

冷冬晚春催化御寒经济，奥运大年提振运动主线

2024年纺织服装行业春季投资策略

证券分析师：王立平 A0230511040052

求佳峰 A0230523060001

刘佩 A0230523070002

研究支持：李璇 A0230122060008

2024.3.27



- **24开年以来，品牌内需走弱客观存在，纺织出口复苏步步印证！** 根据国家统计局及海关数据，1-2月我国纺服零售额同比+1.9%，低于限额以上商品零售总体增速+6.2%，提示注意3月起即将步入上年同期社交复苏驱动的高基数压力窗口；1-2月我国纺服出口额同比+14.3%，增速环比显著扩大，但仍未达22年同期规模，尚属于恢复性增长，其中上游出口恢复快于中游
- **【服装家纺】纵使消费大盘相对承压，但冷冬晚春、春暖户外、盛夏奥运指向可期待的方向**
 - (1) 冷冬强化旺季强度、晚春延长旺季长度，羽绒服、羽绒被等御寒商品畅销，业绩有望超预期，推荐波司登、水星家纺、富安娜，建议关注罗莱生活
 - (2) 4-5月国内户外露营旺季、6-7月全球体育盛宴来临，有望提振运动户外主线，促进零售回暖，看好库存回归健康水位之后折扣修复、毛利回升，推荐安踏体育、361度，建议关注李宁、三夫户外
 - (3) 国货男女装社交服饰品牌产品力赶超，品牌力上升，23年社交复苏驱动销售超预期，24年渠道扩张及同店增长有望延续，推荐比音勒芬、报喜鸟、海澜之家、赢家时尚
- **【纺织制造】低预期之下温和补库启动，当下市场关注点已从库存水位切换至终端零售预期**
 - (4) 运动供应链份额长期集中化，中游量价齐升奠定成长回归，推荐申洲国际、华利集团；中国优秀纺织供应商走向全球市场，上游竞争升维促进周期收敛，推荐新澳股份、伟星股份、百隆东方
- **【红利投资视角】纺服板块强现金流商业模式，是孕育优质红利资产的沃土**
 - (5) 从盈利稳定、分红能力、竞争力三大维度重点考量筛选，推荐国货男装（男装消费高复购，头部份额空间大）、品牌家纺（全国性家纺品牌稀少）、海外棉纺（受益于纺织业东南亚转移趋势）
- **风险提示：**消费力不足；品牌力受损；原料价格波动；贸易环境不确定性；汇率风险

