

纺织服饰

2024 年 08 月 11 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

《休闲户外电商增速亮眼，推荐出口出海链并关注优质品牌——行业周报》-2024.7.28

《优衣库上调全年指引、台股制造持续改善，推荐出口出海链——行业周报》-2024.7.14

《推荐出口出海出行链，关注优质品牌持续复苏——行业周报》-2024.6.30

Puma 维持全年指引，推荐 Q2 业绩确定性强的出口出行链

——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

张霜凝（分析师）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790524070006

● 重点推荐标的：

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

出口/出海链：开润股份、泡泡玛特、名创优品、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：推荐出口出行链，关注业绩确定性强的标的

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，上海嘉乐并表落地，一体化服装展翼，短期看，受益于奥运会、欧洲杯等赛事，预计 2024Q2 服装和箱包端订单充沛且在高产能利用率下维持较高盈利能力；品牌端 90 分精细化运营下加大包品类和跨境布局、小米生态链改革新机遇。**泡泡玛特：**2024H1 业绩超预期，收入/利润预计分别同增超 55%/90%。扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现，Q2 卡牌、积木新品类陆续上新；海外门店突破 100 家，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%+。**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%。**申洲国际：**阿迪达斯、优衣库上调全年指引，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%。**安踏体育：**在 Q2 零售环境波动情况下，安踏主品牌在专业品类及电商带动下环比提速，FILA Core 符合预期，其他品牌定位高端&卡位户外赛道实现 40-45%增长，各品牌库销比均表现优异，多品牌战略下经营韧性凸显。**361 度：**2024Q2 成人线下流水 10%增长、童装线下中双增长、电商 30-35%增长，2024Q2 产品端持续加强产品迭代，提升产品品质同时继续体现功能性及质价比心智，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%。**华利集团：**精细化管理优势突出，2024Q2 盈利能力稳健，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。

● 行业：Adidas 上调全年收入指引至高单、Puma 维持指引，7 月越南出口提速

7 月出口：7 月国内出口环比增速放缓，纺织品/服装/鞋/箱包美金计价出口额同比+3.5%/-4.4%/-5.3%/-11.8%，7 月越南纺织品及鞋出口同比+4%/+14%，环比提速。台股制造：足球鞋制造企业持续表现亮眼，7 月丰泰/志强/钰齐同比+3%/环比+9%，同比+45%/环比-7%，同比-9%/环比+10%；制衣企业均有同比增，7 月儒鸿/聚阳实业同比+9%/环比-8%，同比+3%/环比+12%，箱包代工企业威宏 7 月同比+16%/环比+15%。

Adidas 及 Puma 披露 FY2024Q2 业绩：货币中性下，FY2024Q2 阿迪达斯收入+11%，欧洲/北美/大中华区/日韩/拉丁美洲/新兴市场收入+19%/-8%/+9%/+6%/+33%/+25%，上调 FY2024 收入指引从中-高单至高单。货币中性下，FY2024Q2 Puma 收入增长 2%，美洲/亚太/EMEA 收入分别+9%/+1.9%/-4.3%，维持全年收入中单增长的指引。

● 风险提示：消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复&门店扩张不及预期。

目 录

1、行情回顾与下周推荐	3
1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑赢&H 股跑输大盘	3
1.2、重点推荐：开润股份、泡泡玛特、名创优品、申洲国际、安踏体育、361 度、伟星股份、华利集团	4
1.2.1、开润股份：收购上海嘉乐股权完成交割，箱包服装两翼齐飞	4
1.2.2、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
1.2.3、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	6
1.2.4、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	7
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：功能产品持续迭代并结合代言人资源营销，加强专业及质价比心智	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、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
1.3、本周个股更新	9
1.3.1、健盛集团：业绩稳步增长，看好越南产能爬坡&生产效率提升	9
2、行业：Adidas 及 Puma 披露 FY2024Q2 业绩，7 月国内出口放缓/越南提速	10
2.1、国内出口：7 月纺织品/服装/鞋/箱包+3.5%/-4.4%/-5.3%/-11.8%	10
2.2、越南出口：7 月纺织品及鞋出口同比+4%/+14%，环比提速	10
2.3、台股制造：足球鞋制造企业持续表现亮眼，制衣企业均有同比增长	14
2.4、Adidas：FY2024Q2 大中华区收入增长 9%，上调收入和利润指引	11
2.5、Puma：FY2024Q2 收入货币中性增长 2%，维持全年收入指引	13
3、重点推荐公司盈利预测	16
4、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：纺服板块本周上涨 0.25%，涨幅居后	3
图 3：慕尚集团控股、天创时尚、美邦服饰涨幅居前三	3
图 4：哈森股份、天虹纺织、中胤时尚跌幅居前三	3
图 5：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升	5
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 8：7 月纺织品/服装/鞋/箱包出口同比+3.5%/-4.4%/-5.3%/-11.8%	10
图 9：1-7 月纺织品/服装/鞋/箱包出口同比+3.3%/-0.8%/-5.4%/-1.1%	10
图 10：2024 年 7 月越南纺织品及鞋出口同比+4%/+14%	10
图 11：2024 年 1-7 月纺织品/鞋累计同比+4%/+10%	11
图 12：2024 年 7 月丰泰/钰齐/志强同比+3%/-9%/+45%，儒鸿/聚阳实业同比+9%/+3%	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

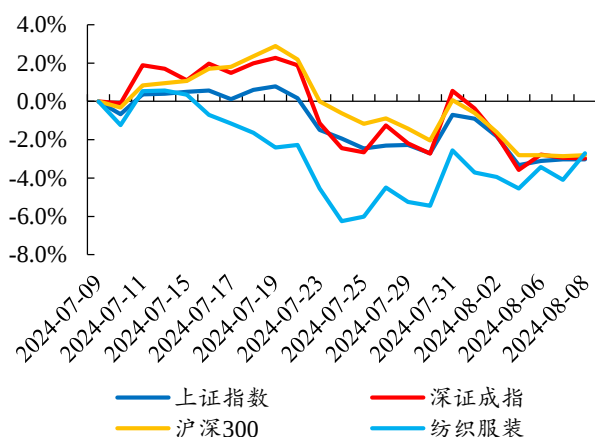
1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑赢&H 股跑输大盘

