

行稳致远，把握结构性机会——纺织服装行业2025年年度策略报告

Steady Progress and Seizing Structural Opportunities: Textile and Apparel Industry 2025 Annual Strategy Report

盛开 Kai Sheng k.sheng@htisec.com

梁希 Xi Liang xi.liang@htisec.com

Xiaorui Hu amber.xr.hu@htisec.com

2 Jan 2025

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

- ◆ **市场表现复盘:** 1-11月, A股/H股纺服板块涨跌幅-3.6%/+12.9%, 分别跑输大盘17.7pct/1.0pct, 制造板块表现均好于品牌板块; 海外重点标的涨跌幅中位数+9.5%, 不及纳斯达克(+28.0%)/标普500(+14.2%)/日经225(+26.5%)等大盘指数涨跌幅, 户外和高端运动板块(+43.6%)表现亮眼, 奢侈品(-17.7%)成唯一下跌板块。
- ◆ **基本面数据梳理:** 今年6月起国内纺服零售增速转负, 压力集中在线下渠道。10-11月纺服零售额同比增长1.1%, 显示出一定的底部复苏势头; 中国纺织品出口稳健增长、服装平淡, 越南纺服出口下半年逐月加速; 美国服装零售表现好于大盘, 服装CPI增速显著低于整体CPI。全球旅行人数稳健增长。瑞士腕表出口中国金额显著降速。
- ◆ **海外重点标的业绩:** 1) 海外运动24 9M收入/净利润增速中位数+8%/+19%, Amer Sports、Deckers、Asics、On Running 季度收入自24Q1以来持续双位数增长、超Bloomberg一致预期。多家运动品牌持续上调全年指引, Adidas、Skechers、Deckers、Dick's Sporting Goods、Amer Sports连续至少两个季度上调; 2) 奢侈品年初以来收入普遍逐季降速, Prada增速具韧性; 3) 海外运动大中华区增速稳健, 普遍较23年同期放缓。
- ◆ **A/H股重点标的业绩:** 1) 制造: 24年以来下游补库意愿较好叠加去年同期基数较低, 收入端多明显改善; 伴随订单增加、产能利用率持续提升, 利润端弹性持续释放; 企业多继续加码海外产能布局, 海外产能占比上升。2) 品牌: 24年以来品牌收入端承压, 运动赛道增长稳健; 受销售费用率提升、线下折扣加深等因素影响, 品牌利润端同比显著下滑; 存货表现分化, 与19年相比多数品牌存货有所增加。
- ◆ **行业投资逻辑:** 1) 制造: 三类公司在面对贸易摩擦时表现出较强的韧性: ①业务以境内为主, 且同期境内下游需求较好; ②出口导向, 但美国直接收入占比较小; ③出口导向且以对美为主, 但产能主要分布于境外。考虑当前关税加征预期尚不明朗, 我们认为拥有客户、技术、资金等较高综合壁垒的制造龙头在面对关税隐忧时韧性更强且具备一定税负转嫁能力。建议关注产能布局合理、收入结构多元、综合壁垒较高的优质龙头。2) 品牌: 消费利好政策有助于提振业绩、鼓励信心, 预计未来力度有望加大, 范围有望拓宽。建议关注当前业绩筑底、后市反弹潜力较大, 处于逆市拓店或渠道优化节奏, 在手现金充裕、具备投资能力、各经营环境下利润率均相对稳健的品牌。

◆ 投资建议:

- 制造板块: **24Q3海外出口环比Q2整体加速, 11月中国/越南纺织服装出口同比延续前一月正增长, 伴随基数逐步回归正常, 尽管关税隐忧仍存, 我们仍然看好①能在核心客户中持续提升供应商份额, ②自身核心客户经营景气度稳健, ③关税加征情况下, 有税负转嫁能力的优质企业, 建议关注华利集团, 九兴控股, 申洲国际, 裕元集团。**

- 品牌板块: 政策加码下明年消费有望加速复苏, 我们看好四条投资主线: ①当前业绩筑底, 后市反弹潜力较大的低估值标的, 建议关注滔搏, 新秀丽; ②具有逆市拓店规划, 渠道精细化改革, 或积极布局新渠道新业态, 建议关注海澜之家, 富安娜, 森马服饰; ③全民健身、户外风潮延续, 推荐运动户外景气赛道, 建议关注安踏体育, 李宁, 特步国际, 波司登; ④低估值、高股东回报率标的仍具吸引力, 建议关注江南布衣。

- ◆ 风险提示: 主要经济体国民经济衰退, 全球消费者消费偏好变化, 零售环境疲软, 门店扩张不及预期, 渠道盈利能力不及预期, 出行消费增长不及预期

- 一、市场表现复盘
- 二、基本面数据梳理
- 三、海外重点标的业绩
- 四、A/H股重点标的业绩
- 五、行业投资逻辑
- 六、投资建议
- 七、风险提示

- **A股：**1) 1-11月SW纺织服饰涨跌幅-3.6%，同期沪深300指数涨跌幅+14.1%，SW纺织服饰跑输大盘17.7pct；2) SW纺织制造/SW服装家纺涨跌幅分别+2.9%/-4.3%，制造板块表现好于品牌板块；3) 制造板块中涨幅前三依次为开润股份(+74.2%) / 华利集团(+46.0%) / 伟星股份(+33.7%)，跌幅前三依次为盛泰集团(-21.5%) / 富春染织(-14.9%) / 兴业科技(-14.2%)；4) 品牌板块中涨幅前三依次为七匹狼(+27.8%) / 森马服饰(+21.6%) / 水星家纺(+20.9%)，跌幅前三依次为比音勒芬(-35.7%) / 安正时尚(-26.7%) / 报喜鸟(-13.3%)。
- **H股：**1) 1-11月重点纺服标的涨跌幅中位数为+12.9%，同期恒生指数涨跌幅+13.9%，H股重点纺服标的跑输恒生指数1.0pct；2) 制造标的/品牌标的涨跌幅中位数分别为+62.6%/+1.0%，制造板块表现好于品牌板块；3) 制造板块中涨幅前三依次为超盈国际控股(+190.1%) / 裕元集团(+117.6%) / 九兴控股(+68.4%)；4) 品牌板块中涨幅前三依次为江南布衣(+56.3%) / 特步国际(+37.4%) / 361度(23.8%)，跌幅前三依次为滔搏(-57.3%) / 赢家时尚(-32.2%) / 李宁(-20.5%)。
- **海外：**高端专业运动(Asics、On running、Amer Sports、Deckers)、休闲服公司股价表现居前；奢侈品年初以来收入持续降速，行情表现显著弱于其他行业。

2024年1-11月，SW纺织服装涨跌幅-3.6%，同期沪深300指数涨跌幅+14.1%，SW纺织服装跑输大盘17.7pct；SW纺织制造/SW服装家纺涨跌幅分别+2.9%/-4.3%，制造板块表现好于品牌板块；制造板块中涨幅前三依次为开润股份（+74.2%）/华利集团（+46.0%）/伟星股份（+33.7%），跌幅前三依次为盛泰集团（-21.5%）/富春染织（-14.9%）/兴业科技（-14.2%）；品牌板块中涨幅前三依次为七匹狼（+27.8%）/森马服饰（+21.6%）/水星家纺（+20.9%），跌幅前三依次为比音勒芬（-35.7%）/安正时尚（-26.7%）/报喜鸟（-13.3%）。

表：A股制造涨跌幅

分类	股票代码	股票简称	24Q3涨跌幅	1-11月涨跌幅
箱包	300577.SZ	开润股份	16.3%	74.2%
鞋履	300979.SZ	华利集团	19.1%	46.0%
辅料	002003.SZ	伟星股份	12.0%	33.7%
纱线	601339.SH	百隆东方	0.4%	30.0%
皮革	300218.SZ	安利股份	16.2%	17.6%
棉纺	603558.SH	健盛集团	8.8%	10.7%
棉纺	000726.SZ	鲁泰A	-1.9%	8.2%
纱线	002042.SZ	华孚时尚	-5.2%	6.8%
纱线	603889.SH	新澳股份	-4.0%	2.2%
化纤	603055.SH	台华新材	19.1%	-0.6%
户外	603908.SH	牧高笛	11.8%	-0.7%
户外	605080.SH	浙江自然	10.4%	-3.0%
皮革	002674.SZ	兴业科技	-5.7%	-14.2%
纱线	605189.SH	富春染织	22.6%	-14.9%
棉纺	605138.SH	盛泰集团	10.7%	-21.5%
中位数			10.7%	6.8%
	801130.SI	SW纺织服装	8.3%	-3.6%
	801131.SI	SW纺织制造	14.2%	2.9%
	801132.SI	SW服装家纺	5.6%	-4.3%
	000300.SH	沪深300	15.5%	14.1%

表：A股品牌涨跌幅

分类	股票代码	股票简称	24Q3涨跌幅	1-11月涨跌幅
男装	002029.SZ	七匹狼	19.2%	27.8%
休闲	002563.SZ	森马服饰	7.9%	21.6%
家纺	603365.SH	水星家纺	-8.0%	20.9%
女装	003016.SZ	欣贺股份	14.2%	17.6%
家纺	002327.SZ	富安娜	-10.2%	9.9%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	-3.2%	3.0%
女装	603587.SH	地素时尚	1.2%	0.9%
家纺	605003.SH	众望布艺	4.5%	-2.1%
男装	601566.SH	九牧王	-5.2%	-5.7%
女装	002612.SZ	朗姿股份	20.0%	-6.5%
女装	603518.SH	锦泓集团	-6.3%	-9.3%
休闲	600398.SH	海澜之家	-16.1%	-8.6%
休闲	603877.SH	太平鸟	3.6%	-11.3%
女装	603808.SH	歌力思	12.8%	-11.3%
男装	002154.SZ	报喜鸟	-20.0%	-13.3%
女装	603839.SH	安正时尚	19.0%	-26.7%
男装	002832.SZ	比音勒芬	4.2%	-35.7%
中位数			3.6%	-5.7%
	801130.SI	SW纺织服装	8.3%	-3.6%
	801131.SI	SW纺织制造	14.2%	2.9%
	801132.SI	SW服装家纺	5.6%	-4.3%
	000300.SH	沪深300	15.5%	14.1%

2024年1-11月，H股重点纺服标的涨跌幅中位数为+12.9%，同期恒生指数涨跌幅+13.9%，H股重点纺服标的跑输恒生指数1.0pct；制造标的/品牌标的涨跌幅中位数分别为+62.6%/+1.0%，制造板块表现好于品牌板块；制造板块中涨幅前三依次为超盈国际控股（+190.1%）/裕元集团（+117.6%）/九兴控股（+68.4%）；品牌板块中涨幅前三依次为江南布衣（+56.3%）/特步国际（+37.4%）/361度（23.8%），跌幅前三依次为滔搏（-57.3%）/赢家时尚（-32.2%）/李宁（-20.5%）。

表：H股制造/品牌涨跌幅

板块	分类	股票代码	股票简称	24Q3涨跌幅	1-11月涨跌幅
H股制造	弹性面料	2111.HK	超盈国际控股	13.6%	190.1%
	鞋履	0551.HK	裕元集团	1.2%	117.6%
	鞋履	1836.HK	九兴控股	-3.1%	68.4%
	衣物	2232.HK	晶苑国际	1.8%	56.8%
	棉纺	2678.HK	天虹国际集团	5.2%	-10.3%
	衣物	2313.HK	申洲国际	-5.8%	-23.5%
H股品牌	女装	3306.HK	江南布衣	6.2%	56.3%
	运动户外	1368.HK	特步国际	42.4%	37.4%
	运动户外	1361.HK	361度	10.5%	23.8%
	奢侈品	1913.HK	普拉达	2.7%	21.5%
	运动户外	3998.HK	波司登	-3.6%	21.4%
	运动户外	2020.HK	安踏体育	27.9%	4.4%
	男装	1234.HK	中国利郎	-4.8%	-2.5%
	渠道商	3813.HK	宝胜国际	0.5%	-13.0%
	箱包	1910.HK	新秀丽	-8.2%	-15.6%
	运动户外	2331.HK	李宁	20.1%	-20.5%
	女装	3709.HK	赢家时尚	-11.3%	-32.2%
	渠道商	6110.HK	滔搏	-11.5%	-57.3%
中位数			全部	1.5%	12.9%
			制造	1.5%	62.6%
			品牌	1.6%	1.0%
HSI.HI			恒生指数	19.3%	13.9%

高端专业运动（Asics、On running、Amer Sports、Deckers）、休闲服公司股价表现居前；奢侈品年初以来收入持续降速，行情表现显著弱于其他行业。

表：海外重点个股市场表现

所属行业	细分行业	公司名称	2024年初至11月底涨跌幅
海外	大众运动	Asics	173.0%
		Adidas	21.5%
		Crocs	13.0%
		Skechers	2.4%
		Puma	-10.8%
		Nike	-26.6%
	户外和高端运动	On Running	116.3%
		Amer Sports	96.5%
		Deckers	75.9%
		Columbia	11.3%
		VF集团	9.5%
		Lululemon	-37.3%
	休闲服	Abercrombie&Fitch	69.7%
		Ralph Lauren	62.6%
		迅销集团	46.8%
		Inditex	32.3%
		Urban Outfitter	36.5%
		GAP	0.0%
		American Eagle	-6.9%
		PVH	-11.1%
	渠道商	H&M	-14.4%
		Dicks Sporting Goods	43.2%
	奢侈品	Footlocker	-19.3%
		Prada	21.5%
		Hermes	8.3%
		Moncler	-16.8%
		LVMH	-18.5%
Canada goose		-20.3%	
Kering		-42.3%	
参考指数	纳斯达克指数	28.0%	
	标普500	14.2%	
	日经225	26.5%	
	法国CAC40	-4.1%	

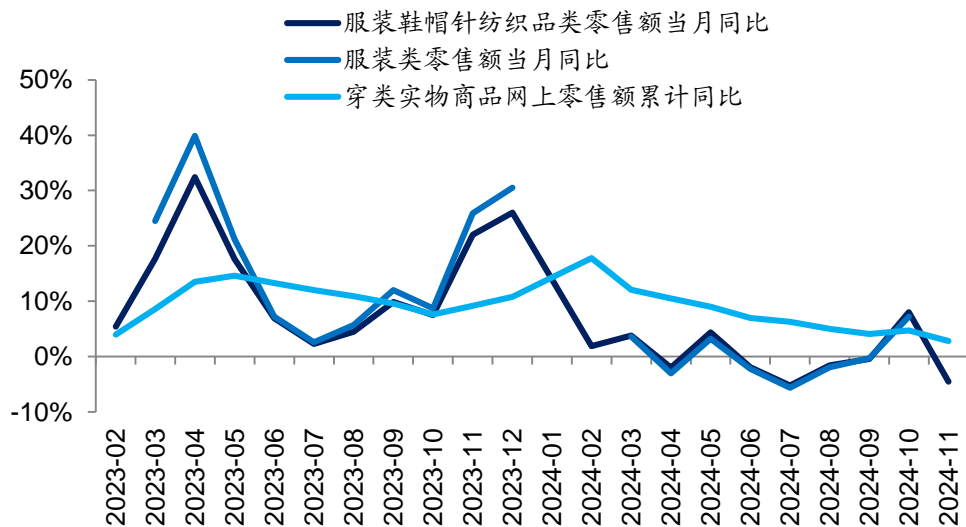
- 内需：今年6月起纺服零售额同比转负，线下承压明显、线上相对稳健。10-11月纺服零售额同比增长1.1%，尽管复苏力度仍偏弱，但与Q3相比零售额增速已回正，显示出一定的底部复苏势头。
- 出口：1) 中国纺织品出口稳健增长，服装表现平淡；2) 越南1-4月纺服出口增速逐月放缓，下半年以来有所加速；3) 规上纺织业收入平稳增长，利润率同比改善；当前坯布、纱线等库存水位正常。
- 海外：1) 美国多数月份服装表现好于整体零售，服装CPI增速显著低于整体CPI；2) 全球旅行稳健增长，1-11月美国旅客人数同比增长4.8%；3) 瑞士腕表出口中国金额显著降速，中等价位带受影响最大。

6月起国内纺服零售增长转负，10-11月有所复苏

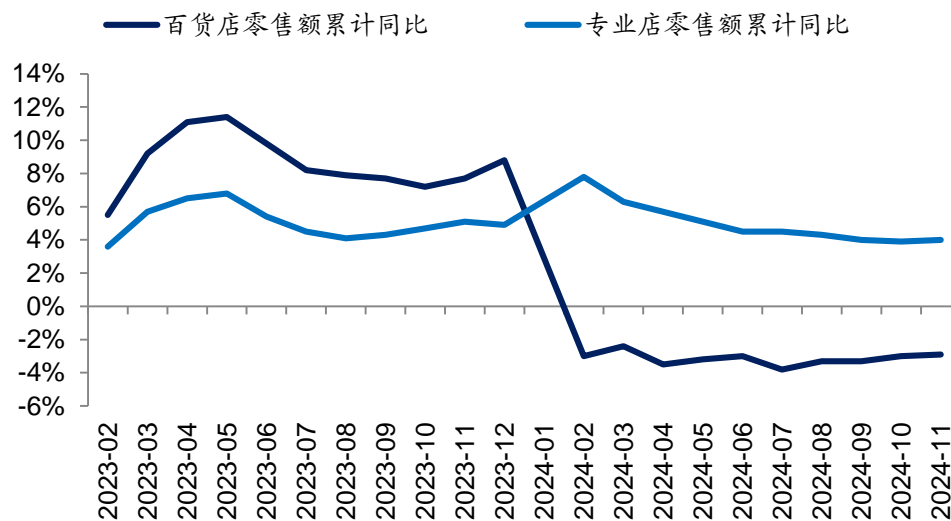
2024年6月起，服装鞋帽针纺织品类/服装类零售额当月同比由正转负，7月同比增速分别为-5.2%/-5.6%，穿类实物商品网上零售额累计增速虽维持正数，但增速逐月放缓。今年以来，百货店零售累计增速一直为负，显示出线下零售普遍承压。

