纺织制造代工专题
库存周期、产业迁移与供给拐点

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：丁诗洁
0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

证券分析师：刘佳琪
010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心观点

行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期。疫情后，欧美鞋服进口波动加大，渠道经历补库与去库交替。2025年以来，关税及消费前景不确定性使采购趋于谨慎，欧美进入新一轮去库。2026年以来，美国服装进口降幅总体收窄，9月同比转正，法国进口增速亦有所回升，结合零售表现，渠道去库压力有所缓解。制造端同步出现改善，中国台湾五家代工企业合计收入2026年二季度同比转正，三季度增速回升至6.3%。综合来看，本轮去库已出现进入尾声的迹象。

产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响。Nike、Adidas等国际品牌持续调整生产和采购布局，越南、印尼等东南亚生产地在全球鞋服供应链中的地位提升。2015—2025年，中国占美国服装和鞋类进口的比例分别由36.2%、62.6%降至14.6%、26.1%，越南等地占比提升。欧盟进口来源也逐步多元化，但中国仍是主要供应地。关税差异影响品牌产地选择，印尼对美出口税率在所列产品中低于越南，其对欧出口优势仍取决于印尼与欧盟协定的生效进程及原产地规则落实情况。

行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续。成熟品牌在调整产地布局的同时，也在精简供应商网络，并维持与核心制造商的长期合作。Nike前四大鞋类制造商的产量占比近年来保持在较高水平，Adidas供应商数量逐年减少。On、HOKA等成长品牌则随着销售规模扩大，增加供应商和生产设施，以承接新增订单及品类扩张。头部制造商在产品开发、交付、合规和规模化生产方面具备优势，有望继续承接成熟品牌及成长品牌订单。

品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化。全球品牌经营表现和增长预期出现分化，代工企业的订单机会更取决于客户组合与产品结构。Adidas、优衣库、On等品牌保持增长，为相关供应商提供订单支撑；Nike、Puma、Lululemon仍处于需求或渠道调整阶段，相关订单恢复需要时间。Deckers旗下品牌仍有增长，但全年收入指引下调，供应链的订单增速仍需观察。各代工厂对不同客户和品类的敞口不同，经营恢复节奏也将有所差异。

投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善。六家代表性代工企业资本开支合计预计由2025年的94.40亿元降至2027年的77.17亿元。若品牌订单回暖，产能利用率和盈利能力有望改善。结合盈利预测及分红假设，五家公司2027年预计股息率为4.8%—7.5%。

风险提示：终端需求疲软导致品牌再度去库；美国关税政策反复及贸易摩擦升级；人民币兑美元继续升值；印尼、埃及、孟加拉等新产能爬坡不及预期；品牌客户订单集中度过高带来的单一客户风险；原材料及人工成本上涨超预期。

核心观点

投资建议：库存周期拐点渐近，重点推荐订单能见度高、盈利修复弹性大的代工龙头。

本轮欧美去库已现尾声迹象，品牌补库在即；制造成本及关税影响下产能向东南亚集中，尤其印尼地区产地布局优势凸显；头部品牌供应商精简背景下头部制造商持续承接订单；叠加资本开支见顶回落，产能利用率与现金回报有望改善。优选客户结构占优、盈利修复弹性大的龙头。重点推荐**华利集团**——运动鞋制造龙头，新客户放量与产能扩张驱动份额提升、三季度盈利拐点已初步确立；推荐**申洲国际**——针织一体化龙头，成本传导能力强、盈利稳定性突出；推荐**开润股份**——箱包与服装代工双轮驱动，服装代工盈利持续改善；建议关注**晶苑国际**——核心客户优衣库、阿迪达斯业绩表现强劲、人效提升带动盈利改善。

表：重点公司盈利预测及投资评级

代码A	公司名称	投资评级	昨收盘（人民币元）	总市值（亿人民币元）	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E
300979. SZ	华利集团	优于大市	36. 98	432	2. 75	2. 00	2. 54	13. 5	18. 5	14. 6
2313. HK	申洲国际	优于大市	36. 06	546	3. 88	3. 04	3. 67	9. 3	11. 8	9. 8
300577. SZ	开润股份	优于大市	19. 15	46	1. 38	1. 56	1. 68	13. 9	12. 3	11. 4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

07 风险提示

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

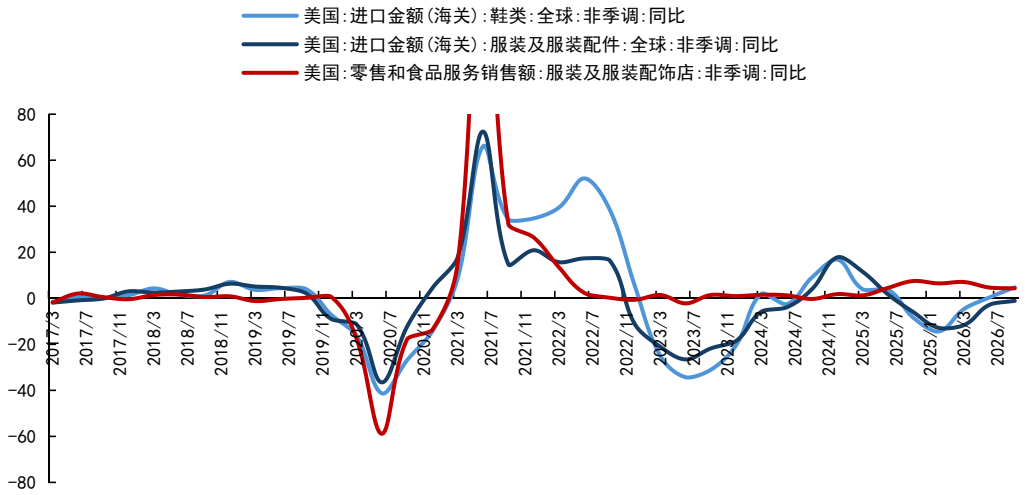
07 风险提示

一、行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

美国：疫情后进口波动放大，关税扰动补库节奏

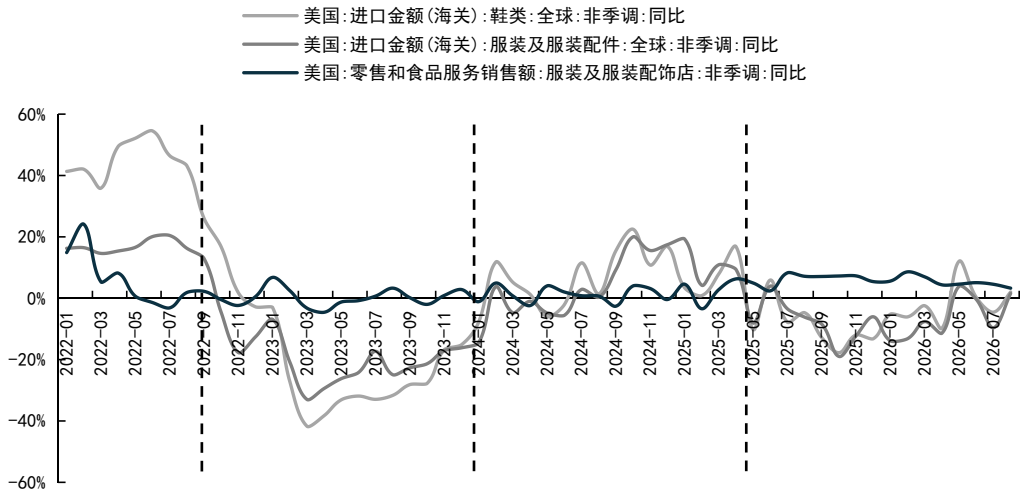
- **疫情前**：进口与零售增速较平稳。疫情后，两者波动及走势偏离扩大，呈现类似牛鞭效应的特征。
- **疫情后**：渠道交替补库、去库。2025年关税上调叠加消费前景不明，进口再度转弱。2026年三季度进口同比下降1.1%，服饰店零售增长4.3%；9月服装进口同比转正，本轮去库出现进入尾声的迹象。
    - **前期补库（2022年1月—2022年9月）**：鞋服进口保持较快增长，主要受渠道补库支撑；随着进口增速见顶回落，补库逐步结束。
    - **前期去库（2022年10月—2024年1月）**：鞋服进口转弱，零售增速围绕零轴波动，渠道持续消化库存。2024年初进口降幅收窄，去库压力缓解。
    - **近期补库（2024年2月—2025年5月）**：服装进口持续增长，鞋类进口增速总体回升，零售保持韧性，渠道进入补库阶段。
    - **本轮去库（2025年6月—2026年9月）**：鞋服进口承压，零售保持正增长。2026年4月以来进口降幅总体收窄，部分月份转正，去库压力有所缓解。

