

## 纺织服装

行业周报（20240324-20240330）

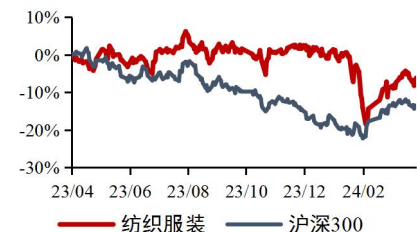
同步大市-A(维持)

运动服饰公司 2023 年报综述，名创优品 chiikawa 联名产品开售

2024 年 4 月 1 日

行业研究/行业周报

## 纺织服装行业近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

## 相关报告：

【山证纺织服装】耐克维持 FY2024 收入指引，名创优品即将上线 chiikawa 联名产品 - 【山证轻纺】行业周报 2024.3.24

【山证纺织服装】1-2 月社零同比增长 5.5%，体育娱乐品类增速领先-【山证纺服】2024 年 1-2 月社零数据点评 2024.3.18

## 分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

## 投资要点

## 本周观察：本土运动服饰公司 2023 年报综述

**营收端：**2023 年体育娱乐用品表现好于社零大盘，安踏体育与 361 度营收增速环比提升。2023 年，我国社零累计同比增长 7.2%，其中限上体育娱乐用品社零累计同比增长 11.2%，表现优于社零大盘。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现营收分别为 623.56、275.98、143.46、84.23 亿元，同比增长 16.2%、7.0%、10.9%、21.0%，其中安踏体育、361 度营收增速环比提升 7.5、3.7pct，李宁、特步国际营收增速环比下滑 7.4、18.2pct。从年均复合增速角度看，安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 2019-2023 期间营收的年均复合增速分别为 16.4%、18.8%、15.1%、10.6%。国际运动品牌方面，2023 年，阿迪达斯大中华区实现营收 31.90 亿欧元，同比增长 0.35%；2023 年（2022 年 12 月-2023 年 11 月），耐克大中华区实现营收 74.02 亿美元，同比增长 3.31%。

**流水端：**23Q4 安踏体育旗下迪桑特、可隆与 361 度品牌流水表现优异，2024 年至今预计各品牌流水稳健增长。从终端零售流水角度看，2023Q4，安踏、FILA、李宁、特步品牌零售流水在低基数基础上普遍实现快速增长。安踏体育旗下所有其它品牌（迪桑特、可隆）零售流水同比增长 55%-60%，361 度线下大装、线下儿童、电商渠道零售流水同比增长 20%+、40%、30%+，在无低基数情况下流水表现亮眼。进入 2024 年，预计李宁品牌零售流水同比持平、安踏、FILA 品牌零售流水增长接近双位数，361 度品牌零售流水增长中双位数。

**盈利端：**2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 62.6%、48.4%、42.2%、41.1%，同比变化为+2.4、持平、+1.2、+0.6pct。盈利能力普遍稳中有升，主要受益于品牌零售折扣改善。安踏品牌毛利率同比提升 1.3pct 至 54.9%，主要由于品牌 DTC 转型持续推进。

**费用端：**2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度销售费用率分别为 34.8%、32.9%、23.5%、22.1%，同比变化为-1.8、+4.6、+2.7、+1.5pct。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度广告及宣传支出占收入比重同比变化分别为-2.1、+0.2、+1.8、+1.3pct。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度管理费用率分别为 5.9%、4.6%、10.7%、7.5%，同比变化为-0.8、+0.2、-0.5、-0.3pct。李宁销售费用率提升 4.6pct，主因：1）直营渠道门店租金、销售人员工资奖金上升；2）为提升品牌价值，增加广告宣传及赞助支出；3）高层级市场店铺固定租金与装修道具摊销金额增长；4）部分亏损店铺计提资产减值。

**业绩端：**2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现归母净利润分别为 102.36、31.87、10.30、9.61 亿元，同比增长 34.9%、-21.6%、11.8%、28.7%，归母净利润率分别为 16.4%、11.5%、7.2%、11.4%，同比变化+2.3、-4.2、+0.1、+0.7pct。

**存货端：**2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度存货周转天数分别为 121、62、89、92 天，同比变化为-15、+5、-1、+2 天。截至 2023 年末，安踏品牌、FILA 品牌、361 度、特步库销比均小于 5 个月。李宁全渠道库销比为 3.6 个月，较 2022 年末的 4.2 个月明显改善。



**现金流端：**2023年，安踏体育、李宁、特步国际、361度经营活动现金流净额分别为196.3、46.9、12.5、4.1亿元，同比增长61.6%、19.8%、119.5%、7.2%。2023年，安踏体育、李宁、特步国际、361度经营活动现金流净额/归母净利润分别为1.9、1.5、1.2、0.4倍。361度经营活动现金流主要受到以下影响：1）收购多一度（泉州）电子商务有限公司49.99%股权；2）收购诸暨市三六一度童装有限公司14.93%股权。

➤ **行业动态：**

- 1) 瑞典快时尚集团H&M发布第一季度财报数据，在截至2月29日的三个月内，销售额同比下降2%至536.99亿瑞典克朗，利润同比增长7%至276.55亿瑞典克朗，库存下跌7%。按当地货币计算，该集团在今年3月1日至25日期间的销售额同比增长2%。新任CEO Daniel Ervér表示，公司的首要任务是在2024年达到10%的营业利润率，并继续提高销售额、削减成本并控制库存。对于第一季度业绩，Daniel Ervér表示，H&M继续朝正确方向发展，毛利率和营业利润均有所改善，库存下降，现金流强劲。在经历了去年的连续裁员后，H&M集团实施了有力的成本控制措施，按当地货币计算，H&M集团第一季度的销售和管理费用同比下降3%。为提高销售额，H&M将在2024年在全球翻新250家门店，并继续简化其组织以提高其效率。
- 2) 3月29日，红星美凯龙发布2023年年度报告。公司营业收入115.15亿元，同比下降18.55%；归属于上市公司股东的净亏损22.16亿元，同上年比减少496.78%，由盈转亏。公司2023年营业收入较上年同期减少18.6%，变动主要系受总体经济环境波动影响，商场出租率阶段性下滑，本公司为了支持商户持续经营，稳商留商优惠增加，且本公司其他业务板块项目数量减少所致。展望未来，2024年，公司将继续围绕“轻资产、重运营，降杠杆”稳步推进主营及扩展性业务，夯实红星美凯龙的行业龙头地位。聚焦做好家具、建材、电器三大主营产品类，积极育商、招商、稳商、留商，拓展新业态、引进新品类，应对房地产市场从过去高速增长向存量时代转型的变化。
- 3) 最近，主打露营装备的日本户外生活方式品牌Snow Peak（雪诺必克）宣布成立食品销售业务Camper's Shokutaku（直译：露营者的餐桌）。Camper's Shokutaku产品的研发、生产和销售将由Snow Peak的子公司Snow Peak Local Foods负责。首批包括速冻披萨、维也纳香肠、培根等肉制品在内的10款产品，3月29日起在名古屋的Snow Peak LAND BASE NAGOYA率先发售，此后将在品牌直营门店出售。未来也会将产品品类拓展至咖喱、意面酱汁等。

➤ **行情回顾（2024.03.25-2024.03.29）**

**本周纺织服装板块跑赢大盘、家居用品板块跑赢大盘：**本周，SW纺织服装板块上涨0.96%，SW轻工制造板块下跌0.91%，沪深300下跌0.21%，纺织服装板块跑赢大盘1.17pct，轻工制造板块落后大盘0.7pct。各子板块中，SW纺织制造上涨0.54%，SW服装家纺上涨0.16%，SW饰品上涨3.42%，SW家居用品上涨0.57%，SW包装印刷下跌2.85%。截至3月29日，SW纺织制造的PE（TTM剔除负值，下同）为19.04倍，为近三年的56.29%分位；SW服装家纺的PE为17.22倍，为近三年的45.03%分位；SW饰品的PE为20.40倍，为近三年的75.5%分位；SW家居用品的PE为18.95倍，为近三年的7.28%分位。

➤ **投资建议：**

**纺织服装：**纺织制造板块，1）本周，申洲国际公布2023年报，2023年，公司实现收入249.70亿元，同比下降10.1%，实现归母净利润45.57亿元，同比下降0.1%。目前公司国内与海外产能利用率均达到100%，毛利率预计延续稳步提升节奏。2）中长期，品牌供应链全球化布局要求、海外生产成本具备优势背景下，纺织制造企业产能全球化布局仍为关键；终端需求不确定性提升背景下，快速响应能力及生产效率要求提升，作为品牌战

略合作伙伴的头部纺织制造企业有望获得更高订单份额。继续推荐申洲国际、华利集团、伟星股份，建议关注浙江自然。品牌服饰板块，1) 我国品牌服饰行业发展成熟，行业内公司股息率较高，建议关注高股息率公司配置价值，具体标的包括森马服饰、报喜鸟、海澜之家、富安娜、百隆东方、水星家纺、罗莱生活。2) 消费者疫后理性消费观念强化，对产品质价比重视程度提升，推荐兼具性价比与兴趣消费属性的品牌公司名创优品，根据中新经纬，3月29日，名创优品 X Chiikawa 主题快闪全国首站登陆上海静安大悦城，本次名创优品联名“新晋顶流萌物”Chiikawa 为中国首发，涵盖毛绒公仔、生活用品、包饰等多款联名产品。快闪首日即吸引大量消费者，活动现场火爆异常，单店10小时销售额达268万，再创历史新高。3) 本周，安踏体育公布2023年报，业绩超出市场预期，公司展望2024全年安踏品牌、FILA品牌流水均为10%-15%增长、迪桑特品牌流水不低于20%增长、可隆品牌流水不低于30%增长。继续推荐港股运动服饰公司361度、波司登、安踏体育、李宁。

