止 FY2024Q1 末, 国内/海外门店数分别为 3802/2313 家, 年初至今净增 477/198 家, 国内提前完成全年 350-450 家净增目标, 预计 2023 年内有望再净增 100-200 家, 海外有望完成全年净



增目标。此外，超级大店战略稳步推进，西安大唐不夜城店、武汉楚河汉街万达店、英国首家盲盒店、印尼三丽鸥 IP 限定主题店等大店陆续开业，国内已开业 28 家大店，海外大店不断刷新单店业绩。

**(2) 同店增长:** (1) 国内 MINISO: 目前国内单店 GMV 恢复到 2019 年的 93.2%; 且随着开大店关小店、开好店关差店调整渠道结构, 店铺微改造等以及精细化运营, 有效带动店效提升。(2) 海外 MINISO: 单店 GMV 恢复到 2019 年的 103%, 同比增长 27%; 其中印度、印尼等东南亚国家店效具备恢复潜力, 未来将通过全球本地化、数字化赋能驱动业绩增长, 如挖掘本地小 IP 或针对本土定制开发产品等; 重点发力北美, 挖掘本土偏好优化产品, 有望带动 GMV 持续高增, FY2024Q1 北美 GMV 同比增长 159%, 通过品牌定位、产品升级、供应链整合、门店升级、组织效能等多方位战略升级刷新单店业绩。

#### 利润端:

(1) 产品组合优化: 国内品牌升级&海外 IP 产品占比从~3%提升至 4%+&TT 产品优化

(2) 业务结构优化: 高贡献、高盈利海外直营市场占比持续提升, (1) 对海外收入贡献同比提升 12pct, (2) FY2024Q1 直营 OPM 大幅提升至中双位数。

**盈利预测与估值:** 综合来看, 净利率有望提升至 15%+, 预计未来三年利润复合增速 20%+, 成长确定性较高, 看好品牌战略升级叠加海内外渠道扩张下, 盈利能力持续提升。

#### 1.2.7、锦泓集团: 品牌向上势头确立, 轻装上阵稳步增长

**业绩预告:** 2023 年归母净利润预计实现 2.85-3.075 亿元, 同比+299%~330%, 2023 年扣非归母净利润预计实现 2.57-2.77 亿元, 同比+449%~493%。分渠道来看, 线上业务继续保持较快增长, 线下业务稳定恢复增长。

**Teenie Weenie:** 短期来看向上态势确立, 长期来看具备成长空间。2023Q1-3 营收同比+15.5%, 年初至今/Q3 门店净关 99/19 家至 1123 家。分渠道来看, 线上特别是抖音平台, 占据先发优势已经积累了粉丝和规模, 深入把握抖音的机制, 运营效率比较高, 在大盘增速放缓的情况下, 也能维持较快增速。线下渠道是未来 2-3 年增速比较亮眼的部分, 公司调整了线下拓展策略, 发力加盟业务布局下沉渠道, 同时恢复运营并且叠加新零售来赋能门店业绩。通过测算, 我们预计 TW 的开店空间为 1920 家, 现在的门店数仅 1123 家, 线下规模天花板在 45 亿元左右。

**其他品牌:** (1) VGRASS: 2023Q1-3 营收同比+7.7%, 公司直营运营能力处于行业内较高水平, VGRASS 直营店效高于同行, 处于稳步恢复中; (2) 云锦: 2023Q1-3 营收同比+115.6%, 这两年转亏为盈, 未来将保持较快增速。

**公司层面:** 一是公司 2022 年底做了债务置换, 利息费用大幅下降 1 亿左右; 二是公司 2023 年初做了股权激励, 业绩增长的信心比较足; 三是从公司经营来看, 高端女装的规模增长主要是靠多品牌扩张, 以小并大 TW、云锦转亏为盈都体现出锦泓整合资源和运营品牌的能力, 从长期来看, 公司具备继续进行多品牌扩张抢占市场份额的潜力。

## 2、本周重点公司信息更新

### 2.1、四季度前瞻：预计运动&男装&性价比表现突出，制造环比改善

**品牌端：**2023Q4 短暂受 10 月气候偏暖影响，整体受益于线下客流受损及去库的低基数，预计运动户外、男装、性价比品牌表现依然领先行业。运动品牌安踏/FILA/特步/361 度流水分别为高双/25-30%/30%+/23-30%，全年流水分别为高单/高双/20%+/-20%，户外品牌迪桑特/可隆流水分别增长 50-55%/65-70%，全年流水分别增长 55-60%/约 80%。

