

纺织服装零售

证券研究报告

2024年纺织服装零售策略报告——

品牌求新求变，制造迎来拐点

郭彬 研究院

guobin@tpyzq.com

执业资格证书编号：

S119051909001

2024年1月2日

摘要

■ 品牌服饰求新求变：年内男装&黄金珠宝表现亮眼，关注质价比需求&品牌出海带来的新趋势

- **23年终端零售表现：**服装修复力度超过社零总体。从社零数据来看，线上服装零售额疫后快速修复，其中1-2/3/4/5月在基数效应+场景修复带动下快速增长，6-8月基数正常，增速表现平稳；9-10月在基数效应+换季需求下环比6-8月提速。
- **行业求新求变：**①高端小众和低端大众并行，关注质价比；高端小众赛道如户外、滑雪、瑜伽等小而美赛道的高增；关注极致质价比的服饰在部分消费需求下沉、县乡消费极大释放的大环境下，获得快速增长。②出海掘金：企业通过收购或品牌出海的方式布局海外市场；
- **运动服饰：港股系统性风险下降，收益比上升。**长逻辑确定性最强的赛道，运动服饰赛道龙头集中度天花板较高，且国内企业仍有替代空间，国货崛起趋势持续强劲。22年安踏/李宁/361°/特步的市占率分别提升1.9/1.1/0.4/1.3pct。
- **推荐主线：**（1）高景气赛道+优质公司：**安踏体育，361度，特步国际，李宁**。（2）经营质量优质+拓店顺畅/空间足的细分赛道头部品牌：**比音勒芬，嘉曼服饰，报喜鸟**；（3）经营改革后有望迎来业绩拐点，流水持续环比改善，复苏弹性大的品牌：**九牧王，森马服饰，太平鸟**；（4）低估值高分红和行业催化，经营趋势向好：**锦泓集团，海澜之家，富安娜，水星家纺，罗莱生活**；

纺织制造企稳向上：23年的主基调为去库存，目前已接近尾声，预计24年制造端企稳向上

- **海外品牌财报：**1) 收入及增速：**Nike**下调全年收入预期，**Adidas**北美地区承压、其他地区实现增长；**VF**更换 **VANS** 品牌负责人，推出 Reinvent 计划，计划改善北美业绩、**VANS** 扭亏为盈、降低成本、改善资产负债表；**Deckers** 季度营收增长环比提速。2) 库存：头部品牌去库接近尾声，**Nike/Adidas/VF/ Puma/Deckers** 库存均同比下滑，预计23Q4海外主要品牌客户去库存告一段落。3) 业绩指引：**Adidas/Lululemon/Deckers** 上调，**Puma** 维持。
- **台企制造商：**台企鞋服制造商在22年11月起订单收入受到海外去库存的实质性影响，今年受品牌客户库存去化的影响，收入下滑，其中丰泰自5月以来收入降幅逐月收窄（除9月波动较大），11月丰泰年内收入增速首次转正。
- **关注主线：**（1）海外头部品牌去库接近尾声，预计带动上游制造端订单回暖，重点推荐长期景气的运动产业链龙头**华利集团、申洲国际**；预计一线龙头企业的业绩修复先于海外品牌1个季度，估值修复先于业绩1-2个季度；（2）格局优化、产能释放、产品结构升级带来的布局机会，推荐关注**新澳股份、台华新材、南山智尚、伟星股份、健盛集团**等二线细分龙头；（3）受益棉价上行的制造企业：**百隆东方、富春染织、鲁泰A**；

跨境出海：重装旗鼓，蓄势待发

- 20-21年海外消费者线上消费习惯加速养成，海外市场消费降级利好“中国制造”高性价比商品出海，同时国家持续出台涉及扩大跨境综合试验区范围、减税、跨境支付等支持政策，叠加AI应用赋能降本增效，跨境电商企业经营业绩持续高增长。
- **关注主线：**跨境电商行业发展窗口期，关注运营能力强的龙头公司，关注（1）精品品牌**赛维时代、安克创新**等；（2）平台化相关企业如女装品牌起家，拓地区、拓品类和平台化进展顺利的**SheIn，拼多多（Temu）**等。

风险提示：市场竞争加剧、品牌调整不及预期、终端恢复不及预期，海外需求恢复不及预期、汇率剧烈波动、原材料价格剧烈波动等

目录

- 板块复盘：可选消费温和复苏，多数子板块景气向上
- 品牌服饰：年内男装&黄金珠宝表现亮眼，关注质价比需求&品牌出海带来的新趋势
- 纺织制造：关注去库拐点+需求端变化，把握配置窗口
- 跨境电商：重装旗鼓，蓄势待发

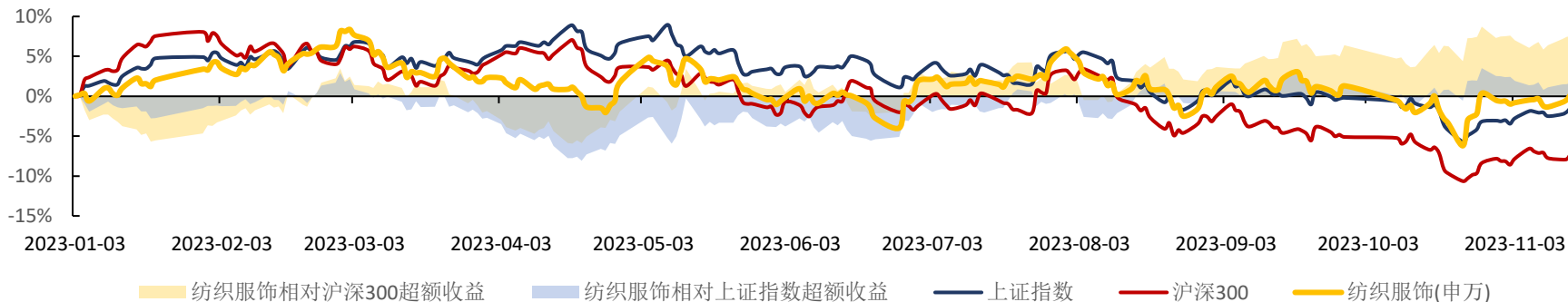
第一部分 板块复盘

可选消费温和复苏，多数子板块景气向上

1. 板块行情复盘：疫后温和复苏，纺服多数子板块景气向上

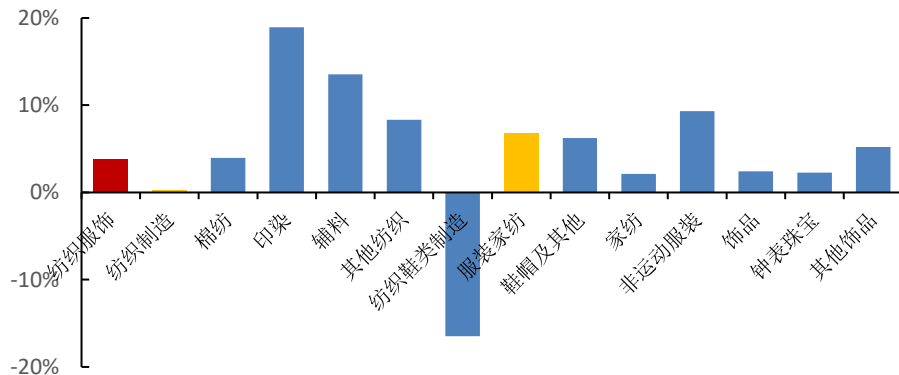
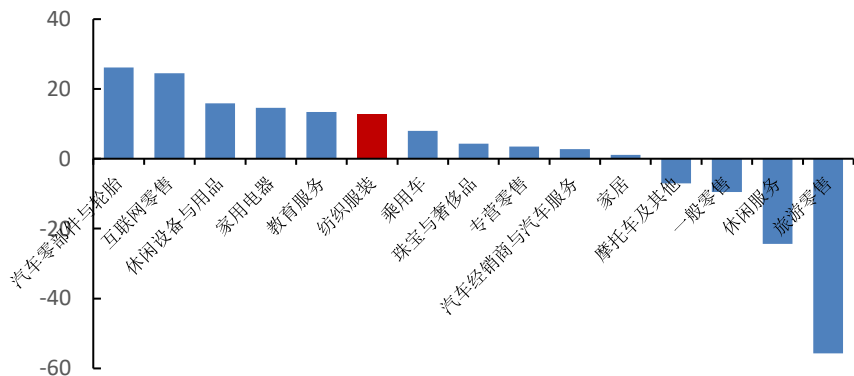
- 纺织服饰板块：23年内纺服板块相较于上证和沪深300指数均获得超额收益，其中纺织服饰板块在可选消费板块中涨幅居中
- 多数子板块年内景气度向上，其中纺织鞋类制造子板块市值下降主要系23年去库存基调下企业订单数减少影响收入和业绩。