2024年11月，服装鞋帽针纺织品类零售额同比-4.5%，10月因假期因素以及电商大促提前导致部分消费前置，我们测算10-11月服装鞋帽针纺织品类零售额同比+1.1%，去年同期为+15.1%，尽管消费复苏力度仍偏弱，但与7月/8月/9月-5.2%/-1.6%-0.4%相比，零售额增速已回正，显示出一定的底部复苏势头。

图：国内服装零售线下承压、线上相对稳健



图：百货零售额整体下滑明显



中国纺织品出口稳健增长，越南纺服出口增长先抑后扬

2024年1-11月，中国纺织品/服装出口金额累计同比+4.6%/-0.2%，在去年同期基数较低的情况下纺织品出口稳健增长，服装表现平淡。

越南纺服出口呈现“先抑后扬”，1-4月纺服出口增速逐月放缓，而纺织品增速自7月、鞋类增速自5月均开始加速，我们认为Q1以后部分海外品牌表现优异带来的结构性订单增加是主要原因。

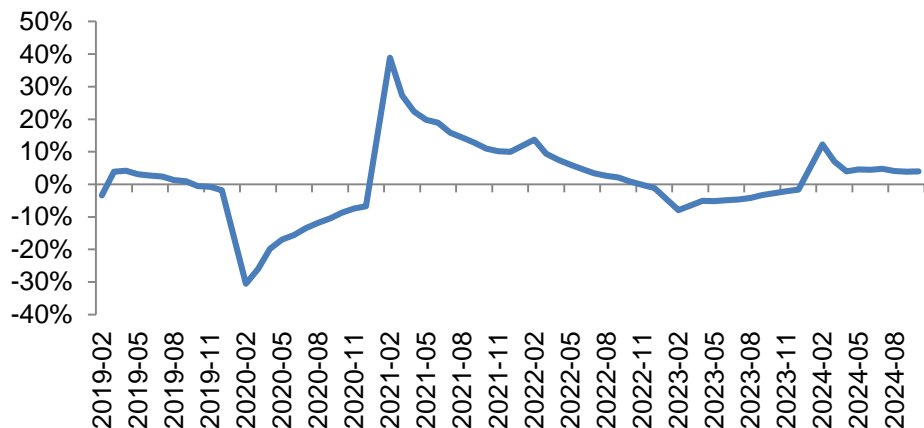
图：中国、越南纺织服装出口数据

		2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11
中国	纺织品出口金额累计同比	11.5%	15.5%	2.6%	1.2%	2.6%	3.3%	3.3%	3.5%	2.9%	4.1%	4.6%
	去年同期	-26.3%	-22.4%	-12.1%	-8.0%	-9.4%	-10.9%	-11.9%	-11.2%	-10.3%	-9.8%	-9.2%
	服装出口金额累计同比	3.2%	13.1%	1.4%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.8%	-1.0%	-1.6%	-0.7%	-0.2%
	去年同期	-10.5%	-14.7%	-1.3%	2.5%	-1.1%	-5.9%	-8.3%	-8.9%	-8.8%	-8.7%	-8.6%
越南	纺织品出口金额累计同比	28.6%	15.0%	7.9%	6.3%	3.3%	3.1%	4.2%	7.9%	8.9%	10.5%	10.6%
	去年同期	-30.7%	-19.6%	-17.4%	-19.3%	-17.8%	-15.3%	-15.1%	-15.0%	-12.1%	-12.5%	-12.7%
	鞋类出口金额累计同比	35.0%	18.3%	11.7%	5.7%	7.2%	10.0%	10.1%	11.8%	12.5%	12.9%	12.9%
	去年同期	-17.7%	-15.8%	-18.6%	-16.3%	-13.3%	-15.2%	-17.1%	-17.6%	-18.2%	-20.2%	-17.2%

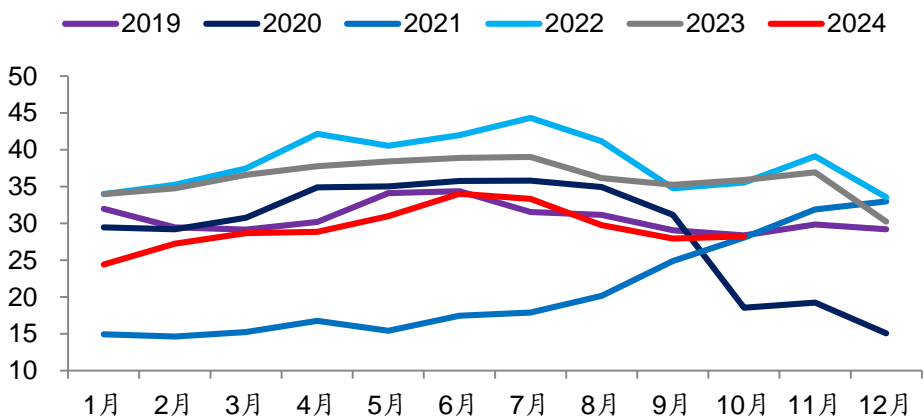
纺织业利润率同比改善，库存水位正常

2024年1-10月，规上纺织业收入累计同比增长4.0%，收入平稳增长、产能利用率提升带动利润率同比改善，但与之前水平仍存在差距。今年以来纺织业坯布/纱线库存天数水位与2019年基本一致，10月坯布/纱线库存天数分别为28.2/23.2天，略低于2019年同期28.4/23.9天。

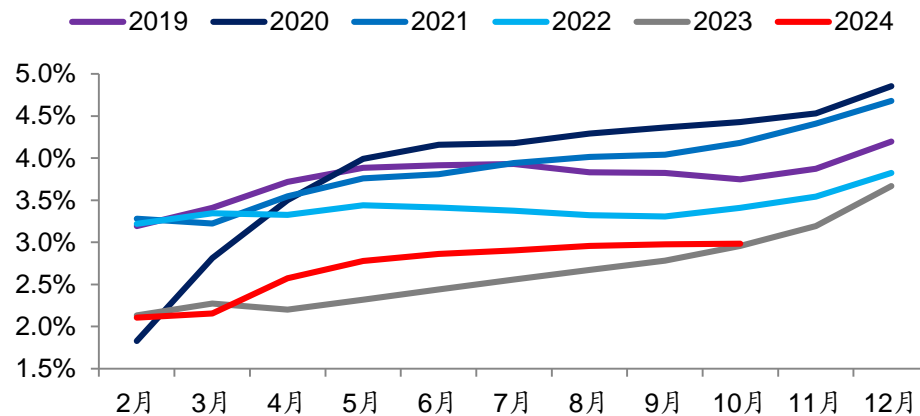
图：中国规上纺织业收入累计同比



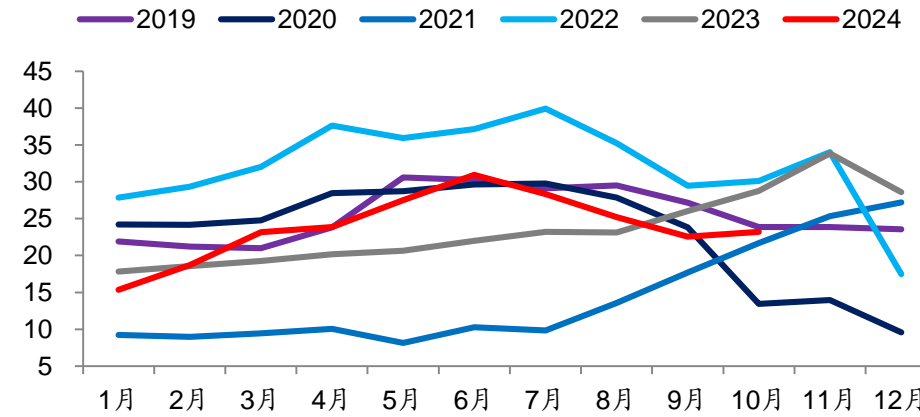
图：中国坯布库存天数（天）



图：中国规上纺织业累计利润总额/累计营业收入



图：中国纱线库存天数（天）



美国零售-多数月份服装表现好于整体零售

今年以来，美国服装零售保持较高景气度，多数月份实现正增长，前9个月中5个月增速高于整体零售。4、9月多数样本品类增速下滑，服装零售下滑幅度较小，较具韧性。服装CPI增速年初以来显著低于整体CPI增速。

图：美国24年各品类零售同比增速情况（%）

月份	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11
零售总计	1.31	5.57	1.52	3.56	2.64	-0.67	4.60	1.47	0.01	4.62	-
服装店	0.38	5.96	2.98	-0.74	7.69	4.45	1.80	2.93	-1.62	-	-
鞋店	-5.08	2.78	-5.58	-8.86	-3.10	-5.63	-0.26	-4.98	-11.37	-	-
运动商品店	1.75	3.20	-3.29	-11.12	-3.65	-4.86	-7.15	-5.07	-6.52	-	-
办公用品、文具和礼品店	-11.25	-4.73	-10.10	-5.34	-3.51	3.47	-6.23	4.89	-2.12	-	-
家具、家用装饰、电子和家用电器店	-8.87	-0.94	-8.66	-0.98	0.34	-4.94	3.68	0.03	-3.87	1.82	-
食品和饮料店	1.21	3.76	3.01	-1.05	2.88	1.86	2.44	2.86	0.63	3.90	-
日用品商场	-0.26	4.79	9.29	-1.68	4.07	2.58	1.44	4.27	0.89	3.37	-
整体CPI	3.10	3.20	3.50	3.40	3.30	3.00	2.90	2.50	2.40	2.60	2.70
服装CPI	0.10	0.00	0.40	1.30	0.80	0.80	0.20	0.30	1.80	0.30	1.10

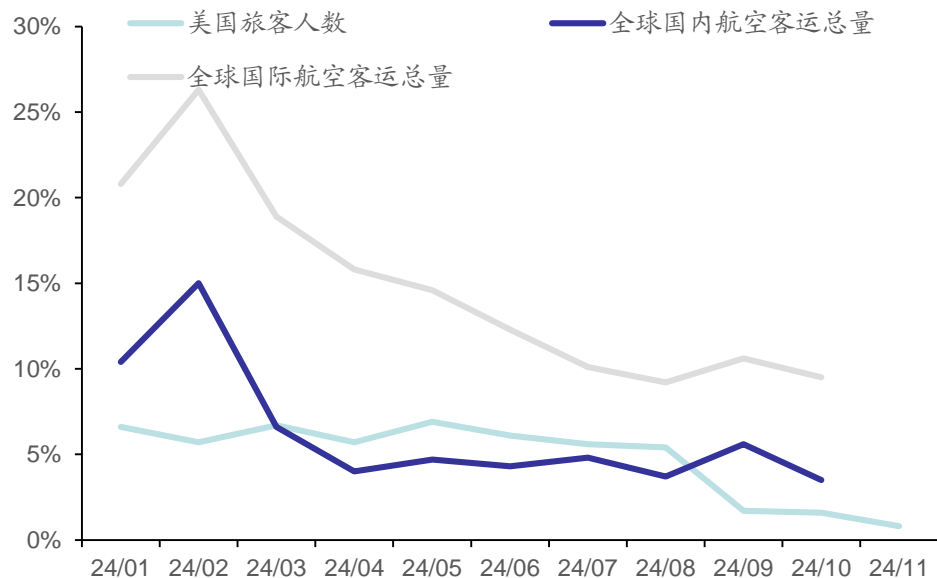
全球旅行稳健增长，瑞士腕表出口中国金额显著降速

TSA美国旅客人数24年11月累计同比增长4.8%，全球国内/国际航空客运总量24年10月累计同比增长14.1%/5.9%。

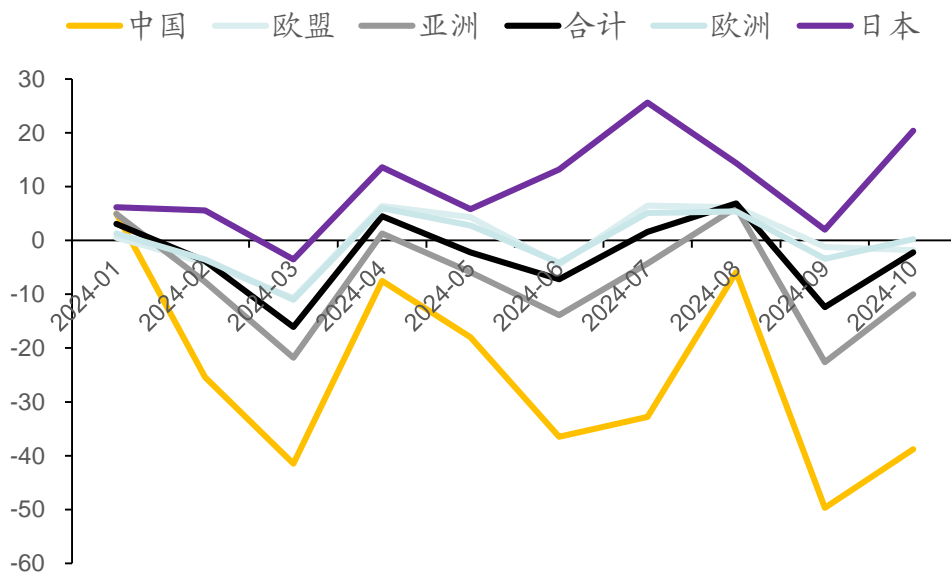
瑞士腕表出口中国金额显著降速，24年10月累计全球/欧洲/北美/亚洲/日本/中国累计出口金额同比-3%/+0.3%/+5%/-7%/+10%/-25%，中国2月以来月收入均同比下降，在主要出口地区中增速最低，日本持续领涨。

3000法郎以上腕表出口受影响小，24年出口金额累计同比实现增长；500-3000法郎价位带受影响最大，24出口金额累计同比-19.5%

图：2024年飞行旅客/公里数同比增速（%）



图：瑞士腕表当月出口金额同比（%）



三、海外重点标的业绩

- **运动：**1) 24 9M/Q3海外运动收入增速中位数+8%/+8%，Amer Sports、Deckers、Asics、On Running自24Q1以来保持季度收入双位数增长、超Bloomberg一致预期；2) 24 9M/Q3海外运动净利润增速中位数+19%/+39%，表现好于收入端；3) 库存水平Q3环比有所增加，但多低于去年同期，Adidas、Under Armour、Asics 2019以来库存水位较低；4) 多家海外运动企业持续上调全年指引，Adidas、Skechers、Deckers、Dicks Sporting Goods、Amer Sports连续至少两个季度上调。
- **奢侈品：**年初以来海外奢侈品收入普遍逐季降速，Prada增速具韧性。
- **大中华增速：**多数海外运动品牌24年前三季度维持稳健增速，较23年同期放缓；多数海外中高端品牌同比下降。

多家海外运动收入持续双位数增长

海外运动收入24 9M/Q3收入增速中位数+8%/+8%，Amer Sports、Deckers、Asics、On Running 24Q1以来保持季度收入双位数增长、持续超预期（海外公司均指Bloomberg一致预期）。

表: 海外运动收入表现

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24 9M 增速
收入 (亿美元)	Nike	124	128	129	134	124	126	116	-4.0%
	Adidas	57	58	65	52	59	63	70	6.6%
	VFC	27	21	29	30	24	19	28	-9.1%
	Puma	24	23	25	21	23	23	25	-1.4%
	Lululemon	20	22	22	32	22	24	24	8.8%
	Skechers	20	20	20	20	23	22	23	11.9%
	Amer Sports	11	9	11	13	12	10	14	15.6%
	Deckers	8	7	11	16	10	8	13	21.0%
	Under Armour	14	13	16	15	13	12	14	-8.6%
	Asics	10	9	10	8	11	11	12	17.3%
	Crocs	9	11	10	10	9	11	11	3.7%
On Running	5	5	5	5	6	6	7	27.3%	

增速	Nike	14.0%	4.8%	2.0%	0.5%	0.3%	-1.7%	-10.4%
	Adidas	-0.5%	-4.5%	-6.4%	-7.6%	3.5%	9.0%	7.3%
	VFC	-3.0%	-7.7%	-5.2%	-16.2%	-13.4%	-8.6%	-5.6%
	Puma	14.4%	5.9%	-1.8%	-9.8%	-3.9%	-0.2%	-0.1%
	Lululemon	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	8.7%
	Skechers	10.0%	7.7%	7.8%	4.4%	12.5%	7.2%	15.9%
	Amer Sports	29.8%	23.5%	35.3%	9.7%	12.6%	16.0%	18.1%
	Deckers	7.5%	10.0%	24.7%	16.0%	21.2%	22.1%	20.1%
	Under Armour	7.5%	-2.4%	-0.5%	-6.0%	-4.7%	-10.1%	-10.7%
	Asics	44.6%	15.1%	14.5%	0.7%	14.3%	22.0%	16.0%
	Crocs	33.9%	11.2%	6.2%	1.6%	6.2%	3.6%	1.6%
On Running	78.3%	52.3%	46.5%	21.9%	20.9%	27.8%	32.3%	

