

纺织服装

2024年06月30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

《推荐出海出行链，建议关注品牌结构性机会—行业周报》-2024.6.16

《推荐出口出海出行链，关注运动及男装品牌左侧机会—行业周报》-2024.6.2

《4月各品类线上提速，关注运动及男装品牌左侧机会—行业周报》-2024.5.26

推荐出口出海出行链，关注优质品牌持续复苏

——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

● 重点推荐标的：

开润股份、名创优品、泡泡玛特、报喜鸟、安踏体育、361度、伟星股份、申洲国际、华利集团

出口/出海链：开润股份、名创优品、泡泡玛特、伟星股份、申洲国际、华利集团、兴业科技、健盛集团；**运动户外品牌：**安踏体育、361度、波司登、滔搏、特步国际、李宁；**男装休闲品牌：**报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、锦泓集团、森马服饰。

● 重点公司观点更新：推荐出口出海出行链，关注优质品牌持续复苏

开润股份：出口&出海&出行链标的，2024年箱包及服装代工补库下预计收入增长20%+且盈利能力提升，拟收购15.9%上海嘉乐股权，落地后将并表，一体化服装展翼；品牌端受出行景气度提升催化，期待暑期出境游带动下旺季环比改善，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。**名创优品：**Q1收入利润超预期，收入端看好全球开店加速（年净增900-1100家）&渠道结构调整；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%。**泡泡玛特：**扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现，Q2卡牌、积木新品类将陆续上新；越南双店齐开，此外，IP游戏、乐园全产业链开发稳步推进。收入端看好国内全渠道体系完善&海外东南亚及欧美市场布局加速；利润端看好高单价高毛利海外业务占比提升，预计全年收入/利润增速30%+。**报喜鸟：**2023年多品牌顺利拓店，乐飞叶高增且实现扭亏体现多品牌优势，预计2024年主品牌批发收入恢复，哈吉斯多品类多系支撑面积增长及店效提升。**安踏体育：**2024Q1主品牌流水在专业品类及电商带动下中单增长、FILA录得高质量高单增长、其他品牌定位高端&卡位户外赛道实现25-30%增长，各品牌库销比均表现优异，预计Q2在波动经营环境中仍有稳健增长。**361度：**具有业绩确定性的低估值标的，预计4月大装/童装/电商流水10%+/15%/20%+增长，五一可比口径下大装/童装均增长中单，预计全年订货会15-20%增长同时电商延续高增，海外加速布局。**伟星股份：**2024Q2订单延续向好态势，业绩有望超预期，越南工厂落地打开了海外接单窗口，全球化产能抢份额逻辑有望持续兑现，未来3年复合增速中双~15%。**申洲国际：**阿迪达斯上调全年指引，2024年指引乐观&2025年预计迎来新一轮扩产，预计2024年量增15%，在产品多元化策略牵引下预计耐克/阿迪/puma/优衣库/国内品牌/lululemon收入增长单位数/20%+/20%+/双位数/30%+/40%+，毛利率逐季修复至30%。**华利集团：**精细化管理优势突出，2024Q1盈利能力出色，公司老客户补库趋势向好、新客户快速爬坡并不断开发新客户，预计与New Balance合作进一步加深，同时单价预计持续提升。2024H1印尼及越南2-3家工厂投产，中长期产能储备充足。

● 行业：NIKE 下调全年收入指引，5月台企同比持续改善

Q2 前瞻：收入端：代工普遍好于品牌，主要系2023Q2品牌基数高于代工，2023Q2品牌受益于疫后复苏需求向好，代工仍处下游去库阶段。利润端：代工受益于规模效应，预计开润股份利润端修复显著，男装受益于需求韧性，预计利润端保持稳健。**Nike：**FY2024Q4营收剔除汇率影响同比持平，大中华区收入剔除汇率影响同增7%，其中批发业务增长15%，直营业务下降2%，销售不及预期，除618外各渠道流量持续疲软；虽然对近期预期有所放缓，但对耐克在中国的长期竞争地位仍充满信心。下调FY2025收入指引至中单下降，预计Q1收入同比下降10%。**台股：**5月同比均持续改善，丰泰/裕元/钰齐/志强同比+17%/+8%/-12%/+41%，儒鸿/聚阳实业同比+28%/+17%。

● **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 股均跑输大盘	3
1.2、重点推荐：开润股份&名创优品&泡泡玛特&安踏体育&361 度&报喜鸟&伟星股份&申洲国际&华利集团	4
1.2.1、开润股份：出口/出海/出行链标的，预计 2024 年业绩端蓄力向上	4
1.2.2、名创优品：收入利润持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 拐点已至	5
1.2.3、泡泡玛特：新品类上新&海外门店拓展，看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现	5
1.2.4、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	6
1.2.5、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌革新释放活力	7
1.2.6、361 度：2023 年专业品类体现强劲势能，预计 2024Q2 流水延续亮眼表现	8
1.2.7、伟星股份：2024Q2 订单延续向好态势，长期看好老客户份额提升&新客户开拓	8
1.2.8、申洲国际：2024 年指引乐观，预计 2025 年迎来新一轮扩产后估值提升	8
1.2.9、华利集团：具备成长性的稀缺制鞋龙头，精细化运营下盈利能力出色	8
2、本周重点公司信息更新	9
2.1、Q2 前瞻：预计代工业绩好于品牌，品牌中男装及出海需求稳健	9
2.2、滔搏：Q1 线下客流承压，新增合作哥伦比亚加码户外领域	10
2.3、波司登：创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增	11
3、行业：NIKE 下调全年收入指引，5 月台企同比持续改善	12
3.1、NIKE：FY2024Q4 收入同比持平，下调 FY2025 收入指引	12
3.2、台企：5 月同比均持续改善，大部分台企环比持续增长	14
4、重点推荐公司盈利预测	16
5、风险提示	16

图表目录

图 1：近 1 月 A 股纺服板块跑输大盘	3
图 2：纺服板块本周下跌 2.58%，跌幅居中	3
图 3：慕尚集团控股、九兴控股、波司登涨幅居前三	3
图 4：华利集团、美邦服饰、ST 奥康跌幅居前三	3
图 5：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升	4
图 6：全球 PC 出货量按季改善	5
图 7：2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前	5
图 8：2024Q2 预计代工业绩好于品牌，品牌中男装及出海需求稳健	10
图 9：NIKE FY2024Q4 收入同比持平，下调 FY2025 收入指引	14
图 10：2024 年 5 月丰泰/裕元/钰齐/志强同比+17%/+8%/-12%/+41%，儒鸿/聚阳实业同比+28%/+17%	15
表 1：重点推荐公司盈利预测与估值	16