图表：纺织服饰（中证）在可选消费板块中的收益率（2023/1/1至今）



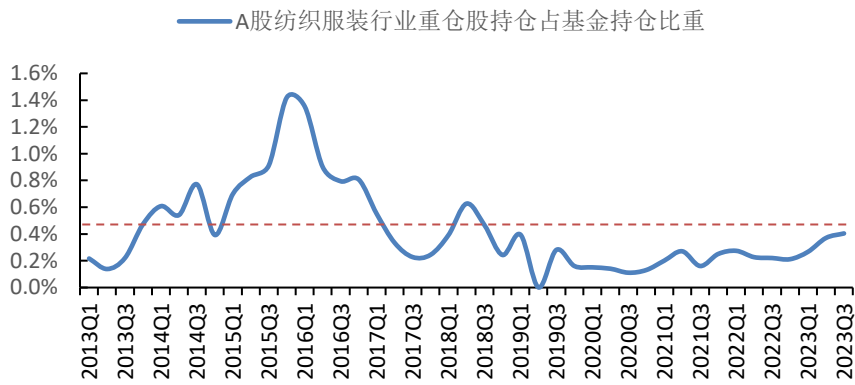
图表：纺织服饰（中证）在可选消费板块中的收益率（2023/1/1至今）

图表：纺服子板块的市值涨幅（2023/1/1至今）



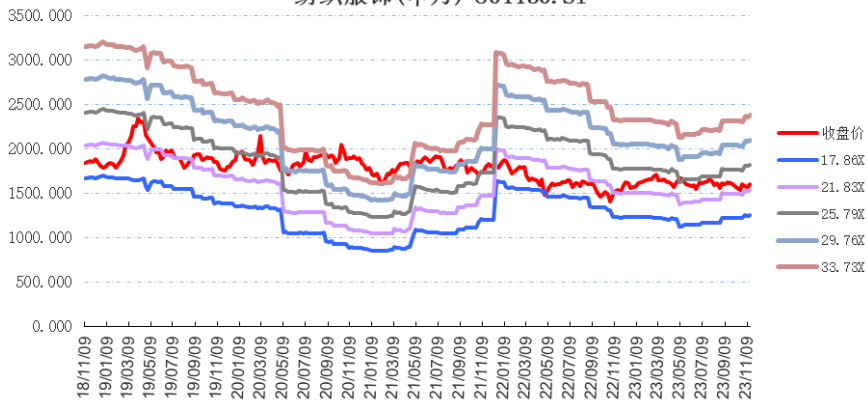
2. 板块Q3重仓占比0.40%，同比&环比提升，但仍低于平均水平

图表：纺织服装行业持仓占基金持仓比重



图表：纺织服饰（申万）PE-Band，估值仍处于低位

纺织服饰(申万) 801130.SI



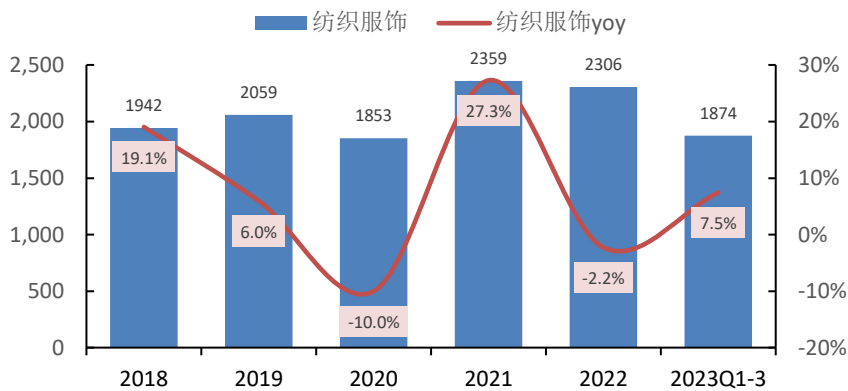
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表：23Q3 A股纺织服装基金持仓明细（2023年三季度重仓）

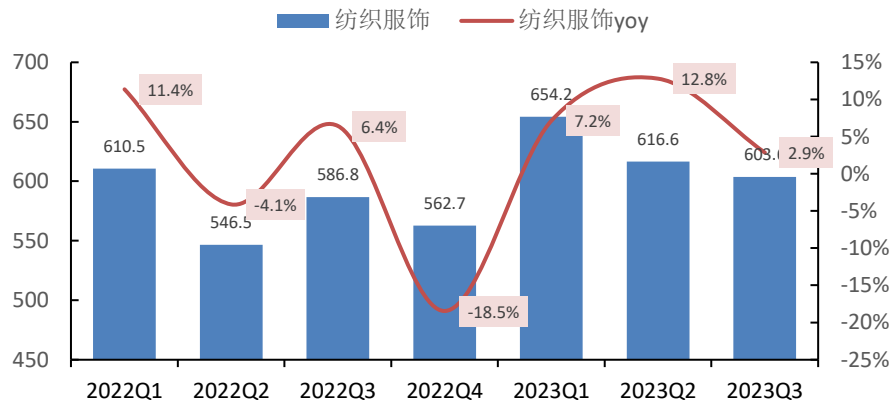
序号	股票代码	股票简称	持股基金 全数	持股基金数量 较Q2变化	持股总市值 (万元)	持股总市值较Q2 变化(万元)	持股数量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	区间涨跌 幅(%)	持股占流通 股比(%)
1	002832.SZ	比音勒芬	68	5	327635.02	-40514	9742.34	-170	-5.03	25.02
2	600398.SH	海澜之家	59	25	170660.37	107901	22221.40	15351	11.63	5.14
3	002003.SZ	伟星股份	17	-4	84699.30	-9223	8564.14	352	5.66	9.83
4	300979.SZ	华利集团	39	15	77429.01	1091	1542.72	632	2.97	10.56
5	600612.SH	老凤祥	57	-3	73043.38	-18225	1134.21	317	-5.71	2.17
6	002154.SZ	报喜鸟	46	24	57872.85	24551	8715.79	2888	20.29	8.02
7	002327.SZ	富安娜	21	5	49288.45	5229	5575.62	522	4.99	11.52
8	002867.SZ	周大生	43	-12	49132.82	-21362	2775.87	662	1.23	2.56
9	603055.SH	台华新材	22	4	39936.09	10598	3656.21	1279	-0.45	4.12
10	002345.SZ	潮宏基	24	-9	34155.35	-16757	5136.14	703	-15.39	5.92
11	002563.SZ	森马服饰	9	2	17868.05	1076	2905.37	1592	-1.13	1.63
12	600177.SH	雅戈尔	13	7	17722.77	383	2492.65	1692	12.68	0.54
13	603518.SH	锦泓集团	11	-14	12197.85	1033	1308.78	656	-16.98	3.80
14	002612.SZ	朗姿股份	6	0	11802.78	107	516.76	39	-3.95	2.04
15	300577.SZ	开润股份	3	2	11099.25	10692	679.68	655	0.25	5.08
16	601339.SH	百隆东方	7	0	8084.36	4020	1448.81	892	-0.36	0.97
17	600916.SH	中国黄金	3	2	7632.76	7586	692.00	692	-6.60	0.84
18	300945.SZ	曼卡龙	12	12	7146.43	7146	528.97	529	-8.18	6.90
19	603587.SH	地素时尚	7	7	3584.65	3585	230.97	231	6.01	0.48
20	605599.SH	莱百股份	7	-6	2650.35	-5577	182.28	-210	10.07	0.31
21	603889.SH	新澳股份	7	-5	2374.81	-2986	293.55	-54	7.72	0.41
22	003041.SZ	真爱美家	3	0	2293.53	-635	138.33	-46	4.54	3.02
23	301276.SZ	嘉曼服饰	2	1	2141.05	2141	75.26	75	11.57	1.94
24	000026.SZ	飞亚达	2	-2	1541.69	-1173	132.22	9	-3.32	0.32
25	603511.SH	爱慕股份	2	1	1519.44	1505	88.96	89	-0.70	1.63
26	603877.SH	太平鸟	3	-2	1268.30	-10967	67.86	-17	-25.60	0.14
27	600400.SH	红豆股份	1	1	1197.41	1197	385.02	385	-4.32	0.17
28	603558.SH	健盛集团	5	5	1120.47	1120	126.75	127	7.02	0.34
29	002293.SZ	罗莱生活	8	5	1097.18	-856	97.70	98	-2.35	0.12
30	300952.SZ	恒辉安防	4	-2	1050.21	-49	55.71	48	-15.68	1.24
31	605003.SH	众望布艺	1	1	968.64	1	49.32	49	2.13	0.45
32	603900.SH	莱绅通灵	1	1	774.04	1	119.82	120	2.87	0.35
33	002763.SZ	汇洁股份	3	2	638.57	622	74.95	75	-3.84	0.43
34	603808.SH	歌力思	5	2	589.44	-9321	46.34	45	-2.97	0.13
35	002674.SZ	兴业科技	3	1	545.44	-201	43.05	43	2.59	0.15
36	603365.SH	水星家纺	3	1	419.18	102	28.02	24	6.40	0.11
37	001209.SZ	洪兴股份	1	0	217.85	187	12.28	12	-0.39	0.30
38	603608.SH	天创时尚	1	1	183.03	1	38.86	39	1.51	0.09
39	002780.SZ	三夫户外	3	2	156.36	-251	12.64	13	-9.04	0.10
40	600987.SH	航民股份	3	1	132.78	-457	17.61	18	-8.38	0.02
41	605055.SH	迎丰股份	3	3	131.74	132	19.93	20	10.91	0.20
42	605189.SH	富春染织	2	1	85.91	1	5.40	5	-3.05	0.11
43	002042.SZ	华孚时尚	1	0	56.34	0	18.00	0	-0.32	0.01
44	300840.SZ	酷特智能	1	1	52.87	1	3.30	3	27.34	0.02
45	605180.SH	华生科技	1	1	20.18	1	1.50	2	8.73	0.03

