

期待零售继续修复，头部公司优势彰显

——纺织服装及化妆品行业2024年年度投资策略



作者：唐佳睿S0930516050001
孙未未S0930517080001
朱洁宇S0930523070004

2023年11月17日



证券研究报告

纺织服装行业2024年度策略：

纺织制造行业：24年下游客户去库接近尾声，逐步回归正常订货节奏，行业需求走势有望企稳回升。全球化布局的龙头制造商护城河深厚，且随着下游客户采购日趋集中，头部供应商份额将逐步提升。

品牌服饰行业：

- 1) 当前消费复苏节奏较弱，线下表现优于线上，消费观念更为理性。同时消费复苏呈K型分化，一方面具备性价比优势的产品更受青睐，另一方面高端消费需求韧性较强，高端品类的表现亦相对更优；
- 2) 品牌服饰长期保持稳健增长，在外部环境相对疲弱背景下，随着中小品牌出清，服装龙头通过加速开店、优化渠道结构等方式市场份额将继续巩固提升；
- 3) 细分赛道层面，运动服饰行业在政策助力下赛道持续景气，疫后复苏节奏及质量均领先于其他子行业；男装赛道格局优于女装，且消费者对男装品牌忠诚度高，疫情后渠道出清，男装龙头外延拓店、抢占优质位置，提升份额。

化妆品行业2024年度策略：

行业总体需求表现平淡，线上线下统筹布局日趋重要。国货加速破圈崛起，排名口碑提升，其在低技术含量产品中表现更为出色，而在高技术含量产品中仍需继续强化产品力。同时国货品牌正通过不断强化研发创新、实现产品差异化，逐渐提升市场份额。

中庚基金

投资建议与推荐标的

纺织服装行业：

纺织制造方面，23年行业业绩筑底，24年行业景气度拐点将有望到来，且制造商前期投产产能亦能实现较好释放。我们看好24年行业业绩和估值双修复，标的方面，继续推荐**华利集团、申洲国际、百隆东方**等。

品牌服饰方面，展望24年，从消费趋势来看，消费者消费观念趋于理性，消费分级趋势显现；从赛道及格局来看，24年行业继续保持稳健增长，细分赛道存发展机遇，头部品牌份额有望巩固提升。标的方面，A股继续推荐**海澜之家、比音勒芬、报喜鸟**等，港股我们继续推荐**安踏体育、李宁、特步国际**。再者从股息回报的角度，建议关注行业高股息率、低估值的稳健型标的。

化妆品行业：

在需求端较为平淡背景下，展望24年，品牌的产品力、多渠道运营实力等重要性更为凸显。品牌商线上线下渠道统筹布局为未来趋势，以减轻对单一渠道依赖、提高抗风险能力。国潮崛起趋势之下，国货品牌排名和口碑实现提升，同时国货品牌正在精进内功、创新升级，通过打磨成分和技术，打造差异化产品、实现突围。标的方面，我们继续推荐**珀莱雅、贝泰妮、上海家化**。

风险提示：国内外需求疲弱影响接单、贸易环境变化影响接单、汇率或棉价大幅波动。

表1: 纺织服装及化妆品行业重点推荐公司盈利预测与估值表

证券名称	证券代码	股价 (元人民币)	市值 (亿元人民币)	EPS (元)				PE				22~25年3年归母 净利润CAGR	PEG	投资评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			本次	变动
纺织服装行业															
海澜之家	600398.SH	7.15	309	0.50	0.64	0.74	0.84	14	11	10	8	19%	0.59	买入	维持
比音勒芬	002832.SZ	32.75	187	1.27	1.67	2.08	2.52	26	20	16	13	26%	0.76	买入	维持
报喜鸟	002154.SZ	5.93	87	0.31	0.46	0.54	0.63	19	13	11	9	27%	0.48	买入	维持
罗莱生活	002293.SZ	9.85	82	0.68	0.84	1.00	1.16	14	12	10	8	19%	0.60	买入	维持
华利集团	300979.SZ	49.80	581	2.77	2.70	3.28	3.90	18	18	15	13	12%	1.53	买入	维持
百隆东方	601339.SH	5.37	81	1.04	0.56	0.73	0.88	5	10	7	6	25%	0.38	增持	维持
伟星股份	002003.SZ	10.07	118	0.47	0.51	0.60	0.70	21	20	17	14	14%	1.39	买入	维持
安踏体育	2020.HK	79.65	2256	2.68	3.48	4.09	4.79	30	23	19	17	21%	1.07	买入	维持
李宁	2331.HK	21.88	577	1.54	1.40	1.68	1.99	14	16	13	11	9%	1.75	买入	维持
特步国际	1368.HK	4.94	130	0.35	0.39	0.49	0.60	14	13	10	8	20%	0.64	买入	维持
申洲国际	2313.HK	75.88	1140	3.04	3.13	3.71	4.29	25	24	20	18	12%	1.99	买入	维持
化妆品行业															
珀莱雅	603605.SH	105.89	420	2.06	2.81	3.53	4.34	51	38	30	24	28%	1.34	买入	维持
贝泰妮	300957.SZ	75.31	319	2.48	2.94	3.54	4.25	30	26	21	18	20%	1.30	买入	维持
上海家化	600315.SH	23.34	158	0.70	1.04	1.28	1.52	33	23	18	15	29%	0.76	买入	维持

注: 上表中百隆东方归母净利润CAGR为23~25年数据计算; 股价时间为2023-11-14; 汇率按1HKD=0.9190RMB换算; 资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

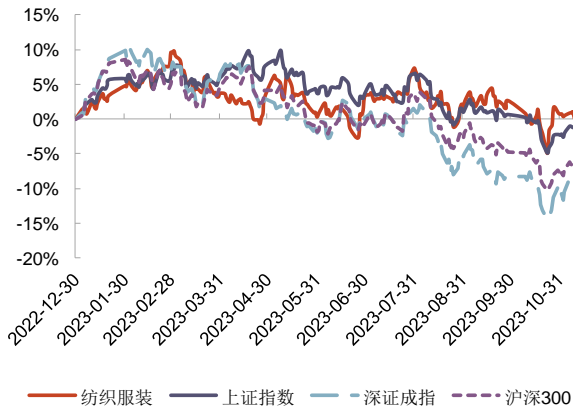
- 1 行情与估值回顾
- 2 纺织制造行业
- 3 品牌服饰行业
- 4 化妆品行业
- 5 投资建议与推荐标的
- 6 风险分析

纺织服装行业—A股

行情：2023年1月1日~2023年11月14日，A股纺织服装行业累计上涨0.94%，排名申万一级行业中的第10名、位居全行业上游，子行业中纺织制造和服装家纺分别上涨1.90%、1.31%。

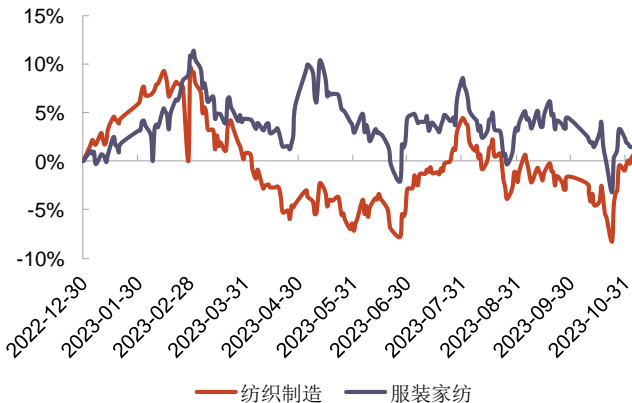
估值：截至2023年11月14日，A股纺织服装行业PE (ttm) 为23倍，子行业纺织制造、服装家纺分别为24倍、23倍，纺织服装、纺织制造、服装家纺行业2010年以来的历史均值水平分别为29倍、33倍、28倍，当前估值均低于历史平均水平，各处于历史23%、32%、29%的分位数水平。

图1：2023年初至今A股纺织服装板块累计涨跌幅



注：股价日期截至2023年11月14日，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图2：2023年初至今A股纺织服装板块子行业累计涨跌幅



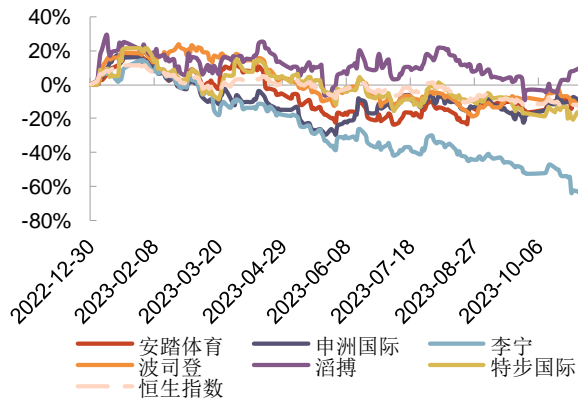
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

纺织服装行业—港股

行情：2023年1月1日~2023年11月14日，港股纺织服装行业代表公司、运动龙头安踏体育、李宁跌幅分别为13.82%、64.13%，同期恒生指数累计下跌12.05%，制造龙头申洲国际跌幅为3.59%。

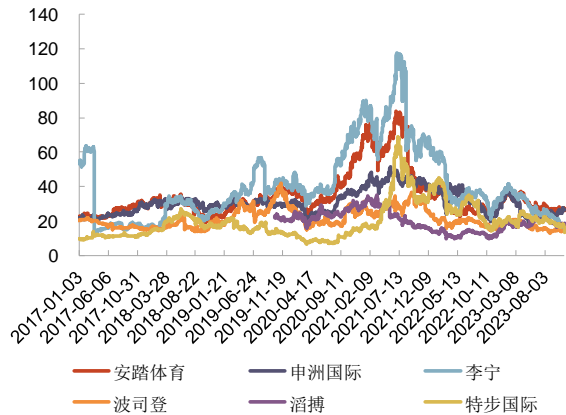
估值：代表公司安踏体育、申洲国际、李宁、波司登、滔搏、特步国际2023年11月14日PE (ttm) 分别为26倍、26倍、14倍、14倍、18倍、13倍，估值均低于2017年以来历史平均水平，处于历史21%、31%、1%、4%、42%、30%分位数水平。

图3：港股代表纺织服装行业上市公司2023年初至今累计涨跌幅走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图4：港股代表纺织服装行业上市公司2017年初至今PE估值走势 (ttm)



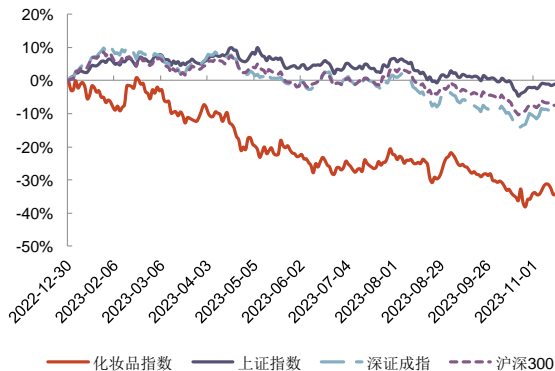
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

化妆品行业

行情：2023年1月1日~2023年11月14日，化妆品行业累计下跌34.17%、跑输沪深300指数26.69PCT。

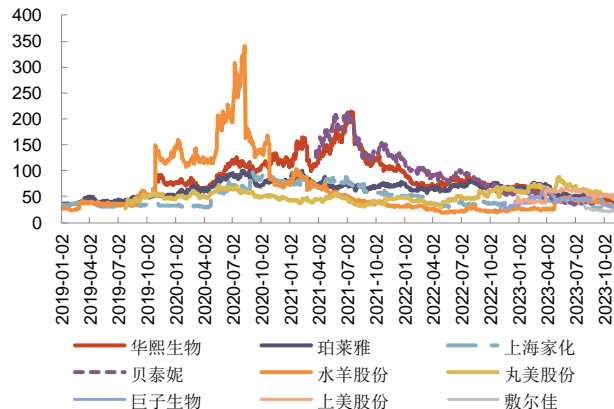
估值：2023年以来化妆品行业代表公司估值均呈现下行。分子行业来看，美妆品牌商2019年初以来的历史估值（PE TTM）均值为64倍、个护公司历史均值为56倍、代运营商历史均值为35倍、原料及制造商历史均值为24倍。当前各子行业估值均低于2019年以来的历史平均值