黄金珠宝：3月29日，上海金交所黄金现货:收盘价:Au9999为527.54元/克，环比增长3.2%，带动黄金珠宝板块上涨。黄金首饰产品保值增值属性持续得到强化，有望促进终端需求持续释放。头部企业凭借渠道拓展能力、产品差异化设计能力、品牌势能积累，有望继续实现份额提升。继续推荐周大生、潮宏基。

家居用品：2024年至今（截至3月30日），30大中城市商品房成交188383套、成交面积2054.07万平方米，同比下降42.1%、43.6%。2024年1-2月，我国住宅新开工面积6796万平方米，同比下降30.6%，住宅销售面积9559万平方米，同比下降24.8%，住宅竣工面积7694万平方米，同比下降20.2%。关注行业弱市、存量房需求提升背景下龙头家居企业份额提升。建议关注欧派家居、索菲亚、志邦家居、喜临门、好太太。

➤ **风险提示：**

国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

## 目录

1.本周观察：本土运动服饰公司 2023 年报综述.....	7
1.1 营收：安踏体育与 361 度营收增长靓丽，国际运动品牌龙头恢复收入增长.....	7
1.2 毛利率：终端零售折扣改善推动销售毛利率提升.....	9
1.3 费用支出：李宁直营渠道拓展致销售费用率大幅提升.....	10
1.4 业绩：李宁业绩增速不及营收，安踏体育归母净利润突破百亿.....	11
1.5 存货：运动服饰公司库销比均回到 5 倍以下.....	12
1.6 现金流：361 度收购电商与童装业务股权影响经营活动现金流净额.....	13
2.本周行情回顾.....	14
2.1 板块行情.....	14
2.2 板块估值.....	15
2.3 公司行情.....	15
3.行业数据跟踪.....	16
3.1 原材料价格.....	16
3.2 出口数据.....	18
3.3 社零数据.....	19
3.4 房地产数据.....	20
4.行业新闻.....	22
4.1 H&M 第一季度销售额下降 2%.....	22
4.2 红星美凯龙 2023 年营收 115.15 亿元！关闭 23 家商场！.....	23
4.3 日本露营装备品牌 Snow Peak 最新动态：进军食品领域、中国总部更名升级.....	24
5.风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：本土运动服饰公司营收规模（亿元）.....	7
图 2：本土运动服饰公司营收规模同比增速.....	7
图 3：本土运动服饰公司毛利率.....	10
图 4：安踏体育分品牌毛利率.....	10



图 5: 本土运动服饰公司销售费用率情况.....	10
图 6: 本土运动服饰公司管理费用率情况.....	10
图 7: 本土运动服饰公司研发费用率情况.....	11
图 8: 本土运动服饰公司广告及宣传开支比率情况.....	11
图 9: 本土运动服饰公司归母净利润(亿元) .....	11
图 10: 本土运动服饰公司归母净利润率.....	11
图 11: 本土运动公司存货周转天数.....	12
图 12: 李宁全渠道存货及库销比.....	12
图 13: 李宁全渠道存货库龄结构.....	12
图 14: 李宁公司存货库龄结构.....	12
图 15: 本土运动服饰公司经营活动现金流净额(亿元) .....	13
图 16: 本土运动服饰公司经营活动现金流净额/归母净利润.....	13
图 17: 本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	14
图 18: 本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅.....	14
图 19: 本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅.....	14
图 20: 本周 SW 纺织服装各子板块估值.....	15
图 21: 本周 SW 轻工制各子板块估值.....	15
图 22: 棉花价格(元/吨) .....	17
图 23: 中纤板、刨花板价格走势.....	17
图 24: 皮革价格走势.....	17
图 25: 美元兑人民币汇率走势.....	17
图 26: 海绵原材料价格走势(单位: 元/吨) .....	18
图 27: 金价走势(单位: 元/克) .....	18
图 28: 纺织纱线、织物及制品累计值(亿美元)及累计同比.....	18
图 29: 服装及衣着附件累计值(亿美元)及累计同比.....	18
图 30: 家具及其零件当月值(亿美元)及当月同比.....	19



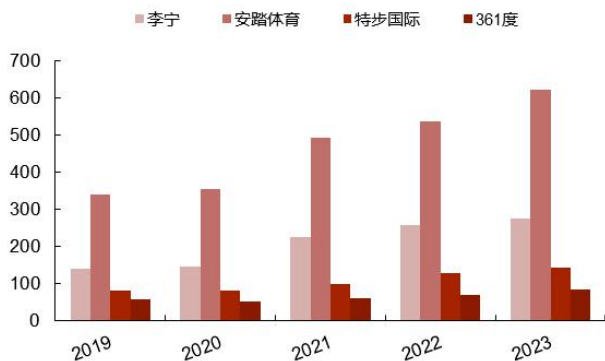
图 31: 家具及其零件累计值 (亿美元) 及累计同比.....	19
图 32: 社零及限额以上当月.....	19
图 33: 国内实物商品线上线下增速估计.....	19
图 34: 偏向可选消费品的典型限额以上品类增速.....	20
图 35: 地产相关典型限额以上品类增速.....	20
图 36: 30 大中城市商品房成交套数.....	20
图 37: 30 大中城市商品房成交面积 (单位: 万平方米) .....	20
图 38: 商品房销售面积累计值 (万平方米) 及累计同比.....	21
图 39: 商品房销售面积当月值 (万平方米) 及当月同比.....	21
图 40: 商品房新开工面积累计值 (万平方米) 及累计同比.....	21
图 41: 商品房新开工面积当月值 (万平方米) 及当月同比.....	21
图 42: 商品房竣工面积累计值 (万平方米) 及累计同比.....	22
图 43: 商品房竣工面积当月值 (万平方米) 及当月同比.....	22
表 1: 本土运动服饰公司零售终端流水表现.....	8
表 2: 本土运动服饰公司门店数量 (单位: 家) .....	9
表 3: 本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司.....	15
表 4: 本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司.....	16
表 5: 本周家居用品板块涨幅前 5 的公司.....	16
表 6: 本周家居用品板块跌幅前 5 的公司.....	16

## 1. 本周观察：本土运动服饰公司 2023 年报综述

### 1.1 营收：安踏体育与 361 度营收增长靓丽，国际运动品牌龙头恢复收入增长

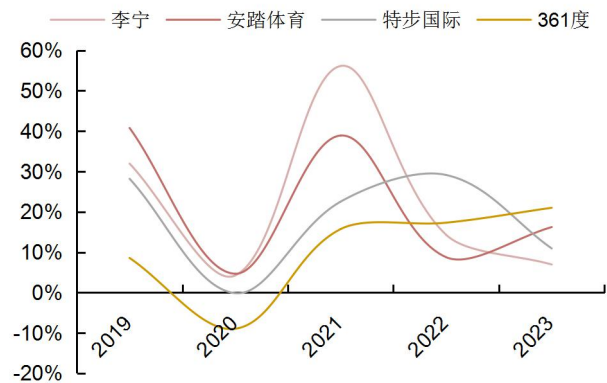
2023 年体育娱乐用品表现好于社零大盘，安踏体育与 361 度营收增速环比提升。2023 年，我国社零累计同比增长 7.2%，其中限上体育娱乐用品社零累计同比增长 11.2%，表现优于社零大盘。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现营收分别为 623.56、275.98、143.46、84.23 亿元，同比增长 16.2%、7.0%、10.9%、21.0%，其中安踏体育、361 度营收增速环比提升 7.5、3.7pct，李宁、特步国际营收增速环比下滑 7.4、18.2pct。从年均复合增速角度看，安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 2019-2023 期间营收的年均复合增速分别为 16.4%、18.8%、15.1%、10.6%。国际运动品牌方面，2023 年，阿迪达斯大中华区实现营收 31.90 亿欧元，同比增长 0.35%；2023 年（2022 年 12 月-2023 年 11 月），耐克大中华区实现营收 74.02 亿美元，同比增长 3.31%。

图 1：本土运动服饰公司营收规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：本土运动服饰公司营收规模同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

23Q4 安踏体育旗下迪桑特、可隆与 361 度品牌流水表现优异，2024 年至今预计各品牌流水稳健增长。从终端零售流水角度看，2023Q4，安踏、FILA、李宁、特步品牌零售流水在低基数基础上普遍实现快速增长。安踏体育旗下所有其它品牌（迪桑特、可隆）零售流水同比增长 55%-60%，361 度线下大装、线下儿童、电商渠道零售流水同比增长 20%+、40%、30%+，在无低基数情况下流水表现亮眼。进入 2024 年，预计李宁品牌零售流水同比持平、安踏、FILA 品牌零售流水增长接近双位数，361 度品牌零售流水增长中双位数。