3. 板块表现：板块收入/利润增速转正，利润端先于收入端修复

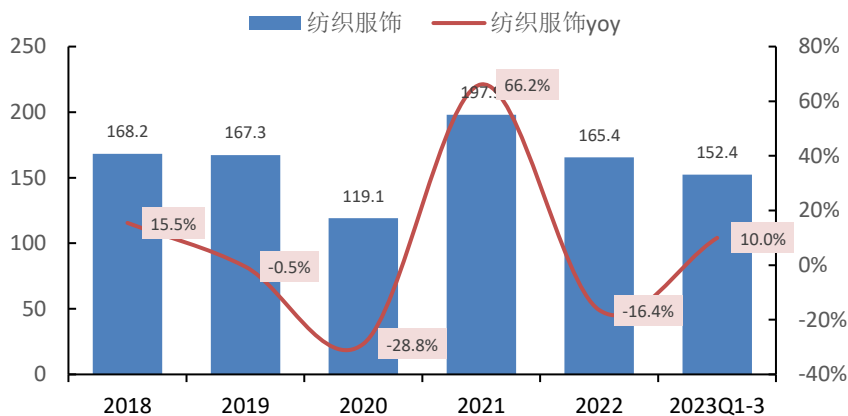
图表：年度：A股纺织服装板块营业总收入（亿元）及增速



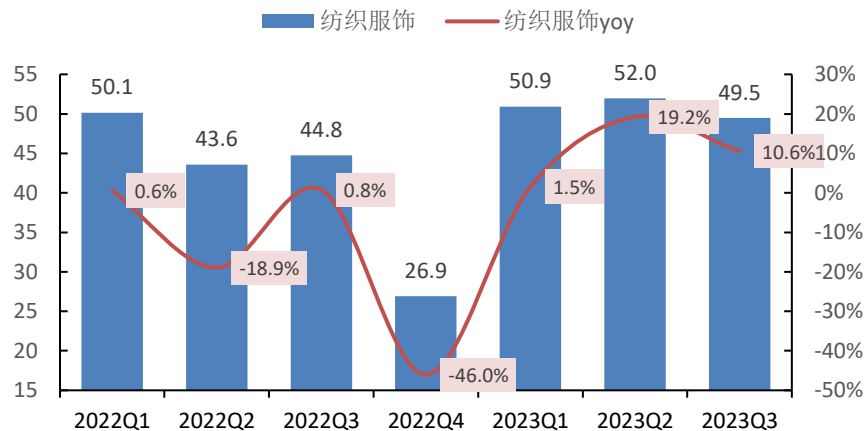
图表：单季度：A股纺织服装板块营业总收入（亿元）及增速



图表：年度：A股纺织服装板块归母净利润（亿元）及增速



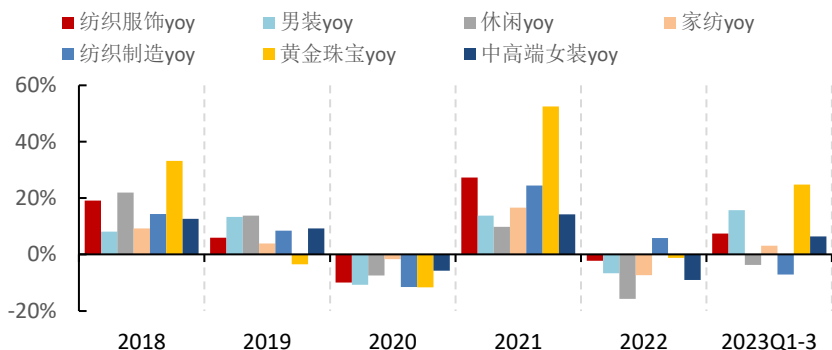
图表：单季度：A股纺织服装板块归母净利润（亿元）及增速



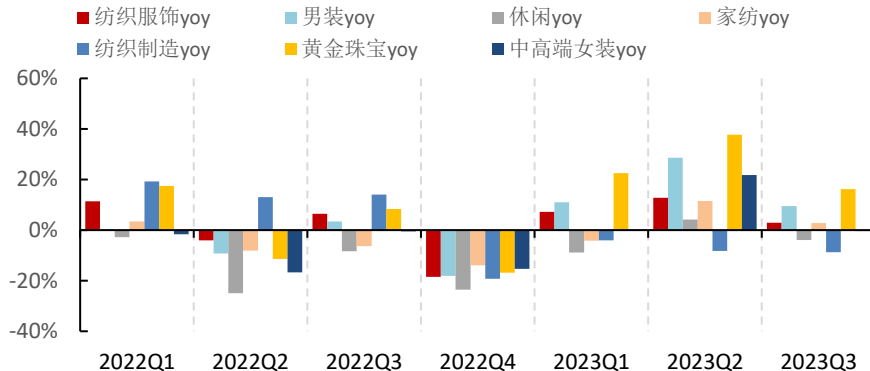
4. 子板块表现：男装&黄金珠宝表现亮眼

1) **男装**：商旅需求恢复较好，龙头业绩韧性较强。24年注重估值切入。场景修复带动疫后流水快速增长，消费韧性强、品牌粘性高；板块收入业绩均呈现高增长；2) **休闲**：板块内部分公司在23年处于组织架构&渠道调整中，收入端有所波动，业绩端表现较好；3) **家纺**：23年收入&利润增速均有所修复，利润修复弹性更大；4) **纺织制造**：板块在23年的主基调是去库存，利润端逐季改善；5) **黄金珠宝**：疫后婚庆回补需求+社交属性的赠礼需求+金价上行推动投资金需求+黄金旺销，板块年内表现亮眼。6) **中高端女装**：年内温和复苏。

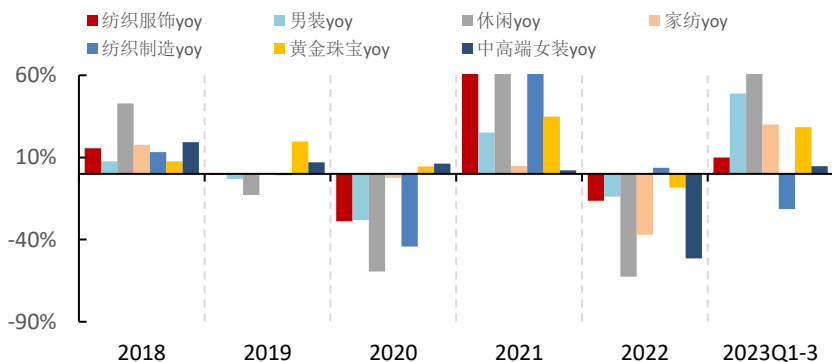
图表：年度：A股纺织服装分板块的营收增速



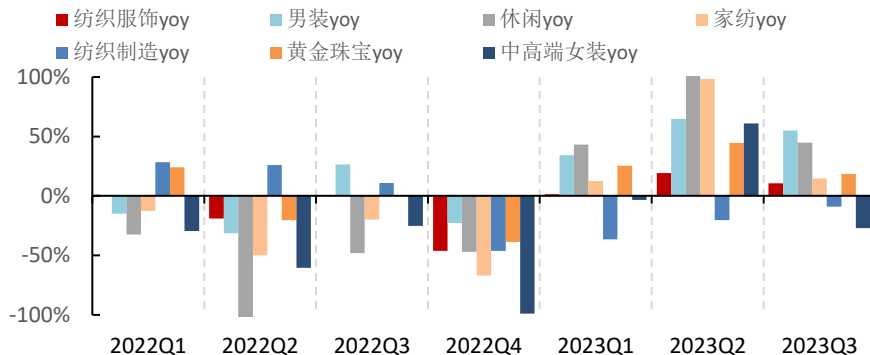
图表：单季度：A股纺织服装分板块的营收增速



图表：年度：A股纺织服装分板块的归母净利润增速



图表：单季度：A股纺织服装分板块的归母净利润增速

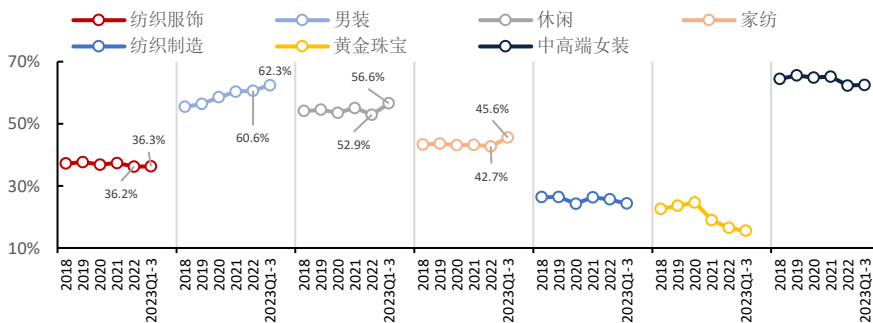


5. 盈利&营运能力：23年子板块盈利能力修复明显

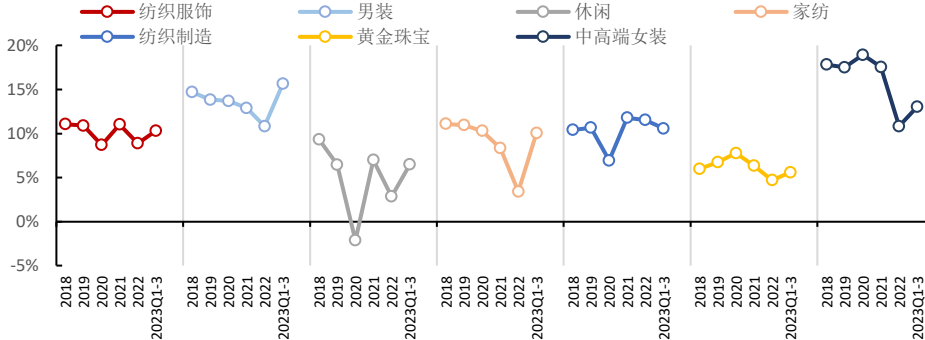
23年纺服部分子板块盈利能力修复明显：23Q1-3男装/休闲/家纺的毛利率较22年底有明显的提升，主要系产品结构优化、渠道结构调整、折扣有所克制等，带动板块盈利能力向上；黄金珠宝有所下滑主要系毛利率较低的黄金类产品占比&经销渠道占比的提升；进而带动净利率修复。