1、行情回顾与下周推荐

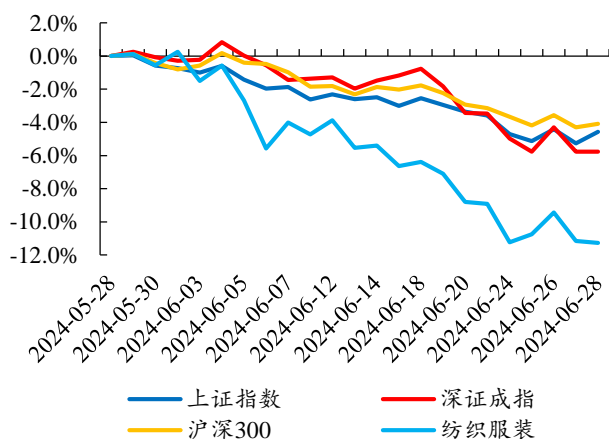
1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A&H 股均跑输大盘

本周（2024年6月24日-2024年6月29日）

A股板块表现：纺织服装板块下跌2.58%，沪深300下跌0.97%，跑输大盘1.6pct，在31个一级行业中排名第20，子行业表现来看，纺织制造下跌2.45%，跑输大盘1.5pct；服装家纺下跌2.46%，跑输大盘1.5pct。

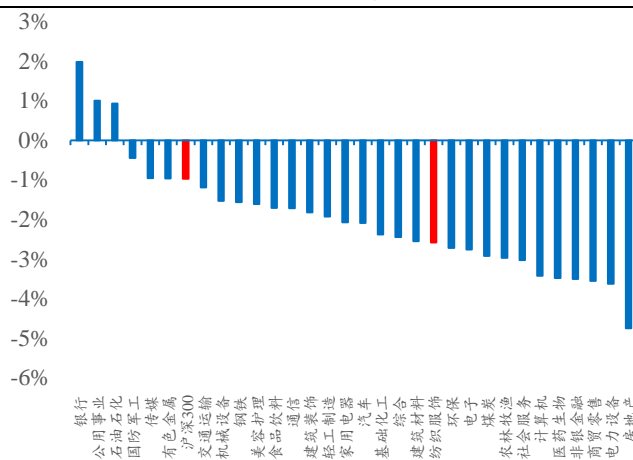
H股板块表现：耐用消费品与服装板块下跌2.25%，恒生指数下跌1.72%，跑输大盘0.5pct。

图1：近1月A股纺服板块跑输大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

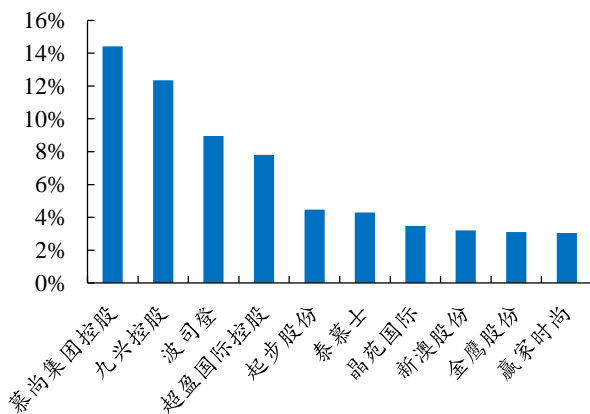
图2：纺服板块本周下跌2.58%，跌幅居中



数据来源：Wind、开源证券研究所

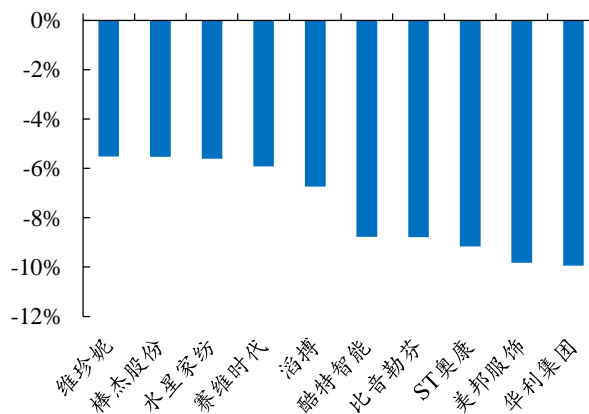
个股表现，慕尚集团控股、九兴控股、波司登涨幅居前三，涨幅分别为14.4%、12.3%、8.9%；华利集团、美邦服饰、ST奥康跌幅居前三，跌幅分别为9.9%、9.8%、9.2%。

图3：慕尚集团控股、九兴控股、波司登涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：华利集团、美邦服饰、ST奥康跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、重点推荐：开润股份&名创优品&泡泡玛特&安踏体育&361度&报喜鸟&伟星股份&申洲国际&华利集团

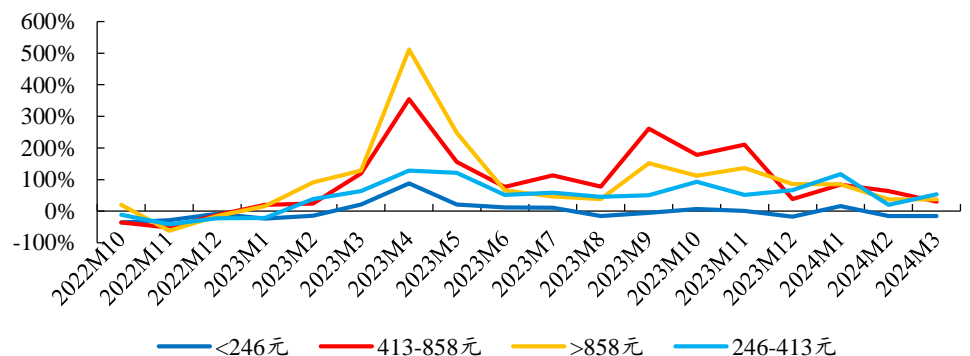
1.2.1、开润股份：出口/出海/出行链标的，预计2024年业绩端蓄力向上

箱包代工盈利能力提升显著，服装代工持续成长。凭借差异化产能布局，预计2024年随IT客户走出低谷、运动休闲客户补库、高毛利率新客户占比提升下，箱包收入有望中双增长；服装代下单收入随新客户阿迪达斯、优衣库、Muji等放量有望实现30%+增长。同时利润端，公司产品、客户、产能优化成效显著，2024Q1代工盈利能力超预期，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。