**制造端：**海外需求去库存渐进尾声，预计 2023Q4 制造出口整体呈现业绩环比改善，多数细分领域制造龙头收入增长转正、利润率回升，具备新客户、新品类逻辑的制造企业预计表现更佳。

图10：预计运动&男装&性价比表现突出，制造环比改善

证券代码	证券简称	营收增速										归母净利润增速										归母净利润									
		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2023E	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2023E	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2023E
9896.HK	名创优品	20.7%	5.0%	-6.3%	4.5%	-10.0%	26.2%	40.3%	36.0%	51.2%	38.7%	143.9%	-22.0%	21.0%	7.3%	82.1%	336.3%	156.3%	53.8%	61.8%	104.6%	7.4%	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%	16.4%	17.6%	16.9%	16.0%	16.7%
002293.SZ	罗莱生活	6.5%	-2.5%	-9.2%	-9.3%	-9.4%	-3.6%	11.0%	-2.8%	7.1%	2.8%	-0.2%	-12.8%	-36.3%	-18.9%	-18.3%	11.1%	69.3%	-22.2%	8.8%	7.0%	12.6%	12.4%	5.8%	12.7%	11.4%	14.3%	8.8%	10.1%	11.6%	11.2%
002832.SZ	比音勒芬	3.0%	30.2%	-14.3%	20.1%	-12.2%	33.1%	20.3%	22.0%	40.1%	29.0%	10.2%	41.3%	-13.4%	30.4%	-6.9%	41.4%	40.2%	22.8%	32.5%	32.2%	22.0%	26.2%	16.3%	30.6%	23.3%	27.9%	19.0%	30.8%	22.1%	25.9%
603518.SH	锦泓集团	-2.8%	0.7%	-13.9%	0.5%	-20.8%	8.1%	23.2%	14.5%	19.7%	16.0%	-71.6%	-56.5%	-114.4%	395.0%	-100.4%	149.3%	835.6%	30.5%	转正	314.8%	5.5%	3.8%	-0.7%	4.2%	0.0%	8.8%	4.3%	4.8%	7.4%	6.5%
603877.SH	太平鸟	-9.2%	-7.7%	-26.1%	-15.4%	-32.3%	-15.8%	-11.9%	-20.0%	9.5%	-9.0%	-69.3%	-6.4%	-127.4%	-36.5%	-73.9%	14.2%	158.9%	-314.3%	538.5%	124.7%	3.5%	7.7%	-3.3%	0.9%	1.4%	10.5%	2.2%	-2.5%	7.9%	5.3%
002563.SZ	森马服饰	-6.2%	0.0%	-27.3%	-5.8%	-18.7%	-9.3%	9.7%	1.1%	7.2%	2.0%	-7.8%	-40.7%	-133.4%	-39.8%	-32.8%	48.8%	295.8%	89.4%	15.4%	96.8%	10.1%	6.3%	-4.5%	5.1%	8.3%	10.4%	8.0%	9.5%	9.0%	9.2%
600398.SH	海澜之家	-2.4%	-5.1%	-7.2%	3.4%	-19.0%	9.0%	28.2%	5.1%	24.8%	16.7%	-10.2%	-14.2%	-31.6%	19.2%	-8.5%	11.1%	58.5%	63.1%	19.3%	36.2%	7.4%	13.9%	12.8%	11.4%	8.3%	14.1%	15.9%	17.7%	7.9%	13.5%