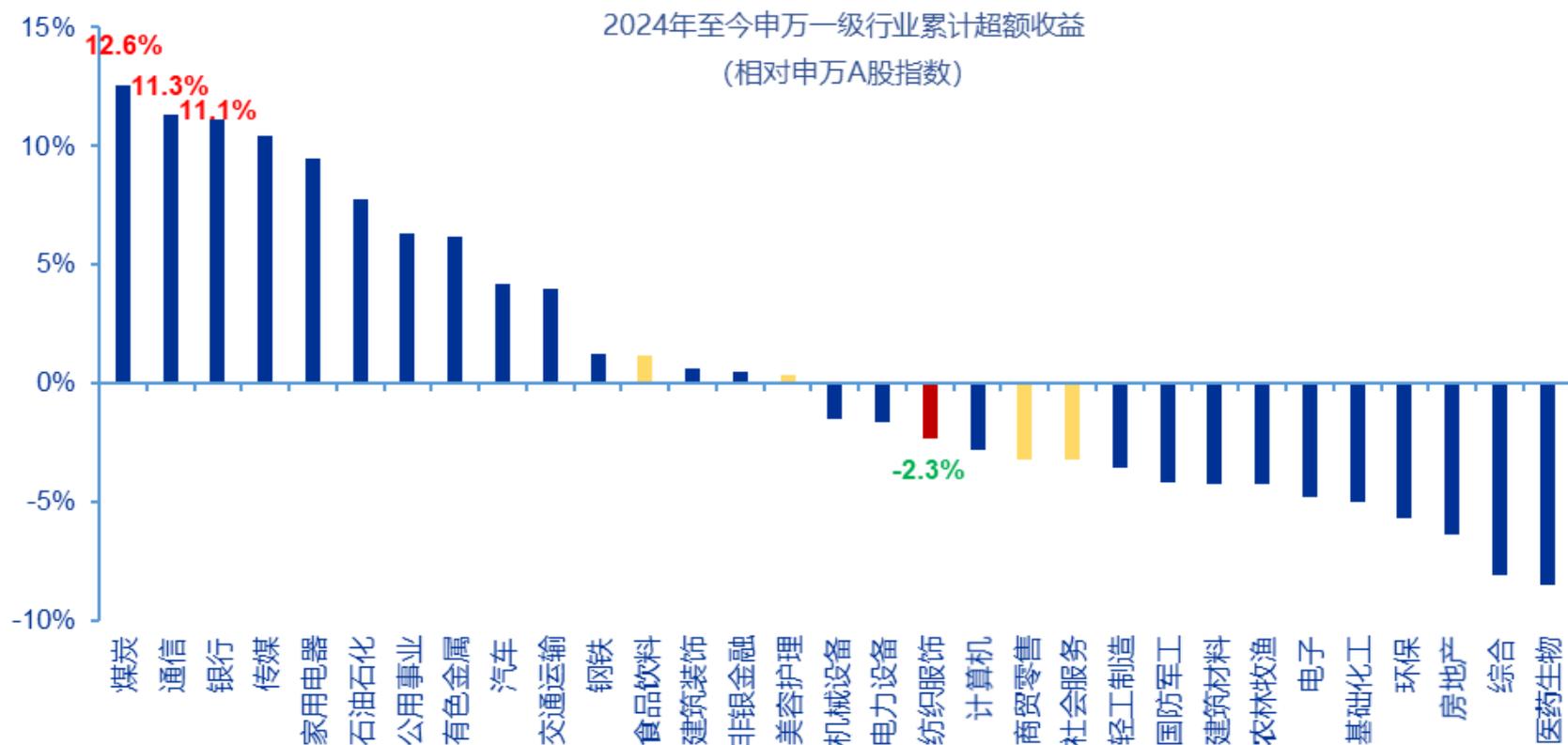
主要内容

1. 24开年：零售内需承压，纺织出口复苏
2. 服装家纺：冷冬催化御寒商品畅销，春暖迎体育大年，看好运动户外主线回归
3. 纺织制造：补库驱动订单回暖，等待零售驱动强化，看好全球运动供应链体系
4. 高股息：强现金流模式，优质红利资产
5. 春季推荐： $\alpha > \beta$ ，布局真实成长性机会

1.1 2024年初至今：板块相对收益表现列全市场中下游

- 2024/1/1~3/22，SW纺织服装绝对收益-3.8%，相对申万A股指数-2.3%，相对收益表现位列全行业第18位，处于所有申万一级行业中下游
 - SW服装家纺：绝对收益-5.6%，相对收益-4.0%
 - SW纺织制造：绝对收益-6.6%，相对收益-5.1%

图1：2024年至今申万一级行业累计超额收益



1.2 基金持仓：23年A股纺服基金重仓比例逐季提升趋势

- A股纺服基金重仓比例在经历22年下降之后，23年实现逐季抬升，至23Q4末基金重仓比例0.43%，创出近3年新高，但总体仍处于基金低配状态，反映出交易拥挤度较低
- **基金重仓标的：**截至23Q4末，国货男装及运动品牌**比音勒芬**、**海澜之家**、**李宁**列板块内基金重仓市值前三，羽绒服品牌**波司登**，以及优质纺织制造企业**伟星股份**、**新澳股份**、**健盛集团**在23Q4期间获基金重仓较大增配

图2：2023年A股纺服板块基金重仓比例逐季提升

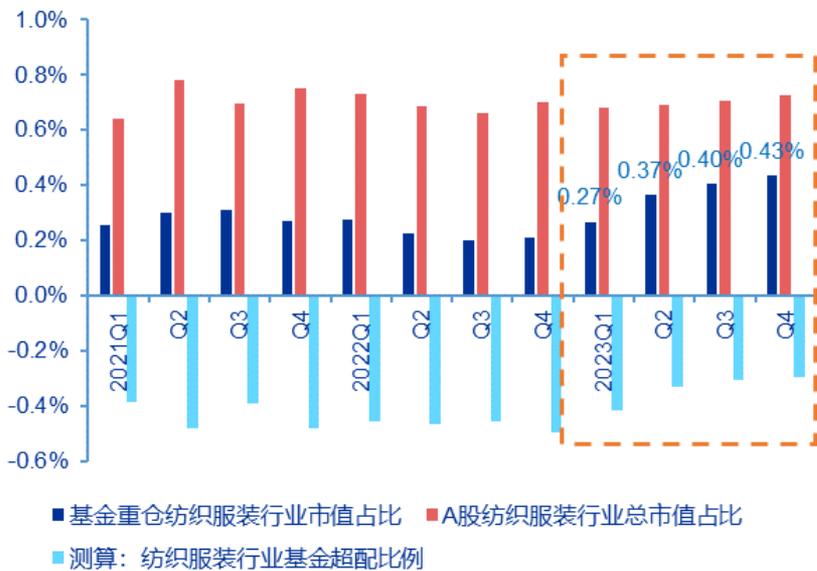


表1：纺织服装行业主要标的23Q4基金重仓变化

公司名称	纺织服装（含港股）行业主要标的2023Q4基金重仓变化汇总									
	持有基金数量			持股总量（万股）			持股总市值（万元）			超配(%)
	2023Q3	2023Q4	变化	2023Q3	2023Q4	变化(%)	2023Q3	2023Q4	变化(%)	
比音勒芬	70	65	-5	9,833	9,319	-5%	330,676	295,417	-11%	24%
海澜之家	61	46	-15	22,245	19,407	-13%	170,840	144,004	-16%	8%
李宁	27	24	-3	9,486	7,597	-20%	286,276	143,896	-50%	7%
伟星股份	17	28	11	8,564	12,244	43%	84,699	132,291	56%	10%
安踏体育	35	34	-1	1,681	1,901	13%	136,012	130,470	-4%	-2%
华利集团	39	30	-9	1,543	1,597	3%	77,429	84,041	9%	-2%
波司登	10	24	14	12,608	23,102	83%	38,989	73,480	88%	3%
申洲国际	15	12	-3	835	829	-1%	57,456	60,396	5%	-2%
报喜鸟	48	38	-10	8,793	10,284	17%	58,387	58,411	0%	4%
台华新材	22	26	4	3,656	3,652	0%	39,936	43,955	10%	2%
富安娜	21	29	8	5,576	4,759	-15%	49,288	42,591	-14%	3%
特步国际	7	4	-3	2,592	1,896	-27%	17,270	7,578	-56%	0%
新澳股份	7	12	5	294	794	171%	2,375	5,655	138%	0%
健盛集团	5	10	5	127	215	69%	1,120	2,079	86%	0%
森马服饰	11	4	-7	2,926	112	-96%	17,993	647	-96%	-2%
百隆东方	7	2	-5	1,449	112	-92%	8,084	547	-93%	-1%
太平鸟	3	2	-1	68	32	-53%	1,268	543	-57%	-1%
稳健医疗	1	2	1	10	11	12%	403	410	2%	-3%
地素时尚	8	2	-6	272	24	-91%	4,226	321	-92%	-1%