图：美国鞋服进口金额及服饰零售额同比(季度，%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国鞋服进口金额及服饰零售额同比(月度，%)



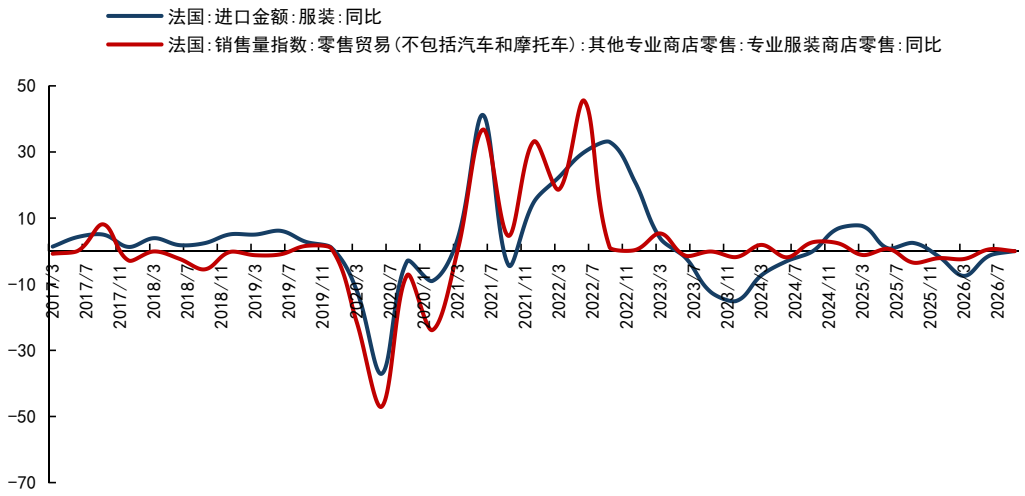
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

一、行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

法国：服装进口与零售趋势与美国相似

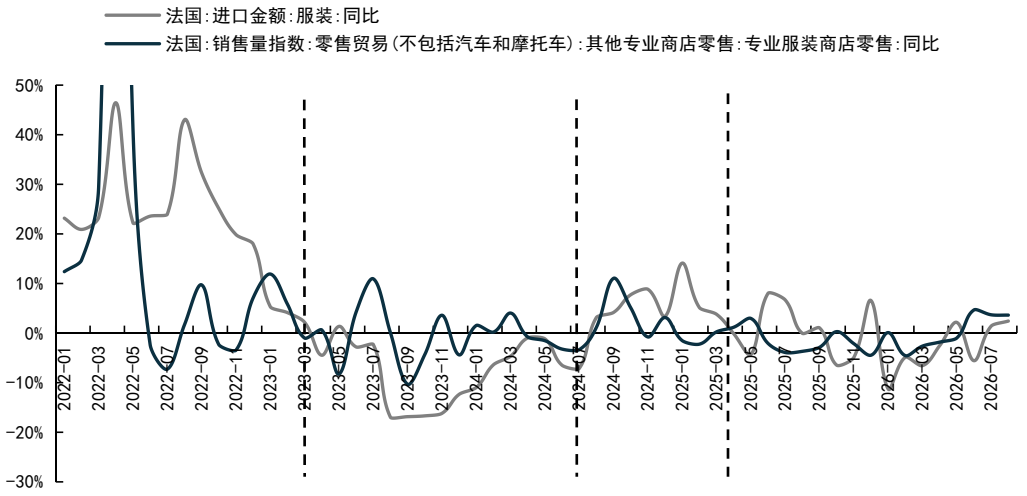
- **疫情前**：服装进口与零售增速总体平稳。疫情后，两者波动及走势偏离扩大，供应链调整延续数年。
- **疫情后**：2023年进口回落，渠道持续去库；2024年下半年进口回升，补库需求改善；2025年上半年以来进口再度走弱。2026年二季度进口同比下降1.4%，服装专卖店零售量增长0.6%，本轮去库出现进入尾声的迹象。
  - **前期补库（2022年1月—2023年3月）**：服装进口总体保持正增长，渠道补库特征明显。2023年4月进口转负，补库基本结束。
  - **前期去库（2023年4月—2024年7月）**： 服装进口持续回落，零售偏弱，渠道消化库存。2024年上半年进口降幅收窄，去库压力缓解。
  - **近期补库（2024年8月—2025年3月）**： 服装进口转正并持续增长，零售有所改善，渠道进入补库阶段。
  - **本轮去库（2025年4月—2026年8月）**： 进口波动下行，零售总体偏弱。2026年下半年以来进口增速回升，零售连续正增长，去库或已进入尾声。

图：法国鞋服进口金额及服饰零售额同比(季度，%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：法国鞋服进口金额及服饰零售额同比(月度，%)



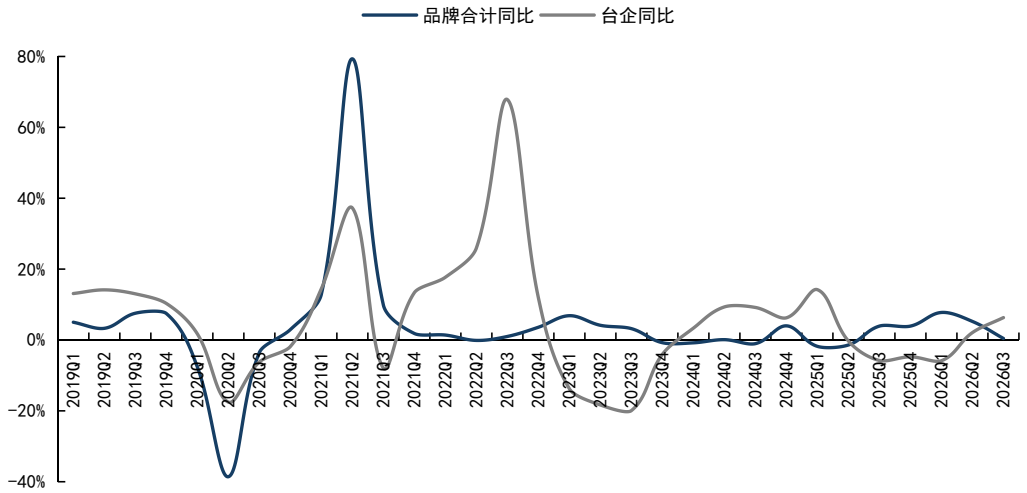
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

