

纺织服饰

报告日期：2024 年 01 月 10 日

低迷环境下高质量增长，投资机会愈发清晰

——品牌服饰行业深度报告

投资要点

□ 为何在此时点写这篇报告？

- 1、市场普遍质疑点：消费环境弱复苏，服饰公司更不值得看好；即使现有的几家服饰上市公司基本面较好，会不会在下个季度就证伪？
- 2、回顾 2023 年初，二级市场一致看好疫后消费复苏，时至今日绝大部分消费股都被证伪，餐饮仅美股的瑞幸、蜜雪冰城，服饰仅 A 股的比音勒芬、报喜鸟、锦泓集团及 H 股的安踏体育、波司登业绩增速超越年初预期。

□ 本篇报告对 A 股比音勒芬、报喜鸟，H 股安踏、波司登历史数据复盘，这些公司不仅保持持续较高成长，增长质量也较高：

优质服饰公司良好的现金流和存货周转以及不断提升的单店店效，其背后是公司货品开发越来越精准、产品折扣严格把控、终端店铺形象拉动品牌力的不断提升。

显然，这和以往简单粗放式增长完全不同，优质服饰企业持续跑赢行业背后是产品力、渠道力、品牌力的不断提升；在中国 2 万亿服饰市场中，优质公司正在经历市占率逐步提升的过程。

□ 尽管品牌会有周期性，但穿越市场低谷仍保持强劲增长的公司生命力值得期待

我们认可消费品品牌会经历生命周期，即使奢侈品品牌也会经历起伏，但在中国庞大的服饰市场、市占率分散的情况下能够证明持续成长能力的企业，在消费环境景气度不佳的背景下依然能保持强劲增长情况下，结合优质服饰公司对应 24 年 PE 普遍在 10X-15X，我们认为用长期担忧指导当下是不必要的。

此外，我们认为纵使当下大部分消费股证伪情况之下，目前依然有很多高成长消费公司（如名创优品、瑞幸、蜜雪冰城、霸王茶姬、达美乐、山姆百货、始祖鸟、拉夫劳伦、迪桑特、科隆、LULU、迪卡侬、优衣库、1688、temu、速卖通、塔斯汀等等），在中国庞大的消费市场和旺盛的消费者需求滋养下，有望源源不断产生成长股。

□ 投资建议：建议关注强基本面+高业绩弹性+高股息三条主线

重点推荐强基本面报喜鸟（24 年 PE10X，股息率 4.9%）、比音勒芬（24 年 PE14.5X）、波司登（FY24 年 PE11X，股息率 6.3%）、安踏体育（24 年 PE15X），高业绩弹性锦泓集团（24 年 PE10X），高股息海澜之家（24 年 PE10X，股息率 7.7%）。

□ 风险提示

消费力复苏不及预期；天气影响消费动力

行业评级：看好(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：周敏

zhoumin@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《品牌增长提速，制造需求修复》 2024.01.08
- 2 《2024 年纺服行业风险排雷手册（年度策略报告姊妹篇）》 2023.11.26
- 3 《稳中求新》 2023.11.18

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 复盘：服饰中已有走出持续成长性的公司	5
1.1 十年磨剑：优质龙头服饰公司持续证明成长持续性	5
1.2 β ：服饰行业出清利好龙头公司	10
1.3 α ：产品力+品牌力+渠道力久久为功	12
1.3.1 产品力：经典款占领消费者心智，高时尚度打入年轻消费群体	12
1.3.2 品牌力：多品牌运营接力成长，生活方式品牌价值构筑核心壁垒	13
1.3.3 渠道力：终端店铺形象升级，单店收入显著提升	17
2 市场担忧有解，当下品牌服饰行业估值具备吸引力	20
2.1 市场担忧经济拖累	21
2.2 市场担忧成长持续性	22
3 重点推荐：建议关注强基本面+高业绩弹性+高股息三条主线	25
4 风险提示	26

图表目录

图 1: 2012-2022 年中国鞋服行业整体规模增速为 3.5%，龙头公司收入增速显著高于行业整体	5
图 2: 比音勒芬 2012-2022 年营收 CAGR 达 20.3% (亿元)	5
图 3: 报喜鸟 2017-2022 年营收 CAGR 达 10.6% (亿元)	5
图 4: 安踏体育 2012-2022 年营收 CAGR 达 21.6% (亿元)	6
图 5: 波司登 FY2017-FY2023 营收 CAGR 达 16.2% (亿元)	6
图 6: 比音勒芬 2012-2022 年归母净利润 CAGR 24.4% (亿元)	6
图 7: 报喜鸟 2017-2022 年归母净利润 CAGR 77.6% (亿元)	6
图 8: 安踏体育 2012-2022 年归母净利润 CAGR 18.8% (亿元)	6
图 9: 波司登 FY2017-FY2023 归母净利润 CAGR 32.7% (亿元)	6
图 10: 比音勒芬 2013-2022 年门店数量 CAGR 为 9.6%	7
图 11: 报喜鸟 2012-2022 年门店数量 CAGR 为 1.7%	7
图 12: 比音勒芬 2013-2022 年店效持续提升 (单位: 万元/年)	7
图 13: 报喜鸟 2013-2022 年店效持续提升 (单位: 万元/年)	7
图 14: 安踏体育门店数量保持增长 (家)	8
图 15: 波司登加盟渠道收缩 (家)	8
图 16: 安踏体育各品牌单店店效整体提升 (单位: 万元/店)	8
图 17: 波司登品牌羽绒服业务单店店效持续提升	8
图 18: 比音勒芬存货周转天数 (单位: 天)	8
图 19: 报喜鸟存货周转天数 (单位: 天)	8
图 20: 安踏体育存货周转天数 (单位: 天)	9
图 21: 波司登存货周转天数 (单位: 天)	9
图 22: 比音勒芬经营性净现金流/归母净利润	9
图 23: 报喜鸟经营性净现金流/归母净利润	9
图 24: 安踏体育经营性净现金流/归母净利润	9
图 25: 波司登经营性净现金流/归母净利润	9
图 26: 2023 年中国鞋服行业 CR5/CR10 分别达 8.3%/13.1%	10
图 27: 2023 中国运动鞋服行业 CR5/CR10 分别达 55%/77%	10
图 28: 2023 年中国男装行业 CR5/CR10 分别达 13%/20.4%	10
图 29: 2023 中国女装行业 CR5/CR10 分别达 4.9%/7.6%	10
图 30: 2023 年中国童装行业 CR5/CR10 分别达 11%/13.9%	11
图 31: 2023 中国外衣行业 CR5/CR10 分别达 8.9%/13.9%	11
图 32: 比音勒芬品牌于中国男装市场市占率	11
图 33: 报喜鸟品牌于中国男装市场市占率	11
图 34: 安踏体育旗下品牌于中国运动鞋服市场市占率	11
图 35: 波司登和雪中飞品牌于中国外衣市场市占率	11
图 36: 安踏 KT 系列篮球鞋 8 年经历 10 次迭代	12
图 37: 波司登、始祖鸟均通过联名方式打造时尚产品	13
图 38: 龙头公司毛利率波动向上主要系品牌升级或折扣控制	13
图 39: 波司登线上成交价 1800 元以上占比逐年提升	13
图 40: 生活方式品牌对抗产品生命周期	14
图 41: 安踏体育品牌矩阵完善	14
图 42: 中产三宝始祖鸟、lulu、所罗门，品牌上升为生活方式	14

图 43: 比音勒芬品牌矩阵完善.....	15
图 44: 2033 年 1881 和 K&C 营收目标为 50/30 亿元	15
图 45: 报喜鸟具备完善的品牌矩阵.....	16
图 46: 安踏体育旗下 FILA 品牌升级店型和形象	17
图 47: 波司登通过“关小店开大店”更新门店形象提高渠道力.....	17
图 48: 波司登打造数字化供应链系统, 对终端数据全掌控, 实现对加盟的直营化管理	18
图 49: 2021 年以来申万纺织服装行业 EPS 稳中有升但估值仍处低位	20
图 50: 港股消费行业龙头公司估值对比	20
图 51: A 股消费行业龙头公司估值对比	20
图 52: 美国消费行业龙头公司估值对比	21
图 53: 日本消费行业龙头公司估值对比	21
图 54: 2022 年至今社零单月增速表现.....	22
图 55: 2022 年至今单月增速表现.....	22
图 56: 安踏高端品牌、比音勒芬、波司登 2023 年以来营收保持正增长	22
图 57: 品牌生命周期.....	23
图 58: 中国鞋服及细分行业 2023-2028 规模复合增速.....	23
图 59: 过去 10 年中国服装行业集中度持续上行	23
表 1: 安踏体育 2019-2023H1 分品牌收入及增速 (百万元)	15
表 2: 报喜鸟公司新兴品牌 HAZZYS 收入 2017-2022 年 CAGR 为 16.7%, 远高于报喜鸟 6.4%.....	16
表 3: 海底捞 23H1 单店收入相较 19H1-33.4%, 线下客流复苏或未全面复苏	18
表 4: 比音勒芬 19H1 单店收入相较 19H1+16.6%.....	18
表 5: 报喜鸟品牌/哈吉斯品牌 23H1 单店收入相较 19H1+49.9% /28.9%	19
表 6: 报喜鸟 2023 年经营超过 12 月直营门店年化坪效相较 2021 年提高 5%	19
表 7: 波司登品牌羽绒服业务 FY23 直营店单店收入相较 FY22+18.1%	19
表 8: 重点标的盈利预测及估值表.....	21
表 9: 中国鞋服行业市占率前十品牌份额中, 国内品牌市场份额超过国际品牌	24

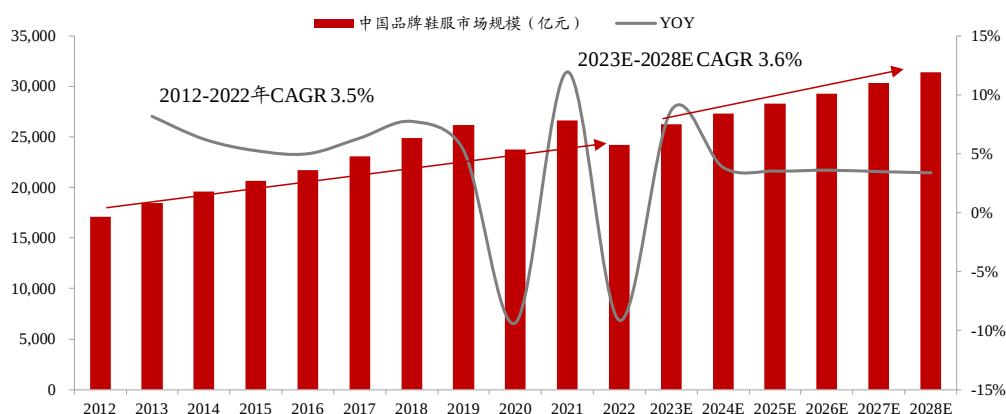
1 复盘：服饰中已有走出持续成长性的公司

中国品牌服饰行业作为发展成熟的赛道，过去 10 年行业整体规模以低单位数增速增长，以及欧睿预测未来 5 年行业整体规模亦以低单位数增速增长，但其中不乏显著跑赢整体行业的龙头公司包括 A 股比音勒芬、报喜鸟等、H 股安踏体育、波司登等，凭借其产品力、渠道力、品牌力久久为功，持续证明成长持续性。