资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 景气跟踪：零售内需走弱承压，纺织出口回暖迎开门红

- 1-2月我国服装鞋帽、针纺织品零售额2521亿元（同比+1.9%），我们跟踪1-2月终端零售已显走弱，且从3月起即将步入上年同期高基数窗口，预计纺服社零同比增速将承压
 - v.s.1-2月限额以上单位商品零售同比+6.2%，纺服可选属性较强，当下增长相对承压
- 1-2月我国纺服出口451亿美元（同比+14.3%），但仍未达到22年同期水平，尚属于恢复性增长。分产业链环节看，纺织品（上游）出口恢复相对快于服装成品（中游）
 - 纺织纱线、织物及制品：1-2月出口217.1亿美元，同比+15.5%
 - 服装及衣着附件：1-2月出口233.8亿美元，同比+13.1%

图3：2024年1-2月我国纺服社零同比+1.9%

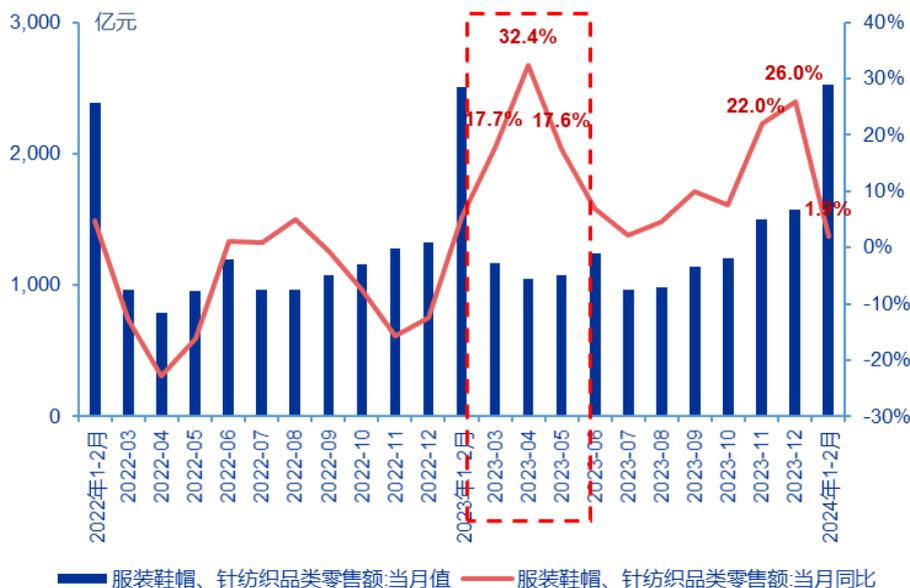


图4：2024年1-2月我国纺服出口同比+14.3%



主要内容

1. 24开年：零售内需承压，纺织出口复苏
2. 服装家纺：冷冬催化御寒商品畅销，春暖迎体育大年，看好运动户外主线回归
3. 纺织制造：补库驱动订单回暖，等待零售驱动强化，看好全球运动供应链体系
4. 高股息：强现金流模式，优质红利资产
5. 春季推荐： $\alpha > \beta$ ，布局真实成长性机会

2.1 冷冬晚春催化御寒经济升温，指向潜在业绩超预期方向

■ 春节日历效应，龙年春节代表旺季长度更长！

- 兔年除夕1月21日，且22年12月-23年1月正处于全国感染达峰攻坚期，元旦前后就已出现提前返乡潮，因此元旦阳历新年、春节农历新年2个重要销售窗口出现一定重叠，造成旺季缩短
- 龙年除夕2月9日，较兔年除夕延后19天，拉长自元旦至春节的冬季新衣销售旺季，利好服装消费

■ 冬季气温效应，极端气候催化旺季强度更强！

- 全国多地出现大面积、持续的降雪或冻雨天气，低温体感冲击强烈，有望拉动御寒商品销售超预期
- 羽绒服：根据魔镜数据，波司登23/11-24/02淘系平台4个月累计销售额41亿元，同比上年同期（28.9亿元）+42%，同比20/11-21/02此前峰值（34.6亿元）+19%
- 家纺：根据魔镜数据，羽绒被、蚕丝被23/11-24/02淘系及抖音平台销售额27.9亿元，同比+5.6%