本周（2024 年 8 月 5 日-2024 年 8 月 9 日）

A 股板块表现:纺织服装板块上涨 0.25%，沪深 300 下跌 1.56%，跑赢大盘 1.8pct，在 31 个一级行业中排名第 8，子行业表现来看，纺织制造上涨 0.42%，跑赢大盘 2.0pct；服装家纺上涨 0.33%，跑赢大盘 1.9pct。

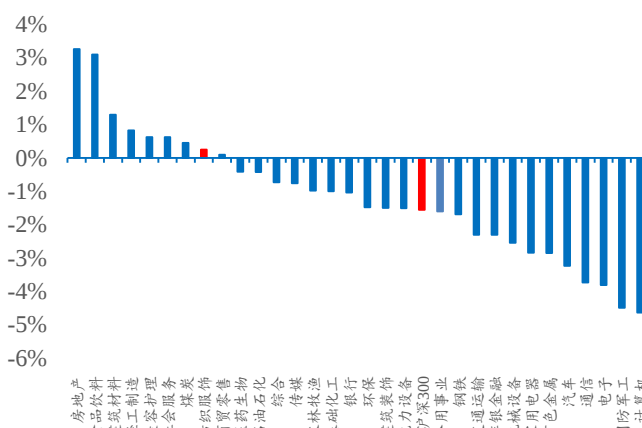
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块下跌 0.43%，恒生指数上涨 0.85%，跑输大盘 1.3pct。

图1：近 1 月 A 股纺服板块跑赢大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

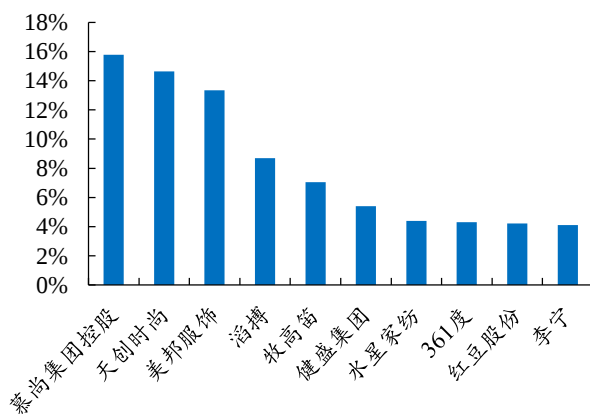
图2：纺服板块本周上涨 0.25%，涨幅居后



数据来源：Wind、开源证券研究所

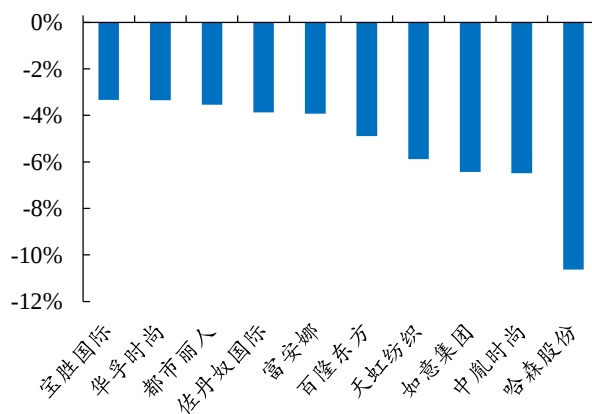
个股表现，慕尚集团控股、天创时尚、美邦服饰涨幅居前三，涨幅分别为 15.8%、14.6%、13.3%；哈森股份、中胤时尚、如意集团跌幅居前三，跌幅分别为 10.6%、6.5%、6.4%。

图3：慕尚集团控股、天创时尚、美邦服饰涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：哈森股份、中胤时尚、如意集团跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

1.2.1、开润股份：收购上海嘉乐股权完成交割，箱包服装两翼齐飞

公司收购 15.9%上海嘉乐股份有限公司（以下简称“上海嘉乐”）股权完成交割，将直接持有上海嘉乐 51.848%股权（此前为 35.944%），上海嘉乐正式并表。长期看，公司代工品类从箱包扩展到空间更大的服装领域，上海嘉乐为垂直一体化服装代工企业，拥有优质客户资源、面辅料研发、全球运作管理优势，并表后有利于双方资源共享，在箱包生产经验、客户、产能布局上深度协同，预计上海嘉乐盈利能力提升空间充足，并表后有望增厚集团利润。

代工制造全球化产能布局并卡位印尼，区位优势突出，顺势而为无惧竞争。

公司箱包及服装代工全球布局，预计海外产能布局约 70%且以印尼为主，印尼供应链优势在于：（1）成本低，体现在人力成本及税率，截至 2023 年 12 月，印尼是全球第四大人口国，拥有 2.8 亿人口，年龄中位数不足 30 岁，年轻的人口结构为制造业提供充足的人力资源，劳动力成本低于越南；印尼已与 22 个国家签署了多双边自贸协定，同时被纳入美国普惠制，同时出台了相关法律及优惠政策并建立经济特区，以鼓励外商投资。（2）高潜力消费市场：受城市化进程加快助推，中产阶层人群快速增加，第一数据预计 2024-2029 年纺织品市场规模 CAGR 超 5.54%，根据世界银行，2002 年以来印尼中产群体消费每年增长 12%，预计印尼 2030 年中产阶层人群数量将达 1.4 亿人，占总人口近 50%。下游客户预计会进一步加大对印尼本地工厂的采购，一方面印尼保护本土制造业，另一方面中国的进口成品关税可能提高。