表 1：本土运动服饰公司零售终端流水表现

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
安踏体育								
安踏	10%-20% 高 段正增	中单负 增	中单正增	高单负增	中单正增	高单正增	高单正增	10%-20% 高 段正增
FILA	中单正增	高单负 增	10%-20% 低 段正增	10%-20% 低 段负增	高单正增	10%-20% 高 段正增	10%-20% 低 段正增	25%-30% 正 增
所有其他品 牌	40%-45% 正 增	20%- 25% 正 增	40%-45% 正 增	10%-20% 低 段正增	75%-80% 正 增	70%-75% 正 增	40%-45% 正 增	55%-60% 正 增
李宁								
直营零售	30%-40% 中 段正增	高单负 增	20%-30% 低 段正增	10%-20% 中 段负增	10%-20% 中 段正增	20%-30% 高 段正增	20%-30% 低 段正增	50%-60% 低 段正增
批发经销商	20%-30% 低 段正增	高单负 增	10%-20% 低 段正增	20%-30% 低 段负增	中单正增	10%-20% 中 段增长	低单正增	10%-20% 高 段正增
电子商务	30%-40% 中 段正增	中单正 增	20%-30% 中 段正增	中单正增	10%-20% 低 段负增	10%-20% 低 段增长	低单负增	中单正增
特步国际								
特步主品牌	30%-35% 正 增	中双正 增	20%-25% 正 增	高单负增	20%正增	高双正增	高双正增	30%+正增
361 度								
主品牌	高双正增	低双正 增	中双正增	大致持平	低双正增	低双正增	15%正增	20%+正增
童装品牌	20%-25% 正 增	20%- 25% 正 增	20%-25% 正 增	低单正增	20%-25% 正 增	20%-25% 正 增	25%-30% 正 增	40%正增
电子商务	50%正增	40% 正 增	45%正增	25%正增	35%正增	30%正增	30%正增	30%+正增

资料来源：安踏体育、特步国际、361 度季度运营情况公告，李宁 2022-2023 年报，山西证券研究所

2023 年线上渠道营收增速普遍慢于线下，特步与 361 度童装业务开店增速超过双位数。疫情后，线下客流恢复常态，线上渠道稳健增长，2023 年各运动服饰公司线下渠道表现优于线上渠道。线上渠道方面，2023 年，安踏体育电商渠道收入同比增长 11.0%，占集团收入比重为 32.8%；李宁电商渠道实现收入 75.31 亿元，同比增长 0.9%，占集团收入比重为 27%；361 度电商渠道实现收入 23.26 亿元，同比增长 38.0%，占集团收入比重为 27.6%。线下渠道方面，安踏体育与李宁开店贡献有限，特步国际与 361 度整体开店增速为中单位数。

**李宁：开设直营门店战略布局高层级市场。**截至 2023 年末，公司直营门店 1498 家，同比增加 68 家，加盟门店 4742 家，同比减少 123 家。2023 年公司店铺总面积增长中单位数，平均单店面积达到 245 平方米，平均面积为 410 平方米的大店超过 1660 家，高层级市场流水贡献稳中有升。

**安踏体育：主品牌直营占比接近 90%，FILA 品牌单店效益提升显著。**截至 2023 年末，安踏成人、安



踏儿童门店分别为 7053、2778 家，同比增加 129、99 家。截至 2023 年末，公司在全国 24 个地区对安踏品牌采用混合经营模式，安踏成人门店，5400 家门店采取混合运营模式，其中 44%由公司直营，56%由加盟商按照公司运营标准经营。安踏儿童门店，2300 家门店采取混合运营模式，其中 64%由公司直营，36%由加盟商按照公司运营标准经营。安踏品牌 DTC、电商、批发渠道收入占比为 56.1%、32.8%、11.1%。公司预计 2024 年末，安踏成人、安踏儿童门店分别为 7100-7200 家、2800-2900 家。FILA 品牌，2023 年，实现营收 251.03 亿元，同比增长 16.6%，而期末门店数量为 1972 家，同比减少 12 家，通过单店效益提升，实现营收增长。公司预计 2024 年末，FILA 品牌门店为 2100-2200 家。

**特步国际：特步儿童外延拓店增速超过双位数。**截至 2023 年末，中国内地及海外的特步成人品牌店共 6571 家，同比增加 258 家。中国内地特步儿童门店 1703 家，同比增加 183 家，同比增速为 12.0%。

**361 度：门店净开数量超预期，单店面积持续扩大。**截至 2023 年末，中国内地门店共 5734 家，同比增加 254 家，平均单店面积同比提升 9 平米至 138 平米。361 度儿童门店数量 2545 家，同比增加 257 家，同比增速为 11.2%，平均单店面积同比提升 11 平米至 103 平米。

表 2：本土运动服饰公司门店数量（单位：家）

门店数量	2022H1	2022	2023H1	2023	较年初变化	同比增速
安踏成人	6660	6924	6941	7053	129	1.86%
安踏儿童	2563	2679	2692	2778	99	3.70%
FILA	2021	1984	1942	1972	-12	-0.60%
迪桑特	182	191	183	187	-4	-2.09%
可隆	153	161	160	164	3	1.86%
安踏体育总计	11579	11939	11918	12154	215	1.80%
直营	1265	1430	1423	1498	68	4.76%
批发	4672	4865	4744	4742	-123	-2.53%
李宁 YOUNG	1175	1308	1281	1428	120	9.17%
李宁总计	7112	7603	7448	7668	65	0.85%
特步成人	6251	6313	6443	6571	258	4.09%
特步儿童	1480	1520	1588	1703	183	12.04%
特步总计	7731	7833	8031	8274	441	5.63%
361 度成人	5365	5480	5642	5734	254	4.64%
361 度儿童	2097	2288	2448	2545	257	11.23%
361 度总计	7462	7768	8090	8279	511	6.58%

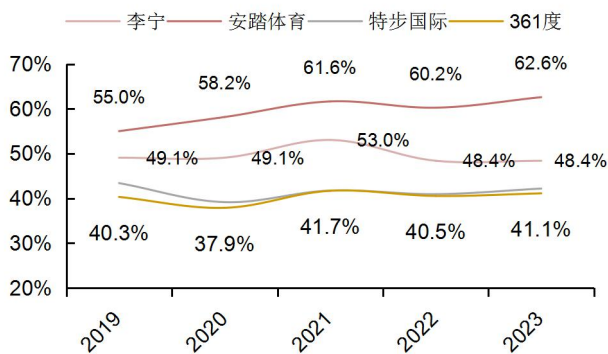
资料来源：安踏体育/李宁/特步国际/361 度 2022-2023 年报、2022-2023 中报，山西证券研究所

## 1.2 毛利率：终端零售折扣改善推动销售毛利率提升

2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 62.6%、48.4%、42.2%、41.1%，同比变

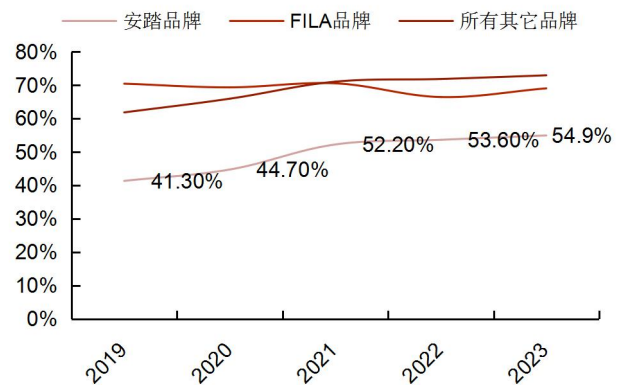
化为+2.4、持平、+1.2、+0.6pct。盈利能力普遍稳中有升，主要受益于品牌零售折扣改善。安踏品牌毛利率同比提升 1.3pct 至 54.9%，主要由于品牌 DTC 转型持续推进。

图 3：本土运动服饰公司毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：安踏体育分品牌毛利率



资料来源：安踏体育 2019-2023 年报，山西证券研究所

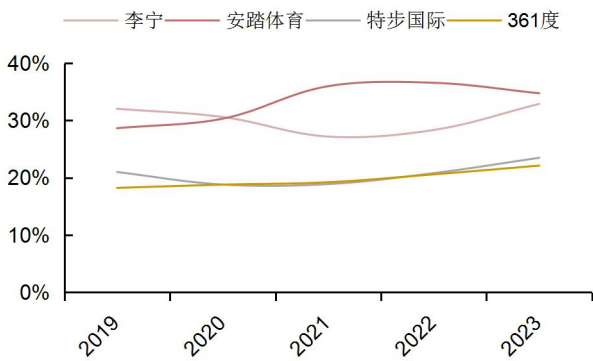
### 1.3 费用支出：李宁直营渠道拓展致销售费用率大幅提升

2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度销售费用率分别为 34.8%、32.9%、23.5%、22.1%，同比变化为-1.8、+4.6、+2.7、+1.5pct。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度广告及宣传支出占收入比重同比变化分别为-2.1、+0.2、+1.8、+1.3pct。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度管理费用率分别为 5.9%、4.6%、10.7%、7.5%，同比变化为-0.8、+0.2、-0.5、-0.3pct。李宁销售费用率提升 4.6pct，主因：1) 直营渠道门店租金、销售人员工资奖金上升；2) 为提升品牌价值，增加广告宣传及赞助支出；3) 高层级市场店铺固定租金与装修道具摊销金额增长；4) 部分亏损店铺计提资产减值。

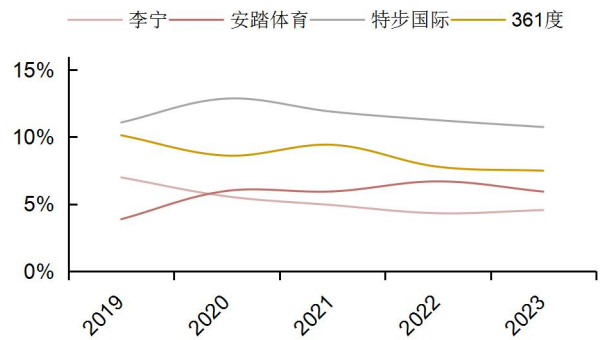
在研发方面，2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度研发投入分别为 12.9、5.4、3.0、2.7 亿元，占收入比重分别为 2.6%、2.2%、2.8%、3.7%，同比变化+0.2、+0.1、+0.5、-0.1pct。