1.1 十年磨剑：优质龙头服饰公司持续证明成长持续性

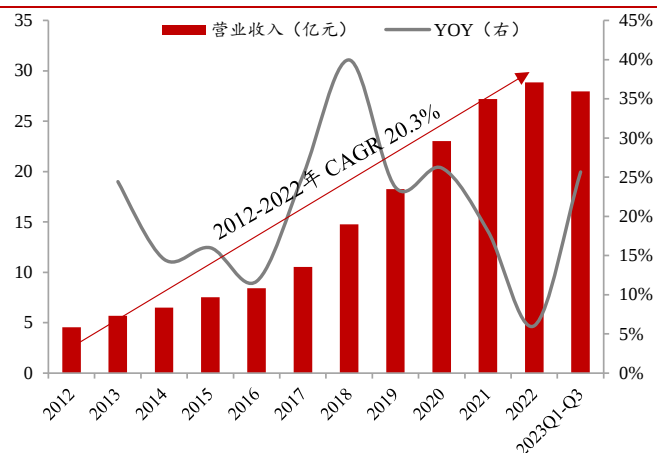
优质龙头公司收入增速持续优于行业整体。2012-2022 年中国品牌鞋服市场规模年化复合增速为 3.5%，整体保持小幅增长态势；与此同时，部分优质龙头公司演绎出良好的成长性，2012-2022 年比音勒芬、安踏体育营业收入年化复合增速分别达 20.3%、21.6%，2017-2022 年报喜鸟营业收入年化复合增速为 10.6%，FY2017-FY2023 波司登营收年化复合增速达 16.2%，优质服饰公司收入增速显著优于行业整体，彰显出龙头公司强大的个体阿尔法。

图1：2012-2022 年中国鞋服行业整体规模增速为 3.5%，龙头公司收入增速显著高于行业整体



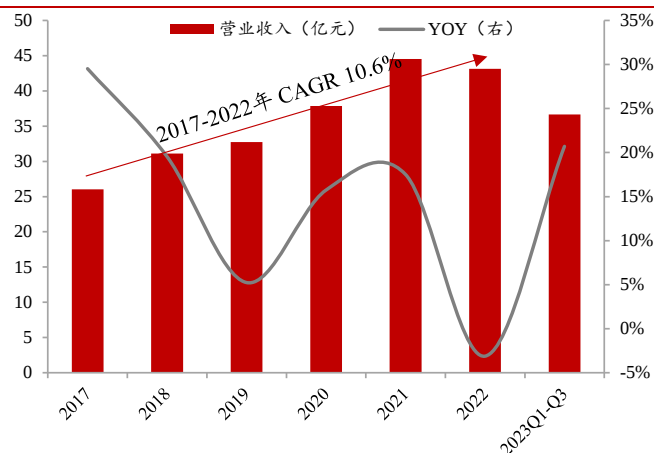
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图2：比音勒芬 2012-2022 年营收 CAGR 达 20.3%（亿元）



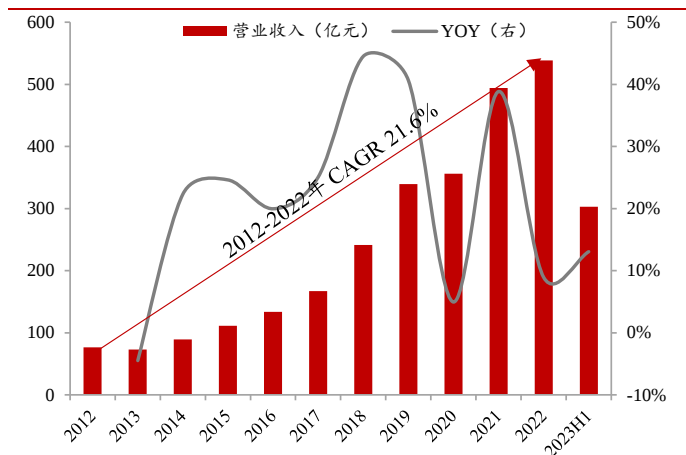
资料来源：，浙商证券研究所

图3：报喜鸟 2017-2022 年营收 CAGR 达 10.6%（亿元）



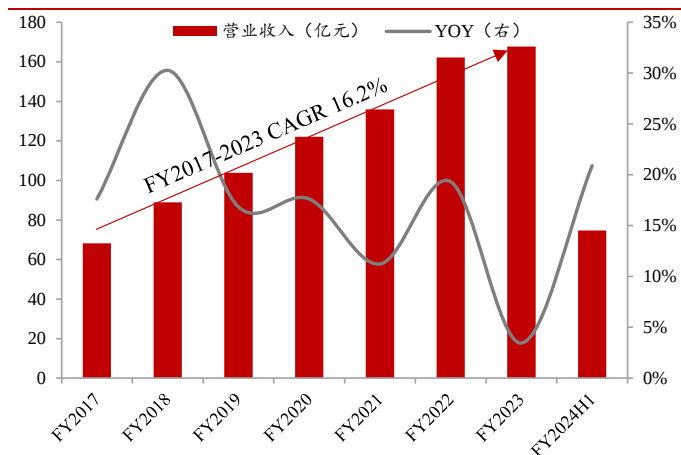
资料来源：，浙商证券研究所

图4：安踏体育 2012-2022 年营收 CAGR 达 21.6%（亿元）



资料来源：，浙商证券研究所

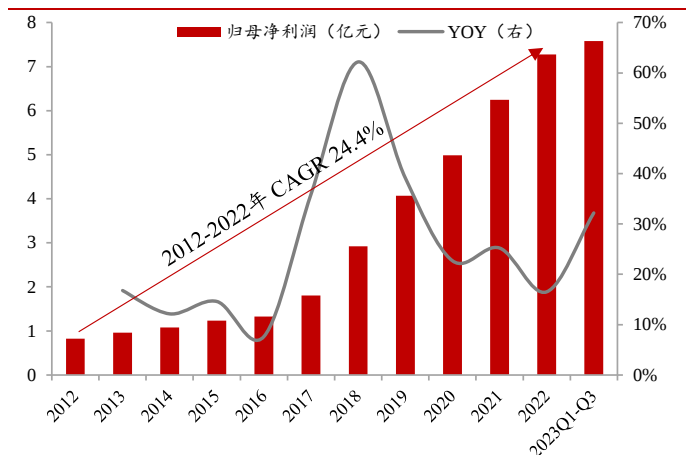
图5：波司登 FY2017-FY2023 营收 CAGR 达 16.2%（亿元）



资料来源：，浙商证券研究所

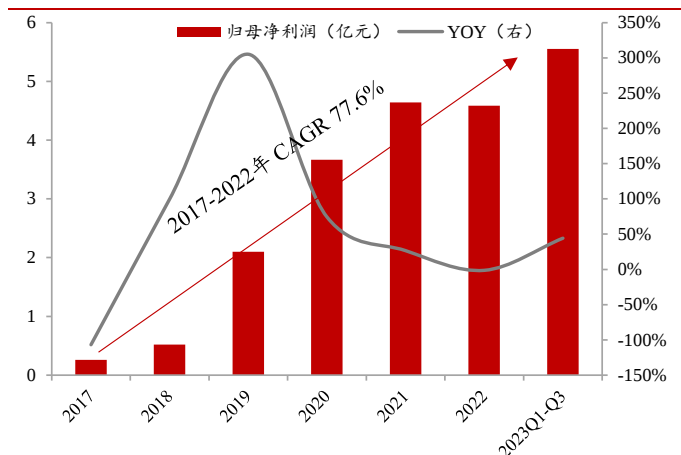
龙头公司利润增速均高于收入增速，实现高质量增长。2012-2022 年比音勒芬、安踏体育归母净利润年化复合增速分别达 24.4%、18.8%，2017-2022 年报喜鸟归母净利润年化复合增速为 77.6%，FY2017-FY2023 波司登归母净利润年化复合增速为 32.7%，同期四家公司营收年化复合增速分别为 20.3%、21.6%、10.6%、16.2%，除安踏体育外其他三家公司归母净利润增速均高于其收入增速，实现高质量发展。

图6：比音勒芬 2012-2022 年归母净利润 CAGR 24.4%（亿元）



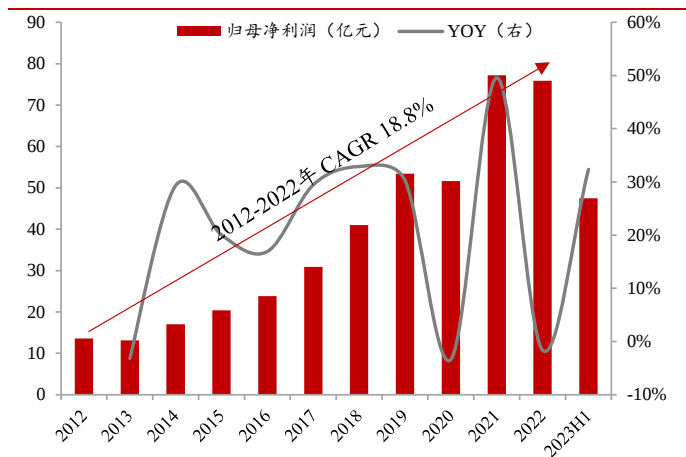
资料来源：，浙商证券研究所

图7：报喜鸟 2017-2022 年归母净利润 CAGR 77.6%（亿元）



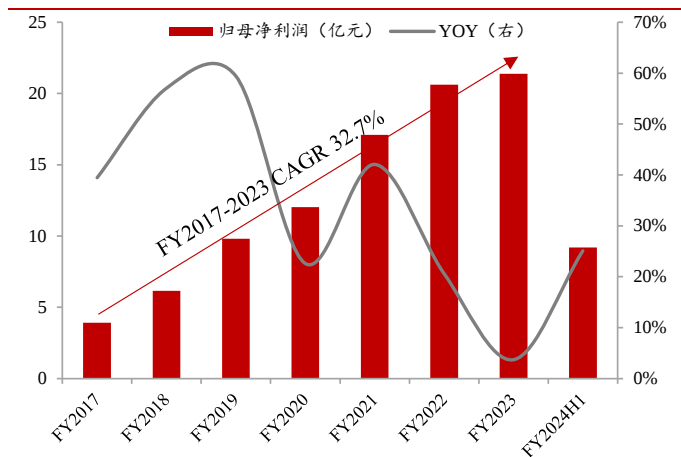
资料来源：，浙商证券研究所

图8：安踏体育 2012-2022 年归母净利润 CAGR 18.8%（亿元）



资料来源：，浙商证券研究所

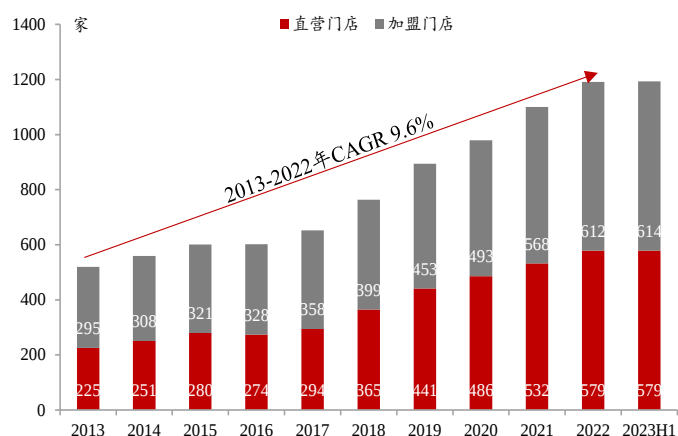
图9：波司登 FY2017-FY2023 归母净利润 CAGR 32.7%（亿元）