图5：2022年初至今化妆品行业和上证指数累计涨跌幅走势



注：上图中化妆品指数为光大证券研究所构建的化妆品行业指数，样本包括15家上市公司，以自由流通市值为权重计算；股价日期截至2023年11月14日；资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图6：2019年初至今化妆品品牌商PE估值走势（ttm）



注：由于敷尔佳为2023年8月上市，图中为其上市以来的累计涨跌幅
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

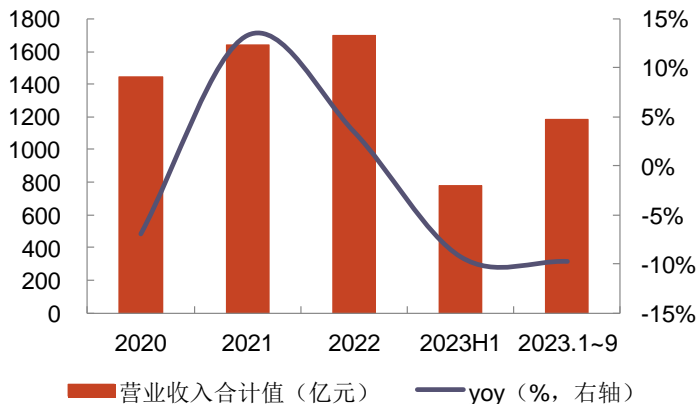
- 1 行情与估值回顾
- 2 纺织制造行业
- 3 品牌服饰行业
- 4 化妆品行业
- 5 投资建议与推荐标的
- 6 风险分析

2.1 业绩回顾：内外需走弱下，前三季度业绩下滑

统计纺织制造行业分属于10个子行业的A股合计55家公司：

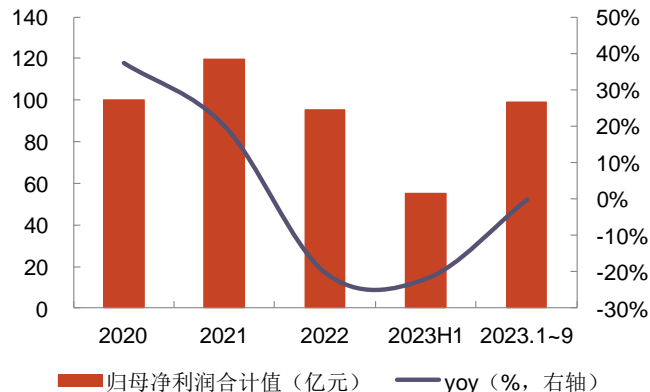
- ✓ 2023年前三季度行业收入为1186.43亿元、同比下滑9.77%，归母净利润为98.99亿元、同比下滑0.22%。
- ✓ 与21年同期相比，行业收入、归母净利润分别-0.50%、+0.14%。

图7：2020年~2023年前三季度纺织制造行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图8：2020年~2023年前三季度纺织制造行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

2.1 业绩回顾：内外需走弱下，前三季度业绩下滑

收入端：2023年前三季度毛皮和化纤收入分别同比增长34.74%、16.51%，其余子行业均为下滑，占比较大的服装制造、棉纺织收入分别同比下滑10.60%、12.13%。

利润端：2023年前三季度一半子行业实现增长、一半下滑，其中毛皮、丝麻织品、产业用纺织品、化纤、辅料归母净利润同比均有不同程度增长，占比较大的子行业服装制造、棉纺织分别同比下滑10.19%、29.99%。

图9：2022年以来纺织制造子行业收入同比增速

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2022YOY	2023.1~9YOY	23.1~9VS21.1~9	2023Q1	2023Q2	2023Q3
服装制造	10.29%	-10.60%	3.31%	-10.88%	-8.47%	-12.53%
棉纺织	-6.04%	-12.13%	-9.47%	-4.86%	-13.07%	-15.27%
其他制造	1.92%	-21.02%	-10.19%	-21.22%	-28.26%	-12.73%
产业用纺织品	21.93%	-11.93%	2.03%	-1.57%	-18.66%	-14.45%
印染	0.53%	-4.20%	4.24%	-4.49%	1.53%	-14.04%
毛纺	9.24%	-2.82%	12.83%	0.52%	-5.54%	-2.49%
丝麻织品	8.91%	-2.94%	12.94%	-9.06%	3.54%	-3.92%
辅料	2.19%	-2.08%	9.89%	-9.27%	-3.66%	5.40%
化纤	-2.60%	16.51%	19.22%	3.83%	11.56%	34.98%
毛皮	7.69%	34.74%	45.67%	71.54%	45.23%	11.40%
合计	3.45%	-9.77%	-0.50%	-7.43%	-10.95%	-10.65%

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图10：2022年以来纺织制造子行业归母净利润同比增速

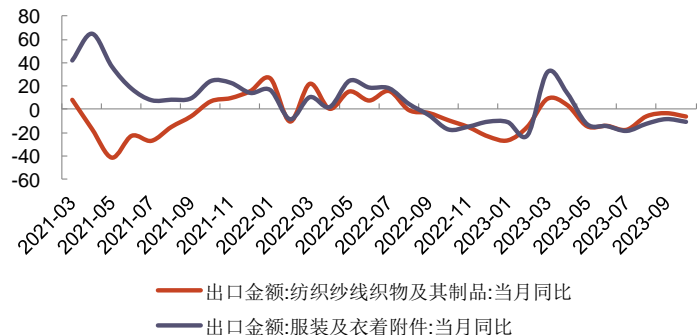
子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2022YOY	2023.1~9YOY	23.1~9VS21.1~9	2023Q1	2023Q2	2023Q3
服装制造	9.02%	-10.19%	8.13%	-21.12%	-1.84%	-11.33%
棉纺织	-70.67%	-29.99%	-41.16%	-35.80%	-52.49%	26.23%
其他制造	65.57%	-30.20%	-23.95%	-52.59%	-26.18%	-4.33%
产业用纺织品	7.98%	80.07%	65.99%	5.73%	-34.88%	392.78%
印染	-25.71%	-4.06%	-15.68%	-8.58%	24.81%	12.18%
毛纺	-9.52%	-21.35%	7.86%	-18.34%	-33.77%	-1.66%
丝麻织品	-56.51%	151.42%	41.92%	-	-26.34%	608.87%
辅料	-0.75%	6.72%	21.75%	-17.88%	1.41%	23.25%
化纤	-38.22%	16.57%	-1.94%	-32.69%	-10.02%	166.48%
毛皮	-183.26%	194.27%	-7.39%	-	80.31%	280.35%
合计	-20.34%	-0.22%	0.14%	-20.76%	-22.66%	53.31%

注：上图中丝麻织品和毛皮23Q1业绩同比大幅增长，由于其数值变化较大，影响整体颜色显示，故用“-”表示；资料来源：Wind，光大证券研究所统计

2.2 出口受外需影响欠佳，期待需求企稳回升

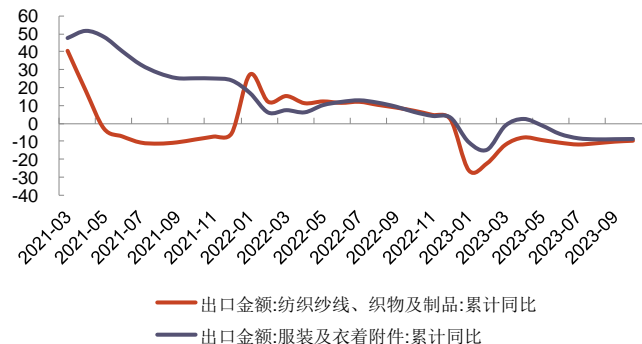
受外需走弱影响，2023年以来纺织服装出口表现不佳。其中3~4月纺织品单月出口额同比实现个位数增长、服装单月出口额同比实现双位数增长，但自5月开始出口表现持续下滑、较为低迷。2023年1~10月纺织品、服装出口额同比分别累计下滑9.8%、8.7%。展望来看，未来出口走势仍需进一步关注国内外各地区经济形势和相应的需求变化、国外下游品牌客户去库存进展等。

图11：2021年3月~2023年10月纺织服装出口额单月同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图12：2021年3月~2023年10月纺织服装出口额累计同比增速 (%)

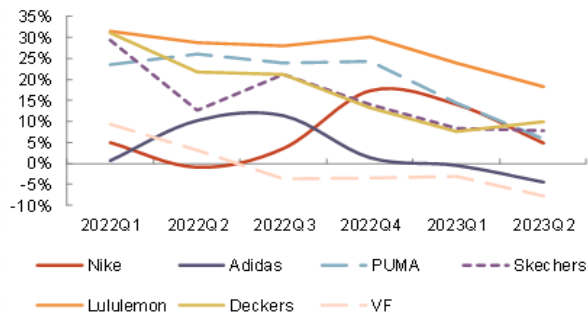


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.3 国际品牌去库接近尾声，期待回归正常订货节奏

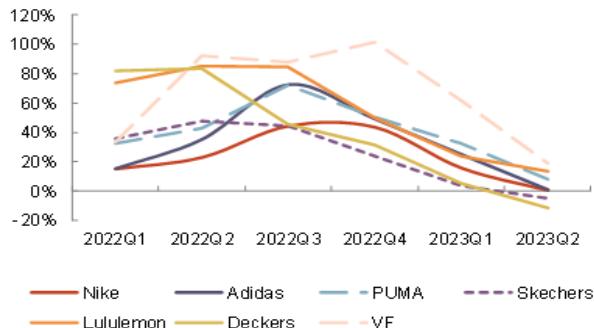
统计国际代表运动品牌各季度的销售及库存表现，2022Q3以来多数品牌收入单季度同比增速有所回升，而库存同比增速有明显放缓、库存总额出现回落，且库存周转速度亦有所加快。以国际运动龙头Nike为例，截至2023年8月，其库存总额为86.98亿美元、同比减少10%，相较2022Q3库存高点，其库存总额下降9.98%、库存周转天数减少1天，但与2019年历史正常水平相比仍增加23天。随着下游品牌客户去库接近尾声，逐步回归正常订货节奏，上游制造商接单有望逐步改善。

图13：2022Q1~2023Q2国际运动品牌收入同比增速



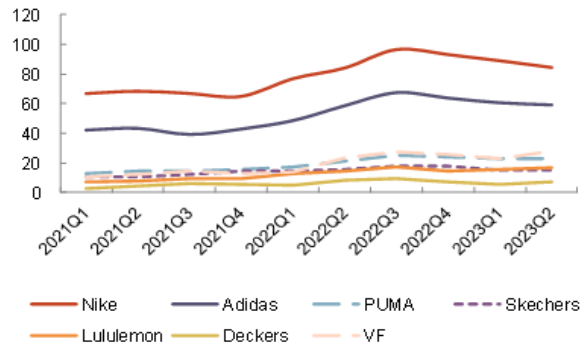
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

图14：2022Q1~2023Q2国际运动品牌库存同比增速走势



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

图15：2021Q1~2023Q2国际运动品牌库存总额变化（亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

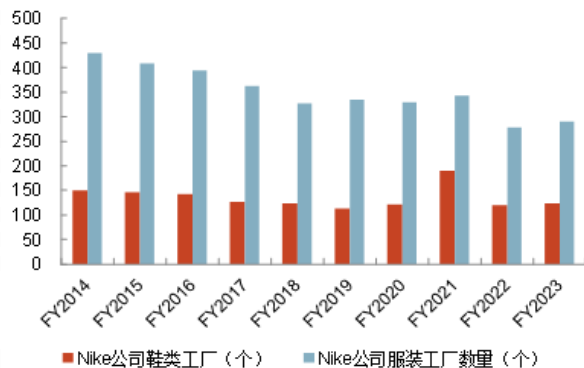
2.4 下游客户采购日趋集中，头部供应商份额提升

在外部环境波动下，下游品牌客户更注重供应链的稳定性，重视与核心供应商的长期战略合作关系：

✓**Nike公司**：FY2014~FY2023合作的鞋类和服装工厂数量呈逐步收缩趋势，2023财年分别为123家、291家，较十年前的2014财年分别减少18.00%、32.33%，同时前五大服装制造商合计占Nike品牌服装产量的比重在逐步提升，FY2023合计占比为52%、较FY2014提升18PCT。

✓**Adidas公司**：FY2014~FY2021合作的工厂数量亦在逐步减少，FY2021为234家、较FY2014减少31.18%，同时合作时间超过20年的供应商数量占比在逐步提升，FY2021占比为35%、较FY2017提升21PCT。

