

纺织服装

2024H1 中报综述

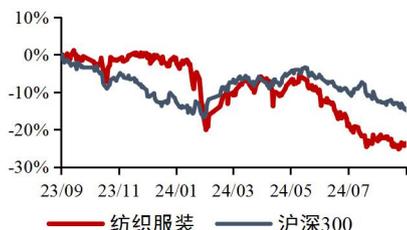
同步大市-A(维持)

2024H1 纺织制造板块业绩表现靓丽，运动服饰消费展现韧性

2024年9月5日

行业研究/行业动态分析

纺织服装板块近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

相关报告：

【山证纺织服装】Amer 发布 2024Q2 业绩，大中华区连续 4 个季度营收增速超过 40%-【山证纺服】行业周报 2024.8.25

【山证纺织服装】裕元集团发布 2024H1 业绩，伟星股份 2024H1 业绩超预期-【山证纺服】行业周报 2024.8.19

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：

- **纺织制造：2024H1 营收业绩均实现快速增长，产能利用率回升带动毛利率向上。**

2024 年上半年，我国纺织服装出口金额为 1431.76 亿美元，同比增长 0.3%，其中纺织品、服装出口金额分别为 693.51、738.25 亿美元，同比增长 3.3%、持平。越南纺织品和服装、制鞋出口金额分别为 165.23、107.18 亿美元，同比增长 5.0%、9.1%。品牌客户去库结束，订单恢复常态，纺织制造企业营收与业绩均实现快速增长。2024H1，纺织制造板块营收同比增长 17.5%，毛利率同比提升 3.2pct 至 27.0%，归母净利润同比增长 31.4%。2024Q1-2024Q2，营收同比分别增长 22.8%、18.7%，毛利率分别为 24.4%、27.0%，同比提升 1.5pct、1.3pct，归母净利润同比分别增长 44.1%、17.7%，2024Q2 板块业绩增速略慢于营收增速，主因汇兑收益下降。（注：季度数据不含申洲国际）。
- **运动服饰：2024H1 国内体育娱乐用品消费双位数增长，线上渠道表现优于线下。**

2024 年上半年，我国社零、体育/娱乐用品社零累计同比增长分别为 3.7%、11.2%。2024 年上半年，阿迪达斯大中华区实现营收 17.19 亿欧元，同比增长 4.2%。2023 年 12 月-2024 年 5 月，耐克大中华区实现营收 39.47 亿美元，同比增长 3.8%。营收端，2024H1，安踏体育、李宁、特步国际、361 度分别实现营收 337.35、143.45、72.03、51.41 亿元，同比增长 13.8%、2.3%、10.4%、19.2%。其中安踏品牌、李宁、特步主品牌、361 度电商业务收入同比增长 20.1%、11.5%、20%+、16.1%。毛利率端，2024H1，安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 64.1%、50.4%、46.0%、41.3%，同比变化为+0.8、+1.7、+3.1、-0.3pct。费用端，2024H1，安踏体育、李宁、特步国际、361 度销售费用率分别为 35.0%、30.2%、23.5%、17.8%，同比变化为+1.0、+2.0、+0.3、+0.2pct，管理费用率分别为 5.8%、4.7%、11.1%、6.1%，同比变化为+0.1、+0.5、+1.4、-0.6pct。业绩端，2024H1，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现归母净利润分别为 77.21、19.52、7.52、7.90 亿元，同比增长 62.6%、-8.0%、13.0%、12.2%，归母净利润率分别为 18.3%、13.6%、10.4%、15.4%，同比变化+0.5、-1.5、+0.2、-1.0pct。（注：安踏体育归母净利润率为剔除 Amer 口径）。
- **黄金珠宝：2024Q2 黄金首饰终端消费承压，黄金珠宝板块上半年业绩平稳增长。**

2024 年上半年，限额以上金银珠宝零售额为 1725 亿元，同比增长 0.2%，分季度看，24Q1-24Q2 分别实现 996.40、728.60 亿元，同比增长 4.5%、1.4%。2024 年上半年，我国黄金首饰消费量为 270.02 吨，同比下降 26.68%，分季度看，24Q1-24Q2 分别为 183.92、86.10 吨，同比下降 3.0%、51.8%。年初以来，我国黄金珠宝消费在 2024



年春节期实现开门红，但今年 2 季度开始，金价急速上涨，叠加黄金首饰加工费和品牌溢价高等因素，消费者观望情绪增强，加盟商进货更为谨慎，2 季度我国黄金首饰终端消费量大幅下滑。2024H1，黄金珠宝板块营收同比增长 9.7%，毛利率同比下滑 0.1pct 至 8.8%，归母净利润同比增长 2.0%。2024Q1-2024Q2，营收同比分别增长 11.3%、7.7%，毛利率分别为 8.4%、9.4%，同比下滑 0.15pct、0.11pct，归母净利润同比分别增长 9.9%、-7.7%。

- **投资建议：纺织制造板块**，2024 年上半年，受益于品牌客户库存去化结束，恢复正常下单，纺织制造板块营收业绩快速增长，销售毛利率同比回升，中游纺织制造企业华利集团、伟星股份受益于客户份额持续提升，业绩表现突出。展望后续，海外纺织服装库存处于健康水平，国际运动品牌客户销售展望稳中向好。继续推荐下游客户成长性优、新客户持续放量的华利集团，伴随越南生产基地投产、客户份额提升逻辑清晰的伟星股份，建议关注申洲国际、健盛集团、浙江自然。**运动服饰板块**，2024 年上半年，国内体育娱乐用品社零双位数增长，运动服饰消费展现韧性，高端运动品牌如迪桑特、可隆、索康尼营收高速增长，大众运动品牌 361 度零售流水表现同样较优。运动服饰行业上半年零售折扣稳中向好，库存水平可控。继续推荐具备多品牌矩阵、经营稳健的安踏体育，建议关注 361 度、特步国际、波司登、李宁。**黄金珠宝板块**，2024 年上半年，黄金珠宝终端消费基本保持平稳，2 季度以来由于金价急速上涨，终端需求增速环比有所放缓。黄金珠宝板块公司上半年线下渠道逆势拓店，抢占市场份额，整体营收增长好于行业。短期继续跟踪金价变化及终端黄金珠宝销售情况，中长期看好头部黄金珠宝公司品牌势能提升及渠道开拓能力，建议关注潮宏基、老凤祥、菜百股份、周大生。

风险提示：国内消费市场表现低于预期；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；行业竞争加剧。



目录

1. 纺织制造：2024H1 营收业绩均实现快速增长，产能利用率回升带动毛利率向上.....	6
2. 运动服饰：2024H1 国内体育娱乐用品消费双位数增长，线上渠道表现优于线下.....	10
3. 黄金珠宝：2024Q2 黄金首饰终端消费承压，黄金珠宝板块上半年业绩平稳增长.....	15
4. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1： 纺织制造板块营业收入及同比增速.....	6
图 2： 纺织制造板块季度营业收入及同比增速.....	6
图 3： 我国纺织服装出口金额及同比增速.....	7
图 4： 越南纺织服装、制鞋累计同比增速（单位%）	7
图 5： 纺织制造板块毛利率水平.....	7
图 6： 纺织制造板块季度毛利率水平.....	7
图 7： 纺织制造板块期间费用率.....	8
图 8： 纺织制造板块公司汇兑损益（单位：万元）	8
图 9： 纺织制造板块归母净利润及同比增速.....	9
图 10： 纺织制造板块季度归母净利润及同比增速.....	9
图 11： 本土运动服饰公司营收规模（亿元）	11
图 12： 本土运动服饰公司营收规模同比增速.....	11
图 13： 本土运动服饰公司毛利率.....	13
图 14： 本土运动服饰公司销售费用率情况.....	14