002154.SZ	报喜鸟	-3.2%	16.3%	-14.5%	4.5%	-13.8%	11.5%	40.8%	14.8%	19.1%	20.2%	-27.7%	13.7%	-27.2%	13.8%	-23.6%	24.2%	157.5%	23.3%	108.4%	54.8%	6.6%	17.8%	7.0%	11.5%	5.8%	19.8%	12.9%	12.3%	10.2%	13.7%
300888.SZ	稳健医疗	-26.3%	2.4%	58.3%	41.2%	67.3%	1.3%	-32.5%	29.8%	-42.0%	-28.1%	-79.5%	-25.7%	91.0%	4.2%	195.9%	5.6%	-43.1%	310.1%	451.7%	-55.2%	6.1%	15.4%	18.9%	14.4%	10.8%	16.0%	15.9%	84.1%	-65.5%	9.1%
603328.SH	诺邦股份	-27.6%	-27.6%	13.5%	11.4%	30.0%	18.7%	21.0%	27.9%	12.5%	19.5%	-100.6%	-85.0%	-40.8%	-60.7%	254.8%	35.6%	45.4%	165.3%	260.2%	113.4%	-0.1%	2.3%	3.6%	2.3%	1.5%	2.6%	4.4%	4.9%	4.8%	4.2%
603558.SH	锦盛集团	22.8%	28.5%	45.3%	-7.7%	1.1%	-6.6%	-15.4%	-2.2%	5.2%	-5.6%	97.6%	74.1%	73.9%	10.1%	50.7%	53.0%	-19.6%	-4.5%	8.8%	-2.8%	15.9%	15.7%	15.8%	16.1%	15.1%	13.1%	17.6%	16.3%	14.9%	15.7%
300979.SZ	华利集团	33.5%	11.4%	28.5%	23.3%	7.4%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	10.0%	-2.7%	37.4%	12.4%	28.0%	25.1%	1.5%	25.8%	6.7%	-5.9%	8.8%	-2.8%	15.9%	15.7%	15.8%	16.1%	15.1%	13.1%	17.6%	16.3%	14.9%	15.7%
300918.SZ	南山智尚	31.5%	8.0%	27.3%	12.0%	-5.1%	1.3%	-12.6%	-2.0%	33.9%	5.3%	433.0%	17.7%	15.3%	0.0%	43.8%	13.4%	9.1%	17.4%	8.0%	10.9%	11.9%	8.8%	9.0%	9.0%	18.0%	9.8%	11.3%	10.8%	14.5%	12.0%
002674.SZ	兴业科技	-19.2%	-5.8%	-8.9%	52.8%	19.6%	79.0%	52.1%	12.8%	22.5%	33.8%	94.3%	80.6%	-50.4%	30.7%	373.9%	629.6%	35.7%	0.5%	167.9%	48.8%	0.8%	1.5%	9.9%	12.2%	3.2%	6.1%	8.8%	10.8%	7.0%	8.4%
605080.SH	浙江自然	38.3%	46.6%	13.2%	-1.2%	-19.8%	-27.2%	5.1%	-15.8%	12.1%	-11.2%	14.5%	37.1%	18.0%	-45.4%	-20.9%	-40.3%	-47.3%	19.1%	-29.6%	20.5%	25.7%	29.2%	14.9%	9.6%	28.0%	18.4%	9.3%	10.2%	18.1%	
300577.SZ	开润股份	52.3%	35.6%	31.3%	43.8%	-18.7%	21.0%	15.5%	-13.7%	26.1%	10.0%	-29.1%	2.8%	-93.9%	-62.8%	-179.5%	-24.7%	1171.1%	128.2%	扭亏	220.0%	4.0%	7.6%	0.4%	2.4%	-3.9%	4.7%	4.9%	6.3%	3.9%	5.0%