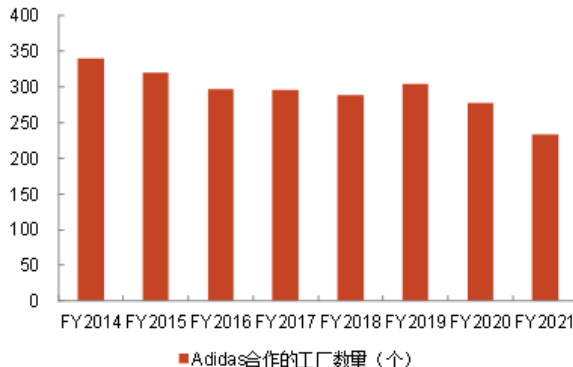
图16：Nike公司FY2014~FY2023鞋类和服装工厂数量变化



资料来源：Nike年报，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图17：Adidas公司FY2014~FY2021合作的工厂数量变化



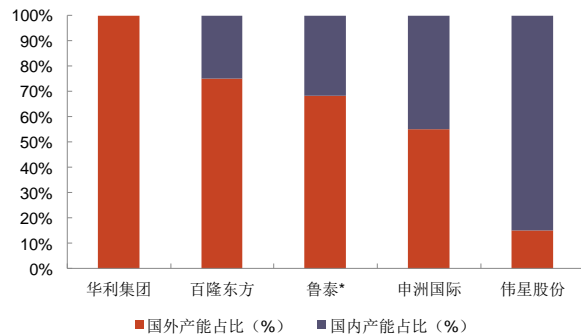
资料来源：Adidas年报，光大证券研究所整理

2.5 全球化布局的制造商护城河深厚，抗风险能力更强

细分行业龙头制造商如申洲国际、华利集团等均为全球化产能布局，海外产能具备劳动力优势、税收优惠、能源成本优势等利好。在外因扰动下，国内和国外双重产能布局优势凸显，供应链稳定性更强，能及时保证与客户的交期时间，深化合作关系。

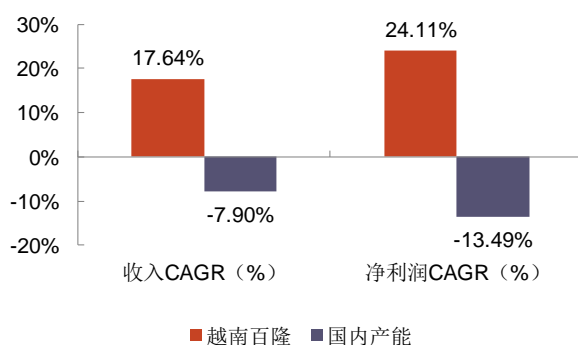
以百隆东方为例，其海外产能占比高，可规避地缘政治风险，且海外市场竞争格局更优、盈利能力可观。2016~2022年越南百隆收入、净利润年复合增速分别为17.64%、24.11%，而国内产能年复合增速分别为-7.90%、-13.49%。越南百隆经营效益、成本控制及规模效益更强，近年来净利率高于国内，2022年越南百隆净利率为14.49%，而国内为4.85%。

图18：2023年上半年纺织制造细分行业龙头国内外产能占比



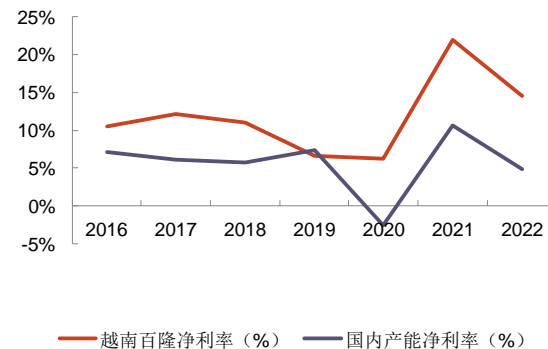
注：上图中鲁泰为国内和国外收入占比
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图19：2016~2022年越南百隆及国内产能收入和净利润年复合增速对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图20：2016~2022年越南百隆及国内产能净利率对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

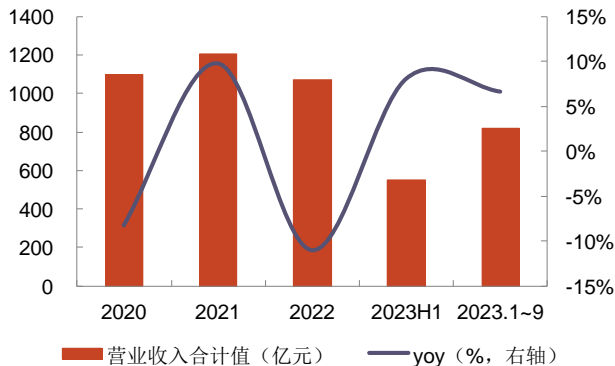
- 1 行情与估值回顾
- 2 纺织制造行业
- 3 品牌服饰行业
- 4 化妆品行业
- 5 投资建议与推荐标的
- 6 风险分析

3.1 业绩回顾：前三季度业绩较21年同期仍略有下滑

统计纺织制造行业分属于10个子行业的A股合计33家公司：

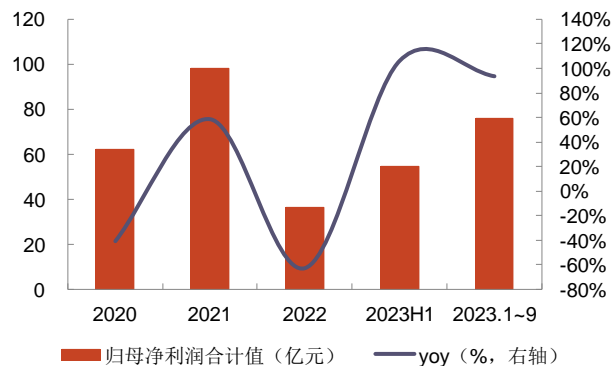
- ✓ 2023年前三季度行业收入及归母净利润双双复苏，合计收入为818.64亿元、同比增长6.63%，归母净利润为75.90亿元、同比增长93.27%。
- ✓ 与21年同期相比，行业收入及归母净利润分别下滑1.17%、3.75%，距离修复至21年同期水平还有低个位数差距、尚待完全修复。

图21：2020年~2023年前三季度品牌服饰行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图22：2020年~2023年前三季度品牌服饰行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

3.1 业绩回顾：前三季度业绩较21年同期仍略有下滑

收入端：2023年前三季度高端服饰、户外、中高端男装同比增长双位数领先，与21年同期相比户外、高端服饰、中高端男装、内衣实现增长、分别增长51.87%、11.64%、8.69%、4.07%；其余子行业收入仍不及21年同期水平。

利润端：前三季度在低基数背景下业绩弹性相对较大。与21年同期相比，户外、中高端男装、大众服饰前三季度归母净利润分别增长98.03%、67.89%、3.64%；其余子行业利润端暂未恢复至21年同期。

图23：2022年以来品牌服饰子行业收入同比增速

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2022YOY	2023.1~9YOY	23.1~9VS21.1~9	2023Q1	2023Q2	2023Q3
大众服饰	-13.54%	2.36%	-7.44%	0.40%	12.58%	-4.97%
高端服饰	-7.97%	17.96%	11.64%	12.31%	27.01%	16.26%
童装	-17.20%	-3.00%	-17.39%	-9.76%	5.76%	-2.61%
家纺	-7.31%	3.14%	-0.79%	-4.19%	11.44%	2.79%
中高端男装	-7.76%	12.84%	8.69%	5.83%	26.67%	10.09%
鞋类	-15.99%	7.02%	-5.28%	8.79%	7.23%	4.88%
内衣	-7.94%	7.86%	4.07%	4.50%	14.88%	4.53%
户外	15.27%	15.83%	51.87%	15.44%	11.45%	21.85%
合计	-11.03%	6.63%	-1.17%	2.35%	15.05%	3.77%

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图24：2022年以来品牌服饰子行业归母净利润同比增速

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2022YOY	2023.1~9YOY	23.1~9VS21.1~9	2023Q1	2023Q2	2023Q3
大众服饰	-44.43%	112.62%	3.64%	35.58%	-	62.26%
高端服饰	-58.33%	42.07%	-4.23%	41.48%	110.63%	13.42%
童装	-122.97%	-	-48.42%	124.88%	117.55%	636.87%
家纺	-37.05%	30.06%	-3.71%	12.45%	98.18%	14.60%
中高端男装	-42.03%	132.96%	67.89%	128.25%	112.32%	175.23%
鞋类	-	76.86%	-156.36%	205.85%	97.91%	45.03%
内衣	-45.27%	31.03%	-15.33%	6.99%	71.90%	80.54%
户外	65.90%	56.35%	98.03%	17.29%	4.82%	453.19%
合计	-62.86%	93.27%	-3.75%	46.83%	441.25%	66.81%

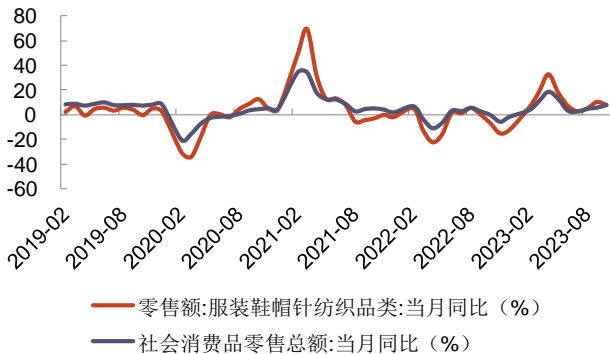
注：上图中部分品类变化幅度较大、影响整体颜色显示，故用“-”表示，其中鞋类2022年同比亏损幅度明显扩大，童装23年前三季度扭亏，大众服饰23Q2业绩同比大幅增长；资料来源：Wind，光大证券研究所统计

3.2 消费呈K型复苏，消费观念更为理性

消费复苏力度较弱，线下表现优于线上

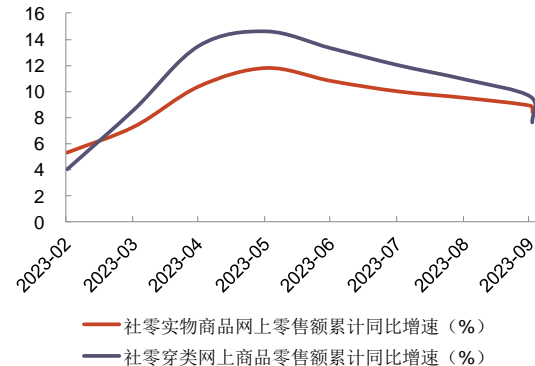
2023年以来随着消费复苏、线下客流恢复，服装零售额增速提升。若与21年同期相比，2023年1~10月服装零售额累计增长2.4%、略超21年同期。其中服饰线下消费表现优于线上。23年1~10月社零穿类网上商品零售额累计同比增长7.6%，而根据久谦中台数据，2023年1~9月线下服饰鞋包零售额店效累计同比增长19.2%。23年以来线下购物中心等渠道客流明显反弹，消费者在线下渠道的购物意愿抬升，线上渠道相应受到冲击、增速慢于线下。

图25：2019年1月~2023年10月服装零售额单月同比增速



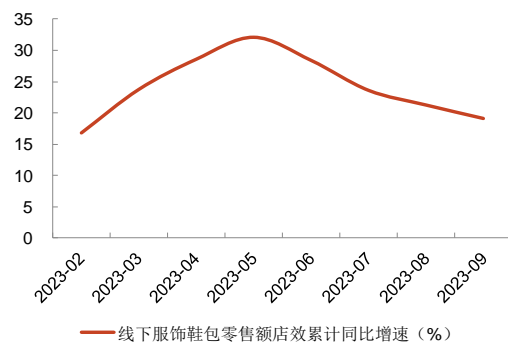
注：社零数据1~2月合并统计，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图26：2023年1~10月社零穿类网上商品零售额累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图27：2023年1~9月线下服饰鞋包零售额店效累计同比增速