箱包代工壁垒坚实制造，上海嘉乐成长路径明确，并表协同下盈利亟待释放。

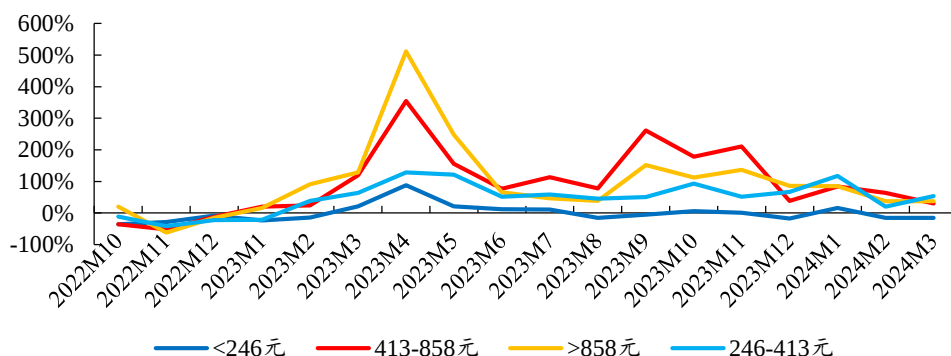
（1）箱包：客户结构优质且集中度高，预计订单维持双位数增长，同时公司优化客户及产能结构并提升精细化管理能力，2024Q1 箱包盈利能力提升显著，预计 2024Q2 维持较好盈利能力。（2）服装：印尼以服装加工为主，纺织产业链织造及染整加工的中上游环节较为薄弱，嘉乐 2003 年于印尼建厂，垂直一体化的产业链布局优势明显。同时，嘉乐服务于全球知名客户优衣库、Adidas、Puma、MUJI 等，客户集中度高，2023 年收入 12.85 亿元（+26.9%），规模提升空间广阔，预计并表后与箱包协同下盈利能力逐步释放，2024Q1 净利率 3.4%，预计 2024Q2 环比改善。

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

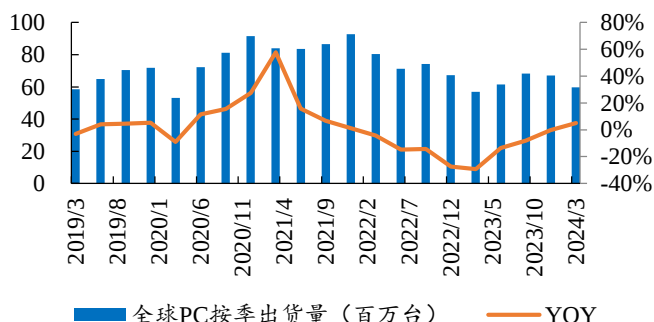
生态链的产品品类，N级单一品类只有一家合作伙伴，公司系箱包品类的N级合作伙伴，独供箱包品类。以前箱包作为小米生态链中不带店品类，渠道及推新受限，预计2024年改革后推新节奏加快、营销自由度提升，抖音渠道已开出箱包独立旗舰店，流量更精准&转化率更高。伴随新品占比提升，以及利益分配由毛利分成向毛保模式切换，盈利能力有望进一步提升。

图5：天猫渠道旅行箱包品类中，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、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：7月19日印尼雅加达门店开业，海外门店数突破100家，IP出海逻辑持续兑现。

2023年表现&2024H1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。2024H1预计收入增速超55%，净利润增速超90%，业绩持续超预期。

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。

1.2.3、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。

1.2.4、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。

1.2.5、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌革新释放活力

安踏：2024Q2 流水高单增长，大众定位/专业突破/品牌向上战略持续推进

(1) 2024Q2 安踏大货流水高单增长，安踏儿童流水中单增长，安踏大货及儿童环比 2024Q1 均有提速，电商流水增速环比持平。库销比继续维持在 5 以下，折扣环比改善 1pct，同比持平。(2) 主品牌大众定位/专业突破/品牌向上战略持续推进，6 月发布专为大众打造的慢跑缓震科技平台 PG7，搭载 PG7 科技的安踏旅步和安踏旅途分别售价 399/299 元，凸显品牌大众定位，同时预计带动跑步品类快速增长，此外预计 2024H2 欧文系列走量将持续带动篮球品类表现亮眼。分渠道，安踏电商流水增长 20-25%，线上、核心场、奥莱渠道表现好于下沉市场门店，超级安踏/安踏冠军/ANTA SNEAKERVERSE 店型均有较好表现。

FILA：Q2 高基数下 Core 符合预期，预计 2024H2 低基数下流水提速

2024Q2 大货高单增长，符合预期，Kids 和 Fusion 表现稍弱，电商高基数下增长 20%+ (2023Q2 电商流水增长 60%+)。库销比维持在 5 以下，线上、线下折扣均同比维持。预计 2024 年仍坚定执行顶级产品/顶级渠道/顶级品牌战略，2023H2 FILA 谨慎备货，预计 2024H2 在低基数下将通过产品及渠道延续高质量增长，FILA 产品端继续加大鞋商品占比及高尔夫及网球等专业品类占比，同时顶级渠道端持续提升门店形象，其中 ICONA 新车型中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，桑特及可隆均环比提速

2024Q2 迪桑特 35%-40%增长、可隆增长近 60%，其中线上增长表现亮眼，618 可隆、迪桑特排名均有较快提升，库销比同比表现优异且折扣改善，2024Q2 库销比均维持 5 左右，迪桑特折扣有所改善，可隆线上及线下均有 6-7pct 改善。。

