

## 纺织服饰

2024年03月24日

## Q1 前瞻制造优于品牌，新增推荐健盛集团

——行业周报

投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

张霜凝（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

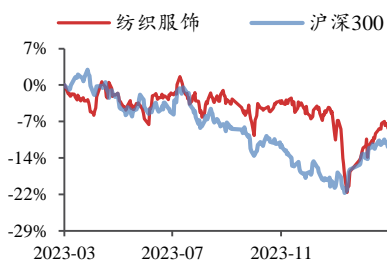
zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070037

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《阿迪达斯大中华区 FY2024 指引乐观，关注上下游龙头标的——行业周报》-2024.3.17

《出口改善符合预期，Amer 指引 2024 年收入中双增长 ——行业周报》-2024.3.10

《PUMA FY2024 营收指引中单增长，需求稳步复苏——行业周报》-2024.3.3

### ● 重点推荐：开润股份&健盛集团&滔搏&361度&名创优品

一季度前瞻亮眼：开润股份、诺邦股份、华利集团、兴业科技、361度；运动户外龙头：滔搏、申洲国际、安踏体育、特步国际、李宁、波司登；男装&休闲品牌：比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、锦泓集团、森马服饰。

### ● 重点公司观点更新：Q1 前瞻制造优于品牌，关注优质代工龙头盈利改善

**开润股份：**全年展望乐观，预计 2024Q1 业绩好于我们预期。预计 2024Q1 收入增长 20%+，利润端 5000-5500 万元，对应增速 43%-57%，其中预计 2B 收入增长 20%左右；预计 2C 收入增长 20-30%。2024 年箱包及服装代工受益于补库和差异化的印尼产能布局提升份额，预计高双增长；品牌端在国内出行景气度上行且品牌精细化运营下，90 分加大包品类和跨境布局、小米生态链改革新机遇，90 分/小米国内预计。由于服装代工及品牌的盈利能力均在底部回升阶段，预计全年业绩端实现 50%+增长。**健盛集团：**2023 年业绩超预期，棉袜持续稳健增长，净利率创新高。2024 Q1 无缝新客户订单有望放量，产能利用率提升下盈利能力提升空间充分。**滔搏：**大客户财报均指引大中华表现良好，耐克 FY2024Q3 收入+6%其中批发双位数增长，预计公司 FY2024Q4 流水好于市场预期。同时阿迪达斯对 2024 年大中华区收入指引双位数增长，滔搏受益于国际品牌大中华区复苏、新品牌成长，长期结构性效率优化带动盈利稳健提升。**361度：**业绩具有确定性的低估值标的，2023 年专业品类表现亮眼，随产品矩阵完善、渠道改扩、品牌资源丰富，品牌势能处在上行阶段，2024Q1-Q3 订货会预计 15-20%增长，同时电商高速增长贡献弹性，海外开立独立站加速布局，预计 2024Q1 流水预计领跑行业。**名创优品：**Q4 业绩持续超预期，收入端看好全球开店加速（年净增 900-1100 家）、渠道结构调整&欧美加速扩张；利润端看好产品组合&业务结构优化带动盈利能力提升，预计 2024 年收入、利润增速 20%-30%。

### ● 行业：Nike 维持 FY2024 收入指引+1%，露露乐檬 FY2024 收入指引 11-12%

**2024Q1 前瞻：**收入端代工普遍好于品牌主要系 2023Q1 品牌基数高于代工，2023Q1 品牌受益于疫后复苏需求向好，代工仍处下游去库阶段。品牌中男装及性价比品牌需求稳健，代工中细分领域龙头表现优秀。利润端代工盈利能力随规模效应修复，预计开润股份、诺邦股份、华利集团业绩表现亮眼，男装受益于需求韧性，预计利润端稳健。**Nike：**FY2024Q3 营收同比持平（货币中性，下同），Nike 品牌+2%（鞋+2%/服-3%）、匡威品牌-20%，大中华区连续 6 季度正增长，FY2024Q3 收入+6%其中批发双位数增长。维持 FY2024 指引收入端货币中性增长 1%。**Lululemon：**FY2023 营收实现 96.19 亿美元，同比增长 19%，FY2023 北美/大中华区/其他地区收入同比增长 12%/43%/66%，中国净拓 28 至 127 家店、货币中性下同店+46%。FY2024Q1 收入指引 9-10%，FY2024 收入指引 11-12%。

### ● 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&滔搏&兴业科技&361 度&申洲国际&名创优品 .....                 | 4  |
| 1.2.1、 开润股份：迷雾消散，预计 2024 年业绩端蓄力向上 .....                      | 4  |
| 1.2.2、 健盛集团：2023 年业绩超预期，看好业绩拐点&越南产能优化 .....                  | 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、 361 度：2023 年专业品类体现强劲势能，预计 2024Q1 流水延续亮眼表现 .....       | 6  |
| 1.2.5、 名创优品：业绩持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 势能向上 .....              | 7  |
| 2、 本周重点公司信息更新 .....  | 7  |
| 2.1、 Q1 前瞻：预计代工业绩好于品牌，品牌中男装及性价比需求稳健 .....                    | 7  |
| 2.2、 特步国际：库销比优化顺利轻装上阵，索康尼如期盈利 .....                          | 8  |
| 2.3、 李宁：2023 年批发及电商短暂调整，期待 2024 年货通价顺 .....                  | 9  |
| 2.4、 南山智尚：2023 年盈利能力提升，新材料业务加速发展 .....                       | 10 |
| 3、 本周行业：Nike 维持 FY2024 收入指引+1%，露露乐檬 FY2024 收入指引 11-12% ..... | 10 |
| 3.1、 Nike：发布 FY2024Q3 业绩，维持 FY2024 收入指引+1% .....             | 10 |
| 3.2、 Lululemon：FY2023 中国拓店高增，FY2024 指引 11-12% 收入增长 .....     | 13 |
| 4、 重点推荐公司盈利预测 .....  | 14 |
| 5、 风险提示 .....  | 15 |

## 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 1.16%，涨幅居中 .....                         | 3  |
| 图 3： 华生科技、千百度、中国利郎涨幅居前三 .....                          | 3  |
| 图 4： ST 奥康、台华新材、牧高笛跌幅居前三 .....                         | 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： 2024Q1 收入前瞻：代工普遍好于品牌，品牌中男装需求稳健 .....              | 8  |
| 图 9： 2024Q1 收入前瞻：代工普遍好于品牌 .....                        | 8  |
| 图 10： Nike FY2024Q3 剔除汇率影响营收同比持平，维持 FY2024 收入指引 .....  | 12 |
| 图 11： Lululemon 大中华区高增驱动 FY2023 营收同比增长 20%（货币中性） ..... | 14 |
| 表 1： 重点推荐公司盈利预测与估值 .....                               | 15 |

## 1、行情回顾与下周推荐

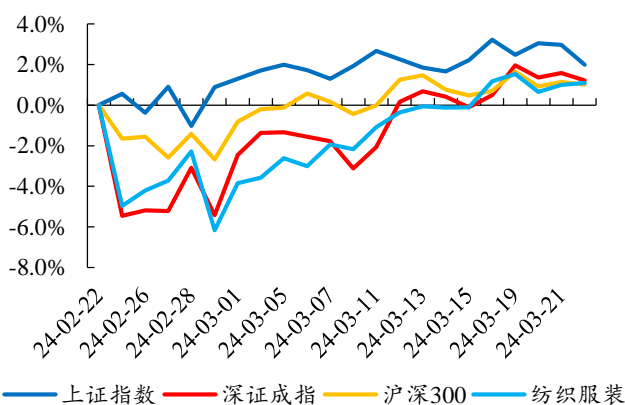
### 1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑输大盘、H 股跑赢大盘

本周（2024 年 3 月 18 日-2024 年 3 月 22 日）

A 股板块表现:纺织服装板块下跌 1.16%，沪深 300 下跌-0.7%，跑输大盘 0.5pct，在 31 个一级行业中排名 23，子行业表现来看，纺织制造下跌 0.01%，跑赢大盘 0.7pct；服装家纺下跌 2.0%，跑输大盘 1.3pct。

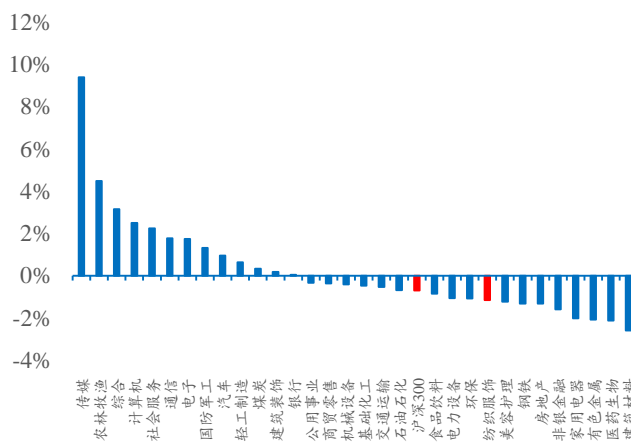
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块下跌 1.31%，恒生指数下跌 1.32%，跑赢大盘 0.01pct。