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年加大拉杆箱新品迭代以及包品类投入，一方面，目前包占比10%+，长期有望占比突破20%；另一方面，2023年新品销售占比不足10%，新品毛利率高于老品约4-6pct，新品占比提升促进消费的同时盈利能力有望进一步改善。**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，2024Q1拓展除菲律宾、韩国外的波兰、墨西哥等北欧、北美国家分销客户，预计Q2贡献收入。

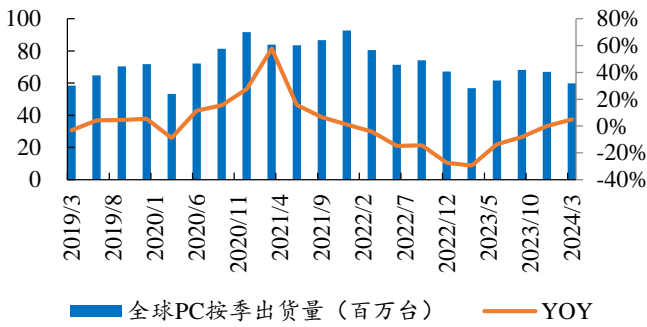
小米：2024年积极把握生态链变革机会释放增长活力。小米具有强大粉丝社群文化，小米SU7发布会催化生态链热度提升。小米生态链2023Q4提出了分级管理策略，从原来7个事业部缩减为三个新事业部，并以S、A、N三个分类来划分小米生态链的产品品类，N级单一品类只有一家合作伙伴，公司系箱包品类的N级合作伙伴，独供箱包品类。以前箱包作为小米生态链中不带店品类，渠道及推新受限，预计2024年改革后推新节奏加快、营销自由度提升，抖音渠道已开出箱包独立旗舰店，流量更精准&转化率更高。伴随新品占比提升，以及利益分配由毛利分成向毛保模式切换，盈利能力有望进一步提升。

图5：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升



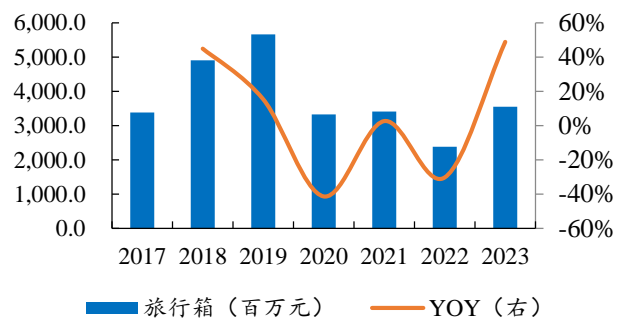
数据来源：久谦、开源证券研究所

图6：全球 PC 出货量按季改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前



数据来源：久谦、开源证券研究所

1.2.2、名创优品：收入利润持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 拐点已至

2024Q1 表现：Q1 收入端国内同增 16%，海外同增 53%，收入、利润超预期。

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：**上调 TT 开店指引，加强海外开店节奏把控。Q1 国内线下/海外直营/海外代理/TT 分别环比+108/67/42 家，印尼和美国贡献 40%+新店。未来五年预计每年净增 900-1100 家店。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%；上调 TOP TOY 开店指引至净增 100 家。

(2) **同店增长：**国内同店具备韧性，海外同店增长态势延续。Q1 国内线下/海外直营/海外代理/TT 同店分别同比-2%/+32%/+18%/+26%。(1) 国内 MINISO：Q2 国内 chiikawa 叠加快闪店持续发力，同店趋势向好，YTD 恢复至同期 100%的水平；

(2) 海外 MINISO：海外品牌知名度提升叠加 IP 占比提升带动客流和客单价共同驱动同店增长，Q2 预计同店增长态势延续；(3) TOP TOY：品牌势能向上。

利润端：2024Q1 毛利率同比+4.1pct 至 43.4%，2024Q1OPM 同比+0.5pct 至 20%，其中国内基本稳定；海外代理/直营均有所改善，海外直营利润率有望持续提升；TT 拐点已至，连续两个季度实现正向盈利，OPM 提升中低双位数，看好议价能力提升叠加行业出清下盈利模型持续优化。

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 28.6/35.1/43.0 亿元，未来三年利润复合增速 20%+，成长确定性较高，中长期逻辑清晰，估值有望持续提升。

1.2.3、泡泡玛特：新品类上新&海外门店拓展，看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现

近况更新：(1) 扩品类：毛绒玩具、卡牌、积木多个品类持续上线，5 月 30 日发售卡牌“艺术生活收藏卡”；6 月 13 日发售“The Monsters 森林秘密基地系列”拼搭积木。(2) IP 全产业链开发：手游《梦想家园》为模拟经营+派对玩法，6 月 27 日上线；5 月 19 日和朝阳文旅集团签订“城市乐园 2 期”开发合作协议，IP 运营平台构建逐步推进。(3) IP 出海：越南双店齐开，5 月 18 日越南首家门店胡志明市 Crescent Mall 店开业、5 月 25 日巴拿山乐园古堡主题店开业，IP 出海逻辑持续兑现。

2023年表现&2024Q1表现:2023年国内线下收入同增46%，国内线上同减7%，海外同增135%，利润超预期。2024Q1预计收入增速超35%。

2024年指引:预计收入、利润增速30%+，利润增速略高于收入增速，其中国内收入同增15%-20%，海外收入同增100%+。

收入端:

(1) 开店加速: 预计到2027年末门店总数达到1000家，其中国内门店约600家，海外门店约400家，截至2023年末国内/海外门店数分别为363/80家，预计全年新开门店105家，其中国内门店45家，海外门店60家，国内市场看好全渠道体系完善，新开门店主要以下沉市场为主，海外市场看好东南亚及欧美市场布局加速，借助CRYBABY、Riot叛桃等海外设计师IP快速出圈。

(2) 店效提升: 国内门店方面，目前整体单店收入已达到历史高点，2023年单店年化平均收益717万元，拆分来看，一线/新一线、二线及以下城市单店年化平均收益分别为840/685/622万元，随着后续全渠道体系持续完善、门店精细化运营以及公司新品类上线，单店年化平均收益有望进一步提升。海外门店方面，2023年单店年化收益为1190万元，目前东亚(港澳台及日韩地区)收入占比约50%，看好后续发力东南亚及欧美等高消费潜力市场，带动单店年化收益提升。