营运能力：23年行业处于去库存阶段，但存货周转天数未出现大幅波动，23Q3存货周转天数有所增加主要系换季、中秋国庆双节及双11备货。

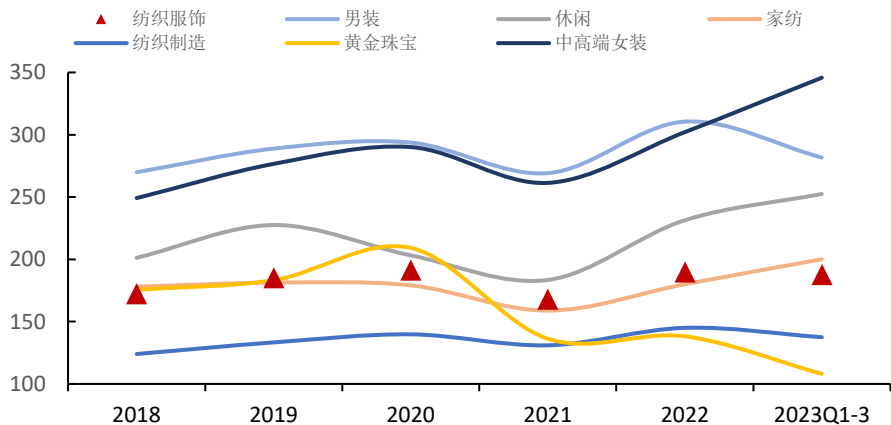
图表：2023Q1-3年A股纺织服装分板块毛利率变化



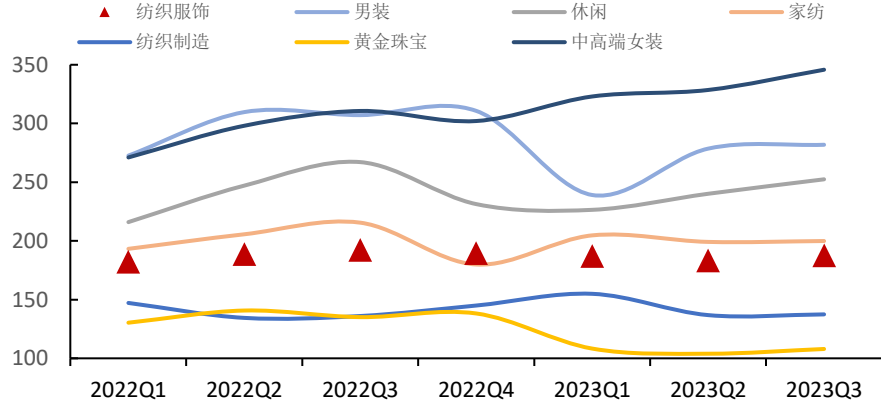
图表：2023Q1-3的A股纺织服装分板块归母净利率变化



图表：2023Q1-3年A股纺织服装板块分板块的存货周转天数（天）



图表：单季度：A股纺织服装分板块的存货周转天数（天）



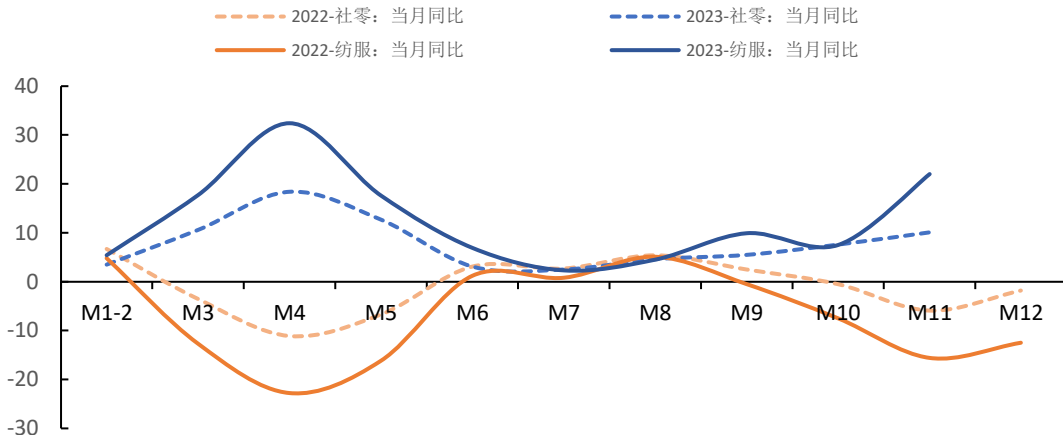
第二部分 品牌服饰

年内男装&黄金珠宝表现亮眼，关注质价比需求&品牌出海带来的新趋势

1. 23年终端零售：服装修复力度超过社零总体

图表：2022年社零/纺服消费承压，Q1纺服复苏趋势向好，复苏力度超过社零总体

- **服装修复力度超过社零总体**：从社零数据来看，线上服装零售额疫后快速修复，其中1-2/3/4/5月在基数效应+场景修复带动下快速增长，6-8月基数正常，增速表现平稳；9-11月在基数效应+换季需求下环比6-8月提速。
- 预计11-12月服装终端零售在低基数下有望持续提速，且春节较23年延后（23年春节为1/21，24年春节为2/10），春节时间延后利好冬装销售。



图表：社零当月同比增速

	2023M11	2023M10	2023M9	2023M8	2023M7	2023M6	2023M5	2023M4	2023M3	2023M1-2
社会消费品零售总额	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6	3.5
限额以上企业商品零售总额	9.0	7.9	4.7	2.5	-0.5	1.4	11.1	17.3	8.5	1.5
粮油、食品类	4.4	4.4	8.3	4.5	5.5	5.4	-0.7	1.0	4.4	9.0
饮料类	6.3	6.2	8.0	0.8	3.1	3.6	-0.7	-3.4	-5.1	5.2
烟酒类	16.2	15.4	23.1	4.3	7.2	9.6	8.6	14.9	9.0	6.1
服装鞋帽针纺织品类	22.0	7.5	9.9	4.5	2.3	6.9	17.6	32.4	17.7	5.4
化妆品类	-3.5	1.1	1.6	9.7	-4.1	4.8	11.7	24.3	9.6	3.8
金银珠宝类	10.7	10.4	7.7	7.2	-10.0	7.8	24.4	44.7	37.4	5.9
日用品类	3.5	4.4	0.7	1.5	-1.0	-2.2	9.4	10.1	7.7	3.9
家用电器和音像器材类	2.7	9.6	-2.3	-2.9	-5.5	4.5	0.1	4.7	-1.4	-1.9
中西药品类	7.1	8.2	4.5	3.7	3.7	6.6	7.1	3.7	11.7	19.3
文化办公用品类	-8.2	7.7	-13.6	-8.4	-13.1	-9.9	-1.2	-4.9	-1.9	-1.1
家具类	2.2	1.7	0.5	4.8	0.1	1.2	5.0	3.4	3.5	5.2
通讯器材类	16.8	14.6	0.4	8.5	3.0	6.6	27.4	14.6	1.8	-8.2
石油及制品类	7.2	5.4	8.9	6.0	-0.6	-2.2	4.1	13.5	9.2	10.9
建筑及装潢材料类	-10.4	-4.8	-8.2	-11.4	-11.2	-6.8	-14.6	-11.2	-4.7	-0.9
汽车类	14.7	11.4	2.8	1.1	-1.5	-1.1	24.2	38.0	11.5	-9.4

资料来源：Wind，太平洋证券

2. 重点公司一览：男装&黄金珠宝表现亮眼

2023Q1-3: ①**男装**：中高端运动时尚男装头部企业比音勒芬、报喜鸟表现稳健，海澜之家持续修复，Q1-Q3业绩环比提速，九牧王（改革效果显现，盈利能力修复）；②**休闲**：锦泓（折扣收窄+加盟渠道拓展+利息负担降低）、太平鸟（董事长亲自操刀组织架构改革+零售折扣大幅收窄+加盟占比提升带动利润弹性）；③**家纺**：表现有所分化；④**黄金珠宝**：23年受益“消费+投资”双重需求驱动，行业景气持续验证。④**港股纺织服装零售**：23年流水温和复苏，上半年处于库存去化阶段，下半年运营提质。

分类	证券代码	证券名称	最新总市值	最新收盘价	年初至今涨幅	归母净利润同比增速				2023E	EPS		22-25E		PE	
						2023Q1-3	2023Q3	2023Q2	2023Q1		2024E	2025E	CAGR	2023E	2024E	2025E
男装	600398.SH	海澜之家	335.1	7.65	3.1%	40.1%	63.1%	58.5%	11.1%	0.67	0.76	0.86	20.2%	11	10	9
	601566.SH	九牧王	58.3	10.14	1.7%	183.4%	107.0%	-89.3%	269.2%	0.37	0.60	0.74	65.6%	28	17	14
	002832.SZ	比音勒芬	180.0	31.54	-0.5%	32.2%	22.8%	40.2%	41.4%	1.68	2.08	2.51	25.3%	19	15	13
	002154.SZ	报喜鸟	84.2	5.77	1.6%	44.4%	23.3%	157.5%	24.2%	0.46	0.55	0.65	27.3%	12	10	9
休闲	603877.SH	太平鸟	77.9	16.43	-3.8%	37.4%	-314.3%	158.9%	14.2%	1.05	1.38	1.65	61.9%	16	12	10
	002563.SZ	森马服饰	158.7	5.89	2.1%	206.5%	89.4%	295.8%	48.8%	0.43	0.52	0.59	35.9%	14	11	10
	603518.SH	锦泓集团	35.6	10.25	2.3%	165.4%	30.5%	835.6%	149.3%	0.80	1.04	1.26	83.1%	13	10	8
中高端女装	603587.SH	地素时尚	64.6	13.54	3.3%	10.2%	13.5%	40.3%	9.3%	1.16	1.37	1.53	23.9%	12	10	9
	603808.SH	歌力思	33.8	9.16	-0.1%	67.1%	-14.4%	1785.9%	0.4%	0.65	0.97	1.17	176.6%	14	9	8
	003016.SZ	欣贺股份	35.5	8.26	1.1%	-9.6%	-30.1%	26.5%	-21.2%	0.43	0.51	0.58	24.8%	19	16	14
	301088.SZ	戎美股份	35.2	15.42	1.2%	-43.2%	-60.6%	-26.4%	-24.0%	0.68	0.87	1.02	11.8%	23	18	15
家纺	002397.SZ	梦洁股份	30.6	4.08	-1.4%	131.9%	118.3%	130.3%	218.3%	0.10	—	—	—	43	—	—
	002327.SZ	富安娜	76.3	9.12	1.9%	5.7%	9.2%	2.3%	5.3%	0.69	0.77	0.85	10.1%	13	12	11
	002293.SZ	罗莱生活	76.4	9.15	-1.5%	6.2%	-22.2%	69.3%	11.1%	0.76	0.90	1.03	14.5%	12	10	9
	603365.SH	水星家纺	37.1	14.13	-1.7%	38.1%	9.0%	286.7%	-1.2%	1.39	1.64	1.86	20.7%	10	9	8
黄金珠宝	605599.SH	菜百股份	116.0	14.91	0.1%	66.4%	67.6%	157.7%	30.6%	0.96	1.10	1.23	27.7%	16	14	12
	002345.SZ	潮宏基	59.6	6.71	-1.5%	33.3%	23.4%	54.0%	30.1%	0.45	0.55	0.66	43.7%	15	12	10
	600916.SH	中国黄金	165.5	9.85	-0.2%	20.7%	16.5%	26.6%	19.1%	0.61	0.73	0.84	22.7%	16	14	12
	300945.SZ	曼卡龙	36.3	13.85	-2.0%	37.2%	23.4%	60.8%	29.3%	0.34	0.40	0.44	28.6%	40	35	31
	002867.SZ	周大生	166.7	15.21	0.2%	17.7%	2.9%	26.8%	26.1%	1.27	1.51	1.75	20.7%	12	10	9
港股纺织服装零售	2020.HK	安踏体育	2045.2	72.20	-4.7%	—	—	—	—	3.41	4.08	4.77	21.2%	21	18	15
	2331.HK	李宁	500.4	19.06	-8.8%	—	—	—	—	1.46	1.73	2.04	9.7%	13	11	9
	3998.HK	波司登	366.5	3.36	-4.3%	—	—	—	—	0.24	0.28	0.33	19.9%	14	12	10
	6110.HK	滔搏	366.5	5.91	-2.8%	—	—	—	—	0.38	0.44	0.51	8.8%	16	13	12
	1368.HK	特步国际	104.3	3.95	-10.4%	—	—	—	—	0.41	0.51	0.61	20.4%	10	8	6
	1361.HK	361度	68.2	3.30	-4.9%	—	—	—	—	0.46	0.54	0.63	20.4%	7	6	5

3. 行业的变化：高端小众和低端大众并行，关注质价比

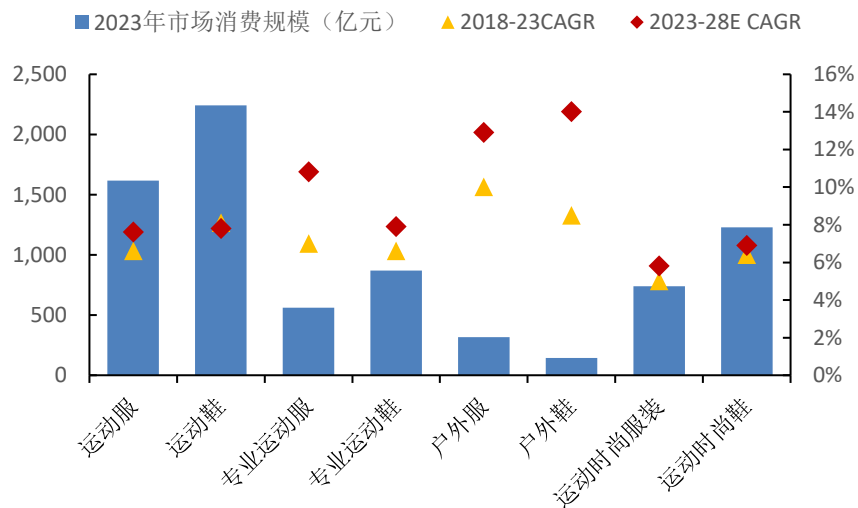
高端小众的小而美赛道：以户外、瑜伽为代表的细分垂类赛道。随着运动场景细分化，垂类需求增长提速，从欧睿对未来5年消费规模的复合增速的预测来看，专业运动服、专业运动鞋、户外服、户外鞋、运动时尚服、运动时尚鞋分别为10.8%/7.9%/12.9%/14.0%/5.8%/6.9%。其中专业运动鞋/服、户外鞋/服、运动时尚鞋/服快于过去5年的增速。