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

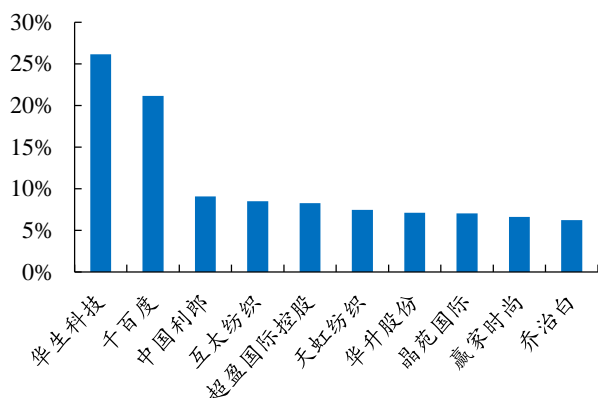
图2：纺服板块本周下跌 1.16%，涨幅居中



数据来源：Wind、开源证券研究所

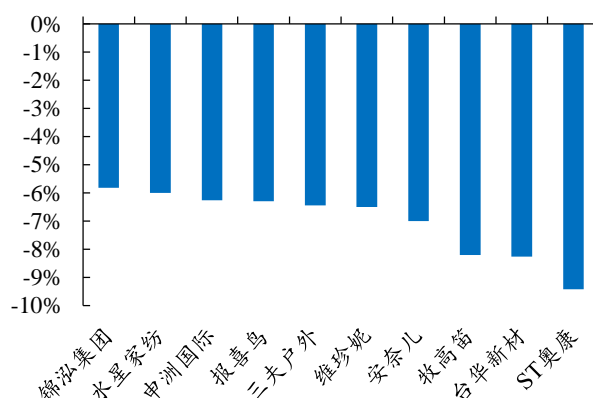
个股表现，华生科技、千百度、中国利郎涨幅居前三，涨幅分别为 26.1%、21.2%、9.1%；ST 奥康、台华新材、牧高笛跌幅居前三，跌幅分别为-9.4%、-8.3%、-8.2%。

图3：华生科技、千百度、中国利郎涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：ST 奥康、台华新材、牧高笛跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、重点推荐：开润股份&健盛集团&滔搏&361度&名创优品

### 1.2.1、开润股份：迷雾消散，预计 2024 年业绩端蓄力向上

**2024 全年展望乐观，Q1 业绩预计好于我们预期。**2024Q1 预计收入增长 20%+，利润端 5000-5500 万元，对应增速 43%-57%，其中 2024Q1，预计 2B 收入增长 20%左右；预计 2C 收入增长 20-30%，国内新品上量后业绩有望逐季改善。

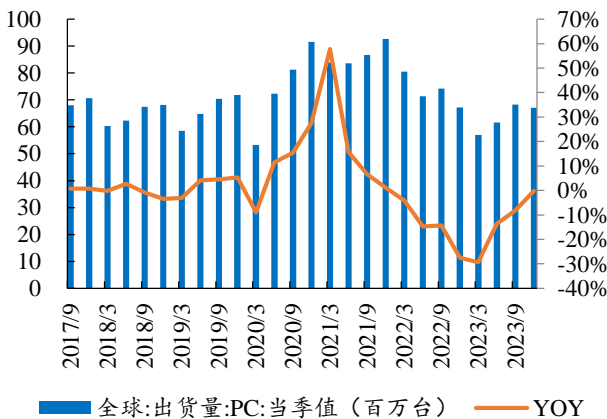
**箱包代工补库下稳健增长，服装进一步成长。**全球 PC 出货量按季改善，且下游运动休闲客户迪卡侬、Nike 及 VF 去库接近尾声，预计 2024 年随 IT 客户走出低谷、高毛利率新客户占比提升下，箱包有望实现双位数增长；服装代下单随新客户阿迪达斯、优衣库、Muji 等放量有望实现 30-50% 增长。同时利润端，预计箱包代工利润率随数字化推进，生产效率提高而稳中有升，预计上海嘉乐服装代工利润率随新客户订单规模化后明显改善。

**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。

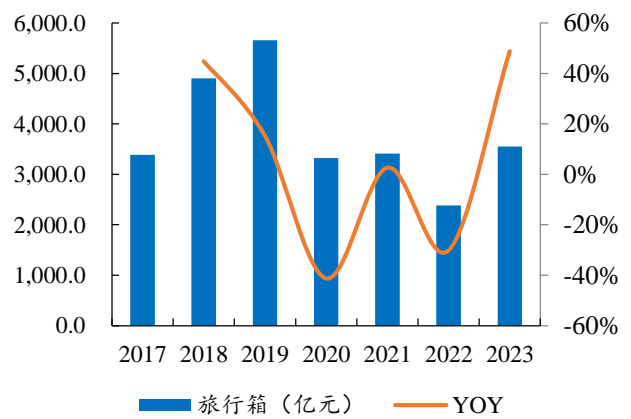
**小米：2024 年积极把握生态链变革机会。**预计 2024 年推新节奏加快、营销自由度提升、利益分配由毛利分成向毛保模式切换，新品占比预计进一步提升并有望开出独立箱包旗舰店。

图5：全球 PC 出货量按季改善

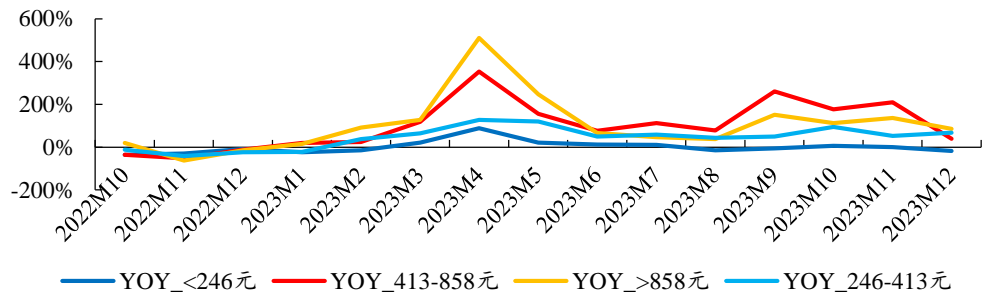


数据来源：Wind、开源证券研究所

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、健盛集团：2023 年业绩超预期，看好业绩拐点&越南产能优化

2023 年业绩超预期，其中（1）棉袜稳健增长，收入/利润同比+2.7%/+19%，棉袜具备刚需属性且公司与优衣库、PUMA、UA 等众多优质客户保持长期稳定的合作，订单较为稳定；随着高单价产品占比提升带动利润率进一步提升；此外，国内新客户推进顺利，2023 年同增 52.4%。（2）无缝服饰承压，收入/利润同比-15%/-58%，主要系客户结构较为集中叠加海外客户开拓不及预期导致业绩承压。

2024 年业绩拐点将至，2024 年棉袜依靠稳定的核心客户（优衣库、迪卡侬、彪马等）仍将保持稳健增长；无缝服饰的新客户（TEFRON、IKAR 等）订单持续落地将有效支撑产能利用率，越南产值比重有望进一步提升，业绩具备弹性。

中长期来看，公司将在越南南定省新建产能，优化越南的产能布局，将纱线、氨纶等辅料生产以及印染进行整合，提高越南的产能更好支撑业绩增长。此外，公司维持高分红（2023 年分红比例 68%）并持续进行回购（2018 年以来累计回购 6 亿元），并设立奖励基金长期激励员工。

### 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

市场担忧国际品牌大中华区 1+2 月销售表现，耐克 FY2024Q3 收入+6%其中批发双位数增长，阿迪达斯 2023Q4 大中华区货币中性下+37%，2023.12-2024.2 宝胜国际流水-1.1%，因此预计滔搏 FY2024Q4 流水好于市场预期。

**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、361 度：2023 年专业品类体现强劲势能，预计 2024Q1 流水延续亮眼表现

**2023 年业绩亮眼受益于儿童及电商驱动。**2023 年收入/归母净利润为 84.23 亿元（同比+21%，下同）/9.6 亿元（+28.7%），2023H2 收入/归母净利润为 41.1 亿元（+24%）/2.6 亿元（+31%），全年分红率 40.2%。公司产品端构建跑步、篮球等专业产品矩阵并不断创新，渠道端开大店提店效，营销端品牌资源不断丰富，线下国内长期仍有开店空间与店效提升空间，同时电商及童装高速增长，海外开立独立站加速渗透并拓展新市场。短期看，电商及童装持股占比提升预计增厚利润，预计长期毛利率伴随品牌力提升及电商占比提升而上行。