图 15: 本土运动服饰公司管理费用率情况.....	14
图 16: 本土运动服饰公司归母净利润（亿元）.....	14
图 17: 本土运动服饰公司归母净利润率.....	14
图 18: 本土运动服饰公司存货周转天数（天）.....	15
图 19: 本土运动服饰公司经营活动现金流净额（亿元）.....	15
图 20: 黄金珠宝板块营业收入及同比增速.....	16
图 21: 黄金珠宝板块季度营业收入及同比增速.....	16
图 22: 金银珠宝季度社零（单位：亿元）及同比增速.....	16
图 23: 我国黄金首饰季度消费量（单位：吨）及同比增速.....	16
图 24: 黄金珠宝板块毛利率水平.....	17
图 25: 黄金珠宝板块季度毛利率水平.....	17
图 26: 黄金珠宝板块期间费用率.....	18
图 27: 黄金珠宝板块季度期间费用率.....	18
图 28: 黄金珠宝板块归母净利润及同比增速.....	19
图 29: 黄金珠宝板块季度归母净利润及同比增速.....	19
表 1: 纺织制造公司季度营收同比增速.....	6
表 2: 纺织制造板块公司季度销售毛利率.....	7
表 3: 纺织制造板块公司季度期间费用率.....	8
表 4: 纺织制造公司季度归母净利润同比增速.....	10
表 5: 本土运动服饰公司零售终端流水表现.....	11
表 6: 本土运动服饰公司门店数量（单位：家）.....	12
表 7: 黄金珠宝公司季度营收同比增速.....	16



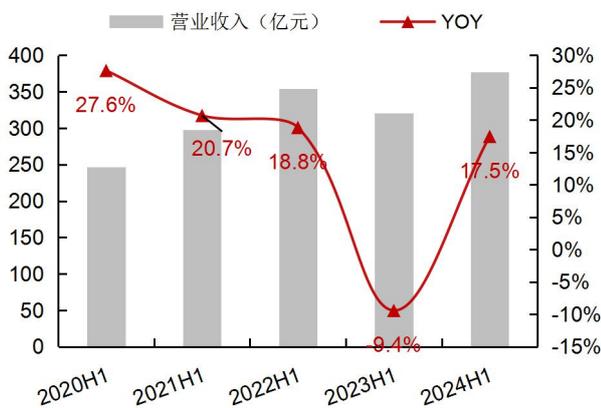
表 8: AU9999 金价 (元/克) 及同比变化、黄金首饰消费量、黄金珠宝社零季度同比增速.....	17
表 9: 黄金珠宝板块公司季度销售毛利率.....	17
表 10: 黄金珠宝板块公司季度期间费用率.....	18
表 11: 黄金珠宝公司季度归母净利润同比增速.....	19
表 12: 黄金珠宝板块公司线下门店及 2024H1 线上渠道经营情况.....	20
表 13: 建议关注标的的估值情况.....	21

1. 纺织制造：2024H1 营收业绩均实现快速增长，产能利用率回升带动毛利率向上

纺织制造板块，我们选取申洲国际/华利集团/伟星股份/浙江自然/健盛集团/百隆东方/新澳股份/开润股份/南山智尚作为分析样本。

品牌客户去库结束，订单恢复常态，2024H1 纺织制造板块营收实现快速增长。从上市公司层面看，2024年上半年，纺织制造板块实现营收 376.67 亿元，同比增长 17.5%。分季度看（不包含申洲国际），24Q1-24Q2 分别实现营收 105.91、141.00 亿元，同比增长 22.8%、18.7%。其中，伟星股份、华利集团 24Q2 营收同比增长 32.2%、20.8%，增速领先。从纺织服装出口看，2024 年上半年，我国纺织服装出口金额为 1431.76 亿美元，同比增长 0.3%，其中纺织品、服装出口金额分别为 693.51、738.25 亿美元，同比增长 3.3%、持平。越南纺织品和服装、制鞋出口金额分别为 165.23、107.18 亿美元，同比增长 5.0%、9.1%。

图 1：纺织制造板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：纺织制造板块季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：不含申洲国际）

表 1：纺织制造公司季度营收同比增速

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
华利集团	23.3%	7.4%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	30.2%	20.8%
伟星股份	11.5%	-17.8%	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%	32.2%
浙江自然	-1.2%	-19.8%	-27.2%	-5.1%	-15.8%	6.7%	13.8%	12.6%
健盛集团	-7.7%	1.1%	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	10.4%	1.5%
百隆东方	7.8%	-43.1%	-24.8%	-12.8%	6.2%	44.4%	23.5%	24.3%
新澳股份	6.3%	11.5%	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.5%	8.4%
开润股份	43.8%	-18.7%	21.0%	15.5%	-13.7%	41.4%	22.9%	12.8%

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
南山智尚	12.0%	-5.1%	1.3%	-12.6%	-2.0%	6.3%	10.3%	4.1%

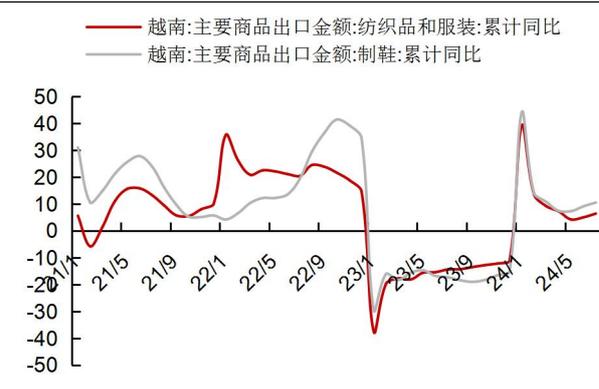
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 3: 我国纺织服装出口金额及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所

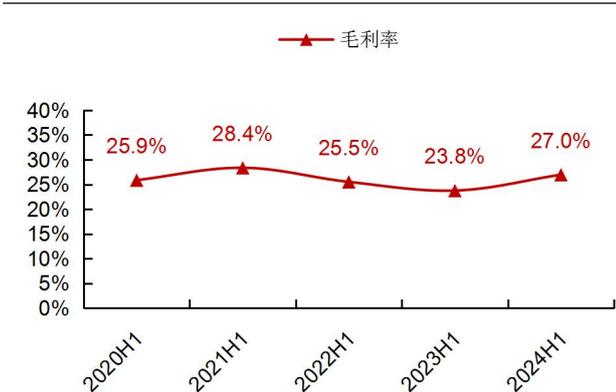
图 4: 越南纺织服装、制鞋累计同比增速 (单位%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