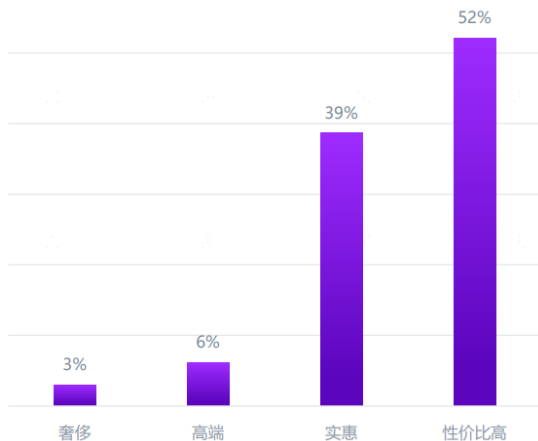
资料来源：久谦中台，光大证券研究所整理

3.2 消费呈K型复苏，消费观念更为理性

消费者购物更加理性，看重产品性价比

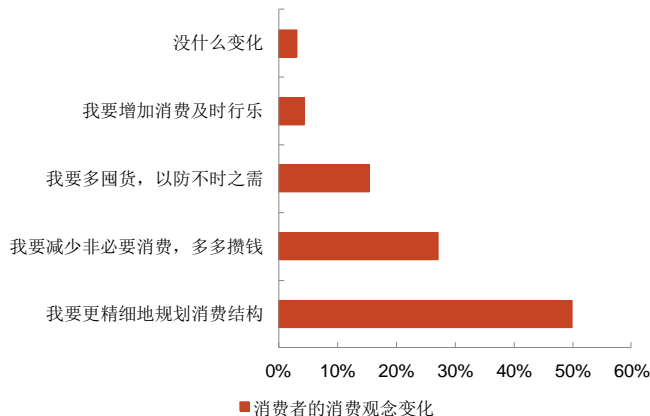
根据数据一百调查显示，消费者经历疫情后更加看重性价比、节约/节省、实惠，在选择品牌时会更青睐实惠、性价比高的品牌，选择的人数占比分别为39%、52%。同时根据艾瑞咨询调查显示，当前消费者消费观念更加理性，超过92%的消费者表示自己需要更精细地规划或减少消费，仅4%的消费者表示要增加自己的消费。

图28：经历疫情后，消费者在选择品牌时更青睐的品牌特点



注：上图中调查样本为1990人，图中数字表示对各因素看法的人数所占总人数的比重；
资料来源：数字一百《后疫情时代消费趋势调查》

图29：疫情后消费者的消费观念变化



注：上图中调查样本为1500人，图中表示选择各类观念的人数占总人数的比重；
资料来源：艾瑞咨询《2023年中国消费者洞察白皮书》

3.2 消费呈K型复苏，消费观念更为理性

消费复苏呈K型分化，两头突出、中档逊色

一方面高端消费的韧性相对较强、需求快速恢复，另一方面大众消费者更加注重性价比和实用主义，进而带动低价位段的产品复苏。根据果集飞瓜数据显示，2023年抖音“618”好物节期间低档与高奢价格带商品消费两极分化，从销售额来看，价格带在500~1000元和1000元以上区间的产品销售额同比增速最快，分别增长76.89%、142.66%；从销量来看，价格带在10元以下和1000元以上区间的产品销量同比增速最快，分别增长128.57%、139.94%。

图30：2023年“618”大促抖音不同价格区间商品销售额价格带表现

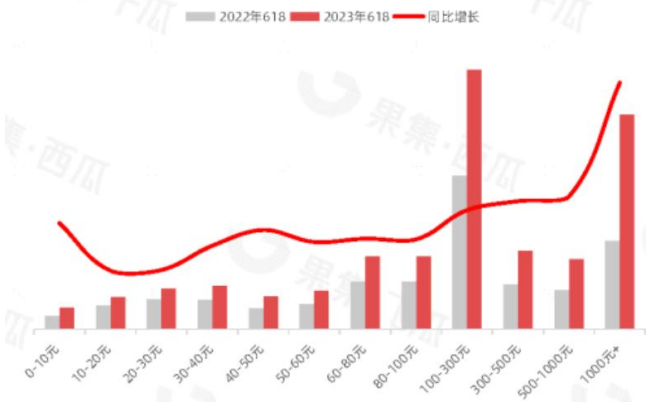


图31：2023年“618”大促抖音不同价格区间商品销量价格带表现



资料来源：果集飞瓜《抖音618好物节电商报告》

请务必参阅正文之后的重要声明

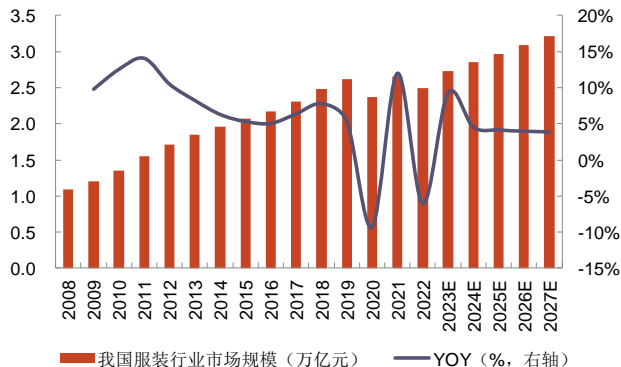
资料来源：果集飞瓜《抖音618好物节电商报告》

3.3 把握细分赛道机遇，龙头优势持续彰显

长期行业保持稳健增长，集中度提高利好头部品牌

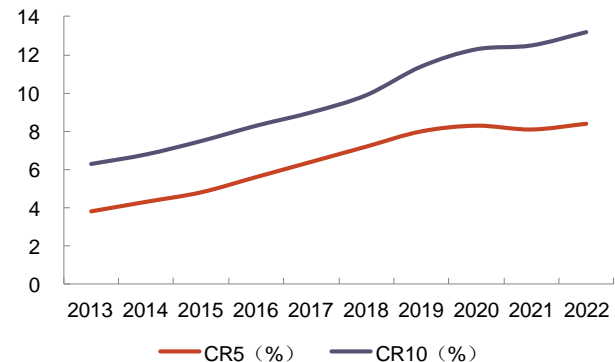
根据Euromonitor统计，按零售额计，2022年我国服装行业市场规模为2.50万亿元，2023~2027年年复合增速预计为4.12%，未来行业规模增速稳健。从竞争格局来看，我国服装行业品牌分散，但头部品牌份额呈持续提升趋势，2022年品牌份额CR5和CR10分别为8.4%、13.2%，较2013年分别提升4.6PCT、6.9PCT。在外部零售环境相对疲弱背景下，随着中小品牌出清，服装龙头通过持续推进产品升级、外延开店、优化渠道结构等方式有望持续巩固和提升市场份额。

图32：2008年~2027E按零售额计我国服装行业规模及增速



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

图33：2013~2022年我国服装行业品牌份额CR5和CR10走势



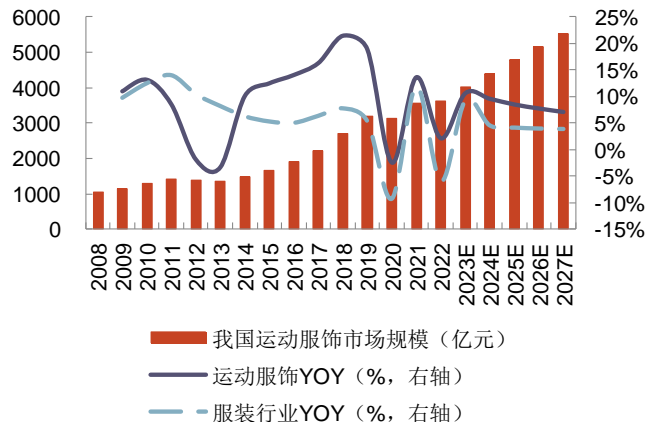
资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

3.3 把握细分赛道机遇，龙头优势持续彰显

运动服饰赛道持续景气，疫后复苏节奏及质量领先

按零售额计，2022年我国运动服饰行业规模为3626.81亿元，2017~2022年年复合增速为10.36%、明显高于服装行业总体的1.60%，在服装总体中的占比为14.51%、较2017年提升4.92PCT。根据Euromonitor预测，2022~2027年运动服饰行业规模年复合增速为8.74%，继续领先于服装其他细分品类。2023年上半年运动服饰行业收入及利润端均超出21年同期，较21年同期分别增长35.8%、24.2%，复苏节奏快于多数子行业。

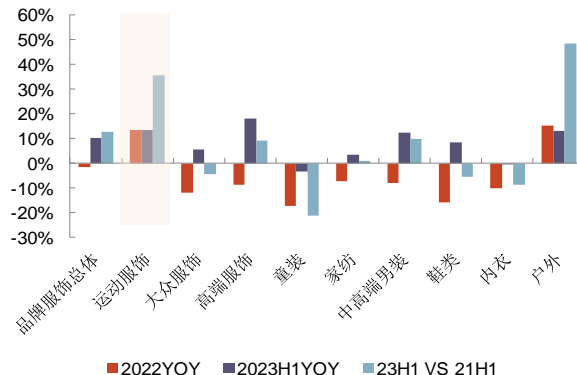
图34：按零售额计2008年~2027E我国运动服饰行业市场规模及增速



资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

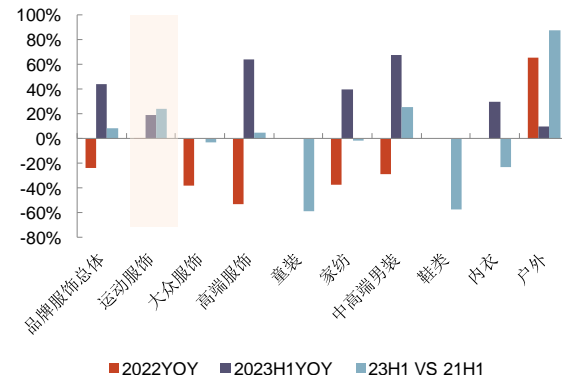
请务必参阅正文之后的重要声明

图35：品牌服饰及子行业收入同比增速



注：统计品牌服饰分属于10个子行业的A股及H股合计44家公司，下同；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图36：品牌服饰及子行业归母净利润同比增速



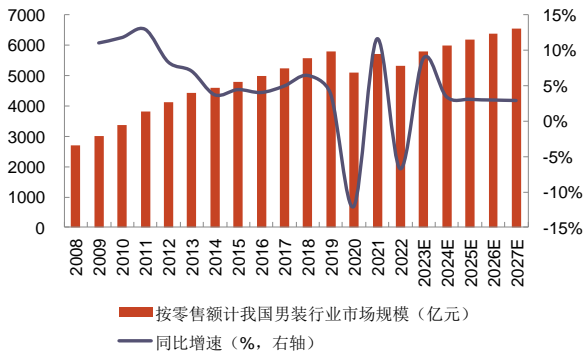
注：由于22H1受疫情影响、基数较低，23H1部分子行业同比增速变化幅度超出1倍、影响图中显示效果，上图删去了这部分数值；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.3 把握细分赛道机遇，龙头优势持续彰显

男装赛道格局优于女装，头部品牌份额有望继续提升

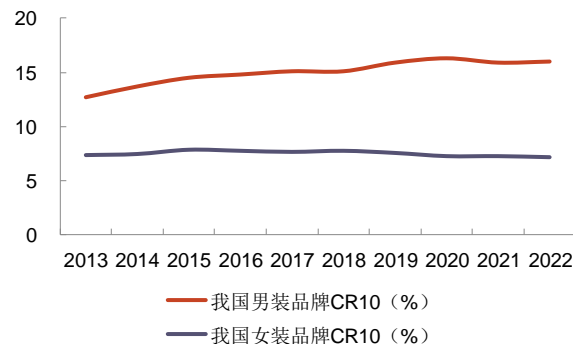
2022年我国男装行业市场规模为5323.12亿元，2023~2027年市场规模年复合增速为3.16%。从竞争格局来看（扣除运动品牌后），我国男装行业2022年前十大品牌集中度为16.0%，而女装行业为7.2%，较2013年分别+3.3PCT、-0.2PCT，男装赛道格局更优。疫情后渠道出清，男装龙头中势能向上的代表品牌如海澜之家、比音勒芬、报喜鸟、哈吉斯等，近年来门店数量均呈稳步增加趋势，2018~2022年门店数量年复合增速分别为4%、12%、2%、3%，而同业其他代表品牌近年来渠道数量均有所收缩，如杰克琼斯、罗蒙、九牧王等。

