

强于大市

纺织服饰行业 2024 年度策略

关注精细化运营的优质品牌，出口拐点在即

我国纺织服装行业 2023 年整体处于弱复苏进程中，同时出口筑底，展望 2024 年随着消费信心和海外需求的持续改善，我们看好服装零售与出口的表现。我们建议重点关注三大主线：内需波动下穿越周期的服装品牌，摆脱困境且估值进入合理配置区间的体育服饰以及订单有望迎来拐点的纺织制造龙头。

支撑评级的要点

- **2023 年服装社零稳健恢复，出口筑底回升。**2023 年国内消费弱复苏下，服装社零好于整体社零，预计 2024 年维持低位稳健增长。出口受海外去库存影响有所承压，但 8 月以来降幅已有所收窄，2024 年拐点有望出现。在板块指数方面，截至 2023 年 12 月 22 日，纺织服饰板块指数相较 2023 年初下跌 0.31%，跑赢沪深 300 指数 13.49pct。
- **内需波动下关注穿越周期的服饰品牌。**一方面，短期来看消费情绪仍面临波动，而男装需求偏刚性，体现在疫情扰动严重的 2020Q1-Q2、2022Q2、2022Q4 男装龙头经营韧性强于女装/大众休闲，且疫后在品牌升级和行业格局优化下稳健修复，兑现成长。我们认为男装防御属性凸显，在当前消费环境下具备良好竞争力。另一方面，在品牌服装线上红利减退、开店边际效益降低背景下，优质品牌将重视线下单店势能的提升，挖掘线下渠道增长潜力，优质品牌在门店管理、消费者运营、品牌宣传、产品供应等多维度精细化运营，线下渠道具备竞争优势，有望在 2024 年维持稳健增长。
- **2024 年体育服饰板块有望回暖。**体育服饰行业 2023 年面临流水增速放缓、库存水平提升等挑战，但我们认为当前库存低点已过，2024 年轻装上阵下板块有望回暖。同时，运动品牌国潮红利褪去，各大品牌通过研发及培育、并购子品牌等方式回归专业运动、拥抱户外趋势。在专业运动领域，安踏、李宁、特步国际等品牌通过专业运动科技打造品牌辨识度，打造多层次产品矩阵，巩固专业运动领域产品优势。在户外运动领域，国家政策支持及居民健康需求为行业快速扩容的主要驱动，细分赛道渗透率快速提升，国产品牌通过优化产品、建设消费者心智等方式强化自身品牌力，建议关注国内体育服饰旗下户外运动品牌成长趋势。
- **纺织制造订单拐点有望出现，把握左侧布局机会。**2023 年海外头部品牌整体处于去库存进程中。各品牌围绕供应链及终端营销积极推进库存去化，当前主要品牌存货周转天数均已见优化。截至 8 月，Nike、Skechers、Deckers 存货周转天数分别同比优化 8 天、16 天、45 天至 107 天、135 天、130 天，且部分品牌对于供应链的表述释放积极信号，Puma6-9 月再订购业务量同比环比均有所提升，Deckers 计划使用“目标库存”指标以保证供应充足。加之美国通胀水平逐步下降，美联储加息周期有望结束，需求改善下我们对 2024 年新订单增长预期积极。我国纺织龙头绑定优质客户，海外巨头收入占比高，2023 年经营已随客户去库存逐季改善，海内外产能布局完善，订单好转下产能优势释放，带来收入业绩弹性修复，中长期将受益于海外品牌供应商集中度提升。

投资建议

- 1、在消费环境不确定下能够较好穿越周期的品牌，重点推荐：功能性场景类服饰，且较好建设消费者心智的**比音勒芬**、**报喜鸟**，性价比较高的大众服饰品牌 **之家**，羽绒服行业龙头**波司登**，以及聚焦学院风赛道标志品牌**锦泓集团**。2、2024 年奥运催化 育服饰有望回暖，且当前估值进入合理配置区间，重点推荐：**安踏体育、特步国际、李宁**。3、上游纺织制造有望迎来拐点，龙头企业订单份额持续提升，重点推荐：**华利集团、申洲国际**，建议关注：**健盛集团、伟星股份。**

评级面临的主要风险

- 消费复苏不及预期、市场竞争加剧、欧美市场需求不及预期。

目录

一、消费情绪仍有待修复，品牌服饰表现占优 4

1.1 2023 年服装社零稳健恢复，出口拐点在即 4
1.2 纺织服饰板块指数表现稳健，板块持仓比例环比提升 6

二、优选穿越周期品类，品牌聚焦精细运营，出口拐点在即 7

2.1 内需波动下关注穿越周期的服装品牌 7
2.2 体育服饰板块调整进入尾声，看好 2024 年动销回暖 11
2.3 纺织制造订单拐点有望出现，把握左侧布局机会 17