一、行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

台企：收入变化与行业库存周期总体吻合，近期复苏趋势明显

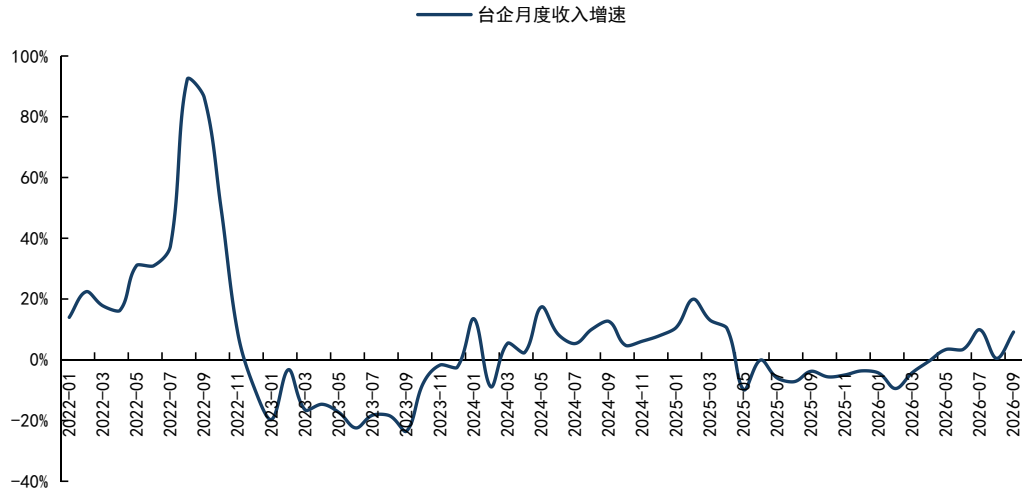
- 中国台湾代工企业收入变化与行业库存周期总体吻合。
- 2023年，五家台企合计收入持续下降，而品牌收入相对平稳，制造端受到渠道去库的影响更为明显；2024年以来，台企收入逐步恢复增长，反映前期去库后订单有所回暖；2025年二季度起，台企合计收入再次转弱，品牌收入则保持一定韧性，两者走势出现分化；进入2026年，台企收入降幅逐步收窄，二季度同比转正，三季度增速回升至6.3%。
- 从月度数据看，2026年5月以来台企合计收入同比持续正增长，滚动三个月增速也逐步回升，制造端复苏趋势明显。

图：品牌合计收入与台企合计收入同比（季度，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：台企样本为丰泰、志强、钰齐、儒鸿、聚阳，货币口径为新台币口径（2022年前台企样本为丰泰、志强、钰齐、儒鸿）；品牌样本为Nike、Adidas、Puma、Deckers、VF、迅销，（Nike、迅销财季较自然季度提前约一个月）货币口径为美元口径，品牌金额均按汇率换算

图：台企合计收入同比（月度，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：台企样本为丰泰、志强、钰齐、儒鸿、聚阳，货币口径为新台币口径（2022年前台企样本为丰泰、志强、钰齐、儒鸿）

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

07 风险提示

二、产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

国际品牌鞋服生产向东南亚配置，中国占比逐渐下降

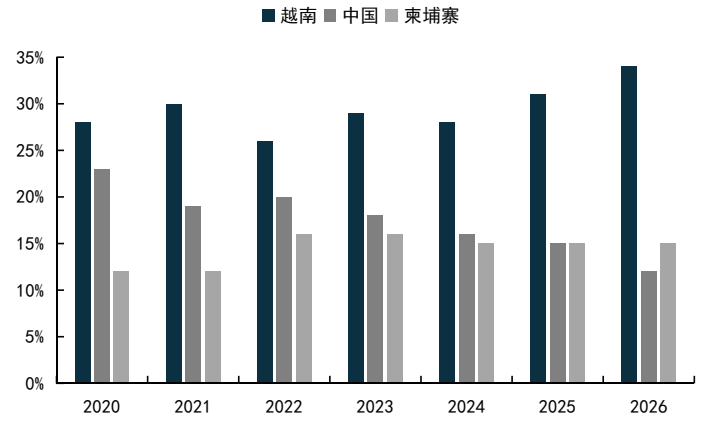
Nike：

服装成品生产配置：2020—2026年，Nike服装成品生产逐步向东南亚集中，中国占比持续下降。越南占比由28%升至34%，成为更主要的生产地；同期，中国占比由23%降至12%，柬埔寨占比由12%升至15%。

鞋类成品生产配置：越南、印度尼西亚和中国是主要生产地，其中越南占比保持在较高水平。2020—2026年，越南占比由50%升至52%，印度尼西亚占比由24%升至27%，中国占比由22%降至16%。整体来看，中国生产占比下降，东南亚生产地位进一步提升。

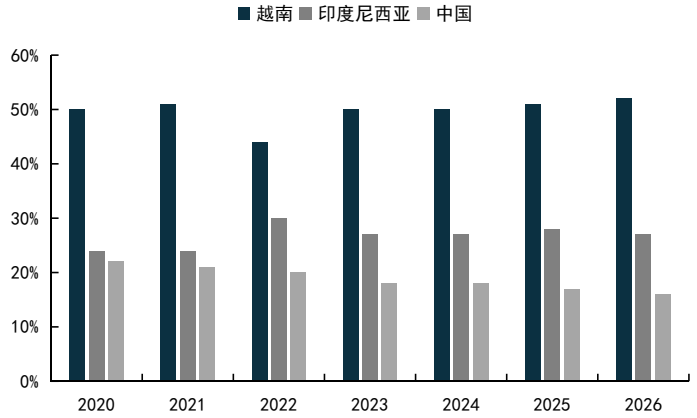
中国市场与供应链：2026年，Nike大中华区销售额占比约为12.6%，与中国鞋服成品生产占比接近，中国市场能够自给自足。此外，中国供应链配套完善，且贴近消费市场，有利于品牌快速补单和缩短交付时间。

图：NIKE服装成品生产占比



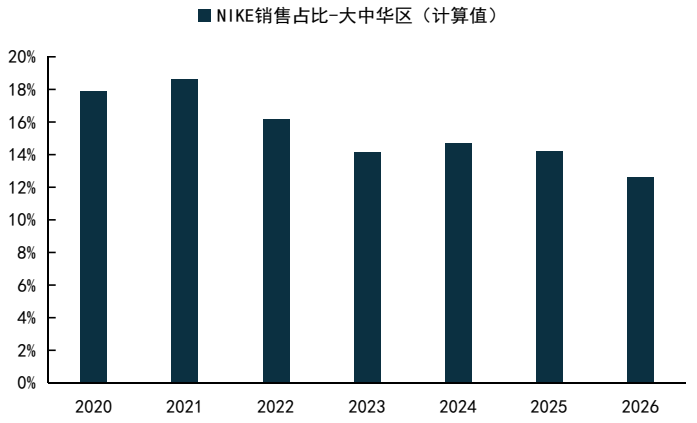
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：NIKE鞋类成品生产占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：NIKE销售占比-大中华区（计算值）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

国际品牌鞋服生产向东南亚配置，中国占比逐渐下降

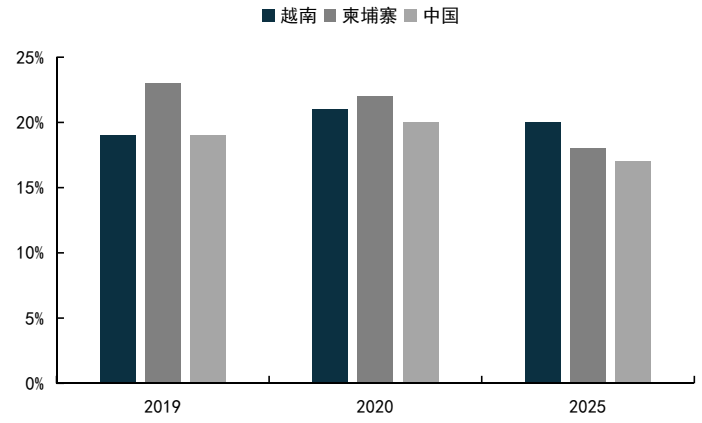
Adidas：

服装采购配置：Adidas服装采购保持多元化，中国和柬埔寨占比有所下降。2019—2025年，中国采购量占比由19%降至17%，柬埔寨由23%降至18%，越南由19%小幅升至20%。

鞋类采购配置：Adidas鞋类采购主要集中在东南亚，中国占比有所下降。2019—2025年，越南采购量占比由43%降至41%，仍为最大采购地；印度尼西亚由28%升至31%，中国由16%降至14%。