图 5：本土运动服饰公司销售费用率情况

图 6：本土运动服饰公司管理费用率情况



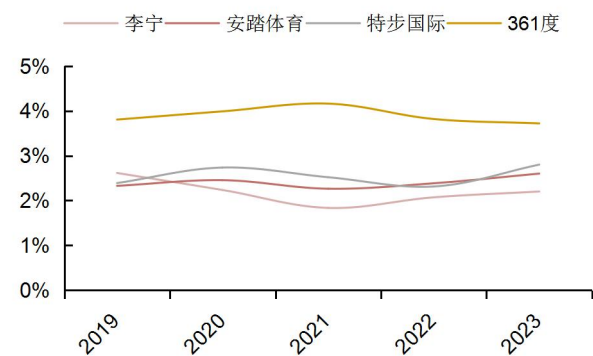
资料来源: Wind, 山西证券研究所



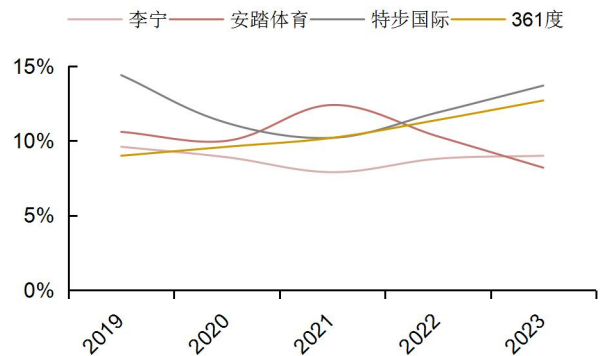
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 7: 本土运动服饰公司研发费用率情况

图 8: 本土运动服饰公司广告及宣传开支比率情况



资料来源: Wind, 山西证券研究所



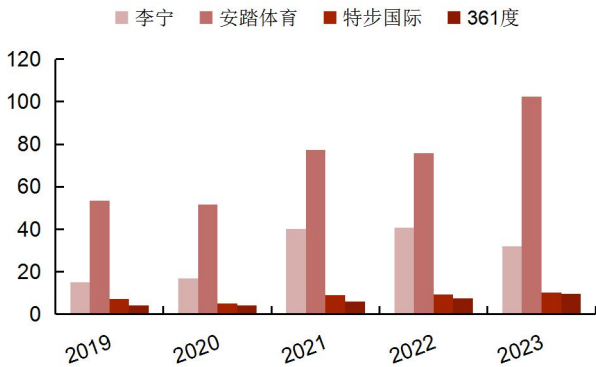
资料来源: Wind, 山西证券研究所

## 1.4 业绩: 李宁业绩增速不及营收, 安踏体育归母净利润突破百亿

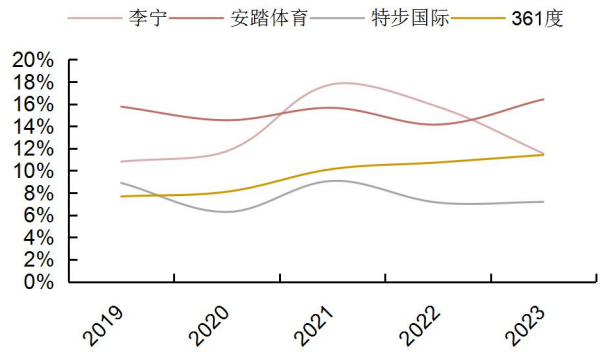
2023年, 安踏体育、李宁、特步国际、361度实现归母净利润分别为102.36、31.87、10.30、9.61亿元, 同比增长34.9%、-21.6%、11.8%、28.7%, 归母净利润率分别为16.4%、11.5%、7.2%、11.4%, 同比变化+2.3、-4.2、+0.1、+0.7pct。

图 9: 本土运动服饰公司归母净利润 (亿元)

图 10: 本土运动服饰公司归母净利润率



资料来源: Wind, 山西证券研究所



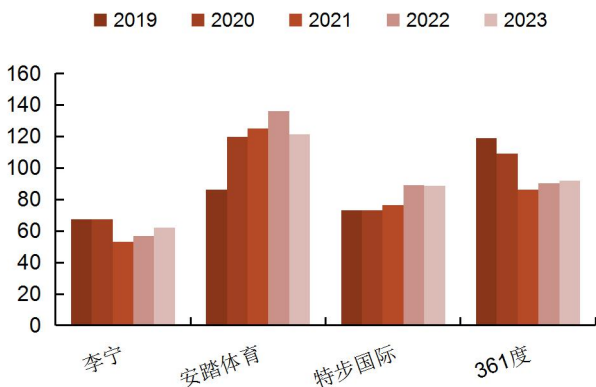
资料来源: Wind, 山西证券研究所

## 1.5 存货: 运动服饰公司库销比均回到 5 倍以下

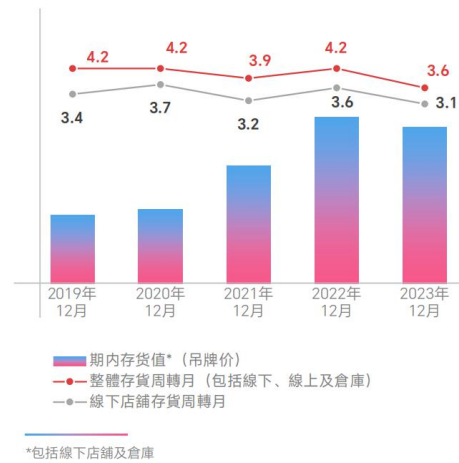
2023 年, 安踏体育、李宁、特步国际、361 度存货周转天数分别为 121、62、89、92 天, 同比变化为-15、+5、-1、+2 天。截至 2023 年末, 安踏品牌、FILA 品牌、361 度、特步库销比均小于 5 个月。李宁全渠道库销比为 3.6 个月, 较 2022 年末的 4.2 个月明显改善。

图 11: 本土运动公司存货周转天数

图 12: 李宁全渠道存货及库销比



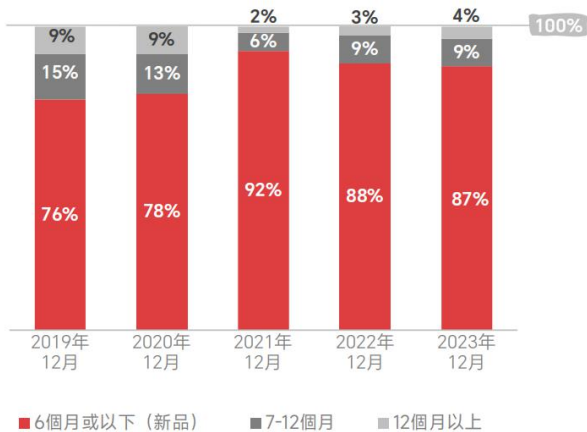
资料来源: Wind, 山西证券研究所



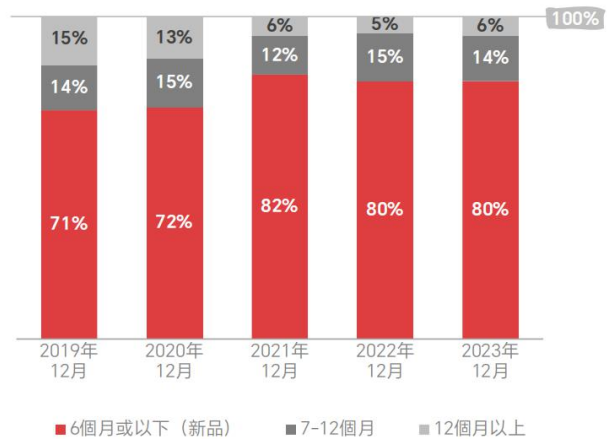
资料来源: 李宁 2023 年业绩 PPT, 山西证券研究所

图 13: 李宁全渠道存货库龄结构

图 14: 李宁公司存货库龄结构



资料来源：李宁 2023 年业绩 PPT，山西证券研究所

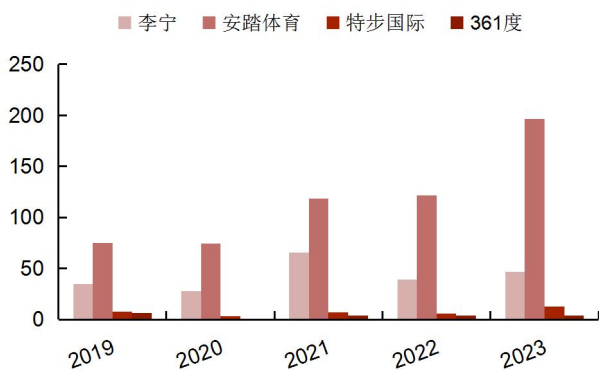


资料来源：李宁 2023 年业绩 PPT，山西证券研究所

## 1.6 现金流：361 度收购电商与童装业务股权影响经营活动现金流净额

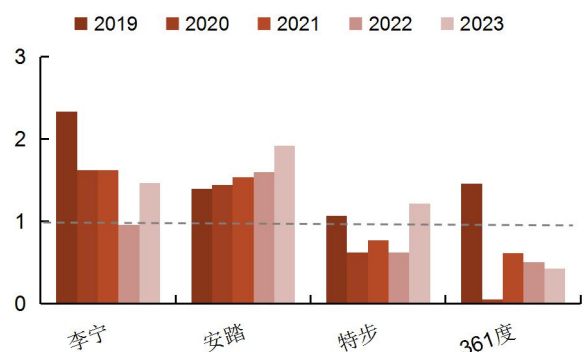
2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度经营活动现金流净额分别为 196.3、46.9、12.5、4.1 亿元，同比增长 61.6%、19.8%、119.5%、7.2%。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度经营活动现金流净额/归母净利润分别为 1.9、1.5、1.2、0.4 倍。361 度经营活动现金流主要受到以下影响：1) 收购多一度（泉州）电子商务有限公司 49.99% 股权；2) 收购诸暨市三六一度童装有限公司 14.93% 股权。