三、投资建议 21

四、风险提示 22

图表目录

图表 1. 前三季度内需呈现弱复苏趋势.....4
图表 2. 服装出口降幅持续收窄.....5
图表 3. 2023 年天猫、京东线上服装销售有压力，抖音仍维持快速增长趋势.....5
图表 4. 2023 年初以来纺织服饰板块指数表现稳健（截至 2023 年 12 月 22 日）....6
图表 5. 2023 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截至 2023 年 12 月 22 日）.....6
图表 6.纺织服饰板块基金持股比例小幅上升.....6
图表 7. 服装消费主要分为 4 大类型.....7
图表 8. 2020Q2 优质男装公司率先实现疫后复苏，龙头彰显高成长性（单位：亿元）.....8
图表 9. 2022Q2、2022Q4 疫情扰动期间优质男装公司营收业绩表现稳健（单位：亿元）.....8
图表 10. 2023 年 Q1-Q3 男装公司收入业绩释放高增长（单位：亿元）.....9
图表 11. 服装龙头线上增速普遍放缓.....9
图表 12. 各品牌推进精细化运营.....10
图表 13. 优质品牌精细化运营驱动单店营收持续提升（单位：万元）.....11
图表 14. 体育服饰流水增速放缓.....12
图表 15. 体育服饰行业库存水平有所提升（单位：天）.....12
图表 16. 2018 年中国李宁亮相纽约时装周.....13
图表 17. 安踏推出国旗系列.....13
图表 18. 安踏 2023 年新推出或升级科技系列部分梳理.....13
图表 19. 李宁 2023 年新推出或升级科技系列部分梳理.....14
图表 20. 我国体育服饰品牌专业运动产品矩阵持续完善，持续提升竞争力.....14
图表 21. 我国体育服饰品牌通过赛事、活动、明星等营销方式打造专业形象.....15
图表 22. 户外运动行业增长迅速（单位：亿元）.....15
图表 23. 国牌迅速拓展户外运动赛道.....16
图表 24. 安踏估值位于近 8 年较低位置.....16
图表 25. 李宁估值位于近八年最低位.....17
图表 26. 特步国际估值当前位于近八年 10.7%分位点.....17
图表 27. 至 2023 年底，海外头部各品牌库存均呈现优化.....18
图表 28. 海外头部品牌多措并举推进库存去化顺利进行.....19
图表 29. 美国 CPI 较高位明显回落，加息周期或进入尾声.....19
图表 30. 2023Q1-Q3 随海外客户去库存，纺织制造龙头收入业绩整体呈现逐步改善.....20
图表 31. 纺织制造龙头公司产能布局完善.....20
图表 32. 运动及快消品牌订单向头部供应商集中（单位：家）.....20

一、消费情绪仍有待修复，品牌服饰表现占优

1.1 2023 年服装社零稳健恢复，出口拐点在即

2023 年消费弱复苏，服装增速弹性较大，优于零售大盘。2023 年我国社零增速保持稳健复苏，1-11 月份累计社零增速达 7.2%，服装零售增速高于社零增速 4.3pct，达到 11.5%。服装作为典型传统可选消费品，在 2022 年行业承压背景下调整明显，2023 年恢复弹性优于零售大盘。其中，2023 年 1-5 月复苏弹性明显，服装消费需求年初较为旺盛。6-8 月服装零售受消费信心及高基数影响，增速有所下降。9 月份之后，服装零售增速提速，预计全年服装零售增速高于社零增速。

服装可选属性凸显，增长弹性优于零售整体，2024 年预计维持低位稳健增长。从 2023 年服装整体内销情况来看，其可选属性表现的尤为明显。当行业消费承压，服装销售增速调整会大于其他消费品，反之其增长弹性会更高。2023 年消费呈现弱复苏趋势，虽然改善幅度有限，但复苏的大方向没有改变，我们认为 2024 年服装的销售仍会呈现较为稳健的增长。