资料来源：，浙商证券研究所

门店数量增速显著低于营收，单店店效提升是驱动增长的核心因素。四家龙头公司收入利润扩张的同时并未伴随着门店数量的同步增长，2012-2022 年比音勒芬、报喜鸟、安踏主品牌门店数量年化复合增速仅为 9.6%、1.7%、1.0%，均远低于其营收和利润的复合增速，波司登则持续精简渠道，10 年间门店数量精简超过七成。我们认为，龙头公司“跑马圈地”式渠道扩张逐步被单店模型优化替代，2019-2021 年比音勒芬直营门店单店店效从 267 万元提升至 360 万元，CAGR 达 16.1%；2018-2021 年 HAZZYS 单店店效从 201 万元提升至 286 万元，CAGR 达 12.5%；2019-2022 年安踏体育旗下安踏牌、FILA、其他品牌店效分别从 136、621、294 万元提升至 190、713、822 万元，CAGR 分别达 11.7%、4.7%、40.9%；FY2017-2023 年波司登品牌羽绒服业务单店店效从 89 万元提升至 255 万元，CAGR 达 19.2%。

图10：比音勒芬 2013-2022 年门店数量 CAGR 为 9.6%



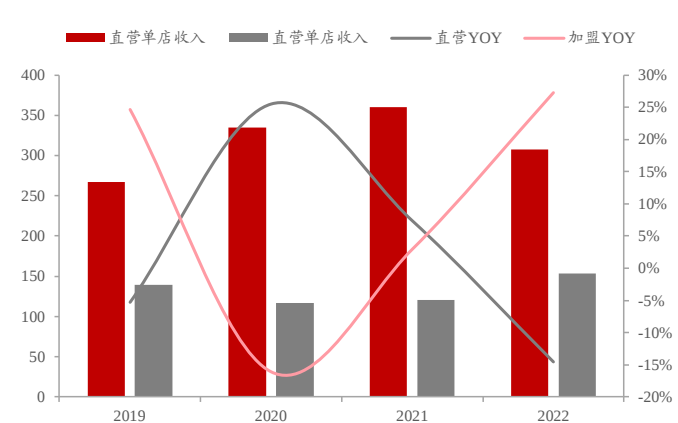
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11：报喜鸟 2012-2022 年门店数量 CAGR 为 1.7%



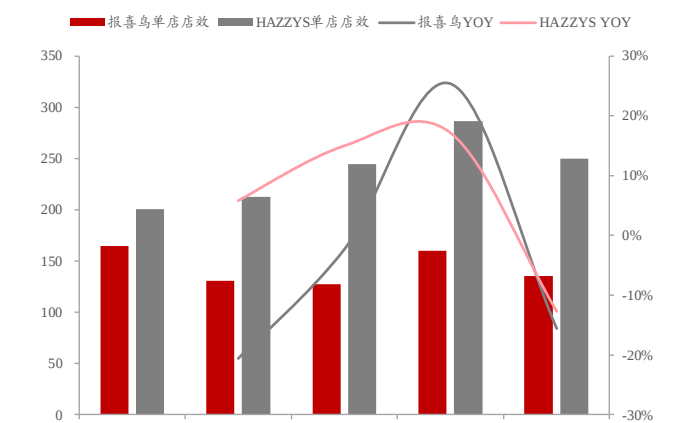
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12：比音勒芬 2013-2022 年店效持续提升（单位：万元/年）



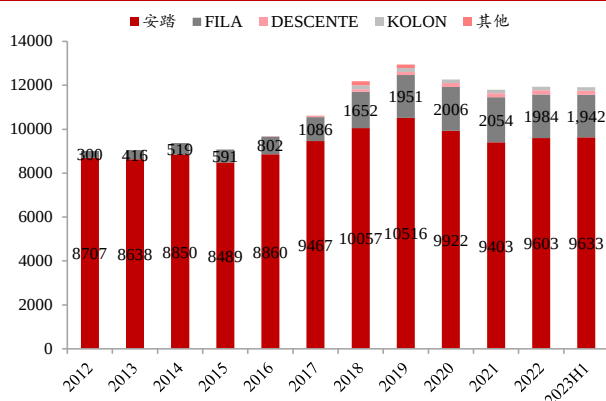
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图13：报喜鸟 2013-2022 年店效持续提升（单位：万元/年）



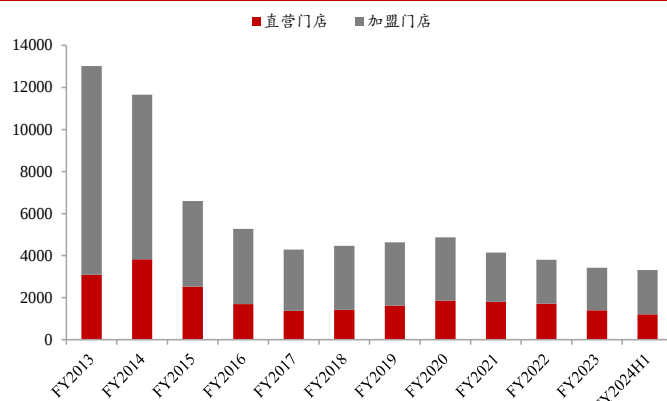
资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：报喜鸟分品牌线下收入采用各品牌收入*公司整体（直营+加盟）/（直营+加盟+电子商务）估算

图14: 安踏体育门店数量保持增长(家)



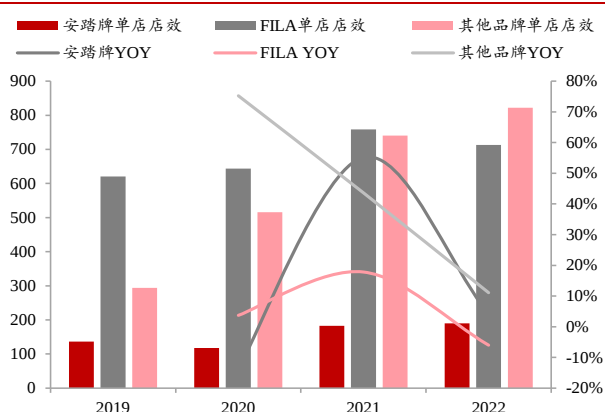
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 波司登加盟渠道收缩(家)



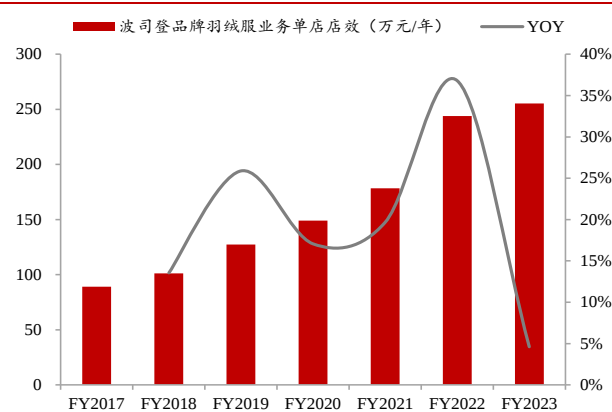
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图16: 安踏体育各品牌单店店效整体提升(单位: 万元/店)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 各品牌线下收入为品牌收入*公司整体线下收入占比估算

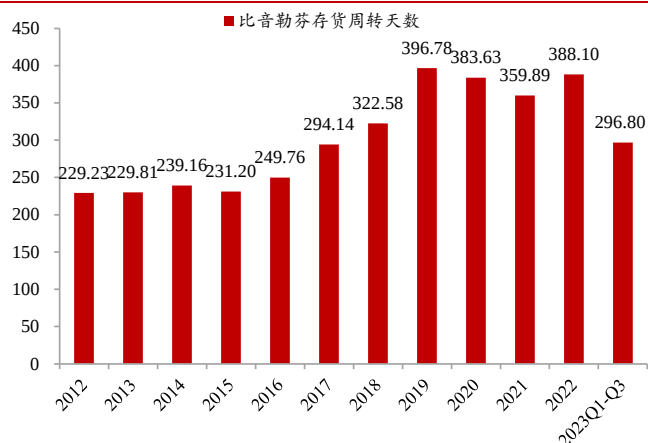
图17: 波司登品牌羽绒服业务单店店效持续提升



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 直营线下与加盟线下收入均为波司登品牌直营/加盟收入减去整体线上直营/线上加盟估算

龙头公司整体运营质量波动向好。2022年比音勒芬、报喜鸟存货周转天数分别为388/268天, 分别较近十年峰值-9/-198天, 2022年安踏体育存货周转天数为136天, 达到历史峰值, 主要系运动鞋服行业整体处于去库存周期叠加DTC转型致使整体库存水平上升, FY2023波司登存货周转天数为142天, 较近十年峰值-66天。

图18: 比音勒芬存货周转天数(单位: 天)



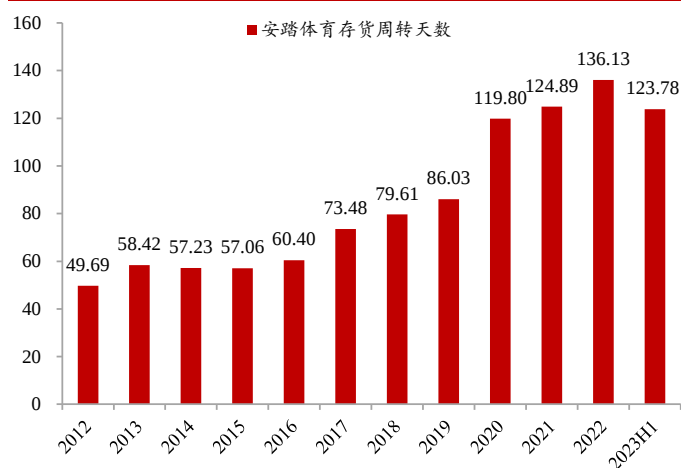
资料来源: , 浙商证券研究所

图19: 报喜鸟存货周转天数(单位: 天)



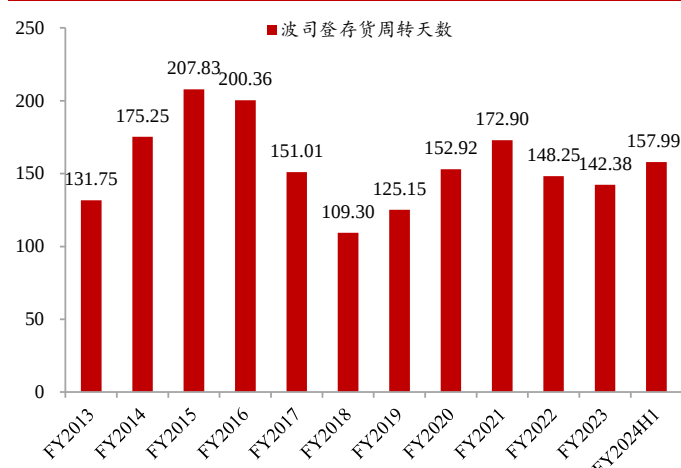
资料来源: , 浙商证券研究所

图20: 安踏体育存货周转天数 (单位: 天)



资料来源: , 浙商证券研究所

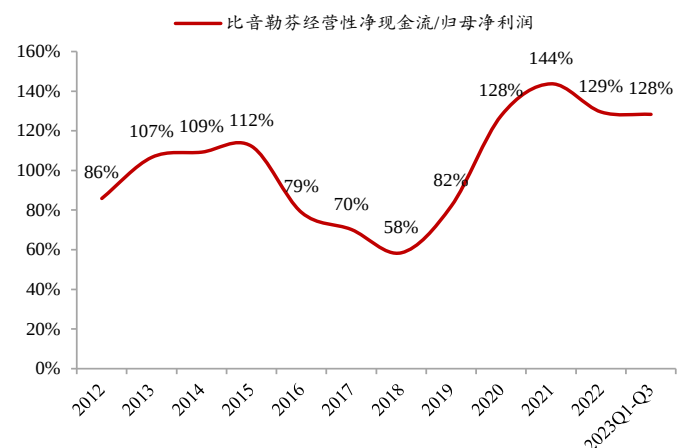
图21: 波司登存货周转天数 (单位: 天)