► 以安踏旗下的迪桑特（定位滑雪）以及可隆（定位户外休闲）的季度流水来看，年内均维持较高的增长；可以看到户外赛道释放出的成长活力。

大众市场的质价比：疫后消费温和复苏的背景下，消费者需求结构分级，极致质价比的服饰在部分消费需求下沉、县乡消费极大释放的大环境下，获得了新的发展空间。

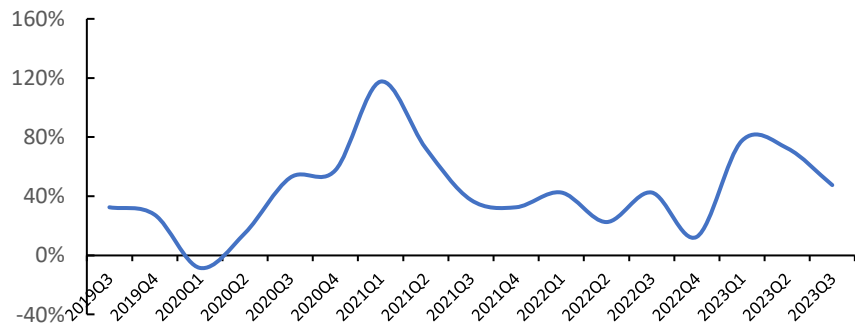
► 以安踏投资者日发布的针对安踏品牌的战略，明确提出“品牌向上”不是“价格向上”，而是以顶尖科技赋能大众，产品，提出2024年“升五破八”（小票数增加5%，24年客单价突破800元，23年底预计客单价在670-680元）的目标。

图表：细分垂类的品类的规模及未来增速预期



图表：安踏集团旗下其他品牌的流水增速（取区间中间值作图）

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2019			30%-35%	25-30%	
2020	高单位数下滑	中双位数	50%-55%	55%-60%	35%-40%增长
2021	115%-120%	70%-75%	35%-40%	30%-35%	50%-55%增长
2022	40%-45%	20-25%增长	40%-45%增长	10%-20%低段增长	20%-25%增长
2023	75%-80%	70%-75%	45%-50%		



4. 出海掘金：积极布局海外市场

收购方式出海：

- 安踏在2019年收购Amer Sports全球业务；
- 特步在2019年收购K-swiss & Palladium全球业务，从而接触欧美市场；
- 李宁在2022年6月正式收购英国国民品牌Clarks等
- 比音勒芬在2023年4月以7.2亿人民币价格间接收购“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”两大国际奢侈品品牌全球商标所有权，通过收购“借力”拓展国际商业版图。
- 歌力思过去数年通过投资、收购、合资经营等方式进行品牌矩阵拓展，陆续获得德国高端女装品牌 Laurel、法国轻奢品牌 IRO Paris、英国高端时尚品牌 Self-portrait、加拿大高端羽绒服品牌 Nobis 等多个服饰品牌。

主品牌出海：如安踏、海澜之家、李宁、特步、361° 均逐步布局海外市场

- 安踏：在10月的投资者日中公开表示，集团于年初正式成立东南亚国际事业部，将东南亚业务大力发展作为全球化第一站，定下未来5年15亿美金流水的经营目标（约合110亿人民币）。
- 361°：2013年，361° 启动海外全资子公司，截至2022年12月31日的全球门店数达6672间，超过1000间位于海外，业务已遍及欧美、东南亚、拉美等各大主要市场。2022年底，361° 通过Shopee入手发力东南亚市场，以篮球品类切入，361° 在东南亚市场的高端线市场逐渐打开。根据钛动测算，2023年2月，361° 在东南亚地区的销售单价同比2022年增长34%。
- 海澜之家：2017年1月，海澜之家在新加坡来福士广场开出海外首店；2022年海外营收增长高达154.1%。未来，海澜之家将继续深耕马来西亚、越南、新加坡等海外市场，扩大海外市场布局。
- 森马服饰：出海计划从2016年启动，并在2019年成立海外业务中心，截至2022年年底，森马和巴拉巴拉在海外13个国家共开设超过60家门店。计划将非洲作为出海的重点市场，未来将进一步把旗下品牌的产品、设计和供应链体系运用到非洲。
- Urban Reivio：已经在伦敦、曼谷和新加坡等城市开设线下门店，并从2022年开始入驻速卖通。

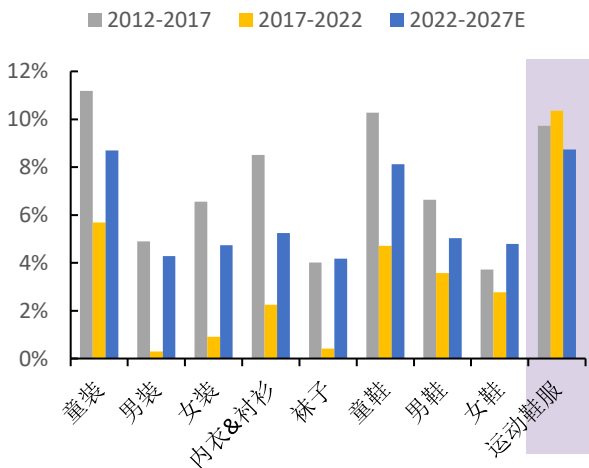
5. 运动服饰：长逻辑确定性最强的赛道

运动服饰仍是长逻辑确定性最强的细分赛道。根据欧睿数据，到2026年中国运动鞋服行业规模依然保持较强的增长趋势，复合增速有望达 12.3%。2022年10月，发改委和国家体育总局等发布《户外运动产业发展规划（2022-2025）》，提出到2025年户外运动产业总规模超过3万亿元。我们认为未来运动服饰赛道增长确定性来自于**人口基数下带来的体育运动和细分健身户外项目的参与度+渗透率提升+政策推动**。

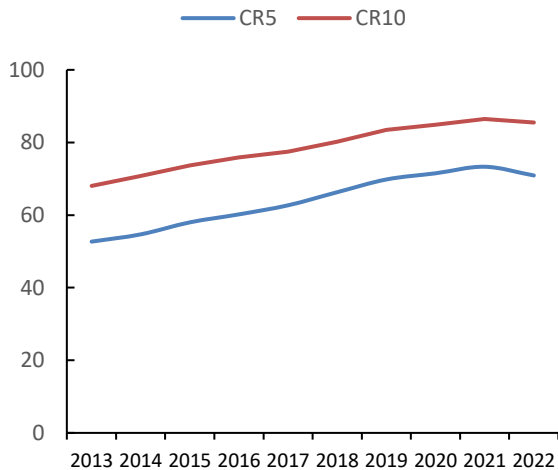
运动服饰赛道龙头集中度天花板较高，且国内企业仍有替代空间。近年来，我国的运动鞋服市场品牌集中度持续提升，头部企业份额集中化趋势明显。CR10在2022年达到85%，CR5较21年有所下滑主要系国际头部品牌的市占率下滑（Nike/Adidas下滑1.1/4pct；运动鞋服相对比其他赛道和海外市场的集中度水平都更高。

国货崛起趋势持续强劲。22年安踏/李宁/361°/特步的市占率分别提升1.9/1.1/0.4/1.3pct；预计国潮预计形成长期效应，尤其是90、95和00后的消费者对国产品牌的好感度和接受度持续提升，耐克，阿迪仍存在相当大的市场被替代空间，国产品牌增长动力十足。

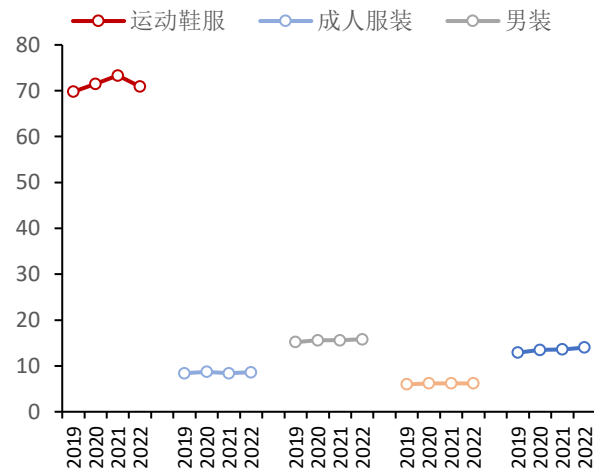
图表：运动鞋服22-27E终端零售额的复合增速仍领先于其他细分赛道



图表：国内运动鞋服市场集中度进一步提升（%）



图表：各细分赛道CR5的变化趋势



5. 运动服饰：长逻辑确定性最强的赛道

运动品牌流水在23年快速回正，展现运动服饰赛道行业高景气和企业的经营韧性。

- Q2和Q4均为低基，预计Q4环比Q3提速；
- 23年的主基调为去库存，各家企业采取一定的促销策略以及通过奥莱渠道来消化部分库存；
- 定位下沉大众市场的特步国际和361°流水增长较快，定位小众细分赛道的安踏集团的其他品牌全年保持高速增长。

图表：各运动品牌的季度流水情况

	Q1	Q2	Q3	Q4
2020年				
安踏整体	20-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数
FILA整体	中单位数下滑	10%-20%	20%-25%	25%-30%
其他品牌	高单位数下滑	中双位数	50%-55%	55%-60%
李宁品牌	10%-20%高段下滑	中单位数下滑	中单位数	10%-20%中段
特步品牌	20%-25%下滑	低单位数下滑	中单位数	高单位数
361°品牌	25%-30%下滑	低双位数下滑	高单位数下滑	低单位数
2021年				
安踏整体	40%-45%	35%-40%	10%-20%低段	10%-20%中段
FILA整体	75%-80%	30%-35%	中单位数	高单位数
其他品牌	115%-120%	70%-75%	35%-40%	30%~35%
李宁品牌	80%-90%高段增长	90%-100%低段增长	40%-50%低段	30%-40%低段
特步品牌	约55%	30%-35%	中双位数	20%-25%
361°品牌	高双位数	15%-20%	低双位数	高双位数
2022年				
安踏整体	10%-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑
FILA整体	中单位数	高单位数下滑	10%-20%低段增长	10%-20%低段下滑
其他品牌	40%-45%	20-25%增长	40%-45%增长	10%-20%低段增长
李宁品牌	20%-30%高段	高单位数下滑	10%-20%中段增长	10%-20%低段下滑
特步品牌	30%-35%	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数下滑
361°品牌	高双位数	低双位数增长	中双位数增长	持平
2023年				
安踏整体	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	
FILA整体	高单位数增长	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	
其他品牌	75%-80%	70%-75%	45%-50%	
李宁品牌	中单位数增长	10%-20%中段增长	低双位数增长	
特步品牌	约20%	高双位数增长	高双位数增长	
361°品牌	低双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	