图表 1. 前三季度内需呈现弱复苏趋势

时间	社零当月同比%	社零累计同比%	服装零售当月同比%	服装零售累计同比%
2021.1-2	33.8	33.8	47.6	47.6
2021.3	34.2	33.9	69.1	54.2
2021.4	17.7	29.6	31.2	48.1
2021.5	12.4	25.7	12.3	31.9
2021.6	12.1	23.0	12.8	33.7
2021.7	8.5	20.7	7.5	29.8
2021.8	2.5	18.1	(6.0)	24.8
2021.9	4.4	16.4	(4.8)	20.6
2021.10	4.9	14.9	(3.3)	17.4
2021.11	3.9	13.7	(0.5)	14.9
2021.12	1.7	12.5	(2.3)	12.7
2022.1-2	6.7	6.7	4.8	4.8
2022.3	(3.5)	3.3	(12.7)	(0.9)
2022.4	(11.1)	-0.2	(22.8)	(6.0)
2022.5	(6.7)	(1.5)	(16.2)	(8.1)
2022.6	3.1	(0.7)	1.2	(6.5)
2022.7	2.7	(0.2)	0.8	(5.6)
2022.8	5.4	0.5	5.1	(4.4)
2022.9	2.5	0.7	(0.5)	(4.0)
2022.10	(0.5)	0.6	(7.5)	(4.4)
2022.11	(5.9)	(0.1)	(15.6)	(5.8)
2022.12	(1.8)	(0.2)	(12.5)	(6.5)
2023.1-2	3.5	3.5	5.4	5.4
2023.3	10.6	5.8	17.7	9.0
2023.4	18.4	8.5	32.4	13.4
2023.5	12.7	9.3	17.6	14.1
2023.6	3.1	8.2	6.9	12.8
2023.7	2.5	7.3	2.3	11.4
2023.8	4.6	7.0	4.5	10.6
2023.9	5.5	6.8	9.9	10.6
2023.10	7.6	6.9	7.5	10.2
2023.11	10.1	7.2	22.0	11.5

资料：国家统计局，中银证券

2023 年服装出口面临调整，至年尾降幅收窄，拐点有望在 2024 年出现。2023 年以来服装出口受海外库存积压、需求走弱影响有所波动。越南作为近几年纺织业出口增长较快的国家之一，2023 年 1-11 月亦呈现了较大的下降趋势，反映出服装出口面临较大压力，其中欧美市场订单转弱为主要原因。国内服装出口方面，2023 年 5-7 月纺织纱线和服装及衣着附件出口降幅扩大，企业新订单压力提升。8 月之后，出口增速降幅有所收窄。**当前服装出口降幅整体处于逐月收窄的阶段，随着海外大牌去库存临近尾声，新订单比例提升，拐点有望在 2024 年上半年出现。**

图表 2. 服装出口降幅持续收窄

时间	纺织纱线织物及其制品 当月同比%	服装及衣着附件 当月同比%	越南纺织品和服装出口 当月同比%
2022.1	27.1	17.0	24.1
2022.2	(10.1)	(8.0)	25.8
2022.3	22.4	10.9	17.3
2022.4	0.9	2.4	25.4
2022.5	15.8	24.9	19.9
2022.6	8.0	19.1	18.9
2022.7	16.2	18.5	14.8
2022.8	(0.2)	5.1	-
2022.9	(2.7)	(4.4)	24.1
2022.10	(9.0)	(16.8)	5.7
2022.11	(14.8)	(14.4)	(8.0)
2022.12	(22.9)	(10.1)	(21.1)
2023.1	(26.3)	(10.5)	(30.7)
2023.2	(14.4)	(21.6)	12.1
2023.3	9.5	32.3	(13.2)
2023.4	4.1	14.3	(23.9)
2023.5	(14.1)	(12.2)	(16.6)
2023.6	(13.8)	(13.9)	(14.0)
2023.7	(17.2)	(18.0)	(13.5)
2023.8	(5.6)	(13.9)	(17.8)
2023.9	(2.9)	(7.9)	9.6
2023.10	(5.0)	(8.7)	(0.7)
2023.11	(0.5)	(2.8)	(11.3)

资料 ：海关总署，越南统计局，中银证券

传统电商平台整体有压力，抖音渠道保持高增速。今年以来线上服装零售有所波动，2-4 月天猫服装销售保持增长，随着 5 月开始消费情绪波动，增速有所下降。整体来看，1-10 月天猫服装销售额同比下降 5.1%，京东服装销售额同比下降 19.7%，传统电商平台服装销售面临压力。抖音渠道仍处于快速增长期，1-10 月抖音服装销售额同比增长 61.4%，新兴渠道是各服装品牌线上保持增长的主要增量。

