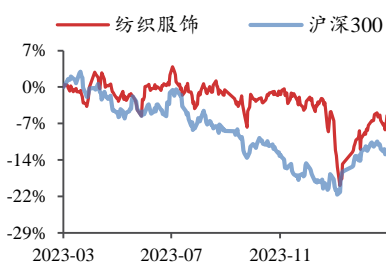


## 纺织服饰

2024年03月31日

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

《Q1 前瞻制造优于品牌，新增推荐健盛集团——行业周报》-2024.3.24

《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

## 运动户外电商表现亮眼，关注优质代工龙头业绩向上

——行业周报

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&健盛集团&滔搏&361度&报喜鸟&名创优品&申洲国际&华利集团**

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，关注优质代工龙头业绩向上**

**开润股份：**小米 SU7 催化，2024 年积极把握生态链变革机会释放增长活力。2024 年箱包及服装代工受益于补库和差异化印尼产能布局提升份额，预计高双增长；品牌端在精细化运营下，90 分加大包品类和跨境布局、小米生态链改革新机遇，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。预计 2024Q1 业绩亮眼，收入增长 20%+、利润端增长 50%+。**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。**报喜鸟：**短期悲观预期反应充分，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。**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%。**申洲国际：**2024 年指引乐观，预计 2024 年美金 ASP+1%、量增约 15%，盈利能力逐步修复，年底修复至 30%，在产品多元化策略牵引下，预计耐克收入持平-单位数增长、阿迪/puma 收入增长 20%+、优衣库收入增长双位、国内品牌收入增长 30%+、lululemon 收入预计增长 40%+。**华利集团：**订单趋势向好，新客户爬坡并不断开发新客户，预计 2024H1 越南和印尼新产能投产，预计 2024 年精细化管理下盈利稳健。

● **行业：1+2 月电商运动户外表现亮眼，家纺童装需求稳健**

**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。**电商：**户外服饰/运动服饰/童装/家纺/男装/休闲 2024 年 1+2 月线上总体+49%/+35%/+8%/+7%/-13%/-16%，运动户外表现领先、家纺童装需求稳定，休闲男女装受天气影响动销短期承压。

● **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&H 股均跑赢大盘 .....                  | 3  |
| 1.2、 重点推荐：开润股份&健盛集团&滔搏&361 度&报喜鸟&名创优品&申洲国际 .....       | 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、 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 .....          | 7  |
| 1.2.6、 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  |
| 1.2.7、 申洲国际：全年毛利率逐季改善，期待 2024 年盈利能力再向上 .....           | 8  |
| 2、 本周重点公司信息更新 .....                                    | 8  |
| 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 .....              | 8  |
| 2.2、 申洲国际：2023H2 收入降幅收窄，全年毛利率逐季改善 .....                | 10 |
| 2.3、 安踏体育：2023 年业绩超预期创新高，尽显龙头风采 .....                  | 10 |
| 2.4、 太平鸟：2023 年改革下业绩短期承压，经营质量提升显著 .....                | 11 |
| 2.5、 浙江自然：收入以量增驱动，需求疲软和产能爬坡致盈利承压 .....                 | 12 |
| 3、 本周行业：1+2 月运动户外表现亮眼，家纺童装需求稳健 .....                   | 12 |
| 3.1、 1+2 月电商：运动户外表现亮眼、家纺童装需求稳健 .....                   | 12 |
| 4、 重点推荐公司盈利预测 .....                                    | 15 |
| 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： 纺服板块本周上涨 0.96%，涨幅居前 .....  | 3  |
| 图 3： 华生科技、开润股份、超盈国际控股涨幅居前三 .....  | 3  |
| 图 4： 安奈儿、酷特智能、哈森股份跌幅居前三 .....   | 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 .....                               | 9  |
| 图 9： 2024Q1 利润前瞻：代工普遍好于品牌 .....   | 10 |
| 图 1： 男装：2024 年 1+2 月线上整体-13%，其中海澜之家+49% .....                           | 13 |
| 图 2： 运动服饰：2024 年 1+2 月线上整体+35%，其中 lululemon+140%、耐克+45%、361 度+20% ..... | 13 |
| 图 3： 户外服饰：2024 年 1+2 月线上整体+49%，其中骆驼+116%、迈乐+56%、凯乐石+56% .....           | 13 |
| 图 4： 休闲装：2024 年 1+2 月线上总体-16%，天猫/京东/抖音-4%/-26%/-24% .....               | 14 |
| 图 5： 家纺/童装：2024 年 1+2 月线上总体+7%/+8%，其中富安娜+17%/巴拉巴拉+17% .....             | 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

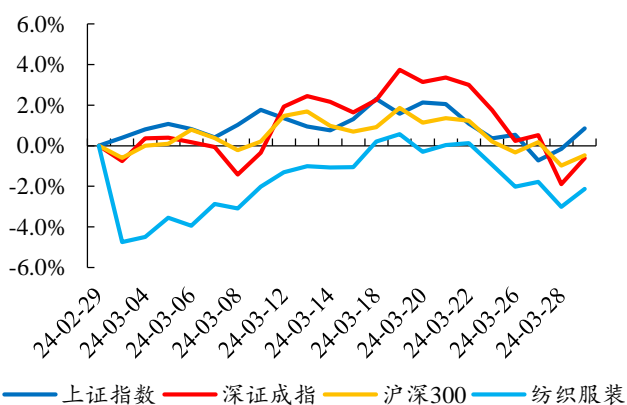
### 1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A&H 股均跑赢大盘

本周（2024 年 3 月 25 日-2024 年 3 月 29 日）

A 股板块表现：纺织服装板块上涨 0.96%，沪深 300 下跌 0.21%，跑赢大盘 1.2pct，在 31 个一级行业中排名第 5，子行业表现来看，纺织制造上涨 0.54%，跑赢大盘 0.7pct；服装家纺上涨 0.16%，跑赢大盘 0.4pct。

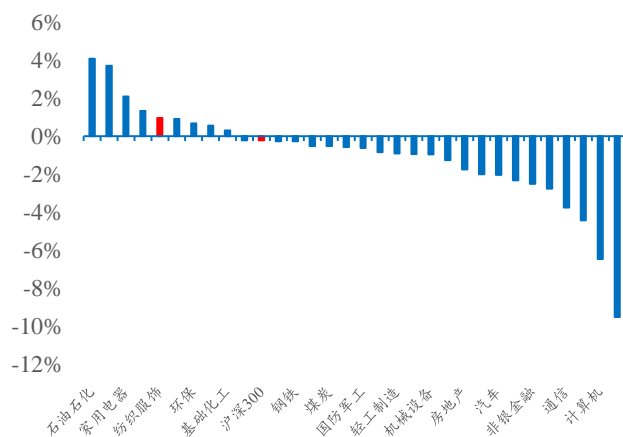
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块上涨 4.07%，恒生指数上涨 0.25%，跑赢大盘 3.8pct。

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

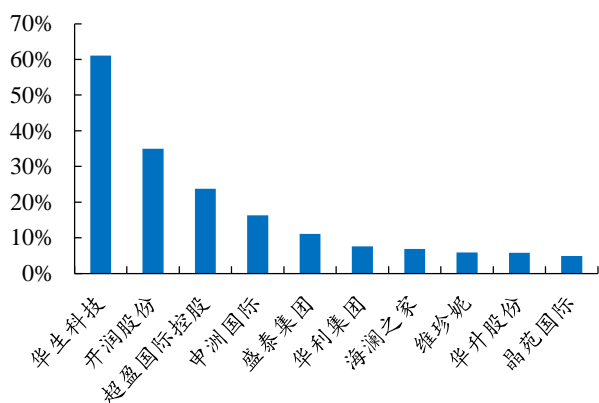
图2：纺服板块本周上涨 0.96%，涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

