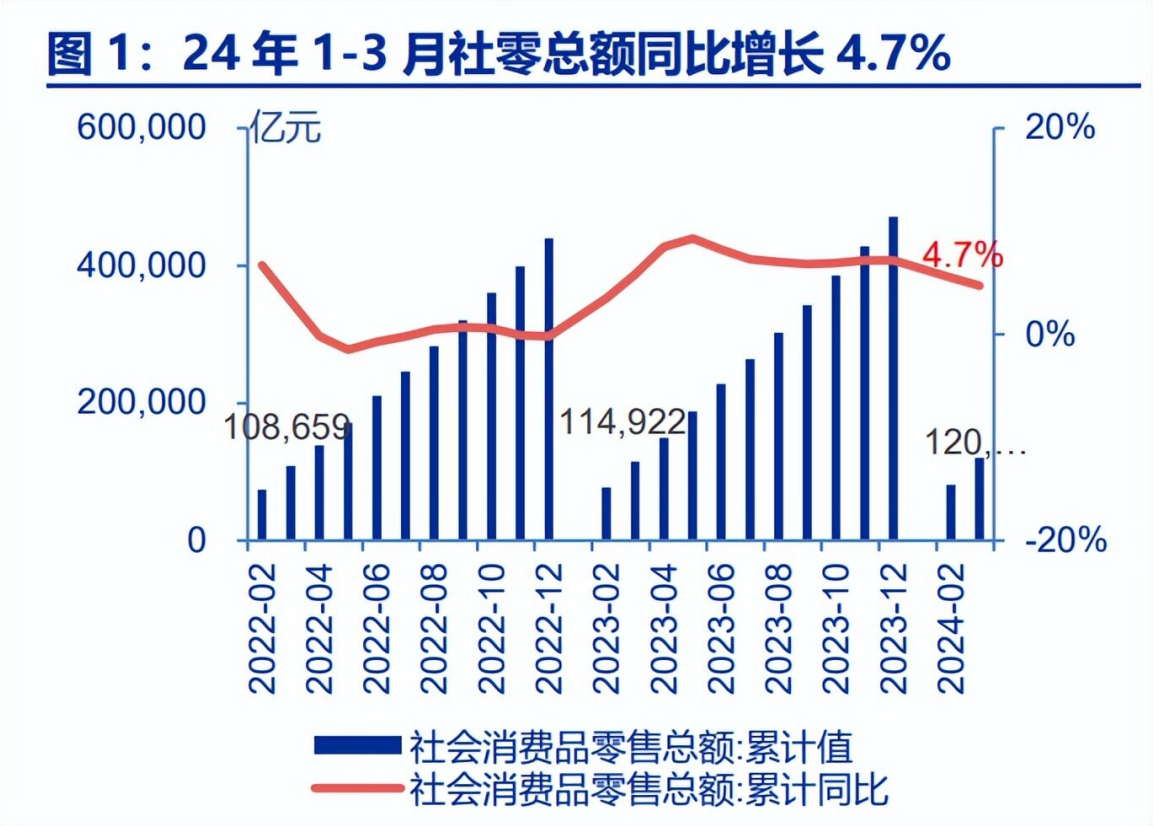
2024年纺织服装行业2023年报及2024年一季报回顾：品牌零售温和复苏_制造端拐点已现

1.行业概览：内需延续温和复苏，外需景气度回升

内需温和复苏，3月纺服社零同比增长3.8%。24年1-3月社零总额同比增长4.7%至12万亿元，其中，服装鞋帽、针织品类累计零售总额同比增长2.5%至3694亿元，终端零 售呈现弱复苏状态，主要与一季度高基数及天气偏冷延缓春装换季需求有关。分月度看，23年10月-24年3月纺服社零增速分别为+7.5%/+22.0%/+26.0%/+1.9%（1-2月合计）/+3.8%，呈现出“年底低基数与旺季拉动下快速反弹，年后增速放缓”的趋势。我们认为，24年品牌端将呈现“稳健恢复、前低后高“的趋势，预计下半年在基数缓和、产品推新及 渠道拓展集中落地等带动下，终端销售有望加速增长。