利润端:(1) 业务结构优化: 高单价高毛利的海外业务收入占比提升，有望带动公司综合毛利率、净利率双增。(2) 产品矩阵扩张: 公司预计于2024年6月上线积木产品线，并且目前仍有多条新产品线处于孵化中，高毛利新品有望带动公司盈利能力提升。

盈利预测与估值:综合来看，预计2024-2026年归母净利润为14.5/18.6/23.5亿元，未来三年利润复合增速接近30%，成长确定性较高，看好IP+品类、出海逻辑持续兑现带动业绩高增。

1.2.4、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

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

2023年收入17.30亿元(+17.18%)，占比33.9%。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。**产品端:**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:**截至2023年底，报喜鸟门店净开13家至817，其中直营+11至232家、加盟+2至585家，预计2024年新开约10%。公司2023年加盟收入增长4.7%，明显慢于整体，主要系加盟占比较高的报喜鸟品牌短期控货，预计2024年库存消化后加盟商信心增强，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) **渠道拓展:**2023年收入17.58亿元(+24.12%)，占比34.4%，门店+40家至457，积极拓展优质加盟商加快渠道下沉，2023年直营+14/加盟+26，预计2024年新开店数(不含闭店)约为15%，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。线上方面，2023年线上渠道稳健，预计2024年创新线上新品系列，促进线上业务稳健发展。

(2) 店效提升：①品牌势能向上提高客流及进店率，截至 2023 年前三季度，新会员数量增长良好，较 2022、2021 年均实现增长。②多品类多系列（箱包配饰）提升转化率及连带率，哈吉斯品牌聚焦通勤、假日、运动三大场景，一方面拓宽重点品类价格带，成功推出“黑标”高端系列产品。另一方面，鞋类产品实现自主开发和国产化，配饰类产品实现快速增长，预计 2024 年将提高运动系列（HRC）销售占比、增加女装投产，通过大单品策略进一步提升包鞋等配饰品类的运营效率，在多品类多系列策略下，2023 年单店面积提升 2%至 128 平，在多品类多系列的策略下预计门店面积将进一步提升。

职业装宝鸟突破 10 亿元，大客户订单占比提升：国内职业装集中采购模式的发展、招标日益规范化趋势，宝鸟产品端加大研发投入，打造核心竞争力，对标圣凯诺 2022 年 22.5 亿元规模，宝鸟 2023 年收入仅 10.4 亿元，成长空间广阔。

2023 年乐飞叶收入高增且实现扭亏。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，其中乐飞叶聚焦休闲旅行和户外运动，2023 年实现收入 2.6 亿元（+40.5%）并成功扭亏为盈，线下净开 9 家直营店且直营店店效大幅增长，乐飞叶聚焦休闲旅行和户外运动两大系列，提升户外品类占比和功能性面料的使用，预计 2024 年加快线下渠道拓展，仍将保持较快增长。

1.2.5、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌革新释放活力

安踏：2024Q1 流水高基数下达成预期，电商表现亮眼，经营指标稳健

2024Q1 流水中单增长，2022Q1/2023Q1 分别为约 20%/中单增长，在高基数下流水达成预期。分品类看，安踏成人和安踏儿童流水均有中单增长；分渠道看，线上好于线下，电商渠道增长 20-25%（2023Q1 高基数及去库存下为负增长），主要系大众定位、专业突破、品牌向上策略下，顶级资源突破、产品矩阵梳理带动篮球、跑步品类表现亮眼。经营指标稳健：2024Q1 库销比<5，折扣稳健，其中线上折扣在新品带动下改善明显，以更轻的折扣达成靓丽流水表现。

FILA：大货中双增长，童装及潮牌受 2023 年闭店影响，电商高基数下高增长

2024Q1 流水高单增长，2022Q1/2023Q1 分别约 10%/中单增长，分品类看，预计 FILA core 中双增长、Fusion 略有下滑、Kids 基本持平，Fusion 与 Kids 表现弱于 Core 主要系 2023 年 Fusion 和 Kids 净闭店约 10%，尤其 Fusion 净闭店较多；分渠道看，直播渠道表现亮眼，2024Q1 电商渠道接近 25-30 增长（2023Q1 电商~40%增长）。库销比：2024Q1 库销比<5，线上线下环比均有显著改善，线上改善 3pct 线下改善 1pct，预计 2024 年仍坚定执行顶级产品/顶级渠道/顶级品牌战略，FILA 产品上预计继续加大鞋商品占比及专业运动系列占比，同时顶级渠道上，开出 ICONA 新店型，目前全国 2 家，ICONA 产品齐全且高度聚焦于高端细分垂类运动，包括健身、高尔夫、网球及户外等，以及多个联名系列及全球限量专供系列。

其他品牌：户外表现持续亮眼，迪桑特增长 20-25%，可隆增长接近 50%

2024Q1 流水增长 25-30%，分品牌看，迪桑特录得 20-25%增长，可隆增长 50%。2024Q1 迪桑特布局高端户外功能性运动童装，在南京德基广场开设专门针对 7~14 岁的儿童首店，产品线包括滑雪、高尔夫、铁人三项等应用场景。可隆品牌定位独特，预计进一步提升春夏产品占比以及开拓南方市场渠道。

1.2.6、361度：2023年专业品类体现强劲势能，预计2024Q2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，营销端品牌资源不断丰富，渠道端开大店提店效，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。

2024Q1 库销比稳健，折扣良性仍有改善空间，童装线下维持净开趋势。2024Q1 库存 4.5-5 保持良性，折扣大约 7 折（2023Q1 为 7-7.2 折），受益于性价比品牌的定价优势，2024Q1 折扣表现较为平稳，短期折扣受竞争加剧影响，有望恢复至 7.5 折的疫情前水平。2024Q1 成人门店预计保持平稳、童装门店净增，全年预计成人及童装各净开 100-200 家店。

1.2.7、伟星股份：2024Q2 订单延续向好态势，长期看好老客户份额提升&新客户开拓

2024H1 下游补库&越南产能落地，公司接单态势预计表现良好。2023 年业绩逐季改善，恢复态势优于同行。2024Q1 实现营收 8.0 亿元（同比+14.8%），归母净利润 0.8 亿元（同比+45.3%）。2024H1 下游呈现补库态势，2024Q2 订单延续向好态势，业绩有望超预期；同时，公司越南产能落地全球竞争优势逐步提升，有望持续抢占市场份额。

全球产能布局，看好老客户份额提升&新客户开拓。2024 年 3 月越南工厂投产，正在有序安排客户参观、验厂，2024 年底产能有望逐步释放。越南工厂作为公司开拓国际客户的营销窗口，将进一步承接海外客户订单，提升老客户体系内的份额。其次，公司将进一步布局全球产能，开拓更多海外客户，持续提供业绩增量。