资料来源: , 浙商证券研究所

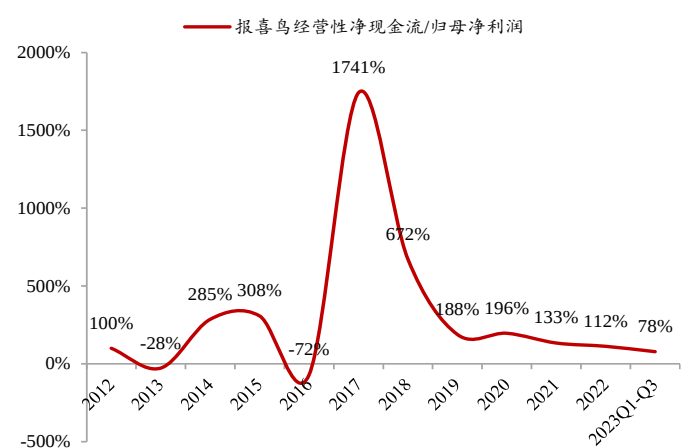
盈利质量稳中向好, 净利润现金比率均大于1。比音勒芬、报喜鸟、安踏体育 2022 年净利润现金比率分别为 129%、112%、160%, 分别较 2012 年+44pct、13pct、15pct, 波司登 FY2023 净利润现金比率为 143%, 较 2012 年+84pct。

图22: 比音勒芬经营性净现金流/归母净利润



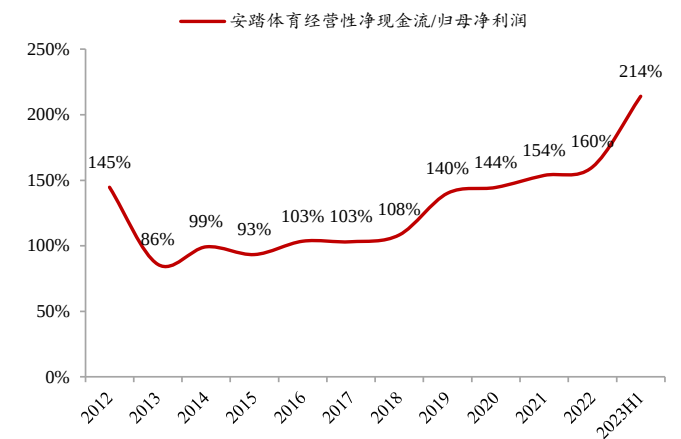
资料来源: , 浙商证券研究所

图23: 报喜鸟经营性净现金流/归母净利润



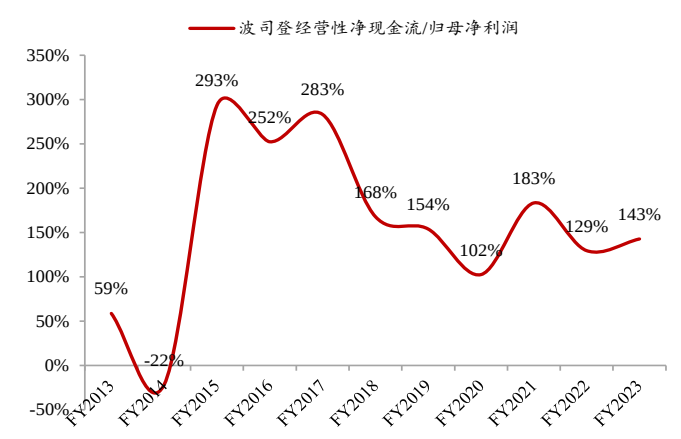
资料来源: , 浙商证券研究所

图24: 安踏体育经营性净现金流/归母净利润



资料来源: , 浙商证券研究所

图25: 波司登经营性净现金流/归母净利润

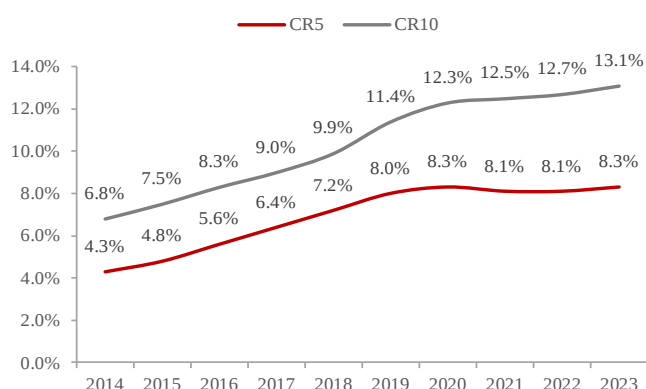


资料来源: , 浙商证券研究所

1.2 β：服饰行业出清利好龙头公司

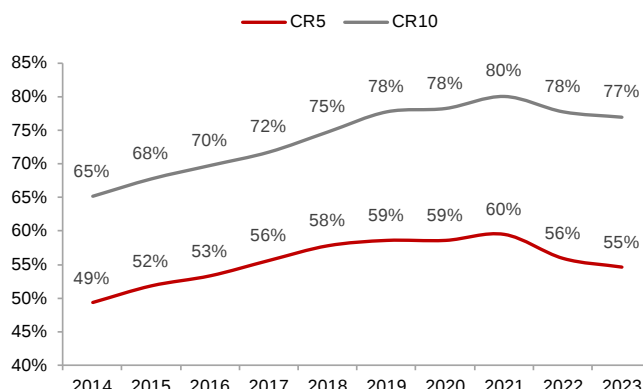
中国鞋服行业集中度显著提升，行业出清利好龙头公司。根据欧睿统计，2014-2023 年我国鞋服行业 CR5/CR10 分别从 4.3%/6.8%提升至 8.3%/13.1%，提升幅度分别达 4.0/6.3pct，运动鞋服行业 CR5/CR10 分别从 49.3%/65.2%提升至 54.6%/77.0%，提升幅度分别达 5.3/11.8pct；2014-2023 年我国男装行业 CR5/CR10 分别从 10.0%/14.8%提升至 13.0%/20.4%，提升幅度分别达 3.0/5.6pct，2014-2023 年我国童装行业 CR5/CR10 分别从 7.1%/10.3%提升至 11%/13.9%，提升幅度分别达 3.9/3.6pct，2014-2023 年我国外衣行业 CR5/CR10 分别从 5.9%/9.9%提升至 8.9%/13.9%，提升幅度分别达 3.0/4.0pct。

图26：2023 年中国鞋服行业 CR5/CR10 分别达 8.3%/13.1%



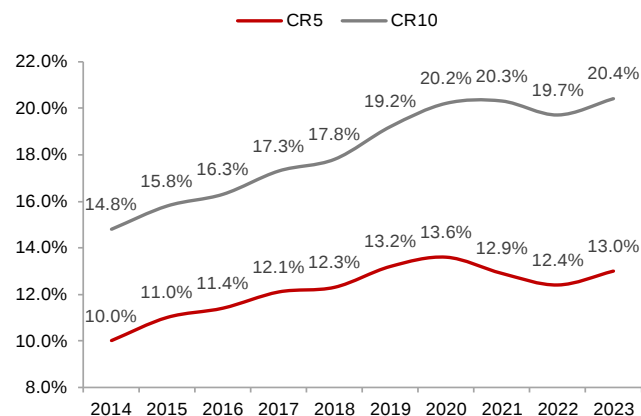
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图27：2023 中国运动鞋服行业 CR5/CR10 分别达 55%/77%



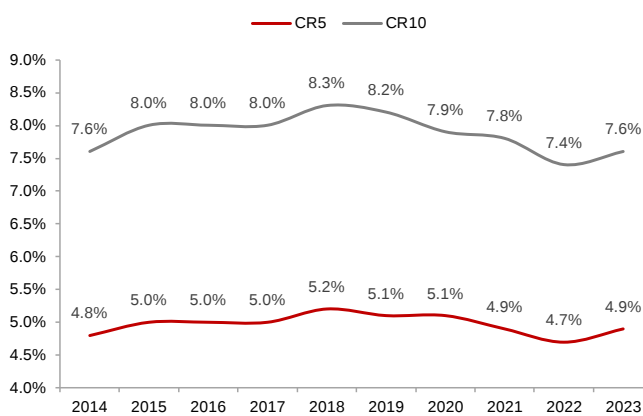
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图28：2023 年中国男装行业 CR5/CR10 分别达 13%/20.4%



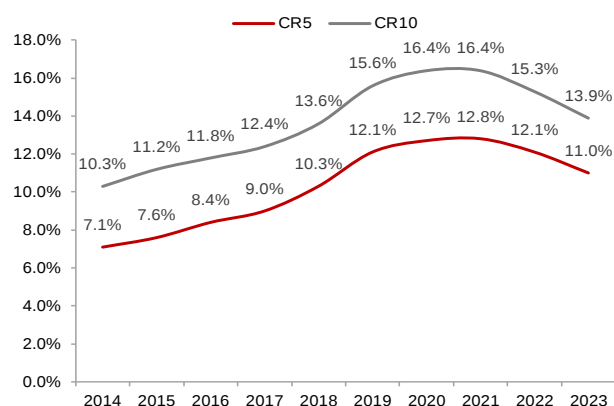
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图29：2023 中国女装行业 CR5/CR10 分别达 4.9%/7.6%



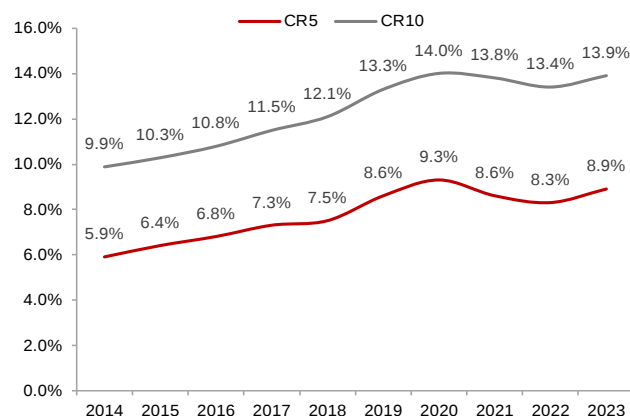
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图30： 2023 年中国童装行业 CR5/CR10 分别达 11%/13.9%



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

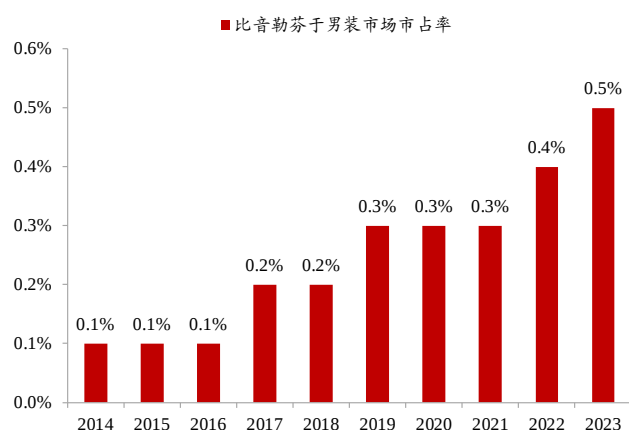
图31： 2023 中国外衣行业 CR5/CR10 分别达 8.9%/13.9%