图5：波司登淘系平台销售额

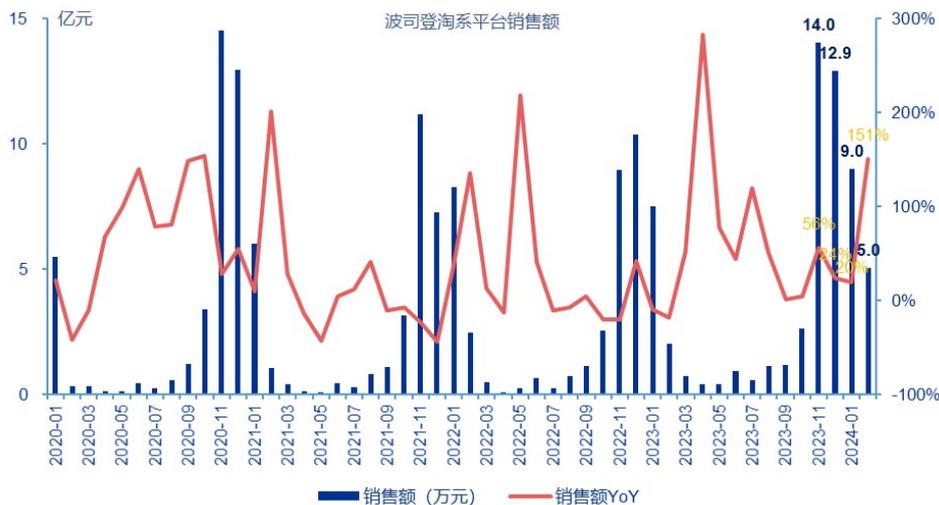
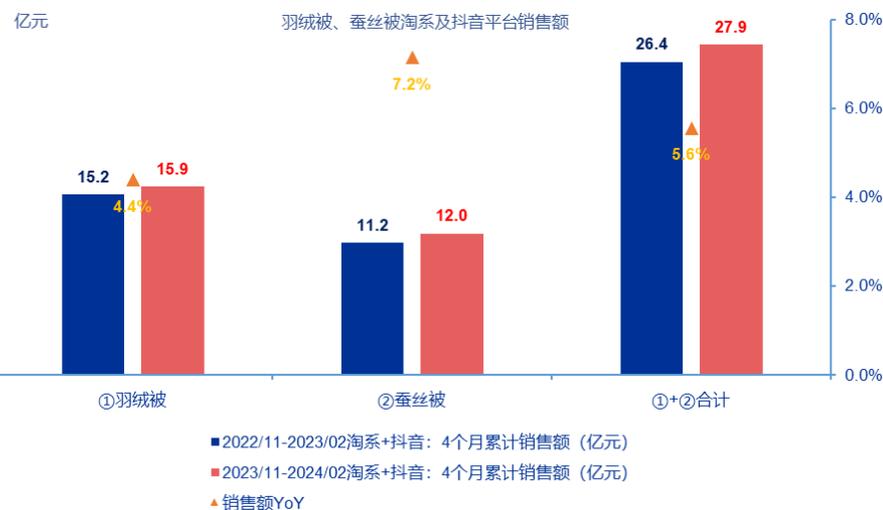


图6：羽绒被、蚕丝被淘系及抖音平台销售额



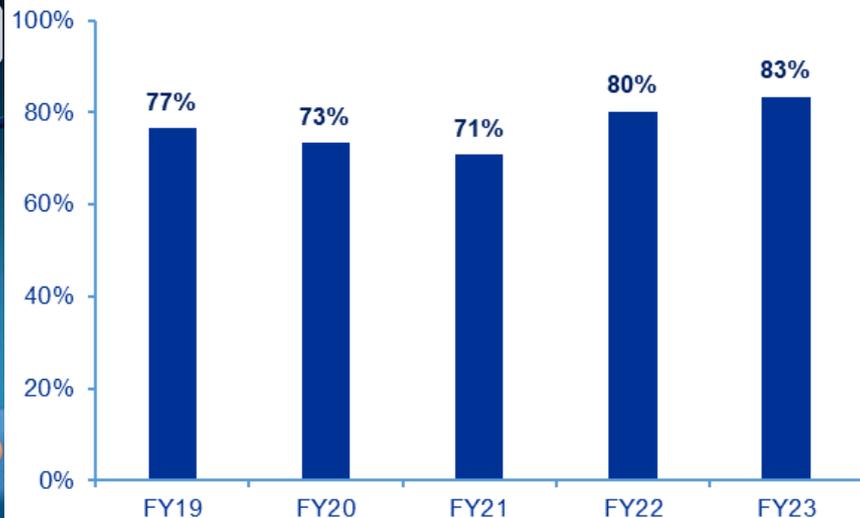
2.1.1 波司登：冬日旺季动销强劲，后续看好淡季品类拓展

- **冬季旺季：动销强劲！** 我们1月上调FY24净利润同比增长27%至27.2亿元（原为26.3亿元）
- **淡季计划：拓展新品类！** 24年淡季将发力防晒服品类，目标流水高增长，此外拓展冲锋衣等增量品类，商务通勤系列延展穿着场景，多品类形成淡季销售的重要补充
- **高分红率：预计股息率5%以上！** FY21-23年度分红率71%/80%/83%，保持高位且稳步提升，假设以FY24年预测净利润27.2亿，以及分红率80%测算，当前股价对应股息率5%以上

图7：波司登羽绒服、防晒服发力户外及商务场景



图8：波司登现金分红比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.1.2 家纺：旺季业绩有望超预期，千亿市场品牌化潜力大

- 根据中家纺协会统计，我国家纺市场规模超2000亿元，但我们测算罗莱、水星、富安娜3家全国性家纺企业的合计市占率不足10%，品牌化空间十分巨大！

表2：全国性家纺企业市占率测算

公司	2022年家纺主营业务营收（亿元），分渠道：	分渠道：				终端零售额测算：假设加盟渠道加价倍率3倍，其他渠道均为自营模式	粗算市占率
		①电商	②直营	③加盟	④团购及其他		
罗莱生活	41.3	14.8	3.1	18.6	4.8	78.5	3.9%
水星家纺	36.6	21.4	2.8	11.8	0.6	60.2	3.0%
富安娜	30.1	12.8	7.3	8.3	1.7	46.7	2.3%
假设当前我国家纺零售市场规模（亿元）						2,000	