图37：2008年~2027E按零售额计我国男装行业市场规模及增速



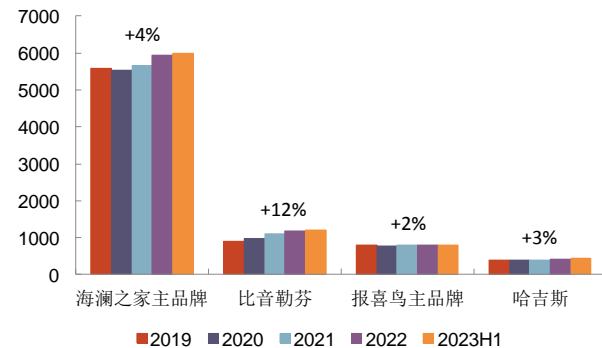
资料来源：Euromonitor预测，光大证券研究所整理

图38：2013~2022年我国男装和女装品牌份额CR10走势



注：统计男装和女装品牌份额时已剔除运动服饰品牌；资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图39：男装行业品牌力较强的品牌近年来门店数量变化（家）



注：图中数字表示品牌门店数量2018~2022年的年复合增速；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.3 把握细分赛道机遇，龙头优势持续彰显

消费弱复苏背景下，高性价比服装品牌更受青睐

观日本经验，FY1997~FY2022优衣库母公司迅销集团收入年复合增速为14.68%，且在日本经济走向低迷的早期阶段，FY1997~FY2003年其收入年复合增速达26.66%。同时2013~2022年优衣库在日本男装行业市占率均位列第1名，2022年市占率为18.2%。在消费弱复苏进程中，性价比高的品牌更受市场欢迎。以大众男装龙头海澜之家为例，其性价比优势突出、加价倍率在服装行业中较低、介于2.5~3倍，2023年以来业绩顺利复苏、已超21年同期水平，2023年前三季度收入和归母净利润较21年同期分别增长9.98%、19.73%。

图40：1956~2022年日本GDP同比增速（%）

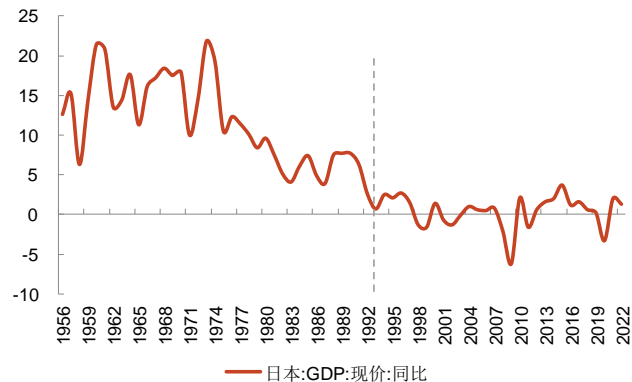


图41：FY1997~FY2022优衣库母公司迅销集团收入及增速

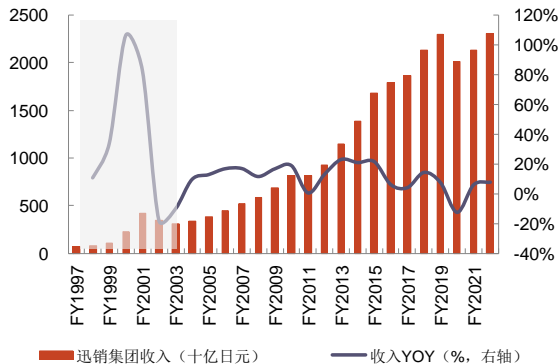
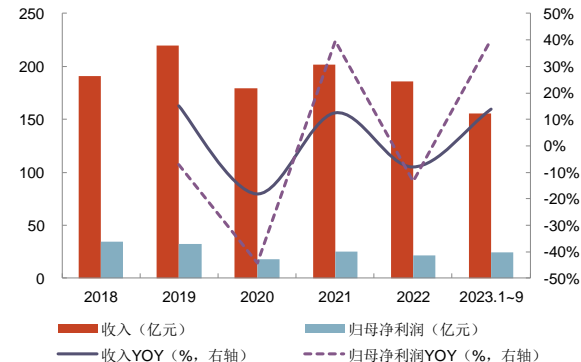


图42：2018年~2023年前三季度海澜之家收入及归母净利润表现



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：上图中灰色部分表示在日本经济走向低迷的早期阶段，优衣库业绩表现靓丽；资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

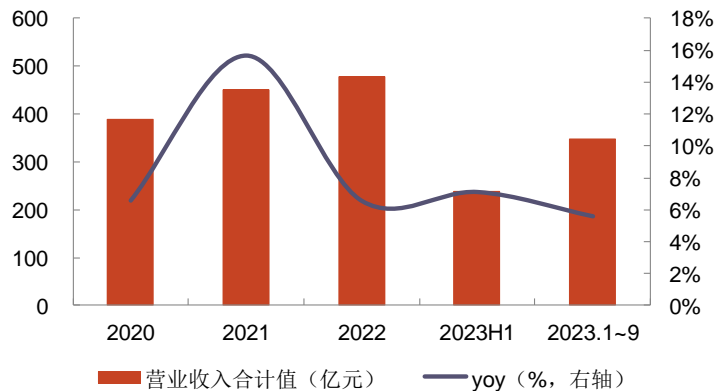
请务必参阅正文之后的重要声明

- 1 行情与估值回顾
- 2 纺织制造行业
- 3 品牌服饰行业
- 4 化妆品行业
- 5 投资建议与推荐标的
- 6 风险分析

4.1 业绩回顾：业绩稳健增长，美妆品牌商表现突出

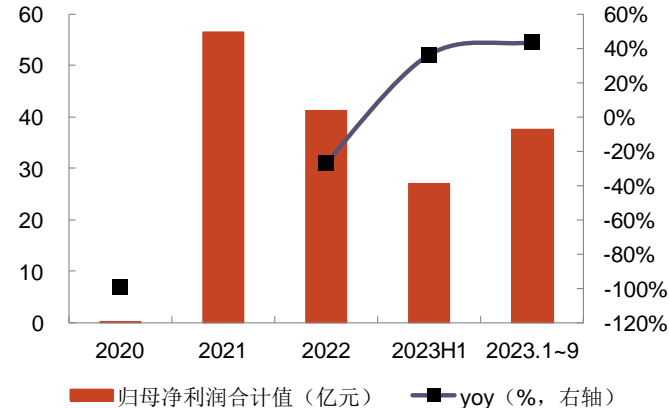
统计分属于4个子行业的14家上市公司，2023年前三季度行业收入为346.85亿元、同比增长5.58%，归母净利润为37.54亿元、同比增长43.32%。分季度来看，2023Q1~Q3行业收入分别同比增长2.65%、11.22%、2.36%，归母净利润分别同比增长23.57%、49.06%、66.48%。2023Q3行业进入销售淡季、需求相对平淡，收入同比增速较2023Q2有所放缓，利润同比增速提升系青松股份扭亏，以及珀莱雅、科思股份业绩增速较快贡献。

图43：2020年~2023年前三季度化妆品行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图44：2020年~2023年前三季度化妆品行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

4.1 业绩回顾：业绩稳健增长，美妆品牌商表现突出

从各子行业收入及利润端增速水平对比来看，2023年前三季度美妆品牌商收入及归母净利润均实现增长，分别同比增长9.00%、8.06%；23Q3分别同比+3.81%、-18.67%，收入增速环比Q2放缓、利润同比转为下滑，显示行业需求走弱且竞争加剧。其他子行业方面，收入端，个护公司前三季度同比增长6.17%，制造商公司和代运营公司分别同比下滑5.18%、9.28%；利润端，前三季度个护公司、制造商公司分别同比增长313.85%、217.26%，代运营公司同比下滑42.97%。

图45：2022年以来化妆品子行业收入同比增速

子行业名称	整体表现		单季度表现		
	2022YOY	2023.1~9YOY	2023Q1	2023Q2	2023Q3
美妆品牌商	12.39%	9.00%	6.58%	15.77%	3.81%
代运营公司	-9.64%	-9.28%	-9.01%	-4.35%	-16.03%
制造商公司	-2.12%	-5.18%	-10.48%	-0.60%	-4.64%
个护公司	-8.44%	6.17%	-2.28%	2.08%	18.36%
合计	6.55%	5.58%	2.65%	11.11%	2.36%

资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图46：2022年以来化妆品子行业归母净利润同比增速

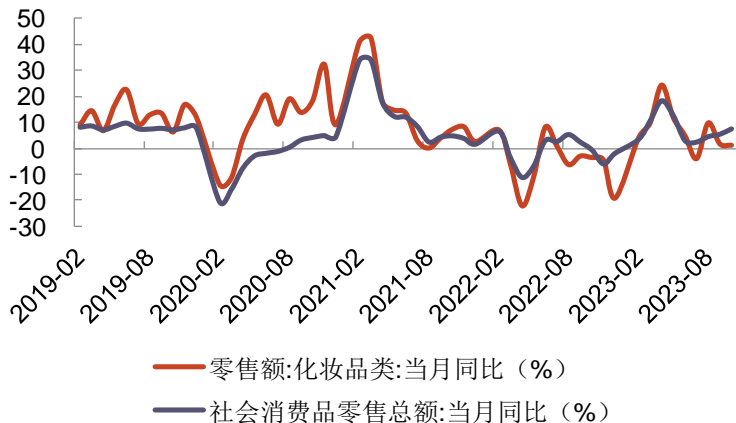
子行业名称	整体表现		单季度表现		
	2022YOY	2023.1~9YOY	2023Q1	2023Q2	2023Q3
美妆品牌商	7.14%	8.06%	11.84%	33.75%	-18.67%
代运营公司	-94.48%	-42.97%	-71.63%	-3.88%	54.50%
制造商公司	54.51%	217.26%	-	-	146.90%
个护公司	-100.81%	313.85%	360.89%	-45.31%	260.72%
合计	-26.79%	43.32%	23.57%	49.06%	66.48%

注：制造商公司23Q1和23Q2业绩同比扭亏，由于其数值变化较大，影响整体颜色显示，故用“-”表示；资料来源：Wind，光大证券研究所统计

4.2 行业总体需求表现平淡，线上大盘流量增长趋缓

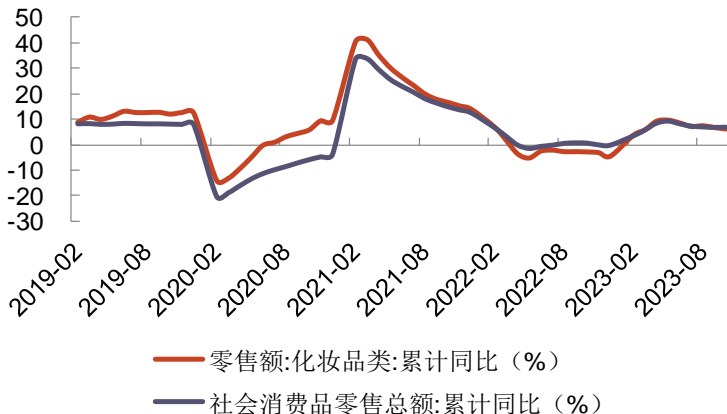
2023年以来行业竞争逐渐加剧，化妆品需求走势较为疲弱。从社零数据来看，2023年上半年随着消费复苏，叠加低基数影响，化妆品零售额同比增速较快，7~10月行业需求淡季下零售额走势较为波动。2023年1~10月累计来看，化妆品零售额同比增长6.2%、较21年同期增长6.3%。

图47：2019年1月~2023年10月化妆品零售额单月同比增速



注：社零数据1~2月合并统计，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图48：2019年1月~2023年10月化妆品零售额累计同比增速