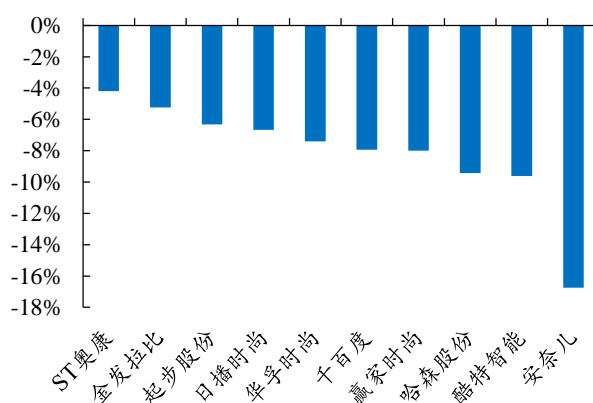
个股表现，华生科技、开润股份、超盈国际控股涨幅居前三，涨幅分别为 61.1%、35.0%、23.7%；安奈儿、酷特智能、哈森股份跌幅居前三，跌幅分别为-16.7%、-9.6%、-9.4%。

图3：华生科技、开润股份、超盈国际控股涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：安奈儿、酷特智能、哈森股份跌幅居前三



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&报喜鸟&名创优品&申洲国际

### 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：小米SU7催化，2024年积极把握生态链变革机会释放增长活力。**小米具有强大粉丝社群文化，小米SU7发布会催化生态链热度提升。小米生态链2023Q4提出了分级管理策略，从原来7个事业部缩减为三个新事业部，并以S、A、N三个分类来划分小米生态链的产品品类，N级单一品类只有一家合作伙伴，公司系箱包品类的N级合作伙伴，独供箱包品类。以前箱包作为小米生态链中不带店品类，渠道及推新受限，预计2024年改革后推新节奏加快、营销自由度提升，抖音渠道已开出箱包独立旗舰店，流量更精准&转化率更高。伴随新品占比提升，以及利益分配由毛利分成向毛保模式切换，盈利能力有望进一步提升。

图5：全球PC出货量按季改善

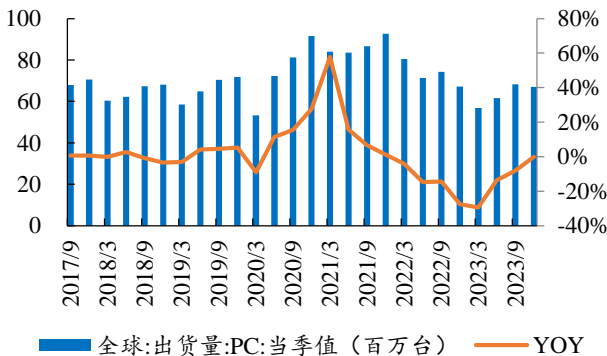
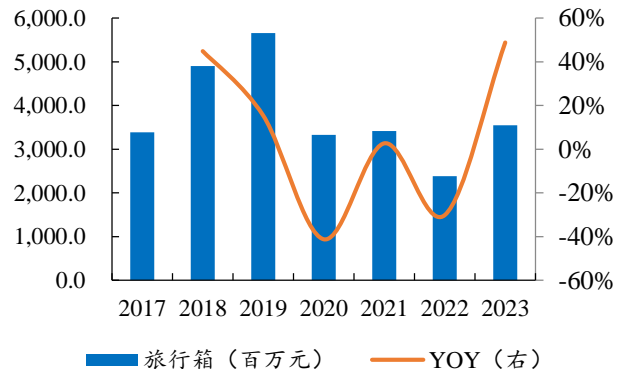
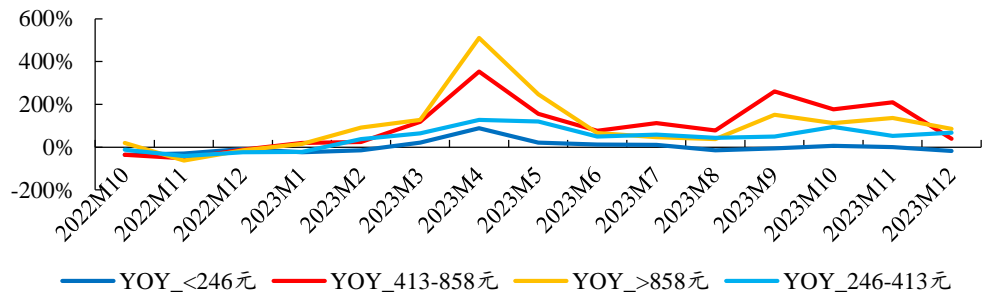


图6：2023年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

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、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。

### 1.2.6、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。

### 1.2.7、申洲国际：全年毛利率逐季改善，期待 2024 年盈利能力再向上

公司核心竞争力不变，产品多元化下提升老客户份额、新客户加速放量，预计 2024 年美金 ASP+1%，销量双位数增长，毛利率逐季修复至疫情前水平。

#### 2023 年核心客户占比下降，新品牌增长势头良好，内销保持增长

分客户：2023 年新品牌高成长下 CR4 收入占比有所下降至 79.6% (-2.4pct)，合计收入同比-13%，耐克/优衣库/阿迪/puma 收入-11%/+3%/-24%/-28%，新品牌中 Lululemon 收入约 8 千万美金，占比约 2%。按品类:运动/休闲/内衣/其他收入同比-14%/-1%/+30%/-42%，运动服饰下降主要系需求疲弱及下游客户去库。按地区:2023 年欧洲/中国/美国/日本/其他收入同比-19%/+1%/-20%/-6%/-8%，欧美下降主要系运动类产品下降影响。展望：预计在产品多元化策略牵引下，2024 年耐克持平-单位数增长、阿迪/puma 收入增长 20%+、优衣库收入增长双位、国内品牌收入增长 30%+、lululemon 收入预计增长 40%+。

#### 展望：预计 2024 年招工&提效&扩产驱动量增，2025 年迎来产能释放

产能利用率：2023H1 海外 95%/国内 80%，2023 年底国内 90%+，目前海外/国内均为 100%，预计 2024 年维持较高水平。招工&提效&扩产提升产能：截至 2023 年末海外工人人数占比提升至 57% (+5PCT)，同时海外人效已达国内的 85~90%，宁波及越南世通工厂预计各自新招工 2 千名，其中宁波工厂年初已招工 3 千名，越南面料厂扩产&印尼工厂推进中，预计 2025 年迎来新一轮产能释放。

### 1.2.8、华利集团：老客稳健、新客爬坡配合产能投放，精细化管理下业绩稳健

主要客户库存去化顺利，订单展望良好，高潜力新客户爬坡，并不断开发新客户。公司 2021 年合作 NB、亚瑟士、ON，2023Q1 新增 Lululemon 和锐步出货，2023 年预计锐步、Lulu 分别达到中、低万级出货量，公司储备潜力客户，2024 年除新品牌爬坡外还将继续合作新品牌。预计 2024H1 越南和印尼新产能投产。

## 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度 | 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 利润前瞻：代工普遍好于品牌

| 证券简称 | 归母净利润增速 |        |         |        |         |        |         |         |         |        | 归母净利率   |        |        |        |        |        |        |        |        |         |       |         |
|------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|---------|
|      | 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%   | 18.0%  | 9.8%   | 11.3%  | 10.8%  | 14.5%  | 12.0%   | 10.1% | 10.1%   |
| 兴业科技 | -94.3%  | -80.6% | -50.4%  | 30.7%  | 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% | 82.5%   | 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 | -40.2%  | -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%  | -0.1%  | 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 |        |        |        |        |        |        |        |         |       | 归母净利率   |        |        |        |        |        |        |        |        |         |       |         |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|---------|
|      | 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、申洲国际：2023H2 收入降幅收窄，全年毛利率逐季改善