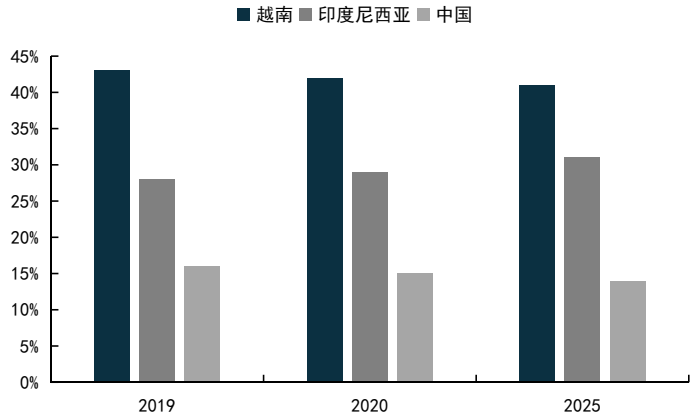
中国市场与供应链：2025年，Adidas中国销售额占比约为13.2%，中国服装和鞋类采购量占比分别为17%和14%，中国市场能够自给自足。中国本土生产配套有利于品牌贴近市场需求、开展快速补单。

图：Adidas采购量占比（服装）



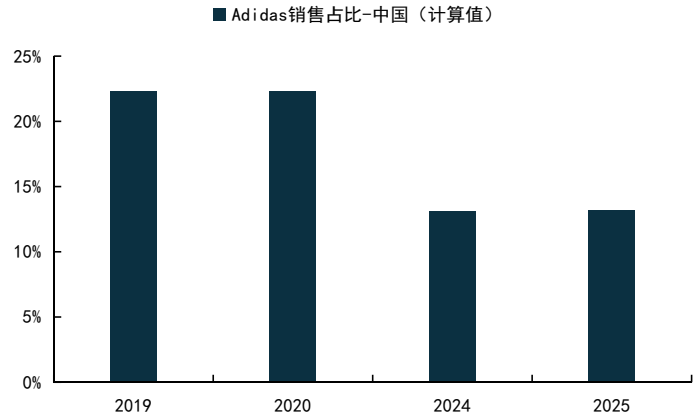
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Adidas采购量占比（鞋类）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Adidas销售占比-中国（计算值）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国际品牌鞋服生产向东南亚配置，中国占比逐渐下降

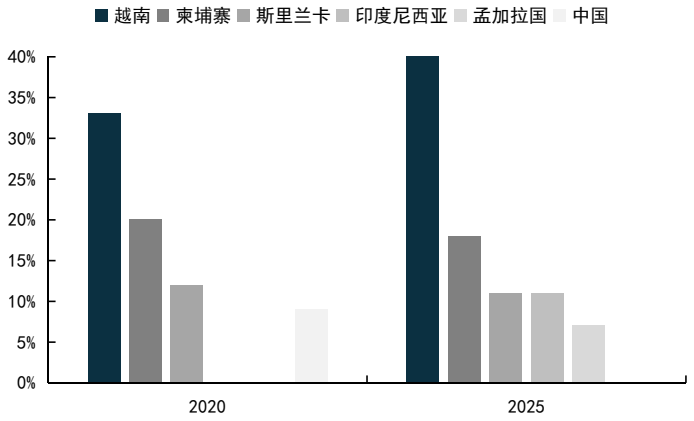
Lululemon：

产品制造配置：Lululemon成品制造以越南等亚洲生产地为主。2020—2025年，越南制造占比由33%升至40%，柬埔寨由20%降至18%；2025年，印度尼西亚和孟加拉国占比分别为11%和7%。2020年中国制造占比9%，但2025年已不是主要生产地。

面料来源配置：中国除港澳台地区在Lululemon面料供应中的地位提升。2020—2025年，中国除港澳台地区面料来源占比由18%升至29%，中国台湾占比由45%降至34%。2025年，中国台湾和中国除港澳台地区仍是主要面料来源地。

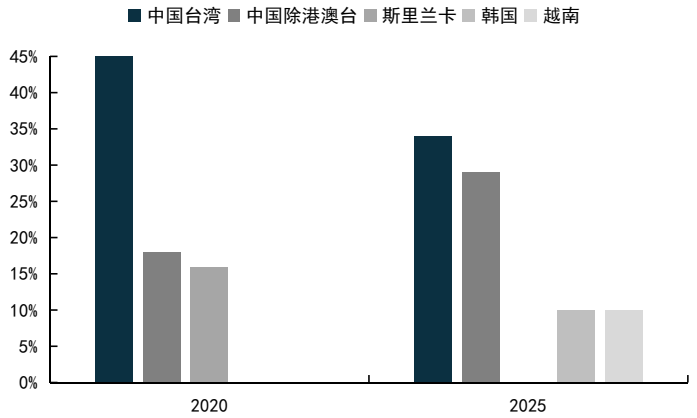
中国市场与供应链：2025年，Lululemon中国除港澳台地区销售额占比为16%，但2025年中国已不是主要成品制造地。

图：Lululemon产品制造占比（按成本）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Lululemon面料来源占比（按成本）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

欧美鞋服进口来源多元化，亚洲生产地份额发生变化

美国：服装和鞋类进口持续向东南亚、南亚转移。2015—2025年，中国占美国服装和鞋类进口的比例分别由36.2%、62.6%降至14.6%、26.1%；同期，越南占比分别由12.2%、16.3%升至20.8%、36.1%。此外，孟加拉国在服装进口中的占比由6.1%升至10.0%，印度尼西亚在鞋类进口中的占比由5.2%升至11.3%。整体来看，美国对中国服装和鞋类供应的依赖明显下降，越南等地的供应地位提升。

表：美国服装进口占比（%）

	2015	2019	2021	2023	2024	2025
中国	36.2	30.2	25.2	21.8	22.0	14.6
越南	12.2	15.9	17.3	17.7	18.3	20.8
印度尼西亚	5.8	5.2	5.0	5.3	5.3	5.9
孟加拉	6.1	6.8	8.3	8.9	8.8	10.0
柬埔寨	2.9	3.2	4.3	4.3	4.8	6.2
印度	4.3	4.9	5.1	5.7	5.9	6.3
墨西哥	4.2	3.8	3.4	3.6	3.3	3.4
其他来源	28.3	30.1	31.3	32.7	31.6	32.7

资料来源：UN Comtrade，国信证券经济研究所整理

表：美国鞋类进口占比（%）

	2015	2019	2021	2023	2024	2025
中国	62.6	49.8	42.9	37.5	36.2	26.1
越南	16.3	25.8	27.3	29.6	32.2	36.1
印度尼西亚	5.2	6.1	7.3	8.3	9.3	11.3
孟加拉	0.4	0.6	1.0	0.8	0.9	1.5
柬埔寨	0.8	1.8	2.6	2.7	3.3	5.1
印度	1.7	1.8	1.7	1.8	1.6	1.9
墨西哥	1.7	1.6	2.0	2.9	2.5	2.7
其他来源	11.4	12.6	15.2	16.5	14.0	15.3

资料来源：UN Comtrade，国信证券经济研究所整理

二、产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

欧美鞋服进口来源多元化，亚洲生产地份额发生变化

欧盟：进口来源逐步多元化，中国占比减少但仍是主要供应地。2015—2025年，中国占欧盟域外服装和鞋类进口的比例分别由35.3%、41.4%降至32.1%、36.4%，降幅小于美国同期水平。其他来源地中，孟加拉国在服装进口中的占比由16.2%升至20.6%，越南在鞋类进口中的占比由17.2%升至28.6%。整体来看，欧盟服装和鞋类进口来源有所分散。