资料来源：各公司2022年报，申万宏源研究；注：我国家纺零售市场规模参照中国家纺协会此前统计，假设2000亿元

- 第一梯队竞争格局优秀，长期看上市家纺企业规模持续新高！剔除22年疫情影响年度，横向比较13-21年营收、净利复合增速：水星家纺>罗莱生活>富安娜

图9：上市家纺企业营业总收入

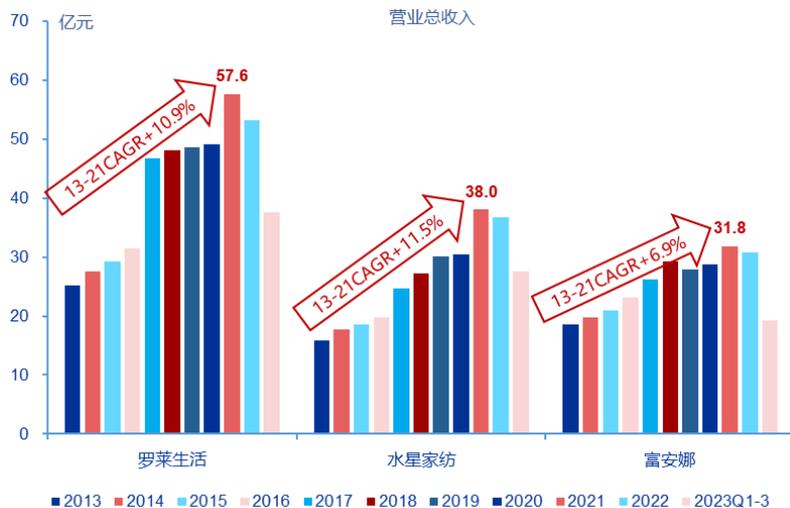


图10：上市家纺企业归母净利润



2.1.2 家纺：被芯销售贡献赶超套件，品质化驱动盈利提升

- 21-23年新开店数量显著放大，加速拓店抢占市场份额，一旦零售反弹，成长性将显现出来
- 品类迁移正在发生：被芯销售贡献占比持续扩大，且毛利率提升较套件更显著，反映出被芯品类正处于终端需求品质化加速的阶段！
 - 22年水星/罗莱（剔除家具业务）/富安娜被芯销售贡献占比45.9%/41.5%/39.0%，且羽绒被、蚕丝被等高客单、高毛利单品畅销，驱动被芯品类毛利率较18年显著提升6.4pct/3.6pct/5.0pct

表3：上市家纺企业近年来门店变化分析（个）

公司	单位：个	2020	2021	2022	2023H1	2023E
罗莱生活	期末门店数	2,236	2,481	2,662	2,692	
	新开店	292	452	399	176	约400
	新关店	381	207	218	146	
	净开店	-89	245	181	30	
富安娜	期末门店数	1,466	1,525	1,470	1,464	
	新开店	65	232	127	42	约180
	新关店	146	173	182	48	
	净开店	-81	59	-55	-6	
水星家纺	期末门店数	预计>2000家				
	新开店					约200
	新关店					
	净开店					

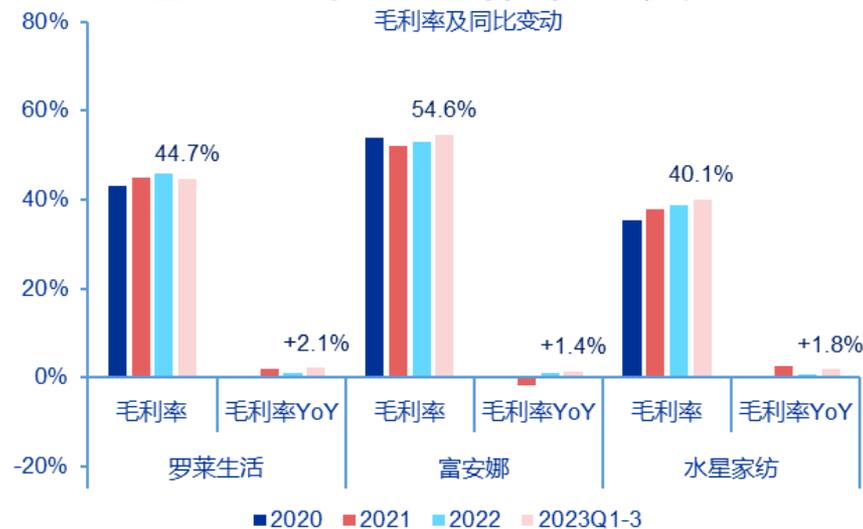
资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：水星家纺期末门店数为申万宏源预测值，2023全年3家公司新开店数量为申万宏源预测值

表4：上市家纺企业被芯贡献营收占比逐年扩大，且毛利率提升显著

公司	品类	营收占比			毛利率		
		2014	2018	2022	2014	2018	2022
罗莱生活 (剔除家具业务)	套件	43.2%	43.4%	38.9%	46.5%	48.6%	48.4%
	被芯	37.3%	34.6%	41.5%	44.4%	46.8%	50.4%
	其他	19.6%	22.0%	19.7%			
水星家纺	套件	43.9%	43.3%	37.5%	37.4%	37.3%	38.5%
	被芯	40.8%	43.9%	45.9%	31.5%	33.9%	40.3%
	其他	15.3%	12.9%	16.6%			
富安娜	套件	53.2%	43.5%	39.2%	54.7%	53.3%	56.2%
	被芯	30.5%	37.2%	39.0%	50.5%	47.7%	52.8%
	其他	16.3%	19.3%	21.8%			