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

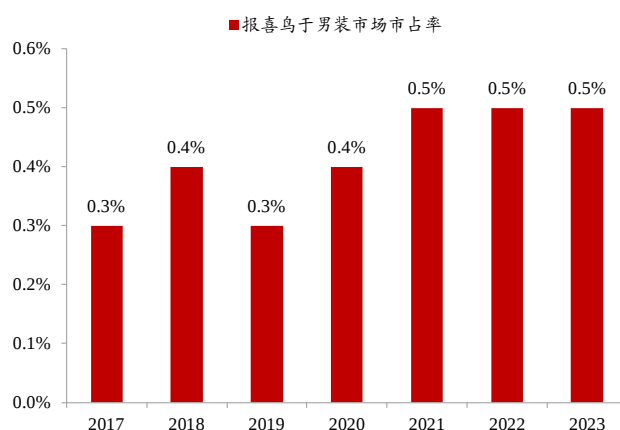
龙头企业深耕细分领域，市占率持续提升。2014-2023 年比音勒芬在中国男装市场的市占率从 0.1%大幅提升至 0.5%，2017-2023 年报喜鸟在中国男装市场的市占率从 0.3%提升至 0.5%；安踏体育旗下安踏、FILA 品牌在中国鞋服市场的市占率分别从 2014 年的 1.5%、0.2%大幅提升至 2023 年的 4.3%、2.2%，高端品牌迪桑特和始祖鸟亦有亮眼表现；波司登和雪中飞品牌在中国外衣市场的市占率分别从 2014 年的 0.7%、0.1%提升至 2023 年的 1.7%、0.2%。

图32： 比音勒芬品牌于中国男装市场市占率



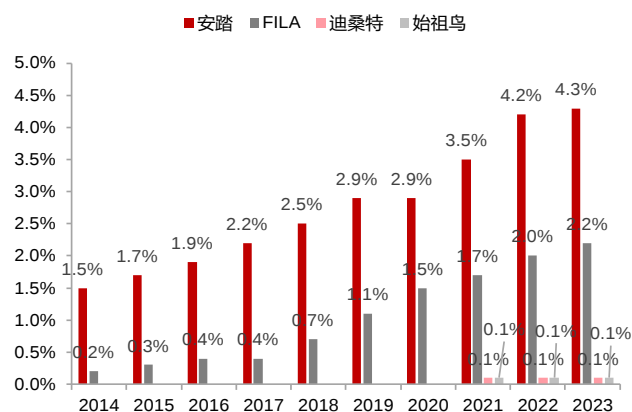
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图33： 报喜鸟品牌于中国男装市场市占率



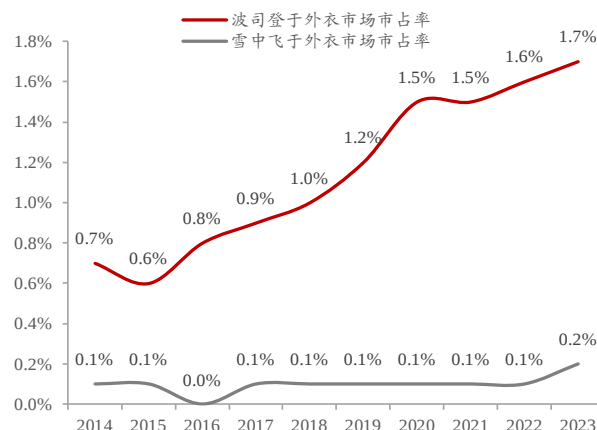
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图34： 安踏体育旗下品牌于中国运动鞋服市场市占率



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图35： 波司登和雪中飞品牌于中国外衣市场市占率



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

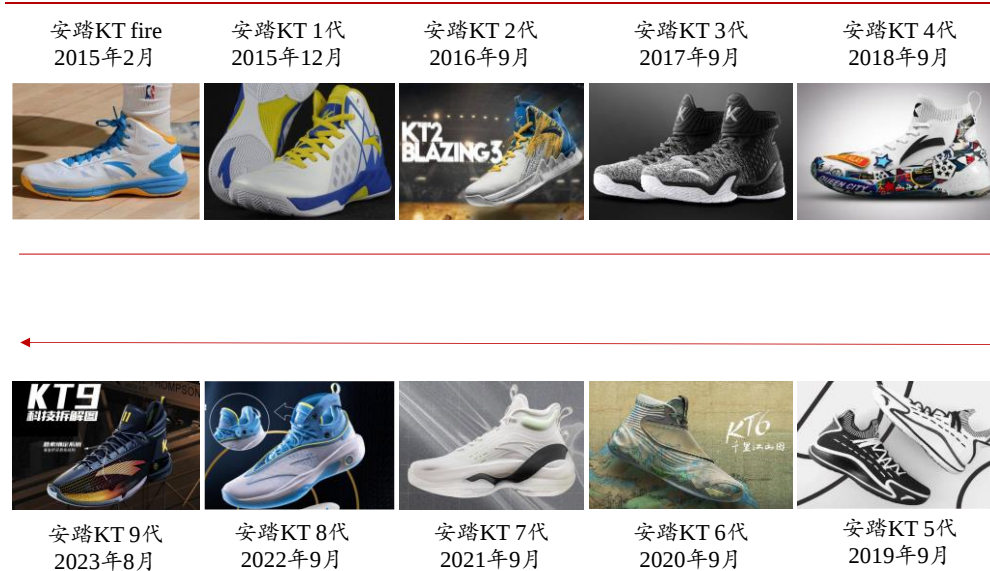
1.3 α : 产品力+品牌力+渠道力久久为功

品牌服饰龙头公司脱颖而出本质上是其十年如一日专注于产品力+品牌力+渠道力的深耕细作。产品力方面专注打造拳头产品占领消费者心智，提升产品时尚性打入年轻消费群体，渠道力方面终端店铺形象升级+店型多样化精准匹配不同客群，推动单店营收向上，品牌力方面从产品品牌力向生活方式品牌跃迁，显著提升品牌价值。我们认为虽然品牌具备从孕育→成长→成熟→衰退的周期性，但持续 10 年品牌服饰公司对应品牌市场洞察、渠道布局、产品开发等运营层面的能力是通用的，拥有强大运营能力的公司在时代浪潮不断淘汰品牌的过程中，被淘汰的可能性较小，业绩稳定成长的可能性更高。

1.3.1 产品力：经典款占领消费者心智，高时尚度打入年轻消费群体

拳头产品多年迭代，穿越时尚潮流浪潮。自 2015 年安踏为勇士队球星克莱·汤普森推出签名球鞋安踏 KT fire 以来，8 年间 KT 系列已经历十次更新迭代，成为安踏史上最成功的球星签名球鞋。通过对外观与功能的持续迭代，经典款式实现了穿越时尚潮流浪潮的历久弥新式成功。

图36：安踏 KT 系列篮球鞋 8 年经历 10 次迭代



资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所

通过联名方式打造时尚爆款占领年轻消费群体。始祖鸟品牌近年来通过联名街头潮流品牌 Palace、德国时装品牌 JIL SANDER、潮流百货品牌 Beams、中国酒店品牌松赞等品牌打造爆款单品，获得市场追捧；波司登通过联名包括爱马仕前设计师 Jean Paul Gaultier 在内的多名知名设计师，在保有经典的同时，尝试在专业羽绒服领域注入设计的多样性，引发全球市场关注，为产品力提升起到重要助推作用。

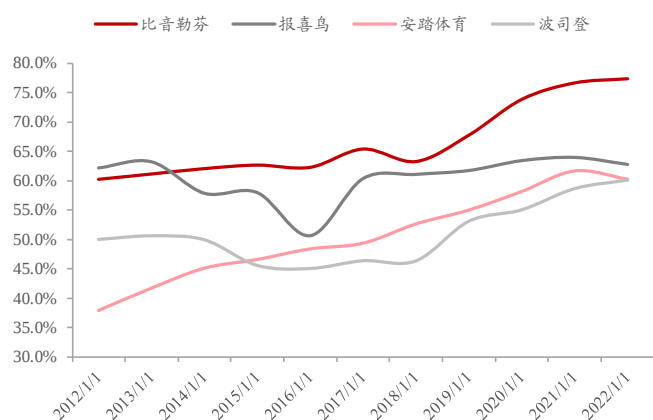
图37: 波司登、始祖鸟均通过联名方式打造时尚产品

时间	始祖鸟联名对象	产品	波司登联名设计师	简介	联名作品
2020	街头潮流品牌Palace		Jean Paul Gaultier	法国著名设计师； 爱马仕前设计师； 被称为时尚界的传奇。	
2021	德国时装品牌JIL SANDER		Antonin Tron	时尚新锐品牌ATLEIN创始人和设计总监； 毕业于安特卫普皇家艺术学院； BALENCIAGA前系列及秀场女装成衣设计师； GIVENCHY前系列及秀场女装成衣设计师； LOUIS VUITTON前男装成衣设计师。	
2022	潮流百货品牌Beams		Ennio Capasa	CoSTUME NATIONAL创始人和设计总监； Lady Gaga、妮可基德曼、安吉丽娜朱莉、布拉德皮特等好莱坞明星的首选设计师； 专注时装设计32年，纽约时报称他创造了90年代的男装风格； 曾获意大利最佳年度设计师。	
2023	中国酒店品牌松赞		Tim Coppens	TIM COPPENS创始人及创意总监； 毕业于安特卫普皇家艺术学院； Ralph Lauren前设计总监； Karl Lagerfeld前创意总监； Under Armour创意总监。	

资料来源：波司登官方微信号、公众号 Supreme 情报网，浙商证券研究所

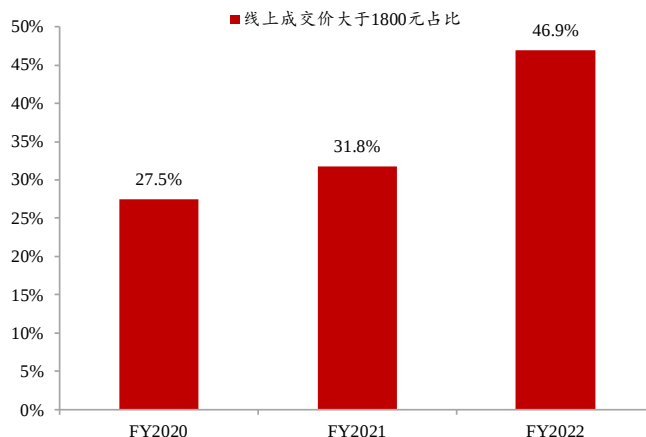
龙头公司毛利率波动向上主要系产品升级或折扣控制。FY2022 年波司登线上成交价 1800 元占比为 46.9%，较 FY2020 年+19.4pct，客单价显著提升，体现产品力和品牌力大幅加强。