2023 年公司营收 249.7 亿元（同比-10%，下同），预计销量-15%、美元单价+1%/人民币单价+5%。2023 年归母净利润 45.6 亿元（-0.1%），收入下降而业绩基本持平主要系毛利率恢复&控费&利息收入增加 3.9 亿元&有效税率下降贡献 2.6 亿元，剔除政府补助、利息收入、汇兑损益影响，核心利润为 37.1 亿元（+11%）。

**分客户：**2023 年新品牌高成长下 CR4 收入占比有所下降至 79.6%（-2.4pct），合计收入同比-13%，耐克/优衣库/阿迪/puma 收入-11%/+3%/-24%/-28%，新品牌中 Lululemon 收入约 8 千万美金，占比约 2%。

**分品类：**运动/休闲/内衣/其他收入同比-14%/-1%/+30%/-42%，运动服饰下降主要系需求疲弱及下游客户去库。

**分地区：**2023 年欧洲/中国/美国/日本/其他收入同比-19%/+1%/-20%/-6%/-8%，欧美下降主要系运动类产品下降影响。

**盈利能力：**2023H2 毛利率环比改善明显，剔除汇兑&政府补助&利息收入净利润+11%。2023 年毛利率为 24.3%（+2.2pct），2023Q1-Q2 预计 20%/24%+，受益于 Q4 收入转正&海外效率提升&疫情相关支出取消，2023H2 提至 25.8%且逐季提升。2023 年销售/管理/财务费用率-0.1/+0.5/-0.6pct，汇兑收益同减 8.5 亿元至 1.5 亿元，海外工厂利润贡献增加致有效税率-4.5pct 至 8.8%。归母净利率 18.3%（+1.8pct）。

**营运能力：**截至 2023 年，存货 61.2 亿元（-2.2%），存货/应收周转天数+11/+17 天，主要系 2023Q4 需求恢复后备货&账期所致，净现金 114.4 亿元（+40%）。

## 2.3、安踏体育：2023 年业绩超预期创新高，尽显龙头风采

2023 年业绩超预期创新高，2023 年收入 623.6 亿元（同比+16.2%，下同），归母净利润 102.4 亿元（+34.9%），剔除分占合营公司亏损后净利润为 109.5 亿元（+44.9%）。

**主品牌：DTC 驱动大幅增长，**2023 年收入 303.1 亿元（+9.3%），占比 48.6%，全年流水高单增长，2023Q1-Q4 分别中单/高单/高单/高双增长。分渠道看，DTC/电

商/批发收入同比+24.2%/+2.6%/-22.7%，DTC/电商占比+6.7/+2.1pct至56.1%/32.8%，DTC占比提升带动毛利率+1.3pct至54.9%，OPM+0.8pct至22.2%。**展望：**期待2024年商品&渠道调整下高质量增长。2024年收入预计+10-15%，线上增长略快于线下。门店方面，2023年成人/儿童门店+129/+99至7053/2778家，预计2024年小幅净开，成人/儿童7100-7200/2800-2900间。

**FILA：三个顶级策略牵引下收入及盈利超预期，直播电商带动电商表现优异。**2023年收入251亿元(+16.6%)，占比40.3%，全年流水高双增长，2023Q1-Q4为接近10%/高双/低双/25-30%增长。分渠道看，直播电商带动电商增速亮眼，预计电商占比30%+。FILA折扣改善2pct带动毛利率+2.6pct至69%，经营杠杆效应带动OPM+7.6pct至27.6%。**展望：**2024年收入预计+10-15%，线上增长略快。门店方面，2023年净闭12至1972家，预计2024年小幅净开至2100-2200间。

**其他品牌：店效增长驱动迪桑特及可隆保持高增，**2023年收入69.47亿元(+57.7%)，其中迪桑特增长50%+、可隆增长80%+，全年流水60-65%增长，2023Q1-Q4为75-80%/70-75%/45-50%/55-60%增长。2023年迪桑特/可隆-4/+3至187/164家门店，店效接近200/100万元，盈利能力出色，毛利率+1.1pct至72.9%，OPM+6.5pct至27.1%。**展望：**2024年迪桑特收入增长20%+、可隆收入增长30%+，2024年规划220-230/180-190家门店。

**Amer：经营层面大幅改善。**2023年收入312.5亿元(+30.1%)、EBITDA为37.45亿元(+45.4%)，经营层面大幅改善集团，全年分占亏损为7.18亿元，主要系Peak Performance计提商誉及商标减值。预计2024年由Amer成功上市贡献一次性收益约16亿元。

## 2.4、太平鸟：2023年改革下业绩短期承压，经营质量提升显著

2023年公司实现营收77.92亿元(同比-9.4%)，归母/扣非净利润4.2亿元(同比+128.4%)/2.9亿元(同比增加3.16亿元)，主要系零售折扣改善带动毛利率提升叠加降本控费效果显著所致。

**品牌端：男装收入稳中有升，其他品牌闭店下收入短期承压。**2023年女装/男装/乐町/童装实现营收28.8/30.4/7.6/9.6亿元，同比-12.0%/+4.2%/-24.5%/-12.5%，男装稳中有升，其他品牌闭店下收入短期承压。**门店：**女装/男装/乐町/童装净关423/133/218/144家至1458/1370/340/553家。

**渠道端：2023年线下主动闭店&线上承压，静待2024年逐步回暖。**2023年线上实现收入20.9亿元(同减23.4%)，未来逐步实现线上线下融合发展。线下实现收入56.3亿元(同减2.8%)，其中直营/加盟实现营收32.7/23.6亿元，同减4.3%/0.7%；公司主动关闭低效、老货门店，2023全年净闭940家至3731家，直营/加盟净闭252/688至1175/2556家，门店调整接近尾声，看好2024年直营渠道稳步扩面积、提店效；店效恢复后加盟商信心提升稳步开店。

**盈利能力：各渠道毛利率改善明显，**2023年公司毛利率54.1%(+5.9pct)，线上/直营/加盟毛利率分别同比+1.9/+7.9/+5.5pct至44.28%/71.33%/40.32%，公司控制零售折扣，毛利率改善明显；期间费用率46.00%(-0.3pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为-0.8/-0.4/-0.1/+1.1pct，控费下期间费用率基本维持稳定，综合来看归母净利润率为5.4%(+3.3pct)。

**营运能力：库存及结构显著优化。**2023年末存货15.1亿元，同比-29.0%，库龄

2年以上老货占比显著下降，存货周转天数183天，同比-6天。经营性现金流量净额同增220%至12.8亿元。

## 2.5、浙江自然：收入以量增驱动，需求疲软和产能爬坡致盈利承压

2023年公司收入8.23亿元（同比-12.95%，下同），量/价+28.66%/-32.50%，归母净利润1.31亿元（-38.64%），扣非净利润1.37亿元（-33.08%），利润下降主要系需求疲软&柬埔寨子公司生产爬坡。

**量增驱动，柬埔寨出货带动其他业务销量高增，预计2024年内销好于外销。整体量价拆分：**2023年销量+28.66%，平均售价-32.50%，收入以量增驱动。**(1)分产品：**气床/箱包/枕头坐垫/其他实现营收5.15/1.56/0.6/0.9亿元，分别占比62.73%/19.00%/7.31%/10.96%，同比-25.19%/+22.53%/-19.29%/+64.35%，气床/箱包/枕头坐垫/其他量价分别同比-29.2%/+5.6%，-0.23%/+22.8%，-15.96%/-3.97%，+338.7%/-62.5%，其他产品销量大幅增加主要系柬埔寨大自然子公司出货增多。**(2)分地区：**境内/境外地区收入1.71/6.5亿元，同比-29.15%/-7.56%，收入占比20.87%/79.13%，外销占比提升。展望2024年预计内销好于外销，内销系新能源车载床垫不断放量&2024H2内销大客户去库后恢复出货节奏带动，外销大客户订单稳健，预计柬埔寨硬箱快速放量&2024H2越南水上用品订单向好。