品牌去库基本完成，补库需求驱动出口景气度回升。24 年 1-4 月国内纺织业出口额同 比上升 1%至 898 亿美元。边际看 1-2 月增长加快，3-4 月有所下滑，预计主要与春节后 复工复产时间差异有关。4 月单月出口额 239 亿美元（yoy-3%），相比 3 月跌幅明显收窄。 当前下游品牌去库基本完成，推动补库需求释放，外需景气度回升，制造端订单拐点显现。

年报及一季报总结：品牌端 23 年低基数下快速恢复，利润弹性释放，24Q1 开局稳健。 制造端订单拐点显现，24Q1 加速回暖。运动板块需求韧性强劲，差异化的高端品牌与二

线高性价比品牌表现更优。男装在品牌势能提升、疫后线下恢复同店高增等拉动下恢复较 快。童装及女装整体恢复偏慢，但得益于费用管控及利润低基数，23 年整体利润弹性好于 收入。家纺板块冷冬晚春催化被芯大单品畅销，产品结构优化推动利润率延续上行趋势。 纺织制当前订单拐点已现，伴随产能利润率的回升，有望释放更强利润弹性。

2.港股运动：需求韧性较强，库存改善、折扣收紧

年报表现符合预期，品牌加大分红力度。1）安踏高直营体系下利润弹性最优。23 年 收入/归母净利润同比增长 16%/35%至 624 亿元/102 亿元。分红率从 22 年的 44%升至 51%。2）361 度受益于高性价比优势增长亮眼。23 年收入/净利润同比上升 21.0%/28.7% 至 84.2/9.6 亿元。23 年恢复分红，分红率为 40%。3）特步业绩符合预期，派发特别股息。 23 年收入/归母净利润同比增长 11%/12%，派息率为 50%，并将出售时尚运动品牌的 1.51 亿美元全部用于发放特别股息。4）李宁 23 年受去库影响利润下滑。23 年收入/归母净利 润同比增长 7%/下滑 22%，分红率从 22 年的 30%提升到 45%。

24Q1 高基数下运动品牌低单-双位数增长，好于社零整体。24Q1 安踏/FILA/其他品 牌分别增长中单位数/高单位数/25-30%。李宁主品牌（不包括李宁 YOUNG）零售流水低 单

位数增长。特步主品牌增长高单位数。361 度延续强劲表现，线下成人同比增长高双位 数,童装/电商流水增速更快，为

20%-25%。 库存改善驱动折扣收紧。行业自 22Q3 进入去库周期，当前已基本恢复正常。根据各 公司电话会，24Q1 安踏/FILA 库销比低于 5 倍，李宁 4 倍出头，特步/361 度为 4-4.5/4.5-5 倍。折扣率在库存改善下逐步收紧，24Q1 FILA 线上/线下折扣改善 3pct/约 1pct；安踏线 上折扣改善。李宁折扣同比改善低个位数。特步为 7-7.5 折，并向 7.5 折靠拢。