图38: 龙头公司毛利率波动向上主要系品牌升级或折扣控制



资料来源：wind，浙商证券研究所

图39: 波司登线上成交价 1800 元以上占比逐年提升



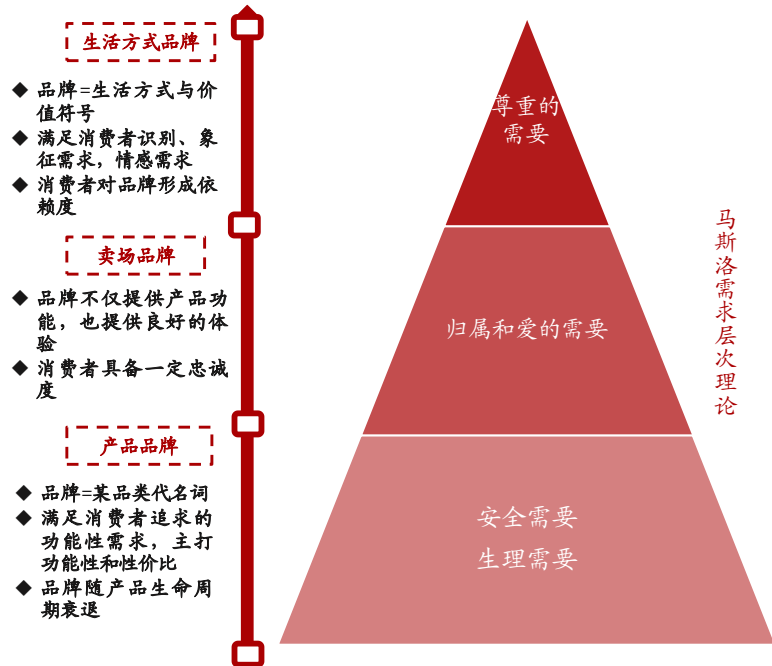
资料来源：波司登年报，浙商证券研究所

1.3.2 品牌力：多品牌运营接力成长，生活方式品牌价值构筑核心壁垒

从产品品牌向生活方式品牌进化，满足消费者情绪价值构筑核心壁垒。生活方式品牌是基于对品牌发展趋势和人群需求的洞察，具备鲜明的生活观点和具象的生活场景，并且产品价格带设置为目标消费群体踮脚可触达的区间，使得品牌本身代表消费者向往的一种生活方式，满足消费者的彰显价值（包括身份、品味、地位等），而非仅仅功能价值。如安

踏体育旗下始祖鸟和所罗门品牌入选“中产三宝”，比音勒芬为体制内中年男人标配，标志着品牌从传统产品品牌成长为向导品牌，高品牌价值构建竞争壁垒。

图40：生活方式品牌对抗产品生命周期



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

多品牌集团化运营多点开花，接力成长保证集团可持续发展。安踏旗下户外品牌矩阵完善，其他品牌 2019-2022 收入 CAGR 达 37.1%，远高于目前收入占比较大的安踏牌 16.7%和 FILA13.4%。

图41：安踏体育品牌矩阵完善



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图42：中产三宝始祖鸟、lulu、所罗门，品牌上升为生活方式



资料来源：小红书，浙商证券研究所

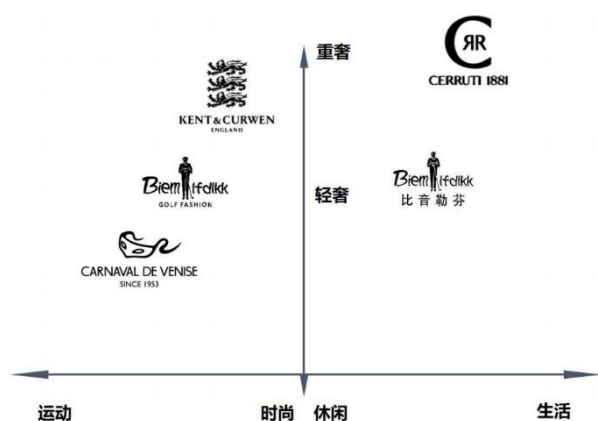
表1: 安踏体育 2019-2023H1 分品牌收入及增速 (百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023H1	2019-2022 CAGR
安踏牌	17,450	15,749	24,012	27,723	14,170	16.7%
YOY	-	-9.7%	52.5%	15.5%	6.1%	-
FILA	14,770	17,450	21,822	21,523	12,229	13.4%
YOY	-	18.1%	25.1%	-1.4%	13.5%	-
其他品牌	1,708	2,313	3,494	4,405	3,246	37.1%
YOY	-	35.4%	51.1%	26.1%	77.6%	-

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

比音勒芬品牌矩阵日渐完善, 多品牌集团化运营 1881 和 K&C 接力成长。依托品牌核心竞争力, 打造细分服饰领域龙头品牌。目前旗下拥有比音勒芬主标、比音勒芬高尔夫品牌、威尼斯狂欢节品牌以及新收购的两个国际奢侈品牌 CERRUTI 1881 及 KENT & CURWEN, 目标 2033 年 1881 和 K&C 实现营收 50、30 亿元。

图43: 比音勒芬品牌矩阵完善



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图44: 2033 年 1881 和 K&C 营收目标为 50/30 亿元



资料来源: 比音勒芬 20 周年庆典直播, 浙商证券研究所

报喜鸟多品牌布局较早, 旗下拥有 8 个品牌。2007 年公司取得哈吉斯代理权, 2011 年公司进一步加深与哈吉斯母公司 LG 集团之间的合作, 取得哈吉斯品牌独家授权; 2008 年全资收购宝鸟, 进军职业装团购领域; 2011 年公司将高端私人定制品牌所罗和意大利轻奢男装品牌东博利尼引入中国。引进品牌 HAZZYS 收入 2017-2022 年 CAGR 为 16.7%, 远高于自有品牌报喜鸟 6.4%。

图45: 报喜鸟具备完善的品牌矩阵

品牌	简介	图示
SAINT ANGELO 报喜鸟	坚持民族特色与现代时尚相结合，将具有浓郁民族风格的传统元素运用到服饰产品和店铺陈列中	
 HAZZYS	韩国LF时装集团旗下休闲品牌，2007年取得中国品牌代理权，以英伦风情著称	
Lafuma	1930年在法国成立，二战期间曾为法国军队提供大量背包装备，战后得到长足发展并积极资助各项户外运动	
 Camicissima	意大利FENICIA S.p.A集团旗下衬衫定制品牌，凭借100%意大利纯棉衬衣和100%纯手工真丝领带享誉全球八十余年，2011年进入中国市场	
 HENRY GRANT 亨利格兰	起源于14世纪英国牧羊人日常休闲活动，因热衷于高尔夫运动制作出了一些既便于打球又不失优雅风度的服饰	
 SOLOSALI	1994年在意大利正式创立，2011年，报喜鸟携手SOLOSALI进驻中国，专注男装高级定制，开启中国绅士的定制之旅	
 elitebasic	知名校服品牌，选择 BTOB 成为新的代言模特提升品牌形象	
BONO	报喜鸟公司高端商务装品牌，服务于具有统一商务着装需求的企业团体及个人客户群	

资料来源：报喜鸟官网，浙商证券研究所

表2: 报喜鸟公司新兴品牌 HAZZYS 收入 2017-2022 年 CAGR 为 16.7%，远高于报喜鸟 6.4%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017-2022 收入 CAGR
报喜鸟	1084	1281	1259	1276	1612	1476	6.4%
YOY		18.2%	-1.7%	1.4%	26.3%	-8.4%	
HAZZYS	654	872	1007	1233	1452	1416	16.7%
YOY		33.3%	15.4%	22.4%	17.8%	-2.5%	
恺米切+乐飞叶+TB	232	287	304	356	381	323	6.9%
YOY		23.9%	6.1%	16.9%	7.0%	-15.0%	
宝鸟	420	513	566	785	837	896	16.4%
YOY		22.2%	10.3%	38.6%	6.6%	22.2%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：宝鸟 YOY 为剔除衣侣特影响

1.3.3 渠道力：终端店铺形象升级，单店收入显著提升

渠道数量扩张向渠道质量提升转换。品牌服饰作为传统消费行业，竞争格局快速优化，线下客流未完全复苏之下，传统消费行业受益于行业格局优化+公司专注渠道升级和精细化运营，单店店效逆势增长。

1、店铺形态多样化，产品和渠道相匹配

不同店型搭配相应产品组合，精准捕获不同层级消费者。安踏体育 2023 年投资者开放日提出 FILA 品牌将采用 5 大顶级店效匹配不同的产品组合。

图46：安踏体育旗下 FILA 品牌升级店型和形象



资料来源：安踏体育 2023 年投资者开放日材料，浙商证券研究所

2、“开小店关小店”门店形象升级+直营化管理

“关小店开小店”更新门店形象提高渠道力，树立品牌形象。2018 年波司登启动全新品牌战略，千店换新标，并持续精简渠道，10 年间门店数量精简超过七成，FY2017-2023 年波司登品牌羽绒服业务单店店效从 89 万元提升至 255 万元，CAGR 达 19.2%。

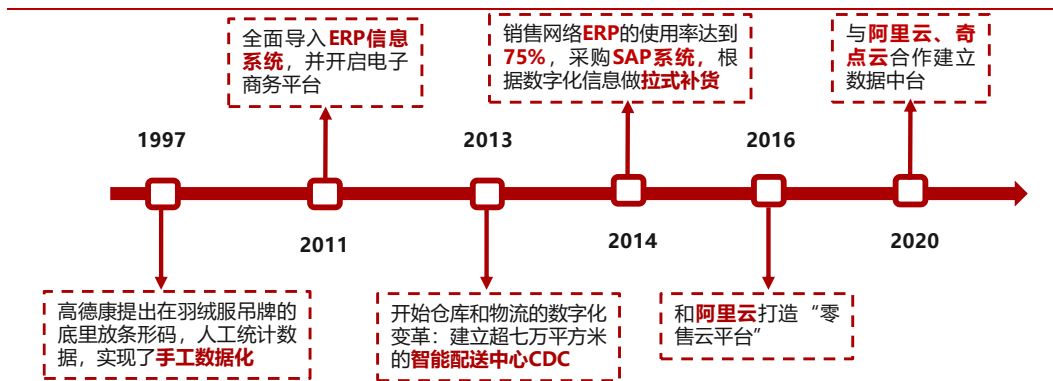
图47：波司登通过“关小店开小店”更新门店形象提高渠道力



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

波司登将加盟直营化管理，掌握市场动态，订货，全数字化管理，管理半径下沉深度。波司登终端数据全掌控，直营占比提升+ERP 基本覆盖所有门店，确保对终端销售的实时把控。

图48：波司登打造数字化供应链系统，对终端数据全掌控，实现对加盟的直营化管理



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3、渠道运营成效：23 年品牌服饰优质公司单店收入全面复苏

从餐饮行业单店店效来看，海底捞 23H1 单店店效同比 19H1-32.4%，2023 年以来线下客流或未完全恢复至 2020 年前水平。

表3：海底捞 23H1 单店收入相较 19H1-33.4%，线下客流复苏或未全面复苏

海底捞单店收入	2019H1	2021H1	2023H1	相较 21H1	相较 19H1
线下销售收入（百万元）	11381	19514	17958		
门店数量	593	1597	1382		
单店收入(万元/家)	1919	1222	1299	6.35%	-32.29%

资料来源：海底捞公司公告，浙商证券研究所

品牌服饰重点标 23 年单店店效已超过 19 年同期水平。根据我们测算，23 年波司登、比音勒芬、报喜鸟单店收入同比 19 年同期分别+72%/+16.6%/43.5%。我们预计波司登、安踏体育、比音勒芬、报喜鸟在客流弱复苏下单店创收能力逆势上升主要受益于过去三年传统服装行业出清，竞争格局快速优化，叠加细分领域龙头强大的精细化运营能力，占据更多市场份额，实现店效逆势提升。

表4：比音勒芬 19H1 单店收入相较 19H1+16.6%

比音勒芬单店收入	2019H1	2021H1	2023H1	相较 21H1	相较 19H1
线下销售收入（百万元）	1809	965	1578		
门店数量	798	1007	1193		
单店店效	113	96	132	38.00%	16.60%
分渠道拆分					
直营线下销售收入（百万元）	1178	765	1247		
直营店	385	500	579		
直营单店店效(万元/家)	153	153	215	40.80%	40.80%
加盟线下销售收入（百万元）	631	200	330		
加盟店	413	507	614		
加盟单店店效	76	39	54	36.60%	-29.70%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：比音勒芬 19 中报未披露线下销售收入情况，因此采用年报披露 19 年全年单店店效/2