**鞋表现好于服装，专业品类体现强劲势能，预计 2024Q1 流水延续亮眼表现。**

**(1) 按品类：**2023 年鞋/服/配饰/童装收入 35.1 亿元（+23%）/26.9 亿元（+9.8%）/1.37 亿元（+42.9%）/19.6 亿元（+35.7%），平均批发价+3.1%/+0.4%/-12.6%/+3.6%，销量分别+19.4%/+9.4%/+63.4%/+31%。**(2) 按业务：**2023 年成人/童装/电商/国际收入 39.5/19.6/23.3/1.9 亿元，分别+10.2%/+35.7%/+38%/+50%，童装及电商表现亮眼，占比分别+2.5/3.4pct 至 23.2%/27.6%，收入与流水增长相对应，2023Q1-Q4 成人流水低双/低双/15%/20%+增长、儿童流水 20-25%/20-25%/25-30%/40%、电商流水 35%/30%/30%/30%+增长。**(3) 分系列：**2023 年跑步收入增长 20%+，占比 46%（2022 年 47%），篮球收入增长 40%+，占比 9.2%（2022 年 8%），运动生活收入增长 20%+，占比 43%（2022 年 45%）。**(4) 经营：**2023 年成人/儿童净增 254/257 至 5734/2545 家门店，2024 年预计分别净开 100-200 家。年初以来新品折扣 73 折，2024Q1 预计成人/童装流水增长 10-15%/20%+，电商继续强劲。

**盈利能力提升显著，A&P+1.3pct 致销售费用率提升，营运能力保持稳健。毛利率：**2023 年毛利率+0.6pct 至 41.1%，鞋/服/童装分别+1.2/-1.1/+0.9pct。**费用率：**2023 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 22.1%/7.5%/-0.12%/3.7%，同比+1.5/-0.3/-0.1/-0.1pct。**利润率：**2023 年经营利润率为 16.4%（+1pct），归母净利率为 11.4%（+0.7pct）。**营运能力：**截至 2023 年存货为 13.5 亿元（+14%）主要系电

商占比提升，周转天数为 93 天 (+2 天)，应收周转天数为 149 天 (+2)。现金流：2023 年经营净现金流 4.1 亿元 (+7%)，净现金 49.2 亿元 (-12%)。

### 1.2.5、名创优品：业绩持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 势能向上

**2023Q4&YTD 表现：**Q4 收入端国内同增 56%，海外同增 51%，利润超预期。2024 年 1-2 月国内 GMV 同增约 13%，海外 GMV 同增 40%。

**2024Q1 指引：**预计国内 GMV 同增 15%，同店较 1-2 月略有提升；海外 GMV 同增 35%-45%。

**2024 年指引：**预计 2024 年收入、利润增速 20%-30%，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 2023Q4 末，国内/海外门店数分别为 3926/2487 家，年初至今净增 601/372 家。预计 2024 年国内净增 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。此外，2024 年国内精细化运营，大店扩张战略以及门店矩阵丰富稳步推进；海外加速扩张，采用多种灵活模式加速欧美扩张。

**(2) 同店增长：**(1) 国内 MINISO：目前国内单店 GMV 恢复到 2019 年的 95%；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：2023Q4 北美/拉美/亚洲（除中国外）可比同店销售同增 49%/23%/12%，看好店效持续向上。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，2023Q4 北美 GMV 同比增长 110%，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：TOP TOY 产品优化、海外 IP 战略推进。(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，对海外收入贡献突破 50%。

**盈利预测与估值：**综合来看，新财年（新财年结算日为 12 月 31 日）2024-2026 年归母净利润预计 28.6/35.0/42.8 亿元，未来三年利润复合增速 20%+，成长确定性较高，看好欧美加速扩张&TOP TOY 势能向上。

## 2、本周重点公司信息更新

### 2.1、Q1 前瞻：预计代工业绩好于品牌，品牌中男装及性价比需求稳健

**2024Q1 收入前瞻：**代工普遍好于品牌，主要系 2023Q1 品牌基数高于代工，2023Q1 品牌受益于疫后复苏需求向好，代工仍处下游去库阶段。

品牌中：男装及性价比品牌需求稳健，预计比音勒芬、名创优品收入端领跑；运动板块分化，预计 FILA、361° 流水好于行业，滔搏 FY2024Q4（2023.12-2024.2）流水好于市场预期，受益于耐克 FY2024Q3（2023.12-2024.2）大中华区收入+6%其中批发双位数增长、阿迪达斯 FY2023Q4 大中华区+36.8%。代工中：细分领域龙头表现优秀，预计华利集团、开润股份、兴业科技收入端领跑。

**2024Q1 利润前瞻：**代工受益于规模效应，开润股份、诺邦股份、华利集团预计利润端修复显著，男装受益于需求韧性，预计利润端保持稳健。

图8：2024Q1 收入前瞻：代工普遍好于品牌，品牌中男装需求稳健

| 证券简称 | 营收增速   |        |        |        |        |        |        |        |         |        |         |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
|      | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4E | 2023E  | 2024Q1E |
| 海澜之家 | -2.4%  | -5.1%  | -7.2%  | 3.4%   | -19.0% | 9.0%   | 28.2%  | 5.1%   | 24.8%   | 16.7%  | 7.5%    |
| 报喜鸟  | -3.2%  | 16.3%  | -14.5% | 4.5%   | -13.8% | 11.5%  | 40.8%  | 14.8%  | 19.1%   | 20.2%  | 7.5%    |
| 华利集团 | 33.5%  | 11.4%  | 28.5%  | 23.3%  | 7.4%   | -11.2% | -3.9%  | -6.9%  | 10.0%   | -2.7%  | 25.0%   |
| 南山智尚 | 31.5%  | 8.0%   | 27.3%  | 12.0%  | -5.1%  | 1.3%   | -12.6% | -2.0%  | 33.9%   | 5.5%   | 10.0%   |
| 兴业科技 | -19.2% | -5.8%  | -8.9%  | 52.8%  | 19.6%  | 79.0%  | 52.1%  | 12.8%  | 22.5%   | 33.8%  | 25.0%   |
| 开润股份 | 52.3%  | 35.6%  | 31.3%  | 43.8%  | -18.7% | 21.0%  | 15.5%  | -13.7% | 26.1%   | 10.0%  | 25.0%   |
| 名创优品 | 20.7%  | 5.0%   | -6.3%  | 4.5%   | -10.0% | 26.2%  | 40.3%  | 36.7%  | 54.0%   | 39.4%  | 22.8%   |
| 罗莱生活 | 6.5%   | -2.5%  | -9.2%  | -9.3%  | -9.4%  | -3.6%  | 11.0%  | -2.8%  | 7.1%    | 2.8%   | 4.0%    |
| 比音勒芬 | 3.0%   | 30.2%  | -14.3% | 20.1%  | -12.2% | 33.1%  | 20.3%  | 22.0%  | 40.0%   | 28.9%  | 20.0%   |
| 锦泓集团 | -2.8%  | 0.7%   | -13.9% | 0.5%   | -20.8% | 8.1%   | 23.2%  | 14.5%  | 19.2%   | 15.9%  | 12.0%   |
| 太平鸟  | -9.2%  | -7.7%  | -26.1% | -15.4% | -32.3% | -15.8% | -11.9% | -20.0% | 8.0%    | -9.4%  | 3.0%    |
| 森马服饰 | -6.2%  | 0.0%   | -27.3% | -5.8%  | -18.7% | -9.3%  | 9.7%   | 1.1%   | 7.2%    | 2.0%   | 8.0%    |
| 稳健医疗 | -26.3% | 2.4%   | 58.3%  | 41.2%  | 67.3%  | 1.3%   | -32.5% | -29.8% | -40.2%  | -27.5% | -12.0%  |
| 诺邦股份 | -27.6% | -27.6% | 13.5%  | 11.4%  | 30.0%  | 18.7%  | 21.0%  | 27.9%  | 14.5%   | 20.2%  | 15.0%   |
| 健盛集团 | 22.8%  | 28.5%  | 45.3%  | -7.7%  | 1.1%   | -6.6%  | -15.4% | -2.2%  | 16.1%   | -3.1%  | 18.0%   |
| 安踏体育 | 安踏     |        |        |        |        |        |        |        |         |        | 中单      |
|      | FILA   |        |        |        |        |        |        |        |         |        | 中双      |
| 李宁   | 李宁     |        |        |        |        |        |        |        |         |        | 低单      |
| 特步国际 | 特步     |        |        |        |        |        |        |        |         |        | 中单      |
| 361° | 361°   |        |        |        |        |        |        |        |         |        | 中双      |
| 证券简称 | 营收/亿   |        |        |        |        |        |        |        |         |        |         |
|      | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4E | 2023E  | 2024Q1E |
| 海澜之家 | 60.32  | 52.12  | 43.04  | 41.59  | 48.87  | 56.82  | 55.17  | 43.70  | 60.99   | 216.68 | 61.08   |
| 报喜鸟  | 14.78  | 11.57  | 8.38   | 10.42  | 12.75  | 12.90  | 11.80  | 11.97  | 15.18   | 51.85  | 13.87   |
| 华利集团 | 48.35  | 41.24  | 57.74  | 54.75  | 51.95  | 36.61  | 55.51  | 50.97  | 57.13   | 200.21 | 45.76   |
| 南山智尚 | 4.73   | 3.22   | 4.59   | 4.05   | 4.49   | 3.26   | 4.01   | 3.97   | 6.00    | 17.24  | 3.58    |
| 兴业科技 | 4.91   | 2.59   | 4.81   | 6.60   | 5.87   | 4.64   | 7.32   | 7.44   | 7.19    | 26.60  | 5.80    |
| 开润股份 | 7.15   | 6.12   | 7.07   | 8.41   | 5.81   | 7.40   | 8.17   | 7.26   | 7.33    | 30.16  | 9.25    |
| 名创优品 | 27.73  | 23.41  | 23.18  | 27.72  | 24.94  | 29.54  | 32.52  | 37.91  | 38.41   | 138.39 | 36.27   |
| 罗莱生活 | 17.61  | 12.86  | 10.96  | 13.36  | 15.96  | 12.40  | 12.17  | 12.98  | 17.09   | 54.64  | 12.89   |
| 比音勒芬 | 7.51   | 8.10   | 5.03   | 9.12   | 6.60   | 10.79  | 6.05   | 11.12  | 9.24    | 37.20  | 12.95   |
| 锦泓集团 | 15.06  | 10.80  | 7.66   | 8.60   | 11.93  | 11.67  | 9.44   | 9.85   | 14.22   | 45.18  | 13.07   |
| 太平鸟  | 35.12  | 24.64  | 17.33  | 20.27  | 23.78  | 20.74  | 15.28  | 16.22  | 25.69   | 77.92  | 21.36   |
| 森马服饰 | 53.99  | 33.09  | 23.32  | 33.02  | 43.89  | 30.02  | 25.58  | 33.38  | 47.06   | 136.04 | 32.42   |
| 稳健医疗 | 22.17  | 23.22  | 28.36  | 24.84  | 37.09  | 23.52  | 19.15  | 17.44  | 22.20   | 82.30  | 20.70   |
| 诺邦股份 | 3.76   | 3.35   | 3.84   | 3.81   | 4.89   | 3.98   | 4.64   | 4.88   | 5.60    | 19.10  | 4.57    |
| 健盛集团 | 5.30   | 5.32   | 7.22   | 5.63   | 5.36   | 4.97   | 6.11   | 5.51   | 6.23    | 22.81  | 5.86    |