证券代码	证券简称	2023Q4 流水增速		2023E 收入(亿元)		收入增速		2023E 扣非(亿元)		扣非增速	
		安踏	高双	同比2022	同比2021	同比2022	同比2021	同比2022	同比2021		
12020.HK	安踏体育	FILA	(25%,30%)	619.2-646.2	(15%,20%)	(25%,31%)	94.88-98.67	(25%,30%)	(23%,28%)		
1366.HK	特步国际	特步	30%+	139.1-146.9	(7%,13%)	(38%,46%)	10.14-10.6	(10%,15%)	(12%,17%)		
1361.HK	361度	361°	23%+	82.9-85	(17%,20%)	(38%,41%)	9.34-9.71	(25%,30%)	(55%,61%)		
2313.HK	申洲国际			264.2-278.2	(-5%,0%)	(11%,16%)	45.17-46.54	(-1%,2%)	(34%,38%)		
6110.HK	滔搏			289.7-305.9	(7%,13%)	(-9%, -4%)	22.41-23.32	(22%,27%)	(-8%, -5%)		
3998.HK	波司登			201.3-209.7	(20%,25%)	(24%,29%)	26.73-27.8	(25%,30%)	(30%,35%)		

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、本周行业：业绩预增品牌表现亮眼，Adidas 业绩超预期

### 3.1、行业业绩预告：男装、休闲、中高端女装板块在品牌中领先

观测样本中 49 家 A+H 股发布 2023 年业绩预告。

(1) 预增为主，预告企业中九牧王、南极电商、三夫户外、华孚时尚、安正时尚等 12 家企业扭亏。

(2) 分板块看，预告企业以品牌为主，男装、休闲、中高端女装表现亮眼，多数预告企业业绩好于 2021 年。其中，男装报喜鸟、九牧王受益于行业竞争格局优化及商务需求释放表现亮眼，报喜鸟全年净利润预增 50%~60%、九牧王扭亏为盈；中高端女装企业赢家时尚、歌力思受益于消费群体需求韧性，全年净利润预增 120%+、389%~536%。休闲品牌锦泓集团、太平鸟、森马服饰利润释放，全年净利润预增 299%~330%、125%、66%~82%。

**图11：2023年多品牌发布业绩预增**

证券代码	公司	预告2023年归母净利润区间 (亿元)		同比2022年增长		较2021年增长		预告2023Q4归母净利润区间 (亿元)		同比2022Q4增长		较2021年增长		预告类型
		下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	
002154.SZ	报喜鸟	6.88	7.34	50%	60%	48%	58%	1.33	1.79	79%	141%	37%	84%	预增
601566.SH	九牧王	1.90	2.45	扭亏	扭亏	-2%	26%	0.94	1.49	326%	576%	-34%	5%	预增
603518.SH	锦泓集团	2.85	3.08	299%	330%	27%	37%	0.94	1.17	扭亏	扭亏	13%	40%	预增
603877.SH	太平鸟	4.15		125%		-39%		2.05		538%		66%		预增
002563.SZ	森马服饰	10.60	11.60	66%	82%	-29%	-22%	2.28	3.28	-38%	-10%	-58%	-40%	预增
3709.HK	赢家时尚	8.41		120%		49%								预增
603808.SH	歌力思	1.00	1.30	389%	536%	-67%	-57%	-0.36	-0.06	-41%	-90%	转亏	转亏	预增
300918.SZ	南山智尚	1.90	2.20	2%	18%	25%	44%	0.70	1.00	-13%	24%	25%	78%	预增
603238.SH	诺邦股份	0.77	0.84	104%	123%	-20%	-13%	0.23	0.30	212%	308%	扭亏	扭亏	预增
002042.SZ	华孚时尚	0.75	1.10	121%	131%	-87%	-81%	-0.10	0.25	-98%	扭亏	转亏	-80%	预增
603055.SH	台华新材	4.45		66%		-4%		1.18		扭亏		36%		预增
300577.SZ	开润股份	1.06	1.59	126%	239%	-41%	-12%	-0.15	0.38	-34%	扭亏	转亏	31%	预增
301088.SZ	戎美股份	0.81	0.90	-51%	-46%	-50%	-44%	0.18	0.27	-68%	-51%	-63%	-44%	预减
000726.SZ	鲁泰A	3.90	4.70	-60%	-51%	12%	35%	0.55	1.35	-80%	-50%	-45%	34%	预减
300888.SZ	稳健医疗	6.80	8.00	-59%	-52%	-45%	-35%	-14.68	-13.48	转亏	转亏	转亏	转亏	预减
601339.SH	百隆东方	4.20	5.00	-73%	-68%	-69%	-64%	-1.33	-0.53	转亏	转亏	转亏	转亏	预减

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、Adidas：发布 2023 年业绩预告和 2024 年指引，2023 年业绩超预期

**(1) 营业收入：**2023 年营业收入为 214.27 亿欧元 (-5.0%)，货币中性同比持平；主要由于去库存下批发渠道销售大幅减少；Yeezy 业务中止影响收入，同比减少 5 亿欧元，两次清货贡献 7.5 亿欧元收入，剔除 Yeezy 收入影响，2023 年营收货币中性下同比增长 2%。