6. 推荐主线

- 高景气赛道+优质公司:

品牌: 安踏体育 (24年估值为18X, 下同), 361度 (6X), 特步国际 (7X), 李宁 (10X);

- 经营质量优质+拓店顺畅/空间足的细分赛道头部品牌:

品牌: 比音勒芬 (15X)、嘉曼服饰 (9X)、报喜鸟 (11X);

- 经营改革后有望迎来业绩拐点, 流水持续环比改善, 复苏弹性大的品牌

品牌: 九牧王 (16X)、森马服饰 (11X)、太平鸟 (12X);

- 低估值高分红和行业催化, 经营趋势向好:

品牌: 锦泓集团 (10X), 海澜之家 (10X), 富安娜 (12X), 水星家纺 (9X), 罗莱生活 (10X);

7.1 安踏体育：向世界领先的多品牌体育用品集团进军

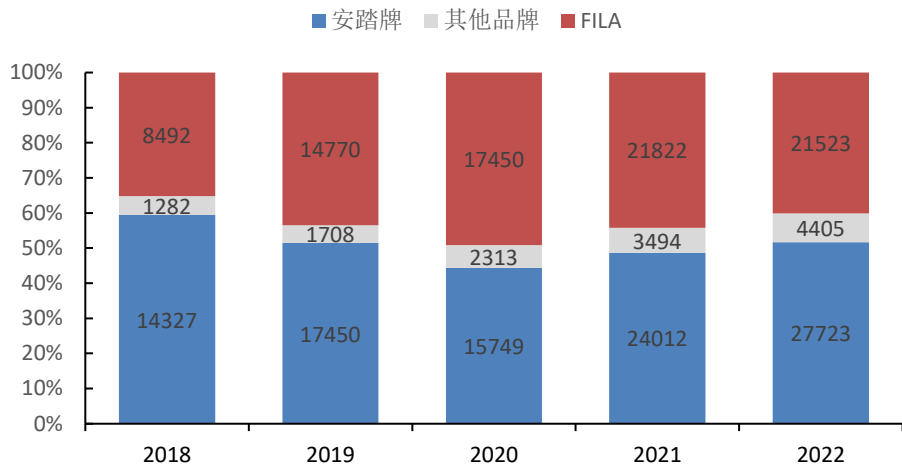
各品牌战略目标：①安踏牌：23-26年流水年复合增长10-15%，24年做到“升五破八”（小票数增加5%，24年客单价突破800元，23年底预计客单价在670-680元）；②FILA牌：23-26年的年复合增长10%-15%，未来3年维持400-500亿的规划；③迪桑特：预计26年流水突破100亿（2023年预计突破50亿），成为第三个百亿品牌；④可隆：23-26年的年复合增长为30%-35%；⑤Amer集团：继续坚持5个10亿欧元的战略；⑥未来5年，东南亚市场流水达到15亿美金（约合110亿人民币）。

展望24年：24年是奥运大年，23年开始蓄力；1) 安踏牌：徐阳总上任后对渠道和产品矩阵梳理，签下欧文，欧文的新品预计24年2-3月推出；24年是奥运大年，安踏作为奥运会长期的合作伙伴，预计奥运热度催化下有望带来安踏牌流水的高增；2) FILA牌：恢复双位数增长；3) 其他品牌：不强调店数，注重店效的提升，细分小众高端行业景气延续，迪桑特和可隆分别定位滑雪和户外休闲赛道，品牌的专业心智强。

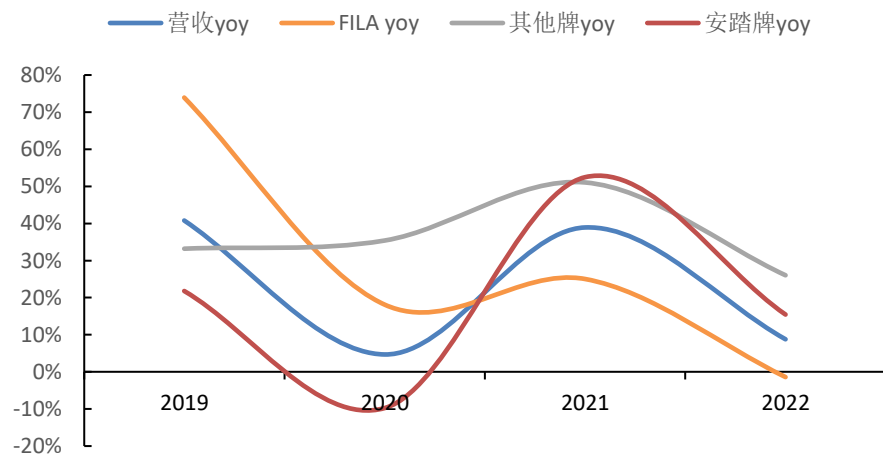
中长期展望：公司凭借多品牌协同管理能力、多品牌零售运营能力、全球化运营与资源整合能力，继续贯彻“单聚焦、多品牌、全球化”，以安踏集团和Amer集团双轮驱动全球化；同时加快国际化布局。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为98.05/115.13亿元（+17.4%），对应EPS为3.46/4.06元，当前股价对应24年PE为18X。

图表：安踏集团分品牌营收情况（百万元）



图表：安踏集团分品牌营收增速（%）



7.2 361度：聚焦主业品牌加速升级，童装业务打造第二增长极

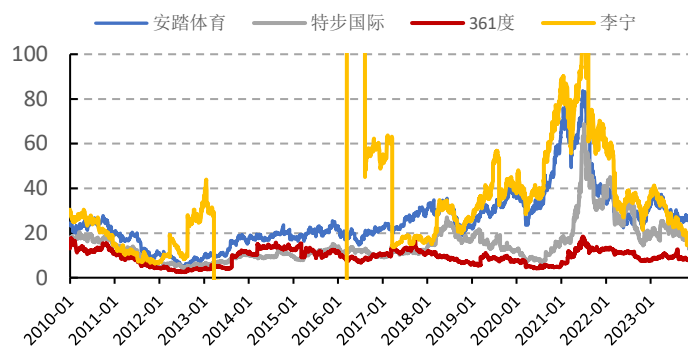
公司深耕大众运动市场20载，成长为国货第四大运动品牌公司。逆势下公司表现亮眼，2022年公司营收同增17.31%至69.61亿元，净利润同增24.17%至7.47亿元。

产品营销渠道多维度发力，童装有望成为第二增长点。1) 产品：361度成人坚持专业运动+运动潮流的双驱动策略；2) 渠道：361度门店升级助力终端提效，9代店占比达到48.6%；3) 营销：重大赛事合作、合作国家队和职业体育运动队等；4) 童装：延续主品牌基因，22年同增30.3%至14.42亿元，毛利率维持在41%-44%，与成人接近。

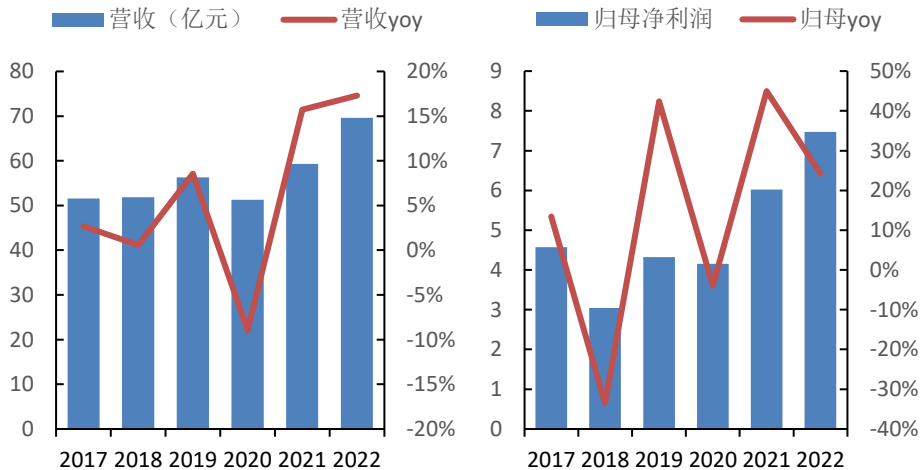
首次纳入沪港通有望带来估值修复：复盘公司的估值表现，估值受到行业景气周期和公司自身业绩以及流动性等多因素的影响，相较于同业的可比公司，公司的估值明显偏低。预计纳入沪港通后流动性增长有望带来估值修复，与同业可比公司的估值偏差逐渐缩小。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为9.4/11.3亿元（+20%），对应EPS为0.45/0.55元，当前股价对应24年PE为6X。

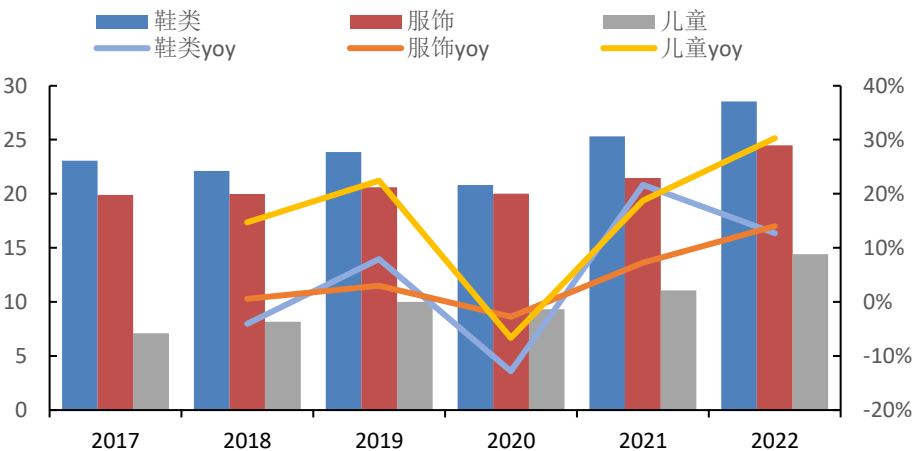
图表：港股纺服运动的历史估值PE（TTM）



图表：361度的营收、归母净利润情况（亿元）



图表：361度分业务的营收（亿元）及增速（%）



7.3 嘉曼服饰：深耕中高端童装，收购暇步士布局全品类

嘉曼服饰定位中高端多品牌童装运营商，成立于1992年，2022年上市，产品覆盖0-16岁（主要为2-14岁）的童装及内衣、袜子等产品。目前旗下拥有自有品牌（水孩儿、菲丝路汀、暇步士为23年9月收购）、授权品牌（哈吉斯）、代理品牌（EMPORIO ARMANI、Hugo Boss、VERSACE等），21年收入贡献分别为26%/65%/9%。2014-21年收入/净利润CAGR分别为17.1%/17.5%，2023Q1-Q3收入/净利润分别为7.17/1.27亿元，分别同比变动-0.4%/+22.4%。