1.2.6、361 度：功能产品持续迭代并结合代言人资源营销，加强专业及质价比心智

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/Q2 361° 成人线下流水高双/10%增长、361° 童装线下流水 20-25%/中双增长、电商流水 20-25%增长/30-35%，线下流水环比降速但电商亮眼且经营指标稳健。**经营指标：**2024Q2 库销比 4.5-5 保持良性，折扣大约 71 折，受益于性价比品牌的定价优势，折扣环比/同比均基本持平，有望恢复至 7.5 折的疫情前水平，售罄率预计 80%，表现优异。**线下：**2024Q2 成人门店预计净增，成人及儿童平均门店面积均有提升，成人门店平均月店效接近 200 万，童装门店平均月店效 100-130 万，预计 2024H2 童装店效随五代店占比提升进一步提高。**电商：**2024Q2 电商流水增长 30-35%，618 期间电商渠道销售额同比增长 94%，位列国产品牌第三，销量增长 99%，位列行业第一，洞察年轻群体心理推出差异化爆品，全渠道尖货销量超 24 万件，同比增长 167%，飞燃 3 在终端需求促进下补货需求旺盛。

产品端：2024Q2 持续加强产品迭代，提升产品品质同时继续体现功能性及质价比心智，跑步领域主打稳定支撑的泰坦家族系列推出泰坦 IICQT 跑鞋，6 月推出 Miro NUDE 栗蜂碳板跑鞋，中底使用 CQT Extrem3 科技，与德国赢创合作研发的 PA12 尼龙粗胚工艺使能量回馈达 90%。篮球领域结合代言人资源，4 月推出定价 799 的 Big3 5.0 Quick PRO，6 月推出 Supernova 2.0 Pro。**营销端：**代言人资源赋能篮球品类，预计巴黎奥运将结合约基奇产品及资源进行营销。

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、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%，欧美需求韧性及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），2024H1 人民币单价同比增长 5.3%，2024Q2 人民币兑美元汇率同比波动较小，美金单价稳健提升，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。2024Q1 越南峻宏、印尼新工厂顺利投产，2024Q1/Q2 销量 0.46/0.62 亿双，同比+18.36%/+18.17%，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（新工厂产能需 1.5-2 年爬坡）、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。

精细化管理竞争力显著。2024H1 公司持续优化流程，运营能力进一步加强，工厂效率逐步提升，预计 2024Q2 毛利率环比略有下降，2024Q1/Q2 归母净利率分别为 16.53%/16.26%，2024Q2 归母净利率受益于持续控费环比基本稳定，同比-1.29pct，主要系 2023Q2 汇兑收益对利润的正贡献影响，预计可比口径下同比仍有提升。

1.3、本周个股更新

1.3.1、健盛集团：业绩稳步增长，看好越南产能爬坡&生产效率提升

2024H1 业绩稳步增长，看好越南产能持续爬坡&生产效率提升。2024H1 实现营收 11.69 亿元（同比+5.5%），归母净利润 1.66 亿元（同比+33.8%），扣非归母净利润 1.62 亿元（同比+32.1%）；其中 2024Q2 实现营收 6.20 亿元（同比+1.5%），归母净利润 0.83 亿元（同比-1.85%）。2024H2 棉袜业务核心客户有望持续稳健增长，无缝服饰业务新客户订单有望持续落地，带动产能利用率和盈利能力改善，具备业绩弹性；长期来看，越南产能布局优化，公司受益于产业链外移。

2024H1 棉袜延续稳健增长，无缝服饰稳步爬坡。（1）棉袜：棉袜具备刚需属性，2024H1 延续增长态势，海外客户订单稳定，高单价产品占比提升，且蕉内、李宁等国内客户合作稳步推进。（2）无缝服饰：2024H1 新客户比重增长较快，越南产能利用率快速爬坡，看好 2024H2 新客户订单持续落地带动越南产能利用率和盈利能力持续提升。

2024H1 盈利能力显著提升，周年庆影响单季费用率。盈利能力：2024H1 毛利率/归母净利率为 28.9%/14.2%，分别同比+4.2/+3.0pct，分季度来看，2024Q1/Q2 单季度毛利率同比分别+7.0/+1.9pct，主要系新客户开拓、订单持续回暖增长，带动产能利用率提升，叠加公司降本增效提升生产效率，利润率显著提升。2024H1 期间费用率为 12.1%，同比-0.9pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/+0.1/-0.4/-0.5pct 至 3.1%/7.9%/1.9%/-0.7%，主要系 Q2 举办三十周年庆系列活动支出增加以及差旅费增加所致。**营运能力：**截至 2024H1 末 存货 6.74 亿元，同比+23.4%，存货周转天数 130 天（同比+1 天）；应收账款周转天数 78 天（同比+5 天），2024H1 经营净现金流同减 54.2%至 1.0 亿元，主要系为下半年订单集中备料，存货增加所致。

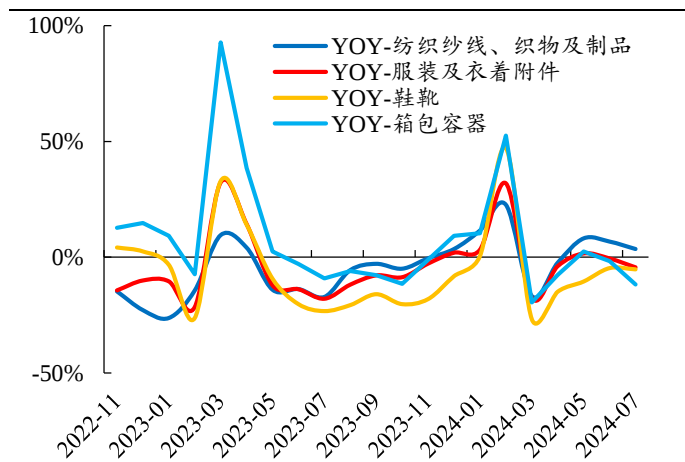
2、行业：Adidas 及 Puma 披露 FY2024Q2 业绩，7 月国内出口放缓/越南提速