中长期来看，公司基于自身竞争优势，持续丰富品类、布局海外产能并加强智能制造，逆势扩张强化核心竞争力，有望持续抢占 YKK 份额，提升国际影响力，未来业绩有望稳步增长，预计 2024-2026 年复合增速中双位数。

1.2.8、申洲国际：2024 年指引乐观，预计 2025 年迎来新一轮扩产后估值提升

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%。预计在产品多元化策略牵引下，2024 年耐克单位数增长、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。

1.2.9、华利集团：具备成长性的稀缺制鞋龙头，精细化运营下盈利能力出色

公司拥有行业领先的研发、质量及交期，凭借精细化的管理能力、全面的制鞋工艺（运动中硫化/冷粘/防水、皮鞋、羊毛等）、积极的东南亚产能扩张，预计老客户份额提升、新客户拓展顺利。此外，预计 2023 年公司欧美销售占比约 40%/30%，内销占比<10%，欧美需求韧性&鞋品类周期性弱于服装，预计中长期业绩稳定性较强。

老客户补库、高潜力新客户爬坡，并不断开发新客户。老客户由于深度绑定及补库需求下订单趋势向好，新客户迅速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，2024 年除新品牌爬坡外还将继续合作新品牌，预计与 New Balance 合作有望进一步加深。

单价有望进一步提升。2023 年人民币单价 105.9 元 (+13.6%)，产品结构升级带动美金 ASP+8.7%至 14.99 美金（裕元集团单价为 21.34 美金），仍有提升空间，预计单价随 Nike 慢跑及篮球类产品占比提升、高单价的新客户逐步放量进一步提升。

2024H1 印尼及越南 2 家成品鞋工厂投产，产能储备充足。截至 2023 年底，总产能为 2.2 亿双，产能利用率 87% (-4.3pct)，员工人数 15.75 万人 (+1.3%)。2024Q1 印尼及越南各 1 家成品鞋厂顺利投产，2024H2 越南预计投产 1 个成品鞋厂，印尼规划产能预计为 5-6 千万双（2023 年产能为 2.2 亿双），预计新工厂爬坡、设备更新、员工人数增加及控制加班时间将贡献产能弹性，预计未来资本开支水平保持在每年 10-15 亿元。

2、本周重点公司信息更新

2.1、Q2 前瞻：预计代工业绩好于品牌，品牌中男装及出海需求稳健

2024Q2 收入前瞻：代工普遍好于品牌，主要系 2023Q2 品牌基数高于代工，2023Q2 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：线下客流承压，但我们预计男装及出海品牌需求稳健，其中预计比音勒芬、名创优品、泡泡玛特收入端领跑；运动板块 K 型分化持续，预计 FILA、361° 流水好于行业。代工中：细分领域龙头表现优秀，预计华利集团、伟星股份、开润股份、申洲国际收入端领跑。

2024Q2 利润前瞻：代工受益于规模效应，预计开润股份利润端修复显著，男装受益于需求韧性，预计利润端保持稳健。

图8：2024Q2 预计代工业绩好于品牌，品牌中男装及出海需求稳健

		2024Q2业绩预测					
细分子板块	公司简称	2024Q2E收入 (亿元)	收入增速		2024Q2E归母净 利润(亿元)	归母净利润增速	
			同比2023Q2	同比2021Q2		同比2023Q2	同比2021Q2
大众	海澜之家	55.2~57.9	(0%,5%)	(19%,25%)	9.2~9.6	(5%,10%)	(14%,19%)
	太平鸟	14.9~15.9	(-2%,5%)	(-36%,-32%)	0.7~0.8	(122%,138%)	(-64%,-62%)
	森马服饰	26.8~28.1	(5%,10%)	(-15%,-11%)	2.3~2.4	(12%,18%)	(-27%,-23%)
中高端	比音勒芬	7.0~7.3	(15%,20%)	(20%,25%)	1.4~1.4	(20%,25%)	(46%,52%)
	报喜鸟	11.8~12.4	(0%,5%)	(20%,26%)	1.5~1.7	(0%,10%)	(88%,106%)
	锦泓集团	9.9~10.3	(5%,10%)	(11%,17%)	0.5~0.5	(12%,16%)	(18%,23%)
家纺	罗莱生活	11.8~12.7	(-2%,5%)	(-2%,5%)	1.1~1.1	(0%,5%)	(8%,13%)
制造	华利集团	63.8~66.6	(15%,20%)	(42%,48%)	10.4~10.9	(7%,12%)	(46%,53%)
	健盛集团	6.7~7.0	(10%,15%)	(36%,42%)	1.0~1.1	(20%,30%)	(68%,82%)
	伟星股份	13.4~14.6	(20%,30%)	(44%,56%)	3.0~3.2	(20%,30%)	(55%,68%)
	新澳股份	14.4~15.0	(7%,12%)	(28%,34%)	1.7~1.8	(5%,10%)	(41%,48%)
	开润股份	9.4~9.8	(15%,20%)	(74%,82%)	0.7~0.7	(75%,85%)	(36%,43%)
	浙江自然	3.5~3.6	(20%,25%)	(29%,34%)	0.6~0.7	(20%,25%)	(-16%,-12%)
	南山智尚	4.6~4.8	(15%,20%)	(28%,34%)	0.5~0.5	(10%,15%)	(38%,45%)