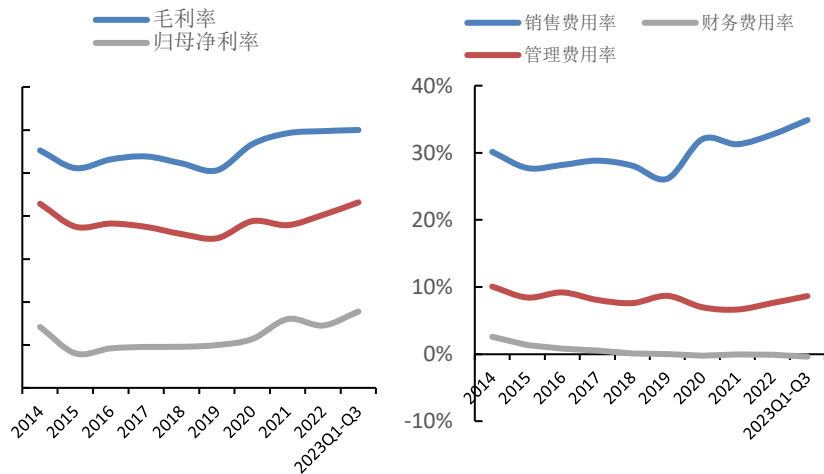
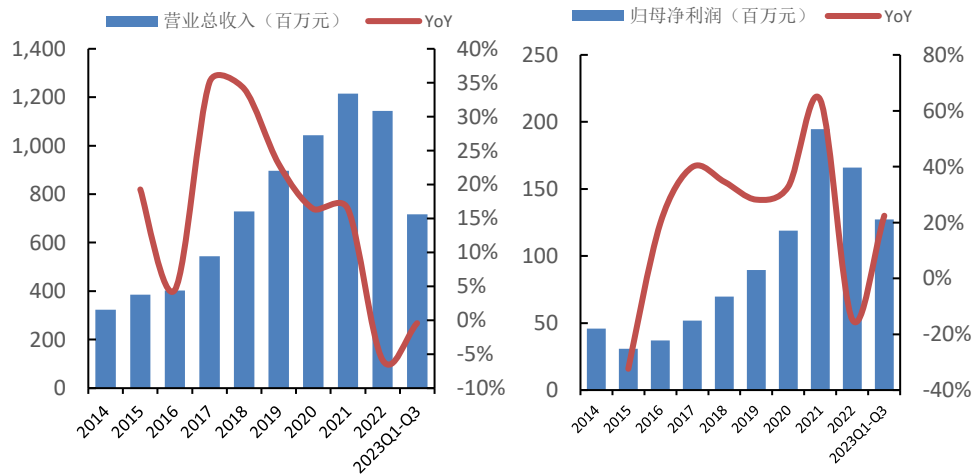
竞争优势：①线上起步早，运营成熟；线上占比70%，且规模效应显现；②多品牌矩阵运作经验丰富，自有、授权、代理品牌运营管理经验丰富；③线下高端商场优势明显，入驻旗下众多中高端百货商场，前五大直营商场销售额与线下收入占比稳定提升，2021年占比达32.2%，其中SKP占线下收入比重为9.34%。

成长驱动：①拓店空间足，截至21年底，公司直营/加盟门店数量分别为189/405家，其中自有品牌/授权品牌/代理品牌分别为245/287/62家。我们预计中高端童装单品牌在一二线的开店空间在500-600家，仅考虑暇步士和哈吉斯两大授权品牌，开店数量存在翻倍空间。②收购暇步士中国内地及中国香港、中国澳门区域IP，由童装延展至全品类。

投资建议：预计2023-2024年公司净利润分别为2.08/2.7亿元（+30%），EPS为1.77/2.63元，当前股价对应24年的PE为9X。

图表：嘉曼服饰的营收、归母净利润情况

图表：嘉曼服饰的盈利能力情况



7.4 九牧王：不利出清、强势启航的男裤专家

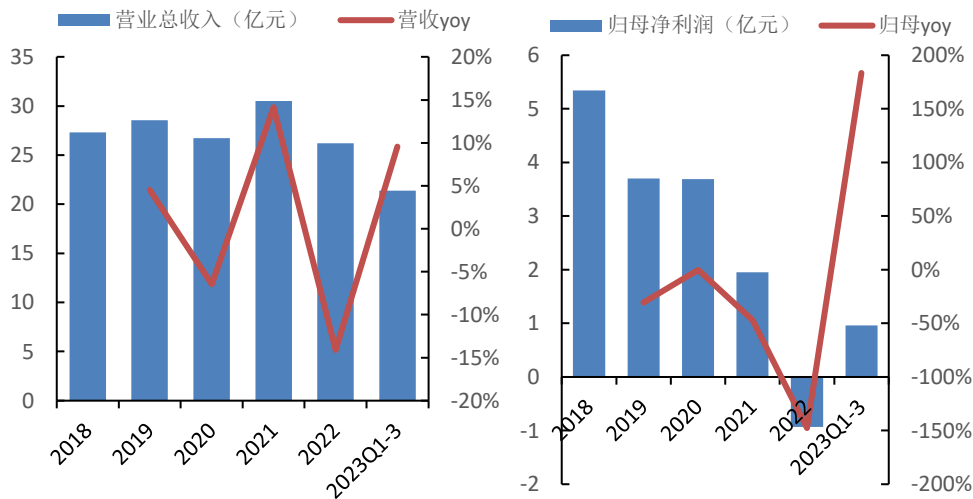
聚焦男裤主业，3年战略调整成效显著：产品端精简SKU，聚焦男裤，打造小黑裤1.0/2.0和轻松裤等爆款产品，男裤收入占比由 2019 年的 39%提升至 2022 年的46%；渠道结构调整，门店升级布局高端购物中心；营销上持续提高品牌知名度。

22年受公允价值变动和存货跌价拖累净利，23Q1好转，不利出清，强势启航：2022 年在局部疫情扰动，投资亏损以及商誉减值影响下，公司2022年实现收入26.2亿元/-14.1%，归母净利润-0.93亿元/-147.7%；23Q1-3收入21.4亿元/+9.6%，归母净利润0.96亿元/扭亏为盈，扣非归母净利润1.45亿元/+174.2%，营收&利润同比恢复态势延续。

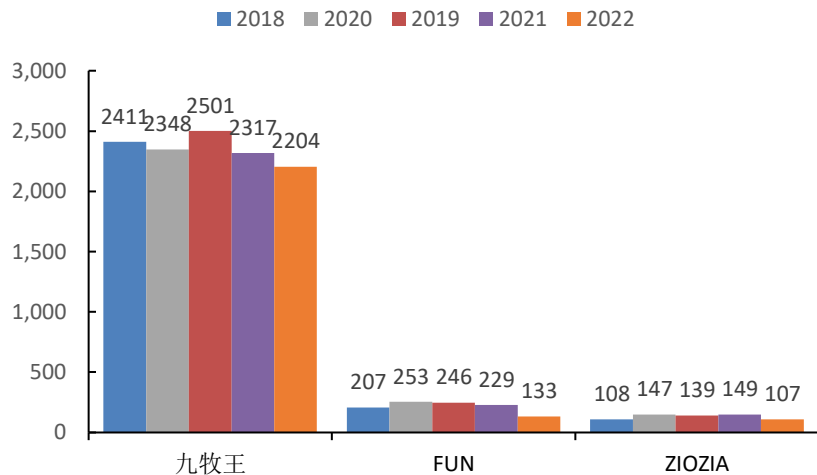
渠道/产品/营销变革效果逐步显现。近三年公司持续净关店、叠加疫情反复影响，变革成效尚未在业绩上体现。22年公司的男装第一提及率从19年的6%提升至22%，购物中心及奥莱店增加300家、占比从19年的8%提升至23%，平均单店面积从19年的110平升至150平，十代店整改超过850家、占比达1/3以上，渠道/产品/宣传方面的变革效果已经逐步体现。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为2.59/3.75亿元（+45%），对应EPS为0.45/0.65元，当前股价对应24年PE为16X。

图表：九牧王营收及归母净利润情况（亿元）



图表：九牧王分品牌的门店数量



7.5 比音勒芬：高端品牌多样化布局，持续释放增长势能

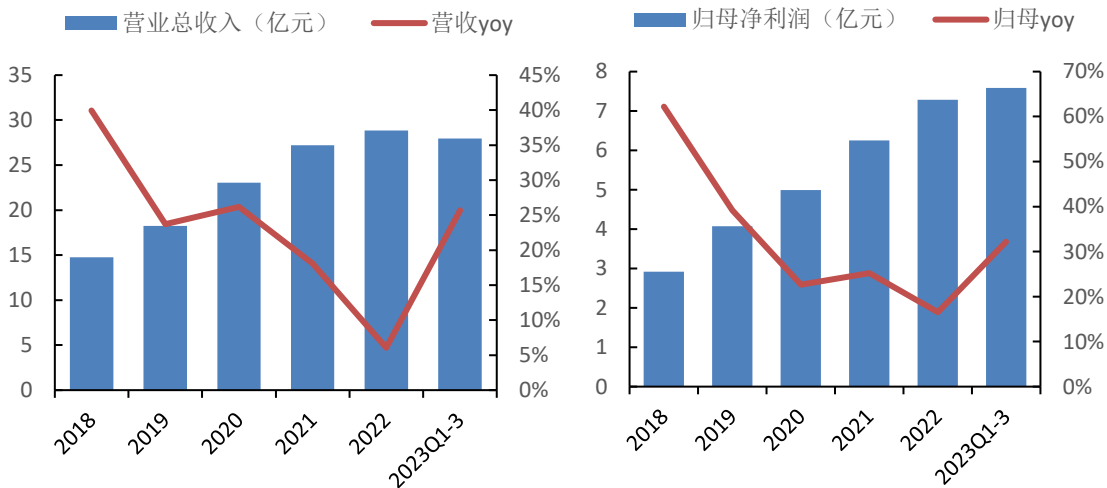
2022年收入同增6.1%至28.9亿元，归母净利润同增16.5%至7.3亿元，2023Q1-3实现营收同增25.7%至27.96亿元，实现归母/扣非归母净利润7.58/7.25亿元，同增32.2%/35.9%。整体业绩表现强劲。