收入一致预期偏离	Nike	7.5%	1.9%	-0.4%	-0.5%	1.0%	-2.0%	-0.5%
	Adidas	4.3%	4.0%	0.5%	0.004%	-0.1%	2.0%	-0.2%
	VFC	0.5%	1.1%	-2.7%	-8.7%	-1.7%	3.2%	2.0%
	Puma	1.3%	3.0%	0.2%	-1.0%	0.3%	-1.1%	-2.8%
	Lululemon	3.9%	1.7%	0.6%	0.3%	0.6%	-1.6%	1.6%
	Skechers	8.0%	4.7%	-0.3%	-3.9%	2.3%	-3.4%	1.8%
	Amer Sports				0.9%	4.7%	4.8%	4.1%
	Deckers	9.6%	0.9%	13.6%	7.6%	8.5%	2.2%	9.0%
	Under Armour	2.7%	1.0%	0.0%	-1.2%	0.2%	3.8%	1.0%
	Asics	14.7%	9.9%	6.1%	-4.4%	5.5%	6.7%	1.1%
	Crocs	2.8%	2.9%	1.5%	0.2%	6.5%	0.9%	1.2%
On Running	9.8%	6.3%	5.0%	-1.0%	2.1%	0.8%	2.8%	

海外运动利润端表现优于收入端

海外运动利润端增速及利润兑现普遍优于收入端，24 9M/Q3增速中位数+19%/+39%，多数公司净利润大幅超预期。Footlocker、On Running、Puma、VFC净利润不及预期，Footlocker科技和品牌重建投资提升费用率，On Running、Puma受汇率负面影响较大，VFC净利润23年以来首次转正但修复幅度不及市场预期。

表: 海外运动净利润表现

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24 9M 增速
净利润 (亿美元)	Nike	12.4	10.3	14.5	15.8	11.7	15.0	10.5	0.1%
	Adidas	-0.4	0.9	2.8	-4.1	1.8	2.1	4.8	164.1%
	VFC	-2.1	-0.6	-4.5	-0.4	-4.2	-2.6	0.5	13.6%
	Puma	1.3	0.6	1.4	0.0	0.9	0.5	1.4	-15.5%
	Lululemon	2.9	3.4	2.5	6.7	3.2	3.9	3.5	21.1%
	Skechers	1.6	1.5	1.5	0.9	2.1	1.4	1.9	17.8%
	Amer Sports	0.2	-1.0	-0.4	-0.9	0.1	0.0	0.6	149.5%
	Deckers	0.9	0.6	1.8	3.9	1.3	1.2	2.4	45.4%
	Under Armour	1.7	0.1	1.0	1.1	0.1	-3.1	1.7	-144.4%
	Asics	1.1	0.6	1.0	-0.3	1.7	1.0	1.5	61.2%
	Crocs	1.5	2.1	1.8	2.5	1.5	2.3	2.0	7.8%
On Running	0.5	0.04	0.7	-0.3	1.0	0.3	0.3	43.5%	

增速	Nike	-11%	-28%	-1%	19%	-5%	45%	-28%
	Adidas	-108%	-71%	-25%	26%	536%	126%	71%
	VFC	-366%	-3%	-281%	-108%	-95%	-351%	112%
	Puma	-3%	-35%	-10%	-36%	-26%	-24%	-3%
	Lululemon	53%	18%	-3%	459%	11%	15%	41%
	Skechers	32%	69%	69%	15%	29%	-8%	33%
	Amer Sports			-1614%	37%	-73%	96%	248%
	Deckers	33%	42%	76%	40%	39%	82%	36%
	Under Armour	393%	251%	24%	-2%	-96%	-3151%	63%
	Asics	87%	75%	60%	49%	64%	82%	47%
	Crocs	106%	32%	5%	84%	2%	8%	13%
On Running	210%	-93%	185%	-2%	106%	833%	-48%	

净利润一致预期偏离	Nike	44%	-1%	26%	21%	5%	17%	34%
	Adidas	-49%	1033%	-7%	27%	-23%	2%	29%
	VFC	-463%	-20%	-279%	-114%	-20849%	-81%	-64%
	Puma	17%	-2%	-3%	-81%	9%	-22%	-4%
	Lululemon	16%	5%	-14%	6%	7%	6%	5%
	Skechers	68%	84%	17%	0%	20%	-4%	8%
	Amer Sports				304%	-35%	-88%	5%
	Deckers	29%	8%	54%	30%	76%	31%	28%
	Under Armour	163%	215%	13%	131%	-80%	-737%	100%
	Asics	60%	-	44%	-42%	58%	77%	0%
	Crocs	10%	14%	-8%	75%	13%	6%	7%
On Running	62%	-90%	38%	-177%	119%	-35%	-50%	

多数海外运动公司毛利率持续提升

多数海外运动企业24Q1以来毛利率持续提升，24Q3/9M毛利率提升中位数1.6/1.6pct，Asics、Deckers、Skechers 24 9M较21全年毛利率提升显著。

表: 海外运动毛利率表现

		21全年	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24 9M	
毛利率	Nike	46.0%	43.3%	43.6%	44.2%	44.6%	44.8%	44.7%	45.4%	44.9%	
	Adidas	50.7%	44.8%	50.9%	49.3%	44.6%	51.2%	50.8%	51.3%	51.1%	
	VFC	54.5%	49.6%	52.8%	51.0%	55.1%	48.4%	52.0%	52.2%	50.9%	
	Puma	48.2%	46.5%	44.8%	47.1%	47.0%	47.5%	46.8%	47.9%	47.4%	
	Lululemon	57.7%	57.5%	58.8%	57.0%	59.4%	57.7%	59.6%	58.5%	58.6%	
	Skechers	49.5%	48.9%	52.7%	52.9%	53.1%	52.5%	54.9%	52.1%	53.1%	
	Amer Sports	49.1%	52.8%	53.3%	50.7%	52.0%	54.0%	55.5%	55.2%	54.9%	
	Deckers	51.0%	50.0%	51.3%	53.4%	58.7%	56.2%	56.9%	55.9%	56.3%	
	Under Armour	49.6%	43.3%	46.4%	47.8%	45.1%	45.0%	47.5%	49.8%	47.5%	
	Asics	49.5%	50.2%	51.9%	51.7%	55.0%	54.5%	56.7%	55.0%	55.4%	
	Crocs	61.4%	53.9%	57.9%	55.6%	55.3%	55.6%	61.4%	59.6%	59.0%	
On Running	59.4%	58.3%	59.5%	59.9%	60.4%	59.7%	59.9%	60.6%	60.1%		
											24 9M vs 21全年
毛利率变动 (pct)	Nike		-3.3	-1.4	-0.1	1.7	1.4	1.1	1.2	1.2	-1.1
	Adidas		-5.1	0.6	0.2	5.5	6.4	-0.1	2.0	2.7	0.4
	VFC		-2.3	-1.1	-0.3	0.3	-1.2	-0.8	1.2	-0.1	-3.6
	Puma		-0.7	-1.7	0.3	2.9	1.0	2.0	0.8	1.3	-0.8
	Lululemon		3.6	2.3	1.1	4.3	0.2	0.8	1.5	0.8	0.9
	Skechers		3.6	4.6	5.9	4.7	3.6	2.2	-0.8	1.6	3.6
	Amer Sports				-0.3	1.7	1.1	2.2	4.5	2.7	5.8
	Deckers		1.3	3.3	5.2	5.8	6.2	5.7	2.5	4.5	5.3
	Under Armour		-3.2	-0.1	2.5	1.1	1.7	1.1	2.0	1.6	-2.1
	Asics		0.2	2.8	0.9	6.3	4.3	4.7	3.4	4.1	5.9
	Crocs		4.7	6.3	0.7	2.8	1.7	3.4	4.0	3.1	-2.4
On Running		6.5	4.4	2.7	1.9	1.4	0.4	0.7	0.8	0.7	

Adidas、Deckers、Asics、On Running净利率显著提升

24Q3/9M海外运动净利率提升中位数分别为2.3/1.1pct, Adidas、Amer Sports、Deckers、Asics、On Running 9M提升幅度居前列。VFC净利率23Q1以来首次转正, Puma净利率降幅收窄, Under Armour净利率显著修复。

表: 海外运动净利率表现

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24 9M
净利率	Nike	10.0%	8.0%	11.2%	11.8%	9.4%	11.9%	9.1%	10.2%
	Adidas	-0.7%	1.6%	4.3%	-7.9%	3.1%	3.3%	6.9%	4.5%
	VFC	-7.8%	-2.8%	-15.4%	-1.4%	-17.6%	-13.6%	1.9%	-8.9%
	Puma	5.4%	2.6%	5.7%	0.0%	4.2%	2.0%	5.5%	3.9%
	Lululemon	14.5%	15.5%	11.3%	20.9%	14.6%	16.6%	14.7%	15.3%
	Skechers	8.0%	7.6%	7.2%	4.4%	9.2%	6.5%	8.2%	8.0%
	Amer Sports	1.8%	-11.3%	-3.3%	-7.1%	0.4%	-0.4%	4.1%	1.6%
	Deckers	11.6%	9.4%	16.4%	25.0%	13.3%	14.0%	18.5%	15.7%
	Under Armour	12.5%	0.8%	6.7%	7.5%	0.5%	-25.8%	12.2%	-3.3%
	Asics	10.7%	6.2%	9.8%	-4.1%	15.4%	9.2%	12.4%	12.4%
	Crocs	16.9%	19.8%	16.9%	26.4%	16.2%	20.6%	18.8%	18.7%
	On Running	10.6%	0.7%	12.2%	-6.0%	18.0%	5.4%	4.8%	8.9%

净利率变动 (pct)	Nike	-2.8	-3.7	-0.4	1.8	-0.6	3.9	-2.1	0.4
	Adidas	-9.8	-3.7	-1.1	1.9	3.9	1.7	2.6	2.7
	VFC	-10.7	-0.3	-11.6	-15.8	-9.8	-10.8	17.3	0.5
	Puma	-1.0	-1.6	-0.5	0.0	-1.2	-0.6	-0.2	-0.7
	Lululemon	2.7	0.0	-2.5	16.6	0.0	1.1	3.4	1.6
	Skechers	1.4	2.8	2.6	0.4	1.2	-1.1	1.0	0.4
	Amer Sports			-3.0	5.3	-1.4	10.9	7.4	5.4
	Deckers	2.2	2.1	4.8	4.3	1.7	4.6	2.1	2.6
	Under Armour	17.0	0.5	1.3	0.3	-12.0	-26.6	5.5	-10.0
	Asics	2.4	2.1	2.8	-1.3	4.6	3.1	2.6	3.4
	Crocs	5.9	3.2	-0.3	11.8	-0.7	0.8	1.9	0.7
	On Running	4.5	-16.1	5.9	1.2	7.4	4.7	-7.4	8.9

多家海外运动公司经销向好

经销渠道：On Running、Deckers保持双位数增长，Adidas加速、VF降幅收窄，Nike和Puma仍较弱。Adidas和Skechers自Q2起经销增速超过DTC。

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
经销	Nike	18%	-16%	6%	-2%	3%	5%	-8%
	Adidas	3%	-10%	-2%	下降	2%	17%	13%
	Skechers	3%	-6%	-1%	-8%	10%	6%	21%
	VFC	-5%	-12%	-1%	12%	-19%	-8%	-4%
	Deckers	0%	-1%	19%	9%	21%	21%	20%
	Puma	12%	12%	3%	-9%	-7%	-5%	-3%
	Under Armour	10%	-6%	-1%	-13%	-6%	-8%	-12%
	Crocs	34%	0%	-4%	-5%	3%	-1%	-1%
	On Running	86%	51%	43%	11%	12%	28%	23%

直营	Nike	22%	2%	0%	6%	微增	-8%	-13%
	Adidas	-7%	16%	5%	下降	20%	4%	7%
	Skechers	24%	29%	24%	20%	17%	9%	10%
	VFC	-1%	-3%	-13%	-40%	-5%	-10%	-8%
	Deckers	16%	35%	39%	23%	21%	24%	20%
	Puma	23%	23%	17%	8%	6%	14%	10%
	Under Armour	3%	4%	3%	4%	0%	-12%	-8%
	Crocs	34%	26%	18%	7%	12%	9%	4%
	On Running	64%	55%	55%	38%	39%	28%	50%

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

海外主要运动企业库存情况

海外运动企业库存多数Q2起环比增长，Q3库存水平多数低于23年同期，Adidas、Under Armour、Asics 2019以来库存水位较低。

表：海外主要运动企业库存情况

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	较19年末
同比增速	Nike	16%	0%	-10%	-14%	-13%	-11%	-5%	53%
	Adidas	25%	1%	-23%	-24%	-22%	-18%	-7%	11%
	VFC	62%	19%	-10%	-17%	-23%	-24%	-16%	33%
	Puma	33%	8%	-20%	-20%	-17%	-9%	-3%	63%
	Lululemon	24%	14%	-4%	-9%	-15%	-14%	8%	187%
	Skechers	4%	-5%	-22%	-16%	-9%	2%	24%	60%
	Deckers	5%	-12%	-21%	-25%	-11%	2%	7%	127%
	Under Armour	44%	38%	6%	-9%	-19%	-15%	-3%	24%
	Asics	34%	24%	0%	-11%	-12%	-9%	-9%	22%
	Crocs	17%	-13%	-24%	-18%	-18%	-14%	-6%	113%
On Running	186%	101%	62%	-10%	-21%	-8%	-18%		
环比增速	Nike	-5%	-5%	3%	-8%	-3%	-3%	10%	
	Adidas	-5%	-2%	-12%	-7%	-2%	3%	0%	
	VFC	-12%	22%	-11%	-13%	-18%	19%	-1%	
	Puma	-4%	0%	-13%	-4%	-1%	10%	-8%	
	Lululemon	9%	5%	0%	-20%	2%	6%	26%	
	Skechers	-17%	-1%	-7%	10%	-11%	11%	13%	
	Deckers	-26%	39%	-2%	-26%	-12%	59%	3%	
	Under Armour	-3%	11%	-13%	-3%	-13%	17%	-1%	
	Asics	-2%	6%	-11%	-3%	-3%	9%	-11%	
	Crocs	1%	-8%	-11%	-1%	2%	-4%	-2%	
On Running	18%	-6%	-3%	-16%	2%	10%	-13%		
库存周转天数	Nike	107	106	115	109	106	102	112	
	Adidas	154	168	173	170	168	164	151	
	VFC	123	171	177	169	149	182	174	
	Puma	146	156	161	160	158	166	150	
	Lululemon	140	149	157	126	130	136	151	
	Skechers	136	141	148	159	134	140	138	
	Deckers	105	159	161	123	97	141	137	
	Under Armour	113	128	127	135	127	149	143	
	Asics	161	159	170	162	171	165	173	
	Crocs	159	170	162	171	165	173	150	
On Running	191	184	179	189	201	190	164		

多家海外运动企业持续上调全年指引

24Q3高端运动（Deckers、Amer Sports、On Running）、年初以来业绩显著改善的公司（Adidas、Skechers）、同店持续较好增长的渠道商（Dicks Sporting Goods）上调收入及盈利指引，其中Adidas、Skechers、Deckers、Dicks、Amer Sports连续至少两个季度上调。

表: 海外运动公司指引变化

	财年对应区间		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Nike	24/06-25/05	收入增速		H1降低个位数%，全年正增长	H1升高单位数%，全年降中单位数%	撤销全年指引
		毛利率			增0.1-0.3pct	
Adidas	24/01-24/12	汇率中性收入增速	中单位数%	中至高单位数%	高单位数	10%
		营业利润	5亿欧元	7亿欧元	10亿欧元	12亿欧元
VFC	24/04-25/03	自由现金流		6亿美元	6亿美元	4.25亿美元
Puma	24/01-24/12	收入汇率中性增速	中单位数增长	中单位数增长	中单位数增长	中单位数增长
		EBIT	6.2-7亿欧元	6.2-7亿欧元	6.2-6.7亿欧元	6.2-6.7亿欧元
Lululemon	24/02-25/01	收入	107-108亿美元	107-108亿美元	103.75-104.75亿美元	104.52-104.87亿美元
		收入增速	11%-12%	11%-12%	8-9%	9.0%
		EPS	14-14.2美元	14.27-14.47美元	13.95-4.15美元	14.08-14.16美元
Skechers	24/01-24/12	收入规模	86-88亿美元	87.25-88.75亿美元	88.75-89.75亿美元	89.25-89.75亿美元
		EPS	3.65-3.85美元	3.95-4.10美元	4.08-4.18美元	4.2-4.25美元
Amer Sports	24/01-24/12	收入增速	中双位数增长	中双位数增长	15-17%	16-17%
		调整毛利率	53.5-54%	54%	55%	55.3-55.5%
Deckers	24/04-25/03	收入增速		10%	10%	12%
		毛利率		53.5%	54.0%	55-55.5%
		营业利润率		19.5%	19.5-20%	20-20.5%
Under Armour	24/04-25/03	收入增速		降低双位数%	降低双位数%	降低双位数%
		毛利率		提升0.75-1pct	提升0.75-1pct	提升0.75-1pct
		经营利润		0.5-0.7亿美元	-2.14 ~ -1.94亿美元	-1.96 ~ -1.76亿美元
Asics	24/01-24/12	收入	5900亿日元	5900亿日元	6600亿日元	6800亿日元
		净利润	360亿日元	360亿日元	580亿日元	630亿日元
Crocs	24/01-24/12	收入汇率中性增速	3-5%	3-5%	3-5%	3%
		调整经营利润率	25%	25%	25+%	25+%
On Running	24/01-24/12	收入汇率中性增速	30%	30%	30%	32%
		毛利率	60%	60%	60%	60.5%
		调整EBITDA margin	16-16.5%	16-16.5%	16-16.5%	16-16.5%上段
Footlocker	24/02-25/01	收入增速	-1% ~ 1%	-1% ~ 1%	-1% ~ +1%	-1.5% ~ -1%
		毛利率	29.8%-30%	29.8%-30%	29.5%-29.7%	28.7%-28.8%
		EPS	1.5-1.7美元	1.5-1.7美元	1.5-1.7美元	1.2-1.3美元
Dicks	24/02-25/01	收入	130-131.3亿美元	131-132亿美元	131-132亿美元	132-133亿美元
		EPS	12.85 - 13.25美元	13.35-13.75美元	13.55-13.9美元	13.65-13.95美元
		同店销售额增速	1%-2%	2-3%	2.5-3.5%	3.6-4.2%