**盈利能力：**盈利能力受需求疲软影响下降。2023年毛/净利率为33.8%/15.9%，分别同降2.8/6.6pct，扣非净利率16.6%（-5pct）。毛利率下降主要系除气床外其他产品毛利率均有不同程度下降，气床/箱包/枕头坐垫/其他分别+2.26/-6.19/-1.85/-6.13pct。2023年期间费用率为12.74%（+4.10pct），销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.94/+1.88/+0.69/+0.6pct。财务费用变动主要系汇率波动幅度较大。

**营运能力：**2023年经营活动现金流净额2.40亿元（+5.26%）；截至2023年末，存货规模为2.15亿元（-16.41%），存货周转天数156天（+2天）。

## 3、本周行业：1+2月运动户外表现亮眼，家纺童装需求稳健

### 3.1、1+2月电商：运动户外表现亮眼、家纺童装需求稳健

从天猫、京东、抖音三个渠道汇总看，户外服饰/运动服饰/童装/家纺/男装/休闲2024年1+2月线上总体+49%/+35%/+8%/+7%/-13%/-16%，运动户外表现领先、家纺童装需求稳定，休闲男女装受天气影响动销短期承压。

#### 分品牌看：

运动服饰中，1+2月lululemon+140%、耐克+45%、361度+20%。户外服饰中，1+2月骆驼+116%、迈乐+56%、凯乐石+56%。

家纺中，1+2月罗莱家纺/水星家纺/富安娜分别-8%/-8%/+17%。童装中，1+2月巴拉巴拉+17%。男装中，1+2月海澜之家+49%。

图1: 男装: 2024年1+2月线上整体-13%, 其中海澜之家+49%

| 男装品类大盘      |          | 分渠道数据总览   |         |         |         |         |         |         |         |         |           |           |           |           |         |           |
|-------------|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|
|             |          | 2023M1    | 2023M2  | 2023M3  | 2023M4  | 2023M5  | 2023M6  | 2023M7  | 2023M8  | 2023M9  | 2023M10   | 2023M11   | 2023M12   | 2024M1    | 2024M2  | 2024M1+M2 |
| 销售额 (万元)    | 天猫       | 530,843   | 322,248 | 455,417 | 429,205 | 379,468 | 465,769 | 248,204 | 260,989 | 365,257 | 500,002   | 825,157   | 691,958   | 581,650   | 241,134 | 822,784   |
|             | 京东       | 179,259   | 81,316  | 162,445 | 54,751  | 69,913  | 71,046  | 85,206  | 88,436  | 88,160  | 103,209   | 145,656   | 121,102   | 118,291   | 76,716  | 195,007   |
|             | 抖音       | 377,463   | 285,066 | 311,649 | 257,678 | 249,565 | 219,659 | 277,379 | 219,092 | 390,780 | 684,586   | 599,920   | 752,055   | 337,960   | 182,570 | 520,530   |
|             | 天猫+京东+抖音 | 1,087,565 | 688,630 | 929,511 | 741,634 | 698,946 | 756,474 | 610,789 | 568,517 | 844,197 | 1,287,797 | 1,570,733 | 1,565,115 | 1,037,901 | 500,420 | 1,538,321 |
| 销售额同比 (%)   | 天猫       | -31%      | 12%     | 1%      | 22%     | 1%      | -22%    | -21%    | -25%    | -17%    | -28%      | -21%      | -12%      | 10%       | -25%    | -4%       |
|             | 京东       | -20%      | 12%     | 82%     | -32%    | -39%    | -44%    | -19%    | -8%     | -32%    | -36%      | -21%      | -46%      | -34%      | -6%     | -25%      |
|             | 抖音       | 11%       | 83%     | 70%     | 19%     | 14%     | -20%    | 56%     | -3%     | 17%     | 65%       | 28%       | 10%       | -10%      | -36%    | -21%      |
|             | 天猫+京东+抖音 | -18%      | 34%     | 28%     | 14%     | -1%     | -24%    | 2%      | -15%    | -7%     | 2%        | -8%       | -8%       | -5%       | -27%    | -13%      |
| 男装品牌GMV-YOY |          | 销售同比 (%)  |         |         |         |         |         |         |         |         |           |           |           |           |         |           |
| 报喜鸟         | 天猫+京东+抖音 | -22%      | 41%     | 21%     | 77%     | -13%    | -32%    | 20%     | -14%    | -16%    | -22%      | -23%      | -23%      | -10%      | -29%    |           |
| 哈吉斯         | 天猫+京东+抖音 | 62%       | 78%     | 30%     | 14%     | 50%     | -25%    | 48%     | 5%      | -7%     | -5%       | -27%      | -27%      | -50%      | -49%    |           |
| 比音勒芬        | 天猫+京东+抖音 | 62%       | 78%     | 30%     | 14%     | 50%     | -25%    | 48%     | 5%      | -7%     | -5%       | -27%      | -27%      | -50%      | -18%    |           |
| 海澜之家        | 天猫+京东+抖音 | 16%       | 49%     | 40%     | 45%     | 67%     | 46%     | 24%     | 56%     | 31%     | 55%       | 50%       | 40%       | 55%       | 36%     |           |
| 九牧王         | 天猫+京东+抖音 | -20%      | 91%     | 78%     | 89%     | 126%    | -15%    | 5%      | -21%    | -44%    | -43%      | -37%      | -30%      | -17%      | -29%    |           |
| 七匹狼         | 天猫+京东+抖音 | -7%       | 30%     | 41%     | 27%     | 5%      | -16%    | -16%    | -12%    | -17%    | -25%      | -14%      | -28%      | -13%      | -29%    |           |
| 利郎          | 天猫+京东+抖音 | 9%        | 77%     | 61%     | 84%     | 74%     | -24%    | 64%     | 18%     | 18%     | -3%       | -31%      | -15%      | -27%      | -31%    |           |
| 汤米希尔费格      | 天猫+京东+抖音 | 1%        | 40%     | 50%     | 110%    | 91%     | -13%    | 26%     | 21%     | -13%    | -22%      | -37%      | -13%      | -29%      | -29%    |           |
| 佐伊库         | 天猫+抖音    | -36%      | -29%    | -29%    | 60%     | 34%     | -1%     | -2%     | -17%    | 1%      | -17%      | 9%        | -31%      | -18%      | -10%    |           |
| 杰克琼斯        | 天猫+京东+抖音 | -4%       | 61%     | 19%     | 26%     | 29%     | -16%    | 19%     | -8%     | -8%     | -51%      | -54%      | -31%      | -29%      | -45%    |           |