资料来源：Wind，各公司公告，申万宏源研究

图11：上市家纺企业综合毛利率齐头攀升



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 春暖迎来户外露营旺季，体育赛事大年持续催化运动主线

- **催化①：旺季来临！**从2020年起国内露营热潮兴起，处于低渗透率快速提升中，逐渐呈现为常态化、全年化趋势，根据气候特征，国内露营旺季集中在每年春天4-5月（清明、五一小长假）、秋天9-10月（中秋、国庆小长假），建议关注三夫户外、牧高笛、浙江自然
- **催化②：赛事大年！**2024年是奥运年，也是洲际足球赛事大年，将成为各大运动品牌集中曝光、产品推新的重要年度，有望催化体育用品终端零售景气度，且持续提振板块热度，推荐H股国货运动品牌

图12：精致露营产业链图谱

精致露营产业链图谱



资料来源：头豹研究院《2021年中国精致露营行业概览》，申万宏源研究

图13：6-7月体育盛宴密集举办



资料来源：国家体育总局，申万宏源研究

2.2 国货运动品牌去库基本完成，轻装上阵将驱动折扣修复

- **全渠道库存恢复健康水位，折扣修复、毛利回升条件渐成。**根据各公司公告，截至23年末，李宁库销比降至3.6倍，为疫情三年以来最低水平，特步库存同比下降21.6%至17.9亿元
- **消费分层化特征延续，高性价比与高端化趋势同时存在，看好前瞻布局热门户外细分赛道的公司。**推荐安踏体育（多品牌运营能力优秀）、361度（高性价比产品竞争力强），建议关注李宁、特步国际（库存逐步恢复健康）

表5：国货运动品牌季度运营情况跟踪表

运营指标		2021年	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年
安踏	零售流水yoy：安踏	25%-30%	10-20%高段	中个位数下滑	中单位数	高单位数下滑	低单位数	中单位数	高单位数	高单位数	高双位数	高单位数
	零售流水yoy：FILA	25%-30%	中单位数	高单位数下滑	双位数	10-20%低段下滑	低单位数下滑	高单位数	高双位数	10-20%低段	25-30%	10-20%高段
	零售流水yoy：其他品牌	50%-55%	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	10-15%	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	60-65%
李宁	零售流水yoy：整体 (不包括李宁YOUNG)	50%-60%高段	20-30%低段	高个位数下滑	10-20%中段	10-20%低段下降	中单位数	中单位数	10-20%低段	中单位数	20-30%低段	10-20%低段
	线下渠道（零售及批发）		20-30%中段	高单位数下降	10-20%中段	10-20%高段下降		高单位数	10-20%低段	高单位数	20-30%高段	
	零售		30-40%中段	高单位数下降	20-30%低段	10-20%中段下降		10%-20%中段	20-25%中段	20-30%低段	50%-60%低段	
	批发		20-30%低段	高单位数下降	10-20%低段	20-30%低段下降		中单位数	高单位数	低单位数增加	10-20%高段	
	电子商务		30-40%中段	中单位数增加	20-30%中段	高单位数增长		下降10%-20%低段	低单位数	低单位数下降	中单位数	
特步 主品牌	零售流水yoy (包括线上线下)	超过30%	30-35%	中双位数	20-25%	高单位数下降	中双位数增长	20%左右	高双位数	高双位数	30%以上	20%以上
	零售折扣水平		约七五折	七折至七五折	七折至七五折	7折		7-7.5折	7.5折	7-7.5折	约7折	
	零售存货周转	约四个月	约四个月	约四个半月	约四个半到五个月	约五个半月	约五个半月	约五个月	小于5个月	4.5-5个月	4-4.5个月	4-4.5个月
361度	主品牌流水增速		高双位数	低双位数	中双位数	大致持平		低双位数	10-15%	15%	超20%	
	童装流水增速		+ (20-25%)	+ (20-25%)	+ (20-25%)	+ 低单位数		20-25%	20-25%	25-30%	40%	
	电商流水增速		约50%	约40%	约45%	约25%		35%	30%	30%	超30%	

2.2.1 比音勒芬：运动社交化，“衣茅”比肩顶尖消费品

- 十年级别（11-21年）营收/归母净利润CAGR超24%/30%，盈利能力堪称“衣茅”，22年疫情冲击下仍逆势增长
- 在比音勒芬20周年庆典中，董事长提出“十年十倍”增长目标
 - 比音勒芬主标：T恤小专家，聚焦大单品，全年引流、促进连带
 - 比音勒芬Golf：高端时尚运动品牌，自22下半年起启动单设开店
 - Cerruti 1881：重奢品牌定位，对标Burberry、Zegna，大店模式
 - Kent&Curwen：轻奢设计师品牌，对标ami，拥有板球运动DNA
 - 威尼斯狂欢节：时尚户外风格，打造度假旅游服饰第一联想品牌