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024Q1 收入前瞻：代工普遍好于品牌

| 证券简称 | 归母净利润增速 |        |         |        |         |        |         |         |         |        |         | 归母净利润  |        |        |        |        |        |        |        |         |       |         |
|------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|---------|
|      | 2021Q4  | 2022Q1 | 2022Q2  | 2022Q3 | 2022Q4  | 2023Q1 | 2023Q2  | 2023Q3  | 2023Q4E | 2023E  | 2024Q1E | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4E | 2023E | 2024Q1E |
| 海澜之家 | -10.2%  | -14.2% | -31.6%  | 19.2%  | -8.5%   | 11.1%  | 58.5%   | 63.1%   | 19.3%   | 36.2%  | 15.5%   | 7.4%   | 13.9%  | 12.8%  | 11.4%  | 8.3%   | 14.1%  | 15.9%  | 17.7%  | 7.9%    | 13.5% | 15.2%   |
| 报喜鸟  | -22.7%  | 13.7%  | -27.2%  | 13.8%  | -23.6%  | 24.2%  | 157.5%  | 23.3%   | 108.4%  | 54.8%  | 12.5%   | 6.6%   | 17.8%  | 7.0%   | 11.5%  | 5.8%   | 19.8%  | 12.9%  | 12.3%  | 10.2%   | 13.7% | 20.7%   |
| 华利集团 | 37.4%   | 12.4%  | 28.0%   | 25.1%  | 1.5%    | -25.8% | 6.7%    | -5.9%   | 8.8%    | -2.8%  | 30.0%   | 15.9%  | 15.7%  | 15.8%  | 16.1%  | 15.1%  | 13.1%  | 17.6%  | 16.3%  | 14.9%   | 15.7% | 13.7%   |
| 南山智尚 | 433.0%  | 17.7%  | 15.3%   | 0.0%   | 43.8%   | 13.4%  | 9.1%    | 17.4%   | 8.0%    | 10.9%  | 12.5%   | 11.9%  | 8.8%   | 9.0%   | 9.0%   | 18.0%  | 9.8%   | 11.3%  | 10.8%  | 14.5%   | 12.0% | 10.1%   |
| 兴业科技 | -94.3%  | -80.6% | -50.4%  | -62.8% | 373.9%  | 629.6% | 35.7%   | 0.5%    | 167.9%  | 48.8%  | 25.0%   | 0.8%   | 1.5%   | 9.9%   | 12.2%  | 3.2%   | 6.1%   | 8.8%   | 10.8%  | 7.0%    | 8.4%  | 6.1%    |
| 开润股份 | -29.1%  | 2.8%   | -93.9%  | -62.8% | -179.5% | -24.7% | 1171.1% | 128.2%  | 扭亏      | 220.0% | 52.5%   | 4.0%   | 7.6%   | 0.4%   | 2.4%   | -3.9%  | 4.7%   | 4.9%   | 6.3%   | 3.9%    | 5.0%  | 5.8%    |
| 名创优品 | 143.9%  | -22.0% | 21.0%   | 7.3%   | 82.1%   | 336.3% | 156.3%  | 53.8%   | 77.0%   | 109.7% | 23.9%   | 7.4%   | 4.7%   | 9.6%   | 15.1%  | 15.0%  | 16.4%  | 17.6%  | 16.9%  | 17.2%   | 17.0% | 16.5%   |
| 罗莱生活 | -0.2%   | -12.8% | -36.3%  | -18.9% | -18.3%  | 11.1%  | 69.3%   | -22.2%  | 9.0%    | 7.1%   | 5.0%    | 12.6%  | 12.4%  | 5.8%   | 12.7%  | 11.4%  | 14.3%  | 8.8%   | 10.1%  | 11.6%   | 11.2% | 14.4%   |
| 比音勒芬 | 10.2%   | 41.3%  | -13.4%  | 30.4%  | -6.9%   | 41.4%  | 40.2%   | 22.8%   | 27.2%   | 31.1%  | 25.0%   | 22.0%  | 26.2%  | 16.3%  | 30.6%  | 23.3%  | 27.9%  | 19.0%  | 30.8%  | 21.2%   | 25.6% | 29.0%   |
| 锦泓集团 | -71.6%  | -56.5% | -114.4% | 395.0% | -100.4% | 149.3% | 835.6%  | 30.5%   | 扭亏      | 289.3% | 15.0%   | 5.5%   | 3.8%   | -0.7%  | 4.2%   | 0.0%   | 8.8%   | 4.3%   | 4.8%   | 6.2%    | 6.2%  | 9.0%    |
| 太平鸟  | -69.3%  | -6.4%  | -127.4% | -86.5% | -73.9%  | 14.2%  | 158.9%  | -314.3% | 560.1%  | 128.4% | 4.0%    | 3.5%   | 7.7%   | -3.3%  | 0.9%   | 1.4%   | 10.5%  | 2.2%   | -2.5%  | 8.3%    | 5.4%  | 10.6%   |
| 森马服饰 | -7.8%   | -40.7% | -133.4% | -39.8% | -32.8%  | 48.8%  | 295.8%  | 89.4%   | 15.4%   | 96.9%  | 12.0%   | 10.1%  | 6.3%   | -4.5%  | 5.1%   | 8.3%   | 10.4%  | 8.0%   | 9.5%   | 9.0%    | 9.2%  | 10.7%   |
| 稳健医疗 | -79.5%  | -25.7% | 91.0%   | 4.2%   | 195.9%  | 5.6%   | -43.1%  | 310.1%  | 扭亏      | -55.0% | -30.0%  | 6.1%   | 15.4%  | 18.9%  | 14.4%  | 10.8%  | 16.0%  | 15.9%  | 84.1%  | -63.3%  | 9.0%  | 12.7%   |
| 诺邦股份 | -100.6% | -85.0% | -40.8%  | -60.7% | 2546.8% | 35.6%  | 45.4%   | 165.5%  | 253.4%  | 112.1% | 45.0%   | -0.1%  | 2.3%   | 3.6%   | 2.3%   | 1.5%   | 2.6%   | 4.4%   | 4.9%   | 4.6%    | 4.2%  | 3.3%    |
| 健盛集团 | 97.6%   | 74.1%  | 73.9%   | 10.1%  | 50.7%   | -53.0% | -19.6%  | -4.5%   | 1115.4% | 3.3%   | 15.0%   | -2.6%  | 15.5%  | 14.6%  | 14.3%  | -1.3%  | 7.8%   | 13.9%  | 13.9%  | 11.2%   | 11.9% | 7.6%    |
| 证券简称 | 归母净利润/亿 |        |         |        |         |        |         |         |         |        |         | 归母净利润  |        |        |        |        |        |        |        |         |       |         |
|      | 2021Q4  | 2022Q1 | 2022Q2  | 2022Q3 | 2022Q4  | 2023Q1 | 2023Q2  | 2023Q3  | 2023Q4E | 2023E  | 2024Q1E | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4E | 2023E | 2024Q1E |