数据来源: 久谦、开源证券研究所

图2: 运动服饰: 2024年1+2月线上整体+35%, 其中lululemon+140%、耐克+45%、361度+20%

| 运动品类大盘      |          | 分渠道数据总览  |         |         |         |           |           |         |         |         |           |           |           |         |         |           |
|-------------|----------|----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|
|             |          | 2023M1   | 2023M2  | 2023M3  | 2023M4  | 2023M5    | 2023M6    | 2023M7  | 2023M8  | 2023M9  | 2023M10   | 2023M11   | 2023M12   | 2024M1  | 2024M2  | 2024M1+M2 |
| 销售额 (万元)    | 天猫       | 290,864  | 276,679 | 459,271 | 396,587 | 569,283   | 688,190   | 344,704 | 360,396 | 360,443 | 617,489   | 809,709   | 456,942   | 340,026 | 276,879 | 616,905   |
|             | 京东       | 140,625  | 95,295  | 209,439 | 97,761  | 120,281   | 160,491   | 139,331 | 142,776 | 119,133 | 128,466   | 215,625   | 145,264   | 142,103 | 117,733 | 259,835   |
|             | 抖音       | 166,323  | 170,311 | 222,982 | 203,412 | 311,959   | 248,333   | 248,138 | 302,262 | 322,603 | 505,747   | 492,080   | 509,523   | 424,203 | 237,634 | 661,837   |
|             | 天猫+京东+抖音 | 597,812  | 542,285 | 891,692 | 697,760 | 1,001,523 | 1,097,014 | 732,173 | 805,434 | 802,179 | 1,251,702 | 1,517,414 | 1,111,729 | 906,332 | 632,246 | 1,538,577 |
| 销售额同比 (%)   | 天猫       | -25%     | 9%      | 0%      | 24%     | 64%       | -21%      | 0%      | -5%     | 2%      | -10%      | 6%        | 17%       | 0%      | 9%      |           |
|             | 京东       | -28%     | 9%      | 57%     | -14%    | -18%      | -28%      | -10%    | 1%      | -3%     | 1%        | -8%       | -8%       | 1%      | 24%     |           |
|             | 抖音       | 17%      | 49%     | 21%     | 9%      | 57%       | 19%       | 59%     | 70%     | 78%     | 128%      | 79%       | 151%      | 155%    | 40%     |           |
|             | 天猫+京东+抖音 | -18%     | 19%     | 14%     | 12%     | 44%       | -16%      | 11%     | 15%     | 22%     | 20%       | 16%       | 40%       | 52%     | 17%     |           |
| 运动品牌GMV-YOY |          | 销售同比 (%) |         |         |         |           |           |         |         |         |           |           |           |         |         |           |
| 安踏          | 天猫+京东+抖音 | -36%     | -8%     | 2%      | -2%     | 53%       | -21%      | -1%     | 21%     | 2%      | 0%        | 2%        | 21%       | 41%     | -9%     |           |
| FILA        | 天猫+京东+抖音 | -1%      | 17%     | 46%     | 46%     | 104%      | -5%       | 21%     | 9%      | 41%     | 29%       | 17%       | 15%       | 16%     | 10%     |           |
| 李宁          | 天猫+京东+抖音 | -38%     | -3%     | 2%      | -5%     | 36%       | -16%      | -3%     | -15%    | 11%     | -16%      | -5%       | 5%        | 9%      | 0%      |           |
| 特步          | 天猫+京东+抖音 | -36%     | 12%     | 19%     | -3%     | -17%      | -18%      | -21%    | 6%      | 1%      | -8%       | -11%      | 9%        | 27%     | -8%     |           |
| 361°        | 天猫+京东+抖音 | -5%      | 42%     | 47%     | 46%     | 32%       | 10%       | 25%     | 27%     | 28%     | 12%       | -6%       | 39%       | 33%     | 7%      |           |
| 阿迪达斯        | 天猫+京东+抖音 | -38%     | -25%    | -3%     | -23%    | 9%        | -50%      | -3%     | -13%    | -7%     | -9%       | -20%      | -29%      | -36%    | 4%      |           |
| 耐克          | 天猫+京东+抖音 | 0%       | 53%     | 33%     | 2%      | 92%       | -4%       | 62%     | 70%     | 56%     | 29%       | 19%       | 77%       | 55%     | 32%     |           |
| 露露乐檬        | 天猫+京东+抖音 | 16%      | 4%      | 37%     | 80%     | 131%      | 39%       | 45%     | 51%     | 7%      | 30%       | 44%       | 92%       | 102%    | 140%    |           |
| 斯凯奇         | 天猫+京东+抖音 | -25%     | 20%     | 54%     | 69%     | 0%        | 0%        | 36%     | 18%     | 5%      | 10%       | 4%        | 26%       | 4%      | -12%    |           |
| 新百伦         | 天猫+京东+抖音 | -3%      | 76%     | 71%     | 95%     | 129%      | -5%       | 38%     | 26%     | 26%     | 24%       | -10%      | 10%       | 31%     | 3%      |           |

数据来源: 久谦、开源证券研究所

图3: 户外服饰: 2024年1+2月线上整体+49%, 其中骆驼+116%、迈乐+56%、凯乐石+56%

| 户外品类大盘          |          | 分渠道数据总览  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |           |
|-----------------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
|                 |          | 2023M1   | 2023M2  | 2023M3  | 2023M4  | 2023M5  | 2023M6  | 2023M7  | 2023M8  | 2023M9  | 2023M10 | 2023M11 | 2023M12 | 2024M1  | 2024M2  | 2024M1+M2 |
| 销售额 (万元)        | 天猫       | 82,583   | 60,905  | 95,683  | 124,056 | 173,852 | 199,714 | 111,243 | 83,291  | 88,127  | 149,260 | 235,229 | 164,880 | 115,927 | 68,042  | 183,969   |
|                 | 京东       | 35,775   | 22,612  | 48,118  | 22,808  | 35,468  | 44,562  | 38,110  | 37,731  | 29,404  | 37,653  | 57,483  | 37,216  | 32,417  | 24,266  | 56,682    |
|                 | 抖音       | 35,599   | 41,202  | 65,164  | 80,859  | 105,778 | 87,936  | 102,545 | 99,012  | 91,140  | 201,741 | 201,908 | 147,459 | 123,512 | 50,617  | 174,129   |
|                 | 天猫+京东+抖音 | 153,957  | 124,720 | 208,965 | 227,723 | 315,098 | 332,212 | 251,898 | 220,033 | 208,671 | 388,653 | 494,620 | 349,555 | 271,856 | 142,925 | 414,780   |
| 销售额同比 (%)       | 天猫       | 6%       | 34%     | 7%      | 32%     | 54%     | 4%      | 10%     | 8%      | 42%     | 27%     | 44%     | 39%     | 40%     | 12%     |           |
|                 | 京东       | 193%     | 161%    | 73%     | 69%     | 144%    | 66%     | 158%    | 249%    | 159%    | 229%    | 182%    | 173%    | 247%    | 23%     |           |
|                 | 抖音       | 70%      | 62%     | 41%     | 40%     | 72%     | 15%     | 46%     | 73%     | 80%     | 86%     | 71%     | 60%     | 77%     | 15%     |           |
|                 | 天猫+京东+抖音 | 70%      | 62%     | 41%     | 40%     | 72%     | 15%     | 46%     | 73%     | 80%     | 86%     | 71%     | 60%     | 77%     | 15%     |           |
| 户外品牌GMV-YOY     |          | 销售同比 (%) |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |           |
| 迪桑特             | 天猫+京东    | 31%      | 26%     | 79%     | 79%     | 71%     | -3%     | 81%     | 63%     | 51%     | 17%     | 72%     | 13%     | 7%      | 32%     |           |
| 可隆              | 天猫+京东+抖音 | 89%      | 127%    | 149%    | 91%     | 137%    | -14%    | 121%    | 92%     | 106%    | 16%     | 77%     | 36%     | 17%     | 8%      |           |
| 迈乐              | 天猫+京东+抖音 | 72%      | 227%    | 84%     | 222%    | 122%    | 38%     | 209%    | 179%    | 219%    | 90%     | 23%     | 56%     | 81%     | 31%     |           |
| 攀山鼠 (三夫户外)      | 天猫+京东+抖音 | 21%      | 89%     | 112%    | 243%    | 55%     | 28%     | 16%     | 29%     | 55%     | 23%     | 36%     | 40%     | 68%     | 8%      |           |
| X-bionic (三夫户外) | 天猫+京东+抖音 | 0%       | -15%    | -6%     | 49%     | 33%     | -18%    | 21%     | 1%      | -13%    | -3%     | 23%     | 23%     | -26%    | -19%    |           |
| 北面 (VF)         | 天猫+京东+抖音 | 39%      | 70%     | 83%     | 126%    | 114%    | -7%     | 16%     | 59%     | 34%     | 93%     | 26%     | -10%    | 9%      | 3%      |           |
| 牧高笛             | 天猫+京东+抖音 | 63%      | 196%    | 59%     | -5%     | -9%     | 24%     | 34%     | 4%      | -29%    | -47%    | -45%    | -13%    | -24%    | -40%    |           |
| 探路者             | 天猫+京东+抖音 | 33%      | 77%     | 116%    | -21%    | 17%     | -14%    | 12%     | 42%     | 20%     | 11%     | 8%      | -25%    | 2%      | 6%      |           |
| 迪卡侬             | 天猫+京东+抖音 | -19%     | 22%     | 18%     | 22%     | 18%     | -2%     | 6%      | 1%      | 2%      | 0%      | 10%     | 29%     | 59%     | 0%      |           |
| 骆驼 Camel        | 天猫+京东+抖音 | 88%      | 181%    | 165%    | 149%    | 168%    | 81%     | 92%     | 108%    | 137%    | 148%    | 162%    | 178%    | 148%    | 68%     |           |
| 波司登 Bosideng    | 天猫+京东+抖音 | 52%      | 13%     | 76%     | 301%    | 131%    | 11%     | 37%     | 36%     | 9%      | -12%    | 86%     | 16%     | 0%      | 51%     |           |
| 挪客 Naturehike   | 天猫+京东+抖音 | 14%      | 52%     | -11%    | -25%    | -30%    | -32%    | 16%     | -20%    | -28%    | -42%    | -49%    | -39%    | -31%    | -35%    |           |
| 凯乐石 Kailas      | 天猫+京东+抖音 | 14%      | 49%     | 123%    | 94%     | 128%    | 47%     | 131%    | 118%    | 42%     | -6%     | 10%     | 9%      | 45%     | 76%     |           |
| 乐飞叶 Lafuma      | 天猫+京东+抖音 | 32%      | 84%     | 81%     | 185%    | 144%    | -21%    | 4%      | 15%     | 1%      | -39%    | 33%     | -20%    | -26%    | -34%    |           |