表5: 报喜鸟品牌/哈吉斯品牌 23H1 单店收入相较 19H1+49.9% /28.9%

报喜鸟单店收入	2019H1	2021H1	2023H1	相较 21H1	相较 19H1
线下销售收入(百万元)	929	1209	1376		
门店数量	1619	1615	1670		
单店店效(万元/家)	57	75	82	10.00%	43.50%
分品牌拆分					
HAZZYS 估算线下销售收入(百万元)	389	559	668		
门店数量	376	382	431		
HAZZYS 单店店效(万元/家)	103	146	155	5.90%	49.90%
报喜鸟估算线下销售收入(百万元)	454	573	626		
门店数量	734	772	785		
报喜鸟单店店效(万元/家)	62	74	80	7.40%	28.90%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 报喜鸟分品牌线下收入采用各品牌收入*公司整体(直营+加盟)/(直营+加盟+电子商务)估算

表6: 报喜鸟 2023 年经营超过 12 月直营门店年化坪效相较 2021 年提高 5%

报喜鸟同店店效及坪效	2020	2021	2022	2023H1	2023 年化
直营门店数量(家)	594	673	656	687	-
营业面积(平方米)	64,047	72,810	68,635	71,244	-
销售金额(万元)	148,804	190,084	138,933	97,539	195,077
同店销售金额(万元)	250.51	282.44	195.13	141.98	283.96
坪效(万元)	2.32	2.61	1.76	1.37	2.74

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 此处直营门店数量为经营超过 12 月的门店

表7: 波司登品牌羽绒服业务 FY23 直营店单店收入相较 FY22+18.1%

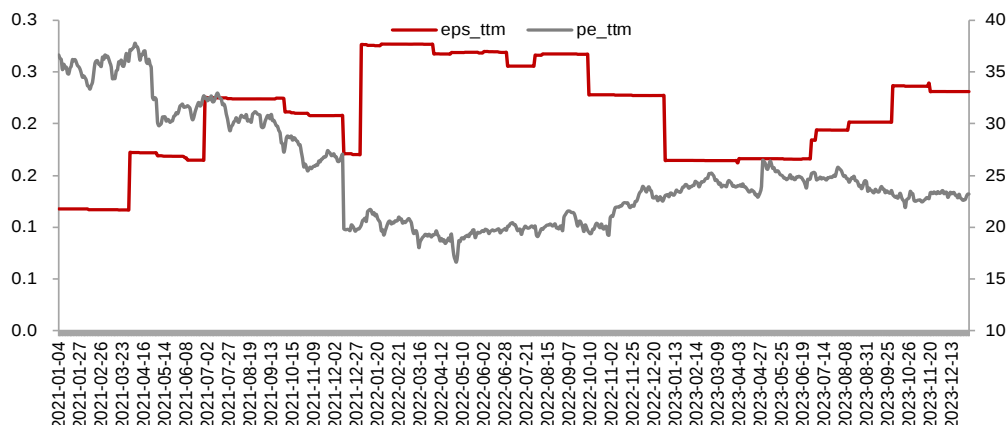
波司登品牌羽绒服单店收入	FY2020	FY2022	FY2023	相较 FY22	相较 FY20
波司登主品牌线下销售收入(百万元)	6763	8802	8181		
门店数量	4866	3809	3423		
单店收入(万元/家)	139	231	239	3.4%	72.00%
分渠道拆分					
估算直营线下销售收入(百万元)	3797	6212	5945		
直营店	1861	1726	1399		
直营单店收入(万元/家)	204	360	425	18.10%	108.30%
估算加盟线下销售收入(百万元)	2965	2591	2236		
加盟店	3005	2083	2024		
加盟单店收入(万元/家)	99	124	110	-11.20%	11.90%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 直营线下与加盟线下收入均为波司登品牌直营/加盟收入减去整体线上直营/线上加盟估算

2 市场担忧有解，当下品牌服饰行业估值具备吸引力

纵向对比来看，年初以来行业盈利有所修复但估值仍处低位。2023 年初以来纺织服饰(申万)指数 EPS-TTM 从 0.16 向上修复至 0.23，但行业 PE-TTM 仍维持在 20-25 倍区间，显著低于 2021 年估值水平，估值与盈利仍存在一定错配空间。

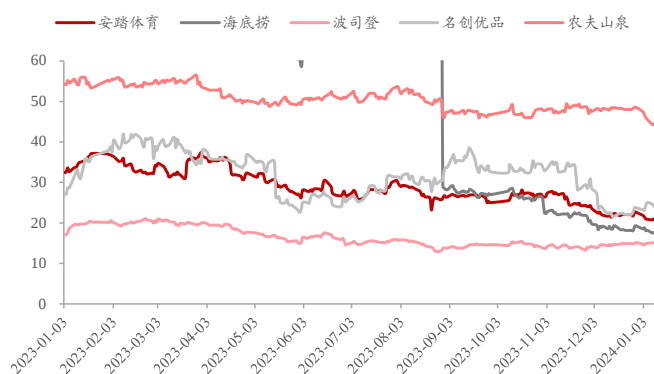
图49： 2021 年以来申万纺织服装行业 EPS 稳中有升但估值仍处低位



资料来源：wind，浙商证券研究所

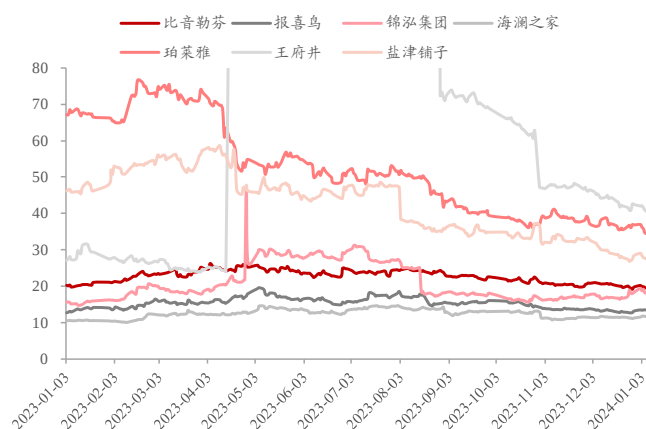
横向对比来看，品牌服饰龙头公司估值显著低于餐饮、零售、美护、零食等。从港股消费行业龙头公司 2023 年至今 PE-TTM 表现来看，截止 2024/1/8 收盘价，安踏体育、波司登 PE-TTM 分别为 21X、15X，显著低于名创优品 24X、农夫山泉 44X。从 A 股消费行业龙头公司 2023 年至今 PE-TTM 表现来看，截止 2024/1/8 收盘价，比音勒芬、报喜鸟、锦泓集团、海澜之家 PE-TTM 分别为 19X、13X、18X、11X，显著低于珀莱雅 34X、王府井 40X、盐津铺子 26X。

图50： 港股消费行业龙头公司估值对比



资料来源：，浙商证券研究所；注：截至 2024 年 1 月 8 日

图51： A 股消费行业龙头公司估值对比

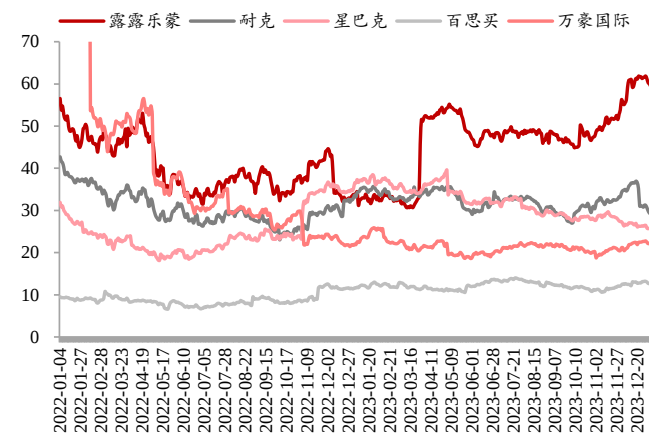


资料来源：，浙商证券研究所；注：截至 2024 年 1 月 8 日

从美日成熟市场消费龙头公司横向对比来看，服装类公司估值相对更高。美国市场方面，截止 2024/1/8 收盘价，当前服装龙头公司露露乐蒙、耐克 PE 分别为 59X、29X，高于餐饮龙头公司星巴克、零售龙头公司百思买、酒店龙头公司万豪国际的 PE 26X、13X、23X；

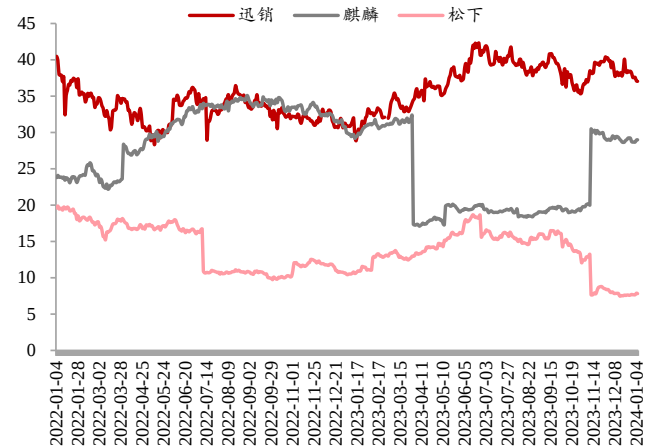
日本市场方面，当前迅销、麒麟、松下 PE 分别为 37X、29X、8X，服装类龙头公司估值水平显著更高。

图52：美国消费行业龙头公司估值对比



资料来源：，浙商证券研究所；注：截至 2024 年 1 月 8 日

图53：日本消费行业龙头公司估值对比



资料来源：，浙商证券研究所；注：截至 2024 年 1 月 8 日

重点公司盈利持续修复，估值和股息率具备较强吸引力。业绩方面，报喜鸟、比音勒芬、波司登、安踏体育 2023 年归母净利润预计在 25%-50% 区间，对应估值在 12-20 倍区间；股息率方面，估算波司登和报喜鸟股息率分别为 6.3%、4.8%，处于较高水平。