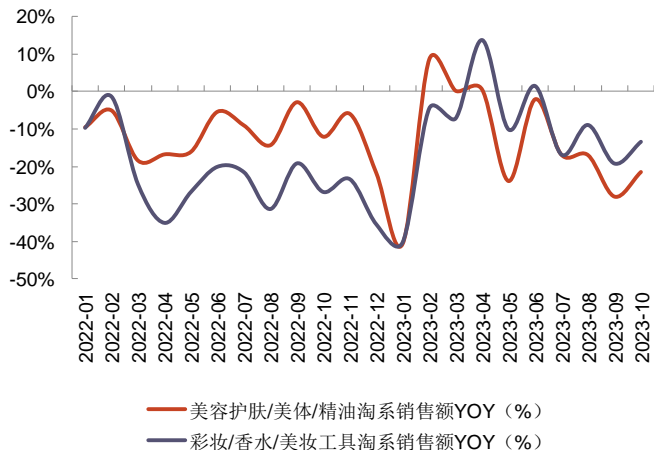


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.2 行业总体需求表现平淡，线上大盘流量增长趋缓

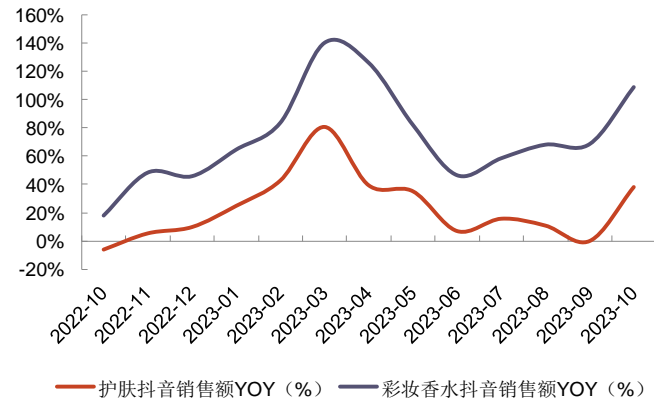
化妆品行业以线上渠道为主导，2023年以来传统平台如天猫等增速放缓，新兴平台如抖音和快手继续崛起。从线上销售数据来看，2023年1~10月淘系护肤和彩妆销售额分别累计同比下滑12.94%、11.09%，而抖音护肤和彩妆销售额分别累计同比增长26.75%、81.70%。整体来看，线上多平台布局为美妆品牌商的共识，其中淘系仍为美妆品牌商主导的销售渠道，随着流量红利减少，其增速逐步放缓，而抖音为当前品牌商重点布局的新兴渠道、体量逐步提升，亦为线上增长的主要驱动力。

图49：2022年1月~2023年10月淘系护肤和彩妆销售额同比增速变化



资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

图50：2022年10月~2023年10月抖音护肤和彩妆销售额同比增速变化

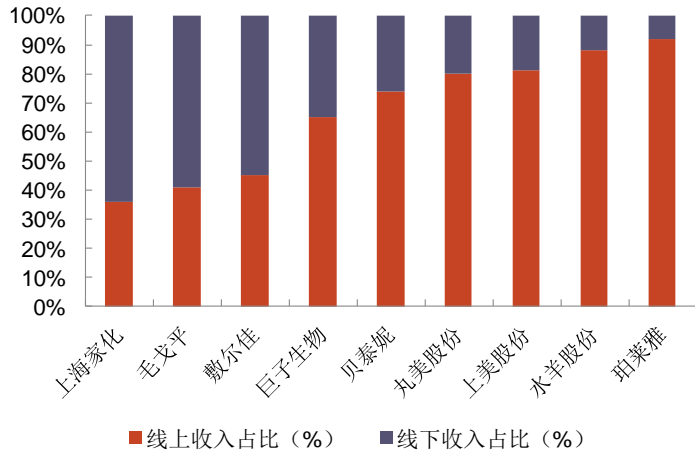


资料来源：久谦中台，光大证券研究所整理

4.3 线上线下渠道各具特色，二者统筹布局为未来趋势

线上线下渠道统筹布局日趋重要，可减轻单一渠道依赖、提高抗风险能力。国内美妆品牌商大多以线上渠道为销售重心，其中上海家化、毛戈平、敷尔佳线下渠道收入占比较高，2023年上半年占比均超50%；而珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、丸美股份、上美股份、水羊股份等均较为依赖线上渠道，2023年上半年线上收入占比均超80%。国货美妆品牌商正积极发力线下渠道，在百货专柜、新锐美妆集合店、屈臣氏、丝芙兰、中免日上等进行布局，线下渠道更加多元化。

图51：2023H1美妆品牌商线上线下收入占比情况



注：毛戈平数据为2022年、来自招股说明书
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图52：美妆集合店WOW Colour中入驻的品牌



资料来源：WOW Colour，光大证券研究所整理

4.4 国货品牌排名口碑提升，高技术壁垒产品正在突破

在大促榜单排名中国际品牌虽仍持续领跑，但国产品牌亦在逐步实现突破。2020~2023年“618”大促中欧莱雅、兰蔻和雅诗兰黛稳居天猫美妆前3名，国产品牌虽在前十名榜单中的席位较少，但近年来已实现跨越，如2021年“618”Ulike作为唯一国产品牌上榜、位列第6名，2022和2023年珀莱雅和薇诺娜蝉联前十名榜单，且珀莱雅2023年排名提升、较2022年上升1名至第4名；2020~2023年“双11”大促中薇诺娜均稳居前十名榜单，分别位列第9/6/6/5名，2022年珀莱雅首次上榜、位列第5名，2023年珀莱雅排名上升至第1名。

表2：2020年以来“618”大促和“双11”大促天猫平台化妆品销售额榜单排名

排名	“618”大促				“双11”大促			
	2020年	2021年	2022年	2023年	2020年	2021年	2022年	2023年
	美妆	美妆	美容护肤	美妆	美妆	美容护肤	美妆	美容护肤
1	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅
2	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅
3	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	olay	olay	olay	珀莱雅	后	后	olay	雅诗兰黛
5	SK-II	资生堂	珀莱雅	olay	olay	资生堂	珀莱雅	薇诺娜
6	资生堂	ulike	修丽可	海蓝之谜	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜
7	赫莲娜	后	资生堂	赫莲娜	雪花秀	OLAY	海蓝之谜	OLAY
8	后	海蓝之谜	薇诺娜	SK-II	资生堂	SKI-II	SK-II	修丽可
9	HFP	SK-II	海蓝之谜	修丽可	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	赫莲娜
10	海蓝之谜	赫莲娜	科颜氏	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	资生堂	娇兰

注：除2022年“618”大促数据来自亿邦动力网，其余数据均来自天下网商；浅底色表示国产品牌

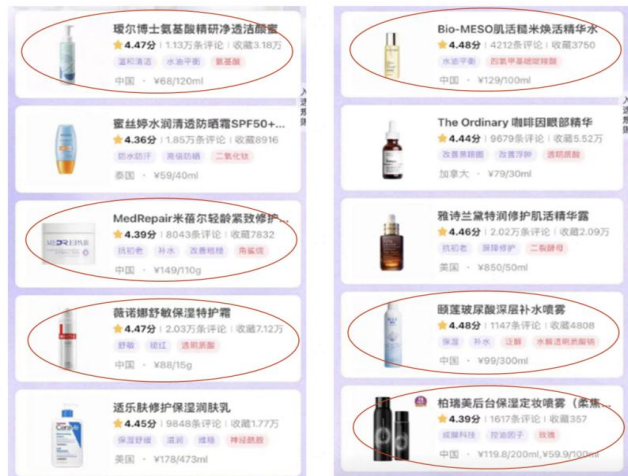
资料来源：天下网商、亿邦动力网，光大证券研究所整理

4.4 国货品牌排名口碑提升，高技术壁垒产品正在突破

国货品牌口碑抬升，热度不输国际品牌。美丽修行基于美修指数发布了2022年度十大热门产品榜单，在榜单中国货品牌有6个产品上榜，而国际品牌为4个，国货上榜品牌包括瑗尔博士、米蓓尔、薇诺娜、肌活、颐莲、柏瑞美。

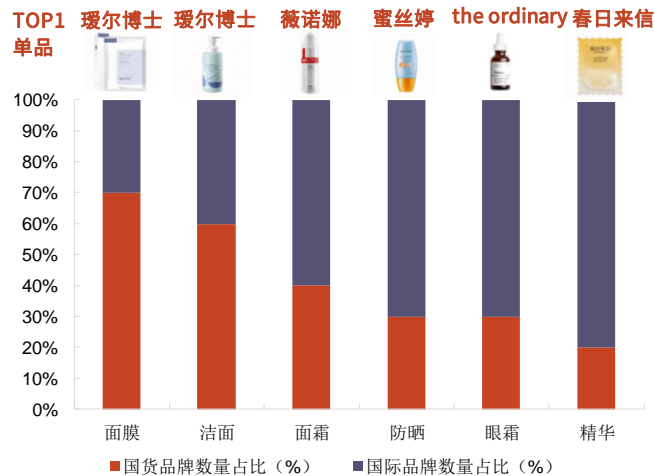
在低技术含量的品类中国货表现较好，而在特殊功效类目中国际品牌仍占优势。在美丽修行发布的2022年度细分品类热门榜单中，国货品牌在面膜、洁面等基础类目中表现较好，上榜数量占比分别为70%、60%，而在面霜、防晒、眼霜、精华类目中上榜数量较少，占比分别为40%、30%、30%、20%。

图53：美丽修行2022年度榜单中十大热门产品



注：基于美修指数，选出的2022年年度榜单；美修指数是根据用户在APP上的不同行为，进行多因子加权分析，得出反映消费者对产品的认可度和喜好度的综合动态指数；资料来源：美丽修行，光大证券研究所整理

图54：美丽修行2022年细分品类榜单中国内外品牌上榜的数量占比

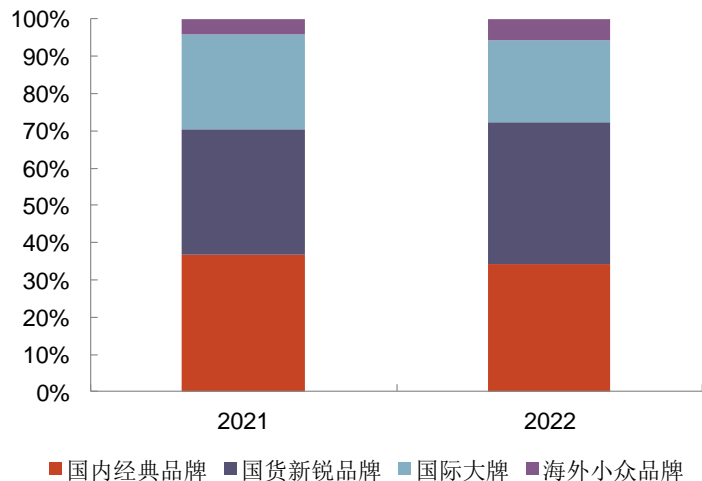


注：上图中TOP1单品是指在美丽修行中各类目2022年综合评分位列第1名的单品；资料来源：美丽修行，光大证券研究所整理

4.5 国货精进内功创新升级，期待继续提升市场份额

国货美妆凭借研发升级和产品创新，积极进行产品备案。从美妆行业热门赛道修护功效来看，根据美业颜究院统计，在修护功效产品上，2022年国内经典品牌和国货新锐品牌的备案数占总备案数的比重超70%，而国际大牌和海外小众品牌备案数占比分别为22%、6%。同时与2021年相比，2022年国货新锐品牌的备案数占比进一步提升，在国货品牌备案数TOP10中占据5席。整体来看，新规之下美妆行业产品监管趋严，国货品牌精进内功，持续进行产品储备和上新，为长期增长蓄力。

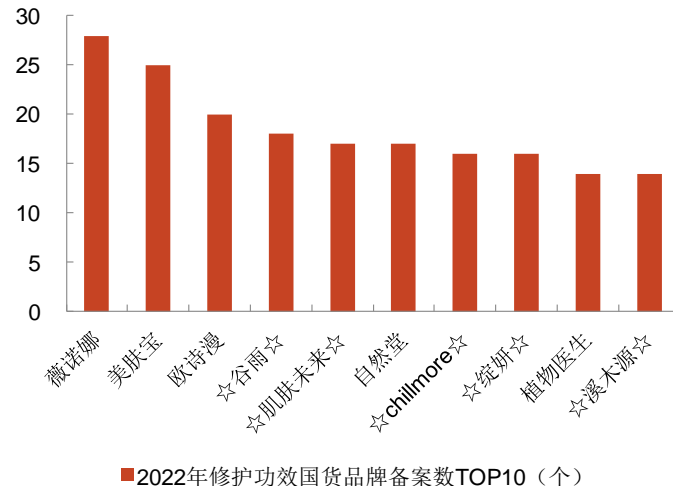
图55：2021和2022年修护功效备案品牌类型数量占比变化



资料来源：美业颜究院，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图56：2022年修护功效国货品牌备案数TOP10



注：上图中标星的品牌为新锐品牌

资料来源：美业颜究院，光大证券研究所整理

4.5 国货精进内功创新升级，期待继续提升市场份额

国货深耕研发打磨成分和技术，通过差异化产品实现突围。近年来国货美妆通过自研专利成分和技术赋能产品、实现突围，强化产品力。根据青眼情报，在其统计的2023年“618”大促美妆黑马单品榜中，运用“中国成分”的产品数量占比为23%。同时根据天猫美妆×CBE调研显示，消费者对国产原料的认同度和期待值提升，在选择抗老产品时49%的消费者偏好原料产地为中国的产品。总体来看，国产品牌在产品成分、原料配方、功效评估等方面不断升级，研发创新已成为其产品差异化的重要抓手。