数据来源: 久谦、开源证券研究所

图4：休闲装：2024年1+2月线上总体-16%，天猫/京东/抖音-4%/ -26%/ -24%

|                           |               | 月度数据     |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          | 季度数据   |        |        |        |
|---------------------------|---------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 休闲装女装行业数据总览 (天+京+抖)       |               | 2023M1+2 | 2023M3 | 2023M4 | 2023M5 | 2023M6 | 2023M7 | 2023M8 | 2023M9 | 2023M10 | 2023M11 | 2023M12 | 2024M1+2 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 |
| <b>休闲装品类大盘销售额 (百万元)</b>   |               | 55372    | 28169  | 20887  | 21190  | 25188  | 24831  | 22226  | 28560  | 36804   | 46876   | 41772   | 46387    | 83541  | 67265  | 75617  | 125452 |
| 细分行业份额                    |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                           | TEENIE WEENIE | 1.0%     | 1.0%   | 1.0%   | 1.2%   | 1.0%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.6%   | 0.5%    | 0.7%    | 0.5%    | 0.7%     | 1.0%   | 1.1%   | 0.8%   | 0.5%   |
|                           | 森马男装          | 0.7%     | 0.6%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.8%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.5%    | 0.7%    | 0.5%    | 0.6%     | 0.7%   | 0.7%   | 0.5%   | 0.6%   |
|                           | 森马女装          | 0.2%     | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.2%    | 0.2%    | 0.2%    | 0.2%     | 0.2%   | 0.3%   | 0.1%   | 0.2%   |
|                           | 太平鸟男装         | 0.9%     | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%   | 1.0%   | 0.6%   | 1.0%   | 0.8%   | 0.6%    | 1.1%    | 0.7%    | 0.9%     | 0.9%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%   |
|                           | 太平鸟女装         | 0.5%     | 0.5%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.4%    | 0.3%    | 0.4%    | 0.5%     | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.3%   |
|                           | 乐町            | 0.2%     | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.0%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%     | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%   |
| <b>休闲装品类大盘销售额同比 (%)</b>   |               | 1%       | 23%    | 3%     | -5%    | -23%   | 15%    | -12%   | 3%     | 9%      | -8%     | -6%     | -16%     | 7%     | -11%   | 1%     | -3%    |
| 品牌总销售额同比 (%)              |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                           | TEENIE WEENIE | -41%     | 95%    | 101%   | 69%    | 1%     | 50%    | -3%    | 6%     | -3%     | -31%    | -46%    | -45%     | 55%    | 41%    | 14%    | -38%   |
|                           | 森马男装          | -13%     | -5%    | -11%   | 0%     | -28%   | -8%    | -32%   | -27%   | -47%    | -22%    | -32%    | -20%     | -10%   | -15%   | -23%   | -33%   |
|                           | 森马女装          | 4%       | 15%    | 4%     | 8%     | -24%   | -12%   | -38%   | -47%   | -53%    | -47%    | -14%    | -23%     | 8%     | -7%    | -33%   | -40%   |
|                           | 太平鸟男装         | -21%     | -4%    | -10%   | -6%    | -32%   | -15%   | -18%   | -13%   | -48%    | -20%    | -27%    | -1%      | -16%   | -19%   | -14%   | -30%   |
|                           | 太平鸟女装         | -29%     | -14%   | -51%   | -26%   | -15%   | 36%    | -31%   | -14%   | -60%    | -17%    | -46%    | -45%     | -25%   | -29%   | -5%    | -40%   |
|                           | 乐町            | -37%     | -38%   | -38%   | -44%   | -48%   | -33%   | -38%   | -59%   | -81%    | -46%    | -80%    | -69%     | -37%   | -44%   | -43%   | -70%   |
| <b>天猫休闲装行业数据总览</b>        |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
| <b>天猫休闲装品类大盘销售额 (百万元)</b> |               | 22599    | 12908  | 11689  | 10257  | 13642  | 8159   | 8971   | 11156  | 13831   | 21030   | 17700   | 21631    | 35507  | 35588  | 28286  | 52561  |
| 品牌总销售额同比 (%)              |               | -15%     | 1%     | 24%    | -5%    | -24%   | -12%   | -15%   | -18%   | -17%    | -18%    | -2%     | -4%      | -10%   | -7%    | -12%   | -13%   |
| 细分行业份额                    |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                           | TEENIE WEENIE | 21%      | 14%    | 73%    | 35%    | -12%   | 28%    | -12%   | -28%   | -29%    | -34%    | -26%    | -11%     | 19%    | 10%    | -10%   | -30%   |
|                           | 森马男装          | -13%     | -22%   | -19%   | -6%    | -30%   | -26%   | -39%   | -23%   | -43%    | -23%    | -11%    | -17%     | -21%   | -29%   | -25%   | -25%   |
|                           | 森马女装          | 2%       | -15%   | -7%    | -3%    | -33%   | -15%   | -38%   | -33%   | -44%    | -34%    | -4%     | 0%       | -5%    | -18%   | -30%   | -29%   |
|                           | 太平鸟男装         | -19%     | 10%    | 33%    | 9%     | -29%   | -27%   | -9%    | 0%     | -47%    | -8%     | -5%     | 25%      | -11%   | -7%    | -10%   | -18%   |
|                           | 太平鸟女装         | -42%     | -30%   | -10%   | 11%    | -19%   | -11%   | -2%    | 39%    | -39%    | 36%     | 19%     | 25%      | -38%   | -9%    | 7%     | 8%     |
|                           | 乐町            | -41%     | -35%   | -14%   | -45%   | -40%   | -37%   | 0%     | -28%   | -74%    | -24%    | -61%    | -39%     | -39%   | -35%   | -22%   | -50%   |
| <b>京东休闲装行业数据总览</b>        |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
| <b>京东休闲装品类大盘销售额 (百万元)</b> |               | 4102     | 2444   | 732    | 1136   | 1059   | 1256   | 1396   | 1279   | 1468    | 2277    | 2043    | 3031     | 6546   | 2928   | 3931   | 5787   |
| 品牌总销售额同比 (%)              |               | -10%     | 81%    | -37%   | -33%   | -44%   | -22%   | -4%    | -31%   | -40%    | -45%    | -53%    | -26%     | 11%    | -39%   | -20%   | -47%   |
| 细分行业份额                    |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                           | TEENIE WEENIE | 16733%   | 1734%  | 129%   | 260%   | 336%   | 116%   | 25%    | 57%    | 19%     | -27%    | -40%    | -41%     | 4749%  | 274%   | 66%    | -25%   |
|                           | 森马男装          | -10%     | 61%    | 52%    | 52%    | -11%   | 56%    | 93%    | 96%    | 36%     | -12%    | 1%      | -10%     | 0%     | 24%    | 79%    | 2%     |
|                           | 森马女装          | -2%      | 86%    | 181%   | 156%   | 31%    | 115%   | 179%   | 133%   | 91%     | 5%      | 52%     | 45%      | 12%    | 99%    | 143%   | 42%    |
|                           | 太平鸟男装         | 37%      | 43%    | -32%   | 36%    | 0%     | -9%    | 89%    | 187%   | 94%     | -23%    | 17%     | 16%      | 39%    | 1%     | 71%    | 13%    |
|                           | 太平鸟女装         | -20%     | 37%    | 12%    | 276%   | 99%    | 121%   | 38%    | 59%    | 26%     | -52%    | -31%    | -14%     | -11%   | 117%   | 65%    | -30%   |
|                           | 乐町            | -29%     | 64%    | -20%   | 86%    | 62%    | 75%    | 158%   | 116%   | 27%     | -82%    | -78%    | -73%     | -16%   | 51%    | 117%   | -67%   |
| <b>抖音休闲装行业数据总览</b>        |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
| <b>抖音休闲装品类大盘销售额 (百万元)</b> |               | 28671    | 12816  | 8466   | 9797   | 10486  | 15416  | 11859  | 16124  | 21506   | 23569   | 22029   | 21724    | 41487  | 28749  | 43400  | 67104  |
| 品牌总销售额同比 (%)              |               | 21%      | 47%    | -12%   | -1%    | -18%   | 45%    | -10%   | 18%    | 49%     | 13%     | -1%     | -24%     | 28%    | -11%   | 16%    | 17%    |
| 细分行业份额                    |               |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                           | TEENIE WEENIE | 45%      | 179%   | 116%   | 79%    | 11%    | 58%    | 2%     | 22%    | -4%     | -28%    | -58%    | -58%     | 72%    | 61%    | 25%    | -45%   |
|                           | 森马男装          | -13%     | 96%    | 36%    | -21%   | -23%   | 29%    | -79%   | -86%   | -94%    | -95%    | -78%    | -64%     | 4%     | -3%    | -60%   | -87%   |
|                           | 森马女装          | 9%       | 128%   | 24%    | 10%    | -4%    | -24%   | -63%   | -78%   | -89%    | -91%    | -58%    | -76%     | 34%    | 8%     | -57%   | -81%   |
|                           | 太平鸟男装         | -32%     | -31%   | -61%   | -42%   | -50%   | 4%     | -28%   | -41%   | -58%    | -63%    | -63%    | -56%     | -32%   | -52%   | -27%   | -62%   |
|                           | 太平鸟女装         | -20%     | -2%    | -71%   | -40%   | -14%   | 53%    | -51%   | -33%   | -80%    | -71%    | -82%    | -86%     | -15%   | -41%   | -12%   | -78%   |
|                           | 乐町            | -33%     | -45%   | -57%   | -46%   | -60%   | -30%   | -81%   | -84%   | -91%    | -98%    | -96%    | -95%     | -36%   | -55%   | -66%   | -94%   |