产能利用率回升带动纺织制造板块毛利率整体回升。盈利能力方面, 2024 年上半年, 纺织制造板块销售毛利率为 27.0%, 同比提升 3.2pct。分季度看 (不含申洲国际), 24Q1-24Q2 纺织制造板块销售毛利率分别为 24.4%、27.0%, 同比提升 1.5、1.3pct。2024H1 百隆东方销售毛利率较上年同期仍有差距, 预计主要为棉花价格处于低位, 公司为保证产能利用率而采取“以价换量”策略, 坏纱占比较上年同期有所提升。

图 5: 纺织制造板块毛利率水平



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 6: 纺织制造板块季度毛利率水平



资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 不含申洲国际)

表 2: 纺织制造板块公司季度销售毛利率

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
华利集团	25.1%	25.8%	23.3%	25.4%	26.5%	26.4%	28.4%	28.1%
伟星股份	41.4%	34.0%	37.7%	43.4%	42.2%	39.0%	37.9%	43.9%
浙江自然	37.1%	39.3%	37.9%	33.8%	30.2%	30.8%	38.4%	36.2%
健盛集团	27.4%	19.5%	22.4%	26.6%	28.6%	25.8%	29.3%	28.5%
百隆东方	28.8%	21.8%	13.3%	16.3%	3.6%	2.8%	5.9%	13.5%
新澳股份	19.6%	17.2%	19.3%	21.1%	17.6%	15.6%	19.9%	21.5%
开润股份	20.6%	19.6%	21.8%	21.6%	25.2%	28.7%	24.2%	23.7%
南山智尚	33.9%	36.9%	32.8%	35.2%	35.1%	35.1%	32.8%	34.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

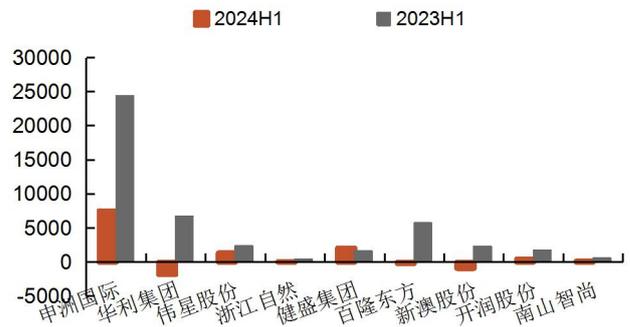
上半年纺织制造公司费用率稳定，汇兑收益同比下降。期间费用率方面，2024年上半年，纺织制造板块期间费用率同比提升0.5pct至9.4%，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为1.6%/7.1%/0.7%，同比变化为-0.11/+0.03/+0.57pct。今年上半年，纺织制造板块财务费用率提升主因汇兑收益下降。

图7：纺织制造板块期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图8：纺织制造板块公司汇兑损益（单位：万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表3：纺织制造板块公司季度期间费用率

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	同比	2024Q2	同比
销售费用率								
申洲国际	0.7%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.0%		
华利集团	1.4%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.3%	-0.1%
伟星股份	9.6%	6.9%	6.4%	7.8%	8.0%	0.1%	7.2%	-0.7%
浙江自然	2.4%	2.5%	1.2%	1.9%	2.0%	0.0%	1.7%	-0.2%
健盛集团	3.3%	3.3%	3.7%	3.2%	3.1%	-0.1%	2.8%	-0.4%
百隆东方	1.9%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.0%	0.6%	-0.1%
新澳股份	1.7%	1.5%	1.4%	1.7%	1.7%	-0.1%	1.7%	-0.1%

开润股份	11.8%	11.5%	8.1%	6.3%	5.4%	-0.8%	5.9%	-0.3%
南山智尚	9.4%	11.3%	9.5%	8.6%	7.2%	-1.4%	6.8%	-1.8%
管理费用率（含研发）								
申洲国际	8.0%	8.4%	7.4%	7.9%	7.3%	-0.6%		
华利集团	6.1%	5.4%	5.7%	4.6%	6.4%	1.8%	6.1%	1.5%
伟星股份	13.2%	13.2%	13.6%	13.6%	12.7%	-0.9%	10.1%	-3.5%
浙江自然	6.7%	6.0%	6.2%	8.5%	8.5%	0.0%	6.9%	-1.5%
健盛集团	11.0%	9.7%	8.6%	10.0%	9.8%	-0.2%	9.9%	-0.2%
百隆东方	7.5%	6.3%	6.1%	7.2%	5.4%	-1.7%	5.3%	-1.8%
新澳股份	8.1%	5.7%	4.7%	5.0%	5.0%	0.0%	4.7%	-0.3%
开润股份	12.1%	11.0%	10.8%	8.2%	8.0%	-0.2%	8.7%	0.5%
南山智尚	6.8%	7.9%	7.1%	8.1%	7.5%	-0.5%	6.0%	-2.0%
财务费用率								
申洲国际	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.4%	0.6%		
华利集团	0.6%	0.0%	-0.8%	-0.9%	-0.1%	0.8%	-0.2%	0.7%
伟星股份	0.5%	0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.1%	-0.7%	-0.2%
浙江自然	-0.3%	-0.4%	-2.8%	-1.4%	-0.5%	0.9%	-0.5%	0.9%
健盛集团	0.2%	1.4%	-0.6%	-0.2%	-0.7%	-0.5%	-0.8%	-0.6%
百隆东方	3.5%	1.7%	1.7%	0.4%	1.5%	1.1%	1.0%	0.6%
新澳股份	0.3%	0.5%	0.2%	-0.7%	1.0%	1.7%	0.7%	1.4%
开润股份	-0.5%	1.3%	0.5%	0.2%	0.7%	0.5%	0.7%	0.4%
南山智尚	1.3%	0.2%	0.1%	0.0%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
期间费用率合计								
申洲国际	9.1%	9.5%	8.9%	9.4%	9.3%	-0.1%		
华利集团	8.1%	6.3%	5.3%	4.2%	6.7%	2.5%	13.1%	8.9%
伟星股份	23.4%	20.5%	19.7%	21.0%	20.1%	-0.9%	11.1%	-9.9%
浙江自然	8.9%	8.1%	4.5%	9.0%	9.9%	0.9%	9.3%	0.3%
健盛集团	14.5%	14.5%	11.7%	13.0%	12.1%	-0.9%	9.6%	-3.4%
百隆东方	13.0%	8.4%	8.4%	8.2%	7.5%	-0.7%	7.9%	-0.2%
新澳股份	10.1%	7.7%	6.3%	6.0%	7.7%	1.6%	11.4%	5.3%
开润股份	23.4%	23.8%	19.4%	14.7%	14.2%	-0.5%	16.2%	1.5%
南山智尚	17.5%	19.4%	16.8%	16.7%	16.9%	0.3%	8.1%	-8.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2024H1 纺织制造板块业绩增幅快于营收，展现业绩弹性。2024 年上半年，纺织制造板块实现归母净利润 63.21 亿元，同比增长 31.4%。分季度看（不含申洲国际），24Q1-24Q2 归母净利润分别为 12.71、21.19 亿元，同比增长 44.1%、17.7%。

图 9：纺织制造板块归母净利润及同比增速

图 10：纺织制造板块季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 不含申洲国际)