图 15：本土运动服饰公司经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：本土运动服饰公司经营活动现金流净额/归母净利润



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.本周行情回顾

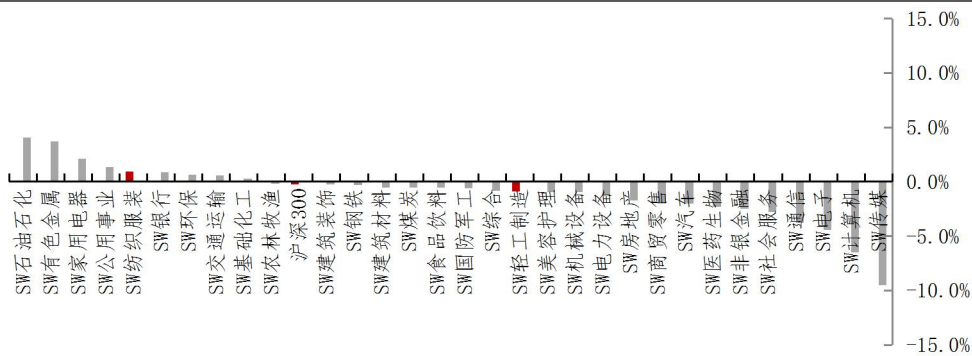
### 2.1 板块行情

本周，SW 纺织服饰板块上涨 0.96%，SW 轻工制造板块下跌 0.91%，沪深 300 下跌 0.21%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 1.17pct，轻工制造板块落后大盘 0.7pct。

SW 纺织服饰各子板块中，SW 纺织制造上涨 0.54%，SW 服装家纺上涨 0.16%，SW 饰品上涨 3.42%。

SW 轻工制造各子板块中，SW 造纸下跌 0.55%，SW 文娱用品下跌 1.95%，SW 家居用品上涨 0.57%，SW 包装印刷下跌 2.85%。

图 17：本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅

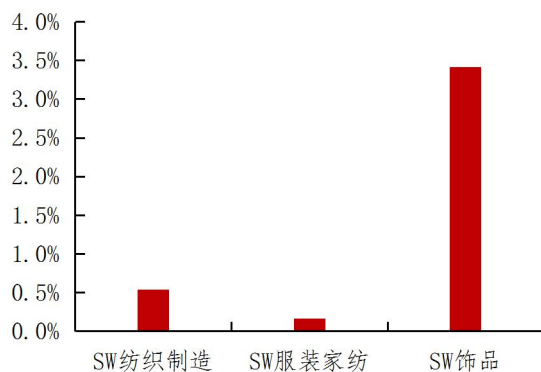
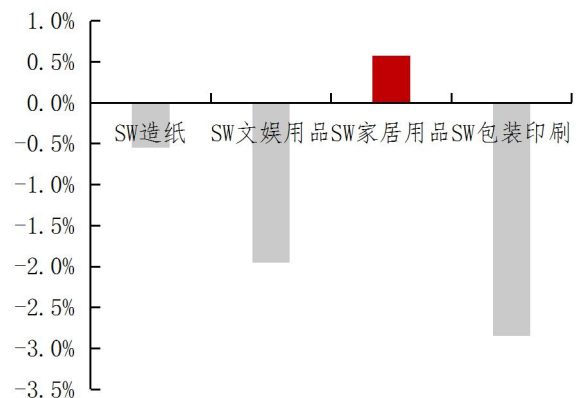


图 19：本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

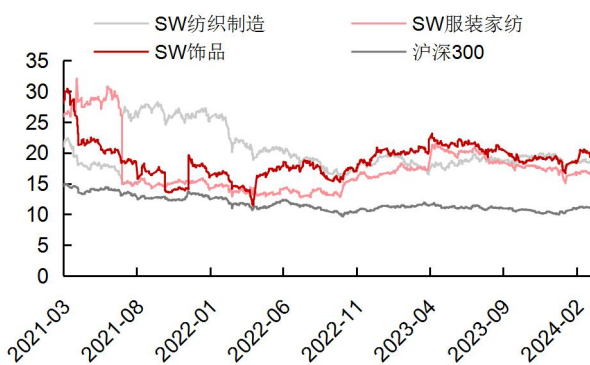
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2 板块估值

截至3月29日，SW纺织制造的PE（TTM剔除负值，下同）为19.04倍，为近三年的56.29%分位；SW服装家纺的PE为17.22倍，为近三年的45.03%分位；SW饰品的PE为20.40倍，为近三年的75.5%分位。

截至3月29日，SW家居用品的PE为18.95倍，为近三年的7.28%分位。

图 20：本周 SW 纺织服装各子板块估值



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：本周 SW 轻工制各子板块估值



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.3 公司行情

SW 纺织服饰板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：华生科技（+61.06%）、开润股份（+35%）、老凤祥（+15.65%）、盛泰集团（+11.04%）、莱绅通灵（+7.84%）；本周跌幅前 5 的公司分别为：安奈儿（-16.74%）、\*ST 新纺（-14.41%）、浙文影业（-11.6%）、龙头股份（-10.7%）、酷特智能（-9.62%）。

表 3：本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
605180.SH	华生科技	61.06	20.60
300577.SZ	开润股份	35.00	18.13
600612.SH	老凤祥	15.65	85.52
605138.SH	盛泰集团	11.04	7.04
603900.SH	莱绅通灵	7.84	5.09

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002875.SZ	安奈儿	-16.74	13.83
002087.SZ	*ST 新纺	-14.41	1.01
601599.SH	浙文影业	-11.60	3.81
600630.SH	龙头股份	-10.70	9.68
300840.SZ	酷特智能	-9.62	15.22

资料来源：Wind，山西证券研究所

SW 家居用品板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：本周涨幅前 5 的公司分别为：爱丽家居 (+31.8%)、亚振家居 (+31.74%)、瑞尔特 (+11.48%)、嘉益股份 (+10.39%)、华瓷股份 (+8.62%)；本周跌幅前 5 的公司分别为：山东华鹏 (-9.07%)、天振股份 (-7.78%)、蒙娜丽莎 (-5.69%)、菲林格尔 (-5.37%)、力诺特玻 (-4.85%)。

表 5：本周家居用品板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603221.SH	爱丽家居	31.80	12.89
603389.SH	亚振家居	31.74	7.43
002790.SZ	瑞尔特	11.48	11.85
301004.SZ	嘉益股份	10.39	70.10
001216.SZ	华瓷股份	8.62	15.24

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 6：本周家居用品板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603021.SH	山东华鹏	-9.07	4.21
301356.SZ	天振股份	-7.78	18.26
002918.SZ	蒙娜丽莎	-5.69	10.94
603226.SH	菲林格尔	-5.37	4.76
301188.SZ	力诺特玻	-4.85	16.88

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 3. 行业数据跟踪

### 3.1 原材料价格

- 纺织服饰原材料：

1) 棉花：截至 3 月 29 日，中国棉花 328 价格指数为 16895 元/吨，环比下降 1.4%，截至 3 月 28 日，CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 16681 元/吨，环比下降 1.4%。



2) 金价: 截至 3 月 29 日, 上海金交所黄金现货:收盘价:Au9999 为 527.54 元/克, 环比增长 3.2%。

● 家居用品原材料:

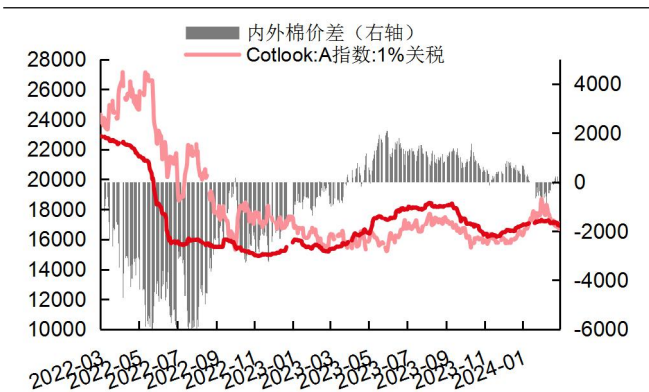
1) 板材: 截至 2023 年 12 月 1 日, 中国木材指数 CTI:刨花板、中国木材指数 CTI:中纤板为 1172.41、1938.17。

2) 皮革: 截至 2023 年 12 月 29 日, 海宁皮革:价格指数:总类为 72.62。

3) 海绵: 截至 3 月 29 日, 华东地区 TDI 主流价格为 15900 元/吨, 华东地区纯 MDI 主流价格为 19400 元/吨, 环比下降 3.0%、2.0%。