2.1、国内出口：7 月纺织品/服装/鞋/箱包+3.5%/-4.4%/-5.3%/-11.8%

2024 年 1-7 月国内纺织品/服装/鞋/箱包出口美金额分别为 808.6/889.8/276.6/207.2 亿美元，同比+3.3%/-0.8%/-5.4%/-1.1%。

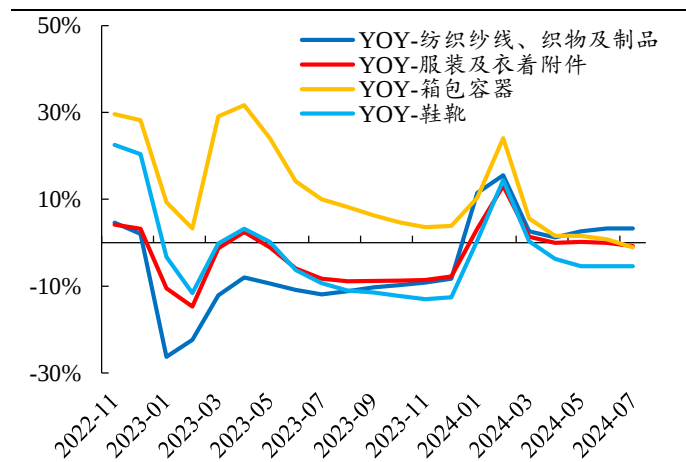
7 月国内出口环比增速放缓，纺织品/服装/鞋/箱包出口美金额分别为 115.4/152.5/42.7/27.2 亿美元，同比+3.5%/-4.4%/-5.3%/-11.8%。

图8：7 月纺织品/服装/鞋/箱包出口同比 +3.5%/-4.4%/-5.3%/-11.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：1-7 月纺织品/服装/鞋/箱包出口同比 +3.3%/-0.8%/-5.4%/-1.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

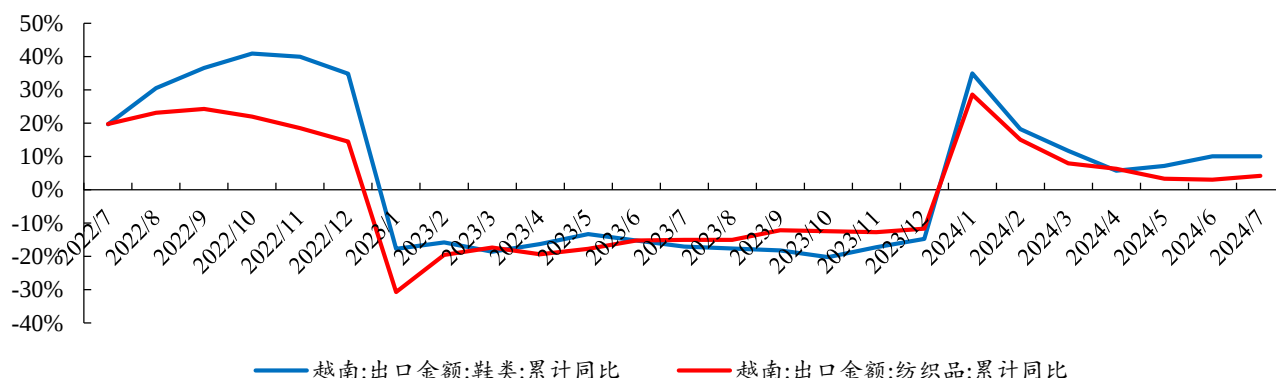
2.2、越南出口：7 月纺织品及鞋出口同比+4%/+14%，环比提速

2024 年 7 月越南纺织品及鞋出口同比+4%/+14%，增速环比提升，1-7 月纺织品/鞋累计同比+4%/+10%。

图10：2024 年 7 月越南纺织品及鞋出口同比+4%/+14%

出口金额同比（%，美元计价）	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24
越南纺织品出口当月同比	0%	-21%	-24%	0%	-17%	-23%	-16%	-15%	-11%	-13%	5%	-4%	-7%	-2%	16%	-9%	-2%	6%	4%	0%	4%
越南鞋出口当月同比	54%	6%	-20%	8%	-23%	-12%	-2%	-22%	-20%	-23%	-17%	-29%	-10%	5%	16%	-7%	10%	-3%	0%	13%	14%
越南对欧盟出口当月同比	-3%	-18%	-23%	23%	-16%	-12%	-5%	-16%	-1%	-13%	-4%	-7%	2%	6%	40%						
越南对美出口当月同比	-16%	-20%	-37%	6%	-21%	-23%	-21%	-24%	-16%	-10%	-1%	10%	10%	12%	63%						
越南对美纱线出口当月同比	-25%	-16%	-53%	-45%	-40%	-49%	-23%	-12%	-17%	0%	13%	18%	18%	25%	133%	33%	47%	38%	15%	-20%	
越南对美纺织品和服装出口当月同比	-18%	-30%	-47%	-7%	-26%	-30%	-15%	-19%	-16%	-12%	3%	-1%	-5%	3%	33%	-10%	1%	-1%	-7%	2%	
越南对美鞋履出口当月同比	-9%	-24%	-45%	-20%	-40%	-24%	-28%	-43%	-25%	-27%	-33%	-16%	14%	10%	57%	-5%	12%	2%	7%	22%	
中国台湾纺织品出口当月同比	-20%	-29%	-27%	-26%	-28%	-30%	-36%	-32%	-33%	-27%	-12%	-14%	-16%	-7%	-2%	-17%	2%	0%	10%	16%	-9%
中国台湾纱布出口当月同比	-20%	-29%	-28%	-27%	-30%	-31%	-39%	-35%	-35%	-29%	-12%	-14%	-15%	-9%	-1%	-17%	3%	1%	14%	19%	-9%
中国台湾鞋帽出口当月同比	-21%	-32%	-21%	-27%	-37%	-21%	-42%	-32%	-36%	-32%	-23%	-35%	-24%	-8%	-19%	-27%	8%	-15%	-4%	20%	-8%
中国台湾对美纱布出口当月同比	-28%	-25%	-32%	-43%	-28%	-27%	-26%	-38%	-29%	-5%	-29%	-20%	-4%	-2%	4%	1%	1%	-18%	-4%	0%	0%
中国台湾对美成衣出口当月同比	-31%	-28%	-32%	-44%	-31%	-25%	-23%	-34%	-27%	-14%	-28%	-17%	-10%	2%	-5%	-8%	6%	-13%	1%	3%	0%
中国台湾对美鞋履出口当月同比	-31%	-33%	-33%	-45%	-48%	-23%	-49%	-31%	-30%	-30%	-26%	-43%	-6%	2%	-21%	-22%	15%	-18%	1%	-4%	-2%
印尼纺织品出口当月同比	-15%	-20%	-27%	-20%	-23%	-44%	8%	-19%	-13%	-1%	-10%	-5%	-14%	-11%	3%	4%	-5%	3%			
印尼鞋履出口当月同比	-7%	-11%	-15%	-24%	-19%	-38%	14%	-25%	-19%	-17%	-32%	-2%	0%	-7%	-4%	14%	2%	4%			