表：欧盟27国服装进口占比（%）

	2015	2019	2021	2023	2024	2025
中国	35.3	28.9	30.3	28.3	30.8	32.1
越南	3.3	3.9	4.0	4.6	4.5	4.8
印度尼西亚	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
孟加拉	16.2	18.7	19.8	20.3	20.3	20.6
柬埔寨	3.2	4.1	3.3	3.9	4.4	4.9
印度	5.5	4.9	4.7	4.8	4.7	4.8
墨西哥	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
其他来源	34.8	37.9	36.6	36.7	34.2	31.7

资料来源：Eurostat Comext，国信证券经济研究所整理

表：欧盟27国鞋类进口占比（%）

	2015	2019	2021	2023	2024	2025
中国	41.4	36.7	40.4	34.4	36.1	36.4
越南	17.2	19.1	20.2	25.8	27.1	28.6
印度尼西亚	7.5	6.6	7.0	8.2	7.3	7.3
孟加拉	1.7	2.0	2.0	1.8	2.1	2.0
柬埔寨	1.7	3.1	2.5	2.6	2.8	2.9
印度	5.7	5.1	5.1	5.2	4.8	4.5
墨西哥	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
其他来源	24.7	27.4	22.6	21.9	19.7	18.1

资料来源：Eurostat Comext，国信证券经济研究所整理

二、产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

关税差异影响产地选择，印尼对欧出口协定有望明年落定

从关税角度看，印尼在东南亚生产地中具有较强的综合竞争力，未来对欧出口优势有望进一步提升。在棉制针织T恤/化纤针织套头衫/纺织鞋面运动鞋三类产品中，印尼对美出口税率均较越南低2.5个百分点，两国均低于中国。对欧出口方面，目前越南符合原产地条件的产品可享受零关税，印尼相关产品仍需缴纳关税。但印尼与欧盟已完成全面经济伙伴关系协定（IEU-CEPA）谈判，印尼政府正推动协定于2027年初生效；根据印尼贸易部披露，纺织品、鞋类等主要出口产品有望在协定生效后享受零关税。若协定如期实施并满足原产地要求，印尼对欧出口的关税劣势有望扭转，叠加对美出口的相对税率优势，其作为东南亚生产基地的吸引力有望进一步提升。

表：中国/越南/印尼关税详情

市场及产品	中国	越南	印尼
美国：棉制针织T恤	36.5	29.0	26.5
美国：化纤针织套头衫	52.0	44.5	42.0
美国：纺织鞋面运动鞋	40.0	32.5	30.0
欧盟：棉制针织T恤	12.0	0	9.6
欧盟：化纤针织套头衫	12.0	0	9.6
欧盟：纺织鞋面运动鞋	16.9	0	11.9

资料来源：USITC、USTR、TARIC、EVFTA，国信证券经济研究所整理
注：印尼对欧税率为当前估算口径；IEU-CEPA生效后的适用税率以具体税号及原产地规则为准。

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

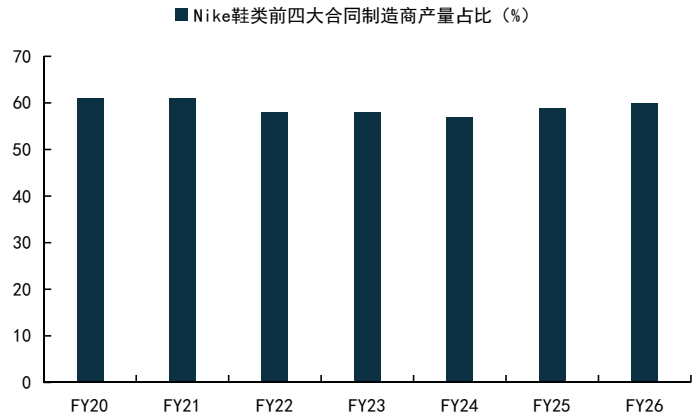
07 风险提示

成熟品牌调整供应商网络，核心制造商合作关系相对稳定

Nike：在收入承压及产地转移过程中，鞋类生产并未出现持续分散。FY2020—FY2026，前四大鞋类制造商合计产量占比维持在57%—61%，FY2024降至57%后，FY2026回升至60%。品牌仍依赖少数具有规模、跨国产能和交付能力的制造商，通过其不同地区工厂承接订单调整。

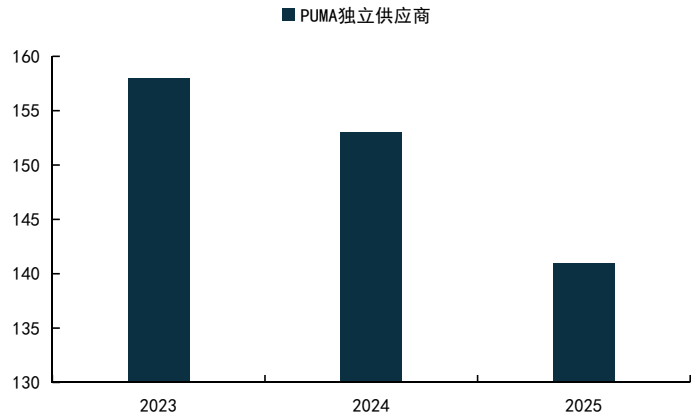
PUMA：精简供应网络，产地集中度始终较高。2023—2025年独立供应商从158家降至141家，六大生产国产量合计占比始终超过九成。同期中国占比下降，越南、印尼及柬埔寨共同承接产量转移。

图：Nike鞋类前四大鞋类制造商产量占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：PUMA独立供应商



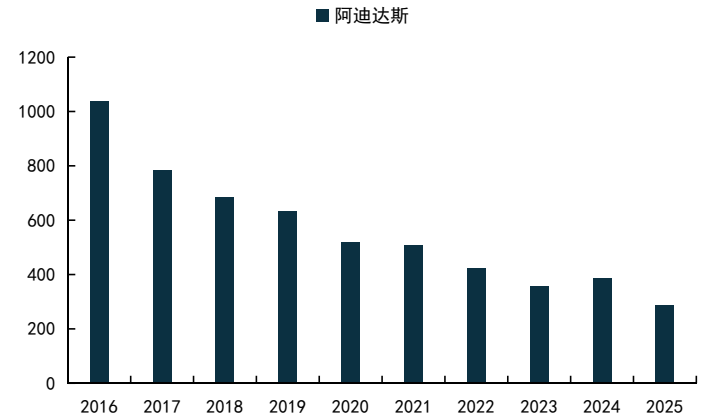
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成熟品牌调整供应商网络，核心制造商合作关系相对稳定

Adidas：供应商数量逐年缩减，与长期合作的制造商关系保持稳定。FY2016-FY2025，供应商数量由1038家逐部缩减至286家一级供应商，FY2021—FY2025，合作超过20年的独立制造伙伴占比维持在35%—38%，最近两年均为37%。

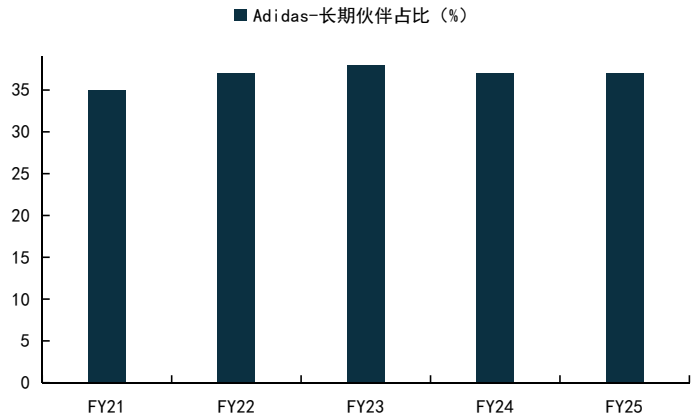
ASICS：全球供应商网络收缩，核心生产商较集中。全球供应商网络由2024年的约150家降至2025年的约140家。其2023年越南、印尼、柬埔寨19座工厂覆盖超95%的鞋产量，核心生产节点较集中。