表 4: 纺织制造公司季度归母净利润同比增速

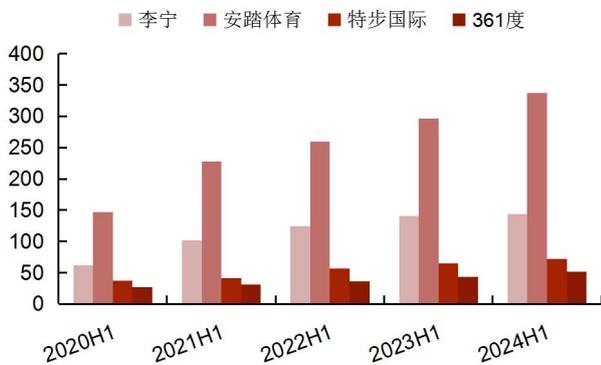
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
华利集团	25.1%	1.5%	-25.8%	6.7%	-5.9%	16.7%	63.7%	11.9%
伟星股份	28.2%	-163.6%	-17.7%	0.6%	10.6%	181.5%	45.2%	36.2%
浙江自然	-45.4%	-62.3%	-20.9%	-40.3%	-47.3%	-121.7%	-42.5%	16.4%
健盛集团	10.1%	50.7%	-53.0%	-19.6%	-4.5%	1115.4%	112.1%	-1.8%
百隆东方	8.5%	-9.4%	-75.6%	-56.2%	7.0%	-109.3%	-4.5%	-19.3%
新澳股份	14.2%	23.4%	21.2%	-2.1%	1.0%	2.2%	6.6%	3.4%
开润股份	-62.8%	-179.5%	-24.7%	1171.1%	128.2%	76.0%	103.0%	341.1%
南山智尚	0.0%	43.8%	13.4%	9.1%	17.4%	2.6%	15.4%	0.2%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

2. 运动服饰: 2024H1 国内体育娱乐用品消费双位数增长, 线上渠道表现优于线下

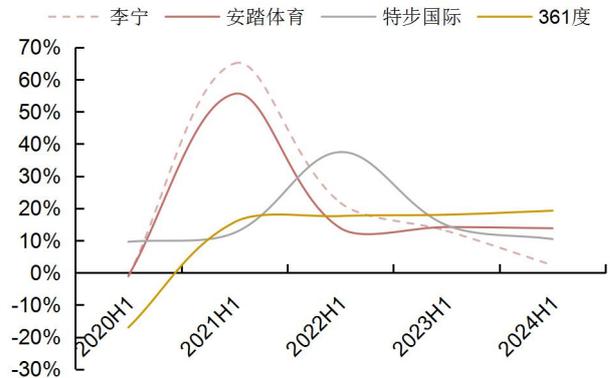
2024H1 体育娱乐用品社零实现双位数以上增长, 李宁营收增速相对较缓。2024 年上半年, 安踏体育、李宁、特步国际、361 度分别实现营收 337.35、143.45、72.03、51.41 亿元, 同比增长 13.8%、2.3%、10.4%、19.2%。分品牌看, 安踏体育旗下的安踏品牌、FILA 品牌、迪桑特及可隆其它品牌营收同比增长分别为 13.5%、6.8%、41.8%; 特步国际旗下的特步主品牌、索康尼与迈乐营收同比增长分别为 6.6%、72.2%。2024 年上半年, 我国社零、体育/娱乐用品社零累计同比增长分别为 3.7%、11.2%。2024 年上半年, 阿迪达斯大中华区实现营收 17.19 亿欧元, 同比增长 4.2%。2023 年 12 月-2024 年 5 月, 耐克大中华区实现营收 39.47 亿美元, 同比增长 3.8%。

图 11：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 12：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

表 5：本土运动服饰公司零售终端流水表现

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
安踏体育									
安踏	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	中单正增	高单正增
FILA	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	高单正增	中单正增
所有其他品牌	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	25%-30% 正增	40%-45% 正增
李宁									
直营零售	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	中单正增	持平
批发经销商	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	中单负增	高单负增
电子商务	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	20%-30% 低段正增	高单正增
特步国际									
特步主品牌	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	高单正增	10%正增
361度									
主品牌	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	高双正增	10%正增
童装品牌	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	20%-25% 正增	中双正增

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
电子商务	40%正增	45%正增	25%正增	35%正增	30%正增	30%正增	30%+正增	20%-25%正增	30%-35%正增

资料来源：安踏体育、李宁、特步国际、361 度季度运营情况公告，李宁 2022-2023 年报、2024H1 半年报，山西证券研究所

分渠道看，2024 年上半年各品牌电商渠道增速快于整体营收增速。电商渠道方面，2024H1，安踏品牌、李宁、特步主品牌、361 度电商业务收入同比增长 20.1%、11.5%、20%+、16.1%。线下渠道方面，四家运动服饰公司今年上半年均保持净开店态势，但开店速度相比 2023 年有所放缓，外延开店对公司营收增长贡献有限。分成人及儿童板块看，儿童业务门店数量同比增速为中单位数至双位数，快于成人。

李宁：成人门店数量与年初基本持平，电商增速领先。截至 2024H1 末，公司直营门店 1495 家，较年初净减少 3 家，门店数量同比增速为 5.1%；加盟门店 4744 家，较年初净增长 2 家，门店数量同比增速为持平。李宁 YOUNG 门店 1438 家，较年初净增加 10 家，门店数量同比增速为 12.3%。2024 年上半年，直营、电商、批发渠道收入同比增长分别为 2.7%、11.5%、-1.9%，收入占比为 24.4%、27.9%、46.0%。

安踏体育：直营收入占比继续提升，迪桑特开店速度较快。截至 2024H1 末，安踏、安踏儿童门店分别为 7073、2831 家，较年初净增加 20、53 家，门店数量同比增速分别为 1.9%、5.2%。安踏品牌 DTC 渠道、电商、批发渠道收入占比为 55.6%、34.6%、9.8%，批发渠道收入占比同比下滑 0.4pct。FILA 品牌，截至 2024H1 末，门店数量 1981 家，较年初净增加 9 家，门店数量同比增速为 2.0%。迪桑特、可隆品牌，截至 2024H1 末，门店数量 197、160 家，较年初净增加 10、-4 家，门店数量同比增速为 7.7%、持平。

特步国际：今年上半年成人及儿童门店均小幅增加。截至 2024H1 末，中国内地及海外的特步成人品牌店共 6578 家，较年初净增加 7 家，门店数量同比增速为 2.1%。特步儿童品牌店共 1706 家，较年初净增加 3 家，门店数量同比增速为 7.4%。

361 度：今年上半年拓店速度有所放缓。截至 2024H1 末，中国内地门店共 5740 家，较年初净增加 6 家，门店数量同比增速为 1.7%。361 度儿童门店 2550 家，较年初净增加 5 家，门店数量同比增速 4.2%。