运动赛道保持韧性，国际品牌大中华区增速稳健

24年前三季度，国产品牌在前几年积累的高基数基础上，流水表现仍具韧性。

海外品牌中Nike、Skechers Q3环比降速显著，多数品牌24年前三季度维持稳健增速，较23年同期放缓。

表：港股及海外主要运动品牌大中华区增速

时间	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	前三季度同比	前三季度较21
安踏主品牌	40-45%	35-40%	10-20%	10-20%	10-20%	中单位数 负增长	中单位数 正增长	高单位数 的负增长	中单位数 的正增长	高单位数 的正增长	高单位数 的正增长	10-20%高 段正增长	中单位数 的正增长	高单位数 的正增长	中单位数 的正增长	6%	19%
FILA	75-80%	30-35%	中单位数 正增长	高单位正 增长	中单位数 正增长	高单位数 负增长	10-20%	10-20%负 增长	高单位数 的正增长	10%-20% 高段的正 增长	10-20%低 段的正增 长	25-30%正 增长	高单位数 的正增长	中单位数 的正增长	低单位数 的负增长	3%	21%
Descente、Kolon等	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%	75-80%	70%-75% 的正增长	45-50%的 正增长	55-60%的 正增长	25-30%的 正增长	40-45%的 正增长	45-50%的 正增长	39%	211%
李宁	80-90%高 段增长	90-100% 低段增长	40-50%低 段增长	50-60%高 段增长	20-30%高 段增长	高单位数 增长	10-20%中 段增长	中单位数 增长	中单位数 增长	10-20%低 段增长	中单位数 增长	20-30%低 段正增长	低单位数 正增长	低单位数 下降	中单位数 下降	7%	25%
特步	约55%	30-35%	中双位数 增长	20-25%	30-35%	中双位数 增长	20-25%	高单位数 同比下降	20%	高双位数 增长	高双位数 增长	超30%正 增长	高单位数 增长	10%	中单位数 正增长	19%	58%
361度	高双位数 增长	15-20%	低双位数 增长	线下超 20%，电 商超30%	线下高双 位数增长， 电商20- 25%	线下10%， 电商30- 35%	线下10%， 电商超 20%	线下大致 持平，电 商25%	线下低双 位数正增 长，电商 35%	线下低双 位数正增 长，电商 30%	线下15%， 电商30%	线下超 20%，电 商超30%	线下高双 位数增长， 电商20- 25%	线下10%， 电商30- 35%	线下10%， 电商超 20%	13%	55%
Adidas	156%	-16%	-15%	-24%	-35%	-35%	-27%	-50%	-9%	16%	6%	37%	8%	9%	9%	6%	-25%
Skechers	174%	51%	10%	9%	9%	-20%	-19%	-23%	3%	19%	18%	22%	13%	3%	-6%	4%	5%
VF集团	70%	9%	3%	-9%	-14%	-30%	-10%	-1%	10%	31%	14%	7%	10%	4%	9%	18%	4%
Nike	42%	9%	1%	-24%	-8%	-20%	-13%	6%	1%	25%	12%	8%	6%	7%	-3%	1%	-9%
Lululemon	2年复合增 速90%		2年复合增 速70%	2年复合增 速60%			70%	超30%	79%	61%	53%	82%	52%	37%	39%	-	-
Puma	29%	30%	2%	-5%	-37%	-43%	-26%	-39%	10%	36%	9%	31%	7%	8%	1%	16%	-22%
Asics	88%	41%	22%	17%	-11%	-10%	1%	4%	34%	35%	26%	21%	16%	21%	20%	19%	36%
Amer Sports			84%				40%		59%	125%	43%	45%	51%	54%	56%	54%	-

资料来源：各公司21Q1-24Q3季度公告，HTI

注：前三季度较21、23年增速为估算值，海外增速均为汇率中性，Lululemon23Q4前增速为报表口径，Puma 21Q1-Q4为APAC地区口径，Asics增速为累计口径

海外奢侈品公司整体承压

24年初以来海外奢侈品收入普遍逐季降速，Hermès、Prada收入延续双位数增长趋势，其余公司Q3收入均同比下降。LVMH、Kering、Moncler有收入不及预期情况。Prada、Hermès美洲增速稳健。日本地区增速仍处最高，但多数公司现降速趋势。Hermès日本增速稳健，主因ASP提升+日本客群游客占比较低。

表: 奢侈品收入表现

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24 9M 增速
收入 (亿欧元)	LVMH	193	195	183	220	190	193	175	-2.3%
	Hermès	34	33	34	34	38	37	37	11.4%
	Kering	51	51	45	50	45	45	38	-12.3%
	Prada	11	12	11	37	12	14	13	14.5%
	Moncler	7	4	7	12	8	4	6	3.3%
	Canada Goose	2	1	2	4	2	1	2	8.3%

增速	LVMH	17%	13%	1%	6%	-2%	-1%	-4%
	Hermès	22%	22%	7%	12%	13%	11%	10%
	Kering	2%	2%	-13%	-6%	-11%	-11%	-15%
	Prada	-39%		205%		11%	17%	15%
	Moncler	23%	25%	5%	13%	13%	0%	-5%
	Canada Goose	31%	21%	1%	6%	22%	4%	-5%

Bloomberg一致 预期偏离度	LVMH	5%	1%	-5%	1%	-2%	-2%	-5%
	Hermès	6%	1%	1%	2%	3%	1%	1%
	Kering	0.4%	-2%	-3%	2%	1%	-3%	-4%
	Prada			-2%	176%	2%		2%
	Moncler	5%	5%	1%	5%	4%	-0.1%	-1%
	Canada Goose	13.4%	12%	1%	-2%	13%	2%	3%

中高端品牌大中华区增速较23年显著放缓

24年前三季度，中高端品牌大中华区收入多数同比下降。

Canada Goose、Prada公司、Hermès前三季度收入同比增速居前三位。

表：港股及海外主要中高端品牌大中华区增速

时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	前三季度同比
LVMH	14%	34%	11%	15%	-6%	-14%	-16%	-12%
Kering	10%	22%	1%	8%	-19%	-25%	-30%	-25%
Gucci	6%	16%	-3%	2%	-28%	-33%	-38%	-33%
Saint Laurent	23%	35%	8%	16%	-12%	-26%	-27%	-22%
Bottega Veneta	-1%	6%	-6%	4%	-4%	-10%	-13%	-9%
Hermès	23%	34%	10%	12%	14%	6%	1%	7%
Prada公司	22%	28%	13%	32%	16%	8%	12%	12%
Canada Goose					32%	11%	5%	16%
新秀丽公司	39%	H1 +99.6%	73%	全年 +88.4%	23%	-4%	-15%	2%
Burberry	13%	46%	-8%	8%	-19%	-21%	-27%	-22%
Tapestry	20%		9%	19%	2%	-10%	-5%	-4%
Hugo Boss	25%	56%	17%	双位数增长	负增长	负增长	负增长	

四、A/H重点标的业绩

➤ 制造:

- 1) 24年以来下游补库意愿较好叠加去年同期基数较低, 收入端多明显改善;
- 2) 伴随订单增加、产能利用率持续提升, 利润端弹性持续释放;
- 3) 企业多继续加码海外产能布局, 海外产能占比上升。

➤ 品牌:

- 1) 24年以来品牌收入端承压, 运动赛道增长稳健;
- 2) 受线下折扣加深、销售费用率提升等因素影响, 品牌利润端同比显著下滑;
- 3) 存货表现分化, 与19年相比多数品牌存货有所增加。

24年以来制造收入端多明显改善

2024年以来，下游补库意愿较好叠加去年同期基数较低，制造企业收入端明显改善。其中开润股份、健盛集团、浙江自然、台华新材、安利股份等表现突出。

表：A/H股制造收入同比增速

股票代码	股票简称	分类	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1-Q3	24Q1-Q3
603889.SH	新澳股份	纱线	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.5%	8.4%	10.5%	12.3%	10.1%
002042.SZ	华孚时尚	纱线	9.3%	-26.6%	-30.8%	125.4%	-13.4%	-19.3%	-15.0%	-17.1%	-15.7%
605189.SH	富春染织	纱线	-0.2%	11.5%	22.6%	18.4%	13.5%	28.3%	19.3%	11.7%	21.1%
601339.SH	百隆东方	纱线	-24.8%	-12.8%	6.2%	44.4%	23.5%	24.3%	11.4%	-11.0%	19.4%
002003.SZ	伟星股份	辅料	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%	32.2%	19.3%	2.9%	23.0%
300218.SZ	安利股份	皮革	-10.4%	-12.6%	7.5%	27.4%	24.6%	32.9%	21.4%	-5.0%	25.9%
002674.SZ	兴业科技	皮革	79.0%	52.1%	12.8%	29.2%	28.6%	-9.2%	1.1%	38.7%	3.8%
605138.SH	盛泰集团	棉纺	-4.7%	-15.7%	-30.3%	-34.9%	-23.3%	-27.4%	-28.4%	-17.6%	-26.3%
000726.SZ	鲁泰A	棉纺	-12.8%	-16.5%	-19.9%	-6.6%	0.3%	-1.0%	4.5%	-16.7%	1.5%
603558.SH	健盛集团	棉纺	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	10.4%	1.5%	37.0%	-8.7%	15.8%
603055.SH	台华新材	化纤	2.7%	11.2%	37.3%	57.9%	51.7%	58.7%	33.9%	16.9%	47.6%
300979.SZ	华利集团	鞋履	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	30.2%	20.8%	18.5%	-6.9%	22.4%
605080.SH	浙江自然	户外	-27.2%	-5.1%	-15.8%	6.7%	13.8%	12.6%	34.9%	-16.6%	17.8%
603908.SH	牧高笛	户外	4.8%	-4.3%	1.6%	8.2%	3.7%	-7.4%	-16.8%	-0.5%	-6.5%
300577.SZ	开润股份	箱包	21.0%	15.5%	-13.7%	41.4%	22.9%	12.8%	64.4%	5.4%	32.7%

股票代码	股票简称	分类	23H1	23H2	24H1	24Q3
2111.HK	超盈国际控股	弹性面料	-16.3%	3.6%	25.1%	
0551.HK	裕元集团	鞋履	-11.8%	-12.3%	-3.4%	12.5%
1836.HK	九兴控股	鞋履	-13.4%	-3.4%	7.5%	
2232.HK	晶苑国际	衣物	-18.7%	-6.5%	8.4%	
2678.HK	天虹国际集团	棉纺	-17.1%	10.6%	4.2%	
2313.HK	申洲国际	衣物	-14.9%	-5.5%	12.2%	

注：如无特别注明，“23Q1、23H1……”均指自然时间。
资料来源：Wind, HTI

24年以来制造利润端弹性释放

伴随订单增加，制造企业产能利用率持续高位运行，规模效应显现，利润端弹性持续释放。

表：A/H股制造净利润同比增速

股票代码	股票简称	分类	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1-Q3	24Q1-Q3
603889.SH	新澳股份	纱线	26.3%	-1.5%	3.3%	2.5%	5.2%	2.8%	8.3%	5.8%	5.0%
002042.SZ	华孚时尚	纱线	-65.9%	-87.1%	-	97.6%	-69.4%	109.7%	-57.3%	-71.8%	-28.7%
605189.SH	富春染织	纱线	-13.1%	-78.1%	39.7%	42.5%	30.1%	164.3%	-29.5%	-48.7%	44.6%
601339.SH	百隆东方	纱线	-75.6%	-56.2%	7.0%	-109.3%	-4.5%	-19.3%	-35.7%	-46.7%	-25.4%
002003.SZ	伟星股份	辅料	-19.7%	1.0%	11.4%	177.2%	48.9%	37.2%	-9.5%	2.5%	18.1%
300218.SZ	安利股份	皮革	-108.6%	40.9%	-	169.1%	-	260.2%	44.8%	-80.0%	286.4%
002674.SZ	兴业科技	皮革	-	48.7%	13.7%	-2.8%	36.5%	-51.4%	-24.6%	45.9%	-24.5%
605138.SH	盛泰集团	棉纺	-11.3%	-51.9%	-98.1%	-142.7%	-93.2%	-72.7%	-	-60.9%	-74.9%
000726.SZ	鲁泰A	棉纺	-41.9%	-49.9%	-64.4%	-71.8%	-22.7%	-12.6%	12.0%	-54.5%	-7.0%
603558.SH	健盛集团	棉纺	-53.0%	-19.5%	-4.5%	-	112.1%	-1.8%	27.0%	-25.3%	31.2%
603055.SH	台华新材	化纤	-34.9%	-12.9%	148.5%	-	101.1%	152.8%	35.3%	10.1%	89.3%
300979.SZ	华利集团	鞋履	-25.8%	6.7%	-5.9%	16.7%	63.7%	11.9%	16.2%	-6.5%	24.3%
605080.SH	浙江自然	户外	-23.2%	-41.7%	-45.5%	-119.9%	-38.5%	24.4%	-	-34.0%	26.3%
603908.SH	牧高笛	户外	-21.5%	-10.8%	-24.0%	-131.2%	9.3%	-30.2%	2.1%	-15.5%	-16.0%
300577.SZ	开润股份	箱包	-25.1%	-	78.4%	85.3%	116.4%	0.0%	84.4%	66.3%	183.5%
股票代码	股票简称	分类	23H1	23H2	24H1	24Q3					
2111.HK	超盈国际控股	运动	-29.3%	99.6%	138.6%						
0551.HK	裕元集团	运动	-40.5%	74.9%	94.2%						
1836.HK	九兴控股	运动	-8.3%	49.3%	65.7%						
2232.HK	晶苑国际	运动	-1.9%	-7.9%	13.6%						
2678.HK	天虹国际集团	男装	-172.3%	-153.5%	-138.1%						
2313.HK	申洲国际	女装	-10.2%	10.7%	37.8%						

注：1) 为了更好地观察，我们剔除了净利润同比增速绝对值>300%的观测；2) 如无特别注明，“23Q1、23H1……”均指自然时间。

资料来源：Wind，HTI

24年以来制造利润端弹性释放

伴随订单增加，制造企业产能利用率持续高位运行，规模效应显现，利润端弹性持续释放。

表：A/H股制造净利润率

股票代码	股票简称	分类	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3vs23Q3
603889.SH	新澳股份	纱线	9.7%	12.9%	8.8%	6.2%	9.1%	12.2%	8.6%	-0.2pct
002042.SZ	华孚时尚	纱线	1.2%	0.6%	0.4%	-0.6%	0.4%	1.5%	0.2%	-0.2pct
605189.SH	富春染织	纱线	4.8%	3.2%	4.1%	4.7%	5.5%	6.6%	2.4%	-1.7pct
601339.SH	百隆东方	纱线	5.7%	10.9%	14.9%	-2.7%	4.4%	7.1%	8.6%	-6.3pct
002003.SZ	伟星股份	辅料	7.6%	21.9%	21.5%	2.5%	9.9%	22.8%	16.3%	-5.2pct
300218.SZ	安利股份	皮革	-3.6%	3.2%	7.3%	4.9%	7.7%	8.8%	8.7%	1.4pct
002674.SZ	兴业科技	皮革	7.0%	10.1%	13.3%	3.4%	7.5%	5.4%	9.9%	-3.4pct
605138.SH	盛泰集团	棉纺	4.3%	5.3%	0.2%	-2.6%	0.4%	2.0%	1.3%	1.1pct
000726.SZ	鲁泰A	棉纺	6.6%	8.1%	7.4%	4.7%	5.1%	7.1%	7.9%	0.5pct
603558.SH	健盛集团	棉纺	7.8%	13.9%	13.9%	11.2%	15.0%	13.5%	12.9%	-1pct
603055.SH	台华新材	化纤	7.7%	8.8%	10.9%	7.7%	10.2%	14.1%	11.0%	0.1pct
300979.SZ	华利集团	鞋履	13.1%	17.6%	16.3%	15.7%	16.5%	16.3%	16.0%	-0.3pct
605080.SH	浙江自然	户外	27.7%	17.6%	9.0%	-1.5%	15.0%	19.5%	31.6%	22.6pct
603908.SH	牧高笛	户外	8.4%	13.2%	4.4%	-1.1%	8.9%	9.9%	5.4%	1pct
300577.SZ	开润股份	箱包	4.4%	4.8%	6.3%	-0.3%	7.8%	19.2%	7.0%	0.8pct