图表 3. 2023 年天猫、京东线上服装销售有压力，抖音仍维持快速增长趋势

时间	天猫服装月销售额 当月同比%	京东服装月销售额 当月同比%	抖音服装月销售额 当月同比%
2022.7	(13.8)	(3.7)	133.6
2022.8	(17.7)	(5.2)	93.5
2022.9	(8.8)	5.6	112.8
2022.10	(17.5)	(7.3)	81.5
2022.11	(22.7)	(29.7)	98.4
2022.12	(14.2)	(11.6)	62.4
2023.1	(35.0)	(20.5)	36.4
2023.2	18.2	(24.5)	98.2
2023.3	5.0	(14.7)	70.6
2023.4	19.3	10.8	79.8
2023.5	(0.6)	(12.5)	95.8
2023.6	(1.4)	(8.9)	71.7
2023.7	(12.6)	(30.9)	67.2
2023.8	(12.0)	(20.6)	51.1
2023.9	(14.1)	(31.3)	51.7
2023.10	(4.5)	(33.3)	40.0
2023.1-10	(5.1)	(19.7)	61.4

资料 ：通联数据，中银证券

1.2 纺织服饰板块指数表现稳健，板块持仓比例环比提升

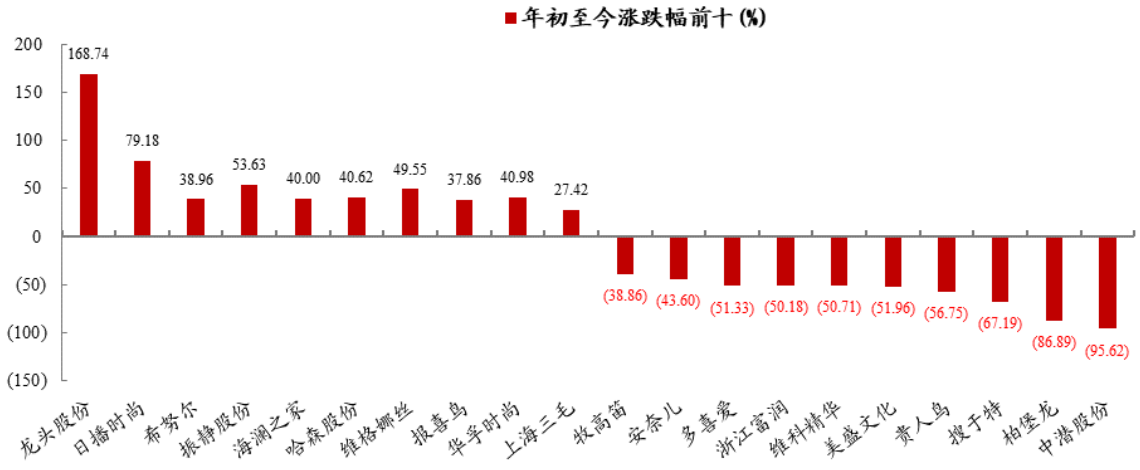
2023 年初以来纺织服饰板块指数表现稳健，上游制造略好于品牌服饰。截至 2023 年 12 月 22 日，纺织服饰板块指数相较 2023 年初下跌 0.31%，跑赢沪深 300 指数 13.49pct。按细分板块，上游纺织制造板块指数较年初上涨 1.50%，下游服装家纺板块较年初下跌 0.30%。

图表 4. 2023 年初以来纺织服饰板块指数表现稳健（截至 2023 年 12 月 22 日）

	2023 年初至今涨幅
纺织服饰	(0.31%)
纺织制造	1.50%
服装家纺	(0.30%)
沪深 300	(13.80%)

资料　：同花顺，中银证券

图表 5. 2023 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截至 2023 年 12 月 22 日）



资料　：同花顺，中银证券

纺织服饰板块持仓比例小幅上升。2023Q3 末纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为 0.40%，相比 2023 年初小幅上升 0.19pct。分板块看，2023Q3 末纺织制造板块与服装家纺板块基金持仓比例较年初分别增加 0.02/0.13pct 至 0.08%/0.26%。

图表 6.纺织服饰板块基金持股比例小幅上升

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
纺织服饰	0.20%	0.21%	0.27%	0.37%	0.40%
纺织制造	0.07%	0.06%	0.05%	0.08%	0.08%
服装家纺	0.11%	0.13%	0.17%	0.21%	0.26%