数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024 年 1-7 月纺织品/鞋累计同比+4%/+10%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、Adidas：FY2024Q2 大中华区收入增长 9%，上调收入和利润指引

1.营业收入

FY2024Q2 营业收入 58.22 亿欧元（同比+9%），货币中性同比增长 11%，其中基础业务增长 16%，Yeezy 剩余库存部分销售产生 2 亿欧元收入。

FY2024H1 营业收入 112.80 亿欧元（同比+6%），货币中性同比增长 10%；其中基础业务增长 10%，Yeezy 剩余库存部分销售产生 3.5 亿欧元收入。

2.营收拆分：

按渠道拆分：

DTC 渠道：FY2024Q2 实现收入 23.88 亿欧元，同比增长 4%（货币中性），其中电商渠道同比减少 6%，Yeezy 业务规模减少，剔除 Yeezy，电商同比+30%；线下直营渠道同比增长 15%，主要系概念店强劲售罄推动；

批发渠道：FY2024Q2 实现收入 34.15 亿欧元，同比增长 17%（货币中性）

按地区拆分：

欧洲：FY2024Q2 /FY2024H1 实现营收 19.12/36.45 亿欧元，同比增长 19%/16.7%（货币中性）；

北美：FY2024Q2 /FY2024H1 实现营收 13.02/24.24 亿欧元，同比减少 8%/5.8%（货币中性），批发渠道继续采取保守策略以应对高库存，全价店销售双位数增长；

大中华区：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 8.22/17.19 亿欧元，同比增长 9%/8.5%（货币中性）；

日韩：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 3.21/6.60 亿欧元，同比增长 6%/6.7%（货币中性）；

拉丁美洲：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 6.73/12.87 亿欧元，同比增长 33%/8%（货币中性）；

新兴市场：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 7.49/14.61 亿欧元，同比增长 25%/20.7%（货币中性）。

按品类拆分：

鞋类：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 35.73/68.12 亿欧元，同比增长 17.0%/11.2% (FY2024Q2 为货币中性，FY2024H1 为欧元增长)，原创和足球类别双位数增长；

服装类：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 18.92/37.76 亿欧元，同比增长 6.0%/0.8% (FY2024Q2 为货币中性，FY2024H1 为欧元增长)，足球双位数增长，主要系 2024 年欧洲足联欧洲杯和美洲杯相关的球衣销售推动增长；

配饰类：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 3.70/6.98 亿欧元，同比降低 8%/6.3% (FY2024Q2 为货币中性，FY2024H1 为欧元增长)。

3.盈利能力：**毛利率：**

FY2024Q2 毛利率为 50.80% (同比-0.1pct)，主要系 Yeezy 业务缩减影响所致；剔除 yeezy 负面影响，Q2 毛利率为 50.5% (同比+1.5pct)。

FY2024H1 毛利率为 51.00% (同比+3.1pct)，毛利率同比上升原因：库存水平更健康、折扣减少、采购成本降低和业务组合优化所致，部分被汇率影响抵消。

期间费用：

FY2024Q2 其他经营费用为 26.37 亿欧元 (同比+2.1%)，费用率为 45.3% (同比-3.0pct)，其中市场营销费用为 7.07 亿欧元 (同比+14.6%)，经营管理费用为 19.30 亿欧元 (同比-1.8%)，

销售费用率增加主要系公司投入全球品牌活动 “You Got This”，在重大体育赛事强化品牌影响力；以及产品发布活动投入。

FY2024H1 其他经营费用为 51.15 亿欧元 (同比+3.4%)，费用率为 45.4% (同比-1.3pct)，其中市场营销费用为 13.63 亿欧元 (同比+11.9%)，经营管理费用为 37.52 亿欧元 (同比+0.6%)。