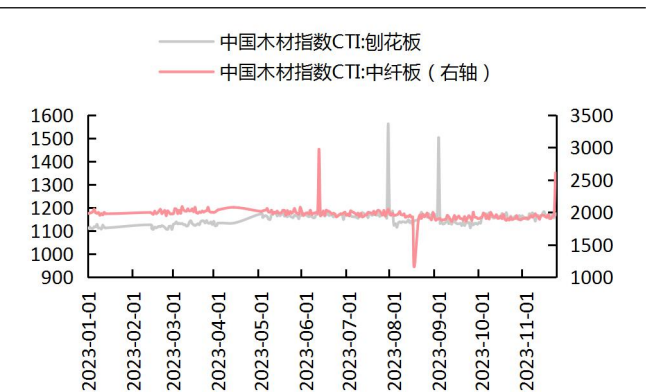
● 汇率: 截至 3 月 29 日, 美元兑人民币(中间价)为 7.0950, 环比下跌 0.1%。

图 22: 棉花价格(元/吨)



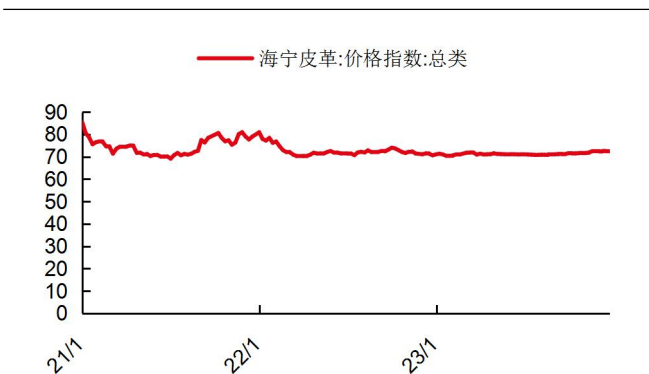
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 23: 中纤板、刨花板价格走势



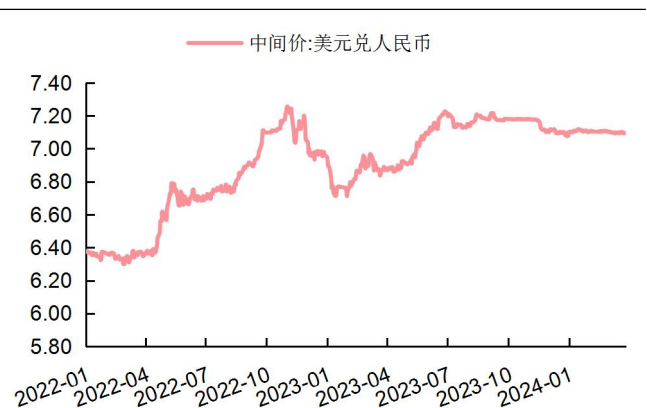
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 24: 皮革价格走势



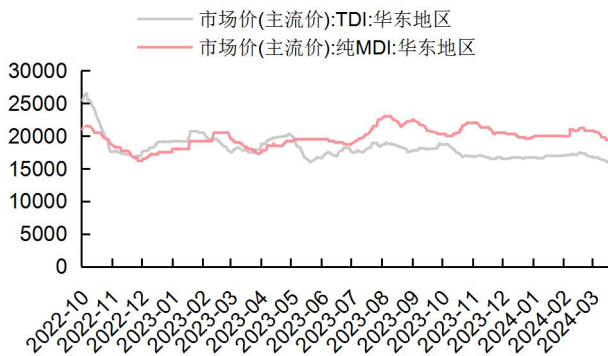
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 25: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 26：海绵原材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：金价走势（单位：元/克）



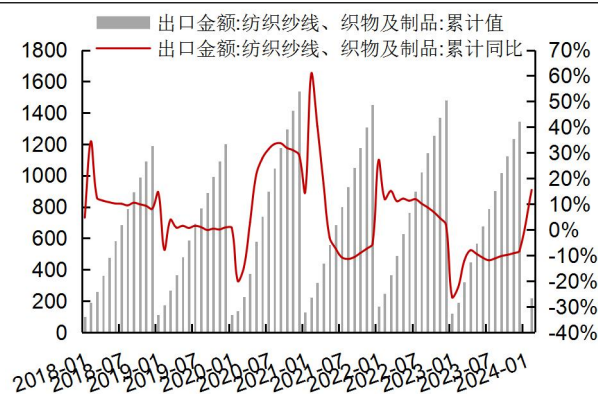
资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.2 出口数据

纺织品服装：2024 年 1-2 月，纺织品服装出口 450.95 亿美元，同比增长 14.3%。其中，2024 年 1-2 月纺织品出口 217.11 亿美元，同比增长 15.5%，服装出口 233.85 亿美元，同比增长 13.1%。尽管增长较快，但 1-2 月出口额仍未达到 2022 年同期的水平，尚属于恢复性增长。当前我纺织服装对外贸易仍面临诸多不确定性因素，外贸形势依然严峻复杂，下一阶段出口表现仍有待观察。

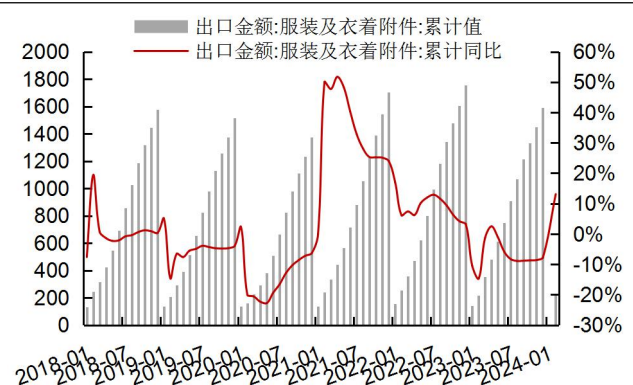
家具及其零件：2024 年 1-2 月，家具及其零件出口 119.16 亿美元，同比增长 28.7%。

图 28：纺织纱线、织物及制品累计值（亿美元）及累计同比



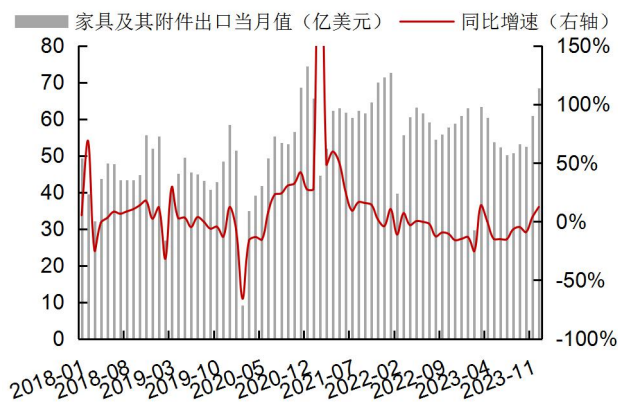
资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 29：服装及衣着附件累计值（亿美元）及累计同比



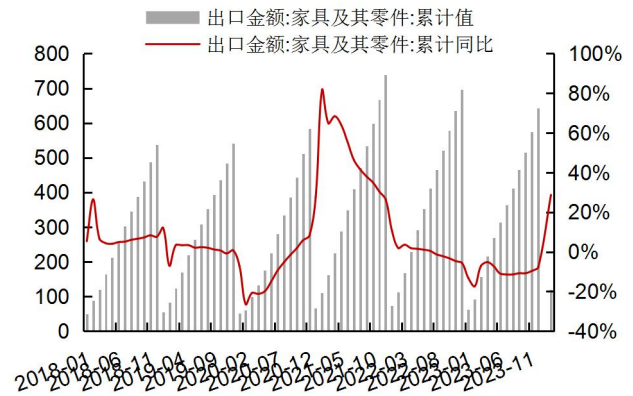
资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 30：家具及其零件当月值（亿美元）及当月同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 31：家具及其零件累计值（亿美元）及累计同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

### 3.3 社零数据

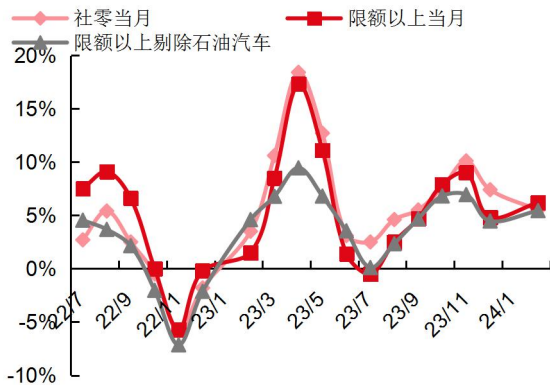
2024 年 1-2 月，国内实现社零总额 8.13 万亿元，同比增长 5.5%，表现略优于市场一致预期（根据 Wind，2024 年 1-2 月社零当月同比增速预测平均值为+5.41%）。

线上渠道，2024 年 1-2 月，实物商品网上零售额为 18206 亿元，同比增长 14.4%，实物商品网上零售额占商品零售比重为 25.3%。2024 年 1-2 月，实物商品网上零售额中吃类、穿类和用类商品同比分别增长 26.1%、17.8%、10.8%。根据商务大数据对重点电商平台监测，“2024 全国网上年货节”期间，全国网络零售额达 11860.2 亿元，较去年年货节日均增长 9%。线下渠道，2024 年 1-2 月，实物商品线下零售额（商品零售额-实物商品网上零售额）约为 5.36 万亿元，同比增长 4.8%。按零售业态分，2024 年 1-2 月，限额以上专业店、便利店、品牌专卖店、超市、百货店零售额同比分别增长 7.8%、5.8%、4.2%、0.9%、-3.0%。