图15：比音勒芬发展历程

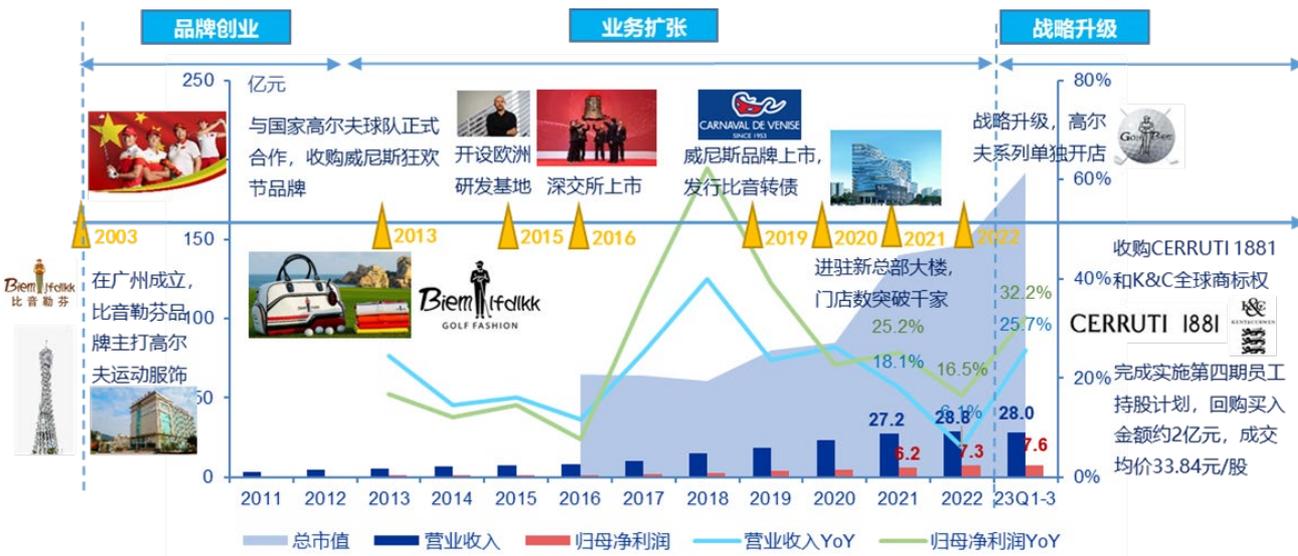


图14：优质消费品毛利率比较

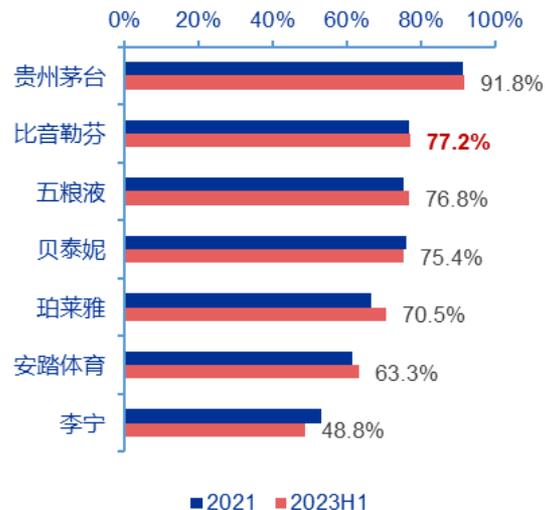
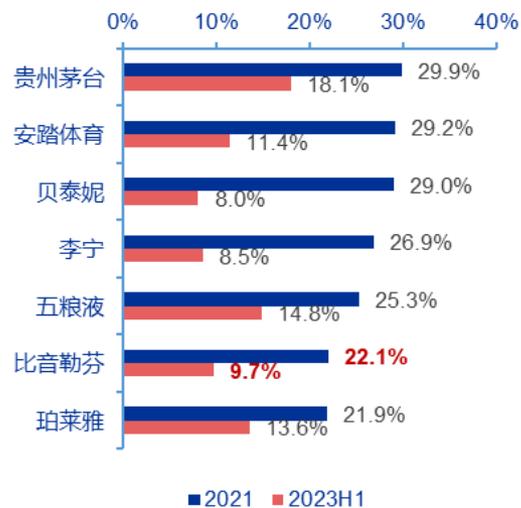


图16：优质消费品ROE(平均)比较



2.2.2 安踏体育：多品牌矩阵发力增长，Amer扭亏增厚业绩

■ 前瞻布局多品牌矩阵，第三增长曲线把握户外红利

- 根据公司公开指引：1) **安踏主品牌：重申大众定位。**渠道下沉发力+精细化运营，24年奥运营销提升品牌与产品曝光度，24年目标流水同比+10-15%。2) **FILA：功能性产品布局+渠道优化调整，高质量增长。**24年目标流水同比+10-15%。3) **户外品牌群：充分把握户外红利，第三增长曲线。**户外品牌认知强化，Descente/Kolon Sports品牌24年目标流水同比不低于+20%/+30%