表 6：本土运动服饰公司门店数量（单位：家）

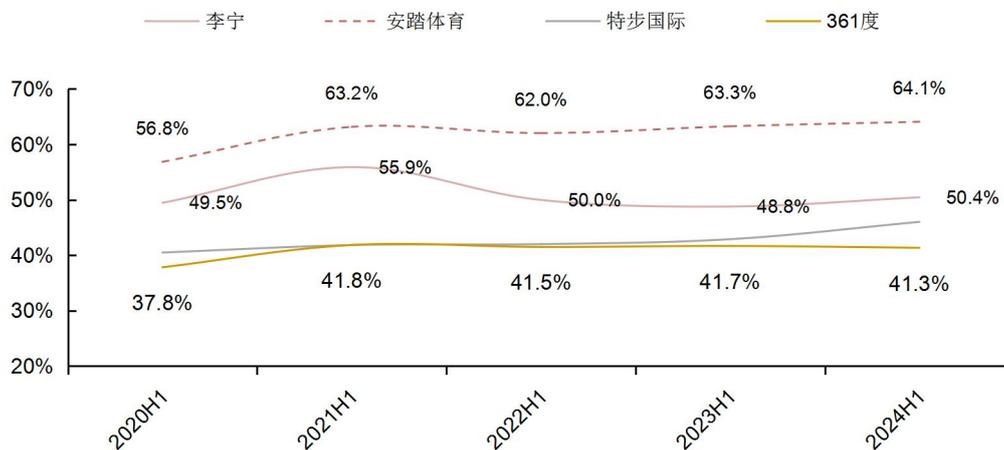
门店数量	2022H1	2022	2023H1	2023	YTD	YOY	2024H1	YTD	YOY
安踏成人	6660	6924	6941	7053	129	1.9%	7073	20	1.9%
安踏儿童	2563	2679	2692	2778	99	3.7%	2831	53	5.2%
FILA	2021	1984	1942	1972	-12	-0.6%	1981	9	2.0%
迪桑特	182	191	183	187	-4	-2.1%	197	10	7.7%
可隆	153	161	160	164	3	1.9%	160	-4	0.0%
安踏体育总计	11579	11939	11918	12154	215	1.8%	12242	88	2.7%

直营	1265	1430	1423	1498	68	4.8%	1495	-3	5.1%
批发	4672	4865	4744	4742	-123	-2.5%	4744	2	0.0%
李宁 YOUNG	1175	1308	1281	1428	120	9.2%	1438	10	12.3%
李宁总计	7112	7603	7448	7668	65	0.9%	7677	9	3.1%
特步成人	6251	6313	6443	6571	258	4.1%	6578	7	2.1%
特步儿童	1480	1520	1588	1703	183	12.0%	1706	3	7.4%
特步总计	7731	7833	8031	8274	441	5.6%	8284	10	3.2%
361度成人（中国大陆）	5365	5480	5642	5734	254	4.6%	5740	6	1.7%
361度儿童	2097	2288	2448	2545	257	11.2%	2550	5	4.2%
361度总计	7462	7768	8090	8279	511	6.6%	8290	11	2.5%

资料来源：安踏体育/李宁/特步国际/361度 2022-2023 年报，2022-2024 中报，山西证券研究所

2024H1 运动服饰公司毛利率稳中有升。2024 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 64.1%、50.4%、46.0%、41.3%，同比变化为+0.8、+1.7、+3.1、-0.3pct。安踏体育旗下，安踏主品牌、FILA 品牌、所有其它品牌毛利率分别为 56.6%、70.2%、72.7%，同比提升 0.8pct、1.0pct、-0.7pct。361 度毛利率下滑主因儿童业务推出更多高性价比产品，毛利率下降，以及成人鞋履产品高性价比尖货产品占比提升。

图 13：本土运动服饰公司毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

李宁广宣费用增加致销售费用率提升幅度较高，特步国际旗下专业运动品牌 DTC 经营推进致管理费用提升幅度较高。2024 年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度销售费用率分别为 35.0%、30.2%、23.5%、17.8%，同比变化为+1.0、+2.0、+0.3、+0.2pct，其中，安踏体育、李宁、特步国际、361 度广告及宣传支出

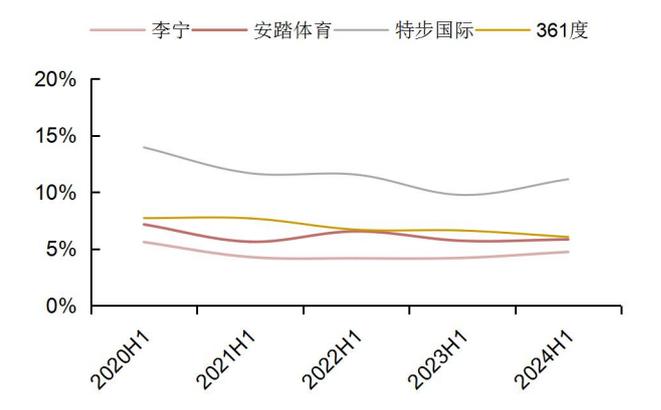
占收入比重同比变化分别为+0.4、+1.3、+0.1、+1.7pct。2024年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361度管理费用率分别为5.8%、4.7%、11.1%、6.1%，同比变化为+0.1、+0.5、+1.4、-0.6pct。在研发方面，2024年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361度研发投入占收入比重分别为2.7%、2.2%、2.2%、2.8%，同比变化+0.4、+0.1、-0.5、-0.5pct。

图 14：本土运动服饰公司销售费用率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：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

今年上半年李宁归母净利润下滑，安踏体育业绩增长稳健。2024年上半年，安踏体育、李宁、特步国际、361度实现归母净利润分别为77.21、19.52、7.52、7.90亿元，同比增长62.6%、-8.0%、13.0%、12.2%，归母净利润率分别为22.9%、13.6%、10.4%、15.4%，同比变化+6.9、-1.5、+0.2、-1.0pct。剔除Amer影响，安踏体育的归母净利润为61.61亿元，同比增长17.0%，归母净利润率18.3%，同比提升0.5pct。361度净利率下滑主因应收账款计提增加及其它收入下降。

图 16：本土运动服饰公司归母净利润（亿元）

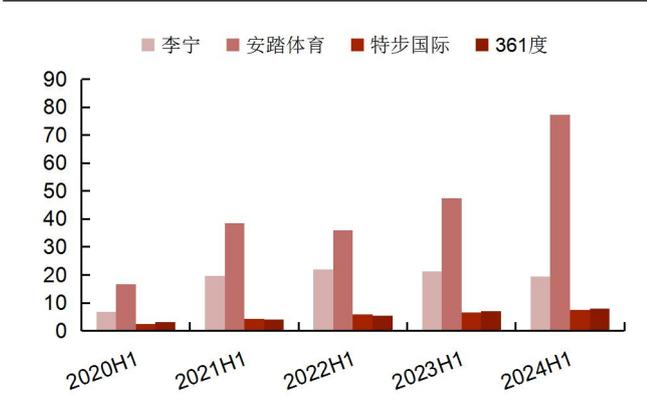
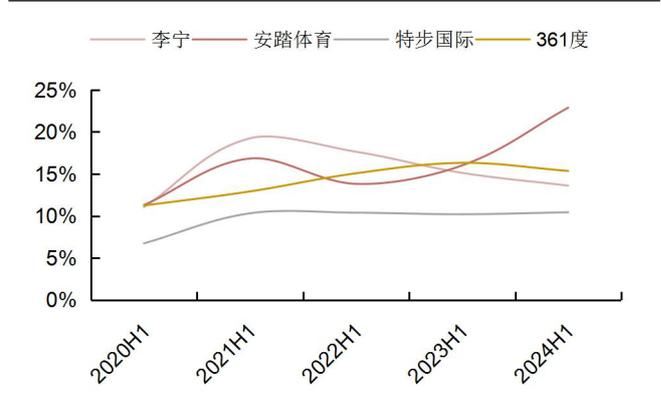