| 海澜之家 | 4.44    | 7.23   | 5.53    | 4.74   | 4.06    | 8.03   | 8.76    | 7.73    | 4.84    | 29.36  | 9.28    | 7.4%   | 13.9%  | 12.8%  | 11.4%  | 8.3%   | 14.1%  | 15.9%  | 17.7%  | 7.9%    | 13.5% | 15.2%   |
| 报喜鸟  | 0.97    | 2.06   | 0.59    | 1.20   | 0.74    | 2.56   | 1.52    | 1.48    | 1.55    | 7.10   | 2.88    | 6.6%   | 17.8%  | 7.0%   | 11.5%  | 5.8%   | 19.8%  | 12.9%  | 12.3%  | 10.2%   | 13.7% | 20.7%   |
| 华利集团 | 7.71    | 6.48   | 9.14    | 8.84   | 7.82    | 4.81   | 9.75    | 8.31    | 8.51    | 31.38  | 6.25    | 15.9%  | 15.7%  | 15.8%  | 16.1%  | 15.1%  | 13.1%  | 17.6%  | 16.3%  | 14.9%   | 15.7% | 13.7%   |
| 南山智尚 | 0.56    | 0.28   | 0.41    | 0.36   | 0.81    | 0.32   | 0.45    | 0.43    | 0.87    | 2.07   | 0.36    | 11.9%  | 8.8%   | 9.0%   | 9.0%   | 18.0%  | 9.8%   | 11.3%  | 10.8%  | 14.5%   | 12.0% | 10.1%   |
| 兴业科技 | 0.04    | 0.04   | 0.48    | 0.80   | 0.19    | 0.28   | 0.64    | 0.81    | 0.50    | 2.24   | 0.35    | 0.8%   | 1.5%   | 9.9%   | 12.2%  | 3.2%   | 6.1%   | 8.8%   | 10.8%  | 7.0%    | 8.4%  | 6.1%    |
| 开润股份 | 0.29    | 0.47   | 0.03    | 0.20   | -0.23   | 0.35   | 0.40    | 0.46    | 0.29    | 1.50   | 0.53    | 4.0%   | 7.6%   | 0.4%   | 2.4%   | -3.9%  | 4.7%   | 4.9%   | 6.3%   | 3.9%    | 5.0%  | 5.8%    |
| 名创优品 | 2.05    | 1.11   | 2.23    | 4.17   | 3.73    | 4.83   | 5.71    | 6.42    | 6.60    | 23.57  | 5.98    | 7.4%   | 4.7%   | 9.6%   | 15.1%  | 15.0%  | 16.4%  | 17.6%  | 16.9%  | 17.2%   | 17.0% | 16.5%   |
| 罗莱生活 | 2.22    | 1.59   | 0.63    | 1.69   | 1.82    | 1.77   | 1.07    | 1.32    | 1.98    | 6.14   | 1.86    | 12.6%  | 12.4%  | 5.8%   | 12.7%  | 11.4%  | 14.3%  | 8.8%   | 10.1%  | 11.6%   | 11.2% | 14.4%   |
| 比音勒芬 | 1.65    | 2.13   | 0.82    | 2.79   | 1.54    | 3.01   | 1.15    | 3.42    | 1.96    | 9.54   | 3.76    | 22.0%  | 26.2%  | 16.3%  | 30.6%  | 23.3%  | 27.9%  | 19.0%  | 30.8%  | 21.2%   | 25.6% | 29.0%   |
| 锦泓集团 | 0.83    | 0.41   | -0.06   | 0.36   | 0.00    | 1.03   | 0.41    | 0.47    | 0.87    | 2.78   | 1.18    | 5.5%   | 3.8%   | -0.7%  | 4.2%   | 0.0%   | 8.8%   | 4.3%   | 4.8%   | 6.2%    | 6.2%  | 9.0%    |
| 太平鸟  | 1.23    | 1.90   | -0.57   | 0.19   | 0.32    | 2.17   | 0.34    | -0.41   | 2.12    | 4.22   | 2.26    | 3.5%   | 7.7%   | -3.3%  | 0.9%   | 1.4%   | 10.5%  | 2.2%   | -2.5%  | 8.3%    | 5.4%  | 10.6%   |
| 森马服饰 | 5.44    | 2.09   | -1.05   | 1.67   | 3.66    | 3.11   | 2.05    | 3.16    | 4.22    | 12.54  | 3.48    | 10.1%  | 6.3%   | -4.5%  | 5.1%   | 8.3%   | 10.4%  | 8.0%   | 9.5%   | 9.0%    | 9.2%  | 10.7%   |
| 稳健医疗 | 1.35    | 3.57   | 5.36    | 3.57   | 4.00    | 3.77   | 3.05    | 14.66   | -14.05  | 7.43   | 2.64    | 6.1%   | 15.4%  | 18.9%  | 14.4%  | 10.8%  | 16.0%  | 15.9%  | 84.1%  | -63.3%  | 9.0%  | 12.7%   |
| 诺邦股份 | 0.00    | 0.08   | 0.14    | 0.09   | 0.07    | 0.10   | 0.20    | 0.24    | 0.26    | 0.80   | 0.15    | -0.1%  | 2.3%   | 3.6%   | 2.3%   | 1.5%   | 2.6%   | 4.4%   | 4.9%   | 4.6%    | 4.2%  | 3.3%    |
| 健盛集团 | -0.14   | 0.82   | 1.06    | 0.80   | -0.07   | 0.39   | 0.85    | 0.77    | 0.70    | 2.70   | 0.45    | -2.6%  | 15.5%  | 14.6%  | 14.3%  | -1.3%  | 7.8%   | 13.9%  | 13.9%  | 11.2%   | 11.9% | 7.6%    |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、特步国际：库销比优化顺利轻装上阵，索康尼如期盈利

**主品牌：2023 年清理库存致收入慢于流水增长，预计 2024 年稳健拓店。**2023 年主品牌流水 20%+增长，收入 119.5 亿元 (+7.4%)，收入占比 83.3% (-2.8pct)，其中儿童收入+11%至 16.7 亿元。通过产品持续迭代、拓宽大众产品线、跑步俱乐部提升口碑及复购，2023 年中国马拉松赛事中特步跑鞋的穿着率位列第一。2023 年毛利率+0.7pct 至 42%，但马拉松赛事恢复及全国大学生运动会带动 A&P 提升 1.1pct 至 13.1%，OPM 持平为 15.8%，净利率受益于良好税务规划+1pct 至 12.1%，预计 2024 年 A&P 恢复至 11-13%，电商从清理库存转向新品销售，盈利能力稳中有升。截至 2023 年，特步成人 6571 家店 (+258)，儿童 1703 家店 (+183)，预计 2024 年成人拓店 100-200 家、儿童拓店 50-100 家。

**新品牌：K&P 国内市场高增，索康尼如期成为首个盈利的新品牌。**时尚运动：2023 年收入 16 亿元 (+44.4%)，收入占比 11.2% (+0.3pct)，经营利润为-1.84 亿元，其中国内市场+224.3%，占比提升至 29%，2024 年规划线下拓店 30-40 家，国内市场预计持续高增。专业运动：2023 年收入 8 亿元 (+99%)，收入占比 5.5% (+2.5pct)，OPM 为 8 百万，其中索康尼贡献 1 千万左右，成为第一个盈利的新品牌，2024 年预计收入 30-40% 增长，线下拓店 30-50 家。

**盈利能力稳健提升，库存回归健康，现金流状态良好。**盈利能力：2023 年集团毛利率为 42.2% (+1.3pct)，大众/时尚/专业运动毛利率分别同比+0.7/+7.2/-2.7pct 至 42%/44.8%/40.1%，时尚运动毛利率提升显著，专业运动毛利率略有下降主要系批发业务占比提升。销售费用率同比+2.7pct 至 23.5% 主要系 A&P 提升，管理费用率-0.5pct 至 10.7%，净利率 7.2% (+0.1pct)。营运能力：截至 2023 年底公司存货为 17.9 亿元 (-22%)，存货周转天数为 90 天 (同比持平，较 2023H1 -17 天)，库销比恢复健康，净现金 9.32 亿元 (-23.9%)，减少主要用于派息、收购与 Wolverine 的中国合资公司剩余 50% 所有权、资本开支。