		2024H1业绩预测					
细分子板块	公司简称	2024H1E收入(亿 元)	收入增速		2024H1E归母净 利润(亿元)	归母净利润增速	
			同比2023H1	同比2021H1		同比2023H1	同比2021H1
运动	安踏体育	333.1~363.4	(10%,20%)	(44%,57%)	52.2~57.0	(10%,20%)	(36%,48%)
	李宁	147.7~154.7	(5%,10%)	(44%,51%)	21.2~22.3	(0%,5%)	(8%,14%)
	特步国际	69.1~72.4	(5%,10%)	(66%,74%)	7.0~7.3	(5%,10%)	(64%,72%)
	361度	48.1~52.5	(10%,20%)	(53%,66%)	7.7~8.4	(10%,20%)	(93%,110%)
大众	海澜之家	116.7~119.4	(5%,7%)	(16%,19%)	18.1~18.5	(8%,10%)	(9%,12%)
	太平鸟	32.9~33.9	(-8%,-5%)	(-34%,-32%)	2.3~2.4	(-7%,-5%)	(-43%,-42%)
	森马服饰	58.0~59.3	(5%,7%)	(-10%,-8%)	5.8~5.9	(12%,14%)	(-13%,-12%)
中高端	比音勒芬	19.6~19.9	(18%,19%)	(63%,66%)	5.0~5.1	(20%,22%)	(104%,106%)
	报喜鸟	25.2~25.8	(3%,5%)	(29%,32%)	4.0~4.2	(-1%,2%)	(54%,59%)
	锦泓集团	21.3~21.8	(2%,4%)	(9%,12%)	1.6~1.6	(13%,14%)	(22%,23%)
家纺	罗莱生活	22.6~23.5	(-7%,-4%)	(-10%,-7%)	2.0~2.0	(-31%,-29%)	(-30%,-28%)
制造	申洲国际	138.8~144.6	(20%,25%)	(22%,27%)	26.2~27.2	(23%,28%)	(18%,22%)
	华利集团	111.4~114.2	(21%,24%)	(36%,39%)	18.3~18.8	(26%,29%)	(42%,46%)
	健盛集团	12.1~12.4	(10%,13%)	(34%,37%)	1.8~1.9	(49%,56%)	(70%,78%)
	伟星股份	21.3~22.4	(18%,24%)	(45%,53%)	3.8~4.0	(24%,33%)	(59%,69%)
	新澳股份	25.3~25.9	(10%,12%)	(45%,48%)	2.7~2.8	(6%,9%)	(56%,61%)
	开润股份	18.5~18.9	(19%,22%)	(87%,91%)	1.4~1.5	(88%,93%)	(45%,49%)
出海	名创优品	77.6~78.8	(25%,27%)	(65%,68%)	13.0~13.2	(23%,25%)	(346%,353%)
	泡泡玛特	40.5~41.9	(43%,48%)	(125%,133%)	7.5~7.8	(40%,45%)	(72%,78%)

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、滔搏：Q1 线下客流承压，新增合作哥伦比亚加码户外领域

FY2025Q1 线下客流承压，流水录得中单下降。公司发布 FY2025Q1 经营情况，FY2025Q1 流水录得中单下降，零售与批发节奏大致相同，主要系线下客流疲弱、高基数、主要合作品牌配合奥运营销部分产品到货节奏调整。

分渠道：聚焦全域一体化，线下客流承压，线上占比提升至 30%+。 FY2025Q1 线上增速好于线下，增速表现上，线上内容电商>私域>平台电商>线下零售：(1) 线上零售额占比从 FY2024Q1 的 20-30%中段提升至 30%以上；(2) 线下门店数及面积

下降，截至 5.31，直营门店毛面积同比-0.5%，环比-1.4%，同比降幅进一步收窄（FY2024Q4 降幅为-0.8%）；（3）线下客流疲软，根据 Nike 公告，FY2024Q4 大中华区实体店客流同比下滑双位数。

分品牌：主力品牌奥运营销加速，新增合作哥伦比亚加码户外领域。 FY2025Q1 主力及其他品牌表现接近，预计主力品牌新品表现随奥运营销有所提升：（1）5 月 31 日，NikeOnAir 非凡创新体验活动在上海举办并发布 2024 年巴黎奥运会国家队装备；（2）4 月 18 日，阿迪达斯正式发布包含 49 款鞋履的运动员装备系列，涵盖 41 个不同项目。此外，公司新增合作品牌哥伦比亚，加强户外领域布局，截至 FY2024，包括北面、亚瑟士、Hoka 和凯乐石在内的专业运动品牌直营门店数同比增长中单位数。

销售结构导致折扣同比加深，库销比维持健康水平。（1）折扣：FY2025Q1 直营折扣同比加深，主要系销售渠道结构变化，折扣相对较深的线上销售占比提升，但线上渠道费用率显著低于线下，因此对盈利能力有正向催化。（2）库存：截至 5.31，库存金额同比因新货到货略有提升，库销比维持 4-5 合理水平。

2.3、波司登：创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增

创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增。公司 FY2024 营收 232.1 亿元(+38.4%)，归母净利润 30.7 亿元(+43.7%)，四大业务均实现高质量增长，维持高派息，全年派息 81.1%。

冷冬催化及创新产品驱动波司登品牌收入增长，雪中飞品牌持续高增。 FY2024 品牌羽绒服营收 195.21 亿元(+43.8%)，公司建立羽绒服品牌矩阵，波司登/雪中飞/冰收入 167.8/20.2/1.45 亿元，同比+42.7%/+65.3%/+15.9%，雪中飞连续三年增速高于主品牌，创新产品驱动主品牌增长，预计轻薄羽系列销售额突破 30 亿元、防晒销售额约 5 亿元、冲锋衣羽绒服销售额约 6 亿元（非财报口径）。**分渠道：**直营、批发、其他渠道收入 143.45/46.04/5.73 亿元，同比+38.4%/+67.9%/+23.2%，批发收入增长显著快于直营，其中线上收入 68.36 亿元(+41.3%)，占比提升至 35.0%；总门店为 3217 家(-206 家)，其中直营/经销门店同比-263/+57 家至 1136/2081 家，占比 35.3%/64.7%，经销商门店小幅净增，线下净闭店之下实现收入 126.85 元(+45.2%)，体现线下单店经营质量提升，预计店效超千万的门店约 200 家。**博格纳合资公司：**逐步渗透中国高端市场，录得亏损 0.3 亿元，公司分占亏损 0.16 亿元。

OEM 核心客户订单稳健并新增客户，女装实现恢复性增长。 OEM：FY2024 收入 26.7 亿元(+16.4%)，主要系核心客户订单稳定增长、新增高质量客户、提升快反能力以及持续的海外产能布局。**女装业务：** FY2024 收入 8.20 亿元(+16.6%)，实现恢复性增长，其中女装线上收入 0.95 亿元(+7.3%)，线上收入占比 12%。**多元化服装业务：** FY2024 收入 2.03 亿元(+0.3%)，以飒美特校服为主。

集团毛利率保持稳定，羽绒服毛利率小幅下降，库存管理能力优异。 FY2024 毛利率 59.6% (+0.1pct)，羽绒服/OEM/女装/多元化服装毛利率为 65%/20.6%/67.5%/20.2%，分别-1.2/+0.7/-1.1/-5.5pct，其中羽绒服业务中波司登/雪中飞/冰洁毛利率分别-1.2/持平/+5.6pct，波司登毛利率受防晒产品占比提升、批发政策及批发占比提升影响。FY2024 销售/管理费用率 34.7% (-1.8pct)、(-0.7pct)，公司加强费控带动 OPM+2.1pct 至 18.9%，归母净利率 13.2% (+0.5pct) 主要系海外资金需求增加导致所得税率提升 6pct。全渠道一体化运营下收入增长而存货持平，存货周转天数为 115 天(-29 天)，经营性现金流净额为 73.39 亿元(+141%)，现金流健康。