图 17：本土运动服饰公司归母净利润率

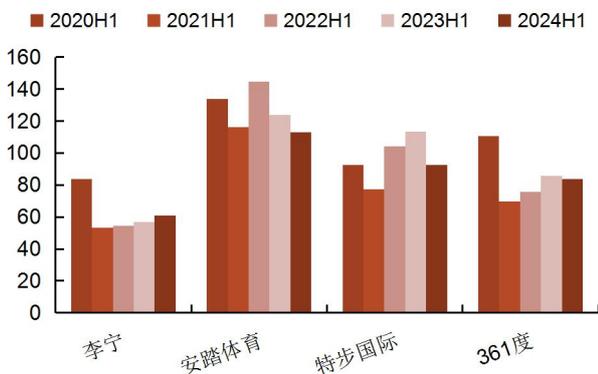


资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

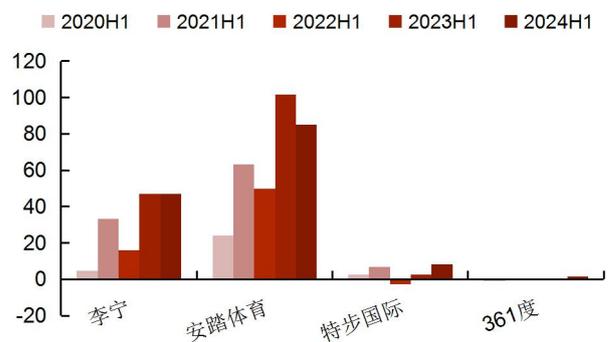
运动服饰公司库存周转处于可控水平，2024年上半年361度经营活动现金流相对较弱。存货方面，2024H1，安踏体育、李宁、特步国际、361度存货周转天数分别为113、61、92、84天，同比减少11天、增加4天、减少21天、减少2天。经营活动现金流方面，2024H1，安踏体育、李宁、特步国际、361度经营活动现金流净额分别为85.0、46.9、8.3、1.6亿元，占归母净利润比重分别为1.1、2.4、1.1、0.2。

图 18：本土运动服饰公司存货周转天数（天）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：本土运动服饰公司经营活动现金流净额（亿元）



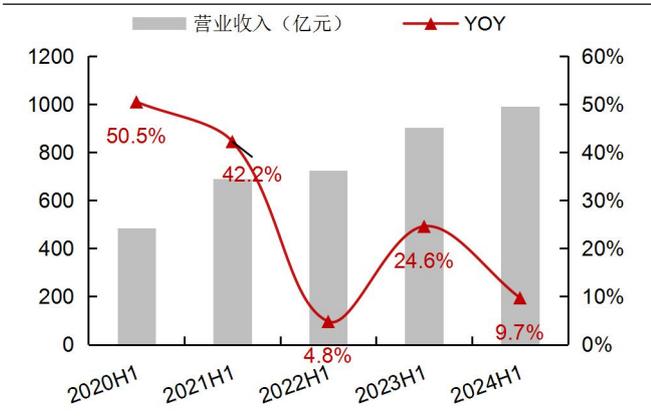
资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 黄金珠宝：2024Q2 黄金首饰终端消费承压，黄金珠宝板块上半年业绩平稳增长

黄金珠宝板块，我们选取老凤祥/中国黄金/周大生/菜百股份/潮宏基/曼卡龙作为分析样本。

24Q2 金价急涨背景下，黄金珠宝行业景气度下降，上市公司表现好于行业。从上市公司层面看，2024年上半年，黄金珠宝板块实现营收 989.59 亿元，同比增长 9.7%，分季度看，24Q1-24Q2 分别实现营收 575.63、413.95 亿元，同比增长 11.3%、7.7%。从行业层面看，2024 年上半年，限额以上金银珠宝零售额为 1725 亿元，同比增长 0.2%，分季度看，24Q1-24Q2 分别实现 996.40、728.60 亿元，同比增长 4.5%、1.4%。2024 年上半年，我国黄金首饰消费量为 270.02 吨，同比下降 26.68%，分季度看，24Q1-24Q2 分别为 183.92、86.10 吨，同比下降 3.0%、51.8%。年初以来，我国黄金珠宝消费在 2024 年春节期间实现开门红，但今年 2 季度开始，金价急速上涨，24Q1-24Q2 上金所 AU9999 收盘均价同比涨幅为 16.3%、23.4%，叠加黄金首饰加工费和品牌溢价高等因素，消费者观望情绪增强，加盟商进货更为谨慎，2 季度我国黄金首饰终端消费量大幅下滑，黄金珠宝社零基本保持平稳，但上市公司表现好于行业整体。

图 20：黄金珠宝板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：黄金珠宝板块季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 7：黄金珠宝公司季度营收同比增速

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24H1
潮宏基	4.6%	-12.7%	21.6%	61.0%	23.7%	35.1%	17.9%	10.3%	14.2%
周大生	4.2%	-18.7%	49.6%	68.6%	15.2%	74.0%	23.0%	-20.9%	1.5%
曼卡龙	54.2%	40.0%	2.7%	32.1%	2.4%	33.5%	45.1%	49.9%	47.9%
老凤祥	8.8%	6.4%	33.2%	3.2%	9.7%	-1.1%	4.4%	-9.2%	-1.0%
中国黄金	0.4%	-17.4%	12.3%	22.5%	13.4%	31.6%	13.1%	25.9%	18.9%
菜百股份	51.2%	-21.7%	45.6%	77.8%	25.5%	69.8%	25.0%	41.3%	31.4%

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：金银珠宝季度社零（单位：亿元）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：我国黄金首饰季度消费量（单位：吨）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

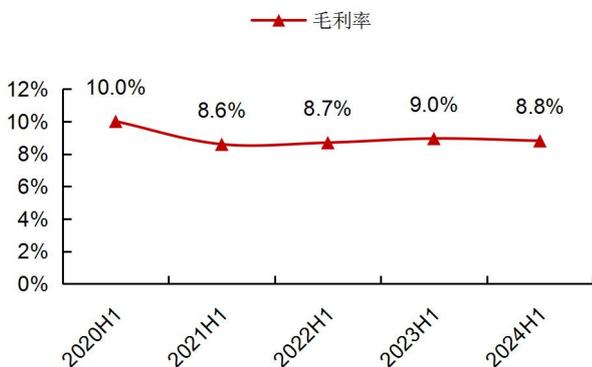
表 8：AU9999 金价（元/克）及同比变化、黄金首饰消费量、黄金珠宝社零季度同比增速

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
AU9999 金价	385.05	398.77	384.49	401.04	420.45	447.71	459.69	470.60	489.18	552.59
YOY	2.5%	5.5%	2.9%	8.1%	9.2%	12.3%	19.6%	17.3%	16.3%	23.4%
黄金首饰消费量	-0.2%	-15.3%	11.6%	-27.5%	12.3%	17.6%	-8.8%	16.8%	-3.0%	-51.8%
黄金珠宝社零	3.2%	-10.1%	8.7%	-5.3%	13.6%	10.4%	0.0%	11.5%	4.5%	1.4%
黄金珠宝板块营收	12.6%	-3.7%	8.6%	-10.0%	27.4%	21.1%	12.9%	27.2%	11.3%	7.7%