资料　：同花顺，中银证券

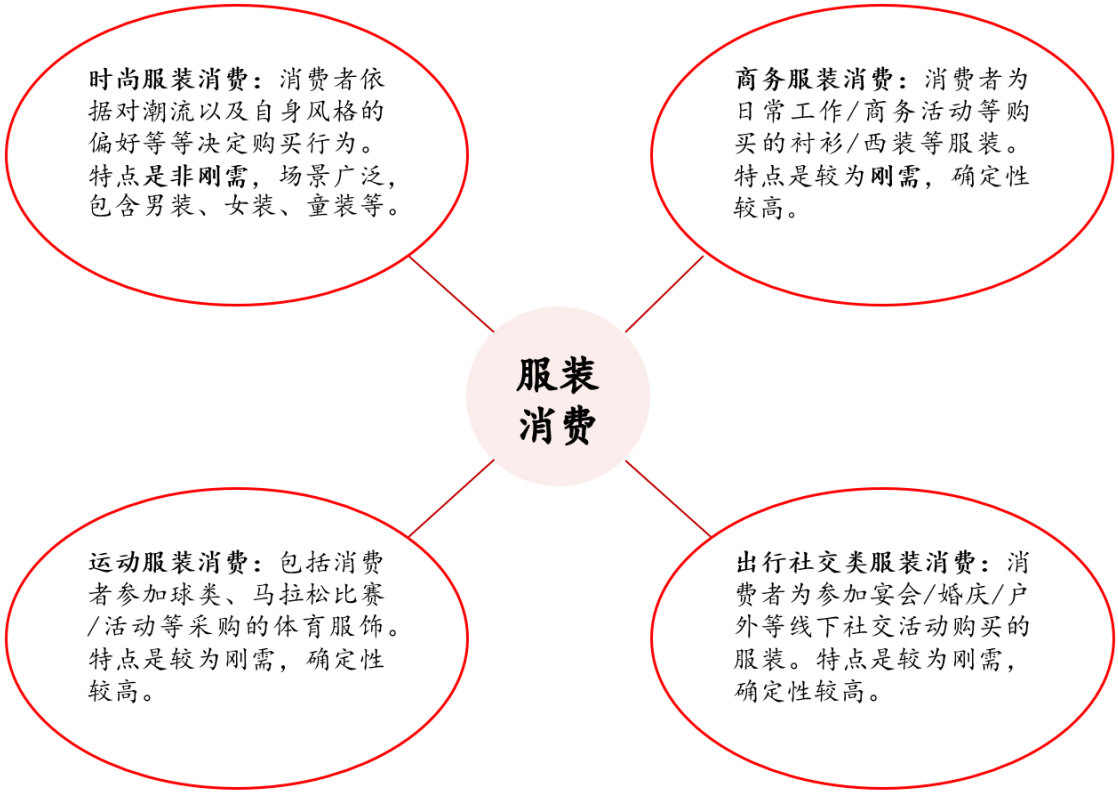
二、优选穿越周期品类，品牌聚焦精细运营，出口拐点在即

2.1 内需波动下关注穿越周期的服装品牌

2.1.1 男装消费偏刚性，需求稳健

男装服饰普遍具备较强功能化属性，需求较为刚性。男装服饰涵盖生活中常用 T 恤、休闲裤、卫衣，工作中的衬衫、西裤，以及运动当中的运动外套、运动裤等。从这些衣物的属性来看像商务工作服、运动服以及具备社交属性的服饰功能性、场景性较强，需求相对更刚性，**我们认为在当前内需消费存在一定不确定性，男装在逆势背景下具有较好的增长韧性。**

图表 7. 服装消费主要分为 4 大类型



资料　：中银证券

复盘男装在需求波动情况下销售较为稳定。优质男装在逆势经营背景下依旧保持良好的韧性，以 2020 年为例，2020 年上半年疫情冲击下线下客流明显减少，各品牌服饰收入业绩均受到影响，尤其是女装/休闲服饰公司受影响较大。2020Q1 多数品牌收入业绩承压，但主要男装公司通过品牌年轻化升级、线上线下精细化运营，成长势能较强，至 Q2 多数男装公司实现收入、业绩正增长，复苏节奏快于休闲服饰和女装。其中，2020Q2 单季度比音勒芬收入、归母净利润分别同增 27.02%、45.94%，报喜鸟收入、归母净利润分别同增 10.09%、149.14%。

图表 8. 2020Q2 优质男装公司率先实现疫后复苏，龙头彰显高成长性（单位：亿元）

	2020Q1				2020Q2			
	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)
男装								
七匹狼	6.66	(29.70)	(0.42)	(145.89)	6.88	13.25	0.66	108.42
比音勒芬	4.19	(11.11)	0.97	(25.27)	4.75	27.02	0.64	45.94
报喜鸟	6.48	(15.95)	0.65	(28.60)	7.25	10.09	0.51	149.14
之家	38.48	(36.80)	2.95	(75.59)	42.54	(8.18)	6.52	(28.78)
其他服饰								
歌力思	4.10	(34.11)	2.44	173.26	4.04	(37.23)	0.19	(81.60)
地素时尚	4.08	(30.14)	1.22	(37.44)	5.78	9.69	1.76	22.04
森马服饰	27.38	(33.51)	0.17	(94.96)	29.96	(26.95)	0.04	(98.90)
安正时尚	5.70	2.91%	0.77	(23.85)	6.87	20.38	0.12	(86.58)