3、行业：NIKE 下调全年收入指引，5 月台企同比持续改善

3.1、NIKE：FY2024Q4 收入同比持平，下调 FY2025 收入指引

一、经营情况： FY2024Q4 (2024.03-2024.05) 公司实现营业收入 126.1 亿美元（同比-2%），剔除汇率影响营收同比持平；实现净利润 15.0 亿美元（同比+45%）。

1、收入按品牌拆分

耐克品牌收入为 121.49 亿美元（同比-1%），剔除汇率影响同增 1%，主要系大中华区、亚太地区和 EMEA 增长被北美地区的下降抵消所致。

匡威品牌收入为 4.80 亿美元（同比-18%），剔除汇率影响同减 17%，主要系西欧和北美的下滑所致。

2、耐克品牌按地区拆分

北美市场： 实现收入 52.78 亿美元（同比-1%），剔除汇率影响同减 1%，其中批发业务增长 6%，直营业务下降 9%，NikeStores/Digital 下降 5%/11%；工厂商店客流量疲软；儿童、健身、篮球增长强劲；

EMEA 市场： 实现收入 32.92 亿美元（同比-2%），剔除汇率影响同增 1%，其中批发业务增长 7%，直营业务下降 8%，NikeStores/Digital 增长 1%/下滑 14%；新品销售强劲，全球足球在男性和儿童实现双位数增长；

大中华区市场： 实现收入 18.63 亿美元（同比+3%），剔除汇率影响同增 7%，其中批发业务增长 15%，直营业务下降 2%，NikeStores/Digital 下滑 6%/增长 8%；销售不及预期，实体店客流同比下滑两位数，除 618 外各渠道流量持续疲软；

亚太及拉丁美洲市场： 实现收入 17.05 亿美元（同比+1%），剔除汇率影响同增 4%，其中批发业务增长 9%，直营业务下降 3%，NikeStores/Digital 增长 11%/下滑 12%；墨西哥、东南亚、印度地区引领增长；男子篮球、男子足球和女子健身双位数增长。

3、耐克品牌收入按品类拆分

鞋收入 82.37 亿美元（同比-4%），剔除汇率影响同减 2%；服收入 33.23 亿美元（同比+3%），剔除汇率影响同增 4%；配件收入 5.78 亿美元（同比+34%），剔除汇率影响同增 35%。

4、耐克品牌收入按渠道拆分

NikeDirect： 剔除汇率影响同比下降 7%；**NIKEBrandDigital：** 剔除汇率影响同比下滑 10%，**NIKEStore：** 剔除汇率影响同比下降 2%，主要系流量疲软、促销力度加大、经典鞋类特许经营销售额下降所致；

批发渠道： 剔除汇率影响同比增长 8%；

二、盈利能力

1、毛利及毛利率： 毛利额为 56.34 亿美元（同比+1%），毛利率为 44.7%（同比+1.1pct）；主要由于战略定价行动、海运费、物流成本降低，部分被 NIKEDirect 利润率下滑、渠道组合不利、外汇逆风抵消；

2、费用及费用率：销售与管理费用为 40.88 亿美元（同比-7%），销售与管理费用率为 32.4%（同比-1.7pct），SG&A 需求创造投资增加被严格的费用管控抵消。其中宣传费用为 10.91 亿美元（同比持平），管理费用为 29.97 亿美元（同比-9%）。

3、EBIT：EBIT 为 16.73 亿美元（同比+37%），EBITMargin 为 13.3%（同比+3.8pct）；

4、有效税率：有效税率为 13.1%（同比-4.2pct）；

5、净利润及净利率：净利润为 15.00 亿美元（同比+45%），净利率为 11.9%（同比+3.9pct）；摊薄的每股收益为 0.99 美元（同比+50%）；

三、营运能力及库存情况：库存状况优秀：截至 FY2024Q4，存货金额 75.19 亿美元，同比-11%，环比-3%，存货天数持续改善。

四、大中华区：短期预期放缓，但对长期竞争优势具备信心

大中华区实现收入 18.63 亿美元（同比+3%），剔除汇率影响同增 7%，EBIT 为 5.48 亿美元（同比+4%）；儿童业务以跑步和篮球业务领跑；仍保持高度促销，继续谨慎管理耐克和合作伙伴的库存，虽然对近期预期有所放缓，但对耐克在中国的长期竞争地位仍充满信心。

1、耐克品牌分品类：

鞋收入为 13.57 亿美元（同比+2%），剔除汇率影响后同比增长 6%；

服装收入为 4.60 亿美元（同比+5%），剔除汇率影响后同比增长 9%；

装备收入为 0.46 亿美元（同比+28%），剔除汇率影响后同比增长 32%；

2、分渠道：

NikeDirect：剔除汇率影响同比下降 2%；其中 NIKEBrandDigital：剔除汇率影响同比增长 8%，NIKEStore：剔除汇率影响同比下降 6%，

批发：剔除汇率影响同比增长 15%。

五、FY2025 展望：下调 FY2025 全年收入指引，Q1 收入同比下降约 10%

收入端：收入下降中单，上半年下降高单。Q1 收入同比-10%，在管理经典鞋类特许经营权方面采取更积极行动、NikeDigital 面临持续挑战、批发订单数量减少，新产品尚未形成规模、大中华区前景疲软、以及一些特定季度的时机因素。