营业利润：

FY2024Q2 营业利润为 3.46 亿欧元 (同比+96.7%)，营业利润率为 5.9% (同比+2.7pct)；

FY2024H1 营业利润为 6.82 亿欧元 (同比+189%)，营业利润率为 6.0% (同比+3.8pct)；

归母净利润：

FY2024Q2 归母净利润为 1.90 亿欧元 (同比+126.2%)，净利率为 3.3% (同比+1.7pct)；

FY2024H1 归母净利润为 3.60 亿欧元 (同比+276.5%)，净利率为 3.2% (同比+5.1pct)；

4.营运能力：FY2024Q2 库存持续改善，健康库存奠定未来增长基础

存货：库存继续强劲改善，Q2 末存货规模为 45.44 亿欧元，同比下降 18%，货币中性下同比下降 17%，反映了公司大幅降低库存水平的成功举措，为支持未来的

收入增长奠定了健康基础。

5.2024 展望：上调收入和利润指引

营收：货币中性高单增长（前指引：中至高单增长），Yeezy 库存将按成本价出售贡献 5 亿欧元（原 3.5 亿欧元）；

利润端：营业利润 10 亿欧元（前指引：7 亿欧元），Yeezy 预计贡献 1 亿欧元（原：5000 万）；基础业务超预期 2.5 亿欧元。

2.4、Puma：FY2024Q2 收入货币中性增长 2%，维持全年收入指引

1.营业收入

FY2024Q2 营业收入 21.17 亿欧元（同比-0.2%），货币中性同比增长 2.1%

FY2024H1 营业收入 42.19 亿欧元（同比-2.1%），货币中性同比增长 1.3%

2.营收拆分：

按渠道拆分：

DTC 渠道：FY2024Q2/FY2024H1 实现收入 5.88/10.82 亿欧元，同比增长 19.5%/16.7%（货币中性），其中电商渠道同比增长 25.6%/18.1%，线下直营渠道同比增长 16.5%/16.0%；

批发渠道：FY2024Q2/FY2024H1 实现收入 15.30/31.38 亿欧元，同比下降 3.3%/3.1%（货币中性）。

按地区拆分：

美洲：FY2024Q2 /FY2024H1 实现营收 8.88/16.78 亿欧元，同比增长 9.0%/5.1%（货币中性），增长由于美国和拉丁美洲连续的改善；

APAC：FY2024Q2 /FY2024H1 实现营收 4.12/8.69 亿欧元，同比增长 1.9%/1.2%（货币中性），增长由于大中华区的持续增长和亚太地区其他地区的连续改善；

EMEA：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 8.18/16.74 亿欧元，同比下降 4.3%/2.2%（货币中性），下降主要系高基数，欧洲重回增长。

按品类拆分：

鞋类：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 10.97/22.78 亿欧元，同比增长 0%/1.6%（货币中性）；

服装类：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 7.06/13.14 亿欧元，同比增长 9.2%/3.5%（货币中性）；

配饰类：FY2024Q2/FY2024H1 实现营收 3.15/6.28 亿欧元，同比降低 4.7%/4.0%（货币中性）。

3.盈利能力：

毛利率：FY2024Q2 毛利率为 46.8%（同比+2pct），有利的产品和分销渠道组合以及采购和货运的利好因素抵消了来自货币的不利影响。FY2024H1 毛利率为 47.2%（同比+1.5pct），原因同上。

运营成本：FY2024Q2 运营成本为 8.79 亿欧元（同比+4.3%），费用率为 41.5%（同比+1.8pct），增长主要由于 DTC 业务的持续增长以及仓库和基础设施项目的成本增加。FY2024H1 运营成本为 17.25 亿欧元（同比+1.9%），费用率为 40.9%（同比+1.6pct），增长主要由于 DTC 业务的持续增长和基础设施项目成本的增加，以及汇率不利因素的影响。

息税前利润：FY2024Q2 息税前利润为 1.17 亿欧元（同比+1.6%），息税前利润率为 5.5%（同比+0.1pct），汇率对销售额、毛利率和运营支出比率产生了负面影响。FY2024H1 息税前利润为 2.76 亿欧元（同比-5.1%），息税前利润率为 6.5%（同比-0.3pct）。

净利润：FY2024Q2 净利润为 0.42 亿欧元（同比-23.8%），FY2024H1 净利润为 1.29 亿欧元（同比-25.0%）。

4. 营运能力：FY2024Q2 库存持续改善，健康库存奠定未来增长基础

存货：Q2 末存货规模为 19.61 亿欧元，同比下降 8.6%，总库存保持在健康水平，同时质量进一步提高。

5. 2024 展望： 维持收入指引，下调利润指引

营收：货币中性中单增长（维持指引），预计下半年，特别是第四季度，将比同期强劲。

利润端：考虑到运费上涨、关税变化和消费者情绪持续低迷等外部因素（尤其是在中国），息税前利润预期缩小至 6.2-6.7 亿欧元（前指引：6.2-7 亿欧元）。在不影响品牌中长期势头的前提下，公司销售增长和市场份额增长将优先于短期盈利能力，零售合作伙伴和消费者对 2024/2025 年产品系列有积极反馈。