资料来源：Wind，山西证券研究所

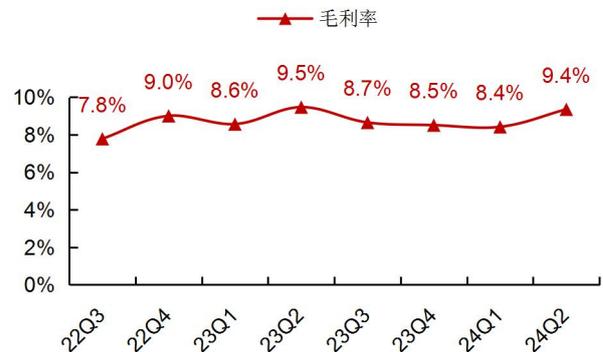
2024 年上半年老凤祥及中国黄金毛利率稳中有升。盈利能力方面，2024 年上半年，黄金珠宝板块销售毛利率为 8.8%，同比下滑 0.1pct，其中老凤祥、中国黄金销售毛利率同比提升 0.7pct、0.2pct，主因产品结构稳定、受益于金价上涨；曼卡龙/潮宏基/菜百股份/周大生销售毛利率同比下滑 4.6/2.7/2.4/0.1pct，主因渠道结构及产品结构变化。分季度看，24Q1-24Q2 黄金珠宝板块销售毛利率分别为 8.4%、9.4%，同比下滑 0.15pct、0.11pct。

图 24：黄金珠宝板块毛利率水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：黄金珠宝板块季度毛利率水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

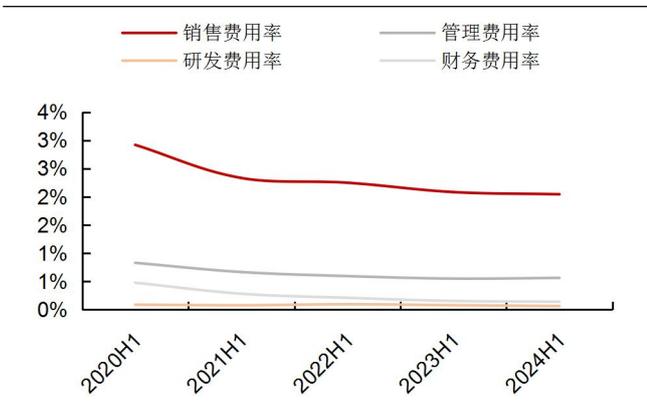
表 9：黄金珠宝板块公司季度销售毛利率

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24H1
潮宏基	28.6%	28.3%	28.0%	25.7%	26.5%	23.9%	24.9%	23.3%	24.1%
周大生	17.9%	22.6%	17.9%	19.0%	17.8%	17.9%	15.6%	22.9%	18.4%
曼卡龙	18.2%	10.4%	23.2%	14.5%	16.2%	9.7%	17.2%	10.9%	13.5%
老凤祥	6.7%	9.1%	8.0%	9.1%	7.5%	9.5%	8.4%	10.7%	9.2%
中国黄金	2.5%	4.1%	4.0%	4.5%	4.2%	3.8%	4.1%	4.7%	4.4%
菜百股份	10.5%	10.8%	11.4%	11.6%	10.5%	9.3%	10.0%	7.8%	9.1%

资料来源：Wind，山西证券研究所

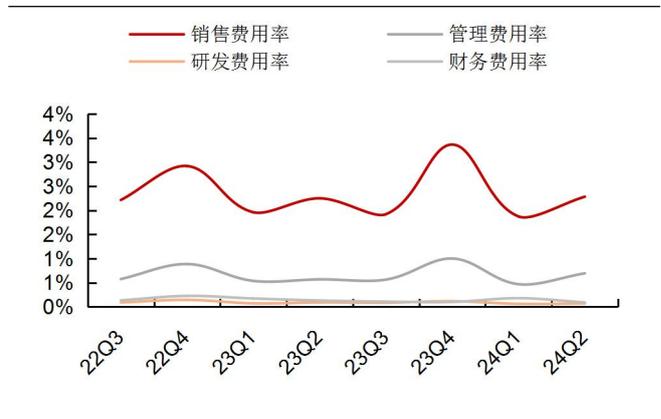
2024年上半年黄金珠宝板块期间费用率整体保持平稳。期间费用率方面，2024年上半年，黄金珠宝板块期间费用率同比下滑0.05pct至2.8%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为2.0%/0.6%/0.1%/0.1%，同比变化为-0.04/+0.01/-0.01/-0.01pct。周大生2024H1销售费用率同比提升1.5pct，2024Q2销售费用率同比提升3.6pct，主因自营门店增加及广告投放活动较多使得人员薪资费用、租赁费用及广告宣传费用同比增幅较大所致。潮宏基2024H1销售费用率同比下滑2.7pct，2024Q2销售费用率同比下滑3.2pct，主因公司线下渠道持续推进“自营转加盟”，自营门店销售费用下降。

图 26：黄金珠宝板块期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：黄金珠宝板块季度期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 10：黄金珠宝板块公司季度期间费用率

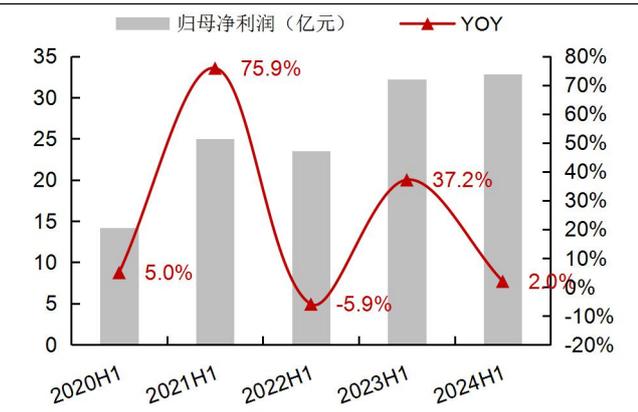
	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	同比	2024Q2	同比
销售费用率								
潮宏基	25.6%	18.6%	17.7%	14.1%	11.4%	-2.7%	11.3%	-3.2%
周大生	16.3%	10.6%	6.3%	4.9%	6.5%	1.5%	8.9%	3.6%
曼卡龙	14.5%	8.4%	8.6%	7.2%	5.6%	-1.6%	5.1%	-0.9%
老凤祥	1.7%	1.5%	1.3%	1.4%	1.3%	-0.1%	1.5%	0.1%
中国黄金	1.0%	0.8%	1.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.7%	-0.2%
菜百股份	4.1%	2.9%	3.3%	2.6%	2.4%	-0.2%	2.5%	0.2%
管理费用率（含研发）								
潮宏基	5.2%	3.4%	3.5%	2.6%	2.8%	0.1%	2.9%	-0.1%
周大生	3.1%	1.7%	0.9%	0.6%	0.7%	0.1%	1.0%	0.3%
曼卡龙	4.4%	3.7%	4.6%	3.7%	2.5%	-1.1%	2.3%	-1.0%
老凤祥	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.1%	1.1%	0.4%
中国黄金	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	-0.1%	0.3%	-0.1%