股票代码	股票简称	分类	23H1	23H2	24H1	24Q3	24H1vs23H1
2111.HK	超盈国际控股	运动	6.2%	10.1%	11.9%		5.6pct
0551.HK	裕元集团	运动	2.5%	5.5%	5.1%	6.2%	2.6pct
1836.HK	九兴控股	运动	7.7%	10.9%	11.9%		4.2pct
2232.HK	晶苑国际	运动	7.3%	7.7%	7.7%		0.4pct
2678.HK	天虹国际集团	男装	-6.9%	3.7%	2.5%		9.4pct
2313.HK	申洲国际	女装	18.4%	18.1%	22.6%		4.2pct

注：如无特别注明，“23Q1、23H1……”均指自然时间。
资料来源：Wind, HTI

24年以来品牌收入端承压，运动赛道增长稳健

2024年以来，A股品牌收入增速整体呈现逐季下降趋势，H股品牌上半年增速环比有所放缓，相比之下运动赛道仍维持稳健增长。

表：A/H股品牌收入同比增速

股票代码	股票简称	分类	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1-Q3	24Q1-Q3
601566.SH	九牧王	男装	0.8%	20.6%	11.0%	37.1%	21.7%	1.2%	-6.3%	9.4%	5.9%
002029.SZ	七匹狼	男装	2.7%	11.3%	3.3%	10.5%	-1.8%	-9.4%	-12.9%	5.5%	-7.8%
002154.SZ	报喜鸟	男装	11.5%	40.8%	14.8%	24.5%	4.8%	-4.5%	-11.7%	20.7%	-3.6%
002832.SZ	比音勒芬	男装	33.1%	20.3%	22.0%	12.1%	17.6%	10.5%	-4.4%	25.6%	7.4%
600398.SH	海澜之家	休闲	9.0%	28.2%	5.1%	21.9%	8.7%	-5.9%	-11.0%	13.9%	-1.9%
002563.SZ	森马服饰	休闲	-9.3%	9.7%	1.1%	8.5%	4.6%	10.1%	3.2%	-0.7%	5.5%
603877.SH	太平鸟	休闲	-15.8%	-11.9%	-20.0%	8.0%	-12.9%	-12.3%	-13.9%	-16.5%	-12.6%
603808.SH	歌力思	女装	6.0%	30.2%	20.6%	30.9%	12.5%	-1.1%	1.6%	18.4%	4.2%
002612.SZ	朗姿股份	女装	21.3%	21.6%	23.0%	30.8%	11.4%	1.1%	-6.2%	21.9%	1.5%
603518.SH	锦泓集团	女装	8.1%	23.2%	14.5%	21.5%	-1.2%	-2.0%	-14.2%	14.4%	-5.6%
603839.SH	安正时尚	女装	4.3%	21.9%	-33.0%	-1.6%	-15.7%	-25.8%	43.4%	-5.0%	-8.5%
603587.SH	地素时尚	女装	2.3%	26.5%	-3.3%	17.9%	-12.0%	-7.1%	-19.0%	7.4%	-12.6%
003016.SZ	欣贺股份	女装	-10.5%	13.5%	-1.6%	5.2%	-19.1%	-24.7%	-20.7%	-0.7%	-21.5%
002293.SZ	罗莱生活	家纺	-3.6%	11.0%	-2.8%	-2.2%	-12.3%	-16.3%	-15.6%	0.8%	-14.5%
002327.SZ	富安娜	家纺	-7.6%	-1.9%	0.9%	0.7%	5.2%	0.5%	-11.2%	-3.0%	-1.8%
603365.SH	水星家纺	家纺	1.4%	17.0%	11.9%	25.0%	11.8%	-8.9%	-8.4%	10.2%	-2.5%
605003.SH	众望布艺	家纺	-31.1%	18.4%	68.9%	27.8%	9.7%	18.3%	16.5%	5.7%	14.7%

股票代码	股票简称	分类	23H1	23H2	24H1	24Q3
2020.HK	安踏体育	运动	14.2%	18.1%	13.8%	
2331.HK	李宁	运动	13.0%	1.4%	2.3%	
1368.HK	特步国际	运动	14.8%	8.0%	10.4%	
1361.HK	361度	运动	18.0%	24.3%	19.2%	
1234.HK	中国利郎	男装	6.7%	21.6%	7.3%	
3709.HK	赢家时尚	女装	15.4%	29.1%	-1.0%	
3306.HK	江南布衣	女装	31.5%	26.1%	7.5%	
1913.HK	普拉达	奢侈品	17.4%	8.4%	14.2%	
1910.HK	新秀丽	箱包	39.8%	18.4%	-0.4%	-8.4%
3813.HK	宝胜国际	渠道商	11.1%	3.8%	-8.9%	-10.8%

股票代码	股票简称	分类	FY24H1(23M4-23M9)	FY24H2(23M10-24M3)	FY25H1(24M4-24M9)
3998.HK	波司登	户外	20.9%	48.6%	17.8%

股票代码	股票简称	分类	FY24H1(23M3-23M8)	FY24H2(23M9-24M2)	FY25H1(24M3-24M8)
6110.HK	滔搏	渠道商	7.3%	6.5%	-7.9%

注：如无特别注明，“23Q1、23H1……”均指自然时间。

资料来源：Wind, HTI

24年以来品牌利润端同比显著下滑

24Q1-Q3 A股品牌收入/净利润同比增速中位数分别为-2.5%/-16.8%，H股品牌上半年净利润增速环比放缓，压力下仍能取得较好业绩增长的个股有安踏体育、普拉达、波司登、特步国际。

表：A/H股品牌净利润同比增速

股票代码	股票简称	分类	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1-Q3	24Q1-Q3
601566.SH	九牧王	男装	275.6%	-74.8%	95.6%	326.1%	11.1%	-	-	169.3%	48.6%
002029.SZ	七匹狼	男装	67.4%	72.4%	279.5%	19.0%	18.4%	19.6%	-16.9%	95.7%	10.3%
002154.SZ	报喜鸟	男装	26.4%	161.7%	23.2%	84.5%	-0.9%	-40.7%	-49.5%	46.6%	-25.2%
002832.SZ	比音勒芬	男装	41.4%	40.1%	22.8%	-0.9%	20.4%	1.7%	-17.3%	32.2%	0.5%
600398.SH	海澜之家	休闲	12.3%	63.1%	67.2%	34.9%	11.5%	-12.9%	-57.3%	43.0%	-18.9%
002563.SZ	森马服饰	休闲	55.0%	275.4%	89.1%	-19.2%	11.1%	1.0%	-36.3%	229.6%	-9.4%
603877.SH	太平鸟	休闲	14.1%	158.5%	-	-	-27.1%	-63.7%	-52.6%	37.3%	-48.9%
603808.SH	歌力思	女装	10.5%	-	-12.8%	70.8%	-29.4%	-45.6%	-166.5%	59.2%	-65.6%
002612.SZ	朗姿股份	女装	-	-	277.3%	-	29.0%	-18.3%	-20.3%	443.4%	-5.6%
603518.SH	锦泓集团	女装	149.3%	-	30.5%	-	13.2%	-22.4%	-70.6%	165.4%	-15.2%
603839.SH	安正时尚	女装	15.6%	141.1%	-105.1%	100.3%	-150.2%	-128.1%	-	-36.5%	-223.9%
603587.SH	地素时尚	女装	9.3%	40.3%	-13.5%	-	-33.0%	-21.0%	-47.1%	10.2%	-32.5%
003016.SZ	欣贺股份	女装	-21.2%	26.5%	-30.1%	-	-88.5%	-102.1%	-260.5%	-9.6%	-125.0%
002293.SZ	罗莱生活	家纺	10.6%	69.2%	-23.0%	-16.9%	-49.3%	-35.4%	-21.1%	5.6%	-36.8%
002327.SZ	富安娜	家纺	5.3%	2.3%	9.2%	9.1%	10.2%	-11.7%	-40.8%	5.7%	-15.3%
603365.SH	水星家纺	家纺	-1.2%	286.7%	9.0%	32.7%	11.5%	-38.6%	-22.8%	38.1%	-16.8%
605003.SH	众望布艺	家纺	-54.8%	-36.1%	118.0%	-	35.5%	8.6%	15.2%	-29.1%	18.9%

股票代码	股票简称	分类	23H1	23H2	24H1	24Q3
2020.HK	安踏体育	运动	34.0%	39.3%	59.0%	
2331.HK	李宁	运动	-3.1%	-43.1%	-8.0%	
1368.HK	特步国际	运动	13.9%	12.0%	12.0%	
1361.HK	361度	运动	26.8%	28.9%	7.2%	
1234.HK	中国利郎	男装	5.2%	36.1%	3.6%	
3709.HK	赢家时尚	女装	71.6%	231.8%	-36.0%	
3306.HK	江南布衣	女装	116.9%	54.5%	9.8%	
1913.HK	普拉达	奢侈品	61.9%	31.1%	25.8%	
1910.HK	新秀丽	箱包	150.2%	3.4%	4.5%	-38.6%
3813.HK	宝胜国际	渠道商	-	142.3%	6.0%	16.5%

股票代码	股票简称	分类	FY24H1(23M4-23M9)	FY24H2(23M10-24M3)	FY25H1(24M4-24M9)
3998.HK	波司登	户外	26.5%	53.9%	24.7%

股票代码	股票简称	分类	FY24H1(23M3-23M8)	FY24H2(23M9-24M2)	FY25H1(24M3-24M8)
6110.HK	滔搏	渠道商	16.7%	26.5%	-34.6%

注：1) 为了更好地观察，我们剔除了净利润同比增速绝对值>300%的观测；2) 如无特别注明，“23Q1、23H1……”均指自然时间。

资料来源：Wind, HTI

24年以来A股品牌净利润率明显承压，H股品牌相对较好

24Q3 A股品牌净利润率同比增速中位数为-3.6pct，净利润率下滑主要原因有：1) 线下销售疲软，折扣加深清理库存；2) 销售费用增加，叠加收入下降形成负经营杠杆。H股品牌表现相对较好。

表：A/H股品牌净利润率

股票代码	股票简称	分类	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3vs23Q3
601566.SH	九牧王	男装	12.9%	-1.2%	-0.4%	10.8%	11.7%	-9.3%	11.8%	+12.2pct
002029.SZ	七匹狼	男装	11.4%	12.8%	7.0%	7.7%	13.7%	16.9%	6.6%	-0.3pct
002154.SZ	报喜鸟	男装	20.1%	13.7%	13.0%	9.5%	19.0%	8.5%	7.5%	-5.6pct
002832.SZ	比音勒芬	男装	27.9%	19.0%	30.8%	20.6%	28.5%	17.5%	26.6%	-4.2pct
600398.SH	海澜之家	休闲	14.0%	15.7%	17.5%	8.3%	14.3%	14.5%	8.4%	-9.1pct
002563.SZ	森马服饰	休闲	10.4%	7.9%	9.5%	6.1%	11.0%	7.3%	5.9%	-3.6pct
603877.SH	太平鸟	休闲	10.5%	2.2%	-2.6%	8.2%	8.8%	0.9%	-4.6%	-2.0pct
603808.SH	歌力思	女装	9.5%	11.0%	5.5%	-1.9%	5.9%	6.0%	-3.6%	-9.1pct
002612.SZ	朗姿股份	女装	5.0%	7.3%	4.9%	2.8%	6.4%	6.0%	4.4%	-0.6pct
603518.SH	锦泓集团	女装	8.8%	4.3%	4.8%	7.4%	10.1%	3.4%	1.6%	-3.1pct
603839.SH	安正时尚	女装	4.6%	0.4%	-0.3%	0.2%	-2.7%	-0.1%	-4.6%	-4.3pct
603587.SH	地素时尚	女装	26.9%	22.3%	17.9%	10.0%	20.5%	19.0%	11.7%	-6.2pct
003016.SZ	欣贺股份	女装	10.9%	10.5%	5.3%	-3.6%	1.5%	-0.3%	-10.7%	-16.0pct
002293.SZ	罗莱生活	家纺	14.2%	8.8%	10.0%	10.1%	8.2%	6.8%	9.4%	-0.7pct
002327.SZ	富安娜	家纺	17.9%	16.6%	19.5%	20.4%	18.8%	14.6%	13.0%	-6.5pct
603365.SH	水星家纺	家纺	10.2%	8.8%	8.6%	8.7%	10.2%	5.9%	7.3%	-1.4pct
605003.SH	众望布艺	家纺	16.5%	18.9%	15.5%	-	20.4%	17.4%	15.3%	-0.2pct

股票代码	股票简称	分类	23H1	23H2	24H1	24Q3	24H1vs23H1
2020.HK	安踏体育	运动	17.9%	18.3%	25.0%		+7.1pct
2331.HK	李宁	运动	15.1%	7.8%	13.6%		-1.5pct
1368.HK	特步国际	运动	10.3%	4.6%	10.4%		+0.2pct
1361.HK	361度	运动	17.8%	6.7%	16.0%		-1.8pct
1234.HK	中国利郎	男装	18.1%	12.7%	17.5%		-0.6pct
3709.HK	赢家时尚	女装	13.2%	10.9%	8.6%		-4.7pct
3306.HK	江南布衣	女装	11.9%	19.3%	12.1%		+0.3pct
1913.HK	普拉达	奢侈品	13.7%	14.7%	15.1%		+1.4pct
1910.HK	新秀丽	箱包	9.6%	14.6%	10.1%	8.1%	+0.5pct
3813.HK	宝胜国际	渠道商	2.9%	2.0%	3.4%	0.2%	+0.5pct

股票代码	股票简称	分类	FY24H1(23M4-23M9)	FY24H2(23M10-24M3)	FY25H1(24M4-24M9)	FY25H1vsFY24H1
3998.HK	波司登	户外	12.3%	13.4%	13.0%	+0.7pct

股票代码	股票简称	分类	FY24H1(23M3-23M8)	FY24H2(23M9-24M2)	FY25H1(24M3-24M8)	FY25H1vsFY24H1
6110.HK	滔搏	渠道商	9.4%	7.6%	6.7%	-2.7pct

注：如无特别注明，“23Q1、23H1……”均指自然时间。

资料来源：Wind, HTI

期末A/H股品牌存货表现分化，与19年比多数品牌有所增加

期末A/H股品牌存货表现分化，与19年比多数品牌有所增加。歌力思、赢家时尚、地素时尚、九牧王等存货周转天数上升较多，海澜之家变化主因斯搏兹并表，朗姿股份、锦泓集团、安正时尚存货周转天数较19年明显下降。

表：A/H股品牌存货周转天数（天）

股票代码	股票简称	分类	18Q3	19Q3	20Q3	21Q3	22Q3	23Q3	24Q3	24Q3vs23Q3	24Q3vs19Q3
601566.SH	九牧王	男装	256.2	266.5	318.5	267.5	304.9	307.9	337.8	29.9	71.3
002029.SZ	七匹狼	男装	193.0	204.7	231.9	218.5	213.1	215.8	230.4	14.5	25.7
002154.SZ	报喜鸟	男装	283.2	316.4	321.8	283.7	298.5	247.5	273.9	26.3	-42.5
002832.SZ	比音勒芬	男装	291.9	414.4	384.8	338.7	325.2	296.8	304.5	7.7	-109.9
600398.SH	海澜之家	休闲	333.5	298.6	338.1	283.3	299.2	274.6	346.1	71.4	47.4
002563.SZ	森马服饰	休闲	147.9	177.7	180.8	154.6	220.3	203.7	179.8	-23.8	2.2
603877.SH	太平鸟	休闲	243.2	236.1	206.7	199.2	213.9	240.7	217.3	-23.4	-18.8
603808.SH	歌力思	女装	237.3	233.1	315.1	288.4	313.6	306.2	374.6	68.4	141.5
002612.SZ	朗姿股份	女装	261.9	312.2	280.5	231.5	267.8	201.1	183.8	-17.3	-128.4
603518.SH	锦泓集团	女装	351.7	453.7	424.5	302.1	367.0	312.9	299.1	-13.8	-154.6
603839.SH	安正时尚	女装	408.3	304.5	276.5	309.8	270.4	246.6	232.1	-14.6	-72.4
603587.SH	地素时尚	女装	201.3	182.1	227.2	180.0	221.3	248.4	287.4	39.0	105.3
003016.SZ	欣贺股份	女装	-	-	574.0	415.7	448.3	530.9	596.6	65.7	-
002293.SZ	罗莱生活	家纺	166.8	187.0	183.5	146.9	186.7	200.7	198.4	-2.3	11.5
002327.SZ	富安娜	家纺	266.1	276.6	304.9	258.0	246.8	239.2	253.4	14.2	-23.2
603365.SH	水星家纺	家纺	181.6	181.3	181.7	164.1	182.2	169.2	186.5	17.2	5.1
605003.SH	众望布艺	家纺	-	-	111.1	102.8	143.9	113.7	103.7	-10.0	-