资料： 公司公告，中银证券

2022 年疫情反复期间，男装表现亦相对稳健。2022 年国内仍存在疫情反复带来的扰动，加之 2021 年同期较高基数影响，品牌服饰收入业绩增长面临一定压力，但男装消费偏刚需，且下沉市场门店拓展顺利，受影响程度较轻。以疫情扰动最为严重的 Q2 和 Q4 为例，2022Q2 主要男装公司收入降幅在 7%-15%区间内，相较女装及大众休闲服饰受冲击较小，2022Q4 经营表现亦相对稳健，体现男装消费韧性。

图表 9. 2022Q2、2022Q4 疫情扰动期间优质男装公司营收业绩表现稳健（单位：亿元）

	2022Q2				2022Q4			
	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)
男装								
七匹狼	5.64	(7.34)	0.45	148.33	9.66	(14.56)	0.53	(62.53)
比音勒芬	5.03	(14.33)	0.82	(13.40)	6.60	(12.16)	1.54	(6.88)
报喜鸟	8.38	(14.46)	0.59	(27.17)	12.75	(13.79)	0.74	(23.58)
之家	43.04	(7.24)	5.53	(31.58)	48.87	(18.99)	4.06	(8.52)
其他服饰								
歌力思	5.43	(3.69)	0.03	(96.44)	6.49	(5.92)	(0.61)	(201.67)
地素时尚	5.04	(27.63)	1.01	(47.85)	6.81	(22.06)	0.09	(93.21)
森马服饰	23.32	(27.28)	(1.05)	(133.43)	43.89	(18.71)	3.66	(32.76)
安正时尚	4.71	(34.45)	(0.02)	(233.03)	5.73	(34.01)	(4.01)	/

资料： 公司公告，中银证券

2023 年前三季度男装恢复维持稳健。在 2023 年消费需求弱复苏背景下男装龙头逆势实现渠道拓展、品牌升级，同时中小品牌出清较多，行业格局有所优化，在 2023 年，男装龙头实现收入业绩的稳健增长。2023Q1-Q3 比音勒芬单季度收入分别同比增长 33.13%/20.25%/22.04%，报喜鸟收入分别同比增长 11.49%/40.77%/14.80%。**我们认为，中高端优质男装持续加强消费者认知建设，凭借产品力与性价比优势，持续推进渠道拓展与品牌升级，在当前消费环境下具备良好的竞争优势。预计在 2024 年消费仍存在不确定性的情况下依旧能维持稳健的增长。**

图表 10. 2023 年 Q1-Q3 男装公司收入业绩释放高增长（单位：亿元）

	2023Q1				2023Q2				2023Q3			
	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)
男装												
七匹狼	9.09	2.75	0.89	96.63	6.27	11.29	0.68	51.82	8.41	3.34	0.44	545.14
比音勒芬	10.79	33.13	3.01	41.36	6.05	20.25	1.15	40.16	11.12	22.04	3.42	22.80
报喜鸟	12.90	11.49	2.56	24.22	11.80	40.77	1.52	157.54	11.97	14.80	1.48	23.28
之家	56.82	9.02	8.03	11.07	55.17	28.19	8.76	58.47	43.70	5.07	7.73	63.13
其他服饰												
歌力思	6.66	5.99	0.47	0.39	7.07	30.22	0.62	1785.89	6.93	20.59	0.27	(14.36)
地素时尚	6.10	2.27	1.64	9.34	6.37	26.50	1.42	40.27	5.98	(3.28)	1.07	(13.54)
森马服饰	30.02	(9.29)	3.11	48.85	25.58	9.71	2.05	(295.81)	33.38	1.11	3.16	89.37
安正时尚	6.04	4.80	0.27	28.76	6.88	46.16	0.01	(127.27)	4.93	(23.45)	0.02	(91.01)

资料　：　公司公告，中银证券

2.1.2 精细化运营提升店效，关注持续成长的优质品牌

服装线上渠道逐步进入存量市场。随着电商渠道红利逐步消退，线上渠道进入存量市场竞争，各家公司遇到需求减弱同时流量碎片化的情况，线上体量遭遇瓶颈，各大服饰公司线上销售收入增速从 2017 年高速增长逐渐放缓，2023 年 H1 服装龙头线上增速普遍有所波动。当前流量碎片化、线上竞争加剧下，我们认为 2024 年线下单店势能的重要性凸显，建议优选通过精细化运营维持稳健增长的品牌。