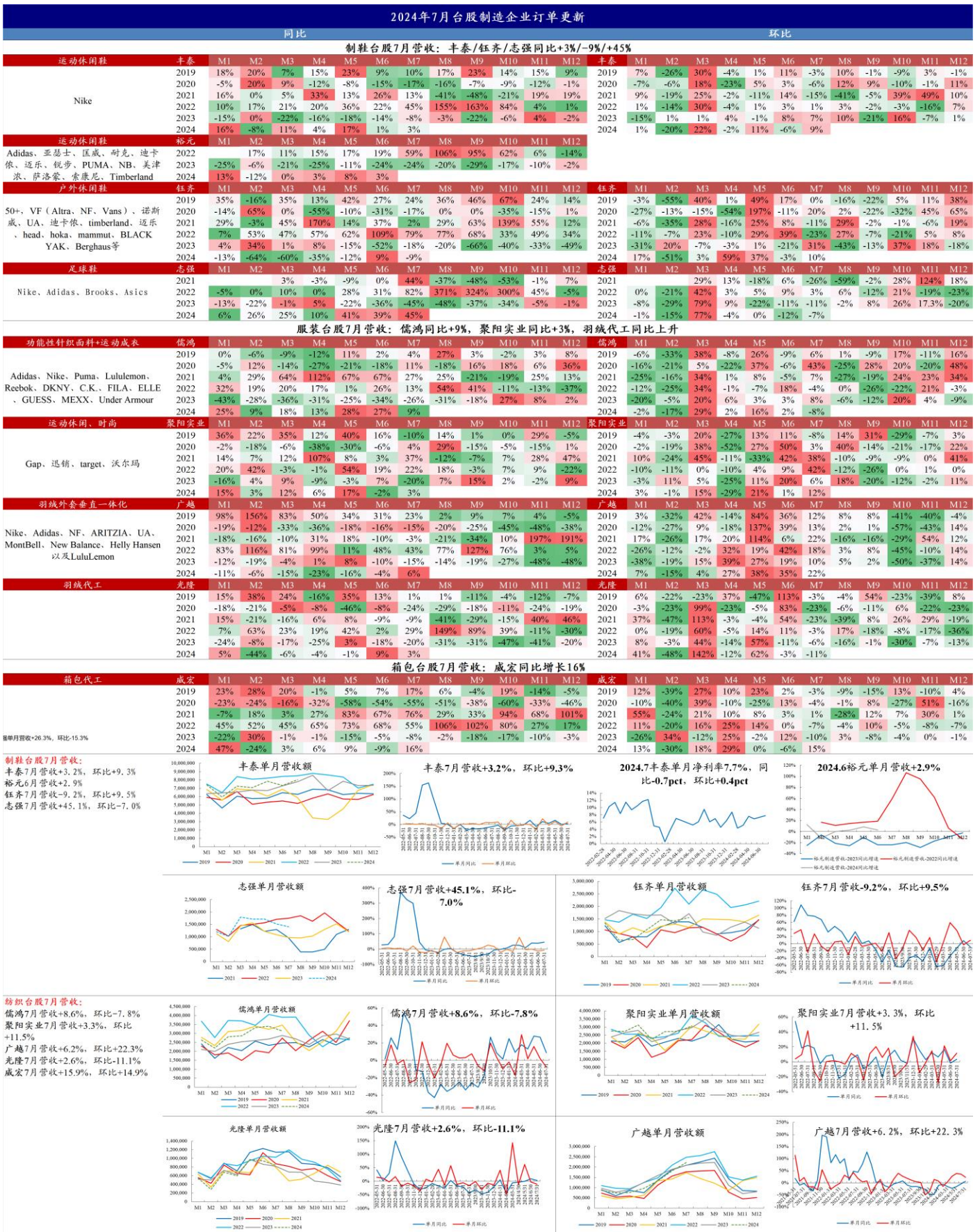
2.5、台股制造：足球鞋制造企业持续表现亮眼，制衣企业均有同比增长

制鞋企业中，足球鞋制造企业持续表现亮眼。丰泰 7 月同比+3%/环比+9%，志强 7 月同比+45%/环比-7%，钰齐 7 月同比-9%/环比+10%。

服装代工企业中，大部分企业同比增长。儒鸿 7 月同比+9%/环比-8%，聚阳实业 7 月同比+3%/环比+12%，羽绒代工中广越 7 月同比+6%/环比+22%，光隆 7 月同比+3%/环比-11%。

箱包代工企业中，威宏 7 月同比+16%/环比+15%。

图12：2024年7月丰泰/钰齐/志强同比+3%/-9%/+45%，儒鸿/聚阳实业同比+9%/+3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3、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
	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
滔搏	8.1	7.4	22.1	23.7	25.8	27.8	20.5	7.0	9.1	7.7	192.1	买入
安踏体育	13.6	13.4	102.4	134.3	136.6	156.5	34.9	31.2	1.7	14.6	1823.9	买入
李宁	10.1	8.8	31.9	33.4	38.4	43.5	-21.6	4.8	15.0	13.2	336.9	买入
特步国际	9.5	7.6	10.3	12.3	15.4	17.6	11.8	19.4	24.8	14.9	117.1	买入
361 度	5.7	4.8	9.6	11.4	13.5	15.8	28.7	18.3	19.1	16.8	64.4	买入
报喜鸟	7.4	6.4	7.0	8.0	9.1	10.2	52.1	14.1	14.3	12.0	58.5	买入
比音勒芬	10.3	8.5	9.1	11.4	13.8	16.5	25.2	25.4	20.8	19.6	117.7	买入
海澜之家	9.5	8.5	29.5	31.5	35.3	38.8	37.0	6.8	11.8	9.9	301.1	买入
锦泓集团	6.8	5.7	3.0	3.7	4.3	5.0	316.8	23.0	18.6	15.7	24.7	买入
森马服饰	10.3	9.0	11.2	12.9	14.7	16.3	76.1	14.8	14.5	10.8	132.3	买入
申洲国际	15.2	13.3	45.6	56.3	64.5	73.2	-0.1	23.5	14.6	13.5	854.9	买入
华利集团	18.0	15.2	32.0	38.6	45.6	53.0	-0.9	20.6	18.0	16.4	693.7	买入
开润股份	14.2	10.4	1.2	3.0	4.1	5.2	146.7	159.5	36.7	26.8	42.5	买入
兴业科技	9.6	7.6	1.9	2.7	3.4	4.0	23.7	44.9	26.3	15.8	25.8	买入
健盛集团	10.1	8.9	2.7	3.2	3.6	4.3	3.3	18.3	13.8	17.0	32.4	买入
名创优品	12.3	10.0	22.5	28.6	35.1	43.0	111.3	27.2	22.6	22.4	352.0	买入
泡泡玛特	33.8	26.3	10.8	14.5	18.6	23.5	127.5	33.7	28.4	26.7	488.7	买入
伟星股份	20.8	18.3	5.6	6.6	7.5	8.5	14.2	17.7	13.9	13.4	136.9	买入
波司登	10.9	9.4	30.7	36.2	41.7	47.7	49.1	17.8	15.2	14.2	393.5	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 8 月 9 日汇率：港币：人民币=0.91，收盘日截至 2024 年 8 月 9 日，其中滔搏、波司登为 FY2025-FY2027 预测）

4、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

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