股票代码	股票简称	分类	19H1	20H1	21H1	22H1	23H1	24H1	24Q3	24H1vs23H1	24H1vs19H1
2020.HK	安踏体育	运动	86.4	133.8	116.4	144.6	123.8	113.1		-10.7	26.7
2331.HK	李宁	运动	73.3	83.5	53.1	54.4	57.0	60.8		3.8	-12.5
1368.HK	特步国际	运动	79.5	92.7	77.5	104.0	113.4	92.4		-21.0	12.9
1361.HK	361度	运动	93.4	110.5	69.5	75.7	85.9	83.7		-2.2	-9.7
1234.HK	中国利郎	男装	128.4	182.5	206.5	216.1	210.2	186.5		-23.7	58.1
3709.HK	赢家时尚	女装	194.6	218.5	148.5	222.8	210.6	278.6		68.0	84.0
3306.HK	江南布衣	女装	224.4	254.0	189.7	187.0	188.3	153.8		-34.4	-70.6
1913.HK	普拉达	奢侈品	266.7	470.1	301.9	296.3	316.7	288.1		-28.6	21.3
1910.HK	新秀丽	箱包	145.5	257.9	193.5	130.7	175.4	170.6	174.1	-4.9	25.1
3813.HK	宝胜国际	渠道商	137.0	144.4	128.6	201.0	132.7	128.2		-4.5	-8.8

股票代码	股票简称	分类	19M9	20M9	21M9	22M9	23M9	24M9	24M9vs23M9	24M9vs19M9
3998.HK	波司登	户外	168.9	197.1	208.7	178.2	158.0	186.3	28.3	17.4

股票代码	股票简称	分类	19M8	20M8	21M8	22M8	23M8	24M8	24M8vs23M8	24M8vs19M8
6110.HK	滔搏	渠道商	120.1	129.5	144.5	163.9	137.8	145.1	7.3	25.1

注：如无特别注明，“23Q1、23H1……”均指自然时间。

资料来源：Wind, HTI

➤ 制造:

1) 复盘可知有三类公司在面对贸易摩擦时表现出较强的韧性: ①业务以境内为主, 且同期境内下游需求较好; ②出口导向, 但美国直接收入占比较小; ③出口导向且以对美为主, 但产能主要分布于境外。

2) 考虑当前关税加征预期尚不明朗, 我们认为拥有客户、技术、资金等较高综合壁垒的制造龙头在面对关税隐忧时韧性更强且具备一定税负转嫁能力。建议关注合理产能布局、多元收入结构、综合壁垒较高的优质制造龙头, 如华利集团, 九兴控股, 申洲国际, 裕元集团。

➤ 品牌:

1) 消费利好政策有助于提振业绩、鼓励信心, 预计未来力度有望加大, 范围有望拓宽。建议关注当前业绩筑底、后市反弹潜力较大, 处于逆市拓店或渠道优化节奏, 在手现金充裕、具备投资能力、各经营环境下利润率均相对稳健的品牌。

制造端：复盘上轮贸易摩擦，寻找业绩韧性来源

2018年美国发布第三份加征关税清单，涵盖了大部分纺织品门类。通过对2018年净利润取得同比正增长的公司进行分析，我们认为以下三类公司在面对外部贸易摩擦时具有较强韧性：1) 业务以境内为主，且同期境内下游需求较好，如兴业科技、江南高纤、富春染织、航民股份；2) 出口导向，但美国直接收入占比较小，如华纺股份、南山智尚、健盛集团、华生科技；3) 出口导向且以对美为主，但产能主要分布于境外，如华利集团。

表：上轮贸易摩擦纺织制造板块复盘（按净利润同比增速由高到低排序）

证券代码	证券简称	分类	2018			2017		
			股价涨跌幅	收入同比增速	净利润同比增速	境外收入占比	美国收入占比	境外产能占比
600448.SH	华纺股份	印染	-13.0%	14.5%	206.3%	82.5%	3.0%	-
002674.SZ	兴业科技	皮革	-22.8%	-14.5%	156.4%	1.3%	-	-
600156.SH	华升股份	纱线	-23.0%	42.8%	131.9%	82.8%	-	-
603558.SH	健盛集团	棉纺	-11.1%	38.8%	57.0%	81.8%	9.3%	35.2%
300979.SZ	华利集团	鞋履	-	23.8%	38.5%	-	91.0%	100.0%
300918.SZ	南山智尚	精纺	-	20.3%	31.6%	34.8%	5.3%	-
300577.SZ	开润股份	箱包	-8.5%	76.3%	30.2%	41.2%	-	-
600527.SH	江南高纤	面料	-34.8%	-4.1%	26.2%	5.0%	-	-
600493.SH	凤竹纺织	纱线	-21.3%	23.1%	23.3%	40.5%	-	-
605055.SH	迎丰股份	印染	-	9.6%	21.9%	-	-	-
2313.HK	申洲国际	衣物	21.3%	15.8%	20.7%	73.2%	12.9%	-
300877.SZ	金春股份	面料	-	43.0%	20.1%	12.5%	0.0%	-
605180.SH	华生科技	面料	-	21.4%	16.9%	32.4%	4.6%	-
000850.SZ	华茂股份	纱线	-29.0%	18.9%	14.1%	31.7%	4.3%≤	-
605189.SH	富春染织	纱线	-	7.6%	12.1%	0.04%	-	-
002042.SZ	华孚时尚	棉纺	-36.9%	13.6%	11.0%	25.4%	-	-
600987.SH	航民股份	印染	-25.7%	8.5%	10.8%	1.9%	-	-
002394.SZ	联发股份	棉纺	-10.3%	3.9%	8.3%	59.5%	17.0%	-
002083.SZ	孚日股份	棉纺	-22.0%	7.5%	6.0%	60.7%	-	-
1836.HK	九兴控股	鞋履	-15.6%	0.7%	5.6%	87.9%	50.4%	-
2678.HK	天虹国际集团	棉纺	-8.3%	17.5%	1.0%	19.9%	-	41.3%
2232.HK	晶苑国际	衣物	-46.2%	14.6%	0.5%	-	37.0%	-

制造端：建议关注产能布局合理、收入结构多元、综合壁垒较高的优质龙头

合理产能布局帮助公司规避外部贸易摩擦风险，多元收入结构在进一步分散风险的同时强化成长能力。考虑当前关税加征预期尚不明朗，我们认为拥有客户、技术、资金等较高综合壁垒的制造龙头在面对关税隐忧时韧性更强且具备一定税负转嫁能力。综合梳理来看，我们建议关注华利集团，九兴控股，申洲国际，裕元集团等优质制造龙头。

图：建议关注产能布局合理、收入结构多元、综合壁垒较高的优质龙头

申洲国际			裕元集团			九兴控股			华利集团			健盛集团			开润股份			天虹国际集团																										
境外产能占比																																												
2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023																								
-	-	53.0%	88.0%	90.0%	88.0%	68.0%	72.0%	74.0%	100.0%	100.0%	100.0%	51.3%	53.9%	66.7%	59.7%	67.5%	65.1%	44.4%	41.5%	41.9%																								
2023年分地区收入结构																																												
<p>其他 21% 中国 28% 日本 15% 美国 16% 欧洲 20%其他 29%中国 18% 美国 28% 欧洲 25%亚洲 9% 其他 3% 中国 17% 北美 46% 欧洲 25%欧洲 13% 其他 0% 美国 87%境内 14% 境外 86% 境内 28% 境外 72% 美洲 7% 中国 0.3% 亚洲 93% </p>			<th colspan="21">主要客户</th>																					主要客户																				
<p>Sportswear customers</p> <p>Casual wear customers</p>																																												

资料来源：Wind，各公司历年年报、官网，HTI

品牌端：消费利好政策有助于提振业绩、鼓励信心

10月以来，多地陆续将家纺用品纳入以旧换新政府补贴范围内，从个别城市开始到各省、自治区商务厅陆续出台政策，范围不断扩大。此外京东国补范围已拓展至童睡袋、连体衣，月子服等个别服饰产品。

消费利好政策落地既能直接提振受益行业企业业绩，更能鼓励消费者信心。中共中央政治局12月9日召开会议提出2025年要“要大力提振消费”，我们认为今年效果好的政策明年有望延续，此外未来支持力度有望加大，支持范围有望拓宽。

表：家纺行业政府补贴信息汇总

家纺行业政府补贴信息汇总		
日期	发布单位	主要内容
2024/10/22	上海市	新增家纺类产品，15%补贴，每单不超过2000元
2024/10/30	福建省厦门市	新增家纺类产品，15%补贴，每位消费者累计不超过20000元
2024/11/7	福建省泉州市	新增家纺类产品
2024/11/11	吉林省商务厅	新增家纺类产品，15%补贴，每类不超过2000元，每位消费者累计不超过15000元
2024/11/18	江苏省南通市	新增家纺类产品，15%补贴，每户不超过30000元
2024/11/19	西藏自治区商务厅	新增家纺类产品，每满500-100，上限满5000-1000
2024/11/20	安徽省商务厅	新增家纺类产品，15%补贴
2024/11/25	江苏省南京市	新增家纺类产品，15%补贴，每户不超过30000元
2024/11/26	吉林省辽源市	新增家纺类产品，15%补贴，每类产品不超过2000元，每位消费者累计不超过15000元
2024/12/5	江苏省商务厅	新增家纺类产品，15%补贴
2024/12/7	云南省商务厅	新增家纺类产品，20%补贴，每人每类产品消费最高补贴2000元
京东、淘天：双十一后家纺国补收货地址拓展至全国		

表：京东国补范围拓展至婴童睡袋、连体衣，月子服等服饰产品



品牌端：关注正处于逆市拓店或渠道优化节奏的品牌



2023年A/H股品牌渠道数量多较2019年有所收缩，其中滔搏、波司登、森马服饰收缩较多，但也有品牌如特步国际、361度、比音勒芬渠道数量明显增加。

2024年上半年净开店的品牌集中在运动赛道，此外森马服饰、海澜之家、富安娜、新秀丽期内分别净开店203、80、37、31家。

表：A/H股品牌渠道数量变化

股票代码	股票简称	分类	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2023vs2019	24H1vs2023
601566.SH	九牧王	男装	2772	2932	2791	2756	2703	2695	2517	2444	2390	2386	2351	-546	-35
002029.SZ	七匹狼	男装	-	2115	-	1912	1910	1876	1831	1819	1800	1831	1808	-284	-23
002154.SZ	报喜鸟	男装	1619	1678	1589	1633	1615	1676	1659	1684	1670	1761	1772	83	11
002832.SZ	比音勒芬	男装	798	894	909	979	1007	1100	1125	1191	1193	1255	1263	361	8
600398.SH	海澜之家	休闲	7740	7254	7241	7381	7446	7652	7718	8219	8212	6877	6957	-377	80
002563.SZ	森马服饰	休闲	9404	9556	8834	8725	8733	8567	8368	8140	8136	7937	8140	-1619	203
603877.SH	太平鸟	休闲	4427	4496	4300	4616	4760	5214	4921	4671	4174	3731	3538	-765	-193
603808.SH	歌力思	女装	577	600	553	550	541	550	571	613	631	652	645	52	-7
002612.SZ	朗姿股份	女装	513	594	598	608	602	638	634	612	591	599	554	5	-45
603518.SH	锦泓集团	女装	1392	1459	1393	1355	1301	1429	1472	1430	1347	1296	1260	-163	-36
603839.SH	安正时尚	女装	939	1055	2466	2453	2367	2235	2104	1973	768	740	696	-315	-44
603587.SH	地素时尚	女装	1050	1104	1108	1154	1157	1199	1205	1123	-	1073	-	-31	-
003016.SZ	欣贺股份	女装	574	570	550	524	506	496	491	506	511	484	433	-86	-51
002293.SZ	罗莱生活	家纺	近2800	近2700	近2600	2236	2274	2481	2518	2662	2692	2730	2690	-70	-40
002327.SZ	富安娜	家纺	-	1547	-	1254	1533	1525	1516	1470	1464	1494	1531	-53	37
股票代码	股票简称	分类	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2023vs2019	24H1vs2023
2020.HK	安踏体育	运动	12479	12943	12427	12260	12096	11791	11579	11939	11918	12154	12242	-789	88
2331.HK	李宁	运动	7294	7550	6983	6933	6745	7137	7112	7603	7448	7668	7677	118	9
1368.HK	特步国际	运动	6962	7204	6936	6853	7051	7374	7777	7902	8111	8384	8412	1180	28
1361.HK	361度	运动	7281	7441	6991	6868	6900	7166	7462	7768	8090	8279	8290	838	11
1234.HK	中国利郎	男装	2753	2815	2717	2761	2708	2733	2627	2644	2646	2695	2709	-120	14
3709.HK	赢家时尚	女装	885	1697	1750	1836	1935	2041	2023	2006	1980	1964	1912	267	-52
3306.HK	江南布衣	女装	2018	1993	1855	1931	1931	1996	1956	2004	1990	2036	2024	43	-12
1913.HK	普拉达	奢侈品	670	666	662	659	658	661	654	638	631	631	617	-35	-14
1910.HK	新秀丽	箱包	1278	1294	1245	1096	1027	1005	963	985	1001	1052	1083	-242	31
3813.HK	宝胜国际	渠道商	5895	5883	5597	5240	4968	4631	4455	4093	3723	3523	3478	-2360	-45
股票代码	股票简称	分类	19M9	20M3	20M9	21M3	21M9	22M3	22M9	23M3	23M9	24M3	24M9	24M3-20M3	24M9-24M3
3998.HK	波司登	户外	5716	5398	5133	4627	4467	4271	4126	3880	3754	3642	3584	-1756	-58
股票代码	股票简称	分类	19M8	20M2	20M8	21M2	21M8	22M2	22M8	23M2	23M8	24M2	24M8	24M2-20M2	24M8-24M2
6110.HK	滔搏	渠道商	8365	8395	8156	8006	7785	7695	6928	6565	6209	6144	5813	-2251	-331

注：各品牌渠道数量为其所有披露子品牌渠道数量之和，宝胜国际口径为直营店数量。
资料来源：Wind，各公司历年年报、中报，HTI

品牌端：关注正处于逆市拓店或渠道优化节奏的品牌

当前，海澜之家、森马服饰、中国利郎、罗莱生活等品牌直营店铺数量占比较低，未来有提升空间。观察24H1开店情况，直营/加盟均维持扩张的品牌有森马服饰、富安娜、中国利郎，直营扩张、加盟收缩的品牌有九牧王、报喜鸟、海澜之家、罗莱生活。店铺数量扩张直接利好收入增长，而以直营化为主要方向、关闭低效店铺的渠道精细化改革则将对企业的利润端有所提振。

表：A/H股品牌直营店铺数量、占比变化

股票代码	股票简称	分类	2019	2023	24H1	2023vs2019	24H1vs2023	24H1vs2023		
			直营店铺数量占比			直营店铺数量占比变动		直营店铺数量变动	加盟店铺数量变动	店铺总数变动
601566.SH	九牧王	男装	34.7%	33.2%	34.1%	-1.5%	0.9%	10	-45	-35
002029.SZ	七匹狼	男装	-	44.6%	44.4%	-	-0.2%	-14	-9	-23
002154.SZ	报喜鸟	男装	47.0%	45.0%	46.0%	-1.9%	1.0%	23	-12	11
002832.SZ	比音勒芬	男装	49.3%	48.4%	48.2%	-1.0%	-0.1%	2	6	8
600398.SH	海澜之家	休闲	9.1%	24.5%	25.5%	15.4%	1.0%	90	-10	80
002563.SZ	森马服饰	休闲	9.5%	8.6%	10.3%	-0.9%	1.7%	158	45	203
603877.SH	太平鸟	休闲	36.3%	31.5%	31.9%	-4.8%	0.4%	-47	-146	-193
603808.SH	歌力思	女装	54.2%	77.3%	76.7%	23.1%	-0.6%	-9	2	-7
002612.SZ	朗姿股份	女装	77.9%	73.1%	70.4%	-4.8%	-2.7%	-48	3	-45
603518.SH	锦泓集团	女装	92.7%	76.8%	75.1%	-15.9%	-1.7%	-49	13	-36
603839.SH	安正时尚	女装	35.8%	40.8%	41.4%	5.0%	0.6%	-14	-30	-44
603587.SH	地素时尚	女装	34.4%	25.7%	-	-8.7%	-	-	-	-
003016.SZ	欣贺股份	女装	78.2%	83.9%	84.5%	5.6%	0.6%	-40	-11	-51
002293.SZ	罗莱生活	家纺	-	12.3%	13.4%	-	1.1%	26	-66	-40
002327.SZ	富安娜	家纺	29.3%	32.4%	32.5%	3.0%	0.1%	14	23	37