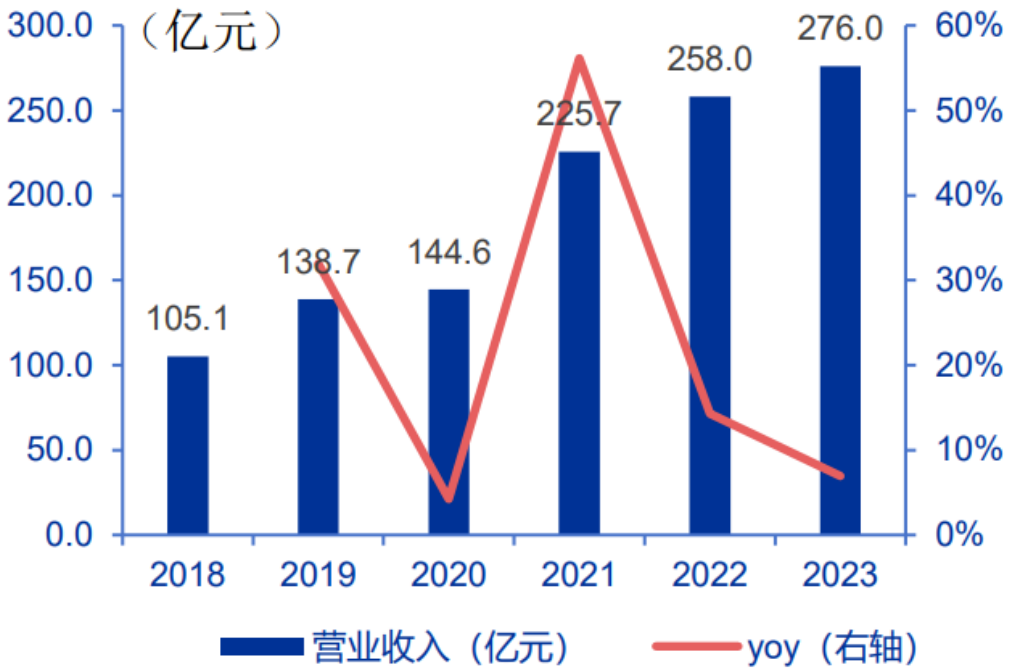
渠道优化升级，提升门店经营质量。安踏持续推进差异化的渠道结构，覆盖不同层级 市场。FILA 23 年门店净减少 12 家至 1972 家，但门店优化带动店效和收入快速增长。361 度 23 年成人/童装店分别净增 254 家/ 257 家，成人九代店占比提升 16pct 至 65%，童装 四代店占比提升 15pct 至 87%，带动门店面积、店效持续增长。李宁 23 年门店仅净增 65 家至 7668 家，但结构优化带动月店效提升高单位数。特步通过九代店升级提升客流及连带。 品牌加大力度布局出海，寻求增量市场机会。各品牌加大海外布局，发力东南亚、中 东、欧美，寻找增量市场。以 361 度为例，23 年海外收入同比增长 50.1%至 1.85 亿元。

安踏 2023 年业绩表现大超预期，高直营占比释放利润弹性，分红率升至 51%。2023 年收入同比增长 16%至 624 亿元，归母净利润同比增长 35%至 102 亿元（扣除分占合营 公司亏损的 7.2 亿后增长 45%至 109.5

亿）。业绩表现超预期，主要因品牌折扣收紧、门 店精细运营提升坪效释放正向经营杠杆等拉动。分红率从 22 年的 44%升至 51%。 分品牌看，1）主品牌稳健增长：安踏品牌 23 年营收 303.06 亿元，同比增长 9.3%， 毛利率同比提升 1.3pct 至 54.9%。24Q1 流水增长中单位数。2）FILA 增长较快：23 年 营收 251.03 亿元，同比增长 16.6%，主要受电商渠道及专业产品增长拉动。毛利率同比提 升 2.6pct 至 69.0%，主要因折扣率收紧。24Q1 流水高单位数增长。3）新品牌受益于户外发展热潮增势强劲：23 年营收 69.47 亿元，同比增长 57.7%，毛利率提升 1.1pct 至 72.9%。 24Q1 延续高增趋势，流水增长 25-30%。

李宁 23 年业绩符合预期，分红率升至 45%，一季度稳健增长。2023 年实现收入 276 亿元，同比增长 7%，归母净利润 31.9 亿元，同比下滑 22%，表现符合预期，业绩下滑主 要因下半年加盟商消化旧货，加盟发货收入下降，叠加政府补贴以及其他非经营收益减少 等影响。分红率从 22 年的 30%提升到 45%。24Q1 李宁主品牌（不包括李宁 YOUNG） 流水低单位数增长，其中，电商渠道增长 20%-30%，线下受客流下滑的影响，整体下降低 单位数，线下直营增长中单位数，经销下降中单位数。

图 7：李宁 23 年营收 276 亿元，同比增长 7.0%



直营领衔增长，加盟库存加速去化。23 年批发/直营/电商收入 126/69/75 亿元，同比 增长 0.6%/30%/0.9%，占比下降 3pct/上升 4pct/下降 2pct 至 46%/25%/27%，直营高 质量增长，加盟加速去库。23 年门店净增 65 家至 7668 家，但门店结构持续升级，整体 门店平均面积 245 平米，带动平均月店效提升高单位数。 24 年公司目标为稳健经营、务实发展，维持全年收入中单位数增长、利润率低双位数 的目标。当前零售端稳步恢复，跑鞋矩阵新上市产品表现较好，5 月将正式发售韦德之道篮