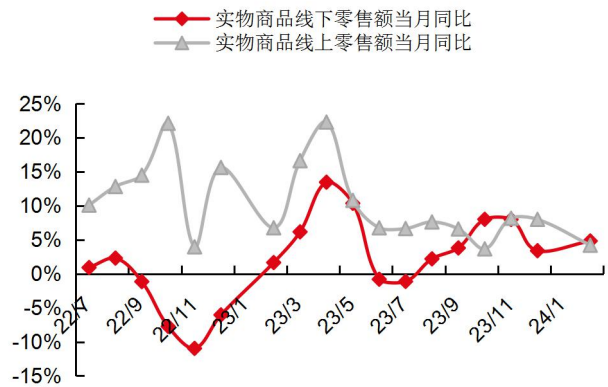
2024 年 1-2 月，限上化妆品同比增长 4.0%，限上金银珠宝同比增长 5.0%，限上纺织服装同比增长 1.9%，限上体育/娱乐用品同比增长 11.3%，地产相关消费品家具类社零同比增长 4.6%。

图 32：社零及限额以上当月

图 33：国内实物商品线上线下增速估计



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

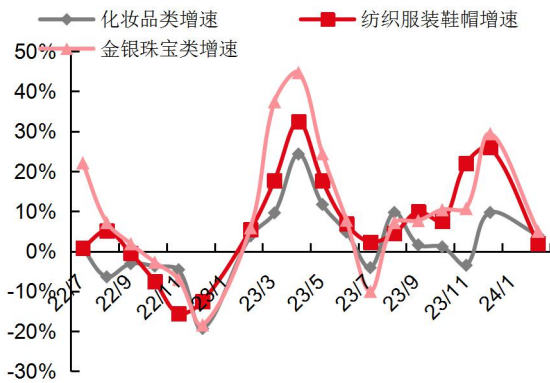


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

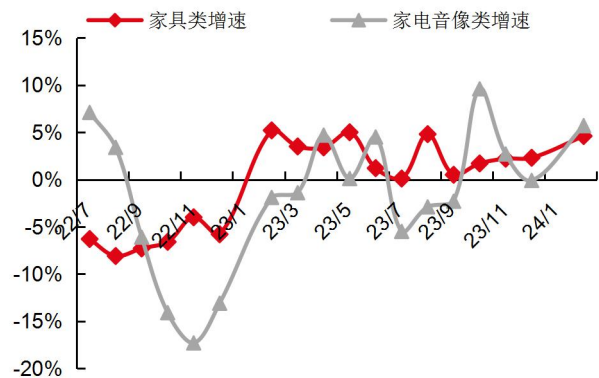
注：实物商品线下零售额=商品零售额-实物商品网上零售额。

图 34：偏向可选消费品的典型限额以上品类增速

图 35：地产相关典型限额以上品类增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

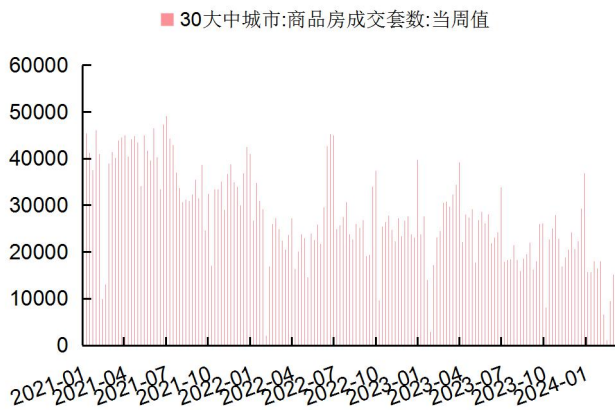
### 3.4 房地产数据

本周(2024年3月24日-2024年3月30日)，30大中城市商品房成交26479套、成交面积310.88万平方米，较上周环比分别增长39.50%、50.14%。2024年至今（截至3月30日），30大中城市商品房成交188383套、成交面积2054.07万平方米，同比下降42.1%、43.6%。

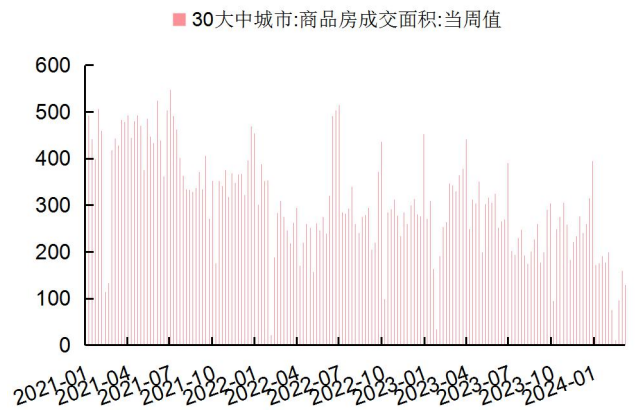
2024年1-2月，我国住宅新开工面积6796万平方米，同比下降30.6%，住宅销售面积9559万平方米，同比下降24.8%，住宅竣工面积7694万平方米，同比下降20.2%。

图 36：30大中城市商品房成交套数

图 37：30大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）

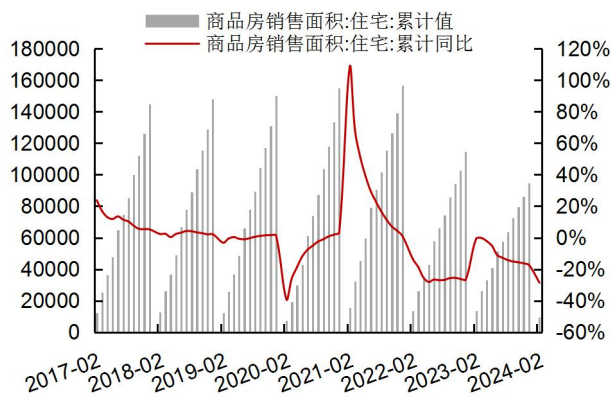


资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所



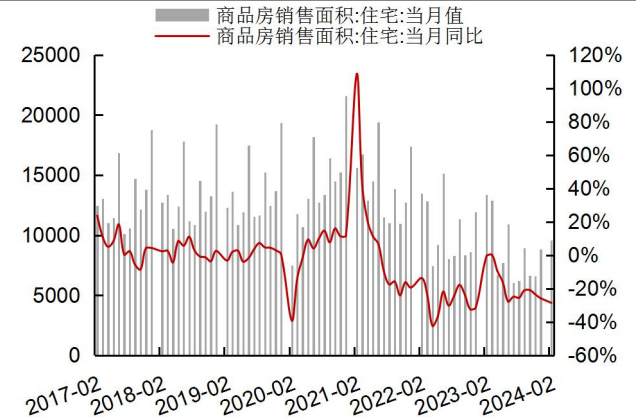
资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图 38: 商品房销售面积累计值 (万平方米) 及累计同比



资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

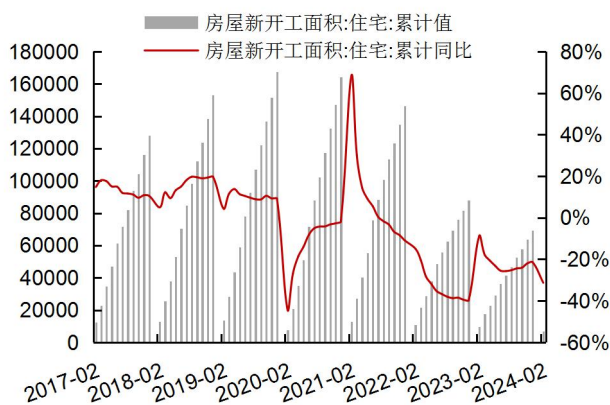
图 39: 商品房销售面积当月值 (万平方米) 及当月同比



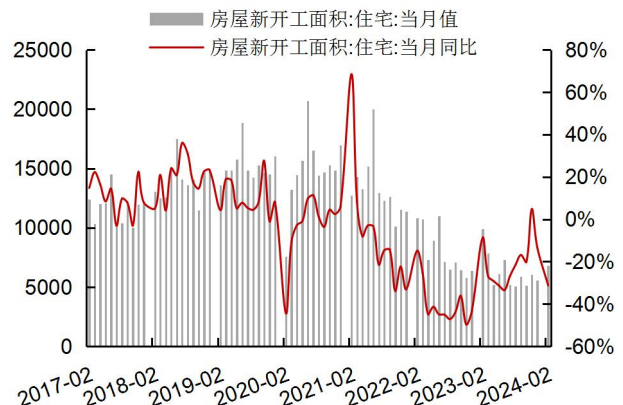
资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图 40: 商品房新开工面积累计值 (万平方米) 及累计同比

图 41: 商品房新开工面积当月值 (万平方米) 及当月同比



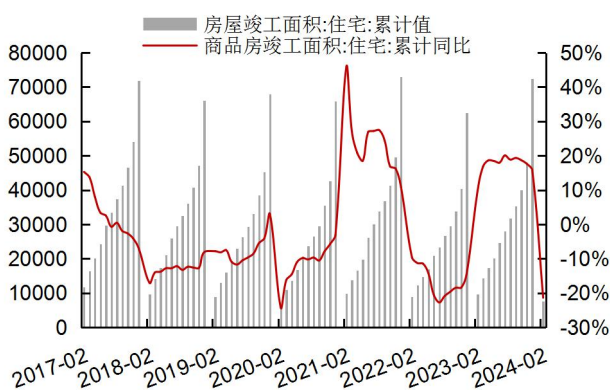
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所