■ 我们预计，Amer Sports将在24年扭亏为盈，有望增厚公司业绩4.5-5.5亿元，同时IPO上市预计产生16亿元一次性公允价值变动收益，贡献利润弹性

图17：安踏集团构建多品牌矩阵

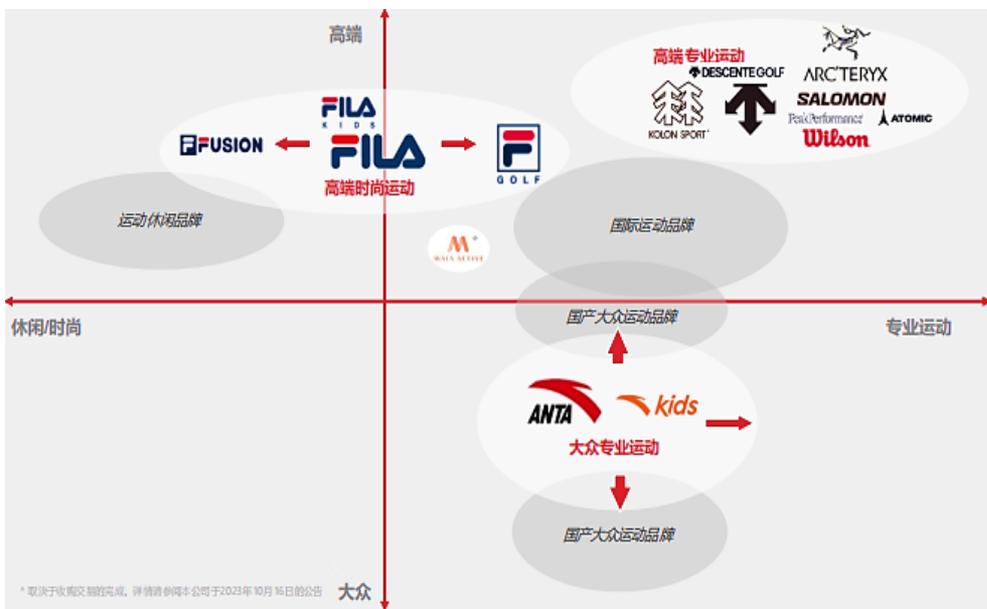
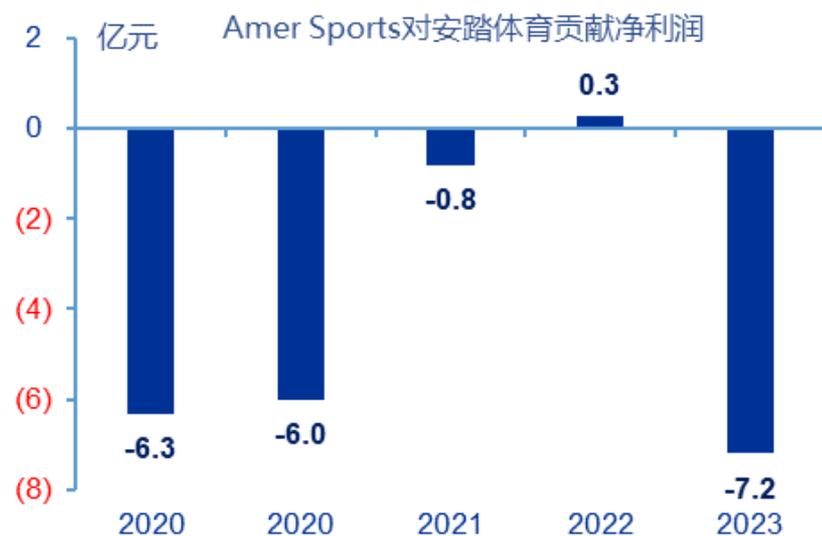


图18：Amer Sports往年拖累利润，24年有望贡献利润增量



2.2.3 361度：高性价比定位顺应消费分层，年度分红率提升

- **高性价比定位顺应消费分层，实现业绩高增长。** 23年营收同比+21.0%至84.2亿元，归母净利润同比+28.7%至9.6亿元，产品升级且高性价比定价，叠加线下渠道开拓、电商专供策略
- **下沉市场优势显著，渠道快速拓店，且单店产出提升。** 根据公司公告，23年底公司成人装/童装国内门店分别净增254家/257家至5734家/2545家，门店升级推动店效提升，成人店平均面积增加9平方米至138平，儿童店增加11平米至103平，我们预计成人店效/儿童店效分别达200-250万/100-130万区间
- **根据公司公告，23年度分红率提升至40%，当前市值对应股息率4%以上**

图19：361度2023年营收84.2亿元，同比+21.0%

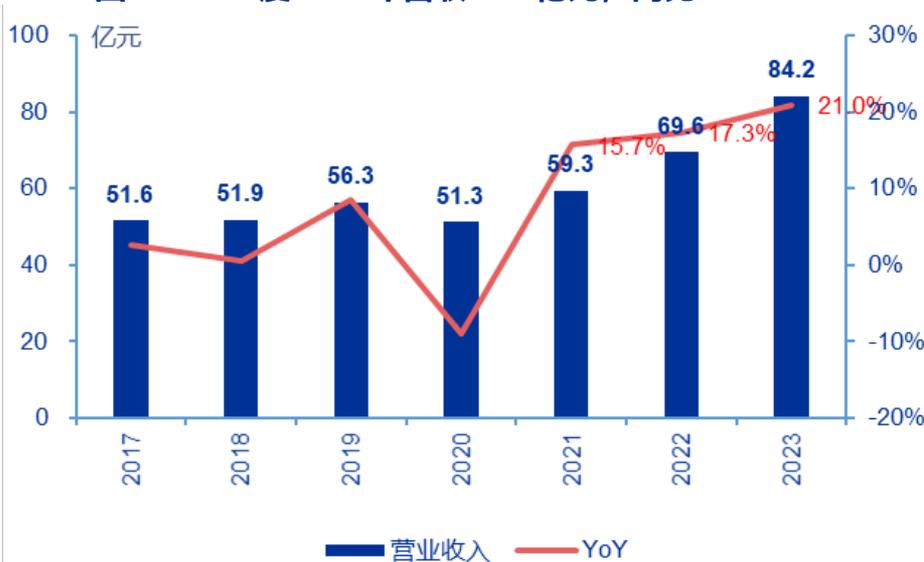


图20：361度2023年归母净利润9.6亿元，同比+28.7%



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/445312310240011131>