表8：重点标的盈利预测及估值表

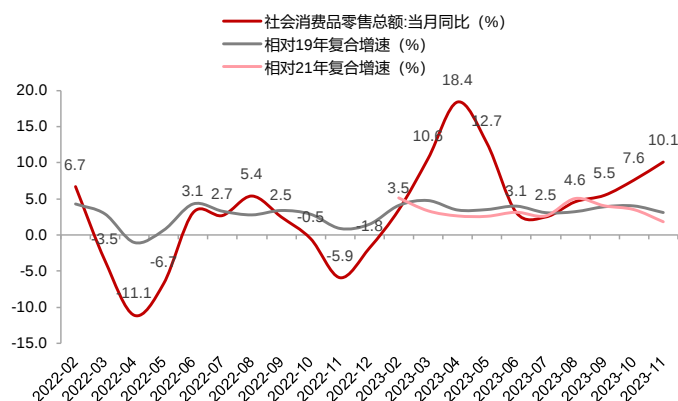
上市公司	市值 (亿元)	近三年	假设	估算 股息 率	收入（亿元）		归母净利（亿元）				归母净利 YOY		PE	
		平均现	23 年				收入 YOY		归母净利（亿元）					
		金分红 率	现金分 红比例		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
报喜鸟	84	95.6%	60.0%	4.8%	52.9	62.6	23%	18%	6.8	8.1	48%	19%	12.3	10.4
比音勒芬	175	27.4%	30.0%	1.6%	36.1	44.0	25%	22%	9.7	12.1	33%	24%	18.0	14.5
波司登	346	79.3%	80.0%	6.3%	204.2	231.6	22%	13%	27.3	31.1	28%	14%	12.7	11.1
安踏体育	1,792	38.0%	40.0%	2.2%	621.8	703.0	16%	13%	98.7	117.5	30%	19%	18.2	15.3
锦泓集团	35	/	50.0%	3.8%	44.4	50.4	14%	13%	2.7	3.6	278%	32%	13.0	9.9
地素时尚	64	70.2%	70.0%	6.0%	27.2	29.9	13%	10%	5.5	6.2	43%	12%	11.7	10.4
海澜之家	325	80.3%	85.0%	7.7%	218.3	241.4	18%	11%	29.4	32.4	37%	10%	11.0	10.0
水星家纺	37	45.0%	60.0%	6.1%	40.5	45.0	11%	11%	3.7	4.2	35%	13%	9.8	8.7
罗莱生活	76	107.2%	85.0%	6.7%	54.3	60.0	2%	10%	6.0	6.8	4%	14%	12.7	11.2
富安娜	77	88.3%	90.0%	6.7%	31.5	34.2	2%	9%	5.7	6.3	7%	10%	13.4	12.2

资料来源：wind，浙商证券研究所；注：此处 23 年股息率假设参考了 22 年及过去 3 年平均情况（除锦泓集团由于 20、21 年未分红，采用 22 年分红率 48% 估算），盈利预测均来自浙商证券研究所预测，市值读取交易日：2024/1/8

2.1 市场担忧经济拖累

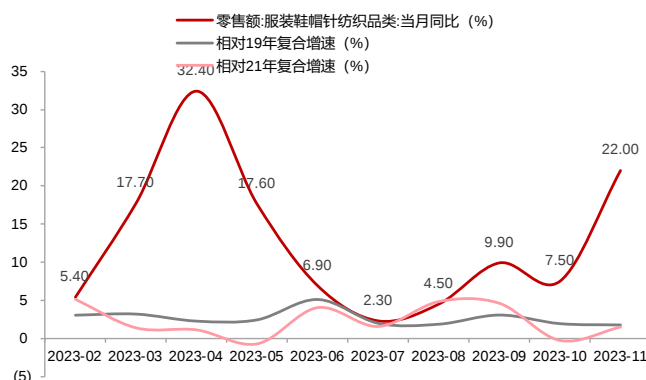
社零数据表现稳健，23 年较 2019、2021 年均有所增长。与 19 年相比，2023 年 4-11 逐月社零复合增速分别达到 3.5%、3.5%、4.0%、3.1%、3.2%、3.9%、4.0%、3.1%，2023 年 4-11 逐月服装鞋帽零售额复合增速分别达到 2.2%、2.4%、5.1%、2.0%、1.8%、3.0%、1.9%、1.7%，整体零售和鞋服销售表现稳健。

图54： 2022 年至今社零单月增速表现



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

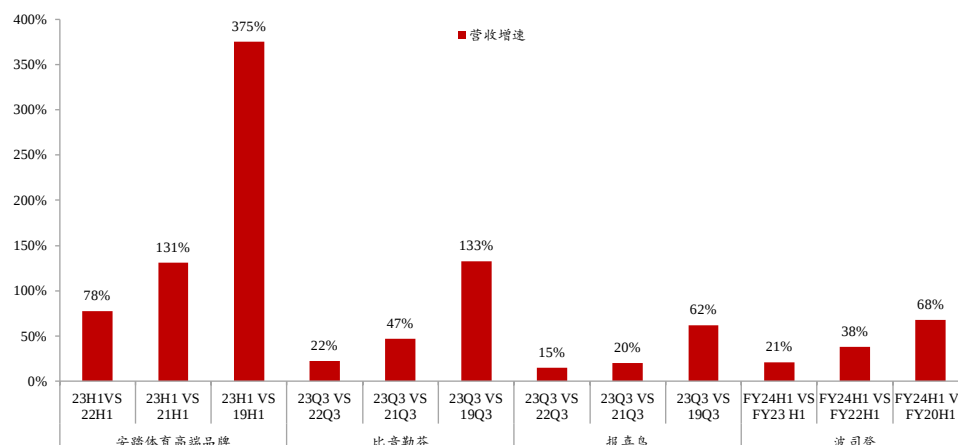
图55： 2022 年至今单月增速表现



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

户外和运动时尚为代表的垂类运动赛道保持高景气。运动时尚赛道比音勒芬、报喜鸟 2023Q3 营收分别同比+22%、+15%，相较 2019 年同期+133%、+62%，安踏体育高端户外品牌 23H1 销售额同比+78%，相较 2019 年同期+375%。

图56： 安踏高端品牌、比音勒芬、波司登 2023 年以来营收保持正增长

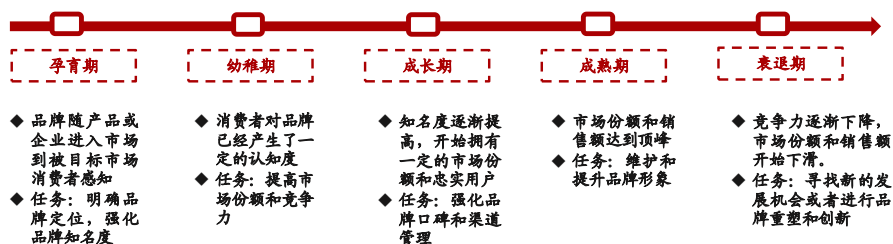


资料来源： ，浙商证券研究所

2.2 市场担忧成长持续性

市场担忧品牌周期性影响成长持续性，品牌会经历引入期、成长期、成熟期和衰退期。我们认为，品牌会受潮流变化的影响经历引入到衰退的过程，但公司作为运营品牌的主体，其运营能力已经跑出来，其业绩稳定性和过去相比不一样，公司运营的品牌虽然各有特点，但市场洞察、渠道布局、产品开发等运营层面的能力是通用的。中国目前部分老化品牌衰退系中国品牌服饰市场正常出清，大浪淘沙，持续专注于产品、品牌、渠道建设的公司将形成运营能力马太效应，有望穿越周期实现持续成长。

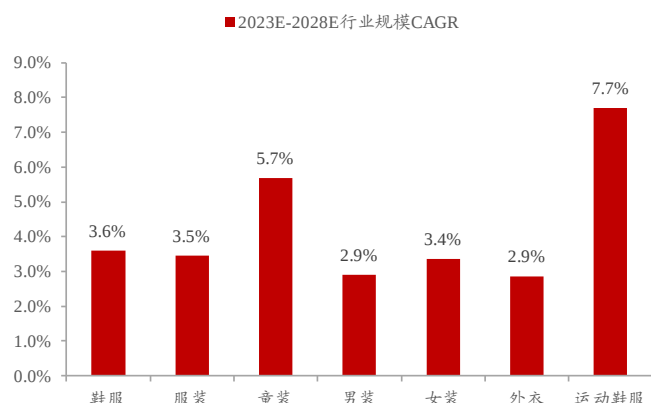
图57: 品牌生命周期



资料来源: 百度百科, 浙商证券研究所

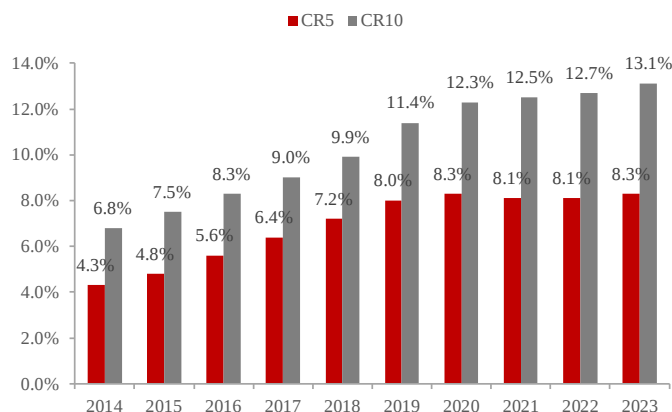
未来中国鞋服行业仍然保持正增长, 行业出清背景下胜出龙头未来成长可期。欧睿预测2023-2028年中国鞋服、服装、童装、男装、女装、外衣、运动鞋服市场规模复合增速分别为3.6%、3.5%、5.7%、2.9%、3.4%、2.9%、7.7%。根据欧睿数据, 中国服装行业2023年CR5/CR10分别较2014年+4.0pct/+6.3pct, 行业出清背景下持续成长的龙头企业未来有望抢占更多市场份额, 以高于行业整体增速成长。

图58: 中国鞋服及细分行业 2023-2028 规模复合增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图59: 过去 10 年中国服装行业集中度持续上行



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

中国鞋服行业国内品牌市场份额超过国际品牌, 国产替代进行时。2014-2023年, 中国鞋服行业前十大国产品牌份额从2.8%提升4.1pct至6.9%, 超过同期前十大国际品牌份额提升幅度3.5%。国产品牌在产品、渠道、供应链全方位升级追赶之下, 叠加2021年国潮崛起+2022年新疆棉事件催化, 2023年中国鞋服行业前十大国产品牌份额达6.9%, 超过前十大国际品牌份额6.2%, 国产替代正在进行时。

表9：中国鞋服行业市占率前十品牌份额中，国内品牌市场份额超过国际品牌

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nike	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%	2.3%	2.6%	2.4%	2.4%	2.6%
安踏	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%	1.5%
李宁	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%
Uniqlo	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%
adidas	1.1%	1.2%	1.4%	1.8%	2.1%	2.3%	2.2%	2.0%	1.4%	1.3%
海澜之家	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
斐乐	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
特步	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%
Skechers	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%
波司登	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
前十大国际品牌份额	2.7%	3.2%	4.0%	4.8%	5.6%	6.4%	6.9%	6.5%	5.9%	6.2%
前十大国产品牌份额	2.8%	3.3%	3.6%	3.7%	4.2%	4.9%	5.3%	6.0%	6.8%	6.9%
前十大国产品牌份额/国际品牌份额	104%	103%	90%	77%	75%	77%	77%	92%	115%	111%

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

3 重点推荐：建议关注强基本面+高业绩弹性+高股息三条主线

1) 运动时尚赛道：年初至今领涨板块的运动时尚赛道龙头比音勒芬、报喜鸟截止1月8日收盘价，23年估值分别为18/12X，考虑开店加速逻辑主要在下半年验证，叠加作为运动时尚赛道的中小品牌仍在快速成长期，估值仍具备上行空间，继续作为当下首推板块

2) 港股功能性龙头：首推旺季到来、业绩有望进入加速期的波司登（截止1月8日收盘价，23/24财年PE 13X，股息率6.3%），其次推荐运动龙头安踏体育（截止1月8日收盘价，23年PE 18X）

3) 高业绩弹性标的：典型如锦泓集团（折扣收窄+积极拓展加盟渠道+利息负担进一步降低），截止1月8日收盘价，对应23年PE 13X

4) 高股息率主线在消费数据波动背景下值得重视：纺服板块典型高股息率资产包括海澜之家（截止1月8日收盘价，23年PE 11X，股息率7.7%）

4 风险提示

- 1、消费力复苏不及预期：由此影响线下门店客流
- 2、天气影响消费动力：若夏秋出现较严重的台风或汛情将影响相应区域线下门店营业，以及冬季天气偏暖可能影响高单价服装动销

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>