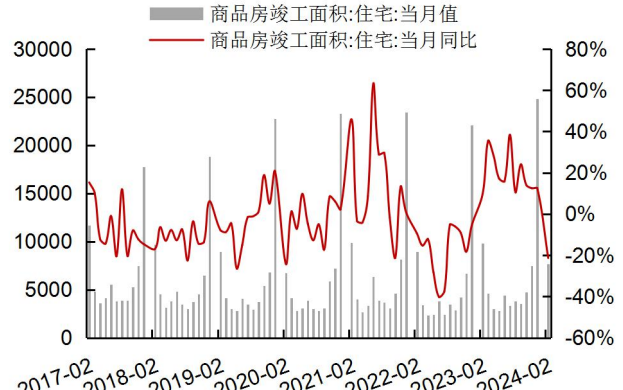
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 42：商品房竣工面积累计值（万平方米）及累计同比

图 43：商品房竣工面积当月值（万平方米）及当月同比



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

## 4. 行业新闻

### 1.1 H&M 第一季度销售额下降 2%

【来源：时尚商业 Daily2024-03-28】

瑞典快时尚集团 H&M 发布第一季度财报数据，在截至 2 月 29 日的三个月内，销售额同比下降 2% 至 536.99 亿瑞典克朗，利润同比增长 7% 至 276.55 亿瑞典克朗，库存下跌 7%。按当地货币计算，该集团在今年 3 月 1 日至 25 日期间的销售额同比增长 2%。

新任 CEO Daniel Ervér 表示，公司的首要任务是在 2024 年达到 10% 的营业利润率，并继续提高销售额、削减成本并控制库存。对于第一季度业绩，Daniel Ervér 表示，H&M 继续朝正确方向发展，毛利率和营业

利润均有所改善，库存下降，现金流强劲。

在经历了去年的连续裁员后，H&M 集团实施了有力的成本控制措施，按当地货币计算，H&M 集团第一季度的销售和管理费用同比下降 3%。为提高销售额，H&M 将在 2024 年在全球翻新 250 家门店，并继续简化其组织以提高其效率。

## 4.2 红星美凯龙 2023 年营收 115.15 亿元！关闭 23 家商场！

【来源：77 度 2024-03-29】

3 月 29 日，红星美凯龙发布 2023 年年度报告。

报告期内，公司营业收入 115.15 亿元，同比下降 18.55%；归属于上市公司股东的净亏损 22.16 亿元，同上年比减少 496.78%，由盈转亏。截至报告期末，公司总资产 1210.61 亿元，归属于上市公司股东的净资产 496.15 亿元，同上年比减少 4.65%。

报告称，公司 2023 年营业收入较上年同期减少 18.6%，变动主要系受总体经济环境波动影响，商场出租率阶段性下滑，本公司为了支持商户持续经营，稳商留商优惠增加，且本公司其他业务板块项目数量减少所致。公司营业成本 49.82 亿元，较同期减少 15.8%，主要系为了应对行业压力，促进商场可持续发展，公司进一步管控运营成本所致。

另外，根据公告，红星美凯龙 2023 年度计提各类资产减值准备人民币 19.34 亿元，减值准备科目变动将减少本集团 2023 年度合并报表利润总额人民币 18.77 亿元。

主营业务分行业、分产品、分销售模式来看，报告期内，公司实现营业收入 115.15 亿元。其中，自营商场方面，其中租赁及相关收入为 67.81 亿元，同比下降 13.8%，占营业收入 58.9%，变动主要系受总体经济环境波动影响，商场出租率阶段性下滑，本公司为了支持商户持续经营，稳商留商优惠增加所致。

委管商场方面，其中委管业务收入（包括项目前期品牌咨询委托管理服务收入、项目年度品牌咨询委托管理服务收入、工程项目商业管理咨询费收入、商业咨询费及招商佣金收入）为 20.31 亿元，较上年同期下降 14.5%，主要系项目前期品牌咨询委托管理、项目年度品牌咨询委托管理服务收入与商业咨询费及招商佣金项目收入降低所致。

报告期内，公司建造施工及设计收入合计为 12.12 亿元，相比上年同期减少 0.21 亿元，主要系本年工程项目数量、项目毛利减少所致；家装相关服务及商品销售合计收入 3.13 亿元，相比同期减少 3.28 亿元，主要系受到总体经济波动影响家装相关新增项目数量减少、存续项目工程进度放缓所致；其他收入 11.78 亿元，相比同期减少 8.42 亿元，主要系上年同期处置广州琶洲项目所致。

商场布局方面，报告期内，公司无新开自营商场，关闭 5 家商场，有 2 家商场由自营转为委管；委管

商场新开 9 家商场，关闭 18 家商场，有 2 家商场由委管转为特许经营。截至报告期末，公司经营了 87 家自营商场，275 家委管商场，8 家战略合作商场，46 个特许经营家居建材项目，共包括 448 家家居建材店/产业街，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的 215 个城市，商场总经营面积 21,724,717 平方米。

如今，公司有 18 家筹备中的自营商场（其中自有 15 家、租赁 3 家），计划建筑面积约 287 万平方米（最终以政府许可文件批准的建筑面积为准）；筹备的委管商场中，有 292 个委管签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。

公司已开业自营商场于报告期内取得营业收入 69.56 亿元，比上年同期减少 15.1%，毛利率为 72%，相比 2022 年同期毛利率减少 0.9 个百分点。出租率方面，自营商场平均出租率 82.8%，委管商场平均出租率 85.7%。

展望未来，2024 年，公司将继续围绕“轻资产,重运营，降杠杆”稳步推进主营及扩展性业务，夯实红星美凯龙的行业龙头地位。聚焦做好家具、建材、电器三大主营产品类，积极育商、招商、稳商、留商，拓展新业态、引进新品类，应对房地产市场从过去高速增长向存量时代转型的变化。

### 4.3 日本露营装备品牌 Snow Peak 最新动态：进军食品领域、中国总部更名升级

【来源：华丽志 2024-03-30】

最近，主打露营装备的日本户外生活方式品牌 Snow Peak（雪诺必克）宣布成立食品销售业务 Camper's Shokutaku（直译：露营者的餐桌）。

Camper's Shokutaku 商品的研发、生产和销售将由 Snow Peak 的子公司 Snow Peak Local Foods 负责。首批包括速冻披萨、维也纳香肠、培根等肉制品在内的 10 款产品，3 月 29 日起在名古屋的 Snow Peak LAND BASE NAGOYA 率先发售，此后将在品牌直营门店出售。未来也会将产品品类拓展至咖喱、意面酱汁等。

品牌在新闻稿中指出，“当我们身处大自然时，总是感觉入口的食物更加美味。我们想把这样的美食体验，从露营带到日常生活之中，因此成立了这一项目。”

此次并非 Snow Peak 首次进军餐饮业，此前，公司就已经开始运营餐厅和咖啡厅，也曾推出过与食品相关的体验活动。“今后，我们将活用此前积累的相关经验和专业知识，通过新业务来进一步丰富更多顾客的餐桌，创造更为独特的体验。”

Snow Peak LAND BASE NAGOYA 于 3 月 29 日正式开业，是 Snow Peak 最新门店系列 LAND BASE 中



的第一家，在具备露营产品销售、品牌服饰陈列、门店限定商品以及最新 Camper's Shokutaku 等业务之外，还拥有举办活动的空间，以及提供干燥、简易修补等售后服务。

在拓展新业务，丰富门店业态的同时，正处于私有化收购进程的中的 Snow Peak，还在进一步加强海外业务。3月25日，集团确认中国总部办公室正式更名“Snow Peak China HQ5”（HQ，即 HEADQUARTERS 之缩写，意为总部），定位于全球业务中国战略中心。

Snow Peak 在新闻稿中指出，开展全球化业务是今后的经营重点之一，中国市场的发展对集团至关重要。2022年10月，仁恩（北京）国际商业管理有限公司和中信聚信（北京）资本管理有限公司成立了合资公司“Snow Peak 中国”，旨在大陆、香港地区和澳门地区推广产品销售和体验业务。

为适应日渐丰富的业务板块，包括继装备零售业务后相继启动的服装业务、售后服务、会员服务、露营体验活动等，Snow Peak 中国不断扩大团队规模，进行组织结构升级，并于2023年第四季度完成了总部迁址及办公室装修。本次确立的战略中心“Snow Peak China HQ5”，是 Snow Peak 中国总部的新办公室所在地，设有办公室和展示区，以促进业务的顺利开展，室外还设有宽敞的露台，可搭建帐篷作为户外办公室，在户外召开会议。“Snow Peak China HQ5”不仅能够带来业务间的协同增效，还可以促进团队内部的顺畅沟通，积极推广 Snow Peak 提倡的露营文化。

Snow Peak China HQ5 是继日本及美国之后的又一个全球业务战略中心。以确立“Snow Peak China HQ5”为契机，Snow Peak 中国将继续扩大零售运营网点规模，开发符合中国市场需求的露营用品和服装，并在自然条件优越的地区开发露营地和露营设施。公司还将着力推广 Snow Peak 的文化和理念，培训当地员工，并开展各种体验业务，让 Snow Peak 的露营文化在中国生根发芽。

## 5.风险提示

1. 国内消费信心恢复不及预期；
2. 地产销售不达预期；
3. 品牌库存去化不及预期；
4. 原材料价格波动；
5. 汇率大幅波动。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