内生外延高端化持续推进：2023Q1-3毛利率为76.60%（+1.78pct），1）内生：主品牌门店数量仅1193家，具备充足开店空间；此外高尔夫独立店扩张进展顺利；2）外延：收购国际奢侈品牌，打开成长空间。2023年4月4日公司公告收购“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”两大国际奢侈品牌，有望与主品牌形成协同效应，进一步强化比音勒芬高端时尚定位，推进品牌国际化、高端化布局。截至22年底，两大品牌国内渠道数量分别为46/53家。

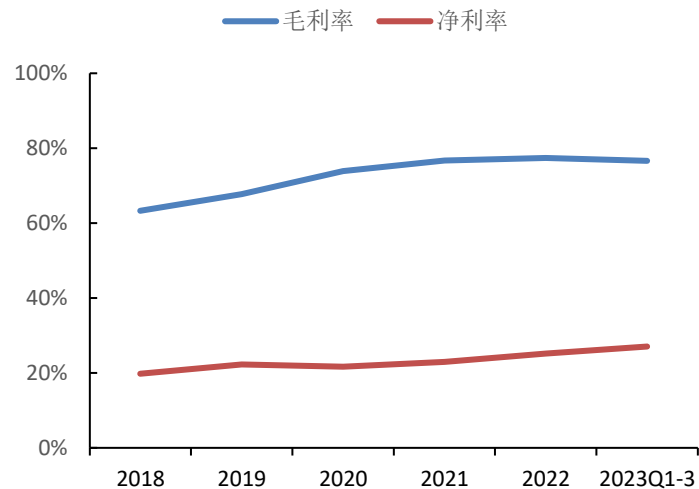
多品牌矩阵初现，产品渠道持续优化，未来成长空间广阔。公司开启以品类引导品牌的发展战略，持续加大科技创新和专利研发力度，打造有国际竞争力的产品，多元渠道培养年轻消费客群，门店拓展+客单提升实现优质增长。此外收购国际奢侈品牌打造多元品牌矩阵，进一步丰富产品风格，打开成长空间。我们看好公司在多元品牌矩阵下打造的多维成长曲线，持续释放增长势能。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为9.5/11.7亿元（+23%），对应EPS为1.68/2.07元，当前股价对应24年PE为15X。

图表：营收、归母净利润情况（亿元）



图表：毛利率和净利率情况



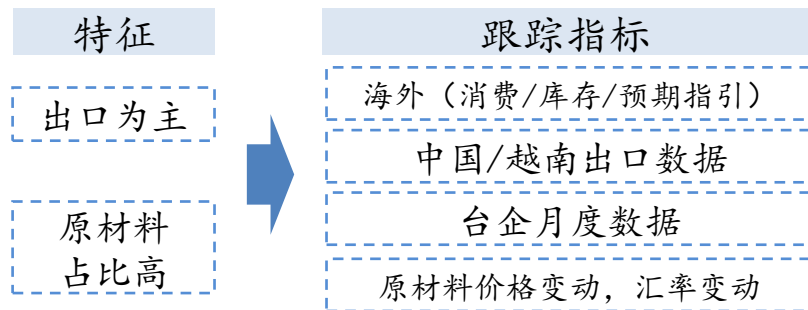
第三部分 纺织制造

关注去库拐点+需求端变化，把握配置窗口

1. 行业特征：传统行业，细分多，易受多种因素影响

- 纺织服装板块分散度较高，从纱线、印染、辅料至成衣，各细分龙头主要专注于产业链上的单个或少数环节，因而体量一般不大。
- 纺织服装企业成本中的原材料占比一般较高，因原材料价格的波动，而具有一定的周期属性。
- 成长多由订单和扩产驱动，通过持续扩产，产品品类及客户资源等多维度的持续升级与拓宽，而构建长期壁垒。
- 成衣制造行业有向头部企业集中的趋势，已经出现大体量的公司；以出口为主，订单受海外消费和头部客户的订单份额影响。

图表：SW纺织制造板块跟踪指标



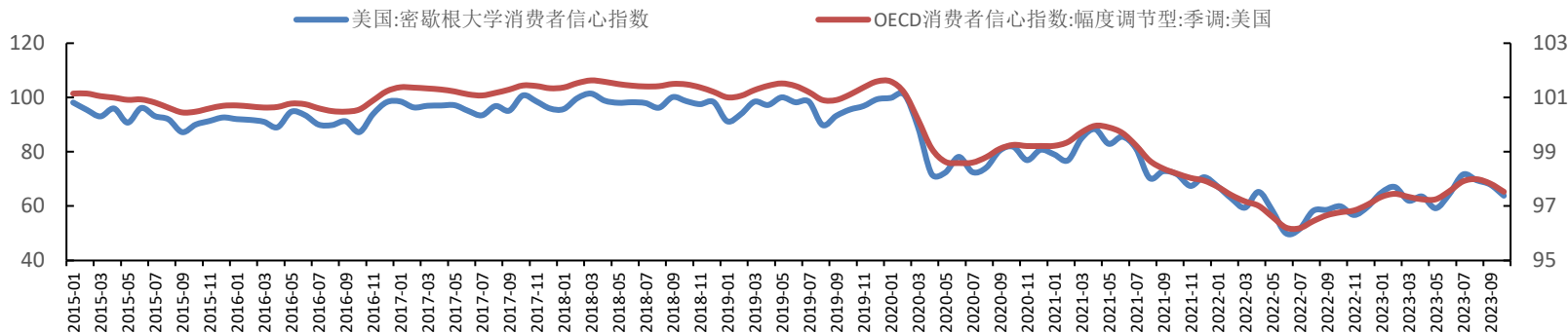
图表：SW纺织制造相关企业的指标梳理

产业链环节	股票代码	简称	总市值 (亿元)	营业收入		归母净利润		原材料占营业成本比重 (%)	汇兑损益 (万元)		
				22年营收 (亿元)	2019-22年 CAGR	22年归母 (亿元)	2019-22年 CAGR		2020	2021	2022
棉纺 色纺 毛纺	601339.SH	百隆东方	73	69.9	4.0%	15.6	73.8%	70.0%	1619	-1767	973
	002042.SZ	华孚时尚	71	144.6	-3.1%	-3.5	-195.6%	60.0%	5086	754	-2226
	603889.SH	新澳股份	55	39.5	13.4%	3.9	39.6%	85.0%	1036	884	-2490
	000726.SZ	鲁泰A	51	69.4	0.7%	9.6	0.4%	47.6%	5991	1249	-19785
	600220.SH	江苏阳光	36	19.9	-5.3%	1.2	18.7%	55.5%	-649	335	-16
	002087.SZ	*ST新纺	16	34.4	-15.6%	-14.1	-271.5%	—	272	-786	135
印染	600987.SH	航民股份	89	95.7	12.7%	6.6	-3.7%	35.0%	24	69	-121
	605189.SH	富春染织	25	22.1	16.5%	1.6	21.4%	84.7%	-255	-15	-60
	600448.SH	华纺股份	21	34.9	4.2%	-0.9	-294.8%	60.2%	3853	1321	-2875
辅料	002003.SZ	伟星股份	126	36.3	9.9%	4.9	18.9%	56.0%	1909	993	-4789
	002098.SZ	浔兴股份	24	21.1	3.3%	0.8	15.5%	—	822	430	-1061
成衣制造	2313.HK	申洲国际	1,158	278.2	7.0%	45.6	-3.6%	66.0%	—	—	—
	300979.SZ	华利集团	607	205.7	10.7%	32.3	21.0%	61.0%	1864	-3051	-8217
	603558.SH	健盛集团	37	23.5	9.8%	2.6	-1.4%	59.0%	1240	-268	-3598
	2199.HK	维珍妮	26	83.6	10.1%	5.2	22.6%	48.0%	—	—	—

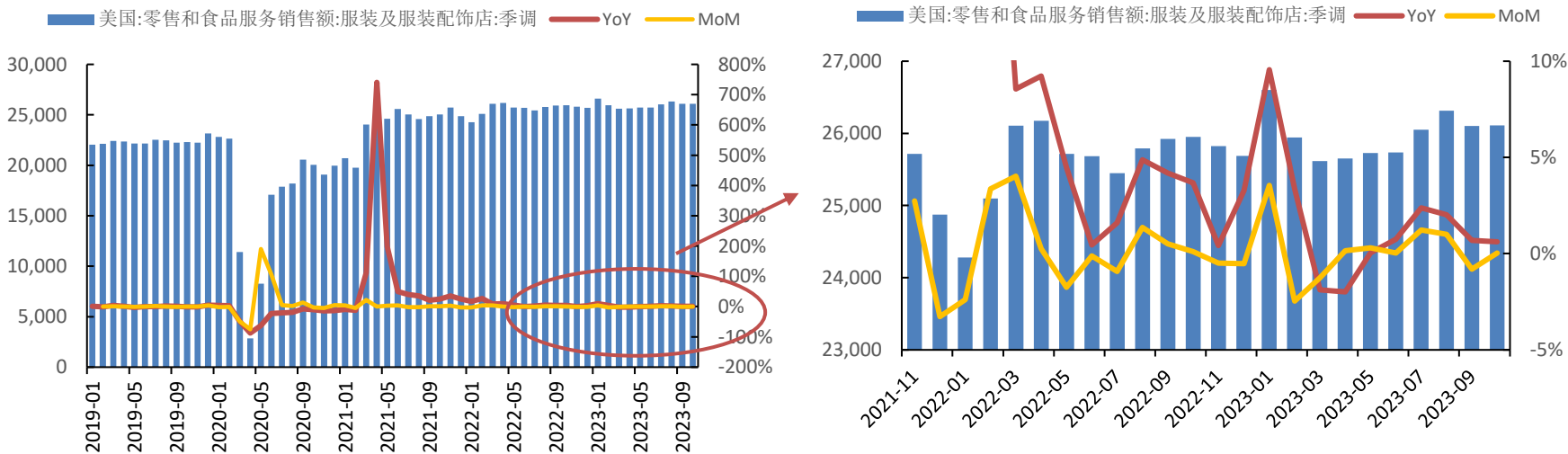
资料来源：Wind，太平洋证券整理
注：数据为2024年1月3日收盘价

2.1 需求端：欧美消费者信心指数底部波动回升，服装消费同比环比增速转正

图表：欧美消费者信心指数



图表：美国服装及服装配饰店销售额及同比



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/328123054001006025>