图：Adidas供应商数量



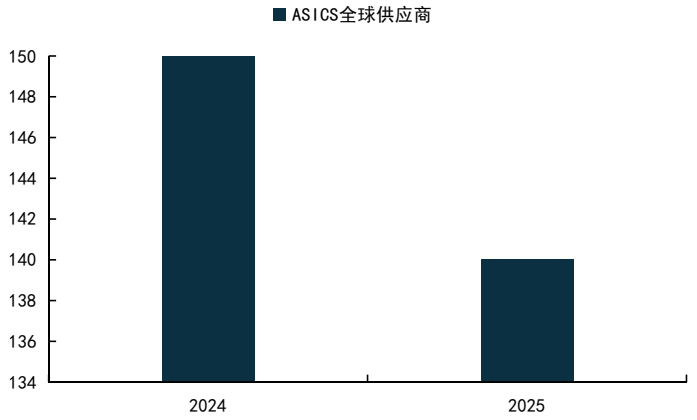
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2025年披露为一级供应商数据

图：Adidas合作超20年供应商占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：ASICS全球供应商



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

成长品牌扩大供应网络，头部制造商继续承接订单

On：快速增长期，产品制造供应商数量增加。公司披露的产品制造供应商数量上限由FY2021—FY2022的少于20家扩大至FY2025的少于30家；与此同时，FY2023—FY2025约90%的鞋类仍产自越南，核心生产基地保持集中。

HOKA：增长推动制造网络扩张。2024年4月至2025年4月，Deckers名单中带HOKA标签的一级设施由18家增至23家。同期Deckers集团一级工厂伙伴由39家增至42家，二级供应伙伴由224家增至272家。

lululemon：供应商集中度降低，供应商数量有所增加。2020—2025年前五大产品制造供应商的成本占比从59%降至47%，供应商数量也有所增加，说明品牌在分散采购。最大供应商份额仅从17%降至15%，下降主要集中在第二至第五大供应商。品牌可以增加合作伙伴，同时保留最大供应商的核心地位。

表：On制造供应商与产地

指标	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
制造供应商披露	少于20家	少于20家	少于25家	少于25家	少于30家
越南鞋类生产占比	100%	多数	约90%	约90%	约90%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：Hoka制造供应商与Deckers制造供应商

指标	2024年4月 / 2023年	2025年4月 / 2025年	变化
HOKA标签一级设施	18家	23家	增加5家
Deckers一级工厂伙伴	39家	42家	集团全部品牌
Deckers二级供应伙伴	224家	272家	集团全部品牌

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：lululemon产品制造供应商占比（%）

指标	2020	2021	2022	2023	2024	2025
前五大供应商	59	57	56	55	49	47
最大供应商	17	15	15	17	15	15
第二至第五大合计	42	42	41	38	34	32
供应商数量（约）	—	41	—	—	—	51

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新锐品牌选择头部代工厂，与成熟品牌供应商重合

新锐运动品牌进入成长阶段后，随着销售规模扩大，对产品开发、生产规模和交付稳定性的要求随之提高。长期服务 Nike、adidas 等成熟品牌的头部代工厂，凭借积累的研发生产能力和供应链经验，也成为新锐品牌的合作选择。例如，On、HOKA与华利集团合作，Alo Yoga与儒鸿合作，lululemon与申洲国际、儒鸿合作。头部代工厂在服务成熟品牌的同时拓展新锐客户，有望随着客户业务成长获得新的订单来源。

表：新锐与成熟品牌供应商重合

共同制造商	新锐或成长品牌	重合的成熟品牌	合作情况及披露依据
华利集团	On	Nike、adidas、PUMA	On在2024年6月披露的一级供应商名单列有华利旗下**Athena Vietnam Footwear**，类型为成品鞋制造，名单标注供应商起始年份为2021年；华利披露其亦与Nike、PUMA合作。
华利集团	HOKA	Nike、adidas、PUMA	华利官网及2022年年报披露合作品牌包括HOKA、Nike、PUMA，体现不同品牌在**集团层面**选择同一制造商。
申洲国际	lululemon	Nike	lululemon 2025年4月名单列出宁波申洲针织二制衣厂，地址为天目山路50号；Nike 历史制造商名单亦列出同名企业及相同地址。
儒鸿	lululemon	Nike	lululemon 2024年4月名单列出越南Eclat Textile成衣厂及Eclat Fabrics面料厂；Nike历史制造商名单亦列有对应地点的儒鸿工厂。
儒鸿	Alo Yoga	Nike	儒鸿公司主页列出Alo、lululemon、Nike等客户

资料来源：On、lululemon 供应商名单，华利集团公告及官网，儒鸿企业官网，国信证券经济研究所整理

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

07 风险提示

四、品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

品牌客户增长不一，代工厂受益程度取决于客户组合

- **品牌端分化明显：**1）强势品牌：Adidas、Asics、UNIQLO、维密、Amer Sports、ON；2）稳健品牌：Gap、Levi’s、VF、Deckers；3）弱势品牌：Nike、Puma、Lululemon。
- **对OEM含义：订单机会更取决于客户与品类结构。**ASICS、Amer Sports、On、UNIQLO、Victoria’s Secret的增长覆盖跑步、高端户外、功能服饰和内衣，相关供应链有望受益于新品开发和补货需求；Adidas服装增长较强，也为相关供应商提供支撑。Deckers旗下品牌仍有增长，但收入指引下调，相关供应商的订单增速预期适度放缓。Nike、PUMA、lululemon仍受渠道调整或需求偏弱影响；Puma库存同比下降24.3%，库存调整取得进展，但尚需观察其能否转化为持续补货。
- **各大OEM客户结构分析：**综合来看，**晶苑国际**的服装客户组合仍较均衡。UNIQLO、Victoria’s Secret、Levi’s和Adidas提供支撑，Gap集团内部继续分化，整体订单有望保持韧性，但难以期待所有客户同步加速；**申洲国际**受UNIQLO、Adidas支撑，但Nike大中华区疲弱、lululemon北美下滑，其运动服订单改善节奏仍取决于客户需求及新品恢复；**裕元集团**受益于ASICS、Amer Sports、Adidas等客户在功能跑步、户外和专业运动品类的增长，鞋类订单前景相对积极，但仍需关注Nike相关订单恢复速度；**华利集团**客户组合分化较大，On保持成长性，Deckers旗下品牌仍增长但增速预期放缓，Nike/Converse和PUMA仍处调整阶段，短期订单表现仍需观察不同客户的实际下单节奏；**九兴控股**的Nike、HOKA、UGG和Timberland客户需求存在分化。公司上半年其他运动客户增长抵消了最大运动客户出货减少，但专属工厂盈利能力承压，后续需观察新客户放量和新工厂爬坡；**开润股份**同时布局箱包和服装代工。UNIQLO、Adidas等客户有望为服装业务提供支撑，Nike、VF等也是箱包业务的重要客户；PUMA仍处调整阶段。不同客户的需求需按箱包和服装分别判断。

表：各大OEM主要客户名单

公司名称	主要品牌客户
申洲国际	**强势：**Adidas、UNIQLO；**稳健：**李宁、安踏；**弱势：**Nike、PUMA、Lululemon
晶苑国际	**强势：**UNIQLO、Victoria’s Secret、Adidas；**稳健：**Levi’s、GAP
华利集团	**强势：**ON、Adidas、NB；**稳健：**Deckers（UGG/HOKA）、VF（Vans）；**弱势：**Nike（含Converse）、PUMA、Under Armour
裕元集团	**强势：**Adidas、Asics、Amer（Salomon）；**稳健：**VF（Timberland）；弱势：Nike
九兴控股	**稳健：**Deckers（HOKA/UGG）、VF（Timberland）；**弱势：**Nike、Under Armour
开润股份	**强势：**Adidas、UNIQLO；**稳健：**VF；**弱势：**PUMA、Nike