数据来源：久谦、开源证券研究所

图5：家纺/童装：2024年1+2月线上总体+7%/+8%，其中富安娜+17%/巴拉巴拉+17%

|                             |      | 月度数据     |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          | 季度数据   |        |        |        |
|-----------------------------|------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 家纺/童装行业数据总览 (天+京+抖)         |      | 2023M1+2 | 2023M3 | 2023M4 | 2023M5 | 2023M6 | 2023M7 | 2023M8 | 2023M9 | 2023M10 | 2023M11 | 2023M12 | 2024M1+2 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 |
| <b>家纺/童装品类大盘销售额 (百万元)</b>   |      | 4836     | 2820   | 2627   | 3166   | 3730   | 2682   | 3162   | 4084   | 4983    | 5497    | 5175    | 7656     | 9523   | 9928   | 14988  |        |
| 细分行业份额                      |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                             | 罗莱家纺 | 2.4%     | 2.5%   | 1.8%   | 3.7%   | 4.6%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.0%   | 3.1%    | 3.8%    | 2.5%    | 2.1%     | 2.4%   | 3.5%   | 2.2%   | 3.2%   |
|                             | 水星家纺 | 5.9%     | 6.4%   | 7.4%   | 5.5%   | 6.4%   | 6.0%   | 4.7%   | 5.7%   | 4.9%    | 5.3%    | 5.0%    | 5.1%     | 6.1%   | 6.4%   | 5.3%   | 5.1%   |
|                             | 富安娜  | 3.6%     | 4.3%   | 2.8%   | 3.8%   | 4.2%   | 2.5%   | 2.4%   | 1.9%   | 2.7%    | 4.1%    | 3.7%    | 3.8%     | 3.4%   | 3.7%   | 2.2%   | 3.5%   |
| <b>童装品类大盘销售额 (百万元)</b>      |      | 7736     | 4563   | 4143   | 4911   | 3859   | 3111   | 3297   | 6000   | 8290    | 9147    | 10266   | 8380     | 12399  | 12913  | 12408  | 27703  |
| 品牌总销售额同比 (%)                |      | -5%      | 5%     | 51%    | 5.6%   | 4.6%   | 4.6%   | 6.8%   | 4.6%   | 6.0%    | 6.3%    | 4.8%    | 5.9%     | 5.4%   | 5.1%   | 5.2%   | 5.7%   |
| 品牌总销售额同比 (%)                |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                             | 巴拉巴拉 | -3%      | 22%    | 19%    | 13%    | -12%   | 5%     | 7%     | 26%    | 23%     | 21%     | 9%      | 7%       | 5%     | 3%     | 14%    | 17%    |
|                             | 罗莱家纺 | -4%      | 28%    | -4%    | 113%   | -7%    | 25%    | 28%    | 19%    | 18%     | 18%     | 5%      | -8%      | 6%     | 16%    | 24%    | 15%    |
|                             | 水星家纺 | -3%      | 17%    | 107%   | 22%    | 0%     | 33%    | 5%     | 20%    | -9%     | -1%     | -25%    | -8%      | 4%     | 28%    | 19%    | -12%   |
|                             | 富安娜  | -16%     | 50%    | -11%   | 39%    | -7%    | 7%     | -22%   | -15%   | -10%    | 3%      | -13%    | 17%      | 3%     | 4%     | -12%   | -6%    |
| <b>天猫家纺/童装行业数据总览</b>        |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
| <b>天猫家纺/童装品类大盘销售额 (百万元)</b> |      | 2305     | 1323   | 1476   | 1717   | 2196   | 1161   | 1582   | 2048   | 2072    | 2813    | 1991    | 2381     | 3628   | 5389   | 4791   | 6876   |
| 品牌总销售额同比 (%)                |      | -7%      | 1%     | 19%    | 17%    | -13%   | -5%    | -5%    | 24%    | -6%     | 10%     | -6%     | 3%       | -4%    | 3%     | 6%     | 0%     |
| 细分行业份额                      |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                             | 罗莱家纺 | -19%     | 0%     | -23%   | 113%   | -2%    | 4%     | 7%     | -10%   | 6%      | 18%     | -8%     | -7%      | -12%   | 18%    | -1%    | 7%     |
|                             | 水星家纺 | -4%      | -4%    | 46%    | 87%    | -27%   | -11%   | -13%   | 3%     | -18%    | 2%      | -17%    | -16%     | -4%    | 12%    | -7%    | -11%   |
|                             | 富安娜  | -30%     | -18%   | -6%    | 59%    | 0%     | -22%   | -22%   | 9%     | -42%    | -9%     | 3%      | 10%      | -26%   | 11%    | -11%   | -17%   |
| <b>京东家纺/童装行业数据总览</b>        |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
| <b>京东家纺/童装品类大盘销售额 (百万元)</b> |      | 1004     | 663    | 388    | 482    | 691    | 517    | 479    | 503    | 570     | 873     | 654     | 1059     | 1666   | 1561   | 1499   | 2097   |
| 品牌总销售额同比 (%)                |      | -3%      | 60%    | 16%    | 1%     | -5%    | -5%    | 12%    | 0%     | -14%    | 0%      | -5%     | 6%       | 15%    | 2%     | 2%     | -5%    |
| 细分行业份额                      |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                             | 罗莱家纺 | 46%      | 117%   | 92%    | 55%    | 3%     | 25%    | 61%    | 27%    | 25%     | -19%    | 7%      | -16%     | 64%    | 28%    | 35%    | -1%    |