盈利端：毛利率同比提升 0.1~0.3pct；SG&A 略有增长。Q1 毛利率与全年持平；SG&A 同比增长中单，投资 EC24 和巴黎奥运会。

图9：NIKE FY2024Q4 收入同比持平，下调 FY2025 收入指引

【开源纺服】NIKE FY2024Q4 业绩要点						
收入YOY (货币中性下)						
	FY2024Q1	FY2024Q2	FY2024Q3	FY2024Q4	FY2024	备注
公司整体	2%	-1%	0%	0%	1%	性能产品增长强劲，生活方式产品下降
分品牌						
Nike	3%	0%	2%	1%	1%	大中华区、APLA、EMEA的货币中性增长，部分抵消
Converse	-9%	-13%	-20%	-17%	-15%	西欧和北美的下滑
NIKE分渠道						
Nike Direct	6%	4%	略增	-7%	1%	
Digital	2%	1%	-4%	-10%	-3%	流量疲软、促销力度加大、经典鞋类特许经营销售额下降
自营	12%	9%	6%	-2%	6%	
批发	1%	-3%	3%	8%	2%	
NIKE分地区						
北美	-1%	-3%	3%	-1%	-1%	批发+6%，FY25Q1发货时间加速；工厂店客流放缓；儿童、健身、篮球增长强劲
EMEA	6%	-3%	-4%	1%	0%	新品销售强劲，全球足球在男性和儿童实现双位数增长
亚太及拉丁美洲	3%	10%	4%	4%	5%	墨西哥、东南亚和印度引领增长，男子篮球、男子全球足球和女子健身双位数增长
大中华区	12%	8%	6%	7%	8%	不及预期，实体店客流同比下滑两位数，除618外流量持续疲软
NIKE分品类						
鞋	4%	0%	3%	-2%	1%	男子、女子、儿童和乔丹的篮球双位数增长；女性健身鞋增长强劲；生活方式和跑步持续布局新品
服	-1%	-2%	-3%	4%	0%	健身服装品类双位数增长
配件	9%	15%	20%	35%	20%	
NIKE大中华区						
分品类						
鞋	11%	3%	5%	6%	6%	
服	14%	24%	10%	9%	14%	儿童业务以跑步和篮球业务领跑
配件	2%	36%	9%	32%	17%	
分渠道						
Nike Direct	10%	-4%	-1%	-2%		
Digital	6%	-22%	-13%	8%		保持高度促销，继续谨慎管理耐克和合作伙伴的库存，长期具备信心
自营	12%	16%	6%	-6%		
批发		19%	12%	15%		
财务表现						
FY2024Q4	GPM	SG&A ratio	EBIT Margin	NPM	备注	
公司整体	44.7%	32.4%	13.3%	11.9%	战略定价行动+海运费、物流成本降低，部分被NIKE Direct利润率下滑、渠道组合不利、外汇逆风抵消；	
YOY	+1.1pp	-1.7pp	+3.8pp	+3.9pp	SG&A需求创造投资增加被严格的费用管控抵消	
库存清理情况——库存状况健康						
截至FY2024Q4，存货金额75.19亿美元，同比-11%，环比-3%，存货天数持续改善						
FY2025业绩指引——下调全年收入指引						
收入下降中单，上半年下降高单						
营收端	Q1收入-10%，在管理经典鞋类特许经营权方面采取更积极行动、Nike Digital面临持续挑战、批发订单数量减少，新产品尚未形成规模、大中华区前景疲软、以及一些特定季度的时机因素					
盈利端	毛利率同比提升0.1-0.3pct；SG&A略有增长 Q1毛利率与全年持平；SG&A同比增长中单，投资EC24和巴黎奥运会					

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、台企：5月同比均持续改善，大部分台企环比持续增长

制鞋企业中，整体看同环比均持续改善。丰泰5月同比+17%/环比+11%，志强5月同比+41%/环比持平，钰齐5月同比-12%/环比+37%。

服装代工企业中，整体看同比均持续改善，羽绒代工环比增长。儒鸿5月同比+28%/环比+16%，聚阳5月同比+17%/环比+21%，光隆5月同比-1%/环比+62%。

箱包代工企业中，威宏5月同比+9%/环比持平，同比持续增长。

4、重点推荐公司盈利预测

本周重点推荐标的：

出口/出海链：开润股份、申洲国际、华利集团、名创优品、泡泡玛特、伟星股份、兴业科技、健盛集团；

运动户外品牌：滔搏、361度、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	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
滔搏	10.6	9.9	9.1	22.1	23.7	25.8	27.8	20.5	7.0	9.1	7.7	234.9	买入
安踏体育	18.9	14.4	14.2	102.4	134.3	136.6	156.5	34.9	31.2	1.7	14.6	1939.0	买入
李宁	12.5	11.9	10.4	31.9	33.4	38.4	43.5	-21.6	4.8	15.0	13.2	398.6	买入
特步国际	11.3	9.4	7.6	10.3	12.3	15.3	17.6	11.8	19.4	24.8	14.9	116.0	买入
361度	7.9	6.7	5.6	9.6	11.4	13.5	15.8	28.7	18.3	19.1	16.8	76.1	买入
报喜鸟	11.4	10.0	8.7	7.0	8.0	9.1	10.2	52.1	14.1	14.3	12.0	79.4	买入
比音勒芬	15.1	12.1	10.0	9.1	11.4	13.8	16.5	25.2	25.4	20.8	19.6	137.9	买入
海澜之家	15.0	14.1	12.6	29.5	31.5	35.3	38.8	37.0	6.8	11.8	9.9	443.8	买入
锦泓集团	10.3	8.3	7.0	3.0	3.7	4.3	5.0	316.8	23.0	18.6	15.7	30.5	买入
森马服饰	14.0	12.2	10.6	11.2	12.9	14.7	16.3	76.1	14.8	14.5	10.8	156.5	买入
申洲国际	23.0	18.6	16.3	45.6	56.3	64.5	73.2	-0.1	23.5	14.6	13.5	1048.9	买入
华利集团	22.2	18.4	15.6	32.0	38.6	45.6	53.0	-0.9	20.6	18.1	16.2	710.1	买入
开润股份	43.2	16.6	12.2	1.2	3.0	4.1	5.2	146.7	159.5	36.7	26.8	49.9	买入
兴业科技	16.0	11.0	8.7	1.9	2.7	3.4	4.0	23.7	44.9	26.3	15.8	29.8	买入
健盛集团	13.6	11.5	10.1	2.7	3.2	3.6	4.3	3.3	18.3	13.8	17.0	36.7	买入
名创优品	19.1	15.0	12.3	22.5	28.6	35.1	43.0	111.3	27.2	22.6	22.4	430.4	买入
泡泡玛特	43.3	32.4	25.2	10.8	14.5	18.6	23.5	127.5	33.7	28.4	26.7	468.8	买入
伟星股份	26.3	22.3	19.6	5.6	6.6	7.5	8.5	14.2	17.7	13.9	13.4	146.7	买入
波司登	15.9	13.5	11.7	30.7	36.2	41.7	47.7	49.1	17.8	15.2	14.2	487.3	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6月28日汇率：港币：人民币=0.91，收盘日截至2024年6月28日，其中滔搏、波司登为FY2025-FY2027预测）

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3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

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

深圳

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

西安

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