股票代码	股票简称	分类	2019	2023	24H1	2023vs2019	24H1vs2023	24H1vs2023		
			直营店铺占比			直营店铺占比变动		直营店铺数量变动	加盟店铺数量变动	店铺数量变动
2020.HK	安踏体育	运动	-	44.0%	42.0%	-	-2.0%	-	-	-
2331.HK	李宁	运动	20.0%	24.0%	24.0%	4.0%	0.0%	-3	2	-1
1234.HK	中国利郎	男装	0.0%	11.0%	11.3%	11.0%	0.3%	10	4	14
3709.HK	赢家时尚	女装	74.1%	77.6%	77.7%	3.6%	0.0%	-40	-12	-52
3306.HK	江南布衣	女装	28.7%	27.0%	25.4%	-1.6%	-1.6%	-35	23	-12
1913.HK	普拉达	奢侈品	96.2%	96.0%	96.1%	-0.2%	0.1%	-13	-1	-14
1910.HK	新秀丽	箱包	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	31	-	31

股票代码	股票简称	分类	20M3	24M3	24M9	24M3-20M3	24M9-24M3	24M9-24M3		
			直营店铺占比			直营店铺占比变动		直营店铺数量变动	加盟店铺数量变动	店铺数量变动
3998.HK	波司登	户外	41.4%	40.2%	40.7%	-1.2%	0.5%	-6	-52	-58

注：安踏体育、李宁口径为主品牌。
资料来源：Wind，各公司历年年报、中报，HTI

品牌端：在手现金充裕方能充分投资未来

对比来看，我们认为安踏体育、李宁、361度、滔搏、Prada、海澜之家、森马服饰、地素时尚、报喜鸟、比音勒芬等品牌在手现金充足，资产负债率较低，未来有实力持续开展店铺拓展、渠道改造、收购资产等方面投入。

表：A/H股品牌净现金、资产负债率、资本开支

股票代码	股票简称	分类	净现金 (亿元)		净现金/总资产		资产负债率		资本开支 (亿元)	
			2023	24Q3	2023	24Q3	2023	24Q3	2023	24Q1-Q3
601566.SH	九牧王	男装	10.7	8.3	18.4%	14.7%	32.9%	32.1%	0.3	0.4
002029.SZ	七匹狼	男装	12.5	9.0	11.5%	8.7%	39.8%	35.5%	1.5	1.1
002154.SZ	报喜鸟	男装	18.9	16.2	26.8%	25.0%	36.6%	32.0%	3.8	2.0
002832.SZ	比音勒芬	男装	21.6	12.1	32.1%	17.9%	27.2%	24.5%	9.0	3.8
600398.SH	海澜之家	休闲	119.0	59.9	35.3%	18.5%	52.4%	47.5%	6.3	4.4
002563.SZ	森马服饰	休闲	81.0	58.0	45.2%	32.1%	35.9%	36.8%	2.6	2.4
603877.SH	太平鸟	休闲	10.0	4.7	12.4%	6.0%	44.0%	44.5%	2.5	2.7
603808.SH	歌力思	女装	5.9	5.5	12.7%	12.6%	33.8%	30.5%	1.0	0.6
002612.SZ	朗姿股份	女装	4.2	6.0	5.8%	7.3%	48.8%	54.2%	1.1	1.1
603518.SH	锦泓集团	女装	5.3	3.9	9.4%	7.0%	40.1%	37.3%	0.7	0.5
603839.SH	安正时尚	女装	3.8	2.1	14.0%	7.8%	24.4%	26.8%	0.7	0.2
603587.SH	地素时尚	女装	24.8	24.8	53.5%	54.4%	19.1%	20.1%	0.5	0.4
003016.SZ	欣贺股份	女装	6.9	6.6	18.9%	18.9%	22.4%	22.8%	1.9	0.3
002293.SZ	罗莱生活	家纺	21.2	17.0	31.2%	27.0%	37.4%	36.4%	2.4	2.3
002327.SZ	富安娜	家纺	3.9	2.0	7.9%	4.4%	22.0%	19.0%	0.8	0.2
603365.SH	水星家纺	家纺	11.2	6.1	30.8%	17.2%	19.3%	19.8%	0.3	1.4
605003.SH	众望布艺	家纺	7.4	6.0	46.8%	39.0%	11.7%	7.5%	1.7	1.5

股票代码	股票简称	分类	净现金 (亿元)		净现金/总资产		资产负债率		资本开支 (亿元)	
			2023	24H1	2023	24H1	2023	24H1	2023	24H1
2020.HK	安踏体育	运动	380.1	293.8	41.2%	31.9%	39.3%	36.6%	13.2	8.9
2331.HK	李宁	运动	89.4	127.2	26.1%	37.2%	28.7%	27.1%	20.2	6.4
1368.HK	特步国际	运动	32.9	38.6	19.0%	22.3%	48.5%	46.1%	4.9	-
1361.HK	361度	运动	52.0	50.1	39.8%	38.3%	25.6%	27.1%	0.6	1.2
1234.HK	中国利郎	男装	10.8	9.1	16.6%	13.9%	39.0%	37.2%	1.3	0.5
3709.HK	赢家时尚	女装	5.6	3.6	8.0%	5.1%	35.1%	32.9%	1.2	0.6
3306.HK	江南布衣	女装	10.1	15.7	24.9%	38.7%	51.3%	49.8%	1.6	0.5
1913.HK	普拉达	奢侈品	54.2	50.7	9.1%	8.5%	49.1%	49.1%	59.7	14.0
1910.HK	新秀丽	箱包	50.8	58.1	14.0%	16.1%	70.3%	70.1%	7.8	2.9
3813.HK	宝胜国际	渠道商	26.2	25.6	19.8%	19.3%	35.1%	32.6%	3.5	1.9

股票代码	股票简称	分类	净现金 (亿元)		净现金/总资产		资产负债率		资本开支 (亿元)	
			24M3	24M9	24M3	24M9	24M3	24M9	24M3	24M9
3998.HK	波司登	户外	122.9	66.2	47.7%	24.6%	46.4%	50.4%	5.6	-
股票代码	股票简称	分类	24M2	24M8	24M2	24M8	24M2	24M8	24M2	24M8
6110.HK	滔搏	渠道商	19.6	28.4	13.4%	19.0%	32.3%	36.3%	4.0	1.6

注：A股净现金口径为货币资金，港股净现金口径为现金及现金等价物+其他短期投资。

资料来源：Wind, HTI

品牌端：优选各种经营环境下利润率稳健标的

观察近五年以来各品牌净利润率表现，我们认为比音勒芬、地素时尚、安踏体育、波司登为各种经营环境下利润率水平表现相对稳健的标的。

表：A/H股品牌净利润率

股票代码	股票简称	分类	净利润率						净利润CAGR
			2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3	2019-2023
601566.SH	九牧王	男装	12.6%	13.4%	6.1%	-4.1%	6.2%	5.9%	-14.7%
002029.SZ	七匹狼	男装	9.8%	7.1%	7.8%	6.0%	9.5%	12.2%	-2.1%
002154.SZ	报喜鸟	男装	6.3%	10.4%	10.9%	11.1%	14.0%	12.3%	37.4%
002832.SZ	比音勒芬	男装	22.5%	21.8%	23.2%	25.4%	26.0%	25.6%	22.3%
600398.SH	海澜之家	休闲	14.5%	9.6%	12.0%	11.2%	13.7%	12.9%	-2.0%
002563.SZ	森马服饰	休闲	8.0%	5.3%	9.7%	4.6%	8.3%	8.1%	-7.6%
603877.SH	太平鸟	休闲	6.9%	7.6%	6.2%	2.2%	5.5%	2.4%	-6.2%
603808.SH	歌力思	女装	15.7%	22.6%	14.2%	2.3%	5.6%	2.9%	-20.6%
002612.SZ	朗姿股份	女装	1.4%	4.7%	6.2%	0.9%	4.9%	5.6%	57.7%
603518.SH	锦泓集团	女装	4.6%	-19.3%	5.2%	1.8%	6.6%	5.6%	22.0%
603839.SH	安正时尚	女装	13.5%	6.7%	2.4%	-17.2%	1.4%	-2.4%	-45.1%
603587.SH	地素时尚	女装	26.5%	24.8%	24.0%	16.2%	18.8%	17.4%	-5.7%
003016.SZ	欣贺股份	女装	12.4%	9.8%	13.8%	7.5%	5.8%	-2.9%	-19.8%
002293.SZ	罗莱生活	家纺	11.6%	12.2%	12.6%	10.9%	10.8%	8.2%	0.5%
002327.SZ	富安娜	家纺	18.4%	18.2%	17.4%	17.5%	19.1%	15.6%	3.1%
603365.SH	水星家纺	家纺	10.6%	9.1%	10.2%	7.7%	9.1%	7.9%	4.7%
605003.SH	众望布艺	家纺	25.8%	28.5%	25.3%	22.0%	-	17.7%	26.0%
股票代码	股票简称	分类	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2019-2023
2020.HK	安踏体育	运动	16.6%	15.6%	16.6%	15.3%	18.0%	24.4%	19.0%
2331.HK	李宁	运动	10.8%	11.7%	17.7%	15.6%	11.5%	13.5%	20.7%
1368.HK	特步国际	运动	8.9%	6.2%	8.8%	7.0%	7.2%	10.4%	9.0%
1361.HK	361度	运动	8.3%	9.6%	12.3%	11.5%	12.2%	15.8%	22.0%
1234.HK	中国利郎	男装	22.1%	20.7%	13.8%	14.5%	14.9%	16.8%	-10.1%
3709.HK	赢家时尚	女装	9.5%	8.2%	8.8%	6.6%	12.0%	8.5%	20.6%
3306.HK	江南布衣	女装	14.4%	11.2%	15.7%	13.7%	13.9%	16.2%	15.0%
1913.HK	普拉达	奢侈品	8.0%	-2.2%	8.8%	11.2%	14.2%	15.1%	27.1%
1910.HK	新秀丽	箱包	4.2%	-	1.2%	11.7%	12.2%	10.1%	30.9%
3813.HK	宝胜国际	渠道商	3.2%	1.2%	1.6%	0.5%	2.5%	3.3%	-13.0%
股票代码	股票简称	分类	20M3	21M3	22M3	23M3	24M3	24M9	2019-2023
3998.HK	波司登	户外	9.8%	12.5%	12.7%	12.9%	13.4%	13.0%	27.1%
股票代码	股票简称	分类	19M8	20M8	21M8	22M8	23M8	24M8	2019-2023
6110.HK	滔搏	渠道商	8.7%	8.3%	9.2%	8.7%	9.4%	6.7%	-1.0%

A/H股制造分红/回购/股息率一表速览



考虑公司发布三季报后的净利润一致预期，去年分红比率，以及未来回购计划等，我们预计2024年制造板块股息率以及总回报率情况如下，总回报率较高的个股有九兴控股、超盈国际控股、裕元集团、健盛集团、百隆东方。

表：A/H股制造分红/回购/股息率（收盘价取2024-12-17）

细分行业	公司名称	股票代码	24H1分红比率	同比变化	回购政策	2023股息率	2024E 股息率	2024E 总回报率
A股								
纱线	新澳股份	603889.SH	-	-	-	4.2%	4.1%	4.1%
纱线	华孚时尚	002042.SZ	-	-	-	-	-	-
纱线	富春染织	605189.SH	-	-	2024年7月8日起12个月内回购金额1500-3000万元	0.9%	1.8%	2.6%
纱线	百隆东方	601339.SH	-	-	-	6.2%	5.9%	5.9%
辅料	伟星股份	002003.SZ	56.2%	+56.2pct	-	4.1%	4.4%	4.4%
皮革	安利股份	300218.SZ	-	-	-	1.0%	2.1%	2.1%
皮革	兴业科技	002674.SZ	-	-	-	4.9%	5.4%	5.4%
棉纺	盛泰集团	605138.SH	-	-	-	1.2%	1.4%	1.4%
棉纺	鲁泰A	000726.SZ	48.2%	+48.2pct	-	2.0%	1.8%	1.8%
棉纺	健盛集团	603558.SH	43.4%	+43.4pct	-	5.2%	5.9%	5.9%
化纤	台华新材	603055.SH	-	-	-	1.3%	2.5%	2.5%
鞋履	华利集团	300979.SZ	-	-	-	2.3%	1.9%	1.9%
户外	浙江自然	605080.SH	-	-	-	0.4%	0.6%	0.6%
户外	牧高笛	603908.SH	-	-	-	3.2%	3.0%	3.0%
箱包	开润股份	300577.SZ	-	-	-	0.6%	1.2%	1.2%
H股								
棉纺	天虹国际集团	2678.HK	31.0%	+31.0pct	-	-	-	-
弹性面料	超盈国际控股	2111.HK	50.0%	+10.2pct	-	15.0%	8.6%	8.6%
衣物	晶苑国际	2232.HK	56.3%	-1.7pct	-	6.2%	5.2%	5.2%
衣物	申洲国际	2313.HK	59.6%	-3.0pct	-	2.5%	4.5%	4.5%
鞋履	裕元集团	0551.HK	45.0%	-4.0pct	可回购不超过10%已发行股份数目	10.4%	8.6%	8.6%
鞋履	九兴控股	1836.HK	71.5%	+1.5pct	三年内回购/特别股息1.8亿美金计划	11.2%	8.2%	12.2%

注：1) 总回报率=股息率+预计回购收益，预计回购收益使用回购金额下限计算；

2) 新澳股份、健盛集团、华利集团、裕元集团、九兴控股盈利预测来自HTI，其他A股来自Wind一致预期（三季报发布后），其他H股来自Bloomberg 一致预期。

资料来源：Wind, HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

A/H股品牌分红/回购/股息率一表速览



考虑公司发布三季报后的净利润一致预期，去年分红比率，以及未来回购计划等，我们预计**2024年品牌板块股息率以及总回报率**情况如下，总回报率较高的个股有**特步国际、中国利郎、滔搏、江南布衣、安踏体育、波司登、海澜之家、富安娜**。

表：A/H股品牌分红/回购/股息率（收盘价取2024-12-17）

细分行业	公司名称	股票代码	24H1分红比率	同比变化	回购政策	2023股息率	2024E 股息率	2024E 总回报率
A股								
男装	九牧王	601566.SH	-	-	-	3.0%	-	-
	七匹狼	002029.SZ	-	-	2024年7月12日起12个月内回购金额1.5-3亿元	2.1%	-	-
	报喜鸟	002154.SZ	29.2%	+29.2pct		-	4.4%	4.2%
	比音勒芬	002832.SZ	-	-	-	3.2%	4.8%	4.8%
休闲	海澜之家	600398.SH	67.5%	+67.5pct	-	7.5%	6.9%	6.9%
	森马服饰	002563.SZ	-	-	-	5.2%	4.4%	4.4%
	太平鸟	603877.SH	-	-	-	3.5%	2.5%	2.5%
女装	歌力思	603808.SH	-	-	-	2.6%	1.7%	1.7%
	朗姿股份	002612.SZ	-	-	-	-	3.2%	3.2%
	锦泓集团	603518.SH	-	-	-	-	2.8%	2.8%
	安正时尚	603839.SH	-	-	-	1.4%	-	-
	地素时尚	603587.SH	-	-	2024年7月29日起12个月内回购金额1-2亿元	6.1%	4.0%	5.5%
	欣贺股份	003016.SZ	-	-		-	2.8%	-
家纺	罗莱生活	002293.SZ	105.3%	+105.3pct	-	4.3%	3.4%	3.4%
	富安娜	002327.SZ	-	-	-	7.3%	6.7%	6.7%
	水星家纺	603365.SH	-	-	-	6.3%	4.9%	4.9%
众望布艺	605003.SH	-	-	-	2.1%	0.6%	0.6%	
H股								
运动户外	安踏体育	2020.HK	40.5%	-3.9pct	2024年8月27日起18个月内回购金额不超过100亿港元	2.6%	3.2%	7.5%
	李宁	2331.HK	50.0%	+5.0pct		-	2.9%	3.5%
	特步国际	1368.HK	50.0%	持平	-	4.9%	4.3%	11.8%
	361度	1361.HK	40.3%	+22.7pct	-	5.9%	5.5%	5.5%
	波司登	3998.HK	-	-	-	-	7.3%	7.3%
男装	中国利郎	1234.HK	70.8%	-2.5pct	-	8.5%	9.6%	9.6%
女装	赢家时尚	3709.HK	-	-	-	4.9%	6.0%	6.0%
	江南布衣	3306.HK	-	-	-	-	8.4%	8.4%
奢侈	普拉达	1913.HK	-	-	-	2.5%	2.1%	2.1%
箱包	新秀丽	1910.HK	-	-	2024年6月7日起12个月内回购金额不超过200百万美元（1561.94百万港元）	3.1%	3.1%	8.1%
渠道商	滔搏	6110.HK	99.4%	+25.2pct		-	-	8.2%
	宝胜国际	3813.HK	56.8%	+27.9pct	-	4.5%	6.1%	6.1%

注：1) 回报率=股息率+预计回购收益，预计回购收益使用回购金额下限计算；
 2) 特步国际考虑公司因出售盖世威&帕拉丁而发放的特别股息0.447港元/股；
 3) 新秀丽、安踏体育、李宁、特步国际、361度盈利预测来自HTI，其他A股来自Wind一致预期（三季报发布后），其他H股来自Bloomberg一致预期。