### 2.3、李宁：2023 年批发及电商短暂调整，期待 2024 年货通价顺

2023 年公司实现营收 275.98 亿元 (同比+7%，下同)，归母净利润 31.87 亿元 (-21.6%)，扣非归母净利润 30.46 亿元 (-25%)，净利率 11.5% (-4.2pct)，派息率提至 45%。

**收入：控货导致批发及电商增速放缓，线下实现高层级市场渠道布局目标。**分品类，2023 年鞋/服/配件收入 134/124/18 亿元，分别-0.7%/+15.9%/+11.3%。分渠道，2023 年批发/零售/电商/海外收入为 69/126.4/75.3/5.2 亿元，分别+29.2%/+1%/+0.7%/+12.9%，零售渠道高增带动占比+4.3pct，批发及电商控货导致占比分别-2.7/1.7pct。线下实现高层级市场渠道布局目标：截至 2023 年共有 7668 家门店 (+0.9%)，李宁核心品牌门店 6240 家 (-55，其中加盟-123/直营+68)，李宁 Young 门店 1428 家 (+120)，核心商业体进驻率提升至接近 90%，大店超 1660 家 (+30)，平均面积同增中单至 245 m<sup>2</sup> 带动平均月店效同增高单位数。2024 年拓店规划：预计 2024 年李宁大货直营净关 20+/批发净开 100+，中国李宁净关 30 家，1990 净关 5-10 家，童装净开 150 家。

**流水：2023 年全渠道流水+12%，专业品类核心 IP 产品销量超 1200 万双。**2023 年全渠道流水+12%，Q1/Q2/Q3/Q4 分别增长中单/中双/中单/20-30% 低段。分渠道：线上/线下流水增长低单/中双，其中线下批发流水+低双，批发 2023H2 加强货品管控导致流水增长快于收入，线下中双流水中 ASP/销量增加中单/高单。分品类：跑步/健身/篮球/运动生活流水+40%/+25%/持平/持平，受益于专业品类聚焦，跑鞋核心 IP

突破 900 万双，篮球及跑步核心产品销量超 1200 万双。

**2023 年电商折扣加深致公司毛利率持平，净利润受其他收入影响微降。** 盈利能力：2023 年毛利率 48.4%，同比持平，主要系电商竞争加剧导致线上平均折扣加深中单，销售/管理/财务费用率为 32.9%/4.6%/1.2%，同比+4.6pct/基本持平/-0.1pct，经营利润率 12.9% (-6pct)，净利率 11.5% (-4.2pct)。营运能力：2023 年全渠道库销比 3.6 月，渠道库存较 2022 年末下降中单位数，公司存货 26.3 亿元 (+3%)，公司存货/应收/应付账款周转天数为 63/15/43 天 (-5/-1/+1)。净现金为 179.8 亿元(-5.6%)，经营性净现金流 46.9 亿元 (+19.8%)，现金充裕。

## 2.4、南山智尚：2023 年盈利能力提升，新材料业务加速发展

**呢绒业务平稳&服装调整客户及渠道，高附加值及智能改造提升盈利能力。** 精纺呢绒:2023 年收入 8.95 亿元 (-0.2%)，量/价-1.27%/+1.1%，产能利用率同比+3.7pct 至 91%，毛利率 34% (+0.26pct) 主要系高附加值产品提升。服装:2023 年收入 5.85 亿元 (-16.2%) 主要系客户及渠道结构优化，向头部客户及直营集中，毛利率 35.79% (+3.7pct)。外销收入及盈利能力提升：2023 年国内/国外收入 11.9/4.1 亿元，同比-3.6%/+2.7%，毛利率 36.25% (+0.85pct) /30% (+2.28pct)。

**UHMWPE 纤维二期差异化发展，新材料锦纶业务加速投建。** UHMWPE 纤维：2023 年收入 0.9 亿元 (+363.2%)，其中量/价+439%/-14.1%至 1504 吨、6 万元/吨，预计军用占比约 50%，毛利率 19.9% (+3.98pct)。一期项目产成品盈利能力维持投产以来的高水平，2023 年 8 月二期项目陆续投产，产能持续爬坡，2023H1/H2 收入 0.25/0.65 亿元、毛利率 33.83%/14.59%，二期在细旦丝、色丝等多产品领域取得进展，预计 2024 年整体产量约 4000 吨，二期品质逐渐提升。锦纶：8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目稳步推进，核心设备厂商欧瑞康巴马格，设备+产线战略协同，推动新材料产业链纵向延伸。

**2023 年扣非归母净利率提升显著，营运能力保持稳健。** (1)盈利能力：2023 年毛利率提升 1.1pct 至 34.65%，期间费用率同比+0.1pct 至 17.5%，其中销售费用率/管理费用率-1.7pct/+1.1pct 至 8%/5.2%，净利率 12.7% (+1.2pct)，扣非归母净利率 12.4% (+2.1pct)。 (2)营运能力：截至 2023 年存货余额为 6.7 亿元 (+13.2%)，存货改善，存货周转天数 220 天 (+26) 经营活动现金流净额为 2.2 亿元 (-6.7%)，现金及现金等价物约 5 亿元 (-26%)。

## 3、本周行业：Nike 维持 FY2024 收入指引+1%，露露乐檬

### FY2024 收入指引 11-12%

#### 3.1、Nike：发布 FY2024Q3 业绩，维持 FY2024 收入指引+1%

##### 一、经营情况

FY2024Q3 (2023.12-2024.02) 公司实现营业收入 124.29 亿美元 (同比持平)，剔除汇率影响营收同比持平；实现净利润 11.72 亿美元 (-5%)。

##### 1、收入按品牌拆分

(1) 耐克品牌收入为 119.48 亿美元 (+2%)，剔除汇率影响+2%，主要系北美、大中华区和亚太地区增长被 EMEA 的下降抵消所致。

(2) 匡威品牌收入为 4.95 亿美元 (-19%)，剔除汇率影响同减 20%，主要系欧洲和北美的下滑。

## 2、耐克品牌按地区拆分

(1) 北美市场实现收入 50.70 亿美元 (+3%)，剔除汇率影响同增 3%，其中批发业务增长 5%，直营业务增长 2%，Nike Stores/Digital 增长 3%/1%；超预期，假日销售强劲，折扣高于竞对，库存双位数下滑；

(2) EMEA 市场实现收入 31.38 亿美元 (-3%)，剔除汇率影响同减 4%，其中批发业务下降 5%，直营业务下降 4%，Nike Stores/Digital 增长 6%/下滑 10%；宏观经济波动加剧&消费需求疲软，销售低于预期，库存保持健康；

(3) 大中华区实现收入 20.84 亿美元 (+5%)，剔除汇率影响同增 6%，其中批发业务增长 12%，直营业务下降 1%，Nike Stores/Digital 增长 6%/下滑 13%；中国新年销售同比增长，耐克和乔丹“龙年”系列销售出色；

(4) 亚太及拉丁美洲地区实现收入 16.47 亿美元 (+3%)，剔除汇率影响同增 4%，其中批发业务增长 3%，直营业务增长 4%，Nike Stores/Digital 增长 18%/下滑 6%；中美洲和南美洲双位数增长，日本跑步双位数增长。

**3、耐克品牌收入按品类拆分：**鞋收入 81.62 亿美元 (+2%)，剔除汇率影响同增 2%；服收入 32.90 亿美元(-3%)，剔除汇率影响同减 3%；配件收入 4.87 亿美元(+21%)，剔除汇率影响同增 20%。

**4、耐克品牌收入按渠道拆分：**Nike Direct：剔除汇率影响同比略增；NIKE Brand Digital：剔除汇率影响同比下滑 4%；NIKE Store：剔除汇率影响同比增长 6%；批发渠道：剔除汇率影响同比增长 3%。

## 二、盈利能力

1、毛利及毛利率：毛利额为 55.62 亿美元 (+4%)，毛利率为 44.8% (+1.4pct)；主要受战略定价行动+海运费、物流成本降低，部分被产品投入成本上升+重组费用 (0.5pp) 增加抵消。

2、费用及费用率：销售与管理费用为 42.26 亿美元 (+7%)，销售与管理费用率为 34.0% (+2.0pct)，其中宣传费用为 10.11 亿美元 (+10%)，管理费用为 32.15 亿美元 (+6%)。