图表 11. 服装龙头线上增速普遍放缓

线上增速	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
森马服饰	40.5%	31.5%	29.8%	8.9%	11.2%	(0.1%)	(6.4%)
罗莱生活	42.9%	6.9%	12.3%	18.2%	13.6%	(8.1%)	7.1%
之家	23.3%	9.2%	15.1%	54.7%	33.0%	4.8%	9.9%
太平鸟	37.5%	11.5%	15.8%	21.3%	19.9%	(18.8%)	(30.0%)
歌力思	25.8%	10.8%	11.4%	117.7%	9.2%	29.0%	6.6%

资料　：公司公告，中银证券

优质品牌多维度推进精细化运营。在线上竞争加剧背景下，各优质品牌加码线下渠道建设，推进精细化运营，在门店管理、消费者运营、品牌宣传、产品供应等方面均有较多高效举措。如优化渠道结构，吸纳更多会员并提升会员购物体验，加大宣传力度以建设消费者心智以及重视产品供应，提升物流效率。多维度精细化运营助力提升品牌综合竞争力。

图表 12. 各品牌推进精细化运营

品牌	门店管理	消费者运营	品牌宣传	产品供应
安踏	①持续拓展渠道，包括加强高线城市布局，重点城市打造战略旗舰店，提升核心商圈及购物中心覆盖率。 ②DTC 转型计划持续推进，占总门店数量约 80%。	安踏通过自有 IP 赛事‘要疯’篮球比赛的举办以及建立儿童及青少年运动社区，打造专业社区课程，扩大消费群体，打造消费者心智。	①连续 16 年成为中国奥委会合作伙伴。 ②与 NBA 超级巨星欧文正式签约，未来安踏将围绕欧文推出更多支线产品。 ③王一博成为安踏品牌全球首席代言人	安踏实施物流“5+N”战略布局，同时积极推动物流数字化方面的转型升级，有效提升物流数据输送及营运效率、降低物流成本、提升物流数字化及智能化水准。
比音勒芬	公司打造优质线下渠道，目前已覆盖全国高端百货商场、购物中心、机场高铁交通枢纽以及高尔夫球场。	举办全国首场比音勒芬高尔夫文化沙龙，邀请签约球员、美巡教练出席沙龙，与 VIP 会员分享学习高尔夫的经验心得，强化品牌高尔夫 DNA。	①比音勒芬持续赞助中国国家高尔夫球队，同时为国家队设计杭州亚运会比赛服，并计划 2024 年奥运会为国家队打造五星战袍。 ②全球宣传片《创造你的传奇》6 月正式上线，影片围绕“高尔夫运动精神”展开，品牌代言人吴尊、 国际超模杨昊亮相。	公司建立了原材料采购和产品销售服务体系，确保产品质量，坚持严选高档次、高性能的面料，与意大利、韩国和日本等国的知名面料供应商保持稳定的合作关系。建立了和品牌运营企业相适应的营销终端管理制度、快速反应的供应链体系。
波司登	公司优化渠道质量，聚焦“单店经营提质增效”，提升终端形象和渠道效率，集中资源打造“TOP 店”提升单店运营能力。截至 2023 年 9 月 30 日，共开设近 400 家旺季店。	截至 2023 年 9 月 30 日，波司登品牌在天猫及京东合计粉丝超 3760 万人，会员超 1460 万人，在抖音粉丝超 900 万人。同时推行新零售运营，包括会员制度、会员营销策略、差异化解决方案、打通渠道数据等。	与航天、艺术家、动漫等跨界 IP 联名，吸引年轻客群。如与中国航天合作推出的“矢志不渝，逐梦星辰”产品主题，融入科技、运动时尚元素，用产品承载航天文化理念，致敬中国航天精神的同时弘扬民族自信。	公司推行数字化运营，在智能制造、智能物流、智能商品领域成果显著。 同时施行拉式下单、生产，直营门店按照销售反应拉式下单、生产，经销商根据情况采取不同的订货和返利灵活模式。FY2024H1 经销商保持低首次订货比例。
Teenie Weenie	公司门店涵盖了城市核心商圈的购物中心和百货商场，营造高档独特的品牌形象。 同时坚持自主选址、自主设计装修、自主管理，以彻底贯彻公司的品牌战略和定价策略，对消费者需求做出快速响应，保证了品牌营销与推广的力度，为公司不断提升品牌档次和品牌调性提供了较好保障。	通过线上大数据的分析，公司筛选出与小熊家族生活方式最接近、最受消费者欢迎的品类，寻找头部供应商与经销商进行合作与授权经营，组成 IP 资产品类授权合作单元，汇集与小熊家族生活方式相关的各类产品，为小熊粉丝们提供更多优质的商品选择。	①品牌以独特的卡通形象及家族故事为创作蓝本，树立品牌认知。 ②持续加强与明星、艺人、KOL、Up 主等的跨界合作与联名，推出联名版时尚服饰及周边衍生产品，线下门店升级，展示品牌形象。	公司产品主要依托代工厂进行生产，同时在南京还设有自有工厂。公司自有工厂拥有多项实用新型专利，不仅承担各种新技术工艺研发、验证和样品制作，也能承接双面呢、刺绣等复杂工艺的批量加工生产，同时也保持整条供应链的贯通和快速反应能力，产品大货准交率和追单平均周期处于行业领先水平。
哈吉斯	坚持“成长优先、利润导向”原则，持续优化激励机制，重点关注和提升门店运营质量，促进品牌实现高质量发展。同时在强势区域推进大店策略的实施，加快渠道下沉，主动关闭低效店铺，持续优化渠道结构。	①围绕会员体验与品牌传播需求，推动明星见面会、天使计划等会员权益活动。 ②升级企业微信，借助官网小程序优势开展直播、会员互动、内容传播等，有效提升品牌传播力、会员参与度，实现会员消费人数增长，复购率上升，提高品牌运营质量。	①赵又廷、陈都灵为品牌代言人。 ②围绕 ICONIC 系列、HRC 系列通过内容视觉升级、媒体投放、明星合作等传递品牌概念，围绕小红书+抖音+商圈广告媒体多维度曝光。 ③与陈都灵、尹坊、董洁、李纯等明星合作，在热播电视剧和综艺节目中植入品牌产品，增加品牌曝光度。 ④赞助网球精英挑战赛等线下社群活动，加强与目标消费群体的互动，有效提升品牌形象。	①采用自制、外协生产相结合的生产模式。在温州永嘉、上海松江、安徽合肥建立生产基地，西服、衬衫以自制生产为主；其他品类主要采用委外加工方式。 ②建立报喜鸟大规模个性化智能定制系统，实现“个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率”。 ③在温州、上海、苏州、合肥等地设有仓储基地，产品先发往公司仓库，再通过第三方物流运送到门店或顾客。