球鞋，结合后续低价位的篮球鞋、泛跑鞋等新品上市，流水有望加速增长。预计 24-26 年归母净利润为 33/37/41 亿元，对应 PE 15/14/12 倍。

特步业绩符合预期，派发特别股息，亏损资产剥离有望改善业绩。23 年公司收入同比 增长 11%至 143.5 亿，归母净利润增长 12%至 10.3 亿元。23 年毛利率为 42.2%，上升 1.2pct，归母净利率略提 0.1pct 至 7.2%。24Q1 特步主品牌全渠道流水同比增长高单位数，根据公司公开电话会交流，24Q1 电商增长超过 25%，线下渠道增长低单位数。23 年公司分红率 50%，同时将出售时尚运动收到的 1.5 亿美金全部用于派发特别股息。

分品牌看，主品牌稳步发展，新品牌增长迅速。1）主品牌增势稳健。23 年收入同比 增长 7.4%至 119.5 亿元，占比 83.3%，毛利率提升 0.7pct 至 42%。2）专业运动收入翻 倍增长。23 年收入同比增长 98.9%至 8.0 亿元，占比 5.5%。毛利率下降 2.7pct 至 40%，主要是由于 23 年批发收入占比提升至 13%。3）时尚运动持续增长，但仍在亏损，近期资 产出售后有望改善公司业绩。23 年收入同比增长 14.3%至 16 亿元，占比 11.2%。5 月发 布资产出售公告，将以 1.5 亿美元出售给大股东丁氏家族，有望改善公司业绩。公司多品牌矩阵布局成效逐步显现，后续业务聚焦跑步赛道精准发力，有望强化品牌

协同。主品牌特步深耕大众市场，马拉松赛道先发优势显著，索康尼占据中高端跑步市场，迈乐发力户外及越野跑步，形成差异化的跑步矩阵布局。预计公司 24-26 年净利润分别为 11.5/13.0/14.6 亿元，对应 PE 12/11/10 倍。

361 度业绩持续高增长，23 年恢复派息，分红率 40%。23 年公司收入同比上升 21.0% 至 84.2 亿元，归母净利润同比提升 28.7%至 9.6 亿元。全年分红率 40%。24Q1 361 度成 人线下/童装线下/电商流水同比增长高双位数/20%-25%/20%-25%，品牌持续高增，主要 得益于产品高性价比优势的认可度提升，以及将电商作为爆款尖货的首发平台、针对性匹 配货品，推动电商市占率不断提升。

运营情况稳健，盈利能力持续向好。1）盈利能力持续提升。23 年毛利率同比提升 0.6pct 至 41.1%，主要得益于平均批价的提升、高毛利率的电商收入占比增加等，归母净利率同比提升 0.7pct 至 11.4%。2）库存及折扣保持健康，现金流改善。23 年存货周转天数增加 2 天至 93 天，经营活动产生的现金流量净额为 4.1 亿元，同比增长 7.3%。根据公司公开 电话会，24Q1 公司库销比在 4.5-5 倍，折扣率维持在 7 折左右，未来逐步向 7.5 折靠拢。 消费分级背景下，公司产品兼具高性价比和强功能性优势，叠加高效的渠道运营，增 长有望持续

快于行业。预计 24-26 年净利润为 11.5/13.4/15.4 亿元，对应 PE 为 8/7/6 倍。

3.纺织制造：下游温和补库启动，龙头表现超行业

3.1 中游制造：成长回归，运动制造白马有望迎来新高之年

全球化大型运动制造商供应链地位突出，业绩稳定性穿越 23 年下游去库周期，而去库一旦结束 即展现出高弹性。每一轮供应链订单收缩，品牌优先淘汰尾部厂商，保护头部厂商订单，因此 23 年 申洲国际/华利集团/健盛集团营收同比-10%/-2%/-3%，归母净利润同比-0.1%/-1%/+3%，降幅有 限。而至下一轮订单回升，头部厂商将得到更多的订单份额，24Q1 华利集团/健盛集团营收同比 +30%/+10%，归母净利润同比+64%/+112%，已展现出超高业绩弹性。我们认为，这些公司近年 来坚定逆势扩产，成长性终将在订单回暖中显现，24 年有望迎来业务新高之年。