资料来源：公司公告，公司官网

四、品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

品牌客户增长不一，代工厂受益程度取决于客户组合

- **从品牌端变化看，代工厂的订单弹性主要取决于客户结构。**Adidas、优衣库、On及HOKA等品牌仍保持增长，相关客户占比较高的申洲、晶苑和华利有望获得订单支撑；VF、Gap等品牌增长相对平稳，对相关代工厂的拉动预计温和；Nike、Puma、Lululemon仍处于需求或渠道调整阶段，相关订单恢复需要时间。需要注意的是，Deckers已下调全年收入指引，HOKA虽仍增长，但对供应商的带动可能有所放缓。

表：代工厂核心客户增速与最新经营表现

公司	2026H1收入/净利	2026H2预期表现
申洲国际	141.8亿元/-5.3%；19.0亿元/-40%	预期26H2收入160.9亿元（+0.4%，同比增速较26H1 +5.7%）、净利率16.1%（-0.4%，较26H1 +2.7%）。老客户订单平稳、欧美降幅收窄，Adidas新增千万美元级订单。
华利集团	109.25亿元/-13.7%；9.53亿元/-43.0%	Q3收入55.2亿元、同比-8.3%，降幅较26H1收窄5.4pp；毛利率22.6%、同比+0.4pp，较26H1回升4.9pp；归母净利率11.2%、同比-1.5pp，较26H1 +2.6pp。盈利环比明显修复，ASP同比-6.6%，单价仍拖累同比。
裕元集团	39.7亿美元/-2.2%；0.72亿美元/-57.9%	Q3制造收入14.0亿美元、同比-2.1%，降幅较26H1收窄2.6pp；Q3整体收入19.2亿美元、同比-1.9%。Q3制造毛利率16.1%、同比约-3.3pp，较26H1回升1.8pp；Q3归母净利率同比-2.3pp、较26H1 +1.4pp。
晶苑国际	12.96亿美元/+5.4%；1.09亿美元/+10.6%	预期26H2收入15.83亿美元（+12.1%，同比增速较26H1 +6.7%）、净利率9.2%（+0.2%，较26H1 +0.8%）。公司指引H2提速，上半年新招6000名员工逐步投产、产能释放。
九兴控股	7.87亿美元/+1.5%；0.64亿美元/-18.6%	Q3收入4.13亿美元、同比+2.2%；鞋履制造+1.3%，较26H1（约+1.8%）小幅放缓；出货量-4.3%、ASP +6.0%（菲律宾厂停产、休闲客户订单前置）。预期26H2净利率7.5%，与上年同期持平；26H1剔除土地处置收益后约7.0%-7.2%，26H2经营性口径环比小幅改善。
开润股份	25.30亿元/+5.2%；2.11亿元/+13.1%	Q3收入12.5亿元、同比-3.1%，较26H1（+5.0%）转负；毛利率23.9%、同比+0.1pp，较26H1基本持平；归母净利1.02亿元、同比+11.9%，归母净利率8.1%、同比+1.1pp，较26H1（8.3%）微降。箱包代工环比改善。

资料来源：公司公告，公司官网、Wind一致预期，国信证券经济研究所整理

表：2027年品牌增长方向与代工订单弹性

方向	品牌	依据	主要受益代工	订单弹性判断
增长＋上调/维持	Adidas、On、安踏；迅销（首次指引）	Adidas：收入预计增长9%-10%，最新维持；On：预计增长20%出头，最新维持；安踏：维持全年增长目标；迅销：FY2027集团收入预计增长12.3%，为首次指引	申洲、晶苑、华利、裕元	高
增长＋下调	Levi’s、Deckers（HOKA）	Levi’s报表收入增长指引中枢下移；Deckers集团及HOKA收入增长指引下调	晶苑、华利、九兴	中高
持平＋上调/维持	VF	FY2027固定汇率收入预计增长2%或以上，维持指引	华利、裕元、九兴、开润	中
持平＋下调	Gap Inc.、李宁	Gap：FY2026集团收入增长指引由1%-2%调整为 1%-1.5%；李宁：收入指引由高单下调至低单、净利率由高单下调至中高单	晶苑、申洲	中偏低
下滑＋维持/下调	PUMA、lululemon；Nike（首次指引）	PUMA维持收入下滑指引；lululemon下调收入指引；Nike FY2027收入预计高个位数下滑，为首次全年指引	华利、裕元、九兴、申洲、晶苑、开润	低

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

四、品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

全球品牌业绩分化，Adidas、优衣库增长，Nike、Lululemon承压

表：全球品牌客户最新业绩、指引

品牌	上财年	新财年预期	上一季度	新季度预期	备注
Nike	FY26：收入持平，净利润-3%	FY27：收入高单位数下滑，净利润-20%	FY27Q1：收入-4%，净利润-2%	FY27Q2：收入-4.5，净利润-1.4%	北美批发恢复，但大中华、NIKE Direct、Converse仍弱；公司启动Pace以改善供应链和成本，但FY27收入仍承压。
Adidas	FY25：收入+5%，净利润+67%	FY26：收入+9%~10%，经营利润约25亿欧元	26Q3：收入+9%（不变汇率+7%），净利润+48%	26Q4：收入预计+8%，净利润+144%	Q3 DTC收入+17%，服装收入按固定汇率+19%；全年指引已计入约2亿欧元关税退款，并计划在Q4再投入约1亿欧元。
Puma	FY25：收入-17%，净利润转亏（-329%）	FY26：收入低至中个位数下滑；EBIT亏损0.8亿～1.3亿欧元	26Q3：收入-5.0%；净亏损0.55亿欧，亏损同比收窄	26Q4：收入预计+2%，净亏损1.32亿欧	Q3库存同比-24.3%。全年收入指引维持，EBIT亏损区间收窄；Q3 EBIT包含约2,980万欧元关税退款影响
迅销	FY26：收入+16.6%，净利润+25.3%	FY27：收入+12.3%，净利润+3.2%	FY26Q4：收入+15%，净利润+24%	FY27Q1：收入+7%，净利润+7%	日本业务受汇率影响，国际UNIQLO仍是主要增长来源；大中华已恢复收入增长及双位数利润增长。
AMER	FY25：收入+27%，调整后净利润+131%	FY26：收入+24%，调整后净利润+32%	26Q2：收入+32%，调整后净利润+252%	26Q3：收入+22%~24%，调整后净利润+17%	全区域、品类、渠道均双位数增长；Arc’teryx、Salomon软商品、Wilson网球360持续强劲。库存增速低于收入增速。
Asics	FY25：收入+20%，净利润+55%	FY26：收入+30%，净利润+22%	26Q2：收入+23%，净利润+47%	26Q3：收入+21%，净利润+12%	跑步、SportStyle、Onitsuka Tiger全部增长；北美、欧洲、大中华表现强劲。库存较年初下降42亿日元。
Deckers	FY26：收入+10%，净利润+6%	FY27：收入预计+4.2%～4.7%；稀释EPS预计7.80～7.95美元	FY27Q1：收入+3.5%，净利润+16.8%	FY27Q2：收入预计低个位数增长；稀释EPS预计3.52～3.60美元	HOKA+6.8%、UGG+3.5%、DTC-1.8%；库存同比约+3%。全年收入指引下调；EPS指引包含已收关税退款约0.52美元/股。
Gap	FY25：收入+2%，净利润-3%	FY26收入+1~1.5%，净利润+16%	FY26Q2：收入-2%，净利润+132%	FY26Q3：收入+2%，净利润+20%	内部品牌分化加大。Q2报表利润受IEEPA关税退款影响，全年调整后指引已剔除该影响。
Levi's	FY25：收入+-1%，净利润+7%	FY26收入+7.0%，调整后净利润+14%	FY26Q3：收入+4%，调整后净利润+39%	FY26Q4：收入+3%，调整后净利润-9%	欧洲、亚洲及批发渠道增长较好，美国DTC低于预期。关税退款推动毛利率，但公司将部分退款投入促销和营销。
VF	FY26：收入+1%，净利润+14%	FY27固定汇率收入+2%或以上，调整后经营利润率约8%	FY27Q2收入-4%，报表净利润+50.3%	FY27Q2：收入预计+3%或以上；经营利润预计3.9亿美元或以上	Q2 The North Face及Timberland均+4%，Vans-9.8%，但Vans全球DTC恢复增长；公司重申全年指引。
Victoria's Secret	FY25：收入+5%，净利润+15%	FY26收入+10%，调整后净利润+61%	FY26Q2：收入+10%，调整后净利润大幅增长（+199%）	FY26Q3：收入+9%，调整后净利润低基数大幅增长（+105%）	北美门店、直营及国际业务均实现增长，常规价销售改善。Q2获得超1.4亿美元IEEPA关税退款，调整后口径已予剔除。
ON	FY25：收入+30%，净利润-16%	FY26收入按固定汇率低20%区间，净利润+104%	26Q2：收入+13.5%，净利润1.05亿瑞郎（上年亏损）	26Q3收入+13%，净利润-7%	亚太增长最快。公司在不依赖关税退款的情况下实现毛利率扩张，对运动鞋服供应链仍偏正面。
Lululemon	FY25：收入+5%，净利润-13%	FY26收入-5%至-7%，净利润-32%	26Q2：收入-4%，净利润-11%	26Q3收入-10%~-11%，净利润-62%	美国需求、同店销售和直营表现继续承压；中国除港澳台地区增长显著放缓。Q2基本面仍偏弱。