3、EBIT：EBIT 为 13.52 亿美元 (-8%)，EBIT Margin 为 10.9% (-1.0pct)；

4、有效税率：有效税率为 16.5% (+0.5pct)；

5、净利润及净利率：净利润为 11.72 亿美元 (-5%)；摊薄的每股收益为 0.77 美元 (-3%)；

**三、营运能力及库存清理情况：**库存状况优秀：截至 FY2024Q3，存货金额 77.26 亿美元，同比-13%，环比-3%，总市场库存单位同比双位数下滑。

## 四、大中华区

**连续 6 个季度增长，批发双位数增长。** FY2024Q3 大中华区实现收入 20.84 亿美元 (+5%)，剔除汇率影响同增 6%，EBIT 为 7.22 亿美元 (+3%)。

1、耐克品牌分品类：鞋收入为 15.47 亿美元 (+3%)，剔除汇率影响后同比增长 5%；服装收入为 4.98 亿美元 (+8%)，剔除汇率影响后同比增长 10%；装备收入为 0.39 亿美元 (+5%)，剔除汇率影响后同比增长 9%；

2、分渠道：Nike Direct：剔除汇率影响同比下降 1%；NIKE Brand Digital：剔除汇率影响同比下降 13%；NIKE Store：剔除汇率影响同比增长 6%；批发：剔除汇率影响同比增长 12%。

### 五、FY2024 展望：维持全年收入指引，费用优于此前指引

收入端：收入指引维持增长+1%；Q4 收入略有增长，主要系 Q3 出货时间优势和特许经营生命周期管理导致的增速放缓。美元走强负面影响。

盈利端：毛利率同比提升 1.2pct，外汇逆风-0.6pp；SG&A 增长低单，剔除重组费用改善至持平；Q4 毛利率同比提升 1.6-1.8pct，主要系降价提升，渠道组合收益减少；SG&A 同比略有下降（含重组费用）。

图10：Nike FY2024Q3 剔除汇率影响营收同比持平，维持 FY2024 收入指引

| 【开源纺服】NIKE FY2024Q3 业绩要点                               |   |            |             |          |   |                               |
|--|---|------------|-------------|----------|---|-------------------------------|
| 收入 YOY (货币中性下)   |   |            |             |          |   |                               |
|  | FY2023Q3  | FY2023Q4   | FY2024Q1    | FY2024Q2 | FY2024Q3  | 备注                            |
| 公司整体   | 19%   | 8%         | 2%          | -1%      | 0%  | 北美增速超预期                       |
| 分品牌  |   |            |             |          |   |                               |
| Nike   | 19%   | 8%         | 3%          | 0%       | 2%  | 北美、大中华区和亚太地区增长被 EMEA 的下降抵消    |
| Converse   | 12%   | 1%         | -9%         | -13%     | -20%  | 欧洲和北美的下滑                      |
| NIKE 分渠道   |   |            |             |          |   |                               |
| Nike Direct  | 22%   | 18%        | 6%          | 4%       | 略增  |                               |
| Digital  | 24%   | 14%        | 2%          | 1%       | -4%   |                               |
| 自营   |   | 24%        | 12%         | 9%       | 6%  |                               |
| 批发   | 18%   | 2%         | 1%          | -3%      | 3%  |                               |
| NIKE 分地区   |   |            |             |          |   |                               |
| 北美   | 27%   | 5%         | -1%         | -3%      | 3%  | 超预期，假日销售强劲，折扣高于竞对，库存双位数下滑     |
| EMEA   | 26%   | 7%         | 6%          | -3%      | -4%   | 宏观经济波动加剧&消费需求疲软，销售低于预期，库存保持健康 |
| 亚太及拉丁美洲  | 15%   | 6%         | 3%          | 10%      | 4%  | 中美洲和南美洲双位数增长，日本跑步双位数增长        |
| 大中华区   | 1%  | 25%        | 12%         | 8%       | 6%  | 中国新年销售同比增长，耐克和乔丹“龙年”系列销售出色    |
| NIKE 分品类   |   |            |             |          |   |                               |
| 鞋  | 25%   | 10%        | 4%          | 0%       | 3%  | 性能鞋增长高单，女性健身鞋增长双位数            |
| 服  | 10%   | 3%         | -1%         | -2%      | -3%   |                               |
| 配件   | 8%  | 14%        | 9%          | 15%      | 20%   |                               |
| NIKE 大中华区  |   |            |             |          |   |                               |
| 鞋  | 5%  | 22%        | 11%         | 3%       | 5%  |                               |
| 服  | -8%   | 36%        | 14%         | 24%      | 10%   | 儿童业务引领增长，Jordan 女装和童装双位数增长    |
| 配件   | -31%  | 19%        | 2%          | 36%      | 9%  |                               |
| 分渠道  |   |            |             |          |   |                               |
| Nike Direct  | 3%  | 19%        | 10%         | -4%      | -1%   |                               |
| Digital  | -11%  | -12%       | 6%          | -22%     | -13%  |                               |
| 自营   |   |            | 12%         | 16%      | 6%  |                               |
| 批发   |   |            |             | 19%      | 12%   |                               |
| 财务表现   |   |            |             |          |   |                               |
| FY2024Q3   | GPM   | SG&A ratio | EBIT Margin | NPM      | 备注  |                               |
| 公司整体   | 44.8%   | 34.0%      | 10.9%       | 9.4%     | 战略定价行动+海运运费、物流成本降低，部分被产品投入成本上升+重组费用 (0.5pp) 增加抵消； |                               |
| YOY  | +1.4pp  | +2.0pp     | -1.0pp      | -0.6pp   | SG&A 需求创造投资增加被严格的费用管控抵消                           |                               |
| 库存清理情况——库存状况健康   |   |            |             |          |   |                               |
| 截至 FY2024Q3，存货金额 77.26 亿美元，同比-13%，环比-3%，总市场库存单位同比双位数下滑 |   |            |             |          |   |                               |
| FY2024 业绩指引——维持全年收入指引，费用优于此前指引                         |   |            |             |          |   |                               |
| 营收端  | 收入增长+1% (维持)<br>Q4 收入略有增长，主要系 Q3 出货时间优势和特许经营生命周期管理导致的增速放缓。美元走强负面影响。   |            |             |          |   |                               |
| 盈利端  | 毛利率同比提升 1.2pct，外汇逆风-0.6pp；SG&A 增长低单，剔除重组费用改善至持平<br>Q4 毛利率同比提升 1.6-1.8pct，主要系降价提升，渠道组合收益减少；SG&A 同比略有下降 (含重组费用) |            |             |          |   |                               |

数据来源：Nike 公司公告、开源证券研究所

### 3.2、Lululemon: FY2023 中国拓店高增, FY2024 指引 11-12%收入增长

1、营业收入: FY2023 营收实现 96.19 亿美元, 同比增长 19%, 主要得益于门店净增 56 家&固定汇率下可比销售额同比增长 14%。

分渠道看, 门店和电商渠道均实现高增。直营门店/电商/其他收入(奥莱折扣店、批发渠道、授权许可等)分别实现收入 44.11/43.11/8.97 亿元, 同比增长 21%/17%/18%。

分市场来看, 中国持续拓店高增。FY2023 北美/大中华区/其他地区收入分别为 76.32/11.34/8.53 亿美元, 同比增长 12%/43%/66%。从门店数量来看, 截止 FY2023 末, 门店总数达到 711 家, 较财年初净增 56 家, 其中拓店主要来自于中国和北美, 分别净拓 28/19 家至 127/438 家。从同店店效来看, FY2023 北美/中国大陆/其他地区固定汇率下可比销售额同比增长 9%/46%/33%。

#### 2、盈利能力:

(1) 毛利率: FY2023 毛利率为 58.3% (+2.9pct), 主要系暂停 studio mirror 时计提了 2370 万美元存货减值所致, 调整后毛利率为 58.6% (+2.4pct), 主要系运费降低和航空运费减少以及关税成本降低, 被较高的库存准备金和收缩抵消下商品毛利率+2.9pct, 外汇汇率-0.2pct; 成本端: 占用成本去杠杆化+0.2pct&配送中心相关成本增加+0.1pct。

(2) 期间费用: FY2023 期间费用达 33.97 亿美元 (+23.2%), 费用率为 35.3% (+1.3pct), 费用率提升主要系品牌和战略投资以及折旧摊销所致。

(3) 营业利润: FY2023 营业利润 21.33 亿美元 (+60.5%), 营业利润率为 22.2% (+5.8pct)。

(4) 净利润: FY2023 归母净利润为 15.50 亿美元 (+81.4%), 净利率为 16.1% (+5.6pct)。

3、营运能力: 截至 FY2023 末, 公司存货规模为 13.24 亿美元 (-8.6%), 去库存效果明显。

#### 4、FY2024 指引:

FY2024Q1: 收入 21.75-22.00 亿美元, 增长约为 9-10%;EPS 为 2.35-2.40 美元, 所得税率 29.0%-29.5%;