申洲国际：23H2 毛利率环比改善，业绩拐点信号显现。根据 23 年报，申洲国际 23 年营收 250 亿元（同比-10.1%），归母净利润 45.6 亿元（同比-0.1%），主要受欧美运动类产品消费需求不足 及客户去库存的影响。其中，23H2 营收 134 亿元（同比-5.5%），归母净利润 24.3 亿元（同比+10.7%），业绩环比上半年改善，下半年随订单逐步回暖，带动了毛利率环比提升，23H1/H2 毛利率分别为 22.4%/25.8%，23 年净利率同比提升 1.8pct 至 18.3%。

欧美运动类产品需求下滑，内衣品类及新客户贡献提升。23 年运动类产品收入 180 亿元，同比 下滑 13.6%，营收占比 72%，主要系欧美客户去库影响。休闲类产品收入 56.7 亿元，同比下滑 1%， 占比 23%；内衣类收入 10.7 亿元，增长 30%，占比 4%，主要系日本及其他市场内衣需求增加。 申洲国际是全球一体化服装制造商，已形成国内外双一体化的大规模产能布局，深度绑定全球顶 尖品牌，24 年业绩有望持续改善，维持“买入”评级。申洲国际长期服务于 Nike、Adidas、Uniqlo 等全球顶尖服装品牌，产能规模及一体化优势明显，需求扰动因素减弱，看好公司竞争力释放之下的 中长期业绩增长。预计 24-26 年归母净利润 55.5/64.9/75.8 亿元，对应 PE 为 21/18/15 倍。

华利集团穿越去库周期，24 年订单回升、成长回归。23 年营收 201.1 亿元（同比-2.2%），归 母净利润 32.0 亿元（同比-0.9%）。23Q4 营收 58.1 亿元（同比+11.7%），归母净利润 9.1 亿元（同 比+16.7%），23Q4 量价齐升，订单高价值化趋势明显。分拆量价看，23 年销量有所下降，下游客 户去库存导致订单有所减少，但均价提升，主要源于高单价客户占比提升。 24Q1 增长提速。24Q1 公司实现营收 47.6 亿元（同比+30.2%），归母净利润 7.9 亿元（同比 +63.7%）。考虑到美元兑人民币平均汇率在 24Q1 同比升值，推算公司 24Q1

美元口径营收、利润 增速略低于人民币口径，环比 23Q4 增长提速，且优于丰泰企业、裕元制鞋部门同期营收分别同比增 长单位数、略下滑的表现，彰显自身成长性。 深耕运动鞋制造领域，基本面拐点已至，维持买入评级。公司在东南产能储备巨大，有望迎来扩 产提速。根据公司公告，预计 24H1 越南两家新建工厂（分别为成品鞋和鞋材厂）、印尼一家新建成 品鞋工厂将逐步投产。预计 24-26 年归母净利润 39.1/45.2/52.6 亿元，对应 PE 为 21/18/16 倍。

健盛集团利润超预期，主营业务经营效益提升，盈利能力大幅改善。23 年营收 22.8 亿元（同比 -3.1%），归母净利润 2.7 亿元（同比+3.3%），收入符合预期、利润超预期，全年收入略下滑主要系欧美市场终端需求下降叠加客户去库存等。23H2 海外客户库存顺利消化，欧美市场需求逐步回暖， 四季度营收已实现双位数增长、归母净利润达到了单季度最好水平。24Q1 收入创历史同期单季度新 高，24Q1 营收 5.5 亿元（同比+10.4%），归母净利润 0.8 亿元（同比+112%），利润端超预期， 绝对规模上接近历史同期最好水平，利润修复表现较好。 产能扩张积极推进，护航中长期增长。公司在越南产能逐步饱和。公告拟以自有资金 5.5 亿元在 越南南定省新建年产 6500 万双中高档棉袜、2000 吨氨纶橡筋线、18000 吨纱线染色生产项目。公 司 23 年棉袜销量 3.3

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/776101022010010142