资料来源：Wind, HTI

A/H股制造估值表



表：A/H股制造估值表（收盘价取2024-12-17）

分类	股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)			PEG (倍)	PB (倍)			股息率	回报率	净现金/ 总资产
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2024E	2025E	2026E	2024E	2024E	
纱线	603889.SH	新澳股份	56.6	4.3	4.8	5.5	13.2	11.7	10.2	1.0	1.7	1.5	1.4	4.1%	4.1%	13.7%
	002042.SZ	华孚时尚	84.2	0.8	1.3	2.1	112.2	65.3	39.3	1.6	1.4	1.3	1.3	-	-	21.2%
	605189.SH	富春染织	19.5	1.6	2.2	2.8	11.9	8.9	7.1	0.4	1.0	0.9	0.8	1.8%	2.6%	11.9%
	601339.SH	百隆东方	83.4	5.6	7.3	8.6	14.9	11.4	9.7	0.6	0.8	0.8	0.8	5.9%	5.9%	14.0%
辅料	002003.SZ	伟星股份	152.0	7.1	8.2	9.3	21.5	18.6	16.3	1.5	3.2	3.0	2.8	4.4%	4.4%	22.5%
皮革	300218.SZ	安利股份	37.7	2.0	2.7	3.3	18.9	14.2	11.3	0.6	2.6	2.3	2.0	2.1%	2.1%	23.1%
	002674.SZ	兴业科技	28.6	1.7	2.3	2.8	17.2	12.4	10.4	0.6	1.2	1.1	1.0	5.4%	5.4%	18.2%
棉纺	605138.SH	盛泰集团	32.8	0.9	2.1	2.7	35.3	15.9	12.3	0.5	1.2	1.2	1.1	1.4%	1.4%	6.0%
	000726.SZ	鲁泰A	54.9	3.8	5.0	5.3	14.3	11.1	10.3	0.8	0.5	0.5	0.5	1.8%	1.8%	13.4%
	603558.SH	健盛集团	38.0	3.3	3.8	4.4	11.6	10.0	8.7	0.8	1.5	1.4	1.3	5.9%	5.9%	11.6%
化纤	603055.SH	台华新材	103.5	8.1	9.5	11.4	12.9	10.8	9.1	0.7	2.0	1.8	1.5	2.5%	2.5%	8.4%
鞋履	300979.SZ	华利集团	862.4	38.8	44.9	51.4	22.2	19.2	16.8	1.5	4.9	4.1	3.6	1.9%	1.9%	22.8%
户外	605080.SH	浙江自然	29.0	1.8	2.2	2.5	15.7	13.2	11.4	0.9	1.4	1.3	1.2	0.6%	0.6%	13.1%
	603908.SH	牧高笛	24.1	1.0	1.1	1.2	24.6	21.8	19.5	2.0	3.8	3.5	3.2	3.0%	3.0%	13.8%
箱包	300577.SZ	开润股份	63.4	3.9	4.0	4.9	16.1	16.0	12.9	1.4	2.9	2.5	2.2	1.2%	1.2%	14.9%
中位数							16.1	13.2	11.3	0.8	1.5	1.4	1.3	2.3%	2.5%	13.8%
棉纺	2678.HK	天虹国际集团	34.9	7.6	10.8	14.7	4.6	3.2	2.4	0.1	0.3	0.3	0.3	-	-	12.4%
弹性面料	2111.HK	超盈国际控股	30.0	5.2	5.9	6.4	5.8	5.1	4.7	0.5	-	-	-	8.6%	8.6%	13.0%
衣物	2232.HK	晶苑国际	111.1	14.3	16.1	17.9	7.8	6.9	6.2	0.7	-	-	-	5.2%	5.2%	26.6%
	2313.HK	申洲国际	806.3	59.7	68.2	77.5	13.5	11.8	10.4	1.0	2.3	2.1	1.9	4.5%	4.5%	39.4%
鞋履	0551.HK	裕元集团	265.1	31.3	33.0	36.1	8.5	8.0	7.3	1.1	0.7	0.7	0.7	8.6%	8.6%	11.8%
	1836.HK	九兴控股	108.9	12.1	13.3	14.8	9.0	8.2	7.4	0.9	1.4	1.3	1.3	8.2%	12.2%	23.8%
中位数							8.1	7.5	6.8	0.8	1.1	1.0	1.0	8.2%	8.6%	18.4%

注：A股来自Wind一致预期（三季报发布后），H股来自Bloomberg一致预期。

资料来源：Wind, HTI

A/H股品牌估值表



表：A/H股品牌估值表（收盘价取2024-12-17）

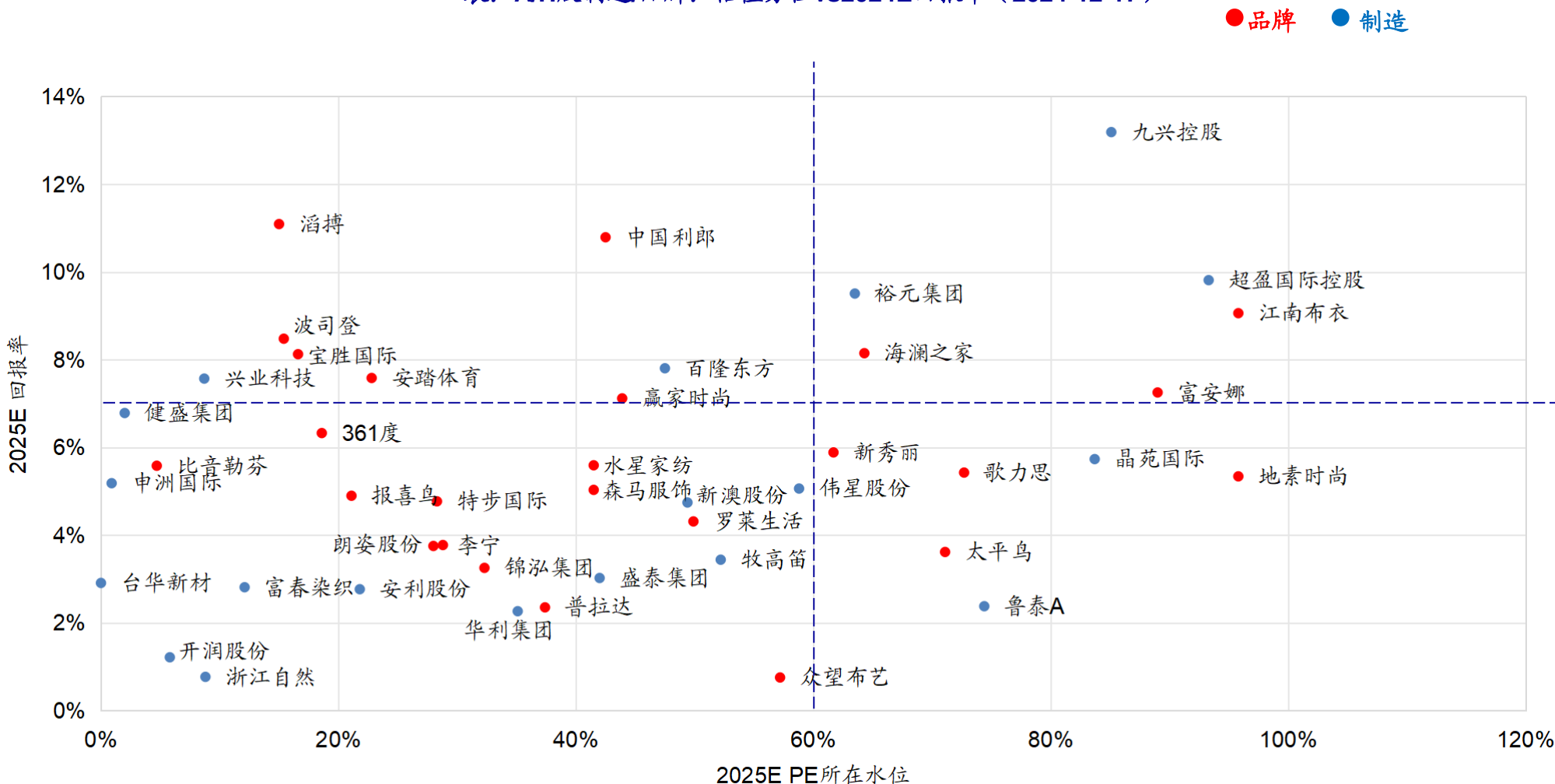
分类	股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)			PEG (倍)	PB (倍)				股息率	回报率	净现金/ 总资产
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2024E	2025E	2026E	2024E	2024E		
男装	002154.SZ	报喜鸟	69.3	5.5	6.5	7.6	12.5	10.7	9.2	0.7	1.5	1.4	1.4	4.2%	4.2%	25.0%	
	002832.SZ	比音勒芬	119.5	9.2	10.6	12.2	13.0	11.2	9.8	0.9	2.2	2.0	1.7	4.8%	4.8%	17.9%	
休闲	600398.SH	海澜之家	308.8	23.4	27.6	31.0	13.2	11.2	10.0	0.9	1.8	1.6	1.5	6.9%	6.9%	18.5%	
	002563.SZ	森马服饰	191.8	11.6	13.4	15.0	16.6	14.3	12.8	1.2	1.6	1.6	1.5	4.4%	4.4%	32.1%	
	603877.SH	太平鸟	72.4	2.7	3.9	4.6	26.9	18.5	15.8	0.9	1.5	1.5	1.4	2.5%	2.5%	6.0%	
女装	603808.SH	歌力思	28.6	0.6	1.9	2.5	50.0	15.2	11.5	0.5	1.0	1.0	0.9	1.7%	1.7%	12.6%	
	002612.SZ	朗姿股份	80.0	2.9	3.4	4.0	27.7	23.6	20.2	1.6	2.5	2.3	2.2	3.2%	3.2%	7.3%	
	603518.SH	锦泓集团	30.4	2.8	3.3	3.8	11.0	9.3	8.0	0.6	0.8	0.8	0.7	2.8%	2.8%	7.0%	
	603587.SH	地素时尚	66.5	3.4	4.0	4.5	19.3	16.8	14.8	1.4	1.8	1.7	1.7	4.0%	5.5%	54.4%	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	67.5	4.0	5.0	5.6	17.0	13.5	12.1	0.9	1.5	1.5	1.4	3.4%	3.4%	27.0%	
	002327.SZ	富安娜	74.1	5.2	5.7	6.0	14.2	13.1	12.3	2.0	1.9	1.8	1.8	6.7%	6.7%	4.4%	
	603365.SH	水星家纺	41.8	3.3	3.7	4.2	12.6	11.2	10.1	1.1	1.3	1.3	1.2	4.9%	4.9%	17.2%	
	605003.SH	众望布艺	20.8	0.9	1.1	1.3	22.3	19.1	16.2	1.3	1.4	1.3	1.2	0.6%	0.6%	39.0%	
中位数							16.6	13.5	12.1	0.9	1.5	1.5	1.4	4.0%	4.2%	17.9%	
运动户外	2020.HK	安踏体育	2111.5	133.3	140.0	158.2	15.8	15.1	13.3	1.8	3.3	2.9	2.6	3.2%	7.5%	30.2%	
	2331.HK	李宁	403.0	31.0	34.7	38.6	13.0	11.6	10.4	1.1	1.5	1.4	1.4	3.5%	3.5%	35.8%	
	1368.HK	特步国际	146.2	12.4	13.9	15.7	11.8	10.5	9.3	0.9	1.5	1.4	1.3	4.3%	11.8%	22.0%	
	1361.HK	361度	81.5	11.1	12.9	14.8	7.3	6.3	5.5	0.5	0.8	0.7	0.7	5.5%	5.5%	37.4%	
	3998.HK	波司登	408.0	36.1	41.4	46.7	11.3	9.9	8.7	0.8	2.7	2.5	2.3	7.3%	7.3%	27.8%	
男装	1234.HK	中国利郎	43.3	5.6	6.3	7.1	7.7	6.9	6.1	0.6	1.0	1.0	0.9	9.6%	9.6%	14.0%	
女装	3709.HK	赢家时尚	57.9	6.5	7.7	8.7	8.9	7.5	6.7	0.6	1.2	1.1	1.0	6.0%	6.0%	5.4%	
	3306.HK	江南布衣	77.2	9.0	9.7	10.4	8.6	8.0	7.4	1.1	3.3	2.9	2.5	8.4%	8.4%	34.7%	
奢侈	1913.HK	普拉达	1509.8	61.6	69.2	77.5	24.5	21.8	19.5	2.0	4.5	4.1	3.6	2.1%	2.1%	8.5%	
箱包	1910.HK	新秀丽	286.7	24.2	27.4	29.5	11.8	10.5	9.7	1.1	2.3	2.0	1.8	3.1%	8.1%	15.7%	
分销商	6110.HK	滔搏	162.3	14.0	16.8	19.1	11.6	9.7	8.5	0.7	1.6	1.6	1.5	8.2%	8.2%	20.3%	
	3813.HK	宝胜国际	24.6	4.9	6.6	7.8	5.0	3.7	3.2	0.2	0.3	0.3	0.2	6.1%	6.1%	19.4%	
中位数							11.4	9.8	8.6	0.9	1.6	1.5	1.4	5.7%	7.4%	21.2%	

注：A股来自Wind一致预期（季报发布后），H股来自Bloomberg 一致预期。

资料来源：Wind, HTI

优选估值低分位、回报率较高的优质标的

表：A/H股制造/品牌：估值分位vs2024E回报率（2024-12-17）



注：
 1) 回报率=股息率+预计回购收益；
 2) 当前估值水平分位数是指2025E PE对应近五年FY1 PE的分位数水平，0%-100%表示从低到高。

资料来源：Wind, HTI

➤ 制造板块:

24Q3海外出口环比Q2整体加速，11月中国/越南纺织服装出口同比延续前一月正增长，伴随基数逐步回归正常，尽管关税隐忧仍存，我们仍然看好①能在核心客户中持续提升供应商份额，②自身核心客户经营景气度稳健，③关税加征情况下，有税负转嫁能力的优质企业，建议关注华利集团，九兴控股，申洲国际，裕元集团。

➤ 品牌板块:

政策加码下明年消费有望加速复苏，我们看好四条投资主线：①当前业绩筑底，后市反弹潜力较大的低估值标的，建议关注滔搏，新秀丽；②具有逆市拓店规划，渠道精细化改革，或积极布局新渠道新业态，建议关注海澜之家，富安娜，森马服饰；③全民健身、户外风潮延续，推荐运动户外景气赛道，建议关注安踏体育，李宁，特步国际，波司登；④低估值、高股东回报率标的仍具吸引力，建议关注江南布衣。

- 主要经济体国民经济衰退
- 全球消费者消费偏好变化
- 零售环境疲软
- 门店扩张不及预期
- 渠道盈利能力不及预期
- 出行消费增长不及预期

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL分析师认证Analyst Certification:

我， 盛开， 在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点， 并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关； 及就此报告中所讨论目标公司的证券， 我们（包括我们的家属） 在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们） 将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kai Sheng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我， 梁希， 在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点， 并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关； 及就此报告中所讨论目标公司的证券， 我们（包括我们的家属） 在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们） 将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xi Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我， Xiaorui Hu， 在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点， 并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关； 及就此报告中所讨论目标公司的证券， 我们（包括我们的家属） 在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们） 将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaorui Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed)..

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

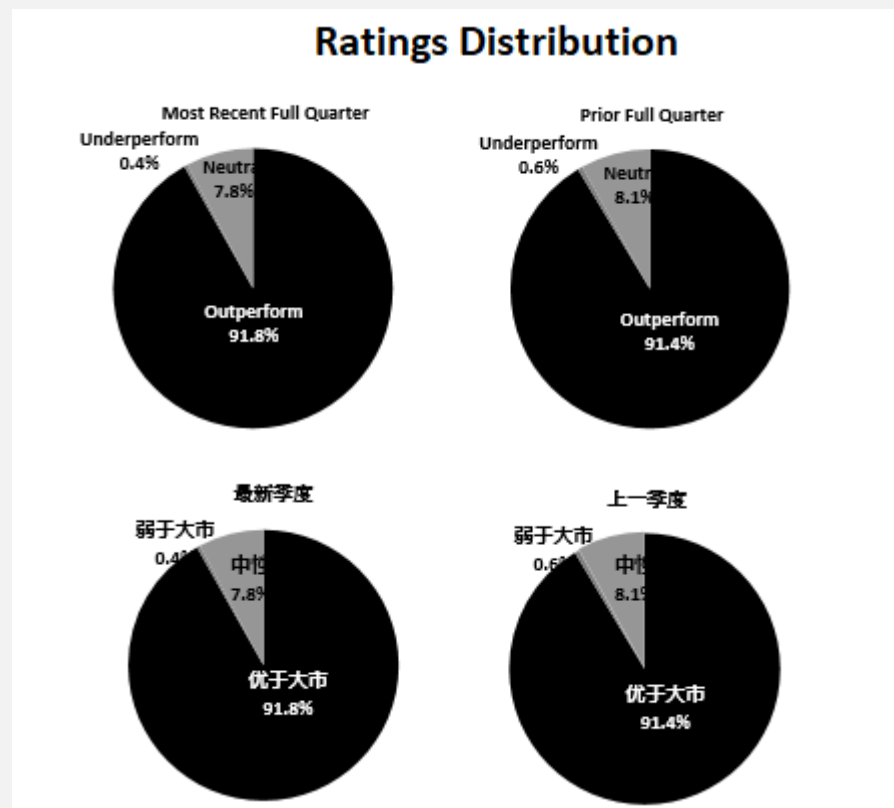
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至2024年9月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但HTIRL、HTISCL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格，因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

APPENDIX 2

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center
841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India
CIN U74140MH2011FTC224070
Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>