资料来源：公司公告、Wind、彭博、公司业绩会
注：预测数据来自万得、彭博一致预期

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

07 风险提示

五、投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

代表性代工企业资本开支预计连续两年回落

- **从六家代表性代工企业的资本开支计划看，行业扩产节奏预计放缓。**合计资本开支由2025年的95.54亿元降至2026年预计79.73亿元，2027年预计进一步降至65.03亿元，分别同比下降9.7%和18.4%。其中，华利集团、九兴控股和晶苑国际2027年投资计划下降较为明显，裕元集团和开润股份仍计划小幅增加投入。随着新增产能释放趋缓，若下游品牌需求及订单回暖，现有产能利用率有望提升，进而改善行业供需格局，并为代工厂的议价能力和盈利修复提供支撑。

表：六家代工企业资本开支及收入占比（亿元）

公司	2023	2024	2025	2026E	2027E	2027E vs 2026E	2027E vs 2025	2026E capex/收入
申洲国际	10.66	18.50	27.21	15.50	15.50	0.0%	-43.0%	5.4%
华利集团	11.55	17.00	26.90	24.30	15.00	-38.3%	-44.2%	10.6%
裕元集团	13.21	14.09	21.82	17.40	18.50	+6.3%	-15.2%	3.3%
晶苑国际	2.95	7.83	10.51	13.47	8.94	-10.0%	-33.6%	-14.9%
九兴控股	4.52	4.82	6.55	6.17	4.09	-29.2%	-33.7%	-37.6%
开润股份	1.40	1.71	2.55	2.90	3.00	+3.4%	+17.6%	5.8%
六家合计	44.29	63.96	95.54	79.73	65.03	-9.7%	-18.4%	-31.9%

资料来源：公司公告，Wind、彭博，国信证券经济研究所整理
注：预测数据来自万得、彭博一致预期

五、投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

部分代工厂盈利出现修复信号，预计股息率为4.8%-7.5%

- **部分代工厂已出现盈利修复信号。**华利2026年第三季度毛利率回升至22.6%，环比提升5.0个百分点；晶苑上半年净利率提升至8.4%。根据盈利预测，五家代工企业2027年净利润均较2026年增长，其中申洲和华利分别增长约20%、21%。在盈利修复、资本开支压力减轻的情况下，若公司维持较高分红比例，市场对持续现金回报的信心有望增强；五家公司2027年预计股息率约为4.8%～7.5%，具备吸引力。

表：毛利率修复信号与经营杠杆测算

公司	最新毛利率/净利率	修复信号	2027E收入(亿元)	毛利率+1pp对2027E净利影响
申洲国际	26H1毛利率22.6%（-4.5pp）	下半年环比改善，同比仍有人工成本压力	300.0	+4.1%
华利集团	26Q3毛利率22.6%（同比+0.4pp、环比+5.0pp）	Q3净利率11.2%（环比+2.7pp）	246.7	+6.5%
裕元集团	制造毛利率14.3%（-3.4pp）	下半年环比改善、同比仍承压	551.0	+20.7%
晶苑国际	26H1毛利率19.8%（+0.1pp）、净利率8.4%（+0.4pp）	自动化增效、利息成本下降	211.0	+8.2%
九兴控股	26H1毛利率20.3%（-2.3pp）	下半年毛利率指引+220bp	112.2	+8.9%

资料来源：公司公告，Wind、彭博，国信证券经济研究所整理
注：预测数据来自万得、彭博一致预期

表：2026E/2027E盈利、分红与估值

公司	2026E净利(亿元)	2026E分红率	2026E股息率	2027E净利(亿元)	2027E分红率	2027E股息率	PE26E	PE27E
申洲国际	45.8	60%	5.1%	54.5	60%	6.0%	11.9	10.0
华利集团	23.9	100%	5.2%	28.6	80%	5.0%	19.3	16.2
裕元集团	16.4	70%	6.1%	20.0	70%	7.4%	11.5	9.4
晶苑国际	17.1	62%	5.4%	19.2	62%	6.0%	11.5	10.3
九兴控股	8.3	118%	9.9%	9.5	70%	6.7%	11.9	10.4

资料来源：公司公告、Wind、彭博，国信证券经济研究所整理
注：预测数据来自万得、彭博一致预期

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

07 风险提示

投资建议：库存周期拐点渐近，重点推荐订单能见度高、盈利修复弹性大的代工龙头

本轮欧美去库已现尾声迹象，品牌补库在即；制造成本及关税影响下产能向东南亚集中，尤其印尼地区产地布局优势凸显；头部品牌供应商精简背景下头部制造商持续承接订单；叠加资本开支见顶回落，产能利用率与现金回报有望改善。优选客户结构占优、盈利修复弹性大的龙头。重点推荐**华利集团**——运动鞋制造龙头，新客户放量与产能扩张驱动份额提升、三季度盈利拐点已初步确立；推荐**申洲国际**——针织一体化龙头，成本传导能力强、盈利稳定性突出；推荐**开润股份**——箱包与服装代工双轮驱动，服装代工盈利持续改善；建议关注**晶苑国际**——核心客户优衣库、阿迪达斯业绩表现强劲、人效提升带动盈利改善。

表：重点公司盈利预测及投资评级

代码A	公司名称	投资评级	昨收盘（人民币元）	总市值（亿人民币元）	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E
300979. SZ	华利集团	优于大市	36. 98	432	2. 75	2. 00	2. 54	13. 5	18. 5	14. 6
2313. HK	申洲国际	优于大市	36. 06	546	3. 88	3. 04	3. 67	9. 3	11. 8	9. 8
300577. SZ	开润股份	优于大市	19. 15	46	1. 38	1. 56	1. 68	13. 9	12. 3	11. 4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

01 行业周期性：疫情+贸易政策扰动下的行业的库存周期

02 产业格局：鞋服生产向东南亚转移，产地选择受关税影响

03 行业格局：品牌供应商选择分化，头部制造商合作关系延续

04 品牌格局：客户增长分化决定代工订单分化

05 投产趋势：资本开支见顶回落，供需与现金回报改善

06 投资建议

07 风险提示

风险提示

终端需求疲软导致品牌再度去库；

美国关税政策反复及贸易摩擦升级；

人民币兑美元继续升值；

印尼、埃及、孟加拉等新产能爬坡不及预期；

品牌客户订单集中度过高带来的单一客户风险；

原材料及人工成本上涨超预期。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032