FY2024: 收入 107-108 亿美元, 增长约为 11-12%;EPS 为 14.00-14.20 美元, 所得税率 30%。

#### 5、Power of Three ×2 五年增长计划:

公司计划营业收入从 2021 年的 62.5 亿美元翻倍增长至 2026 年的 125 亿美元, 具体来看, 男装、DTC 业务较 2021 年翻倍, 国际市场收入较 2021 年增长 4 倍。该计划的关键在于产品创新、顾客体验和市场扩张。

**图11: Lululemon 大中华区高增驱动 FY2023 营收同比增长 20% (货币中性)**

| 【开源纺服】Lululemon FY2023 业绩要点   |            |                       |            |            |                           |
|---|------------|-----------------------|------------|------------|---------------------------|
|   | FY2023Q1   | FY2023Q2              | FY2023Q3   | FY2023Q4   | FY2023                    |
| <b>收入YOY (货币中性下)</b>  |            |                       |            |            |                           |
| 公司整体  | 27%        | 20%                   | 19%        | 16%        | 20%                       |
| <b>分渠道 (百万美元)</b>   |            |                       |            |            |                           |
| 直营  | 958        | 1097                  | 1074       | 1282       | 4411                      |
| YOY   | 31%        | 21%                   | 19%        | 15%        | 21%                       |
| DTC   | 835        | 894                   | 908        | 1674       | 4311                      |
| YOY   | 16%        | 15%                   | 18%        | 17%        | 17%                       |
| 其他  | 208        | 219                   | 222        | 249        | 897                       |
| YOY   | 29%        | 15%                   | 19%        | 10%        | 18%                       |
| <b>分地区</b>  |            |                       |            |            |                           |
| 北美  | 17%        | 11%                   | 12%        | 9%         | 12%                       |
| 国际  | 60%        | 52%                   | 49%        | 54%        | 54%                       |
| 大中华区  | 79%        | 61%                   | 53%        | 74%        | 66%                       |
| <b>分品类</b>  |            |                       |            |            |                           |
| 女装  | 22%        | 16%                   | 19%        | 13%        | 17%                       |
| 男装  | 17%        | 15%                   | 15%        | 15%        | 15%                       |
| 其他  | 54%        | 40%                   | 26%        | 32%        | 36%                       |
| <b>同店增长 (货币中性)</b>  |            |                       |            |            |                           |
| 合计  | 17%        | 13%                   | 14%        | 12%        | 14%                       |
| 直营  | 16%        | 9%                    | 9%         | 6%         | 9%                        |
| DTC   | 18%        | 17%                   | 19%        | 17%        | 17%                       |
| <b>自营门店经营</b>   |            |                       |            |            |                           |
| 自营门店数   | 662        | 672                   | 686        | 711        | 北美438/中国大陆127             |
| 净开/关  | 83         | 72                    | 63         | 56         | 19/28                     |
| 门店面积(平方英尺)  | 2632       | 2691                  | 2797       | 2967       |                           |
| 净增/减  | 22%        | 19%                   | 17%        | 15%        |                           |
| <b>财务表现</b>   |            |                       |            |            |                           |
| <b>FY2023</b>   | <b>GPM</b> | <b>SG&amp;A ratio</b> | <b>OPM</b> | <b>NPM</b> | <b>Effective tax rate</b> |
| 公司整体  | 58.3%      | 35.3%                 | 22.2%      | 16.1%      | 28.8%                     |
| YOY   | +2.9pp     | +1.3pp                | +5.8pp     | +5.6pp     | -7.1pp                    |
| <b>FY2024 业绩指引</b>  |            |                       |            |            |                           |
| FY2024Q1: 收入21.75-22.00亿美元, 增长约为9-10%;EPS为2.35-2.40美元, 所得税率29.0%-29.5%;   |            |                       |            |            |                           |
| FY2024: 收入107-108亿美元, 增长约为11-12%;EPS为14.00-14.20美元, 所得税率30%。  |            |                       |            |            |                           |
| <b>Power of Three x2</b>  |            |                       |            |            |                           |
| 公司的三倍增长计划要求到2026年业务净收入翻一番, 从2021年的62.5亿美元增加到125亿美元。该计划的主要支柱是产品创新、客户体验和市场扩张, 增长战略包括计划与2021年相比, 男装收入翻一番, 直接面向消费者的收入翻一番, 国际净收入翻两番。 |            |                       |            |            |                           |

数据来源: Lululemon 公司公告、开源证券研究所

## 4、重点推荐公司盈利预测

### 本周重点推荐标的:

一季度前瞻亮眼: 开润股份、诺邦股份、华利集团、兴业科技、361度;

运动户外龙头: 滔搏、申洲国际、安踏体育、特步国际、李宁、波司登;

男装&休闲品牌: 比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、锦泓集团、森马服饰。

**表1: 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     |       |
|-------|---------|-------------|-------|----------|---------|-------|------------|---------|-------|----------|--------|-------|
|       | 2023A/E | 2024E       | 2025E | 2022A    | 2023A/E | 2024E | 2025E      | 2023A/E | 2024E |          |        | 2025E |
| 滔搏    | 13.6    | <b>11.8</b> | 10.5  | 18.4     | 22.0    | 25.3  | 28.7       | 20.0    | 15.0  | 13.1     | 300.1  | 买入    |
| 安踏体育  | 21.1    | <b>17.7</b> | 14.8  | 75.9     | 96.9    | 115.8 | 137.7      | 27.7    | 19.5  | 18.9     | 2044.6 | 买入    |
| 李宁*   | 15.1    | <b>14.4</b> | 12.5  | 40.6     | 31.9    | 33.4  | 38.4       | -21.6   | 4.8   | 15.0     | 479.9  | 买入    |
| 特步国际* | 11.3    | <b>10.2</b> | 8.7   | 9.2      | 10.3    | 11.5  | 13.4       | 11.8    | 11.3  | 17.1     | 116.8  | 买入    |
| 361度* | 8.8     | <b>7.4</b>  | 6.2   | 7.5      | 9.6     | 11.4  | 13.5       | 28.7    | 18.3  | 19.1     | 84.3   | 买入    |
| 报喜鸟   | 12.2    | <b>10.4</b> | 8.8   | 4.6      | 7.1     | 8.4   | 9.8        | 54.8    | 17.9  | 17.6     | 86.8   | 买入    |
| 比音勒芬  | 17.8    | <b>14.5</b> | 12.1  | 7.3      | 9.5     | 11.7  | 14.0       | 31.1    | 23.0  | 19.5     | 169.9  | 买入    |
| 海澜之家  | 12.6    | <b>11.2</b> | 10.0  | 21.6     | 29.4    | 33.0  | 37.0       | 36.2    | 12.4  | 12.1     | 368.9  | 买入    |
| 锦泓集团  | 11.1    | <b>8.4</b>  | 6.8   | 0.7      | 2.8     | 3.7   | 4.5        | 289.3   | 32.4  | 22.8     | 30.9   | 买入    |
| 森马服饰  | 12.9    | <b>9.9</b>  | 8.9   | 6.4      | 11.2    | 14.6  | 16.3       | 76.0    | 29.8  | 11.8     | 144.1  | 买入    |
| 申洲国际  | 19.1    | <b>15.0</b> | 12.7  | 45.6     | 45.5    | 58.1  | 68.3       | -0.3    | 27.7  | 17.6     | 869.4  | 买入    |
| 华利集团* | 20.7    | <b>17.9</b> | 15.2  | 32.3     | 32.0    | 37.1  | 43.6       | -0.9    | 16.0  | 17.5     | 662.9  | 买入    |
| 开润股份  | 21.5    | <b>14.1</b> | 10.2  | 0.5      | 1.5     | 2.3   | 3.2        | 220.0   | 52.0  | 38.6     | 32.2   | 买入    |
| 兴业科技  | 14.7    | <b>11.3</b> | 9.4   | 1.5      | 2.2     | 2.9   | 3.5        | 48.8    | 30.4  | 20.9     | 33.0   | 买入    |
| 健盛集团* | 14.4    | <b>12.1</b> | 10.7  | 2.6      | 2.7     | 3.2   | 3.6        | 3.3     | 18.3  | 13.8     | 38.9   | 买入    |
| 名创优品* | 21.1    | <b>16.6</b> | 13.6  | 10.7     | 22.5    | 28.6  | 35.0       | 111.5   | 26.8  | 22.6     | 475.6  | 买入    |
| 波司登   | 14.7    | <b>12.6</b> | 11.0  | 20.6     | 27.2    | 31.6  | 36.5       | 31.7    | 16.5  | 15.3     | 400.2  | 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3月22日汇率: 港币: 人民币=0.91, 收盘日截至2024年3月22日, 带\*标的2023年净利润为实际数据)

## 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