图57：国货美妆代表品牌自研成分或技术列举



资料来源：官方微信公众号、天猫官方旗舰店，光大证券研究所整理

图58：消费者在选购抗老产品时偏好的原料产地类型占比



注：调研样本为1019个，统计消费者在选择抗老产品时，偏好哪些原料产地类型；图中数字表示选择某一国家的消费者数量占总数量的比重；资料来源：天猫美妆×CBE《了不起的中国成分白皮书》，光大证券研究所整理

- 1 行情与估值回顾
- 2 纺织制造行业
- 3 品牌服饰行业
- 4 化妆品行业
- 5 投资建议与推荐标的**
- 6 风险分析

纺织服装行业

纺织制造方面，23年行业业绩筑底，24年行业景气度拐点将有望到来，且制造商前期投产产能亦能实现较好释放。我们看好24年行业业绩和估值双修复，标的方面，继续推荐**华利集团、申洲国际、百隆东方**等。

品牌服饰方面，展望24年，从消费趋势来看，消费者消费观念趋于理性，消费分级趋势显现；从赛道及格局来看，24年行业继续保持稳健增长，细分赛道存发展机遇，头部品牌份额有望巩固提升。标的方面，港股我们继续推荐**安踏体育、李宁、特步国际**；A股继续推荐**海澜之家、比音勒芬、报喜鸟**等。再者从股息回报的角度，建议关注行业高股息率、低估值的稳健型标的。

化妆品行业

在需求端较为平淡背景下，展望24年，品牌的产品力、多渠道运营实力等重要性更为凸显。品牌商线上线下渠道统筹布局为未来趋势，以减轻对单一渠道依赖、提高抗风险能力。国潮崛起趋势之下，国货品牌排名和口碑实现提升，同时国货品牌正在精进内功、创新升级，通过打磨成分和技术，打造差异化产品、实现突围。标的方面，我们继续推荐**珀莱雅、贝泰妮、上海家化**。

风险提示：国内外需求疲弱影响接单、贸易环境变化影响接单、汇率或棉价大幅波动。

5.2 推荐标的—华利集团 (300979.SZ)

公司是全球领先的运动鞋专业制造商，主要产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等。2023年前三季度公司实现营业收入143.08亿元、同比下滑6.93%，归母净利润22.87亿元、同比下滑6.48%。美元口径下，前三季度公司收入同比下滑约12%、较上半年的下滑约13%略有收窄。**品类方面**，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他2023年上半年收入占比分别为90%、5%、5%，收入分别同比下滑1.95%、28.34%、41.93%。**分地区来看（按品牌客户总部所在地划分）**，美国、欧洲、其他地区2023年上半年收入占比分别为82%、15%、2%，收入分别同比-10.28%、+12.85%、+13.15%。

前三季度公司业绩受下游客户去库影响有所下滑，目前各品牌客户去库存节奏存在差异，部分品牌订单已有所好转。我们继续看好公司作为运动赛道头部制造商、稳步提升市场份额，暂维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为2.70、3.28、3.90元，23、24年PE分别为18倍、15倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求疲软、品牌客户库存积压影响公司接单；人工成本上升；汇率大幅波动。

表3：华利集团盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	17,470	20,569	20,510	24,092	27,705
营业收入增长率	25.40%	17.74%	-0.29%	17.46%	15.00%
净利润（百万元）	2,768	3,228	3,146	3,832	4,550
净利润增长率	47.34%	16.63%	-2.54%	21.80%	18.74%
EPS（元）	2.37	2.77	2.70	3.28	3.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.33%	24.46%	21.06%	21.88%	22.16%
P/E	21	18	18	15	13
P/B	5.3	4.4	3.9	3.3	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

5.2 推荐标的一百隆东方（601339.SH）

公司集研发、生产、销售色纺纱于一体，专注于经营各类色纺纱线。2023年前三季度公司实现营业收入50.92亿元、同比下滑11.09%，归母净利润5.53亿元、同比下滑46.74%。分国内外产能来看，2023年上半年子公司越南百隆实现收入24.25亿元、收入占比为75%、收入同比下滑9.01%，净利润1.63亿元、同比下滑79.84%，净利率为6.73%、同比下降23.63PCT，主要为接单较弱、产能利用率不足拖累。推算国内产能上半年收入为7.95亿元、同比下滑38.80%，净利润为1.10亿元、同比扭亏（主要为汇兑收益等非主营因素贡献），净利率为13.85%、同比提升16.36PCT。

随着下游终端品牌客户去库逐步接近尾声，以及国内外消费复苏，公司订单有望逐步改善，盈利能力趋于正常。长期我们继续看好公司全球化产能布局和色纺纱细分行业龙头优势，下游赛道和客户景气度相对突出。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为0.56、0.73、0.88元，23年、24年PE分别为10倍、7倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内外需求疲弱影响接单、贸易环境变化影响接单、汇率或棉价大幅波动。

表4：百隆东方盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,774	6,989	6,501	7,544	8,522
营业收入增长率	26.73%	-10.10%	-6.98%	16.05%	12.96%
净利润（百万元）	1,371	1,563	847	1,102	1,316
净利润增长率	274.47%	14.00%	-45.81%	30.07%	19.50%
EPS（元）	0.91	1.04	0.56	0.73	0.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.24%	15.54%	8.34%	10.27%	11.50%
P/E	6	5	10	7	6
P/B	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

5.2 推荐标的—申洲国际 (2313.HK)

公司为全球最大的纵向一体化针织服装制造商之一，2023年上半年公司实现营业收入115.62亿元、同比下滑14.9%，归母净利润21.27亿元、同比下滑10.1%。公司前四大客户（Nike/Adidas/彪马/优衣库）2023年上半年收入占比为79.8%、同比下降3.0PCT，收入合计同比下滑18.0%，前四大客户收入分别同比-21.9%、+5.3%、-25.6%、-28.6%。国内品牌上半年收入占比为10.8%、同比提升1.5PCT。

公司上半年低谷已过，我们继续看好作为运动服饰赛道的制造龙头，公司订单景气度逐季改善，同时叠加新产能爬坡效益释放、客户及产品结构优化，期待收入规模和盈利能力逐步修复，长期持续增长可期。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为3.13、3.71、4.29元，23年、24年PE分别为24倍、20倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求持续疲软，致公司接单和毛利率受损；产能扩张不及预期；棉价或汇率大幅波动。

表5：申洲国际预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23,845	27,781	27,029	31,099	34,948
营业收入增长率	3.5%	16.5%	-2.7%	15.1%	12.4%
净利润（百万元）	3,372	4,563	4,704	5,572	6,453
净利润增长率	-34.0%	35.3%	3.1%	18.5%	15.8%
EPS（元）	2.24	3.04	3.13	3.71	4.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.2%	15.6%	14.8%	16.3%	18.1%
P/E	34	25	24	20	18
P/B	4.1	3.7	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14，港币汇率采用1HKD=0.9190RMB计算

5.2 推荐标的—海澜之家（600398.SH）

公司为国产大众男装龙头，2023年前三季度公司实现收入155.69亿元、同比增长13.85%，归母净利润24.52亿元、同比增长40.14%，与21年同期相比，公司收入、归母净利润分别增长9.98%、19.73%。**分品牌来看**，海澜之家系列收入仍占主导，23年前三季度占主营业务收入的比重为79%，收入同比增长14.86%；海澜团购定制系列收入占比为11%、收入同比增长30.32%；其他品牌合计收入占比为10%、收入同比增长4.35%。**分渠道来看**，23年前三季度线上收入占比为15%、收入同比增长3.45%，线下收入同比增长17.57%。

作为大众男装龙头，公司客群粘性强、性价比突出，积极推进产品年轻化及渠道革新，我们继续看好在消费弱复苏趋势下，公司市场份额稳步提升。我们维持公司23~25年盈利预测，按最新股本计算，对应23~25年EPS分别为0.64、0.74、0.84元，23年、24年PE分别为11倍、10倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费需求疲软；天气异常；终端售罄率降低致库存压力加大；线上增长不及预期；并购整合不当，或小品牌培育进展不及预期。

表6：海澜之家盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20,188	18,562	21,942	24,609	27,079
营业收入增长率	12.41%	-8.06%	18.21%	12.15%	10.04%
净利润（百万元）	2,491	2,155	2,769	3,188	3,645
净利润增长率	39.60%	-13.49%	28.45%	15.16%	14.31%
EPS（元）	0.58	0.50	0.64	0.74	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.62%	14.76%	17.85%	19.59%	21.30%
P/E	12	14	11	10	8
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

5.2 推荐标的—比音勒芬 (002832.SZ)

公司坚持高端时尚运动鞋服品牌定位，实施多品牌发展战略，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2023年4月完成收购的两个国际奢侈品牌CERRUTI 1881及KENT & CURWEN。2023年前三季度公司实现营业收入27.96亿元、同比增加25.67%，归母净利润7.58亿元、同比增加32.17%。

前三季度公司业绩表现亮眼，单季度收入同比增速维持了20%以上的优秀水平，且毛利率、归母净利率同比均呈提升趋势，显示公司品牌力不断向上、经营质量和效率亦在持续提升，进入四季度冬装销售旺季、期待公司业绩继续表现靓丽。长期而言，公司深耕高端运动时尚赛道，客群购买力较强且粘性突出，并且通过国际化收购完善品牌矩阵、向上延伸定位，旗下多品牌之间协同发力、打开未来成长空间。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为1.67、2.08、2.52元，23年、24年PE分别为20倍、16倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求疲软；开店不及预期；渠道库存恶化；费用管控不当；小品牌培育进展不及预期。

表7：比音勒芬盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,720	2,885	3,639	4,391	5,213
营业收入增长率	18.09%	6.06%	26.14%	20.67%	18.72%
净利润（百万元）	625	728	953	1,189	1,438
净利润增长率	25.20%	16.50%	30.97%	24.76%	21.00%
EPS（元）	1.09	1.27	1.67	2.08	2.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.24%	17.62%	19.40%	20.25%	20.48%
P/E	30	26	20	16	13
P/B	5.6	4.5	3.8	3.2	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

5.2 推荐标的—报喜鸟 (002154.SZ)

公司主要定位于中高端男装，为国内领先的多品牌服装公司，旗下拥有报喜鸟、哈吉斯、乐飞叶、恺米切、宝鸟等品牌。2023年前三季度公司实现营业收入36.67亿元、同比增长20.71%，归母净利润5.55亿元、同比增长44.39%。与21年同期相比，公司收入、归母净利润分别增长23.36%、51.22%。分品牌来看，2023年上半年报喜鸟（包含亨利·格兰）、哈吉斯、乐飞叶、恺米切&TB、宝鸟收入分别同比增长14.18%、29.62%、55.64%、31.85%、23.30%。

公司旗下多品牌复苏势头向好，其中主品牌报喜鸟定位中高端男装，推进品牌年轻化转型、实现稳健增长；哈吉斯卡位高端运动时尚赛道，上半年增长喜人，直营和加盟均实现净拓店、门店面积亦有提升，渠道规模逐步扩大。我们继续看好公司多品牌多点发力，规模效应逐步显现。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为0.46、0.54、0.63元，23年、24年PE分别为13倍、11倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求疲软；开店不及预期；渠道库存恶化；费用管控不当；小品牌培育进展不及预期。

表8：报喜鸟盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,451	4,313	5,349	6,060	6,828
营业收入增长率	17.52%	-3.11%	24.02%	13.30%	12.68%
净利润（百万元）	464	459	666	782	917
净利润增长率	26.70%	-1.20%	45.27%	17.27%	17.39%
EPS（元）	0.32	0.31	0.46	0.54	0.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.16%	11.66%	15.46%	16.82%	18.13%
P/E	19	19	13	11	9
P/B	1.7	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

5.2 推荐标的—安踏体育 (2020.HK)

公司为国产运动鞋服品牌龙头，旗下拥有主品牌安踏、FILA、迪桑特、可隆体育等品牌。2023年上半年公司实现营业收入296.45亿元、同比增长14.2%，归母净利润（包括/不包括合营公司AMER影响）分别为47.48/52.64亿元、同比增长32.3%/39.8%。**分品牌来看**，安踏品牌、FILA、其他品牌上半年收入分别同比增长6.1%、13.5%、77.6%。**分渠道来看**，电商业务上半年收入同比增长21.7%，推算线下业务合计同比增长11.1%。**零售流水方面**，23Q1~Q3安踏品牌分别同比增中单位数、高单位数、高单位数，FILA同比增高单位数、15~20%、10~15%，其他品牌同比增75~80%、70~75%、45~50%。