资料：各公司公告，中银证券

精细化运营驱动品牌单店收入持续提升。各优质品牌推进精细化运营，单店收入近年保持快速提升，安踏主品牌、波司登、Teenie Weenie、哈吉斯、比音勒芬 2023H1 店效普遍超过 2021H1 的水平，展现了良好的成长性。**当前服装行业存量竞争背景下，重视线下渠道，开展精细化运营的公司展现独特的成长潜质，看好优质品牌店效持续提升。**

图表 13. 优质品牌精细化运营驱动单店营收持续提升（单位：万元）

线上增速	2018	2019	2020	2021	2022	2022H1	2023H1
安踏主品牌	114.8	129.2	107.4	167.9	187.9	95.3	99.0
yoy	10.4%	12.5%	(16.8%)	56.3%	11.9%	33.9%	3.8%
波司登	158.6	177.1	187.6	234.3	237.8	85.6	112.2
yoy	42.3%	11.6%	5.9%	24.9%	1.5%	19.0%	31.0%
Teenie Weenie	143.6	126.1	134.0	155.5	134.2	67.3	80.4
yoy	29.7%	-12.2%	6.3%	16.1%	(13.7%)	(19.0%)	19.5%
哈吉斯	200.2	205.3	236.9	282.1	245.0	88.4	102.4
yoy	-	2.6%	15.4%	19.1%	(13.2%)	(4.1%)	15.8%
比音勒芬	161.7	193.2	204.2	225.2	236.1	109.3	132.2
yoy	-	19.4%	5.7%	10.3%	4.8%	(4.5%)	21.0%

资料　：公司公告，中银证券　　*注：各品牌单店收入为估算值*

2.2 体育服饰板块调整进入尾声，看好 2024 年动销回暖

2.2.1 2023 年体育服饰面临多重挑战

2023 年体育服饰流水增速放缓。2021 年初体育服饰在新疆棉事件影响下迎来黄金发展期，以耐克阿迪为首的一线国际品牌受到较大影响，叠加国潮风向催化，2021 年各大体育服饰公司零售流水有较大增长。经历过快速增长后，各大品牌面临疫情反复、疫后需求恢复较慢以及高基数等多重增长压力，从 2023 年前三季度各大品牌流水增速来看明显放缓，安踏、李宁和特步整体保持高单位数到中双位数增长。

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/635130202022011041