菜百股份	1.3%	1.0%	1.0%	0.6%	0.5%	-0.1%	0.3%	-0.1%
财务费用率								
潮宏基	2.2%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.0%	0.5%	0.0%
周大生	-0.4%	-0.5%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
曼卡龙	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.5%
老凤祥	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.1%
中国黄金	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
菜百股份	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%
期间费用率合计								
潮宏基	33.0%	22.6%	22.0%	17.3%	14.6%	-2.6%	14.7%	-3.4%
周大生	19.0%	11.8%	7.0%	5.6%	7.4%	1.8%	10.1%	4.2%
曼卡龙	18.9%	12.1%	13.3%	10.9%	7.6%	-3.3%	7.0%	-2.4%
老凤祥	3.0%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	0.0%	2.7%	0.5%
中国黄金	1.7%	1.2%	1.4%	1.1%	1.0%	-0.1%	0.9%	-0.3%
菜百股份	6.0%	4.2%	4.4%	3.5%	3.1%	-0.4%	3.0%	0.0%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

今年上半年黄金珠宝板块业绩增速弱于营收, 24Q2 业绩同比下滑。2024 年上半年, 黄金珠宝板块实现归母净利润 32.85 亿元, 同比增长 2.0%, 分季度看, 24Q1-24Q2 分别实现归母净利润 19.42、13.43 亿元, 同比增长 9.9%、-7.7%。2024 年上半年, 周大生归母净利润下滑, 主因销售费用率上升较快; 菜百股份归母净利润下滑, 主因盈利能力相对较低的投资类产品占比提升拉低公司整体销售毛利率。

图 28: 黄金珠宝板块归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 29: 黄金珠宝板块季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 11: 黄金珠宝公司季度归母净利润同比增速

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24H1
潮宏基	1.7%	-154.4%	30.1%	54.0%	23.4%	157.2%	5.5%	16.8%	10.0%

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24H1
周大生	-12.7%	-26.9%	26.1%	26.8%	2.9%	38.0%	-6.6%	-30.5%	-18.7%
曼卡龙	-16.4%	-49.8%	29.3%	60.8%	23.4%	166.0%	21.1%	0.6%	11.3%
老凤祥	2.0%	-9.0%	76.1%	15.1%	48.5%	-27.4%	12.0%	8.1%	10.3%
中国黄金	12.0%	-35.9%	19.1%	26.6%	16.5%	53.7%	21.1%	-2.6%	10.6%
菜百股份	55.4%	6.2%	30.6%	157.7%	67.6%	10.3%	16.2%	-28.3%	-3.0%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2024年上半年黄金珠宝公司线下门店逆势扩张，曼卡龙/菜百股份线上渠道高增长。分渠道看，线下展店方面，截至2024H1末，老凤祥/周大生/中国黄金/潮宏基/曼卡龙/菜百股份门店数量分别为6022/5230/4266/1451/224/93家，较年初净增加28/124/9/52/6/6家。线上渠道方面，2024年上半年，菜百股份/周大生/曼卡龙/潮宏基线上渠道实现营收22.99/11.91/6.68/5.36亿元，同比增长49.99%/3.09%/103.82%/-4.12%。

表 12：黄金珠宝板块公司线下门店及 2024H1 线上渠道经营情况

	2024H1 末门店数量	较年初净变化	线上渠道营收（亿元）	同比增速
老凤祥	6022	28		
周大生	5230	124	11.91	3.09%
中国黄金	4266	9		
潮宏基	1451	52	5.36	-4.12%
曼卡龙	224	6	6.68	103.82%
菜百股份	93	6	22.99	49.99%

资料来源：老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基、曼卡龙、菜百股份 2023 年报及 2024 年半年报，山西证券研究所（注：潮宏基仅统计珠宝业务）

4. 投资建议

纺织制造板块，2024年上半年，受益于品牌客户库存去化结束，恢复正常下单，纺织制造板块营收业绩快速增长，销售毛利率同比回升，中游纺织制造企业华利集团、伟星股份受益于客户份额持续提升，业绩表现突出。展望后续，海外纺织服装库存处于健康水平，国际运动品牌客户销售展望稳中向好。继续推荐下游客户成长性优、新客户持续放量的**华利集团**，伴随越南生产基地投产、客户份额提升逻辑清晰的**伟星股份**，建议关注**申洲国际**、**健盛集团**、**浙江自然**。运动服饰板块，2024年上半年，国内体育娱乐用品社零双位数增长，运动服饰消费展现韧性，高端运动品牌如迪桑特、可隆、索康尼营收高速增长，大众运动品牌361度零售流水表现同样较优。运动服饰行业上半年零售折扣稳中向好，库存水平可控。继续推荐具

备多品牌矩阵、经营稳健的**安踏体育**，建议关注**361度**、**特步国际**、**波司登**、**李宁**。黄金珠宝板块，2024年上半年，黄金珠宝终端消费基本保持平稳，2季度以来由于金价急速上涨，终端需求增速环比有所放缓。黄金珠宝板块公司上半年线下渠道逆势拓店，抢占市场份额，整体营收增长好于行业。短期继续跟踪金价变化及终端黄金珠宝销售情况，中长期看好头部黄金珠宝公司品牌势能提升及渠道开拓能力，建议关注**潮宏基**、**老凤祥**、**菜百股份**、**周大生**。

表 13：建议关注标的估值情况

所属板块	公司名称	证券代码	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE	
					2023A	2024E	2025E	2024E	2025E
纺织制造	华利集团	300979.SZ	780	66.85	2.74	3.32	3.84	20.1	17.4
	伟星股份	002003.SZ	150	12.83	0.53	0.59	0.67	21.9	19.0
	申洲国际	2313.HK	950	63.20	3.03	3.84	4.37	15.0	13.2
	健盛集团	603558.SH	33	9.05	0.74	0.87	1.02	10.4	8.9
	浙江自然	605080.SH	21	15.06	0.92	1.21	1.45	12.4	10.4
运动服饰	安踏体育	2020.HK	2153	76.00	3.60	4.79	4.93	14.5	14.1
	361度	1361.HK	71	3.44	0.47	0.54	0.63	5.8	5.0
	特步国际	1368.HK	120	4.53	0.40	0.46	0.53	8.9	7.7
	波司登	3998.HK	418	3.79	0.28	0.32	0.37	10.8	9.4
	李宁	2331.HK	370	14.32	1.23	1.25	1.40	10.5	9.3
黄金珠宝	潮宏基	002345.SZ	40	4.53	0.38	0.45	0.53	10.0	8.5
	老凤祥	600612.SH	211	50.54	4.23	4.75	5.34	10.6	9.5
	菜百股份	605599.SH	79	10.16	0.91	0.98	1.11	10.3	9.1
	周大生	002867.SZ	116	10.60	1.21	1.25	1.43	8.4	7.4

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所（注：截至 2024/9/3 日，港股标的总市值、收盘价单位为“港元”）

5. 风险提示

国内消费市场表现低于预期；

原材料价格大幅波动；

汇率大幅波动；

行业竞争加剧。

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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