我们继续看好公司作为国内运动龙头，旗下多品牌通过清晰而多元的战略定位、分享国内运动鞋服赛道长期扩容和高速增长的红利，增长潜力逐步释放，同时多品牌多品类协同发力，稳步提升市场份额。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为3.48、4.09、4.79元人民币，23年、24年PE分别为23倍、19倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育或者AMER盈利改善不及预期。

表9：安踏体育盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	49,328	53,651	61,950	70,876	80,128
营业收入增长率	38.9%	8.8%	15.5%	14.4%	13.1%
净利润（百万元）	7,720	7,590	9,844	11,573	13,580
净利润增长率	49.6%	-1.7%	29.7%	17.6%	17.3%
EPS（元）	2.73	2.68	3.48	4.09	4.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.7%	22.1%	25.1%	25.9%	26.5%
P/E	29	30	23	19	17
P/B	6.8	5.7	5.0	4.3	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14，港币汇率采用1HKD=0.9190RMB计算

5.2 推荐标的—李宁 (2331.HK)

公司为国产运动鞋服龙头品牌，采取“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，聚焦篮球、跑步、健身、羽毛球及运动生活五大核心品类。2023年上半年公司实现营业收入140.19亿元、同比增长13.0%，归母净利润21.21亿元、同比下滑3.1%。分渠道来看，23年上半年收入中经销、直营店、电商各占48.0%、24.3%、25.6%（其余2.1%为国际市场销售），收入分别同比增长13.9%、22.3%、1.7%，其中电商增长较弱预计与线下客流恢复、消费者习惯自线上切回线下有关。零售流水方面，23Q1~Q3李宁品牌（不含李宁YOUNG）零售流水分别同比增中单位数、10~20%中段、中单位数。

受消费复苏不确定性以及窜货影响，公司预计2023年全年收入同比增速为低于双位数，且公司将通过“双十一”等旺季活动缓解库存压力，加强批发渠道发货管控，争取年底库存回到更健康水平。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为1.40、1.68、1.99元，23年、24年PE分别为16倍、13倍，估值较低、已具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；渠道库存消化不及预期；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用管控不当。

表10：李宁盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	22,572	25,803	27,706	31,523	35,461
营业收入增长率	56.1%	14.3%	7.4%	13.8%	12.5%
净利润（百万元）	4,011	4,064	3,677	4,432	5,244
净利润增长率	136.1%	1.3%	-9.5%	20.5%	18.3%
EPS（元）	1.52	1.54	1.40	1.68	1.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.2%	22.3%	17.8%	18.7%	19.5%
P/E	14	14	16	13	11
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14，港币汇率采用1HKD=0.9190RMB计算

5.2 推荐标的—特步国际 (1368.HK)

公司为国内领先的多品牌体育用品公司，旗下拥有大众运动品牌特步，以及时尚运动品牌盖世威和帕拉丁、专业运动品牌索康尼和迈乐。2023年上半年公司实现营业收入65.22亿元、同比增长14.8%，归母净利润6.65亿元、同比增长12.7%。**分品牌来看**，2023年上半年大众运动、时尚运动、专业运动收入分别同比增长10.9%、18.9%、119.9%。**零售流水方面**，23Q1~Q3特步主品牌全渠道零售流水分别同比增约20%、高双位数、高双位数。

我们继续看好公司主品牌持续强化跑步生态圈建设，丰富完善跑鞋矩阵，通过赛事赞助等营销活动放大专业系列产品声量，进而带动大众系列产品销售，同时期待公司多品牌运营能力继续强化，索康尼品牌顺利培育盈利，期待小品牌规模继续扩大，多品牌集团化协同发展。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为0.39、0.49、0.60元，23、24年PE为13倍、10倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育不及预期。

表11：特步国际盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,013	12,930	14,332	16,539	18,897
营业收入增长率	22.5%	29.1%	10.8%	15.4%	14.3%
净利润（百万元）	908	922	1,031	1,294	1,586
净利润增长率	77.1%	1.5%	11.8%	25.5%	22.6%
EPS（元）	0.34	0.35	0.39	0.49	0.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.5%	11.2%	11.8%	13.8%	15.5%
P/E	14	14	13	10	8
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14，港币汇率采用1HKD=0.9190RMB计算

5.2 推荐标的—珀莱雅 (603605.SH)

公司为国产化妆品品牌代表，旗下拥有珀莱雅、悦芙媿、彩棠、INSBAHA、CORRECTORS等品牌，覆盖护肤、彩妆、高功效护肤等美妆领域。公司2023年前三季度实现营业收入52.49亿元、同比增长32.47%，归母净利润7.46亿元、同比增长50.60%。**分渠道来看**，前三季度线上、线下收入分别为47.14亿元、5.23亿元，线上占比（占主营业务收入比例，下同）为90%，线上、线下收入分别同比增长35.61%、12.03%，线下渠道收入增速转正。**分品牌来看**，前三季度主品牌珀莱雅收入占比约80%、收入同比增长近30%，彩妆品牌彩棠收入占比约10%、收入同比增长近70%，其他小品牌悦芙媿、OR收入同比增速超50%。

我们继续看好公司多品牌协同并进，通过与药企、学校、原料商等共同研发，夯实基础研究，赋能大单品升级推新、丰富产品/品牌/品类矩阵，同时继续强化内容营销建设、精准投放，持续提升品牌影响力与经营效率。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为2.81、3.53、4.34元，23年、24年PE分别为38倍、30倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内消费疲软；电商流量增长见顶；渠道拓展、营销投放效果、新品推出效果、小品牌培育效果不及预期；对行业趋势变化把握不当；费用控制不当。

表12：珀莱雅盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,633	6,385	8,144	10,013	12,107
营业收入增长率	23.47%	37.82%	27.53%	22.95%	20.92%
净利润（百万元）	576	817	1,115	1,399	1,724
净利润增长率	21.03%	41.88%	36.44%	25.43%	23.22%
EPS（元）	1.45	2.06	2.81	3.53	4.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.03%	23.19%	25.39%	25.64%	25.50%
P/E	73	51	38	30	24
P/B	14.6	11.9	9.6	7.7	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

5.2 推荐标的—贝泰妮 (300957.SZ)

公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤。2023年前三季度公司实现营业收入34.31亿元、同比增长18.51%，归母净利润5.79亿元、同比增长11.96%。分品类来看，2023年上半年护肤品、医疗器械、彩妆收入占主营业务的比重分别为87%、12%、1%，收入分别同比增长12.13%、45.92%、38.35%。分渠道来看，2023年上半年线上、线下收入占主营业务的比重分别为74%、26%，收入分别同比增长7.15%、48.64%。

长期来看，公司持续坚持“聚焦主品牌、拓展子品牌”发展策略，薇诺娜宝贝、Aoxmed培育稳步推进，我们继续看好公司多品牌多品类持续发力，期待下半年公司增长继续向好。我们维持公司23~25年盈利预测，对应23~25年EPS分别为2.94、3.54、4.25元，23年、24年PE分别为26倍、21倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费疲软，或线上渠道整体增长放缓；行业竞争加剧；新产品、新品牌拓展不及预期；获客成本持续提升等。

表13：贝泰妮盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,022	5,014	6,017	7,360	8,844
营业收入增长率	52.57%	24.65%	20.01%	22.31%	20.17%
净利润（百万元）	863	1,051	1,247	1,500	1,798
净利润增长率	58.77%	21.82%	18.59%	20.32%	19.88%
EPS（元）	2.04	2.48	2.94	3.54	4.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.15%	18.93%	19.68%	20.11%	20.42%
P/E	37	30	26	21	18
P/B	6.7	5.7	5.0	4.3	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

5.2 推荐标的—上海家化（600315.SH）

公司主要从事护肤、个护家清、母婴产品的研发、生产和销售，主要品牌包括佰草集、玉泽、高夫、美加净、典萃、双妹、启初、汤美星、六神、家安等，以及合作品牌包括片仔癀（口腔护理）、艾禾美、芳芯、碧缇丝。2023年前三季度实现营业收入50.91亿元、同比下滑4.91%，归母净利润3.94亿元、同比增长25.83%。**分品类来看**，2023年前三季度护肤品类、个护家清品类、母婴品类收入分别同比+1.5%、-5.4%、-8.6%。**分渠道来看**，2023年前三季度线上、线下收入分别同比+6%、-10.6%。

我们期待护肤品业务增长继续提速、带动公司毛利率向上，费用投放效率进一步提升，并期待海外业务逐步改善。我们维持公司23~25年盈利预测，按最新股本计算，对应23~25年EPS分别为1.04、1.28、1.52元，23年、24年PE分别为23倍、18倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费需求持续疲软、线下渠道恢复不及预期；新品推广和销售不及预期；行业竞争加剧；渠道调整不及预期；控费不当或者投放效果不及预期。

表14：上海家化盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,646	7,106	7,719	8,909	10,071
营业收入增长率	8.73%	-7.06%	8.62%	15.43%	13.04%
净利润（百万元）	649	472	701	868	1,029
净利润增长率	50.92%	-27.29%	48.44%	23.86%	18.51%
EPS（元）	0.96	0.70	1.04	1.28	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.32%	6.51%	8.97%	10.25%	11.14%
P/E	24	34	23	18	15
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

6 风险分析

- ❑ 宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装、化妆品等产品的消费需求
- ❑ 行业竞争加剧，国外品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响
- ❑ 电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力
- ❑ 国外需求持续疲软，汇率或者原材料棉花价格大幅波动等，影响纺织制造企业的销售和盈利能力

表15：纺织服装行业2020~2022年的年平均股息率排名前20的个股

代码	证券简称	所属行业	总市值 (亿元人民币)	近三年平均股息率 (%)	近三年平均股利支付率 (%)	2023前三季度净利率 (%)	2023前三季度ROE (%)
2678.HK	天虹国际集团	棉纺织	44	10.64	38.77	-6.84	-8.16
3306.HK	江南布衣	女装	48	9.94	83.10	15.75	21.17
1234.HK	中国利郎	男装	45	8.99	75.63	18.07	7.03
002293.SZ	罗莱生活	家纺	82	8.12	80.00	11.12	10.04
600177.SH	雅戈尔	男装	310	7.46	39.47	38.24	7.12
601339.SH	百隆东方	棉纺织	81	7.45	53.57	10.90	5.50
603839.SH	安正时尚	女装	31	7.32	-	1.61	1.50
002563.SZ	森马服饰	童装	160	6.75	87.16	9.38	7.52
002327.SZ	富安娜	家纺	70	6.74	87.63	18.15	9.36
2232.HK	晶苑国际	服装制造	63	6.17	37.08	7.25	5.44
603587.SH	地素时尚	女装	67	5.95	70.42	22.60	11.39
002763.SZ	汇洁股份	内衣	35	5.83	96.77	11.20	10.33
603001.SH	ST奥康	鞋类	23	5.74	-	-3.93	-3.08
600398.SH	海澜之家	男装	309	5.58	80.27	15.65	16.45
600370.SH	三房巷	印染	99	5.23	75.40	0.15	0.40
002154.SZ	报喜鸟	男装	87	4.95	53.54	15.89	13.65
003016.SZ	欣贺股份	女装	38	4.91	86.67	9.12	4.11
0551.HK	裕元集团	服装制造	131	4.90	84.96	2.49	2.02
603116.SH	红蜻蜓	鞋类	37	4.56	-	2.45	1.55
603889.SH	新澳股份	毛纺	50	4.34	54.88	10.67	11.57

注：股价时间为2023-11-14；汇率按1HKD=0.9190RMB换算；上表中港股净利率及ROE均为23年上半年，A股均为23年前三季度；上表中“-”表示近三年利润端合计亏损导致股利支付率为负值，或利润端数值较低导致股利支付率超100%；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

衷心 感谢

光大证券研究所



零售纺服
研究团队

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

🔧 执业证书编号：S0930516050001
☎ 电话：021-52523866
✉ 邮件：tangjiarui@ebscn.com

分析师：孙未未

🔧 执业证书编号：S0930517080001
☎ 电话：021-52523672
✉ 邮件：sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

🔧 执业证书编号：S0930523070004
☎ 电话：021-52523672
✉ 邮件：zhujieyu@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。