|                             | 水星家纺 | -16%     | 84%    | 73%    | 38%    | 20%    | 31%    | 46%    | 13%    | -5%     | 28%     | 5%      | 28%      | 8%     | 36%    | 29%    | -8%    |
|                             | 富安娜  | -9%      | 34%    | -4%    | -3%    | -11%   | 16%    | 9%     | -5%    | -14%    | 2%      | 2%      | 25%      | 2%     | -7%    | 6%     | -2%    |
| <b>抖音家纺/童装行业数据总览</b>        |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
| <b>抖音家纺/童装品类大盘销售额 (百万元)</b> |      | 644      | 365    | 144    | 244    | 218    | 246    | 263    | 284    | 360     | 564     | 416     | 702      | 1009   | 605    | 793    | 1340   |
| 品牌总销售额同比 (%)                |      | -2%      | 66%    | -27%   | -12%   | -29%   | 14%    | 37%    | -2%    | -9%     | 10%     | -24%    | 9%       | 15%    | -22%   | 14%    | -8%    |
| 细分行业份额                      |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                             | 巴拉巴拉 | -11%     | 37%    | 8%     | 60%    | -16%   | 86%    | 129%   | 39%    | 10%     | -35%    | 3%      | 30%      | -4%    | 13%    | 71%    | -11%   |
| <b>抖音童装/家纺行业数据总览</b>        |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
| <b>抖音童装/家纺品类大盘销售额 (百万元)</b> |      | 1528     | 834    | 763    | 967    | 843    | 1004   | 1100   | 1534   | 2341    | 1811    | 1863    | 1734     | 2362   | 2573   | 3638   | 6015   |
| 品牌总销售额同比 (%)                |      | 5%       | 42%    | 21%    | 11%    | -15%   | 27%    | 28%    | 42%    | 60%     | 40%     | 14%     | 14%      | 16%    | 3%     | 33%    | 65%    |
| 细分行业份额                      |      |          |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |          |        |        |        |        |
|                             | 罗莱家纺 | -53%     | 67%    | 64%    | 373%   | -30%   | 141%   | 354%   | 539%   | 200%    | 264%    | 402%    | 50%      | -30%   | -5%    | 299%   | 261%   |
|                             | 水星家纺 | 26%      | -8%    | 246%   | -46%   | 88%    | 103%   | 9%     | 39%    | 9%      | 45%     | -44%    | 10%      | 10%    | 53%    |        |        |

## 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    | 13.4    | <b>11.6</b> | 10.3  | 18.4    | 22.0    | 25.3  | 28.7      | 20.0    | 15.0  | 13.1    | 294.7  | 买入    |
| 安踏体育* | 20.9    | <b>15.9</b> | 15.6  | 75.9    | 102.4   | 134.3 | 136.6     | 34.9    | 31.2  | 1.7     | 2137.2 | 买入    |
| 李宁*   | 15.3    | <b>14.6</b> | 12.7  | 40.6    | 31.9    | 33.4  | 38.4      | -21.6   | 4.8   | 15.0    | 487.5  | 买入    |
| 特步国际* | 11.3    | <b>10.1</b> | 8.7   | 9.2     | 10.3    | 11.5  | 13.4      | 11.8    | 11.3  | 17.1    | 116.2  | 买入    |
| 361度* | 9.0     | <b>7.6</b>  | 6.4   | 7.5     | 9.6     | 11.4  | 13.5      | 28.7    | 18.3  | 19.1    | 86.3   | 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  | 17.5    | <b>14.2</b> | 11.9  | 7.3     | 9.5     | 11.7  | 14.0      | 31.1    | 23.0  | 19.5    | 166.6  | 买入    |
| 海澜之家  | 14.7    | <b>13.1</b> | 11.7  | 21.6    | 29.4    | 33.0  | 37.0      | 36.2    | 12.4  | 12.1    | 432.1  | 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    | 31.7   | 买入    |
| 森马服饰* | 13.1    | <b>10.1</b> | 9.0   | 6.4     | 11.2    | 14.6  | 16.3      | 76.0    | 29.8  | 11.8    | 146.8  | 买入    |
| 申洲国际* | 22.2    | <b>17.9</b> | 15.7  | 45.6    | 45.6    | 56.3  | 64.5      | -0.1    | 23.5  | 14.6    | 1010.1 | 买入    |
| 华利集团* | 22.3    | <b>19.2</b> | 16.4  | 32.3    | 32.0    | 37.1  | 43.6      | -0.9    | 16.0  | 17.5    | 713.3  | 买入    |
| 开润股份  | 29.0    | <b>19.1</b> | 13.8  | 0.5     | 1.5     | 2.3   | 3.2       | 220.0   | 52.0  | 38.6    | 43.5   | 买入    |
| 兴业科技  | 14.5    | <b>11.1</b> | 9.2   | 1.5     | 2.2     | 2.9   | 3.5       | 48.8    | 30.4  | 20.9    | 32.5   | 买入    |
| 健盛集团* | 14.7    | <b>12.5</b> | 11.0  | 2.6     | 2.7     | 3.2   | 3.6       | 3.3     | 18.3  | 13.8    | 39.9   | 买入    |
| 名创优品* | 20.5    | <b>16.1</b> | 13.2  | 10.7    | 22.5    | 28.6  | 35.0      | 111.5   | 26.8  | 22.6    | 461.3  | 买入    |
| 波司登   | 14.2    | <b>12.2</b> | 10.6  | 20.6    | 27.2    | 31.6  | 36.5      | 31.7    | 16.5  | 15.3    | 386.9  | 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29日汇率：港币：人民币=0.91，收盘日截至2024年3月29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

### 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

### 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

### 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