#### (2) 盈利能力：

**毛利率：**2023 年毛利率为 47.5% (+0.2pct)，部分受汇率拖累。

**营业利润：**2023 年营业利润为 2.68 亿欧元 (2 亿基本营业利润+3 亿 Yeezy 清货利润-2 亿战略评估一次性成本-几千万 Yeezy 冲销)，主要系 (1) Q4 营业利润好于预期，基本营业利润为 2 亿欧元 (指引：1 亿欧元)，(2) 公司决定不冲销现有 Yeezy 库存，2023 年营业利润只包含小几千万 (low-double-digit million) 欧元的 Yeezy 库存冲销；目前 Yeezy 剩余库存金额为 3 亿欧元，公司计划在 2024 年至少按成本价出售剩余的产品。

#### (3) 2024 年展望：

**营收端：**货币中性中单增长，假设按成本价出售剩余 Yeezy 库存，预计 24 年贡献销售收入 2.5 亿欧元，剔除 Yeezy 影响，营收货币中性高单增长，呈现逐季改善态势，2024H2 营收至少增长 10%；

**利润端：**营业利润：5 亿欧元，OPM：10%；考虑外汇逆风影响、Yeezy 按成本价出售影响。

## 4、重点推荐公司盈利预测

#### 本周重点推荐标的：

- 1、运动&户外品牌：滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361 度、波司登；
- 2、男装&休闲品牌：报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、锦泓集团、森马服饰；
- 3、运动代工龙头拐点组合：开润股份、申洲国际、华利集团、健盛集团；

## 4、性价比主线：名创优品。

**表2：重点推荐公司盈利预测与估值**

公司名称	PE			净利润（亿元）			净利润增长率（%）			总市值（亿元）	评级	
	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E			2025E
滔搏	13.1	<b>11.1</b>	9.7	24.5	23.1	27.2	31.4	-5.8	18.0	15.3	302.9	买入
安踏体育	17.7	<b>14.8</b>	12.4	75.9	96.9	115.8	137.7	27.7	19.5	18.9	1713.1	买入
李宁	11.5	<b>9.2</b>	7.8	40.6	36.1	45.0	53.3	-11.1	24.6	18.3	415.9	买入
特步国际	9.1	<b>7.9</b>	6.6	9.2	10.2	11.8	14.1	11.1	15.2	19.4	93.1	买入
361度	6.8	<b>5.7</b>	4.9	7.5	9.5	11.4	13.4	27.4	19.3	18.1	65.2	买入
报喜鸟	12.5	<b>10.6</b>	9.0	4.6	7.1	8.4	9.8	54.8	17.9	17.6	89.0	买入
比音勒芬	17.0	<b>13.9</b>	11.6	7.3	9.5	11.7	14.0	31.1	23.0	19.5	162.5	买入
海澜之家	11.4	<b>10.1</b>	9.0	21.6	29.4	33.0	37.0	36.2	12.4	12.1	334.3	买入
锦泓集团	11.4	<b>8.6</b>	7.0	0.7	2.8	3.7	4.5	289.3	32.4	22.8	31.8	买入
森马服饰	11.2	<b>9.6</b>	8.6	6.4	12.5	14.6	16.3	96.9	16.0	11.8	140.1	买入
申洲国际	20.5	<b>16.0</b>	13.6	45.6	45.5	58.1	68.3	-0.2	27.7	17.4	930.9	买入
华利集团	21.2	<b>18.3</b>	15.1	32.3	31.4	36.3	43.9	-2.8	15.7	21.0	665.2	买入
开润股份	17.6	<b>11.6</b>	8.4	0.5	1.5	2.3	3.2	220.0	52.0	38.6	26.4	买入
兴业科技	12.2	<b>9.4</b>	7.8	1.5	2.2	2.9	3.5	48.8	30.4	20.9	27.4	买入
健盛集团	13.5	<b>10.2</b>	9.2	2.6	2.4	3.2	3.5	-8.3	32.5	10.7	32.3	买入
名创优品	15.4	<b>12.6</b>	10.3	6.4	24.2	29.5	36.0	278.7	22.3	21.9	371.8	买入
波司登	13.0	<b>11.1</b>	9.7	20.6	27.2	31.6	36.5	31.7	16.5	15.3	352.6	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（均为开源证券研究所预测，2024年2月2日汇率：港币：人民币=0.91，收盘日截至2024年2月2日）

## 5、风险提示

消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复不及预期、门店扩张不及预期。

## 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，属于商业秘密材料，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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn