

消费回归理性，把握结构机遇

华泰研究

2024 年 7 月 19 日 | 中国内地

中期策略

商贸/轻工/纺织中期策略：消费回归理性，把握结构机遇

1) 美妆：产品力突出的国货借势渠道机遇持续提升份额，建议关注美妆/医美国货品牌；2) 珠宝：Q2 受金价扰动、不改中期相对景气，板块估值调整至高性价比区间，建议关注品牌力强的头部珠宝企业；3) 轻工：建议把握低估值龙头估值修复机会，同时推荐具备独立成长逻辑的高景气赛道，如新消费、企业出海等；4) 纺织：制造企业订单有望持续改善，理性消费崛起，建议关注头部纺织制造企业及国货品牌。

美妆：时夏方长，正待新机

分板块看：1) 美妆：渠道分化、国货势强、需求理性、产品创新是关键词。展望 24H2，我们认为渠道端抖音仍是主要增长引擎，天猫弱复苏态势或延续；品牌端头部国货将继续替代外资份额；功效端控油/祛痘/提亮/美白等均有亮点可期；品类端洗护/头皮/口腔/婴童等新赛道也孕育新机会。2) 医美：24H2 重组胶原有望继续维持 C 位，建议关注巨子生物/珀莱雅/爱美客/上美股份/贝泰妮/丸美股份/福瑞达/润本股份/科思股份。

珠宝：Q2 受金价扰动、不改中期相对景气，板块估值调整至高性价比区间

我们看好板块的布局机会：1) 消费者需求短期被抑制，但并未消失，23 年至今板块的相对景气来自消费者对消费的“保值性”需求，金价企稳后，需求有望修复；2) Q3 旺季将至，有望迎来金价与动销的双重催化；3) 板块估值已到较高性价比位置，平均股息率达 6.5% (7.1-7.18)。Q2 动销放缓、竞争加剧，行业快速出清，建议关注调整能力强、品牌实力强、且中长期有较大展店空间的领先珠宝企业老凤祥、潮宏基、周大生、周大福。

跨境出口：Q2 海运费及汇兑扰动，自下而上寻找结构性机会

Q2 海运费有所上涨，同时 23H1 汇兑收益基数较高，对跨境出口企业上半年订单节奏/盈利能力产生扰动，叠加关税事件等扰动，板块 Q2 估值承受压力。展望 24H2，海外对我国高性价比供应链需求不减，同时货流重组、平台降费也给卖家带来结构性机会。建议自下而上优选细分领域龙头，我们看好线下渠道出海的名创优品；同时推荐具有较强溢价能力的安克创新、致欧科技。

轻工制造：逢低布局核心资产，顺势掘金景气赛道

展望 24H2，我们建议从两条主线把握行业投资机会：1) 逢低布局核心资产，细分赛道龙头企业在经营端积极变革，长期看配置价值仍突出，建议把握低估值龙头估值修复机会，关注欧派家居/顾家家居/晨光股份/裕同科技/索菲亚/志邦家居，以及经营有望迎来改善的思摩尔国际；2) 掘金具备独立成长逻辑的高景气消费赛道，内贸端建议关注依托品类渗透/渠道开拓等红利继续保持增长韧性、演绎独立增长逻辑的轻工个股；外贸端建议关注受益海外需求回升、中长期制造出海/品牌出海逻辑顺畅的出口型个股。

纺织服装：制造景气向上，户外品牌领跑

纺织制造方面，下游鞋服品牌由去库转为主动补库，纺织服装中上游企业订单有望持续改善，伴随需求恢复头部企业份额有望提升，建议重点关注申洲国际。品牌服装方面，消费信心有待恢复之下，理性消费逐渐崛起，建议关注具备高性价比的优质国货品牌；中长期看，国货品牌有望持续提质增效抢占份额，建议关注安踏体育、特步国际、森马服饰、波司登、李宁。

风险提示：金价高位震荡，经济增速放缓，市场竞争加剧，下游需求不及预期，地产销售超预期下行，原材料价格大幅波动，汇率波动风险，国外政治变动风险，库存积压风险。

商业贸易	增持 (维持)
轻工制造	增持 (维持)
纺织服装	增持 (维持)

研究员	樊俊豪
SAC No. S0570524050001	fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986	+(852) 3658 6000
研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+(86) 21 2897 2038
研究员	张诗宇
SAC No. S0570522080001	zhangshiyu@htsc.com
SFC No. BSF308	+(86) 755 2399 3346
研究员	刘思奇
SAC No. S0570523090004	liusiqi@htsc.com
SFC No. BSE590	+(86) 21 2897 2228
联系人	杨耀
SAC No. S0570124070059	yangyao@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
巨子生物	2367 HK	60.36	买入
珀莱雅	603605 CH	149.72	买入
爱美客	300896 CH	415.80	买入
上美股份	2145 HK	61.40	买入
贝泰妮	300957 CH	88.50	买入
丸美股份	603983 CH	33.90	增持
福瑞达	600223 CH	10.94	买入
润本股份	603193 CH	23.70	增持
科思股份	300856 CH	101.34	买入
老凤祥	600612 CH	98.80	买入
潮宏基	002345 CH	9.18	买入
周大生	002867 CH	20.96	买入
周大福	1929 HK	10.80	增持
名创优品	9896 HK	65.85	买入
安克创新	300866 CH	112.24	买入
致欧科技	301376 CH	32.40	买入
欧派家居	603833 CH	90.78	增持
顾家家居	603816 CH	50.04	买入
晨光股份	603899 CH	49.25	增持
裕同科技	002831 CH	32.76	买入
思摩尔国际	6969 HK	11.36	买入
索菲亚	002572 CH	21.56	增持
志邦家居	603801 CH	20.15	增持
申洲国际	2313 HK	93.00	买入
安踏体育	2020 HK	93.50	买入
特步国际	1368 HK	6.29	买入
森马服饰	002563 CH	8.00	买入
波司登	3998 HK	5.38	买入
李宁	2331 HK	28.40	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

社零：消费稳健复苏，结构有所分化	5
分品类看，必选、可选、地产后周期消费分化加深	6
美妆：时夏方长，正待新机	9
24H1 回顾：大盘弱复苏、个股有分化	9
美妆：内容电商仍盛，新功效、新品类势起	10
渠道端：抖音仍是兵家必争地	10
品牌端：国货强崛起、外资弱复苏	12
功效端：控油/祛痘/提亮/美白	14
品类端：各品牌商进军洗护/头皮/口腔/婴童赛道	15
医美：重组胶原维持 C 位、再生针剂有新亮点	17
珠宝：金价明显扰动短需，静待金价企稳、动销回暖、估值修复	19
金价 Q2 高位震荡短期抑制需求	19
看涨金价背景下，仍看好 Q3 珠宝消费的相对景气	20
板块估值快速下挫，已具备高性价比	21
跨境出口：海运费、汇率扰动，不改出海领先企业长期成长性	23
Q2 海运费、汇率扰动或造成跨境电商卖家盈利承压	23
商流驱动国际物流市场的变革，带动海外大件渗透率快速提升	26
轻工制造：逢低布局核心资产，顺势掘金景气赛道	29
家居：存量崛起&格局优化，把握低估机会	30
复盘：政策利好频出，需求温和复苏，估值再回低位	30
展望：把握存量崛起&格局优化下家居龙头布局机会	32
轻工消费：关注必选属性强的消费白马及成长性个股	35
文具用品：龙头企业估值低位，经营稳步向前	35
卫生用品：必选属性突出，国产品牌加速崛起	36
电子烟：美国 FDA 首次批准薄荷醇电子烟，合规市场迎利好	38
包装印刷：消费电子需求复苏，关注配套产业链龙头	38
需求：整体需求表现平淡，消费电子贡献结构性亮点	38
成本：原料价格仍处低位，关注后续成本变化	39
纺织服装：制造景气向上，户外品牌领跑	41
纺织制造：24Q1 去库基本结束，供应链集中强者愈强	41
品牌供应链集中化，高质稳定龙头制造商成长性回归	41
海外订单景气度回升，出口优势供应商扩张机遇凸显	41
品牌服装：户外运动增速领跑，关注理性消费崛起	42
户外运动增速高于时尚专业运动，高端户外品牌成长性强	42
大众消费理性回升，大众性价比产品成长性优于高端奢侈品	43
科技提质+国内外扩张，国货品牌市场影响力提高	44
综合观点：消费复苏，结构分化，优选细分领域领先龙头	45
风险提示	52

图表目录

图表 1：社零数据概览	5
图表 2：我国社零增速、限额以上企业社零增速	6
图表 3：我国社零增速（分区域）	6
图表 4：我国社零表现（分餐饮/商品销售）	6
图表 5：我国网络零售表现	6
图表 6：限额以上企业粮油食品销售额同比增速	7
图表 7：限额以上企业烟酒类销售额同比增速	7
图表 8：限额以上企业日用品销售额同比增速	7
图表 9：限额以上企业汽车销售额同比增速	7

图表 10:	限额以上企业服鞋针纺销售额同比增速	7
图表 11:	限额以上企业化妆品销售额同比增速	7
图表 12:	限额以上企业金银珠宝销售额同比增速	8
图表 13:	限额以上企业通讯器材销售额同比增速	8
图表 14:	限额以上企业家电销售额同比增速	8
图表 15:	限额以上企业家具销售额同比增速	8
图表 16:	我国化妆品社零增速 5 月有所回暖	9
图表 17:	24 年以来“医疗美容”百度搜索指数	9
图表 18:	申万一级行业指数 24 年初以来累计涨跌幅	9
图表 19:	重点公司 24 年初以来累计涨跌幅	9
图表 20:	3Q3-24Q1 美护重点标的业绩趋势	10
图表 21:	抖音护肤/彩妆销售额及同比增速	10
图表 22:	淘系护肤/彩妆销售额及同比增速	10
图表 23:	2023 年 1 月以来天猫不同价位带销量占比趋势	11
图表 24:	2023 年 1 月以来天猫不同价位带销量占比同比变化趋势	11
图表 25:	中国进口美容化妆品及洗护用品单位价格	11
图表 26:	2023 年各公司品牌线上销售与财报营收情况	13
图表 27:	主要外资品牌中国市场营销及同比增速	13
图表 28:	珀莱雅净源头皮水	14
图表 29:	可复美秩序点痘棒	14
图表 30:	瑗尔博士摇醒精华	15
图表 31:	韩束白蛮腰	15
图表 32:	品牌商研发费用率	15
图表 33:	我国洗护发市场规模及增速	16
图表 34:	我国洗护发行业各产品结构百分比	16
图表 35:	中国新锐洗护品牌	16
图表 36:	我国口腔护理市场规模及增速	16
图表 37:	我国牙膏产品功效结构占比及变化	16
图表 38:	我国婴童市场规模及增速	17
图表 39:	我国婴童行业 CR10	17
图表 40:	薇诗美 3+17 全程抗衰方案	17
图表 41:	薇诗美新品倍护系列	17
图表 42:	中国内地再生针剂市场集中而增长迅速	18
图表 43:	AestheFill 艾塑菲介绍	18
图表 44:	上海金价以及各品牌金饰金价	19
图表 45:	限额以上企业可选消费三品类零售额同比增速	20
图表 46:	我国储备黄金质量	20
图表 47:	我国珠宝行业市场规模	21
图表 48:	按材质划分的我国珠宝行业规模	21
图表 49:	珠宝个股动态 PE	21
图表 50:	珠宝个股分红率（剔除特别股息）	22
图表 51:	集装箱运价指数（SCFI,CCFI）	23
图表 52:	东南亚集装箱运价指数（SEAFI）	23
图表 53:	美西：集装箱运价	23
图表 54:	欧洲：集装箱运价	23
图表 55:	东南亚：集装箱运价指数（SEAFI）	24
图表 56:	新兴市场：集装箱运价	24
图表 57:	致欧科技成本占收入分析	24
图表 58:	致欧科技盈利能力分析	24
图表 59:	赛维时代成本占收入分析	24
图表 60:	赛维时代盈利能力分析	24
图表 61:	安克创新成本占收入分析	25
图表 62:	安克创新盈利能力分析	25
图表 63:	欧美日兑人民币汇率（中间价）	25
图表 64:	代表跨境电商卖家汇兑损益	26
图表 65:	代表跨境电商卖家汇兑损益及外汇套保公允价值变动合计	26

图表 66: 跨境电商出口物流运输模式: 跨境直邮 vs 海外仓	26
图表 67: 亚马逊 FBA 模式下不同类型卖家差异	27
图表 68: 亚马逊平台商品平均价格	27
图表 69: 我国在不同国家和地区的海外仓分布	28
图表 70: 海外仓不同品类发货订单占比	28
图表 71: 全球及欧美主要国家的家居线上渗透率快速提升	28
图表 72: 2024 年中万各行业板块收益率表现 (截至 2024 年 7 月 18 日)	29
图表 73: 2024 年以来轻工细分板块累计收益率	29
图表 74: 2024 年以来轻工细分板块较沪深 300 超额收益率	29
图表 75: 2024 年以来重要地产政策整理	30
图表 76: 商品房销售面积当月值及同比增速	31
图表 77: 房屋竣工面积当月值及同比增速	31
图表 78: 家具类零售额当月值及同比增速 (亿元)	31
图表 79: 家具制造业企业营收及利润总额同比增速	31
图表 80: 22 年 11 月以来家居用品指数累计收益率复盘	32
图表 81: 家居用品指数估值表现复盘	32
图表 82: 家居行业潜在客户数测算	33
图表 83: 欧派、索菲亚及子品牌推出普惠套餐	33
图表 84: 索菲亚品牌客单价及同比增速	33
图表 85: 家具制造业企业亏损企业数占比	34
图表 86: 中国消费者信心指数: 消费意愿	34
图表 87: 家居用品板块单季度收入及同比增速	34
图表 88: 家居板块单季度归母净利润及同比增速	34
图表 89: 主要家居企业分红比例、股息率及货币资金情况	35
图表 90: 晨光股份超额收益及估值复盘	35
图表 91: 我国文具行业市场规模及同比	36
图表 92: K12 在学人数总和及预测	36
图表 93: 国内卫生巾市场规模及增速	36
图表 94: 国内卫生巾平均片单价	36
图表 95: 2023 年国内卫生巾市场品牌市占率	37
图表 96: 2023 年中美日三国卫生巾市场 CR5	37
图表 97: 2023 年各类型卫生巾产品国内市占率	37
图表 98: 2023 年国内卫生巾营收渠道拆分	37
图表 99: 我国纸包装行业运行情况	38
图表 100: 我国金属包装行业运行情况	38
图表 101: 全球智能手机出货量	39
图表 102: 全球可穿戴设备出货量	39
图表 103: 箱板纸瓦楞纸周均价 (元/吨)	39
图表 104: 白卡纸周均价 (元/吨)	39
图表 105: 裕同科技 2014 年以来营业收入及增速	40
图表 106: 裕同科技 2014 年以来归母净利润及增速	40
图表 107: NIKE 供应商数量	41
图表 108: Adidas 供应商数量	41
图表 109: 中国国内纺织服装类商品零售额变化	41
图表 110: 中国纺织服装类商品出口金额变化	41
图表 111: 中国纺织原料价格指数增长缓慢	42
图表 112: 纺织中游代加工商盈利恢复状况优于上游	42
图表 113: 中国户外运动鞋/服市场规模增速快于专业和时尚运动	43
图表 114: 高端户外品牌成长性 (营业收入) 高于中端户外品牌	43
图表 115: 高端奢侈品和大众性价比品牌 2024 年 Q1 营业收入及增长率	43
图表 116: 中国运动鞋服 CR5 品牌市占率	44
图表 117: 全球运动鞋服 CR5 品牌市占率	44
图表 118: 重点推荐公司一览表	46
图表 119: 重点推荐公司最新观点	46
图表 120: 报告提及公司一览	51

社零：消费稳健复苏，结构有所分化

1-6月，我国社会消费品零售总额达23.6万亿元，同比增长3.7%；其中6月达4.1万亿元，同比增长2.0%。社零增速维持稳健，我们认为主要有以下三点原因：1)居民消费信心逐步修复；2)出行链消费带动，包括餐饮、商品（美妆、服装）消费等；3)必选消费受益价格上涨，包括粮油食品、饮料等保持较快的增长。

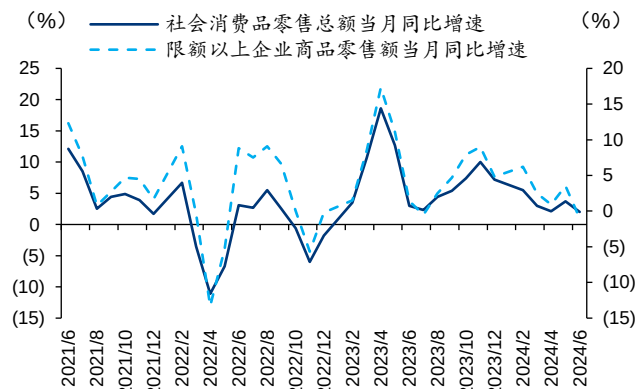
图表1：社零数据概览

	6月		1—6月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	40732	2	235969	3.7
其中：除汽车以外的消费品零售额	36364	3	213007	4.1
其中：限额以上单位消费品零售额	16994	-0.6	91057	3.1
其中：实物商品网上零售额	-	-	59596	8.8
按经营地分				
城镇	35141	1.7	204559	3.6
乡村	5591	3.8	31410	4.5
按消费类型分				
餐饮收入	4609	5.4	26243	7.9
其中：限额以上单位餐饮收入	1286	4	7192	5.6
商品零售额	36123	1.5	209726	3.2
其中：限额以上单位商品零售额	15708	-1	83865	2.9
其中：粮油、食品类	1833	10.8	10353	9.6
饮料类	298	1.7	1564	5.6
烟酒类	503	5.2	3055	10
服装、鞋帽、针纺织品类	1237	-1.9	7098	1.3
化妆品类	405	-14.6	2168	1
金银珠宝类	262	-3.7	1725	0.2
日用品类	717	0.3	3923	2.3
体育、娱乐用品类	142	-1.5	668	11.2
家用电器和音像器材类	1064	-7.6	4487	3.1
中西药品类	626	4.5	3534	4.4
文化办公用品类	414	-8.5	1838	-5.8
家具类	148	1.1	721	2.6
通讯器材类	820	2.9	3692	11.3
石油及制品类	2074	4.6	12026	4.1
汽车类	4367	-6.2	22962	-1.1
建筑及装潢材料类	151	-4.4	782	-1.2

资料来源：统计局，华泰研究

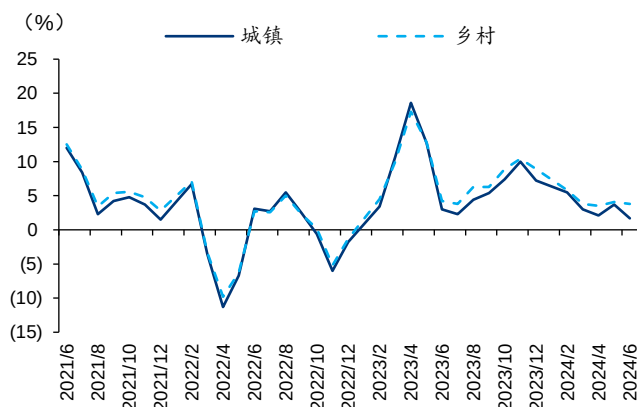
线上消费体验改善，1-6月电商零售保持同比高个位数增长。本次618大促，各电商平台对“预售”等规则进行了优化，较大幅度提升了消费者的购物体验，线上销售增长有所提速。1-6月，我国线上零售额（商品/服务）与实物商品线上零售分别同比增长9.8%、8.8%。

图表2：我国社零增速、限额以上企业社零增速



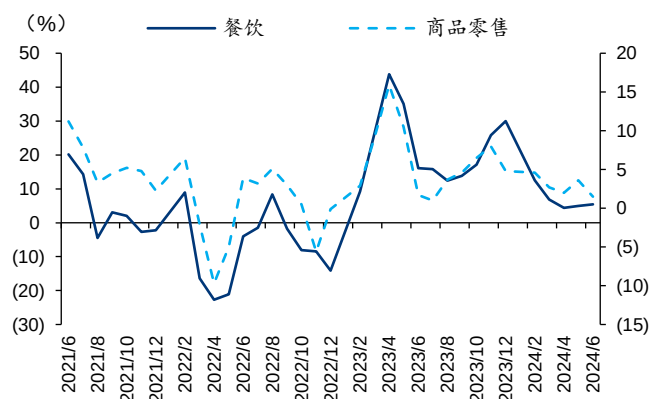
资料来源：统计局，华泰研究

图表3：我国社零增速（分区域）



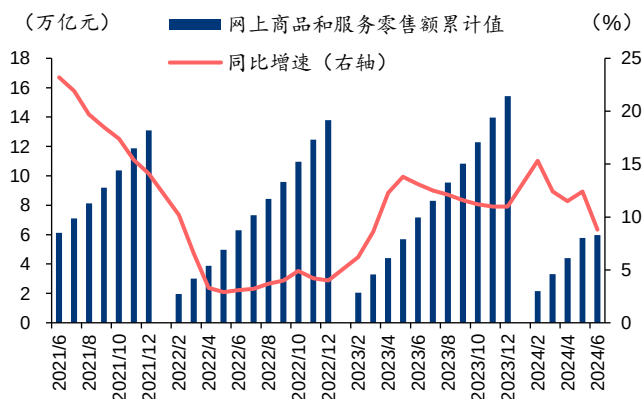
资料来源：统计局，华泰研究

图表4：我国社零表现（分餐饮/商品销售）



资料来源：统计局，华泰研究

图表5：我国网络零售表现



资料来源：统计局，华泰研究

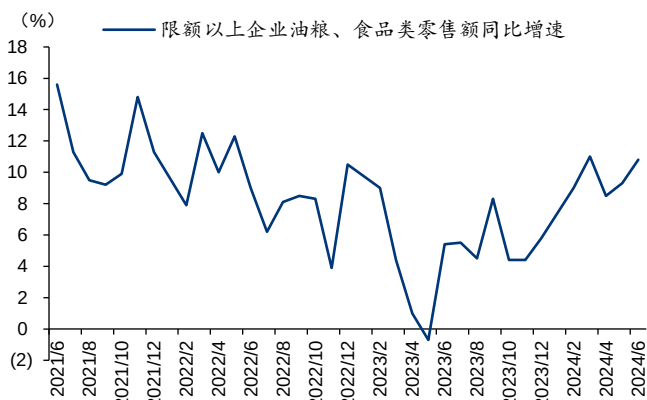
分品类看，必选、可选、地产后周期消费分化加深

必选消费方面，整体表现稳健，增速环比看烟酒、中西药品表现较弱，粮油食品表现稳健，日用品有所提速。6月，我国限额以上企业零售额——烟酒、中西药品、粮油食品、日用品同比增速分别为 5.2%、4.5%、10.8%、0.3%，增速环比分别-2.5pct、+0.2pct、+1.5pct、-7.4pct。

可选消费方面，化妆品、服鞋针纺提速明显，金银珠宝因金价震荡表现较弱。6月，我国限额以上企业零售额——化妆品、服鞋针纺、金银珠宝分别-14.6%、-1.9%、-3.7%，增速环比-33.3pct、-6.3pct、+7.3pct。金银珠宝的增速环比改善表现，我们认为主要因金价企稳以及消费信心修复，我们认为后续有望持续回暖。

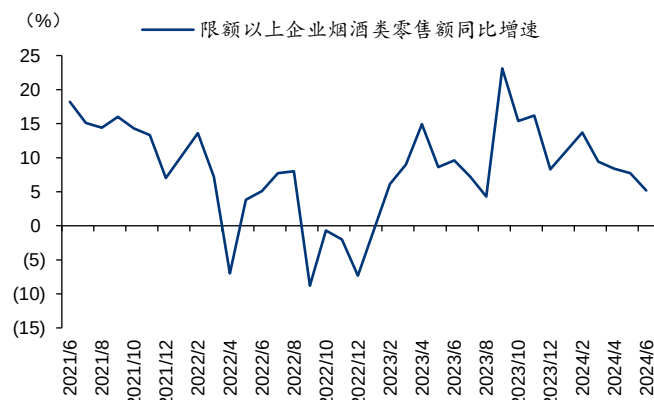
地产后周期消费方面，伴随地产相关政策以及以旧换新政策的逐步落地，家具/家电消费有一定改善。6月，我国限额以上企业零售额——家具/家电同比增长 1.1%、-7.6%，增速环比-3.7pct、-20.5pct。

图表6：限额以上企业粮油食品销售额同比增速



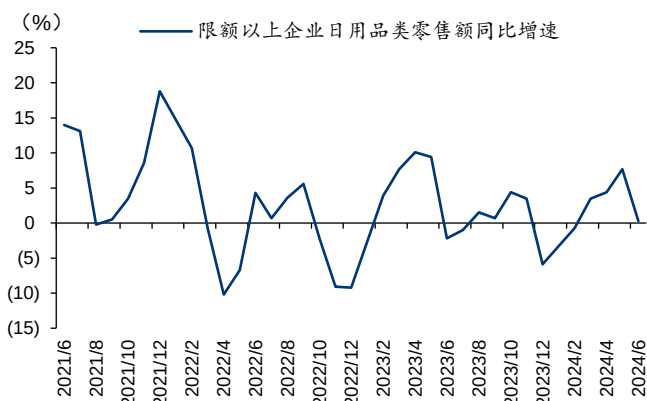
资料来源：统计局，华泰研究

图表7：限额以上企业烟酒类销售额同比增速



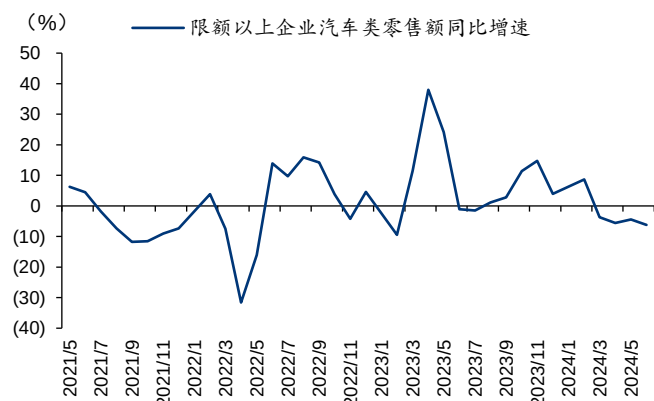
资料来源：统计局，华泰研究

图表8：限额以上企业日用品销售额同比增速



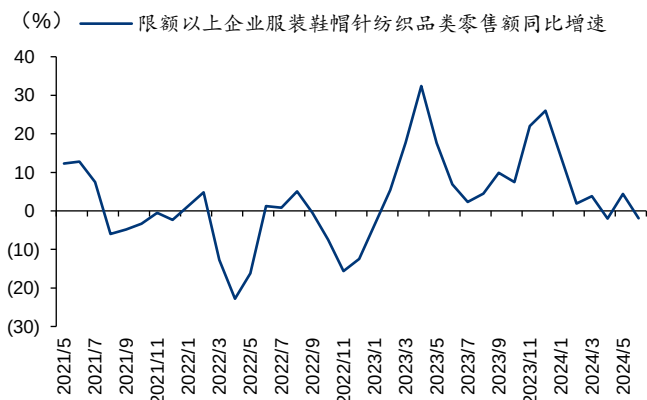
资料来源：统计局，华泰研究

图表9：限额以上企业汽车销售额同比增速



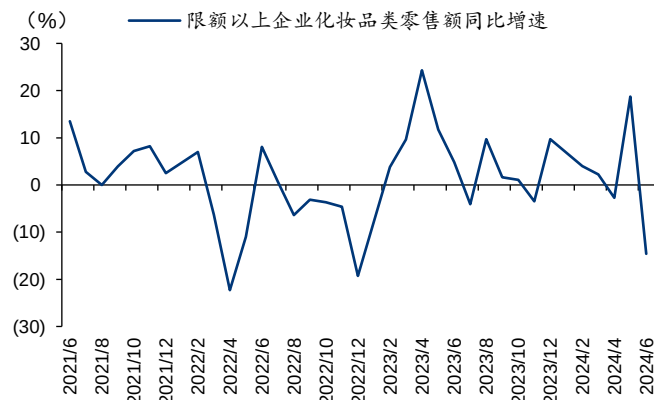
资料来源：统计局，华泰研究

图表10：限额以上企业服装鞋帽针纺销售额同比增速



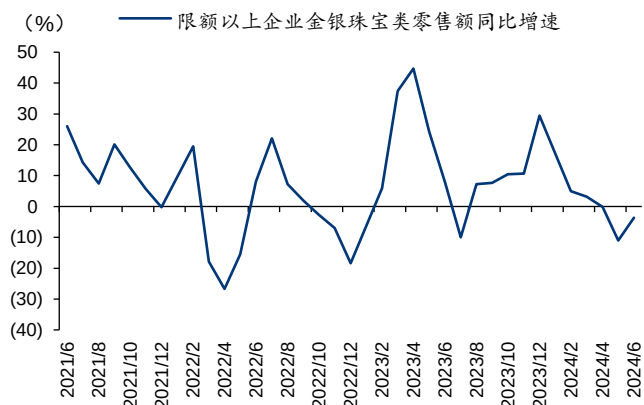
资料来源：统计局，华泰研究

图表11：限额以上企业化妆品销售额同比增速



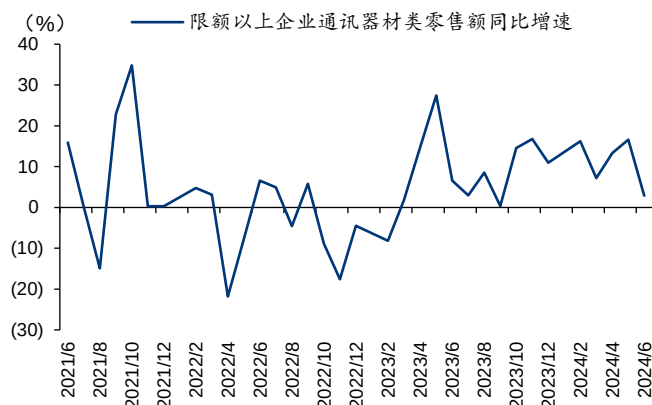
资料来源：统计局，华泰研究

图表12：限额以上企业金银珠宝销售额同比增速



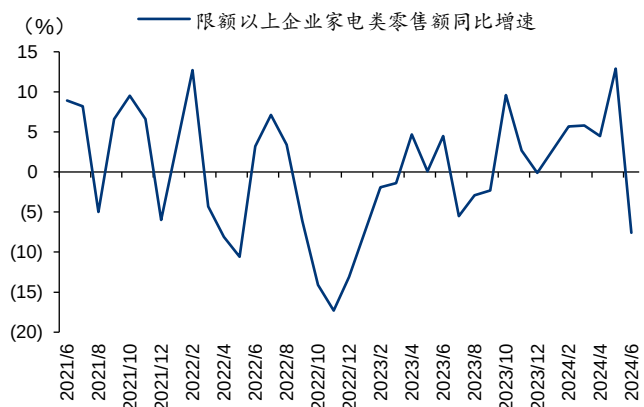
资料来源：统计局，华泰研究

图表13：限额以上企业通讯器材销售额同比增速



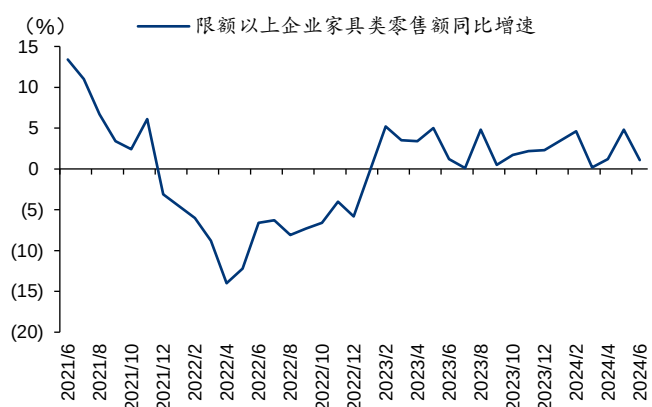
资料来源：统计局，华泰研究

图表14：限额以上企业家电销售额同比增速



资料来源：统计局，华泰研究

图表15：限额以上企业家具销售额同比增速



资料来源：统计局，华泰研究

美护：时夏方长，正待新机

24H1 回顾：大盘弱复苏、个股有分化

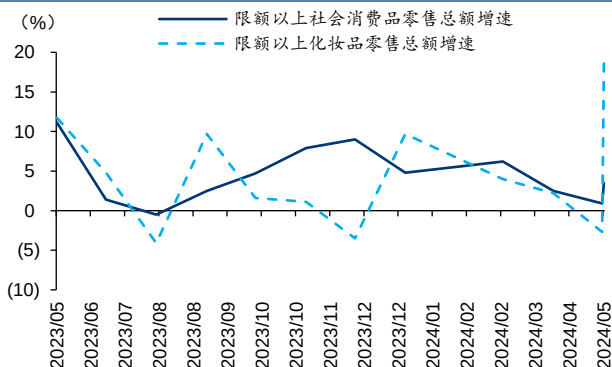
市场层面：24年初至今(7月16日)，申万一级行业指数美容护理行业指数累计跌幅17.83%，在消费类行业中市场表现位居第4位，次于家用电器(+5.18%)、农林牧渔(-12.83%)和食品饮料(-15.83%)。从个股表现来看上美股份(+57.69%)、美丽田园医疗健康(+47.11%)、巨子生物(+13.62%)累计涨幅居前。

行业层面：

美妆：38节、618两大促均有亮点。38大促抖音增速领先、天猫相对较弱，整体国货崛起趋势明显。刚刚落幕的618，渠道端抖音继续领衔增长，天猫有望修复；需求端回归理性、产品创新增强。品牌端，618期间珀莱雅主品牌天猫/抖音美妆GMV排名皆为第一名，同比+70%/+110%，彩棠天猫/抖音彩妆行业排名第一名/第十名，GMV同比+80%/持平；巨子生物旗下可复美品牌线上全渠道GMV同比增长60%+，可丽金品牌线上全渠道GMV同比增长100%+；上美股份主品牌韩束天猫/抖音GMV同比+141%/136%，截至24年6月18日活动结束，抖音GMV总计达33.58亿已超23年全年GMV33.4亿元（截至24年7月16日，抖音GMV已达34.49亿元），New Page一页则在活动期间全渠道GMV+420%。

医美：需求端与整体消费环境有更强相关性；供给端差异化新品有渠道渗透红利。需求端，中短期消费力的变化可能会影响居民的医美消费预算；供给端，锦波生物旗下薇旐美仍处快速增长期，公司24Q1营收2.26亿元(yoy+76.09%)/净利1.01亿元(yoy+135.72%)；江苏吴中旗下AestheFill艾塑菲于24年1月获批，于6月16日举办产品发布会，讲解AestheFill艾塑菲的优势与未来展望。AestheFill艾塑菲自2019年上市中国台湾地区后，凭借其优秀的产品性能位列台湾再生针剂市场第一，其上市或将改变目前内地由伊妍仕、濡白天使、爱维岚组成的再生针剂市场的“三分”态势。

图表16：我国化妆品社零增速5月有所回暖



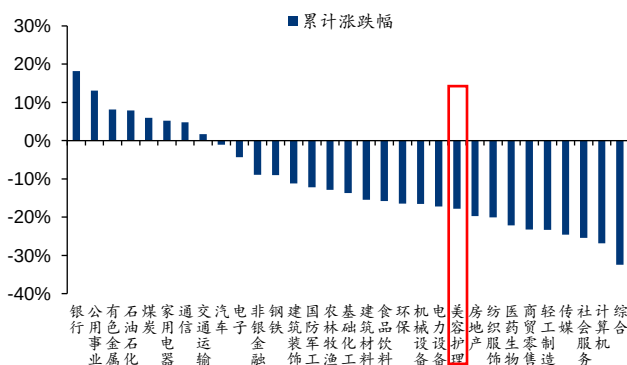
资料来源：Wind、华泰研究

图表17：24年以来“医疗美容”百度搜索指数



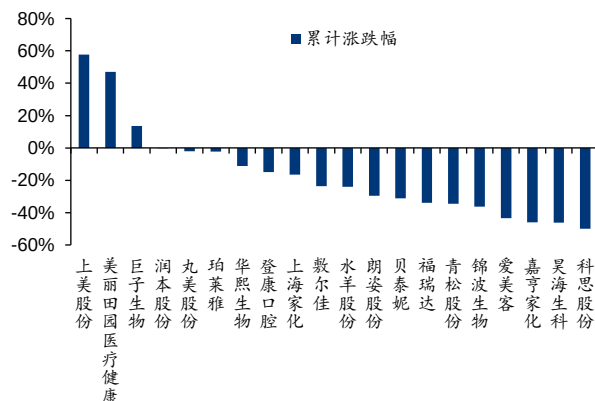
资料来源：百度搜索指数，华泰研究

图表18：申万一级行业指数24年初以来累计涨跌幅



资料来源：同花顺、华泰研究

图表19：重点公司24年初以来累计涨跌幅



资料来源：同花顺、华泰研究

图表20：3Q3-24Q1 美妆重点标的业绩趋势

证券代码	证券简称	营收 yoy			归母净利率			销售费用率			PE(TTM)	市值(亿)
		23Q3	23Q4	24Q1	23Q3	23Q4	24Q1	23Q3	23Q4	24Q1	2024/7/16	2024/7/16
美妆品牌商												
688363 CH	华熙生物	-17%	-9%	4%	7.8%	4.2%	17.9%	45.58%	48.52%	36.04%	45.1	286.6
300957 CH	贝泰妮	26%	-1%	27%	12.1%	8.5%	16.1%	47.70%	48.08%	46.73%	25.6	198.6
603605 CH	珀莱雅	21%	51%	35%	15.2%	12.3%	13.9%	42.62%	46.53%	46.84%	29.9	385.4
600315 CH	上海家化	-11%	-14%	-4%	6.4%	7.0%	13.4%	43.20%	37.10%	37.21%	22.8	119.6
603983 CH	丸美股份	46%	17%	39%	9.0%	12.4%	16.7%	59.09%	58.49%	50.29%	34.1	99.2
600223 CH	福瑞达	-75%	-73%	-30%	5.2%	5.5%	6.6%	40.06%	30.29%	36.26%	27.8	64.8
300740 CH	水羊股份	-5%	-19%	-1%	3.5%	10.2%	3.9%	49.28%	35.39%	46.31%	17.5	49.2
001328 CH	登康口腔	-6%	8%	5%	12.1%	9.2%	10.3%	26.31%	33.22%	31.74%	28.3	41.5
603193 CH	润本股份	1%	20%	10%	25.1%	21.6%	21.3%	22.10%	28.68%	30.15%	30.5	73.4
301371 CH	敷尔佳	-5%	31%	10%	38.8%	35.9%	37.1%	28.61%	29.80%	32.62%	15.7	116.6
2145.HK	上美股份		84%			13.8%			53.37%		32.3	163.2
2367.HK	巨子生物		39%			40.9%			31.76%		26.1	415.9
医美公司及上游原料商												
688363 CH	华熙生物	-17%	-9%	4%	7.8%	4.2%	17.9%	45.58%	48.52%	36.04%	45.1	286.6
002612 CH	朗姿股份	61%	20%	11%	4.3%	2.1%	5.9%	41.51%	41.79%	40.05%	25.4	59.9
300896 CH	爱美客	18%	56%	28%	64.0%	63.0%	65.3%	8.91%	6.90%	8.34%	25.5	502.7
832982.BJ	锦波生物	106%	90%	76%	41.3%	40.8%	45.0%	21.99%	20.71%	23.93%	41.1	147.2
688366 CH	昊海生科	9%	23%	6%	18.2%	13.3%	15.1%	30.61%	28.09%	30.86%	31.8	125.3
2373.HK	美丽田园		23%			9.4%			19.06%		16.3	38.4
上游代工厂及原料商												
300856 CH	科思股份	36%	21%	21%	31.8%	31.6%	30.9%	0.90%	1.32%	1.66%	13.3	105.7
300132 CH	青松股份	-29%	-32%	-4%	-0.4%	-0.9%	-1.6%	2.32%	2.26%	2.89%	-66.9	17.7
300955 CH	嘉亨家化	-6%	0%	-5%	4.4%	4.9%	-1.4%	0.70%	0.82%	0.99%	37.8	12.0

注：上美股份、巨子生物、美丽田园只披露中期及年报数据，故此处 23Q4 列数据对应其 23H2 半年度数据。

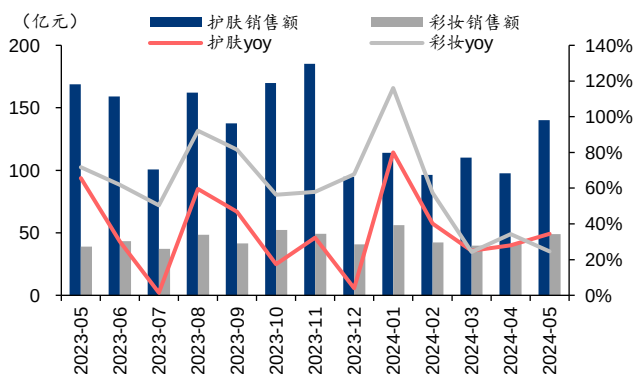
资料来源：公司公告、华泰研究

美妆：内容电商仍盛，新功效、新品类势起

渠道端：抖音仍是兵家必争地

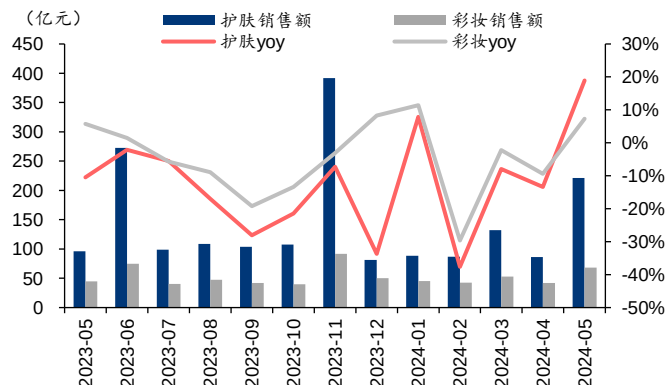
2023 年我国美妆行业线上渗透率已达 43.6%；线下渠道整体增长仍有压力，线上是孕育成长机遇的主引擎。23 年抖音/淘系美妆 GMV 分别达 2025 亿元/2402 亿元，yoy 分别为 +40%/-10%。24 年以来，抖音依然维持较快增长，而天猫发布品牌经营策略、全面聚焦于让品牌商家获得未来可期的生意增长，呈现出弱复苏。刚刚落幕的 618，抖音以高度可视化内容、高互动性优势带动美妆 GMV 强劲增长，护肤/彩妆 GMV110-150 亿/35-45 亿，较 23 年同期 113 亿/34.9 亿有所增长；天猫取消预售机制，有助于聚焦用户本身、提升消费体验，618 护肤/彩妆 yoy+2%/+7.5%，相较 1-4 月有所回暖。

图表21：抖音护肤/彩妆销售额及同比增速



资料来源：魔镜、飞瓜数据、华泰研究

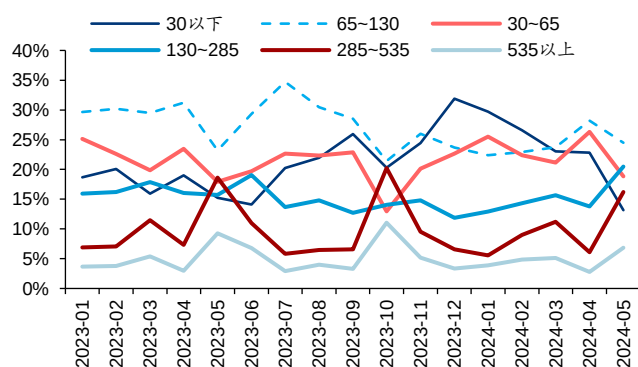
图表22：淘系护肤/彩妆销售额及同比增速



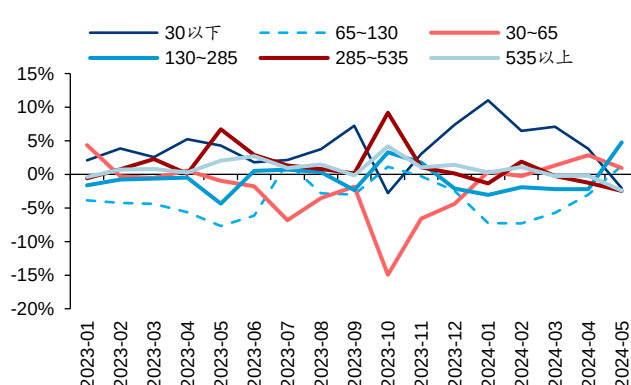
资料来源：魔镜、炼丹炉、华泰研究

品牌产品小样销量占比持续提升。我们观察到 23 年以来，天猫 30 元以下价位带的产品其月度销量占比同比有明显提升(炼丹炉数据)。该价位带主要以品牌产品试用装、小样为主。以 24 年 5 月为例，自然堂大金罐胶原霜 (1.5g)、红宝石面霜 (1.5g*2)、兰蔻尝鲜盒销量均在 7-9 万。对于品牌商，低客单价、低消费门槛的小样触达更多用户群体、收集用户反馈；对于消费者，小样或体验装可降低试错成本。

大众价位带销量占比同比提升、中高端价位带销量占比同比略承压。据炼丹炉数据，618 大促已经开启的 5 月，销量占比同比提升最明显的价位段是 130-285 元 (yoy+5pct)，该价位段产品 TOP5 分别为理肤泉 B5 面膜、欧莱雅玻色因安瓶面膜、珀莱雅双抗精华面膜、韩束红蛮腰护肤礼盒。与此同时，285 元以上价格带销量占比同比去年则有明显下滑 (yoy-4pct)。另从海关数据来看，24 年 1-5 月 (剔除 4 月)，中国进口美容化妆品及洗护用品单位价格同比亦下降。

图表 23：2023 年 1 月以来天猫不同价位带销量占比趋势


资料来源：炼丹炉、华泰研究

图表 24：2023 年 1 月以来天猫不同价位带销量占比同比变化趋势


资料来源：炼丹炉、华泰研究

图表 25：中国进口美容化妆品及洗护用品单位价格


注：统计时间：2023 年 1 月-2024 年 5 月

资料来源：Wind，华泰研究

品牌端：国货强崛起、外资弱复苏

大单品是国货品牌提升产品力的核心抓手。成分党趋势下，消费者日益结合自身功效需要理性选择产品，不再单纯“迷恋”大牌；头部国货品牌依托供应链实力提升，借力大单品持续提升份额。

巨子生物可复美：胶原棒仍处快速增长期，焦点系列初战告捷。2024年1-5月，可复美淘系/抖音平台护肤GMV分别为7.97亿(炼丹炉)和5.90亿(飞瓜)，同比分别+298%/+123%。胶原棒作为大单品GMV领先并带动其他产品销售。根据炼丹炉数据，2024年1-5月淘系平台不同规格的胶原棒实现GMV超5.36亿元，占比淘系平台总GMV达67%。24年4月推出的新品焦点面霜（369元/50g），以I型、III型、Mini小分子蛋白肽等四种重组胶原蛋白加弹力多肽等核心功效成分为依托，为改善皮肤疲态、松垮暗沉等皮肤亚健康状态问题提供针对性解决方案，自推出以来天猫旗舰店累计销量超4万件。随后品牌陆续推出焦点精华（356元/50ml）、焦点面膜（179元/5片），持续拓宽产品线。

上美股份韩束：护肤套盒仍是重要抓手，红蛮腰为主力，白蛮腰/聚时光/蓝蛮腰等有望接力。24年1-5月，抖音韩束品牌GMV已达30.55亿/yoy+326%，其中红蛮腰占比23.14%；除红蛮腰系列，白蛮腰系列（主打美白提亮）、聚时光系列（主打紧致补水，专为妈妈级打造）、蓝蛮腰系列（主打敏感肌修护）亦在起量。单品层面，公司24年4月全新推出重磅大单品韩束活肤水（179元/130ml），以品牌十年专研的双菌双酵独家成分活肤因为核心成分，主打肌肤焕活，天猫旗舰店累计销量已达4万件。公司亦推出新款气垫、白蛮腰防晒，并推出红蛮腰套盒2.0（添加自研环六肽专利），增强产品力。

珀莱雅：“早C晚A”系列已有较强消费者认知，源力/能量/净源/恒光系列有望带来新增长曲线。珀莱雅通过“早C晚A”将其护肤理念和产品深度绑定，在国货品牌中率先实现转型。24年1-5月，珀莱雅淘系/抖音GMV分别为27.87亿元/12.54亿元，同比+133%/+104%。其中，红宝石精华/红宝石面霜/双抗精华淘系平台GMV分别为5.11亿元/2.64亿元/5.55亿元，占比18.34%/9.47%/19.91%。依托珀莱雅在环肽领域的硬实力和核心成分环肽-161，其红宝石精华、红宝石面霜均已升级至3.0。24年3月，源力面霜2.0升级，加入XVII型胶原蛋白，助力细胞基底膜修护；23年9月，推出中高端产品线能量系列，系列定价在400元以上，主打提亮与美白。24年5-6月，品牌又陆续推出净源/恒光系列，首款单品分别为净源油皮水（198元/150ml）/恒光净透精华液（269元/30ml），分别定位控油祛痘和美白，持续扩宽细分人群，天猫旗舰店累计销量已达1万件/5000件。

龙头国货集团打造多品牌矩阵扩大版图。单一品牌难以全面满足不同群体需求，参考海外龙头，打造多品牌矩阵扩大人群覆盖是必然抉择。据欧睿，23年我国美妆品牌TOP5分别为欧莱雅/兰蔻/雅诗兰黛/OLAY/珀莱雅，份额分别为4.3%/2.8%/2.4%/1.7%/1.7%；而美妆集团TOP5为欧莱雅/宝洁/雅诗兰黛/LVMH/资生堂，份额分别达14.1%/8.4%/5.2%/3.0%/2.9%。头部国货企业中，珀莱雅（旗下有珀莱雅/彩棠/悦芙媞/原色波塔/Off&Relax/惊时）、巨子生物（可复美/可丽金）、上美股份（韩束/一叶子/红色小象/一页/高肌活/安敏优）等均在打造多品牌矩阵，覆盖护肤/彩妆/洗护/婴童等多元品类；其中，营收过5亿的第二品牌有珀莱雅旗下的彩棠（10.01亿元）、巨子生物旗下的可丽金（6.17亿元）等。

图表26：2023年各公司品牌线上销售与财报营收情况

公司	品牌	品牌定位	客单价：元	代表性大单品	营收：亿元（2023）
珀莱雅	珀莱雅	专注科技护肤的全矩阵精致护肤品牌	262.22	红宝石精华、双抗精华	71.77
	彩棠	专业中式彩妆品牌	143.87	高光修容一体盘、三色遮瑕膏	10.01
	悦芙媞	专为年轻油皮定制的清洁护肤品牌	66.38	洁颜蜜、多酸泥膜	3.03
巨子生物	Off&Relax	中高端亚洲头皮护理专家品牌	151.73	OR 清爽蓬松洗发水	2.15
	可复美	以重组胶原蛋白为核心的皮肤护理	290.58	胶原棒次抛精华	27.88
	可丽金	专研中高端重组胶原蛋白抗老产品	117.67	嘟嘟次抛、大膜王	6.17
上美股份	韩束	面向大众市场的抗衰护肤品牌	201.06	红蛮腰套盒、白蛮腰套盒	30.9
	一叶子	专注年轻肌肤的修护品牌	54.07	酪梨洁面	3.56
	红色小象	面向大众市场的专业母婴护理品牌	41.05	夏日冰雪霜	3.75
贝泰妮	New Page 一页	中高端婴童敏感肌功效护肤品牌	167.75	蛋黄油面霜	1.53
	薇诺娜	专研敏感肌的护肤品牌	156.07	特护霜、清透防晒乳	51.92
	薇诺娜宝贝	中高端婴幼儿专业护肤	148.62	舒润霜	1.50
丸美股份	丸美	聚焦抗衰功效的中高端品牌	168.56	小红笔眼霜、小金针次抛精华	15.60
	PL 恋火	以底妆为核心的彩妆品牌	136.61	PL 看不见粉底液	6.43
福瑞达	瑗尔博士	专研微生态科学护肤品牌	129.16	益生菌面膜、闪充水乳	13.48
	颐莲	专研玻尿酸保湿修护品牌	104.00	玻尿酸补水喷雾	8.57

注：客单价为淘系平台平均值，来自炼丹炉数据。

资料来源：公司公告，炼丹炉数据，华泰研究

外资品牌在中国市场短期可能呈现“弱复苏”，中长期被国货替代的空间依然较大。外资品牌表现出现分化，资生堂中国市场/LG 生活健康中国市场 24Q1 同比增长回正，欧莱雅北亚市场/雅诗兰黛亚太市场/高丝海外亚洲市场等 24Q1 同比减亏，整体呈现“弱复苏”状态。根据欧睿数据，近三年我国美妆个护市场市占率 TOP3 一直被欧莱雅、兰蔻和雅诗兰黛占据，同时本土品牌种薇诺娜、珀莱雅、自然堂也逐渐跻身市占率 TOP10 品牌中。国货品牌有望随原料创新和技术进阶进一步抢占市场份额。

图表27：主要外资品牌中国市场营收及同比增速

品牌/市场	区域市场	单位	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
欧莱雅	北亚市场	百万欧元	2833.8	2818.7	2045.4	2965	2722.7
yoy	北亚市场		1.1%	0.0%	-15.1%	-9.90%	-3.9%
拜尔斯道夫	非洲/亚洲/澳大利亚市场	百万欧元	745	671	700	686	743
yoy	非洲/亚洲/澳大利亚市场		4.3%	2.1%	-6.4%	4.9%	-0.3%
雅诗兰黛	亚太市场	百万美元	1192	1302	1058	1449	1176
yoy	亚太市场		-0.91%	29.42%	-6.37%	-7.71%	-1.34%
Kenvue	亚太市场	百万美元	768	781	808	750	766
yoy	亚太市场		-1.8%	1.3%	-3.6%	-0.7%	-0.3%
资生堂	中国市场	十亿日元	53.24	77.37	50.02	67.27	55.48
yoy	中国市场		2.57%	21.21%	-12.03%	-21.41%	4.19%
高丝	海外亚洲市场	十亿日元	12.7	19.3	8.9	12.0	9.7
yoy	海外亚洲市场		-10.1%	-12.4%	-48.0%	-56.7%	-23.7%
爱茉莉太平洋	海外亚洲市场	十亿韩元	270.7	285.2	234.6	262.7	231.6
yoy	海外亚洲市场		-28.6%	14%	-12.5%	-28.6%	-14.4%
LG 生活健康	中国市场	十亿韩元	194	189	137	228	213
yoy	中国市场		-13.8%	-3.6%	-29.0%	-28.8%	9.8%

资料来源：公司公告、华泰研究

功效端：控油/祛痘/提亮/美白

品牌商持续拓展新功能，以覆盖多元化护肤需求。从护肤品功效看，多品牌针对消费者场景化与多元化需求，发力控油、祛痘、提亮、美白等细分功效。

控油：春夏季节因素推动需求，珀莱雅推出创新控油产品。受当代消费者生活作息影响，油皮人群持续增量，美丽修行数据显示，2022年油皮消费者占比就已达65.4%；又由于春夏季节因素影响，上半年消费者对控油需求攀升，多品牌推出调节水油平衡护肤品。如珀莱雅推出净源油皮水，主打源头控油，以酶焕肤。

祛痘：消费者偏好转型，可复美点痘棒成分包装双升级。据青眼情报，23年祛痘护肤品市场规模为864亿元，2017-2023年CAGR约为7.3%。消费者对于祛痘问题的偏好逐渐由医疗祛痘转为护肤品预防，目前祛痘护肤品主要聚焦于面部精华、面膜、洁面等类目，随着消费者理念逐渐加深，品牌在祛痘功效产品上进行创新升级，如可复美推出秩序点痘棒，采用专利成分稀有人参皂苷CK，有效应对“突发痘”。

提亮：聚焦熬夜垮脸，祛黄抗氧化引领新趋势。24年护肤新产品中，多品牌抓住上班族痛点，开辟“治疗熬夜、劳累垮脸”赛道，主打祛黄、抗氧化、提亮功效。如可复美焦点系列添加多种亢黄成分，瑗尔博士唤醒精华采用虾青素成分，改善皮肤亚健康状态。

美白：关注度持续升温，品牌新品竞逐美白淡斑市场新高点。美白淡斑依然是功效护肤主流阵地，据青眼情报数据，美白功效化妆品使用渗透率持续增加，使用过美白产品的人群占比由2022年6月的43.1%提升至2024年6月的48.3%。多品牌推出美白淡斑护肤新品，如韩束白蛮腰系列主打美白淡斑功能，薇诺娜新品修白瓶精华采用云南高原青刺果油成分，珀莱雅在24年618大促中也上推出新品恒光净透精华试用装。

图表28：珀莱雅净源油皮水



资料来源：公司官网，华泰研究

图表29：可复美秩序点痘棒



资料来源：公司官网，华泰研究

图表30： 瓊尔博士搖醒精華



资料来源：公司官网，华泰研究

图表31： 韩束白蛮腰



资料来源：公司官网，华泰研究

品牌商正深化对于配方、原料乃至生物科技等尖端技术的开发，研发实力不断增强。功效后时代，品牌企业不仅持续强化自身的研发能力，精心打造高品质的产品，还敏锐捕捉消费者需求的演变。这包括对基础科学研究、有效成分研究、临床试验和学术成果的全方位投入。在美妆行业内，品牌商正不断扩展其在生物科技领域的专业能力。从研发费用率来看，品牌商 23 年的平均研发费用率为 3.5%，相比 19 年提升了 1pct。

图表32： 品牌商研发费用率

公司名称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	19 全年	20 全年	21 全年	22 全年	23 全年
贝泰妮	3.8%	4.1%	5.3%	6.1%	3.9%	5.0%	6.9%	5.6%	3.0%	2.8%	2.4%	2.8%	5.1%	5.1%
华熙生物	6.5%	5.8%	7.1%	5.4%	6.4%	5.8%	7.9%	9.1%	7.0%	5.0%	5.4%	5.7%	6.1%	7.4%
珀莱雅	2.4%	2.3%	2.6%	1.3%	3.2%	2.0%	2.3%	1.2%	2.2%	2.4%	1.9%	1.7%	2.0%	2.0%
上海家化	1.5%	2.1%	2.4%	3.1%	1.7%	2.7%	2.5%	2.1%	1.8%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
丸美股份	3.4%	2.6%	3.9%	2.7%	2.8%	2.7%	3.2%	2.6%	2.5%	2.5%	2.9%	2.8%	3.1%	2.8%
水羊股份	1.8%	2.1%	2.5%	1.2%	2.4%	1.7%	1.7%	1.1%	1.8%	1.8%	1.3%	1.3%	1.9%	1.7%
福瑞达	1.5%	1.0%	0.7%	1.2%	2.3%	2.9%	3.9%	4.5%	3.7%	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	3.4%
品牌商平均	3.0%	2.9%	3.5%	3.0%	3.2%	3.3%	4.0%	3.8%	3.1%	2.5%	2.4%	2.5%	3.1%	3.5%

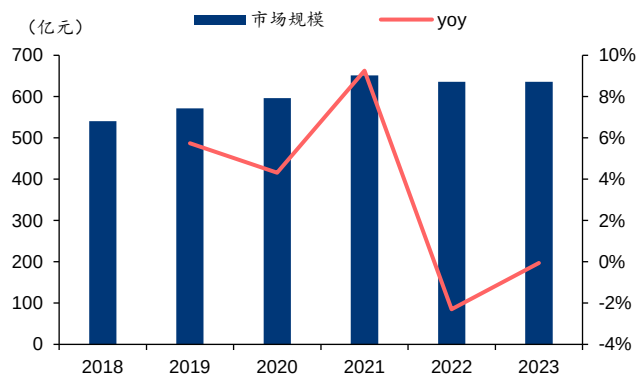
研发费用率
资料来源：Wind，华泰研究

品类端：各品牌商进军洗护/头皮/口腔/婴童赛道

洗护市场规模平稳增长，国货品牌加速布局洗护市场。我国洗护市场作为美容与个护行业第二大子行业，2023 年市场规模占比为 11.6%。根据 Euromonitor 数据统计，2023 年国内洗发护发市场规模为 635.8 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 3.31%，市场增速趋于平稳。2023 年中国洗护市场 TOP20 品牌中各个地区品牌市占率来看，美国/法国/中国品牌位居前列，市占率分别达到 33.3%/17.4%/15.0%，欧莱雅、卡诗的优异表现驱动法国品牌市占率持续提升。国货护肤品牌加速布局洗护赛道，如珀莱雅旗下头皮护理品牌 Off&Relax，23 年收入增速为 71.2%，是珀莱雅旗下增速最快的品牌；上美股份将洗护品类加入公司“2+2+2 战略”，现有洗护品牌一叶子洗护和 2032，专研植物护理概念。

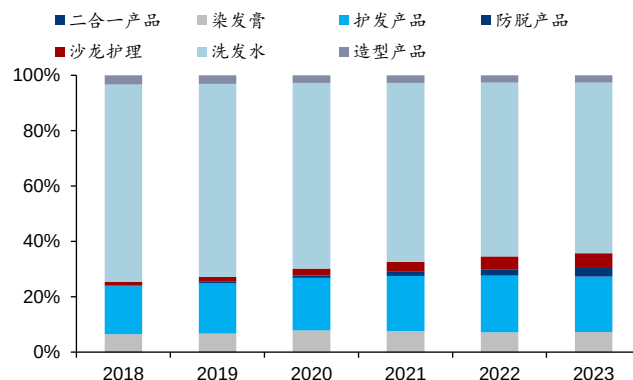
头皮护理市场增长空间广阔，“护肤式护发”趋势明显。由头发向头皮延伸，洗护市场增长带动头皮护理行业蓬勃发展，仅由洗发水和护发素组成的“黄金 CP”已经被市场新需求所打破，消费者对头皮健康需求更加专业、个性化，更关注控油蓬松、防脱育发、抗敏舒缓等功效，“护肤式护发”趋势明显。例如，头发护理产品中防脱产品比例逐年上升，由 2018 年的 1.69 亿元增长至 2023 年的 19.5 亿元。定价方面，目前高端市场由海外品牌主导，卡诗、馥绿德雅独占鳌头，均价在 350-500 元区间，而国内品牌大多集中在 150-300 元的大众市场，在高端化上还有增长空间。国货新锐洗护品牌功效化趋势明显，如惊时（珀莱雅集团）、即沐（福瑞达集团）和滋源（环亚集团）主打头皮微生态护理；Off&Relax（珀莱雅集团）、函得仕（巨子生物）和 ProtYouth（锦波生物）提出“头品抗衰”理念，应用 XVII 型胶原蛋白成分防脱育发。

图表33：我国洗护发市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表34：我国洗护发行业各产品结构百分比



资料来源：Euromonitor，华泰研究

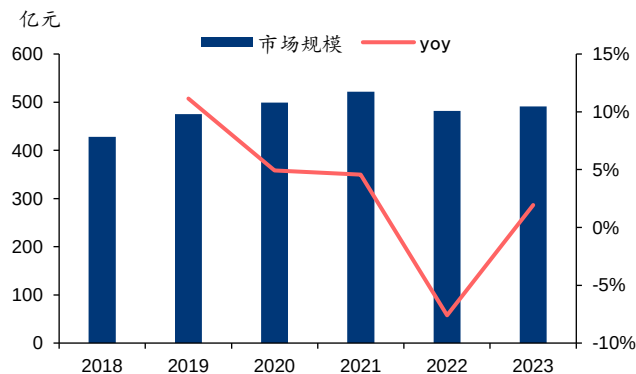
图表35：中国新锐洗护品牌

公司	品牌	状态	定位	产品类型	主要功效
珀莱雅	Off&Relax	已上市	亚洲头皮健康养护品牌	头皮预洗产品、洗发水、护发素、发膜、头皮精华、护发精油	油性头皮清洁、受损发质修复、防脱育发
珀莱雅	惊时	已上市	专研头皮微生态的功效洗护品牌	头皮净澈凝露、精华喷雾、洗发水、护发乳	平衡控油、轻盈蓬松等
上美股份	一叶子洗护	已上市	植物护理、专研敏感头皮护理	洗发水、护发素、发膜、沐浴露	控油蓬松、柔顺、去屑止痒、净化学毛囊
上美股份	2032	已上市	国货精细化头皮护理品牌	洗发水、护发素、头皮净澈凝露、沐浴露	控油蓬松、柔顺、去屑止痒、净化学毛囊
福瑞达	即沐	待上市	专研头皮微生态的功效洗护品牌	-	-
环亚集团	滋源	已上市	科学养头皮，稀有蓬勃力	洗发水、蓬弹发膜、绿安瓶	控油蓬松、去屑止痒
巨子生物	函得仕	已上市	头发头皮护理专家	洗发水、毛囊瓶、护发素、护发精油	控油蓬松、滋养保湿
锦波生物	ProtYouth	已上市	胶原蛋白护发	洗发水、润发乳	滋养修护、控油防断

资料来源：公司官网，华泰研究

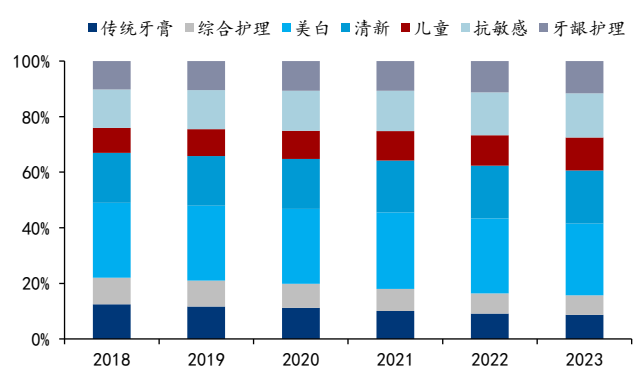
我国口腔护理市场规模趋于稳定，近年来增速放缓。23 年市场规模为 491.5 亿元，增速 1.95%。其中牙膏品类占总市场规模的 61%。功效角度，牙龈护理、美白和抗敏感类牙膏是主要品类，2018 至 2023 年，消费者对牙膏产品需求逐渐功效化、细分化，传统牙膏、综合护理和美白牙膏市场份额明显下降，牙龈护理和抗敏感等强功效、高溢价的功能品类占比持续提升。其中代表性国产口腔护理品牌包括云南白药、好来化工、登康口腔、狮王等。

图表36：我国口腔护理市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰研究

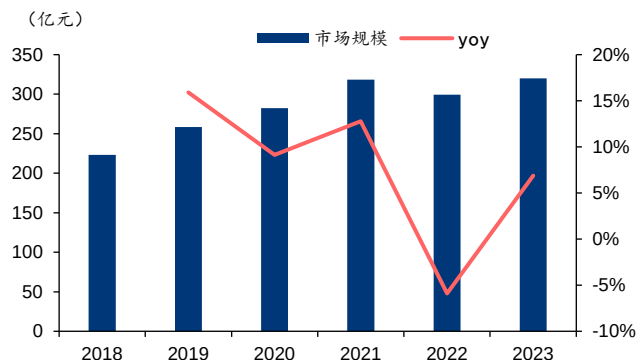
图表37：我国牙膏产品功效结构占比及变化



资料来源：Euromonitor，华泰研究

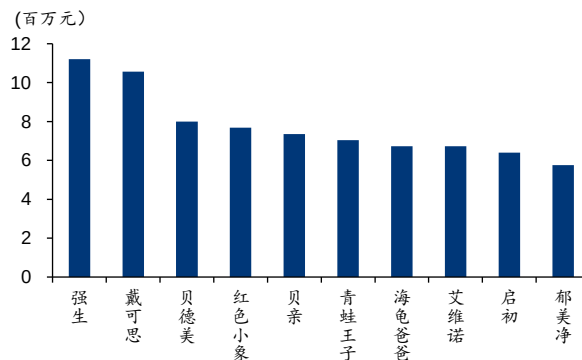
婴童市场增速放缓，已趋于稳定。在出生率逐渐下滑的趋势下，婴童护理市场仍然保持较大规模，并且在居民消费力提升、育儿及消费观念转变的情况下保持一定增长。据欧睿数据，23 年我国婴童市场规模已达到 320.04 亿元，增速为 6.86%。婴童市场整体集中度低，CR10 为 24.2%，竞争激烈，其中上美股份旗下品牌红色小象、上海家化旗下启初位列前十。其他国货美妆公司也逐渐布局婴童赛道，如华熙生物润熙禾满足儿童自然健康发育需求，贝泰妮薇诺娜宝贝专注婴童敏感肌护理，上美股份 newpage 一页主打蛋黄油概念。

图表38：我国婴童市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表39：我国婴童行业 CR10



资料来源：Euromonitor，华泰研究

医美：重组胶原维持 C 位、再生针剂有新亮点

锦波生物薇旎美：总结成功经验，提出全程抗衰理念，布局胶原联合战略，助力行业发展。

24 年 6 月 19 日，薇旎美于上海举办首届人源化胶原蛋白产业发布大会暨薇旎美胶原联合战略发布会及倍护产品上市会，明晰公司对重组胶原领域认识与未来规划，具体要点为：

- 1) 过往成绩：2021 年 9 月 16 日薇旎美极纯 III 型上市，产销已超百万支。
- 2) 理念揭幕：提出全程抗衰理念。公司瞄准抗衰新赛道，创新性提出全程抗衰健康新美学的理念，持久发力布局增长。
- 3) 战略升级：布局胶原联合战略。公司以求美者不同抗衰需求为核心，全球首创多胶原体系，综合“全疗程、全层次、全场景”的全程抗衰理念，推出 3+17 的胶原联合战略，用于医美术后修护，助力全程抗衰理念与健康新美学的发展。

- 4) 新品发布：薇旎美倍护系列产品发布。倍护系列贯彻薇旎美 3+17 的胶原联合策略，以 III 型弹力胶原修复破损胶原蛋白纤维网，恢复紧致饱满；以 X VII 型修复胶原强化基底膜带，维护皮肤稳态，预防外源性衰老。该产品实现全层持续直补胶原，可以使得胶原的再生效果更加持久。

图表40：薇旎美 3+17 全程抗衰方案



资料来源：公司官网，华泰研究

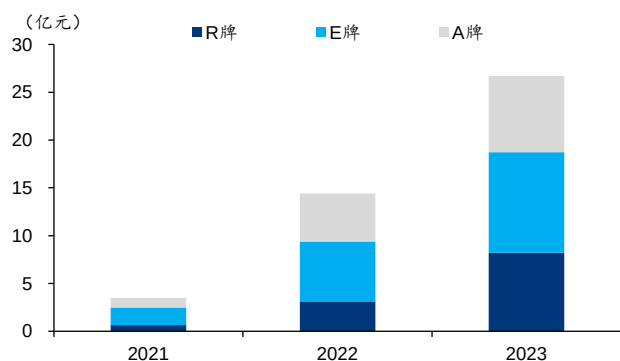
图表41：薇旎美新品倍护系列



资料来源：公司官网，华泰研究

江苏吴中：推出医美业务第一个落地品牌 AestheFill 艾塑菲，演绎再生材料新亮点。24 年 6 月 16 日，江苏吴中举办产品发布会，推出 AestheFill 艾塑菲聚乳酸面部填充剂产品，该产品是国内首款进口“童颜针”。AestheFill 艾塑菲的核心成分为 PDLLA 微球，相较于其他再生针剂产品，具有即刻效果明显、术后自然不易结节的优势，能够让新的胶原沿多孔微球结构生长，使再生的可控。据公司官网，自 2014 年上市韩国以来，品牌已上市 60 余国家，累计销量 50 多万瓶，其中在中国台湾位列再生类 TOP1 产品。同时，在产品使用过程中，兼顾有效性与安全性，未曾产生医疗纠纷。

图表42：中国内地再生针剂市场集中而增长迅速



注：数据来自中国内地再生针剂市场竞争格局（机构进货价口径）

资料来源：江苏吴中产品发布会，华泰研究

图表43：AestheFill 艾塑菲介绍

产品名	AestheFill艾塑菲
成分	PDLLA(Poly-D, L-Lactic Acid)
规格	1 VIAL/BOX
治疗频次	1 to 3 times
作用时间	18-24 months(even longer)



资料来源：江苏吴中产品发布会，华泰研究

华东医药少女针：以“再生高定”为主题，全面实施品牌、理念、产品的升级。24 年 6 月 19 日，旗下品牌伊妍仕举办主题为“科学高定，焕耀新生”的第二代产品发布会，推出“再生高定系列”的三款产品，分别为臻妍、致臻、紧妍，以不同尺寸的微球，针对性满足不同维度不同需求的“高定”效果。

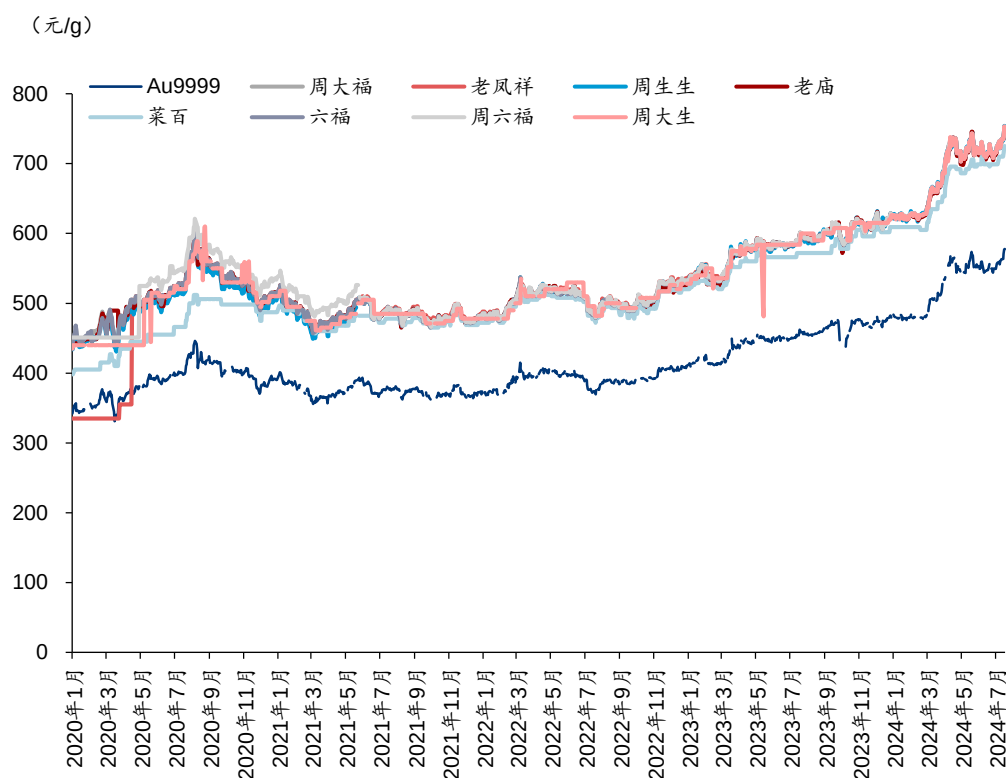
珠宝：金价明显扰动短需，静待金价企稳、动销回暖、估值修复

金价 Q2 高位震荡短期抑制需求

上海金价于 3 月初开始快速上涨，Q2 维持高位震荡态势，7 月开始金价进入上涨通道。3 月初，沪金价格（Au9999）从 480 元/g 左右开始快速上涨，4 月中旬金价进入 560 元/g 后进入较快的调整阶段，5 月初调至最低 543 元/g，而后快速上涨，在 5 月 20 日创历史新高 574 元/g，后开始回调，5 月底至 6 月在 550 元/g 上下波动，7 月开始持续上涨。

大众消费者因高位震荡的金价产生观望情绪。据周大福 2023 年底发布的《2023 年珠宝消费趋势报告》，59%/61% 的中国内地/香港消费者购买黄金首饰是因为其具有保值价值，在金价快速波动下消费者难以产生保值的心理，因此会产生观望的情绪。具体举例看，若消费者于 5 月 20 日采购 30g 左右的金镯，上海金价/周大福等大品牌金价分别为 574 元/743 元，5 月 21 日上海金价调整为 569 元（各品牌定价有粘性、降价调整相对慢），金价下调幅度为 5 元/g，考虑到金饰较沪金加价倍率约为 1.3 倍（20M1-24M5 数据），则消费者价值感知下跌 $30g \times 5 \text{ 元/g} \times 1.3$ ，合 195 元。

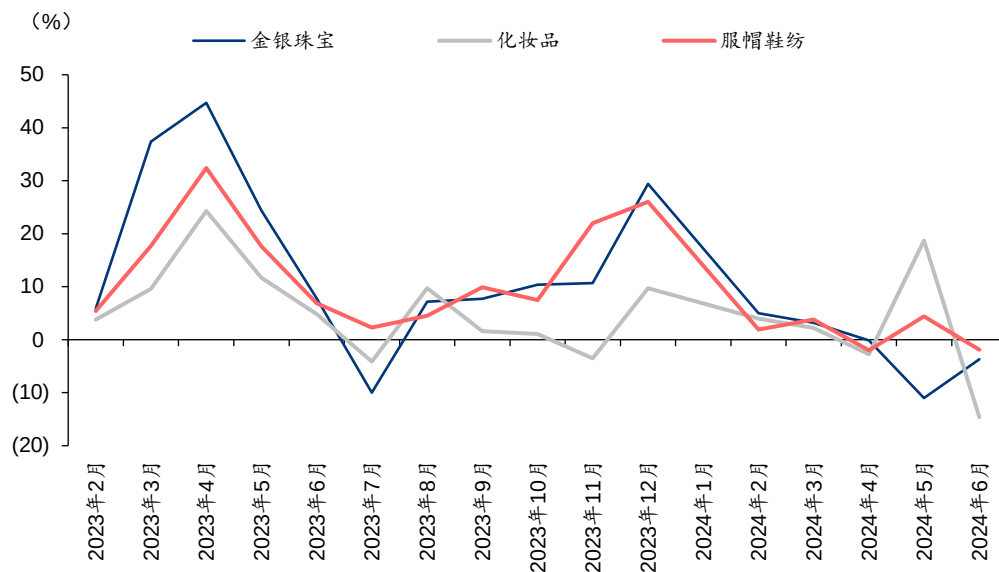
图表44：上海金价以及各品牌金饰金价



资料来源：Wind，华泰研究

社零也验证了这一点，3、4、5 月黄金珠宝逐步走弱，且 5 月明显跑输化妆品与鞋帽针纺。据统计局，3、4、5 月，金银珠宝限额以上企业零售同比增速分别为+3.2%、-0.1%、-11.0%，走弱明显。其中 5 月明显跑输同为可选消费的化妆品与鞋帽针纺。

图表45：限额以上企业可选消费三类零售额同比增速

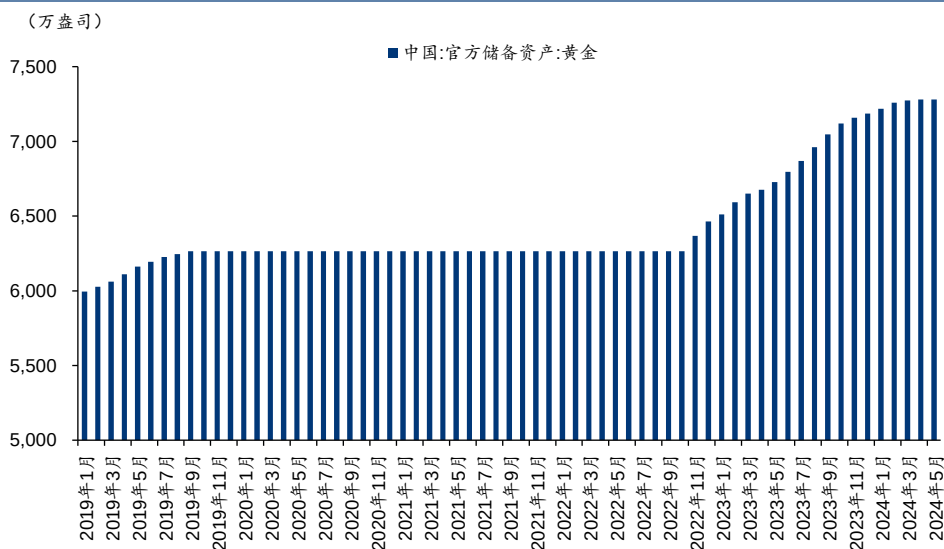


资料来源：统计局，华泰研究

看涨金价背景下，仍看好 Q3 珠宝消费的相对景气

我们对金价长期看涨。长期看：在美元信用下滑及地缘政治扰动背景下，全球央行购金趋势或将大概率延续，多重因素共振下，据华泰研究所有色组 2024 年 4 月 10 日发布《“黄金”新时代，未来或突破\$3000》，金价有望在本轮 24-25 年上涨周期中突破\$3000/盎司。尽管我国 5 月暂停增持黄金储备，在 6 月 7 日我国外汇局更新官方黄金储备资本造成当日黄金 COMEX 下跌 3.34%，但我国央行增持黄金这一长期趋势并未改变。

图表46：我国储备黄金质量

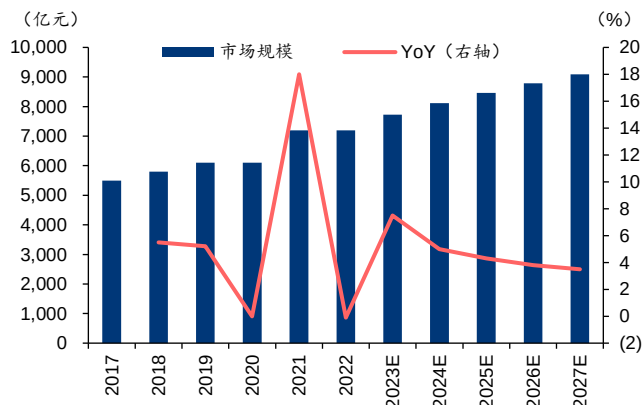


资料来源：中国人民银行，华泰研究

6 月金价延续窄幅波动的态势。6 月 5 日，美国公布 5 月季调 CPI 数据同比增长 3.3%、核心 CPI 同比增长 3.4%，均低市场预期，但随后的 FOMC 新闻发布会，美联储主席鲍威尔发言偏鹰，致使降息预期高涨情绪有所回落，国际金价先上涨、后回落。6 月 19 日，美国国会预算办公室上调 2024 财年联邦预算赤字 27%至 1.9 万亿美元。整体看，6 月国际金价呈窄幅波动向上。

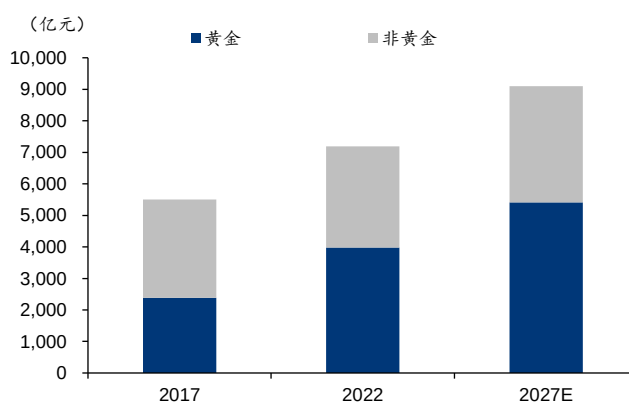
这为消费者提供消化高位金价的时间窗口，我们认为珠宝动销有望在 7 月逐步回暖。珠宝动销通常需要 1 个月左右的时间消化高位的金价（假设在金价高位窄幅震荡 1 周后陆续有消费者接受当前金价开始购买，动销于接下来的 1 周逐步改善，品牌商/加盟商陆续下单给工厂生产制造更轻的黄金产品，这一环节通常需要 1-2 周）。考虑到上海金价自 4 月底开始进入 550 元/g 上下的震荡，我们认为珠宝动销有望在 7 月呈回暖态势。叠加 Q3 金银珠宝销售旺季，珠宝消费的相对景气有望修复。

图表47：我国珠宝行业市场规模



资料来源：中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，华泰研究

图表48：按材质划分的我国珠宝行业规模



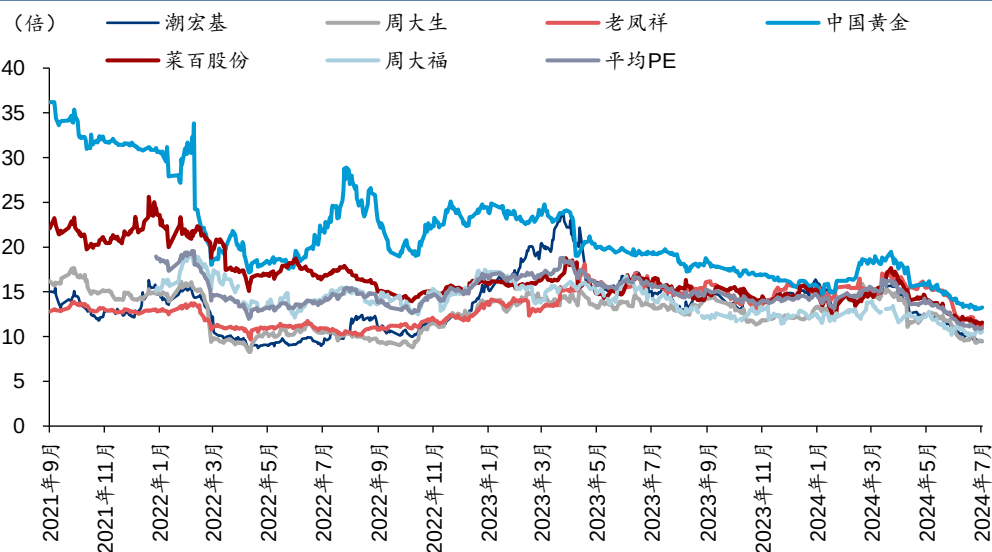
资料来源：中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，华泰研究

板块估值快速下挫，已具备高性价比

5 月底，板块加速下挫。我们以潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金、菜百股份、周大福作为观测标的，其平均动态 PE 在 3 月底达 2024 年高点 16.44x，后持续调整，6 月中旬平均为 12xPE 左右。

分红率高的珠宝个股估值韧性相对更足。以 3 月底为起点，截至 7 月 18 日，潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金、菜百股份、周大福动态 PE 分别下滑 38.1%、37.3%、33.7%、29.6%、27.4%、17.5%，其中周大福 PE 下降最少，一方面系大福 6 月发布 FY24 后，动态 PE 基数切换至 FY25，另一方面也与周大福的分红率相关，大福 FY24（对应其他个股 FY23）分红率达 84.6%，是当中分红率最高的珠宝个股。

图表49：珠宝个股动态 PE

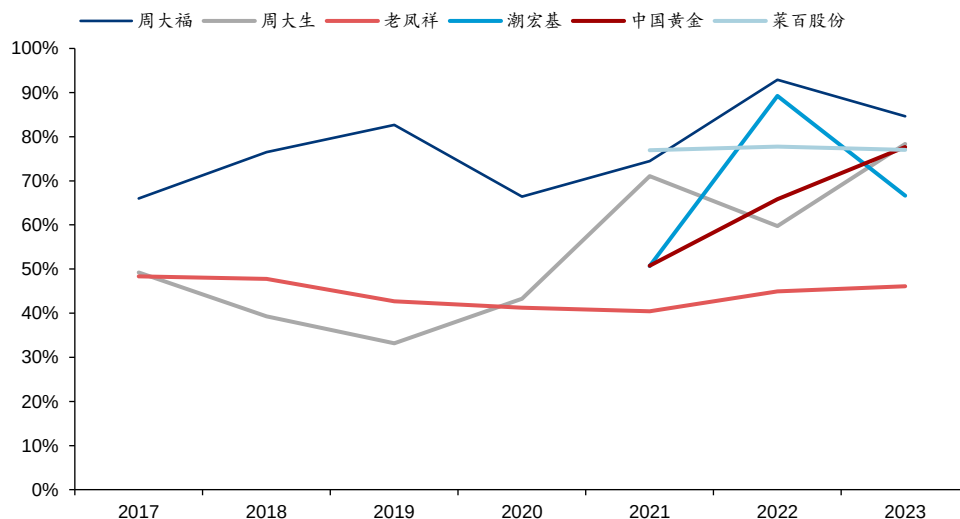


注：周大福根据彭博预测 EPS 拟合计算

资料来源：Wind、Bloomberg，华泰研究

板块 7 月中上旬（1-18 日）平均动态 PE 达 11xPE，估值隐含约 6.5%股息率，已具备较高的配置性价比。7 月中上旬（1-18 日），行业平均 PE 为 11xPE，若按照行业平均分红率 71.7%，则股息率达 6.5%，已具备较高的配置性价比。

图表 50：珠宝个股分红率（剔除特别股息）



资料来源：公司公告，华泰研究

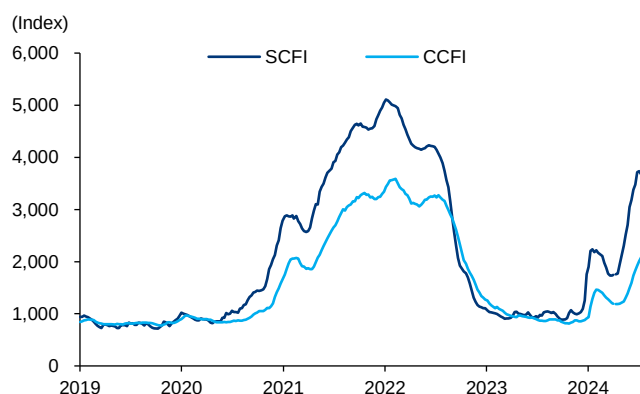
跨境出口：海运费、汇率扰动，不改出海领先企业长期成长性

Q2 海运费、汇率扰动或造成跨境电商卖家盈利承压

2024 年，较旺的出口需求以及红海绕行影响，使得集装箱海运价格快速上涨。年初至 7 月 12 日，根据上海航运交易所数据，中国/上海/东南亚出口集装箱运价指数同比增长 123%、94%、188%（CCFI 含长协价格，因此涨幅相对窄）。

本轮上涨明显快于 2021 年，对跨境电商卖家而言，或导致货物停滞港口、运费高涨、供应中断等问题。以上海至美西集装箱运价为例，2024 年 4 月-6 月，价格实现翻倍，而 2021 年全年涨幅也未超过 100%。

图表 51：集装箱运价指数（SCFI,CCFI）



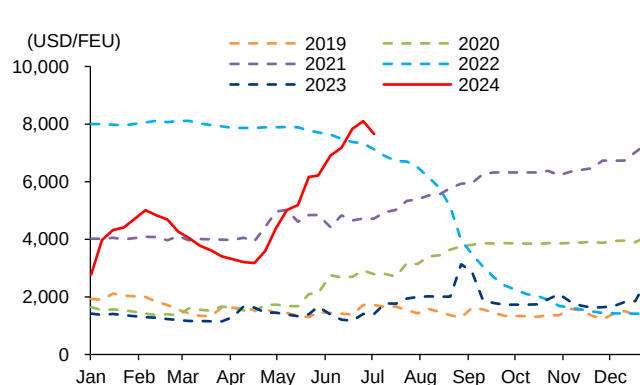
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表 52：东南亚集装箱运价指数（SEAFI）



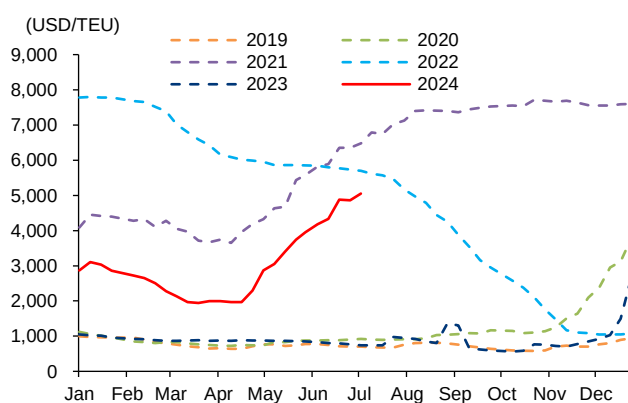
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表 53：美西：集装箱运价



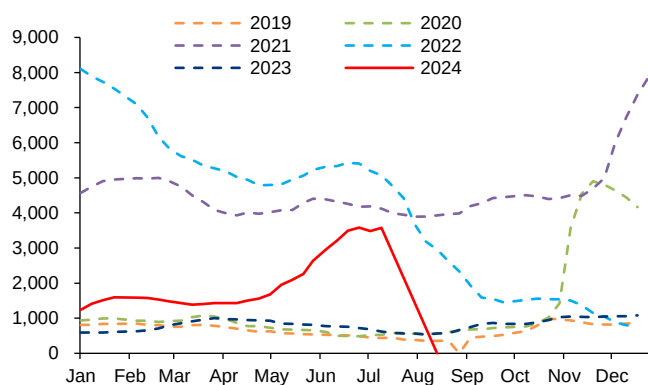
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表 54：欧洲：集装箱运价



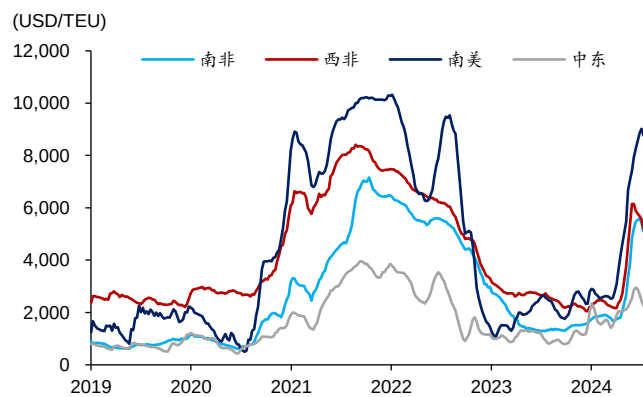
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表55：东南亚：集装箱运价指数（SEAFI）



资料来源：上海航运交易所，华泰研究

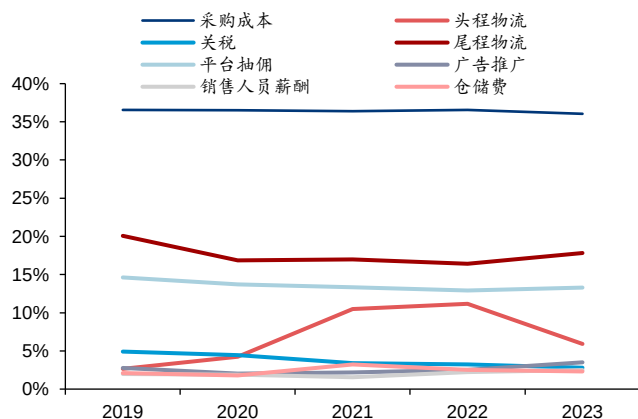
图表56：新兴市场：集装箱运价



资料来源：上海航运交易所，华泰研究

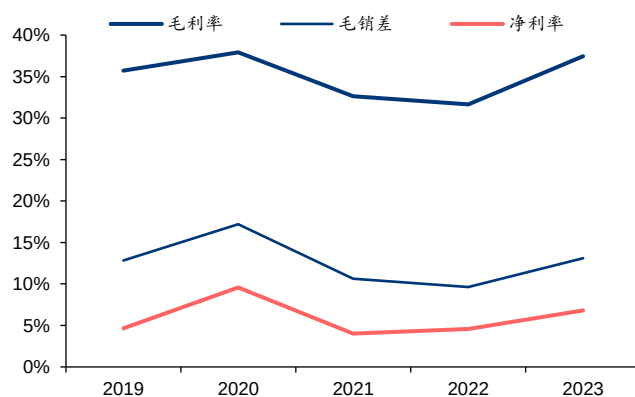
对于跨境电商卖家而言，盈利能力对海运费较为敏感。2023 年，头程物流占致欧科技、赛维时代、安克创新的销售收入分别为 5.9%、4.1%、7.0%左右（安克未披露 23 年运费明细，假设头程、尾程占比与 2020 年相当），其三家毛销差/营收比重、净利率分别为 13.1%/10.2%/21.3%、6.8%/5.1%/9.2%。尽管规模较大的跨境电商卖家会通过签署海运长协一定程度降低海运费，但较高的经营杠杆也使得卖家的净利率对头程物流的变化较为敏感。

图表57：致欧科技成本占收入分析



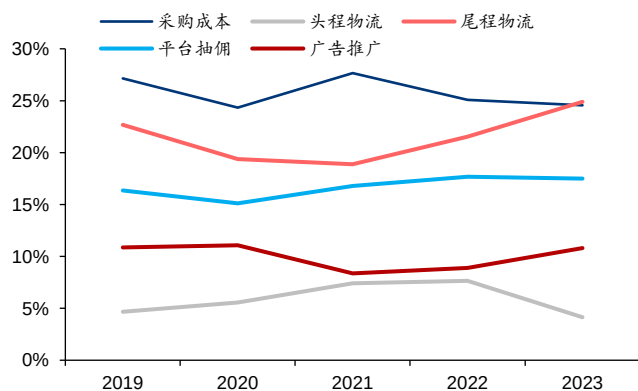
资料来源：公司公告，华泰研究

图表58：致欧科技盈利能力分析



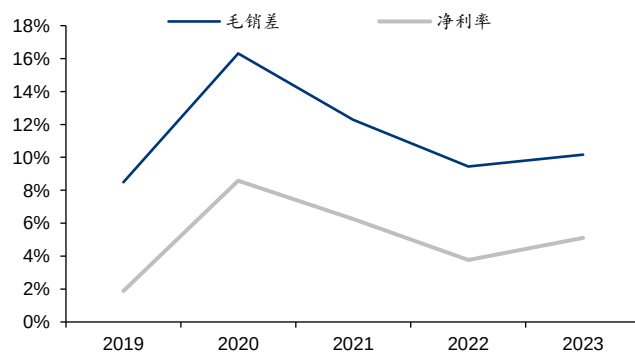
资料来源：公司公告，华泰研究

图表59：赛维时代成本占收入分析



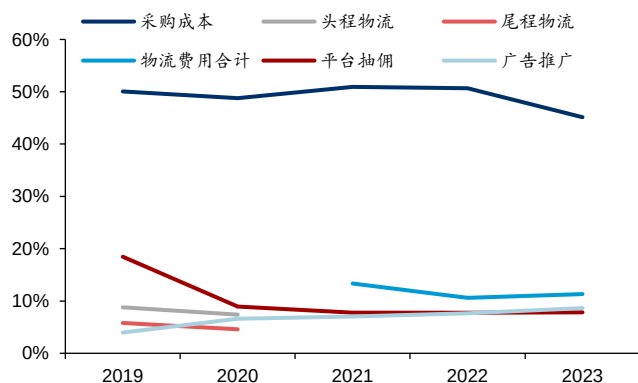
资料来源：公司公告，华泰研究

图表60：赛维时代盈利能力分析



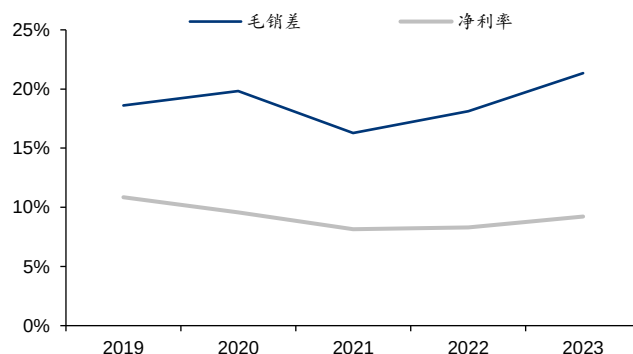
资料来源：公司公告，华泰研究

图表61：安克创新成本占收入分析



资料来源：公司公告，华泰研究

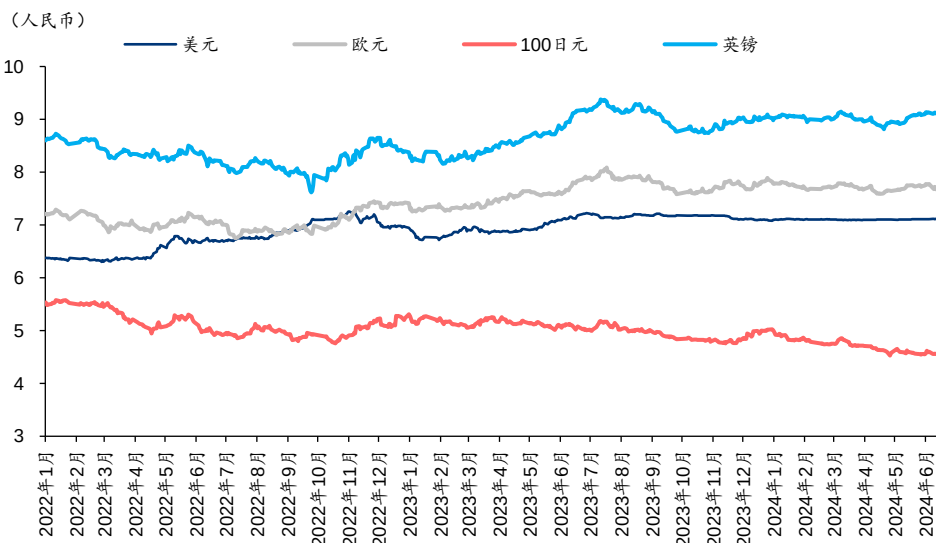
图表62：安克创新盈利能力分析



资料来源：公司公告，华泰研究

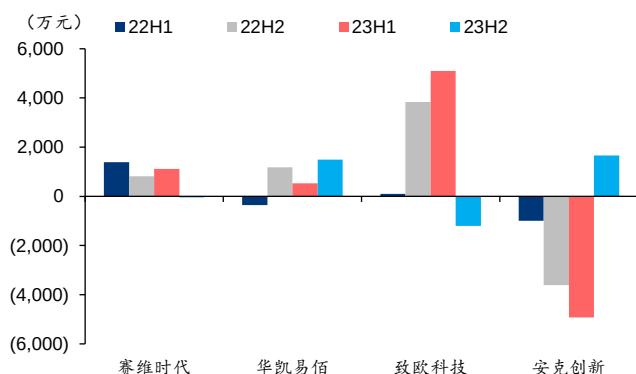
23H1，对主销欧美的跨境电商卖家，汇率相对友好，多数录得较高的汇兑损益。23H1，美元、欧元、英镑兑人民币升值，使得包括主销欧美的华凯易佰、赛维时代、致欧科技录得较高的汇兑损益，尤其是欧洲占比高的致欧科技。安克创新则由于在日销售占比相对高（2023年占营业收入达14.2%），日元贬值造成了相对高的汇兑亏损。24H1，除日元贬值外，美元/欧元/英镑走势相对稳定，部分跨境电商卖家或承受23H1汇兑收益的基数压力。

图表63：欧美日兑人民币汇率（中间价）



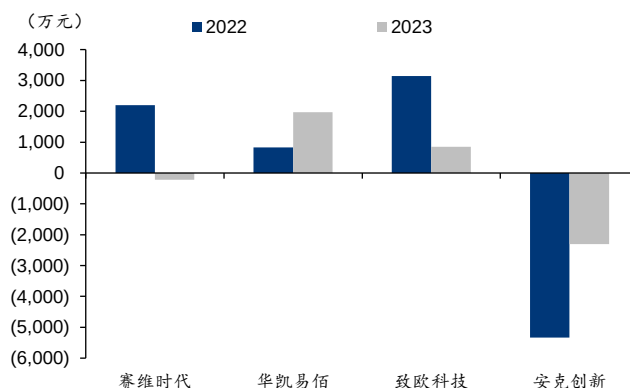
资料来源：Wind，华泰研究

图表64：代表跨境电商卖家汇兑损益



资料来源：公司公告，华泰研究

图表65：代表跨境电商卖家汇兑损益及外汇套保公允价值变动合计



注：安克采取现金流量套保，有较高的损益变动计入其他综合收益
 资料来源：公司公告，华泰研究

商流驱动国际物流市场的变革，带动海外大件渗透率快速提升

跨境电商物流出口目的国多且分散，各环节均有独特性和复杂性。跨境电商主要环节包括：揽收、国内转运、仓内分拣处理、出口报关、国际运输、境外清关、境外转运、尾程派送。相比国内电商快递，跨境出口电商物流目的国众多且分散，在各个环节均有着较多的独特性和复杂性。1) 整个业务链条长，合作方较多（例如：国际运输、境外转运、尾程派送等），跨境物流服务商须具备较高的统筹管理能力；2) 海外通关环节复杂，对关务、外语沟通能力要求高；3) 操作及分拨环节多，需投入更多成本和采取更多措施降低包裹遗失和破损率；4) 逆向物流难度大，退换货不易处理。

目前，跨境电商物流模式主要包括邮政小包模式、国际快递模式、专线物流模式、FBA模式（Fulfillment by Amazon）和海外仓模式：

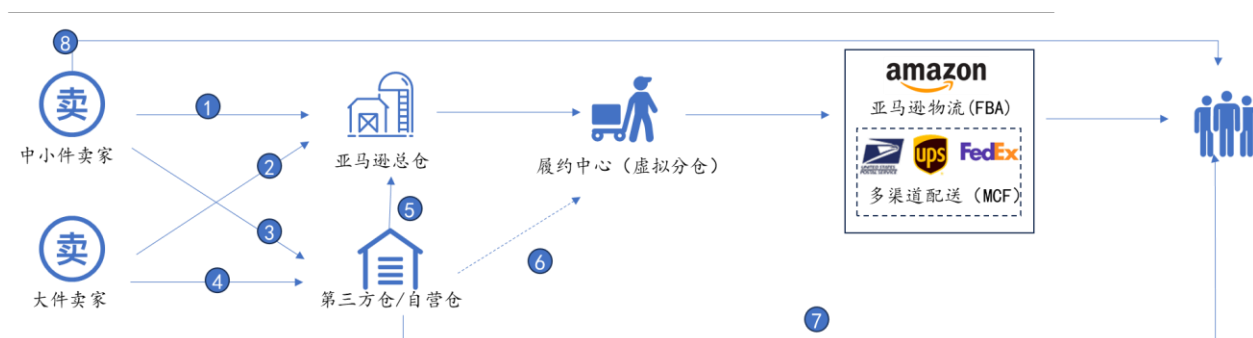
图表66：跨境电商出口物流运输模式：跨境直邮 vs 海外仓



资料来源：灼识咨询，华泰研究

卖家规模的快速增长下，亚马逊自营物流（FBA）模式弊病凸显：品类局限、仓库容量有限。FBA模式下的诸多痛点，核心还是仓库容量有限，造成品类的局限。主要的痛点如下：1: 中小件卖家入库亚马逊，收费贵，旺季易爆仓；2: 对大件卖家收费更贵；3、4: 中小件、大件卖家入库第三方仓，管理成本增加；5: 入库衔接慢，有时需排队；6: 无流量打标，前端流量骤减；7: 自安排履约配送，管理成本增加；8: 直邮时间长，消费者易取消订单，且前端流量很少。

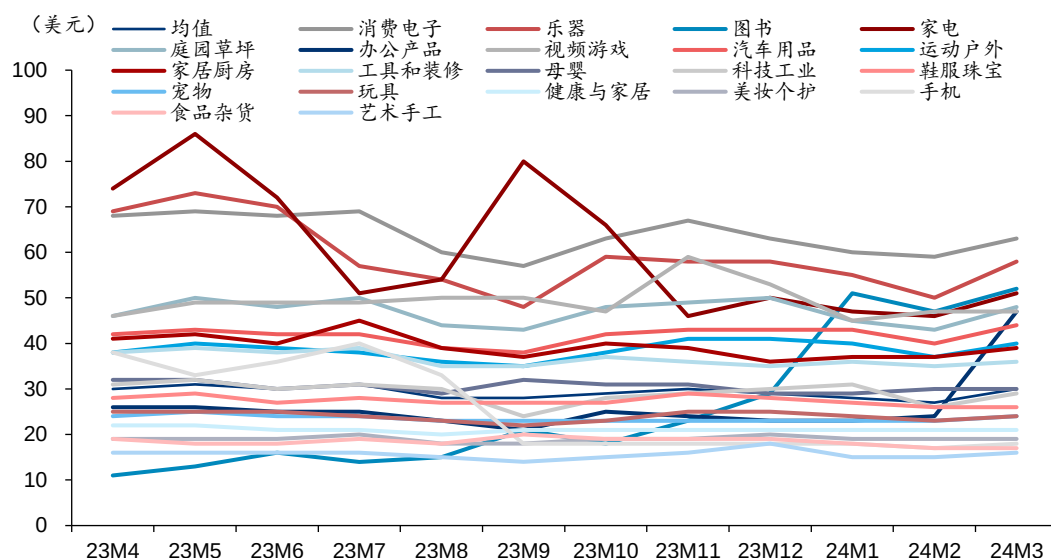
图表67：亚马逊 FBA 模式下不同类型卖家差异



资料来源：亚马逊全球开店，华泰研究

以亚马逊为代表的欧美电商在长尾商品和大件商品上，有明显的短板。据 Enterprise Apps Today 2024 年 2 月发布的《2024 年亚马逊卖家统计数据》，2022 年亚马逊全球范围内有 950 万卖家，同时，根据 JungleScout 2022 年发布的《亚马逊卖家状况年度报告》，2022 年亚马逊第三方卖家数量占平台 70%，约有 200 万中小企业卖家（年收入低于 200 万美元）。而据拼多多官网，截至 21H1，拼多多已有 860 万卖家，大部分均为中小卖家；据阿里年报，淘宝 23 财年一年便增加了 512 万卖家，其中以中小卖家为主流。这使得亚马逊在长尾商品品类/低价值品牌有明显的短板，23 年 4 月至 24 年 1 月，亚马逊商品的件均单价为 29 美元。

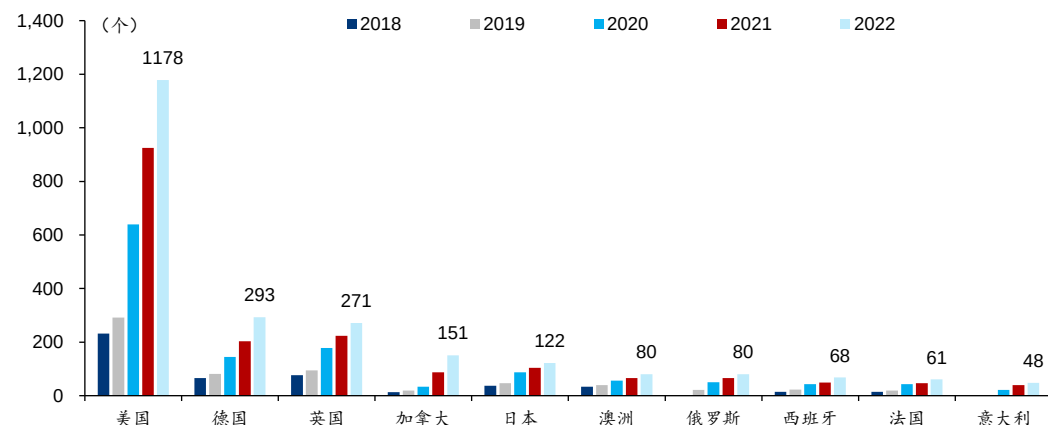
图表68：亚马逊平台商品平均价格



资料来源：灼识咨询，华泰研究

伴随消费者对便宜小件、高性价比大件商品需求提升，第三方海外仓优势凸显。跨境电商平台通过借助第三方海外仓、自营海外仓等仓储资源实现电商订单的履约以及存储功能，减少消费者对于头程及中间跨国运输长时效的不佳体验，并节约大件重货配送成本，提升产品销售转化率的同时也利于卖家积极参与海外市场的竞争。2018 年以来，我国在全球主要国家海外仓数量快速增长，其中在俄罗斯/加拿大/美国/西班牙/德国海外仓数量 CAGR 为 199%/85%/50%/48%/45%（2019-2022 年）。

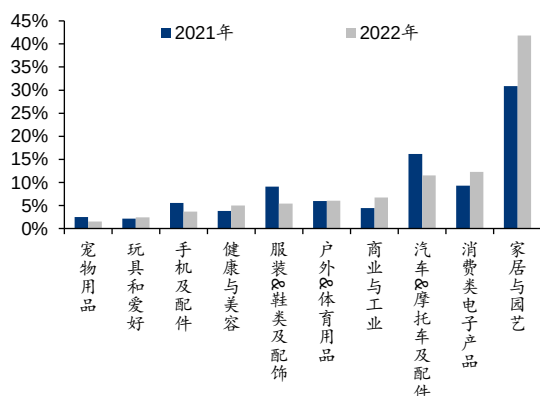
图表69：我国在不同国家和地区的海外仓分布



资料来源：跨境眼观察，华泰研究

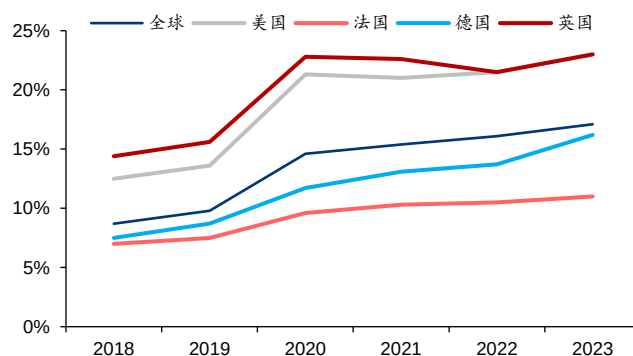
海外仓的快速发展提振了海外大件的线上渗透率，推动了大件卖家的销售增长。据《2023海外仓蓝皮书》，海外仓主要发货的订单中，占比最高的仍是家居与园艺品类，2022年达41.8%，增幅也较为可观，同比增长了10.9pct。海外仓与大件发货量的增长持续助力全球范围内家居线上销售的渗透率，2023年全球/美国/法国/德国/英国的家居线上渗透率分别为17.1%/23.0%/11.0%/16.2%/23.0%。

图表70：海外仓不同品类发货订单占比



资料来源：跨境眼观察联合 ECCANG TMS&WMS，依托易仓 WMS 2024 年 4 月发布的《2023 海外仓蓝皮书》，华泰研究

图表71：全球及欧美主要国家的家居线上渗透率快速提升



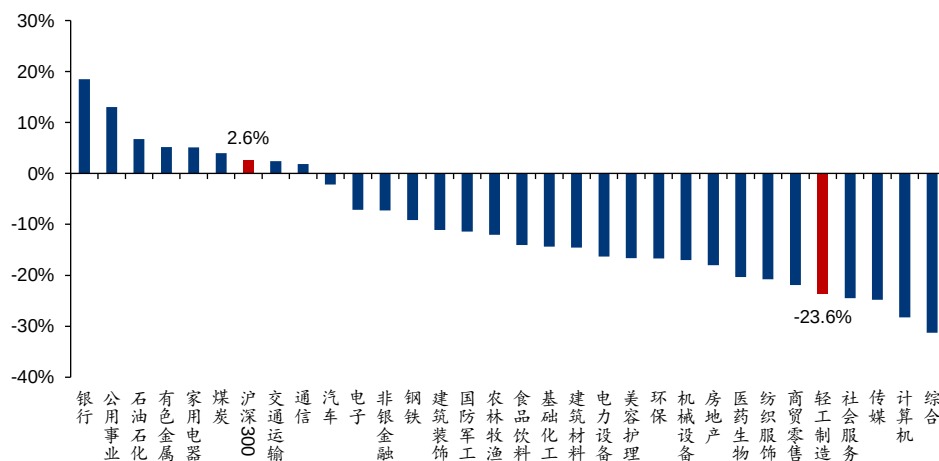
资料来源：欧睿数据，华泰研究

率先布局海外仓的卖家有望享受“需求扩容、成本优化”的双重红利。对于销售规模较大的中大件卖家，有望销售线上大件渗透率的快速提升，同时也可通过布局海外仓降低海外的仓储费用、尾程运费，改善自身盈利能力。

轻工制造：逢低布局核心资产，顺势掘金景气赛道

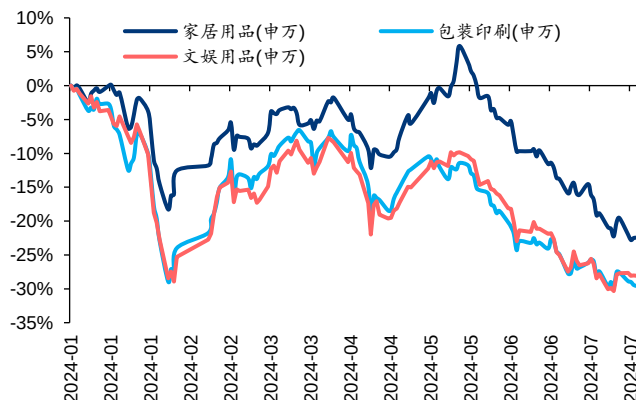
2024 年开年以来，轻工制造业企业经营整体亦有序复苏，但同样面临不少挑战，我们观察到需求恢复弹性仍然是今年制约轻工板块企业经营及市场表现的核心变量：国内地产复苏偏弱、居民消费信心不足、行业竞争加剧导致轻工行业企业经营压力仍然存在。据 Wind 数据，截至 24 年 7 月 18 日，申万轻工制造指数累计收益率为-23.6%，在 31 个申万行业内位列第 27，其中主要细分行业家居用品、包装印刷、文娱用品累计收益率分别为-22.5%/-29.6%/-28.1%，相较沪深 300 指数超额收益率分别为-26.4%/-33.5%/-32.1%。

图表 72：2024 年申万各行业板块收益率表现（截至 2024 年 7 月 18 日）



资料来源：Wind，华泰研究

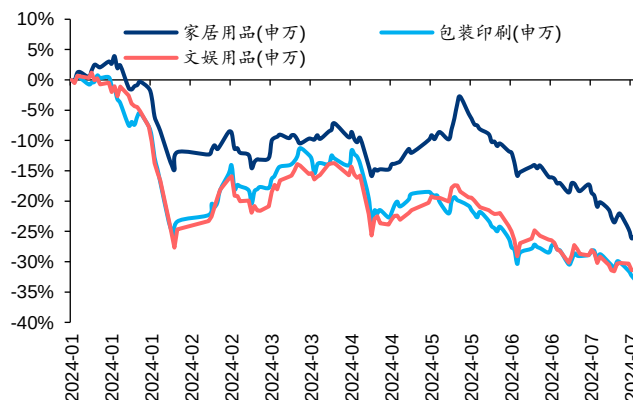
图表 73：2024 年以来轻工细分板块累计收益率



注：数据截至 2024 年 7 月 18 日

资料来源：Wind，华泰研究

图表 74：2024 年以来轻工细分板块较沪深 300 超额收益率



注：数据截至 2024 年 7 月 18 日

资料来源：Wind，华泰研究

展望 2024 年下半年，我们建议从两条主线把握行业投资机会：1) 逢低布局核心资产，轻工行业细分赛道龙头企业在经营端积极变革以应对更为复杂多变的市场环境，长期看配置价值仍突出，当前估值普遍回落至低位但业务均具亮点，建议把握低估值龙头估值修复机会，关注欧派家居（大家居龙头）、顾家家居（软体龙头受益存量需求+海外业务高景气）、晨光股份（传统核心业务修复+零售门店跑通）、裕同科技（消费电子景气向上）等细分赛道龙头，以及经营有望迎来改善的思摩尔国际；2) 掘金具备独立成长逻辑的高景气消费赛道，在总需求面临压力的背景下，内贸端建议关注依托品类渗透&渠道开拓等红利继续保持增长韧性、演绎独立增长逻辑的轻工赛道个股，例如受益国货崛起的卫生巾、智能卫浴以及部分二线家居标的；外贸端建议关注受益海外需求回升、客户补库需求崛起、中长期制造出海/品牌出海逻辑顺畅的出口型个股。

家居：存量崛起&格局优化，把握低估机会

复盘：政策利好频出，需求温和复苏，估值再回低位

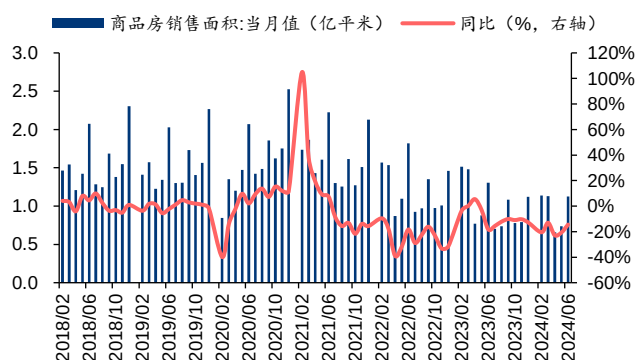
政策端，24 年以来地产利好政策频出，期待基本面改善。1) 4 月 30 日，政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，为市场注入信心；2) 5 月 17 日，央行推出“房贷利率+首付比例+公积金贷”放松组合拳，释放需求端利好政策；同时保交楼会议明确支持存量房收储，央行拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款；3) 此后北上广深及全国其他多个城市陆续跟进，从放开限购、信贷政策优化、以旧换新等领域推出地产新政。从数据端看，24 年 1-6 月商品房销售面积同比-29.0%至 4.79 亿平米，其中 6 月单月同比-14.5%至 1.13 亿平米；24 年 1-6 月房屋竣工面积同比-21.8%至 2.65 亿平米，其中 6 月单月同比-29.6%至 0.43 亿平米；地产销售及竣工仍然较弱，产业链信心及需求表现仍有待进一步恢复，期待后续地产基本面迎来改善。

图表 75：2024 年以来重要地产政策整理

日期	部门/城市	政策内容
2024/6/26	北京	《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》 明确实施调整商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限，调整住房公积金个人住房贷款最低首付款比例，支持多子女家庭改善性住房需求，组织开展住房“以旧换新”活动等政策措施。
2024/6/2	苏州	苏州全市范围内不再审核购房资格。取消首套房和二套房个人住房贷款利率下限，商业银行可根据客户风险状况，自主确定每笔贷款的具体利率水平。
2024/5/29	天津	《关于进一步调整优化天津市差别化住房信贷政策的通知》 调整天津市住房信贷政策。取消天津市首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限
2024/5/28	广州	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》 限购政策优化，信贷政策优化完善，住房公积金政策调整完善。
2024/5/28	深圳	下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限
2024/5/27	上海	《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》 调整优化住房限购政策，支持多子女家庭合理住房需求，优化住房信贷政策等
2024/5/17	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》 对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。
2024/5/17	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》 一、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。 二、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。 三、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
2024/5/17	中国人民银行、金融监管总局	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》 中国人民银行决定，自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。
2024/5/17	中国人民银行	中国人民银行拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款 5000 亿元。
2024/5/9	杭州	《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》科学编制住房发展规划、优化住宅用地供应、全面取消住房限购、优化公证摇号销售、加强住房信贷支持、优化积分落户政策、推动高品质住宅供应
2024/5/6	深圳	《关于进一步优化房地产政策的通知》 分区优化住房限购政策，调整企事业单位购买商品住房政策，提升二手房交易便利化
2024/4/30	北京	《关于优化调整本市住房限购政策的通知》 放松住房限购政策
2024/4/30	中共中央政治局	会议强调，要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交楼工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024/4/28	成都	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》 完善“市场+保障”住房供应体系，系统推动供需平衡并取消公证摇号选房，由企业自主销售。
2024/3/14	杭州	《关于进一步优化房地产市场调控措施的通知》 加大规划建设保障性住房力度，加快房源筹建，2024 年开工建设配售型保障性住房不少于 6000 套，着力解决工薪收入群体住房困难。明确优化二手住房限购政策，在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格。同时明确优化增值税征免年限，本市范围内个人出售住房

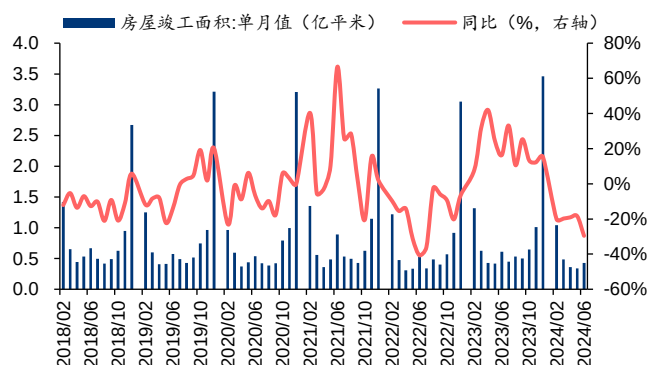
资料来源：各政府官网，华泰研究

图表76：商品房销售面积当月值及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

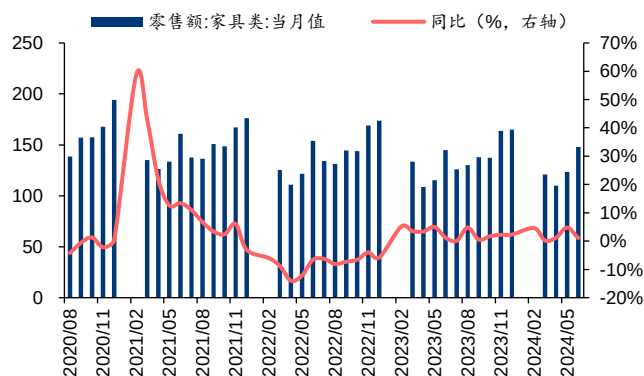
图表77：房屋竣工面积当月值及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

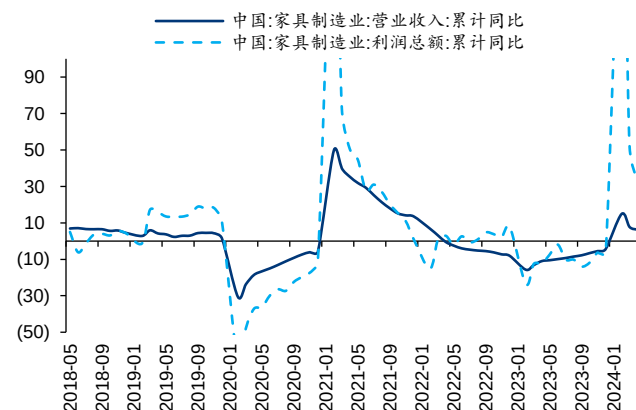
需求端，24年以来国内家居需求温和复苏，仍需进一步提振。据Wind数据，24年1至6月家具类零售额同增2.6%至721.0亿元（vs23年全年+2.8%），其中单6月家具零售额同增1.1%至148.0亿元；24年1至5月规模以上家具制造业企业营业收入同增5.9%至2529.10亿元（vs23年全年-4.4%），尽管整体有所改善，但考虑到去年同期低基数，当前需求复苏可能依然有限。

图表78：家具类零售额当月值及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰研究

图表79：家具制造业企业营收及利润总额同比增速

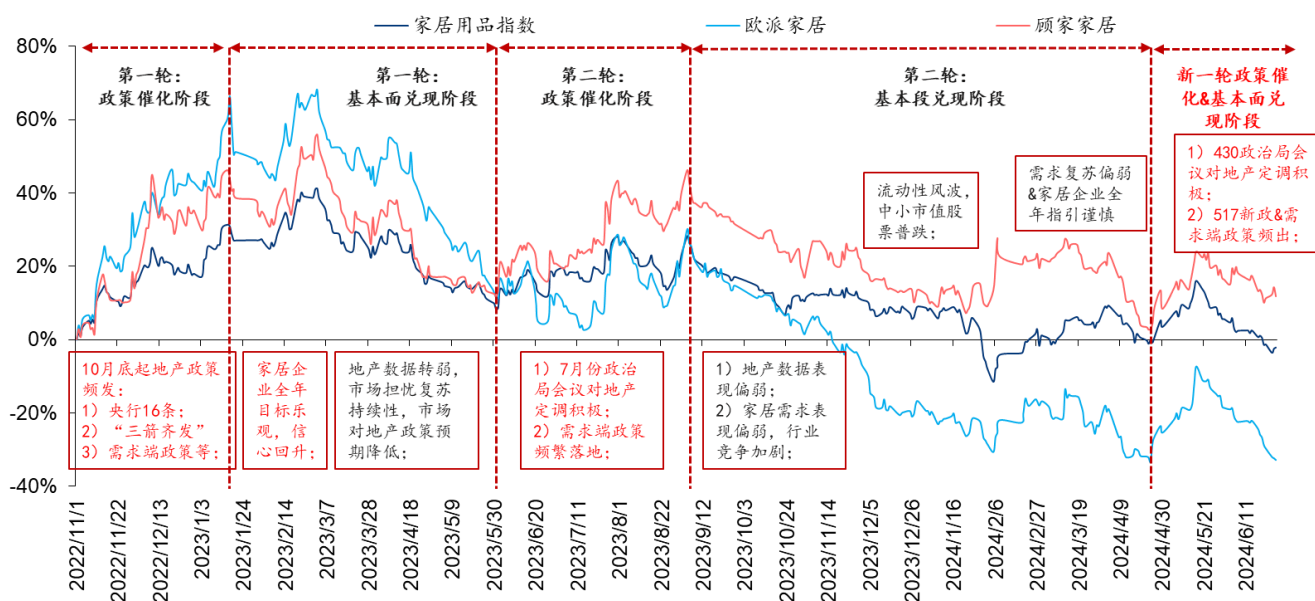


注：为避免坐标轴显示异常值，省去部分异常月份数据

资料来源：Wind，华泰研究

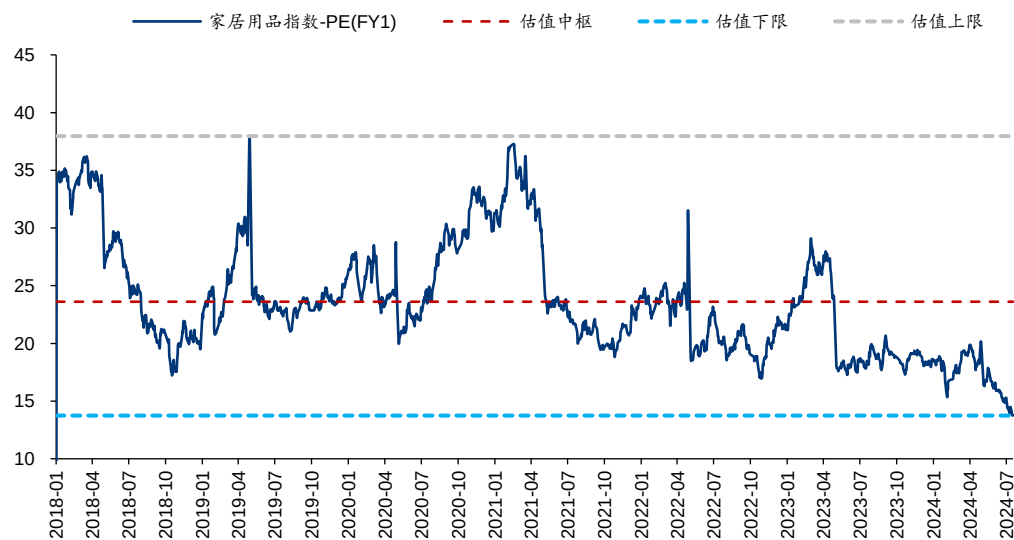
估值端，板块在政策催化与数据兑现之间反复博弈，当前估值再回低位。复盘11M22以来家居板块行情走势，板块在政策改善及基本面承压之间反复博弈，期间共经历两轮政策催化行情：1）11M22-1M23，金融16条、地产融资“三箭齐发”等政策频发，政策转向催化家居板块估值明显修复；2）6M23-8M23，7月政治局会议对稳地产定调积极，8月起关于认房不认贷、信贷政策调整、限购放开等需求端政策频繁落地，同时家居促消费等政策亦在此期间出台，家居板块估值随之修复。而本次517地产新政落地后，家居再次进入数据验证阶段，地产及家居消费数据端的改善效果成为市场关注的核心问题；同时，7月三中全会前，市场对地产政策预期仍存，板块在政策催化与数据兑现之间反复博弈。据Wind数据，截止7月18日，家居用品指数对应PE(FY1)回落至13.8X，估值分位数（2018年以来）0.1%，估值再度回落低位，建议把握家居企业低估值布局机会。

图表80：22年11月以来家居用品指数累计收益率复盘



资料来源：Wind，华泰研究

图表81：家居用品指数估值表现复盘



资料来源：Wind，华泰研究

展望：把握存量崛起&格局优化下家居龙头布局机会

展望一：存量装修需求占比提升，有望接力新房支撑中长期家居需求。我们从客户数视角出发，将家居需求拆分为三类，即新房需求、二手房需求及存量自住房翻新需求，假设住宅平均面积为100平米/户。其中：

1) 新房需求，华泰地产团队在中期策略报告《志在稳市场，不成章不达》（6月3日发布）中的测算24年竣工面积同比-22%结合该数据，我们预计24年住宅新房竣工套数为565万套；

2) 二手房需求，据贝壳研究院数据，2023年我国二手房销售套数596万套，考虑到二手房不受推盘节奏影响且交付风险低，销售表现韧性优于新房，我们假设24年二手房交易量同比-5%，对应24年销售566万套；

3) 存量翻新需求, 假设新房住宅在使用 15 年起进入翻新周期, 15-24 年间每年翻新 10%, 结合历史竣工面积, 易得 2021-2024 年存量翻新面积分别为 258、295、330、371 万套。

综上, 我们计算可知 24 年家居行业潜在客户数达 1503 万套, 其中二手房+存量翻新贡献的潜在客户数比例达到 62.4%。考虑到新房竣工到交房装修存在一定时滞, 二手房交易后消费者也不一定选择立即装修, 因此潜在客户数测算不能代表真实装修客户数, 但从趋势上可以反映出, 以二手房交易+自住翻新为代表的存量需求正逐步成为装修需求的主导来源, 有望接力新房支撑中长期家居需求, 未来能够深耕存量市场、品类属性上存量贡献提升的家居企业有望优先受益。

图表82: 家居行业潜在客户数测算

项目	2021A	2022A	2023A	2024E
新房竣工量(万套)	730	625	724	565
二手房交易量(万套)	393	414	596	566
存量翻新(万套)	258	295	330	371
合计(万套)	1381	1334	1650	1503
同比	/	-3.4%	23.7%	-8.9%
增量需求占比	52.9%	46.9%	43.9%	37.6%
存量需求占比	47.1%	53.1%	56.1%	62.4%

注: 1) 2021-2023 年二手房交易量来自贝壳研究院, 2024 年二手房交易量为华泰轻工预测值; 2) 假设房屋平均面积 100 平米, 新房 15 年后进入翻新周期, 15-24 年间每年翻新 10%; 3) 以上为家居行业潜在客户数的测算, 由于新房竣工交房后消费者不一定在当年立即装修, 二手房交易后消费者不一定选择重装, 因此潜在客户数不能代表真实装修客户数。

资料来源: 贝壳研究院, Wind, 华泰研究预测

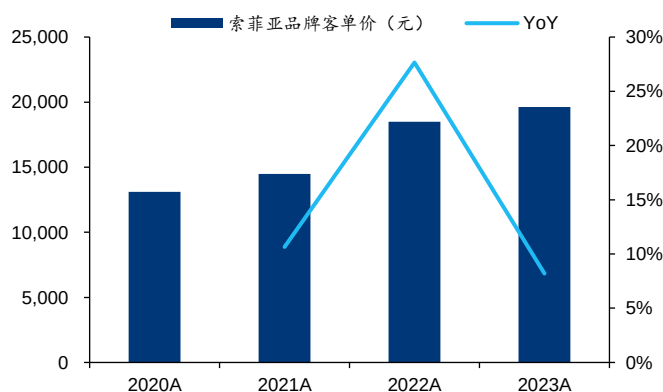
展望二: 性价比诉求仍然明显, 竞争加速行业格局优化。消费信心略显不足之下, 部分消费者家装预算收紧, 对产品性价比的诉求提升, 在品牌及产品的选择上存在降级及减配动作, 对家居企业客单值的提升形成一定制约。例如, 定制家居方面, 头部企业陆续推出普惠套餐、多层实木板定制套餐等, 提升产品服务性价比; 据索菲亚 23 年报, 主品牌客单价 19619 元 (yoy+8.2%), 客单值提升速度较 21A/22A 放缓; 软体家居方面, 头部品牌发力下沉系列, 产品结构倾向于性价比, 据敏华控股年报, FY2024 中国区沙发销售收入人民币口径增长 15.7%, 但其中 ASP 同比下降 7.9%。短期看, 尽管 24 年以来消费者消费意愿有所恢复, 但相较于 2022 年前的正常水位仍有不小差距, 未来如果价格竞争程度加深, 或将在一定程度上对企业盈利能力产生扰动, 但头部企业端普遍已通过今年的降本增效动作提前做好对冲准备, 且需求传导压力下引流的重要度应高于利润, 头部企业若在价格端补上短板, 长期有望凭借价格/产品/品牌/渠道优势加速份额提升。

图表83: 欧派、索菲亚及子品牌推出普惠套餐



资料来源: 贝壳研究院, 华泰研究

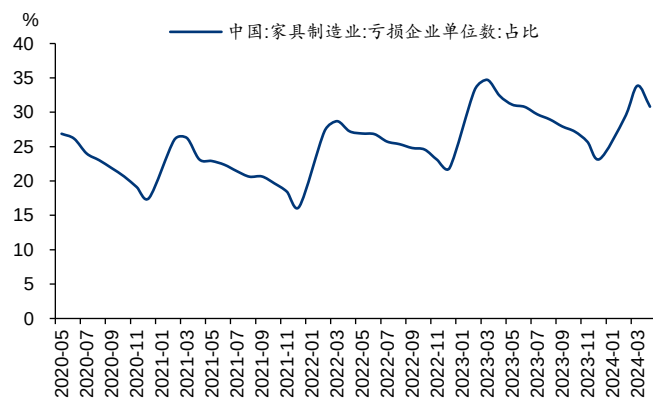
图表84: 索菲亚品牌客单价及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

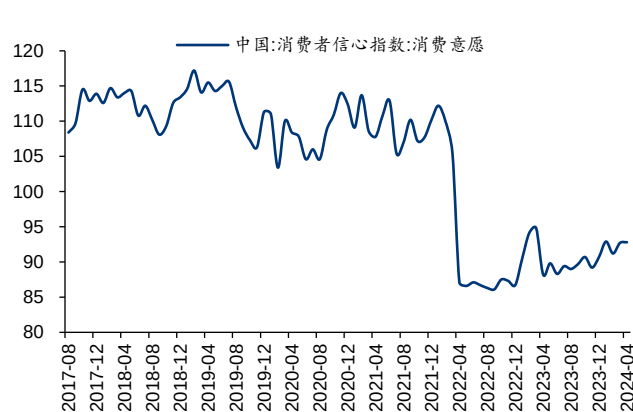
值得关注的是，行业格局优化仍为主旋律，竞争加剧之下上市家居企业整体韧性更优。23年以来，市场担忧在需求复苏面临压力、消费信心不足的大环境下，家居家装需求或将向白牌的中小企业集中，导致大中型上市家居企业订单流失，但我们认为，尽管23年存在部分地方小品牌甚至白牌抢夺大厂订单的情况，但行业格局优化的步伐实际并未改变。收入端看，据Wind数据，24年一季度34家家居用品板块上市公司营收同比+10.8%至356.50亿元，增速仍快于同期家具社零(+3.0%)及工业企业增速(+7.7%)；利润端看，截止24年5月，7330家家具制造业企业中亏损企业数占比达30.82%，上市企业经营表现仍明显优于大盘，行业格局优化仍然是家居行业主旋律。

图表85：家具制造业企业亏损企业数占比



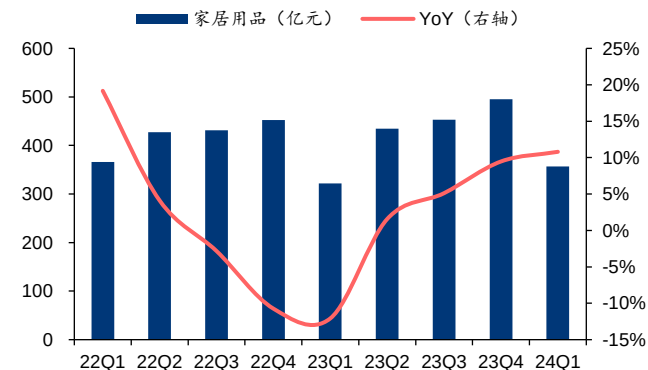
资料来源：Wind，华泰研究

图表86：中国消费者信心指数：消费意愿



资料来源：Wind，华泰研究

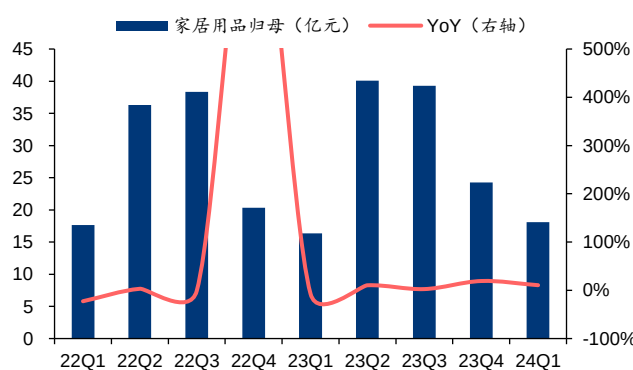
图表87：家居用品板块单季度收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

注：统计范围涵盖SW行业分类下34家定制、成品及卫浴企业，下同

图表88：家居板块单季度归母净利润及同比增速



注：22Q4同比增速为873.4%，为避免坐标轴显示异常省去

资料来源：Wind，华泰研究

展望三：分红率提升&估值回落下红利价值日渐凸显。一方面，上市家居企业面向C端的业务普遍采用先款后货的模式(消费者付款→经销商下单→公司生产发货)，收现模式较好，现金回款有保障，以零售模式为主的家居企业账面货币资金普遍比较充足。据各公司公告，24Q1欧派家居/索菲亚/顾家家居/慕思股份账面货币资金分别为137.8/29.0/25.6/35.9亿元，占到总资产的比重分别为38.3%/21.7%/16.1%/50.6%。另一方面，头部家居企业普遍已完成全国化的产能布局，需求偏弱之下，工厂以消化现有产能为主，我们预计未来资本开支有望下降，为公司分红比例提升创设条件。即使假设2024年分红比例保持2023年不变，参考现有Wind一致预期(截至2024年7月18日)计算，定制企业中欧派/索菲亚/志邦24年预期股息率为6.2%/7.7%/6.7%，软体企业中顾家家居24年预期股息率为6.1%，股息率较好，建议关注分红率提升&估值回落下，顾家/欧派/索菲亚/志邦等头部家居企业的红利价值。

图表89：主要家居企业分红比例、股息率及货币资金情况

所属行业	公司简称	分红比例						预测 PE	股息率	货币资金/总资产	
		2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E			24Q1	24Q1
定制家居	欧派家居	24.9%	35.2%	40.0%	40.0%	55.1%	55.1%	8.9	6.2%	137.8	38.3%
	索菲亚	46.6%	45.9%	44.2%	59.7%	75.5%	75.5%	9.8	7.7%	29.0	21.7%
	志邦家居	44.7%	45.1%	36.6%	40.7%	51.4%	51.4%	7.6	6.7%	5.1	9.0%
	金牌家居	25.1%	31.8%	48.4%	40.1%	31.4%	31.4%	8.4	3.7%	5.1	9.4%
软体家居	顾家家居	59.6%	60.3%	50.1%	50.2%	56.3%	56.3%	9.2	6.1%	25.6	16.1%
	慕思股份	0.0%	0.0%	0.0%	112.8%	49.7%	49.7%	12.7	3.9%	35.9	50.6%
	喜临门	5.1%	30.9%	19.1%	13.0%	44.2%	44.2%	10.5	4.2%	18.6	21.4%
木门	江山欧派	30.9%	0.0%	80.2%	-90.6%	80.3%	80.3%	6.7	12.0%	8.9	21.3%
智能马桶	瑞尔特	46.1%	54.7%	45.0%	39.6%	47.8%	47.8%	12.0	4.0%	6.1	22.2%

注：假设 2024 年分红比例保持 2023 年不变，24 年 PE 预测来自 Wind 一致预期，统计时间截止 2024 年 7 月 18 日，2024 年预测股息率按照分红比例/预测 PE 计算得到；

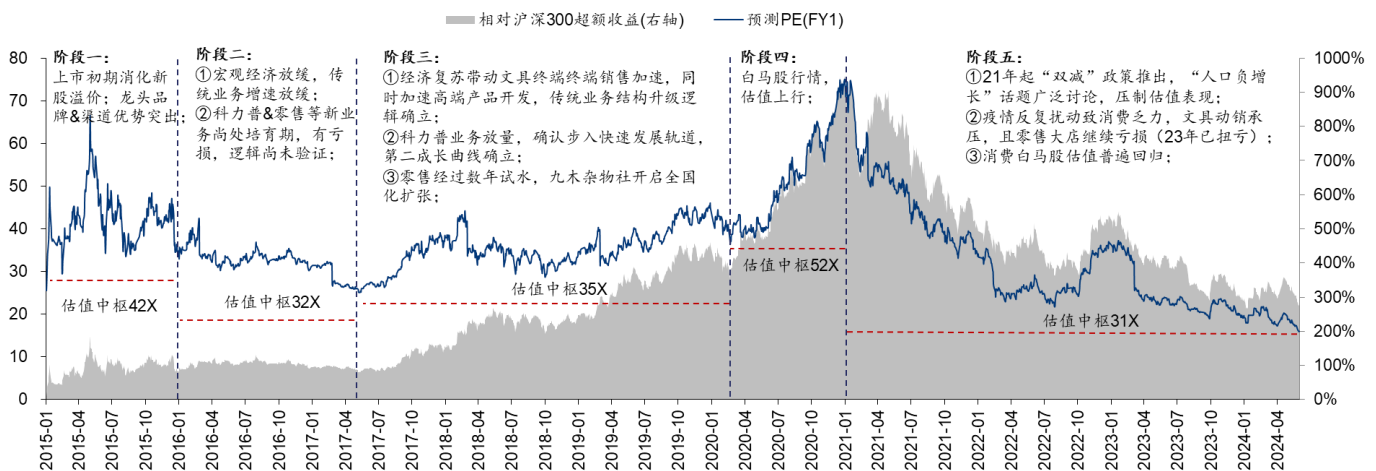
资料来源：Wind，华泰研究

轻工消费：关注必选属性强的消费白马及成长性个股

文具用品：龙头企业估值低位，经营稳步向前

文具龙头估值处于历史低位，把握后续估值修复机遇。复盘晨光股份股价走势，21 年以来公司相对沪深 300 指数的超额收益率以及 PE 估值整体有所下行，主要系：1) 21 年起“教育双减”政策推出，同时人口老龄化话题讨论广泛等影响估值；2) 期间外部环境因素反复扰动致使消费偏弱，消费白马股估值普遍调整；3) 学生居家上课导致校边店生意受压制，零售门店线下客流受到一定冲击，公司传统业务及零售大店业务收入在 22 年增长有所降速，但 23 年以来该因素影响逐步弱化。截至 24 年 7 月 18 日，公司 PE(FY1)为 15.9 倍，处于 2015 年以来 1.8%分位数，作为具备长期投资价值的白马龙头，公司估值性价比凸显。

图表90：晨光股份超额收益及估值复盘

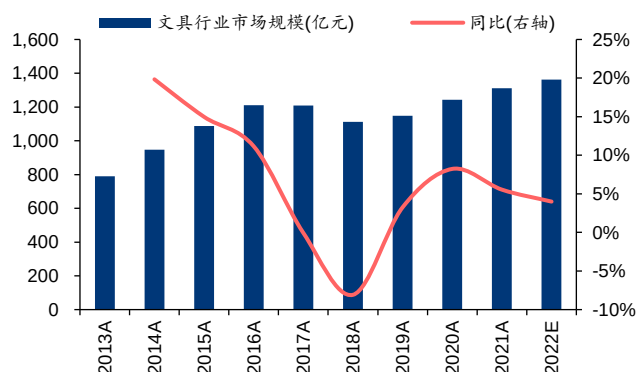


注：统计截止 2024 年 6 月 28 日收盘价

资料来源：Wind，华泰研究

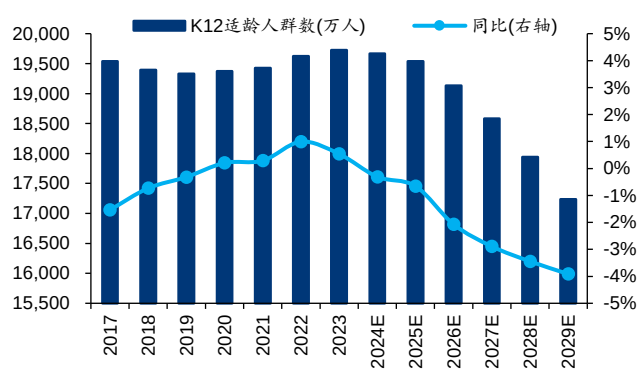
我们认为双减政策影响偏可控，而出生人口数量的影响缓冲期较长：1) 参考日韩经验，我们认为“双减政策”对文具消费的影响可控，文具消费长期看与宏观经济增长、品类渗透提升等关系更大，成熟市场由量增驱动转为价增驱动，长期看市场仍可扩容；且“双减政策”出台两年有余，对企业经营、经销商信心的过程影响已逐步消化，23 年以来公司单季传统核心业务收入增速已然回正，后续有望延续改善趋势；2) 出生人口数量的影响缓冲期较长，参考出生人数，我们计算 2024 年 K12 适龄人群（6-17 周岁）规模达 1.97 亿人（yoy-0.3%），仍处相对高位，我们预计至 29 年下降至 1.72 亿人，较 23 年高峰回撤约 12.6%，6 年 CAGR 为-2.2%，可见人口基数影响实际偏缓，公司有望通过海外市场开拓/品类扩张等实现积极对冲。

图表91：我国文具行业市场规模及同比



资料来源：中国文具网，华泰研究

图表92：K12在学人数总和及预测



资料来源：Wind，华泰研究预测

展望后续，传统业务复苏+科力普稳增+零售大店跑通，我们认为公司经营仍具亮点：1) 传统业务方面，产品端重视提质增效，梳理产品结构，聚焦核心 SKU，重点推广经典畅销款产品；渠道端持续优化线下渠道体系及运营效率，线上端积极拓展抖音、拼多多等新兴渠道；23 年以来传统核心业务单季增速稳步向好，24Q1 单季收入增速恢复至双位数(11.7%)；2) 科力普方面，短期看受集采大环境影响，但公司持续深耕并开拓优质客户，品类端由办公物资向 MRO、员工福利领域拓展，24 年在行业压力下仍有望实现稳增，行业地位进一步夯实；3) 零售大店方面，九木杂物社运营模式基本成熟，有望逐步进入快速复制阶段，且 23 年零售大店已实现扭亏为盈，期待后续坪效提升及盈利能力改善。

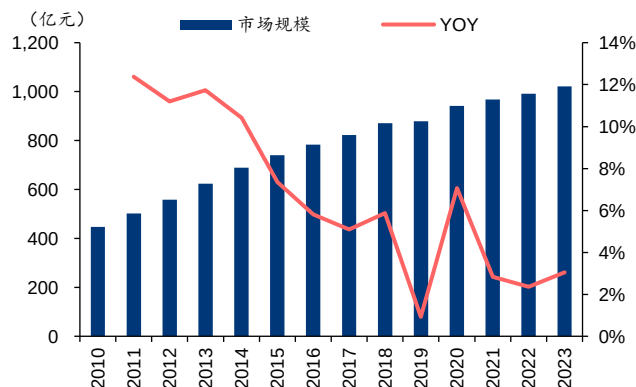
卫生用品：必选属性突出，国产品牌加速崛起

据中国造纸协会生活用纸专业委员会发布的中国生活用纸年鉴数据，2017 年我国卫生巾渗透率已达 100%趋于饱和，女性个护卫生巾行业进入稳健发展期，当前市场以价格增长为主要驱动因素。据 Euromonitor 数据，2023 年国内卫生巾市场规模为 1021 亿元，同比+3.1%，2011-2023 年 CAGR 为 7%。

销量趋于稳定：2017 年卫生巾销量触顶后趋于稳定。2023 年我国女性人口数为 6.9 亿，同比-0.05%；国内卫生巾市场零售量在 2017 年触顶，达到 1208.82 亿片，之后持续稳定在 1200 亿片左右。

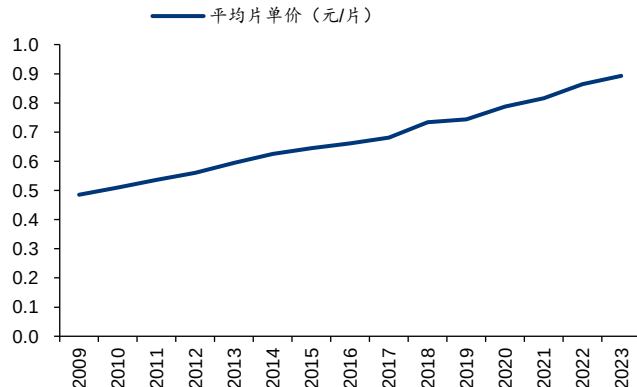
单价稳步提升：2010-2023 年卫生巾单价实现 CAGR+4.4%的稳步增长。据 Euromonitor 数据，2009-2023 年卫生巾平均片单价由 0.49 元/片增长至 0.90 元/片，品类消费升级驱动市场扩容，未来中高端产品占比提升仍有望带动卫生巾平均片单价进一步上升。

图表93：国内卫生巾市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰研究

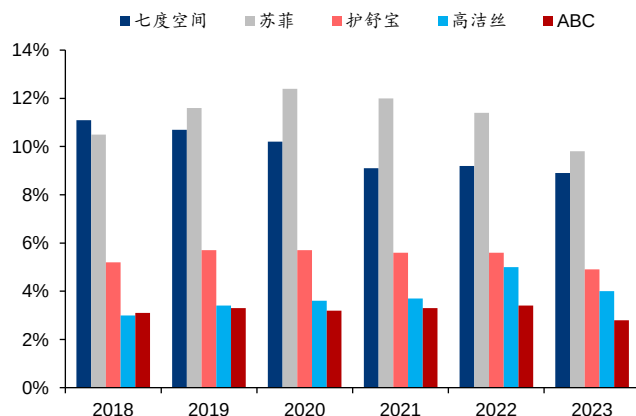
图表94：国内卫生巾平均片单价



资料来源：Euromonitor，华泰研究

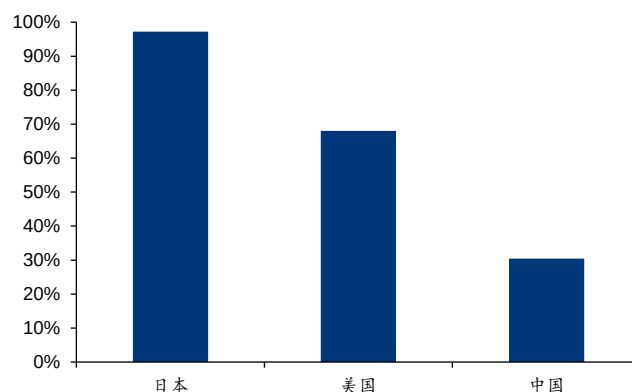
竞争格局：外资品牌占据主导，国货品牌逐步发力，行业集中度有较大提升空间。美日两国卫生巾市场起步早，因此外资品牌较早进入中国市场，并在品牌、产品、渠道等方面具备先发优势，拥有较稳固的消费客群。据 Euromonitor 数据，2018-2023 年间我国前五大卫生巾品牌格局相对稳定，其中七度空间及 ABC 为国产，外资品牌仍占据主要市场，2023 年我国卫生巾行业 CR5 为 30.4%，同比下降 4.2pct；对标海外成熟市场，2023 年美国/日本卫生巾企业 CR5 分别为 68.0%/97.2%，我国卫生巾行业市场集中度或有较大提升空间。

图表95：2023 年国内卫生巾市场品牌市占率



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表96：2023 年中美日三国卫生巾市场 CR5

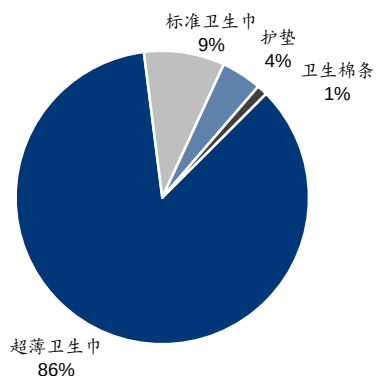


资料来源：Euromonitor，华泰研究

必选消费属性突出+消费者粘性强，中长期提价升级逻辑顺畅。卫生巾是个护用品领域内优质消费品种，中长期提价升级逻辑顺畅：1）一方面，卫生巾对于女性来说具备较强的必需消费属性，客单价不高因而消费者对价格并不敏感，即便在居民消费信心有待进一步复苏的大环境下，该品类需求受到的冲击也较为有限；2）另一方面，卫生巾具备较强的消费粘性，事关女性卫生健康，体验大于价格，消费者在养成使用习惯后一般不愿更换品牌，且愿意接受产品在功能/材质/形态等方面的微创新，由此更易形成品牌溢价并推动消费升级。2023 恒安国际/稳健医疗/百亚股份整体毛利率分别为 33.7%/49.0%/50.3%，而卫生巾业务销售毛利率分别为 63.8%/66.3%/54.8%，盈利水平明显高于公司其他个护产品。

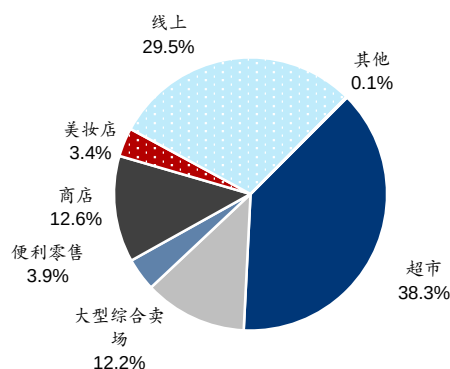
国货品牌崛起，推动产品向中高端升级，线上线下加速拓展。目前我国卫生巾市场玩家众多，头部苏菲、高洁丝、护舒宝等外资品牌通过领先的品牌和渠道优势、丰富的产品矩阵等坐拥稳定客源。本土卫生巾品牌选择顺应国内消费趋势：一方面切入中高端卫生巾赛道，基于使用场景（例如睡眠/裤型等）或附加功能（例如抑菌/抑制异味/呵护敏感肌）等进行产品升级；另一方面，积极发力线上渠道，通过传统电商平台并结合抖音等直播电商平台进行引流，完成销售的同时并实现品宣，反向赋能线下渠道开拓，助力品牌走向全国。**建议关注受益于个护领域消费升级、渠道端线上线下积极拓展的女性个护用品龙头。**

图表97：2023 年各类型卫生巾产品国内市占率



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表98：2023 年国内卫生巾营收渠道拆分



资料来源：Euromonitor，华泰研究

电子烟：美国 FDA 首次批准薄荷醇电子烟，合规市场迎利好

据 FDA 官网，2024 年 6 月 21 日 FDA 批准 NJOY 旗下 4 款薄荷醇电子烟上市销售，包括 2 款换弹式薄荷醇烟弹(NJOY ACE 2.4%和 5%浓度)和 2 款一次性产品(NJOY DAILY 4.5%和 6%浓度)。本次为 FDA 首次批准非烟草口味电子烟在美销售，考虑到此前薄荷醇均收到营销禁令，本次通过 NJOY 产品信号意义明显，反映监管思路变化：1) FDA 认可过审产品对成年吸烟者的减害效应超过潜在负面影响，即认可适度的口味电子烟存在价值；2) 结合此前 FDA 主动撤回对 JUUL 旗下产品营销禁令，意味着 FDA 对电子烟监管并非一揽子禁止，而是重视科学依据，符合技术及安全性要求的合规企业有望受益。

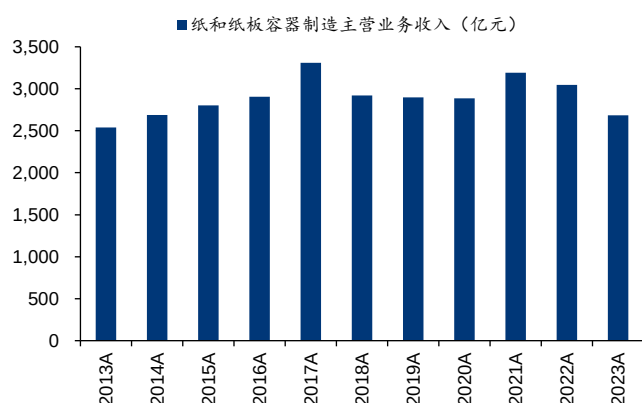
建议关注雾化设备龙头企业思摩尔国际。短期视角看，NJOY 作为首个获批的薄荷醇口味电子烟品牌，合规价值下终端备货及销售均有望提升，且 NJOY 被奥驰亚收购后渠道持续扩张，为合规产品销售提供渠道支撑，而公司作为 NJOY 核心供应商有望受益。中长期视角看，NJOY 过审为其他品牌薄荷醇电子烟过审带来更多可能性，公司在美换弹式产品销售有望提振，带来业务结构优化&盈利能力提升；长期看各国对非合规电子烟市场执法趋严，公司有望受益合规市场发展，且公司持续加强产品创新与品类延展，不断夯实竞争壁垒，长期价值属性凸显。

包装印刷：消费电子需求复苏，关注配套产业链龙头

需求：整体需求表现平淡，消费电子贡献结构性亮点

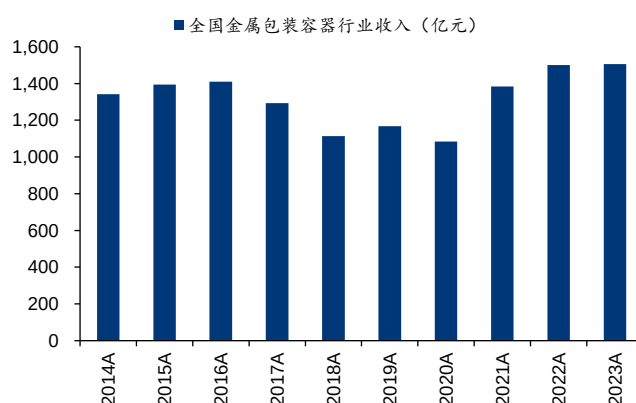
包装景气度与下游消费表现密切相关，23 年以来整体需求偏弱运行。据中国包装联合会数据，2023 年我国纸和纸板容器制造业规模以上企业营业收入同比下降 4.44%至 2682.57 亿元，营业利润同比增长 35.65%至 108.67 亿元；2023 年金属包装容器制造业规模以上企业营业收入同比下降 1.56%至 1505.62 亿元，营业利润同比增长 25.47%至 71.72 亿元。包装需求景气度与下游消费及出口需求等密切相关，23 年纸包装及金属包装企业收入仍有所承压，我们判断主要受下游消费及出口表现制约，全球经济恢复较慢、消费信心不足向上游传导，导致包装需求有所承压；但受益于原料成本同比下行，汇率利好以及产品结构化，包装行业 23 年营业利润表现仍优于收入。

图表99：我国纸包装行业运行情况



资料来源：中国包装联合会，华泰研究

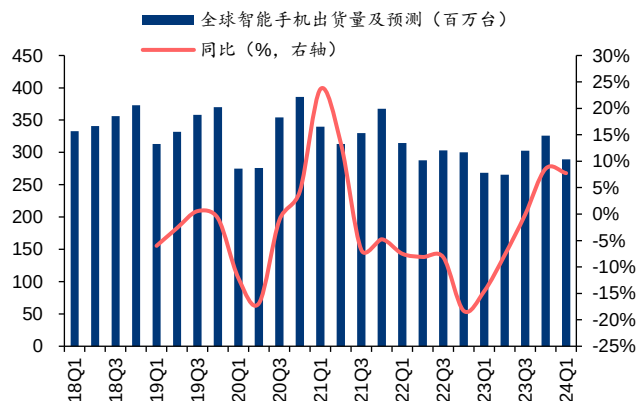
图表100：我国金属包装行业运行情况



资料来源：中国包装联合会，华泰研究

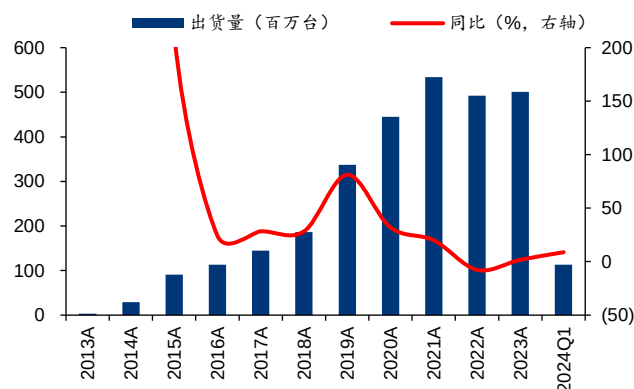
3C：24 年消费电子需求有望回暖，有望贡献结构性增量。据 IDC 数据，23Q4-24Q1 全球智能手机出货量分别同比增长 8.6%/7.7%至 3.26/2.89 亿台（而此前 22Q4-23Q3 全球智能手机出货量分别同比下滑 18.3%/14.6%/7.8%/0.1%）；随着渠道库存去化及智能手机换机潮到来，24 年智能手机出货量有望迎来拐点，据 IDC 预测，2024 年全球智能手机出货量将同比增长 4.0%至 12.1 亿部。可穿戴设备方面，据 IDC 数据，23 年全球可穿戴设备出货量达 5.01 亿台，同增 1.7%，其中 Q3/Q4 出货量分别为 1.48 亿台/1.38 亿台，24Q1 全球可穿戴设备出货量达 1.13 亿台，同增 8.8%，而 IDC 预测 24 年全球可穿戴设备出货总量可达 5.60 亿台，智能手机及可穿戴设备需求回暖，有望支持 24 年包装需求，相关企业有望受益。

图表101: 全球智能手机出货量



资料来源：IDC，华泰研究

图表102: 全球可穿戴设备出货量

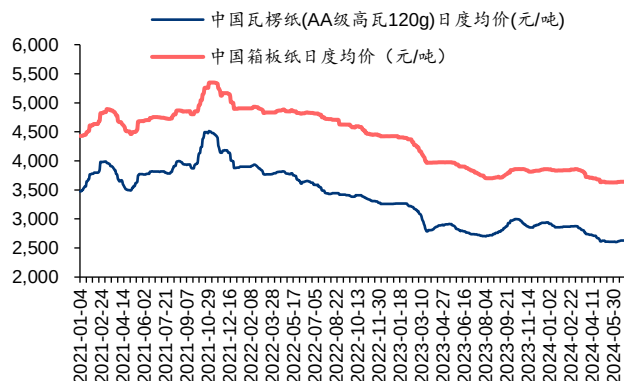


资料来源：IDC，华泰研究

成本：原料价格仍处低位，关注后续成本变化

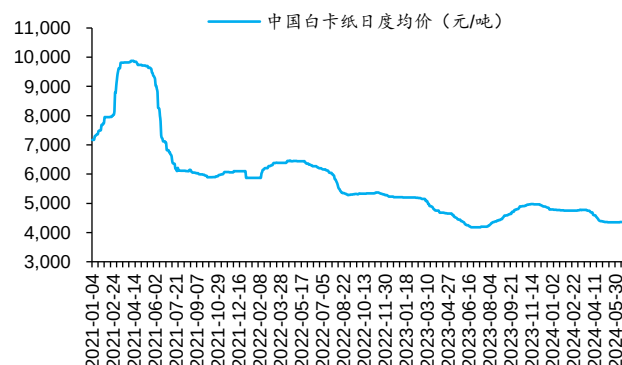
包装纸价整体同比下行，包装企业盈利能力有望提振。由于需求端有待复苏、供给端新产能投放，2022年以来包装纸价格在跨越峰值后整体出现回落趋势。据卓创资讯数据，2023年中国箱板纸、瓦楞纸、白卡纸市场均价同比分别下降16.5%/18.8%/19.4%至3947/2914/4713元/吨，24H1均价同比分别下降8.7%/7.8%/4.2%至3746/2752/4594元/吨。当前纸包装上游原材料价格仍处低位，且24H1继续同比下行，包装企业盈利能力有望提振，建议关注后续成本走势。

图表103: 箱板纸瓦楞纸周均价（元/吨）



资料来源：Wind，华泰研究

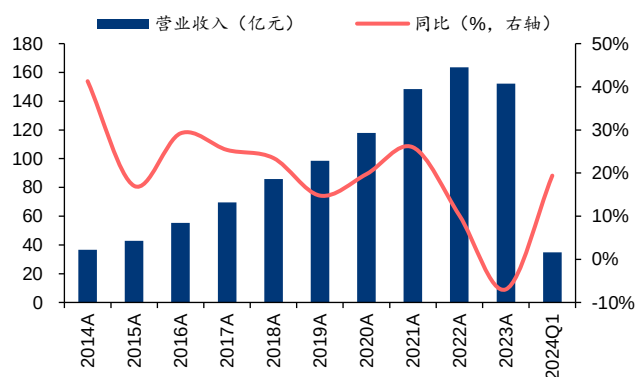
图表104: 白卡纸周均价（元/吨）



资料来源：Wind，华泰研究

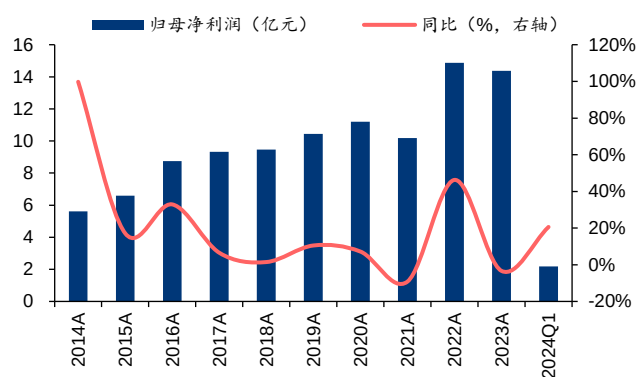
包装印刷板块建议关注有望受益 3C 需求回暖、降本增效稳步推进的纸包龙头裕同科技。据公司年报及一季报，23 年实现营收 152.23 亿元 (yoy-6.96%)，归母净利润 14.38 亿元 (yoy-3.36%)，扣非净利 14.94 亿元 (yoy-5.26%)。24Q1 实现营收 34.76 亿元 (yoy+19.36%)，归母净利润 2.19 亿元 (yoy+20.55%)，收入与利润增速表现均较 23 年改善。展望后续：1) 公司深耕的 3C 包装领域下游需求有望迎来复苏，尤其大客户新品推出后公司订单有望迎来回暖，有望带动 24 年收入增速继续抬升；2) 积极开拓烟包、酒包、环保纸塑等业务领域，践行大包装战略，烟包新业务开拓取得突破，叠加卷烟需求稳定，新客户订单有望逐步释放；3) 据公司年报，23 年马来西亚新工厂和越南环保包装新工厂均已建设完成并顺利投产，湖南、苏州、成都三地智能工厂建设也已完成，其他区域如泸州、重庆、九江、烟台和海口等重点生产基地智能化也在不断推进中，打造公司制造端竞争壁垒，上述智能工厂投产及产能爬坡，有望提高公司整体运营效率，降低生产成本，从而进一步释放利润弹性。

图表105：裕同科技 2014 年以来营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表106：裕同科技 2014 年以来归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰研究

纺织服装：制造景气向上，户外品牌领跑

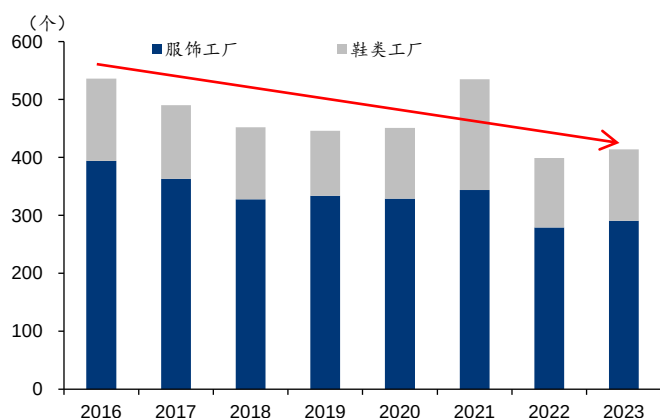
纺织制造：24Q1 去库基本结束，供应链集中强者愈强

下游鞋服品牌由去库转为主动补库，纺织服装中上游企业订单有望持续改善，其中，龙头企业具备规模、成本、质量、全球销售网络等显著优势，随着下游品牌纷纷集中供应链建立稳定合作关系、纺织品出口增长，龙头原料供应商和制造商有望强者更强，建议重点关注申洲国际。

品牌供应链集中化，高质稳定龙头制造商成长性回归

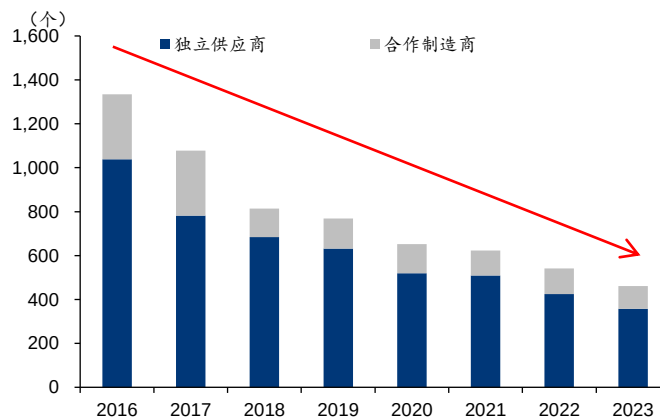
NIKE/Adidas 2023 年供应商为 414/461 家，供应链集中优胜劣汰。据 NIKE 和 Adidas 公司公告，NIKE 供应商数量由 536 家（2016）减少 29.5% 至 414 家（2023），Adidas 供应商数量由 1335（2016）减少 65.47% 至 461 家（2023），为健全稳定合作关系、保障供应质量、发挥规模效应，下游知名鞋服品牌纷纷集中供应链，为中游优质龙头代工提供进一步扩大市场份额机遇。

图表107：NIKE 供应商数量



资料来源：NIKE 公司公告，华泰研究

图表108：Adidas 供应商数量

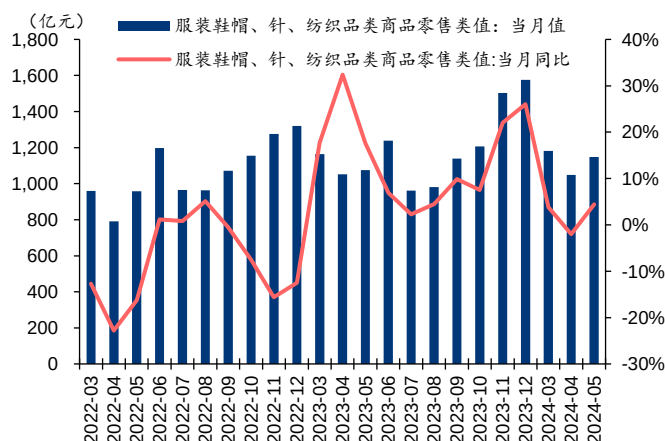


资料来源：Adidas 公司公告，华泰研究

海外订单景气度回升，出口优势供应商扩张机遇凸显

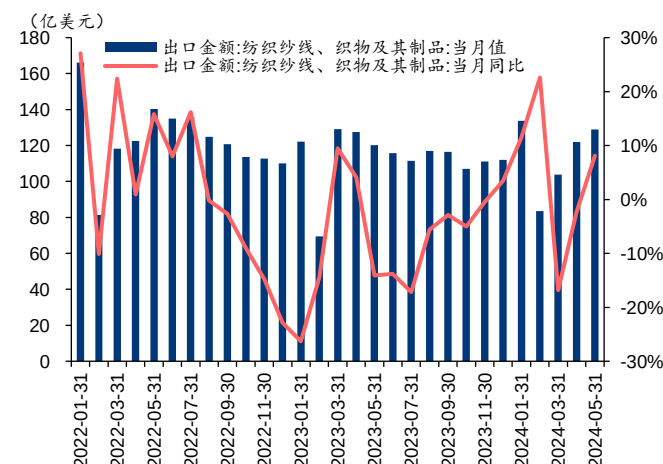
2024 年 5 月纺织出口同比增长 8.1%，海外订单景气度回升赋能国际龙头制造商扩张。据中国统计局和海关总署数据，5 月，中国纺织纱线、织物及其制品出口金额高达 128.87 亿美元(YoY+8.1%)，国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额高达 1147.6 亿元(YoY+4.4%)，国际纺织品需求成为上中游企业营收重要增长极，建议重点关注具有出口优势的纺织制造企业。

图表109：中国国内纺织服装类商品零售额变化



资料来源：国家统计局，华泰研究

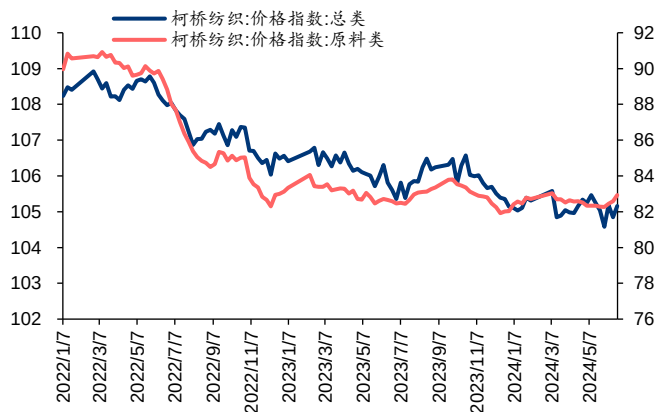
图表110：中国纺织服装类商品出口金额变化



资料来源：中国海关总署，华泰研究

下游品牌去库基本结束，有望迎来补库阶段。据各公司公告，24Q1，下游品牌持续去库存（海澜之家存货金额由 93.37 亿元下降至 82.2 亿元、森马服饰存货金额由 27.47 亿元下降至 25.87 亿元），目前由去库转为主动补库，下游品牌订单增加预期赋能制造企业需求回补。

图表111：中国纺织原料价格指数增长缓慢



资料来源：中国柯桥纺织指数编制办公室，华泰研究

图表112：纺织中游代加工商盈利恢复状况优于上游

		营业收入YoY			净利润YoY		
		2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q3	2023Q4	2024Q1
上游原料供应商	百隆东方	11.09%	-1.08%	23.45%	-46.74%	-67.75%	-4.51%
	新澳股份	12.34%	12.37%	12.48%	3.94%	3.70%	6.59%
	安利股份	-4.97%	2.43%	24.61%	-77.38%	-51.03%	394.11%
	富春染织	12.02%	13.73%	13.55%	-48.74%	-35.90%	30.06%
中游代加工商	申洲国际		-10.12%			-0.12%	
	华利集团	-6.93%	-2.21%	30.15%	-6.48%	-0.86%	63.67%
	伟星股份	3.05%	7.67%	14.83%	2.31%	14.21%	45.25%
	裕元集团	-14.13%	-12.04%	-4.93%	-40.57%	5.45%	107.05%

资料来源：公司公告，华泰研究

品牌服装：户外运动增速领跑，关注理性消费崛起

户外运动品牌：据欧睿国际数据，2023 年中国户外/时尚/专业运动鞋服市场规模同比增长 22.1%/8.7%/3.1%，户外运动鞋服品牌成长性强，其中始祖鸟、萨洛蒙等高端户外品牌营收增长率显著高于中端品牌，建议关注高端户外品牌。

高性价比品牌：消费信心有待恢复，2024Q1 高端奢侈品牌营收平均下降 3%，同时，“理性实用”消费观念盛行、品牌科技创新能力增强，大众性价比品牌营收多同比上涨 5%以上，建议重点关注具有高性价比优势的安踏体育、特步国际、森马服饰、李宁。

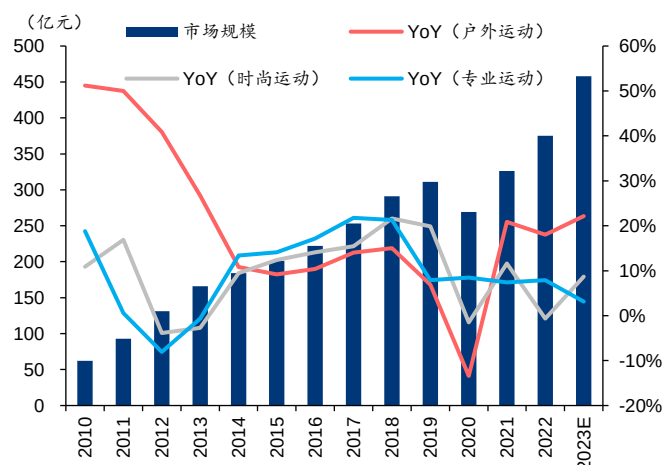
优质国货品牌：据欧睿国际数据，随着国产品牌提质增效和逐步推进全球化战略，2022 年国内/国际品牌在中国/全球 CR5 的市占率之比分别为 0.88/0.09，国内市占率追赶国际品牌，随着国货品牌全球化战略推进，国货品牌成长性将进一步增强，建议重点关注安踏体育、特步国际、李宁、波司登。

户外运动增速高于时尚专业运动，高端户外品牌成长性强

2023E 户外运动鞋服市场规模同比增长 22.1%，显著高于时尚和专业运动服饰。据欧睿国际预测，2023 年中国户外运动鞋服市场规模达 458 亿元，同比增长 22.1%，高于时尚运动（8.7%）和专业运动（3.1%）；预计随着中国户外运动产业持续扩容、运动群体运动类型细分、年轻人探索户外兴趣高涨，户外运动 2022-2025 将保持 6.36%的年复合增长率，有望成为运动鞋服领域新增长极。

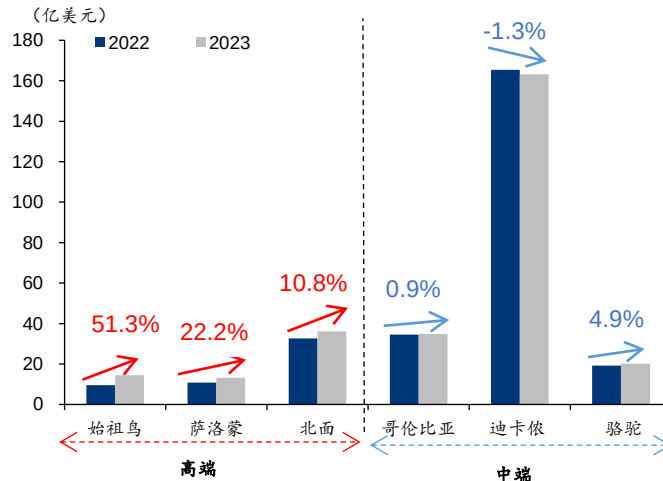
始祖鸟 2023 年营收同比增长 51.3%，高端户外品牌景气度提高。据各公司财报，2023 年，高端户外运动品牌始祖鸟/萨洛蒙/北面营收同比增长 51.3%/22.2%/10.8%，中端户外运动品牌哥伦比亚/迪卡侬/骆驼营收同比变化 0.9%/-1.3%/4.9%，受益于奢侈品客群迁移、竞争者较少的格局、社媒营销宣传，高端户外运动品牌增长潜力大。

图表113：中国户外运动鞋/服市场规模增速快于专业和时尚运动



资料来源：欧睿国际，华泰研究

图表114：高端户外品牌成长性（营业收入）高于中端户外品牌



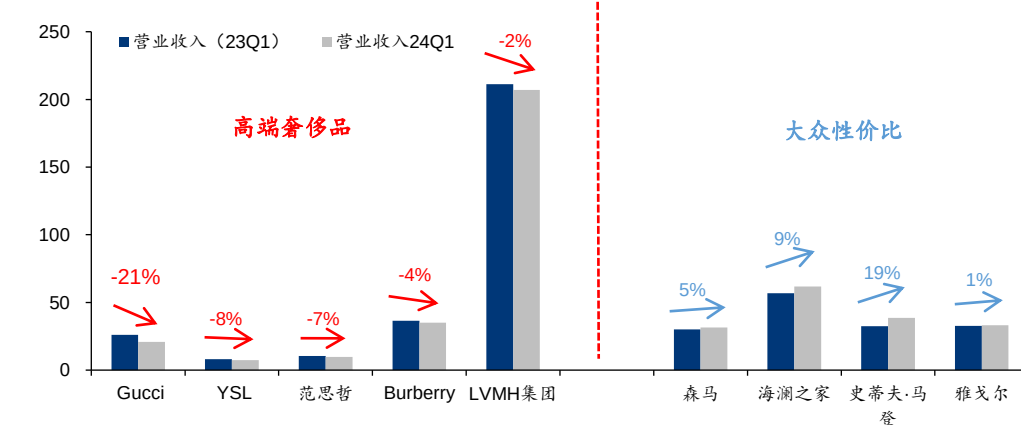
资料来源：公司财报，华泰研究

大众消费理性回升，大众性价比产品成长性优于高端奢侈品

消费心态转变叠加创新困境，高端奢侈品销量平均下滑 3%。据各公司财报，2024Q1，Gucci/YSL/范思哲/Burberry/LV 集团营业收入同比下降-21%/-8%/-7%/-4%/-2%，受消费者虚荣消费心理减少、奢侈品品牌难以兼顾“经典款”和“时尚爆款”、高价策略失效等因素影响，高端奢侈品出现销售困境。

理性因素在消费决策中重要性增强，大众性价比产品销量顺势上升。据各公司财报，2024Q1，森马/海澜之家/史蒂夫·马登/雅戈尔营业收入同比上升 5%/9%/19%/1%，受经济下行消费疲软、消费者对商品实用性关注度增强、品牌加强创新降本提质等因素影响，大众性价比品牌营收能力普遍上涨，建议重点关注安踏体育、特步国际、森马服饰、李宁。

图表115：高端奢侈品和大众性价比品牌 2024 年 Q1 营业收入及增长率



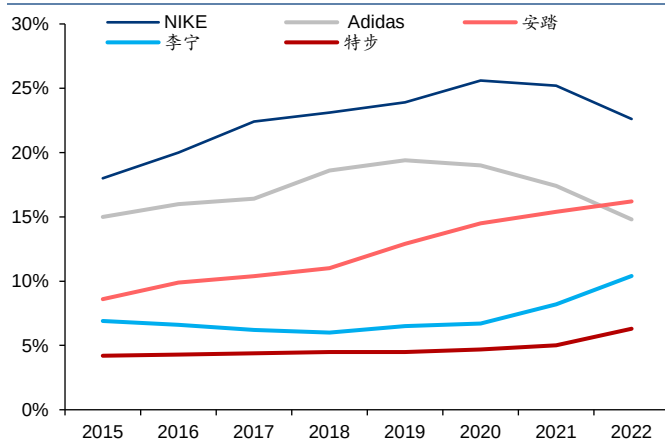
注：高端奢侈品营收以亿欧元为单位，大众性价比产品以亿元为单位
资料来源：公司公告，华泰研究

科技提质+国内外扩张，国货品牌市场影响力提高

国产品牌加大研发力度，强化性价比优势。据各公司财报，2023 年安踏体育/李宁/特步国际研发投入分别为 16.14 亿元(YoY+26.2%)/6.18 亿元(YoY+16%)/3.98 亿元(YoY+33%)，并与清华、北体等多所高校合作建立运动科学实验室，国产品牌对研发创新重视度提高，并凭借规模优势降本增效，提高产品性价比和消费者信任度。

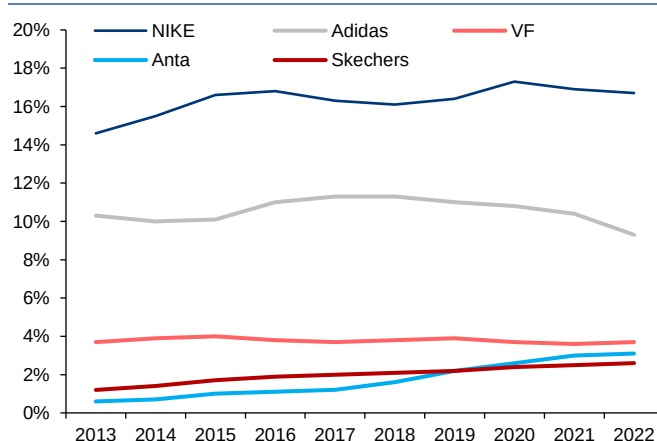
国产品牌掀起“跨国并购”浪潮，全球化战略开拓市场。2019 年安踏体育收购芬兰品牌亚玛芬体育、2023 年李宁收购欧洲户外品牌 Haglöfs 火柴棍，国产品牌近年纷纷通过收购海外品牌获得海外经销渠道，并借助原有品牌知名度提高在国际和国内市场占有率；据欧睿国际数据，安踏体育于 2022 年以 16.2%/3.1%的国内/国际市占率超过 Adidas/斯凯奇，成为中国第二大/全球第四大运动品牌。

图表116：中国运动鞋服 CR5 品牌市占率



资料来源：欧睿国际，华泰研究

图表117：全球运动鞋服 CR5 品牌市占率



资料来源：欧睿国际，华泰研究

综合观点：消费复苏，结构分化，优选细分领域领先龙头

美妆：时夏方长，正待新机。24H1 美容护理指数跑赢大盘，在消费板块中仅次于家用电器和农林牧渔。我们认为在当前消费环境下，产品力突出的国货借势渠道机遇提升份额是底层逻辑，并将持续演绎。分板块看：1) 美妆：渠道分化、国货势强、需求理性、产品创新是关键词。展望 24H2，我们认为渠道端抖音仍是主要增长引擎，天猫弱复苏态势或延续；品牌端头部国货将继续替代外资份额；功效端控油/祛痘/提亮/美白等均有亮点可期；品类端洗护/头皮/口腔/婴童等新赛道也孕育新机会。2) 医美：需求端与整体消费环境有更强相关性；供给端差异化新品有渠道渗透红利。24H2 重组胶原蛋白有望继续维持 C 位，再生针剂亦有新亮点。建议关注巨子生物/珀莱雅/爱美客/上美股份/贝泰妮/丸美股份/福瑞达/润本股份/科思股份。

黄金珠宝：Q2 销售受价格扰动影响，居民消费短期有所抑制。但我们对板块维持推荐，有三点核心原因：1) 金价短期波动更多为央行购金放缓，美联储预期管理以及经济数据影响，但并不改变我们中长期对金价的看涨预期；2) 居民消费需求仅被价格波动抑制但并未消失，伴随金价走稳，居民前期被抑制的需求有望释放；3) 板块个股估值已到性价比较高位置，平均对应 FY24 年股息率有 6% 左右)。建议关注老凤祥、潮宏基、周大生、周大福。

跨境出口：Q2 受海运费以及汇兑损益基数影响，卖家或承受业绩压力，且受中美关系影响，估值有所调整。展望 H2，我们对出口保持乐观，优势的跨境出口卖家仍有望受益稳健的外需。且海外仓的加速建设促进中大件渗透率提升，也存结构性的红利。建议关注名创优品、安克创新、致欧科技。

轻工制造：逢低布局核心资产，顺势掘金景气赛道。展望 2024 年下半年，我们建议从两条主线把握行业投资机会：1) 逢低布局核心资产，轻工行业细分赛道龙头企业在经营端积极变革以应对更为复杂多变的市场环境，长期看配置价值仍突出，当前估值普遍回落至低位但业务均具亮点，建议把握低估值龙头估值修复机会，关注欧派家居（大家居龙头）、顾家家居（软体龙头受益存量需求+海外业务高景气）、晨光股份（传统核心业务修复+零售门店跑通）、裕同科技（消费电子景气向上）等细分赛道龙头，以及经营有望迎来改善的思摩尔国际；2) 掘金具备独立成长逻辑的高景气消费赛道，在总需求面临压力的背景下，内贸端建议关注依托品类渗透&渠道开拓等红利继续保持增长韧性、演绎独立增长逻辑的轻工赛道个股，例如受益国货崛起的卫生巾、智能卫浴以及部分二线家居标的；外贸端建议关注受益海外需求回升、客户补库需求崛起、中长期制造出海/品牌出海逻辑顺畅的出口型个股。

纺织服装：制造景气向上，户外品牌领跑。纺织制造方面，下游鞋服品牌由去库转为主动补库，纺织服装中上游企业订单有望持续改善，其中，龙头企业具备规模/成本/质量/全球销售网络等显著优势，伴随需求恢复头部企业份额有望提升，建议重点关注申洲国际。品牌服装方面，一方面，高端户外运动保持高景气，建议关注高端户外品牌；另一方面，消费信心有待恢复之下，理性消费逐渐崛起，建议关注具备高性价比的优质国货品牌；中长期看，国货品牌有望持续提质增效抢占份额，建议关注安踏体育、特步国际、森马服饰、波司登、李宁。

图表118：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
巨子生物	2367 HK	买入	40.90	60.36	42,054	1.46	1.81	2.23	2.67	25.58	20.63	16.75	13.99
珀莱雅	603605 CH	买入	98.79	149.72	39,196	3.01	3.94	4.78	6.01	32.82	25.07	20.67	16.44
爱美客	300896 CH	买入	171.20	415.80	51,777	8.59	11.88	15.56	19.42	19.93	14.41	11.00	8.82
上美股份	2145 HK	买入	38.35	61.40	15,263	1.16	2.27	2.99	3.54	30.19	15.43	11.71	9.89
贝泰妮	300957 CH	买入	47.86	88.50	20,274	1.79	2.95	3.94	4.68	26.74	16.22	12.15	10.23
九美股份	603983 CH	增持	25.36	33.90	10,169	0.65	1.13	1.50	1.71	39.02	22.44	16.91	14.83
福瑞达	600223 CH	买入	6.48	10.94	6,587	0.30	0.43	0.55	0.69	21.60	15.07	11.78	9.39
润本股份	603193 CH	增持	18.92	23.70	7,655	0.56	0.79	0.92	1.24	33.79	23.95	20.57	15.26
科思股份	300856 CH	买入	32.30	101.34	10,968	4.33	5.63	6.93	8.25	7.46	5.74	4.66	3.92
老凤祥	600612 CH	买入	55.72	98.80	29,148	4.23	4.94	5.85	6.77	13.17	11.28	9.52	8.23
潮宏基	002345 CH	买入	4.45	9.18	3,954	0.38	0.51	0.70	0.85	11.71	8.73	6.36	5.24
周大生	002867 CH	买入	12.97	20.96	14,214	1.20	1.31	1.53	1.70	10.81	9.90	8.48	7.63
周大福	1929 HK	增持	8.18	10.80	81,700	0.54	0.65	0.60	0.64	15.15	12.58	13.63	12.78
名创优品	9896 HK	买入	34.75	65.85	43,760	1.43	2.33	2.98	3.73	22.19	13.62	10.65	8.51
安克创新	300866 CH	买入	55.82	112.24	29,500	3.97	4.88	5.59	6.37	14.06	11.44	9.99	8.76
致欧科技	301376 CH	买入	18.74	32.40	7,524	1.03	1.35	1.58	1.84	18.19	13.88	11.86	10.18
欧派家居	603833 CH	增持	47.46	90.78	28,910	4.98	5.34	5.85	6.39	9.53	8.89	8.11	7.43
顾家家居	603816 CH	买入	25.63	50.04	21,065	2.44	2.78	3.14	3.50	10.50	9.22	8.16	7.32
晨光股份	603899 CH	增持	31.25	49.25	28,870	1.65	1.97	2.32	2.72	18.94	15.86	13.47	11.49
裕同科技	002831 CH	买入	24.57	32.76	22,863	1.55	1.82	2.10	2.38	15.85	13.50	11.70	10.32
思摩尔国际	6969 HK	买入	8.63	11.36	52,973	0.27	0.28	0.33	0.39	29.19	28.14	23.88	20.21
索菲亚	002572 CH	增持	14.95	21.56	14,398	1.31	1.54	1.73	1.94	11.41	9.71	8.64	7.71
志邦家居	603801 CH	增持	11.70	20.15	5,108	1.36	1.55	1.74	1.93	8.60	7.55	6.72	6.06
申洲国际	2313 HK	买入	72.15	93.00	108,458	3.03	3.81	4.33	4.86	21.74	17.29	15.21	13.56
安踏体育	2020 HK	买入	74.65	93.50	211,455	3.61	4.27	4.88	5.51	18.88	15.96	13.97	12.37
特步国际	1368 HK	买入	4.93	6.29	13,037	0.39	0.49	0.56	0.65	11.54	9.19	8.04	6.93
森马服饰	002563 CH	买入	5.26	8.00	14,171	0.42	0.51	0.59	0.68	12.52	10.31	8.92	7.74
波司登	3998 HK	买入	4.09	5.38	44,958	0.20	0.28	0.33	0.38	18.67	13.34	11.32	9.83
李宁	2331 HK	买入	15.40	28.40	39,801	1.23	1.28	1.42	1.58	11.43	10.99	9.90	8.90

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表119：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
巨子生物 (2367 HK)	可复美、可丽金两大品牌 618 表现突出，上调全年盈利预测 公司 618 期间可复美、可丽金两大品牌取得亮眼战绩，全渠道全周期 GMV 同比增长分别超 60%/100%。23 年可复美/可丽金品牌营收分别在 28/6 亿元，相较国内头部护肤品牌还有很大发力空间（23 年 TOP1 护肤品牌兰蔻终端零售额 160 亿元，欧睿）。可复美胶原棒大单品仍未到天花板，此次 618 依然维持快速增长，焦点系列/秩序系列有望贡献后续新增长潜能；可丽金体量尚小，伴随胶卷面霜/胶卷眼霜/嘟嘟次抛/胶原大膜王等单拍，潜力可期。618 销售亮眼，上调 24-26 年归母净利润至 18.59/22.89/27.43 亿元（前值 18.15/22.73/26.72 亿元），可比公司 Wind 一致盈利预测 24PE30 倍，24H2，公司重组胶原蛋白液体/固体制剂有望获批，考虑到医美终端市场差异化材料的合规优质供给稀缺，获批后医美业务有较大业绩释放弹性，给予 24 年 31 倍 PE，目标价 HKD60.36 元（人民币兑港元汇率 1.0758），维持买入。 风险提示：医美产品获批进度较慢；销售费用率提升；市场竞争加剧。 报告发布日期：2024 年 06 月 25 日 点击下载全文：巨子生物(2367 HK,买入): 618 战绩突出，两大品牌强势能
珀莱雅 (603605 CH)	618 落幕，公司战绩再次超越行业平均，多渠道、多品牌、多品类表现优异 618 落幕，整体美妆行业大盘增速偏弱、渠道分化明显，而珀莱雅在多渠道、多品牌、多品类均表现优异，再次彰显国货龙头风范。双抗/红宝石系列势能向上，源力/能量系列增长强劲，凭借差异化大单品系列，主品牌珀莱雅在较高营收规模基础上依然有快速成长；彩棠已过 10 亿收入量级，修容/遮瑕/妆前等底妆类产品力持续彰显；悦芙媞/Off&Relax/原色波塔等多品牌有望贡献更多增长曲线。我们看好国货美妆产业链崛起，公司作为组织架构优秀、品牌矩阵完善、成长逻辑清晰的龙头美妆集团份额有望持续提升。预计 24-26 年 EPS3.94/4.78/6.01 元（前值 3.95/4.80/6.03 元），可比公司 24 年 Wind 一致盈利预测 PE28 倍，公司 618 战绩突出，高营收基数下仍能依托大单品维持快速增长，给予 24 年 38 倍 PE，目标价 149.72 元，维持买入评级。 风险提示：618 销售数据与报表数据存在一定偏离；销售费用率提升。 报告发布日期：2024 年 06 月 25 日 点击下载全文：珀莱雅(603605 CH,买入): 618 再获全胜，龙头优势彰显

股票名称	最新观点
爱美客 (300896 CH)	24Q1 业绩维持较快增长，具备较强增长韧性 24Q1 公司实现营收 8.08 亿元/yoy28.24%，归母净利 5.27 亿元/yoy27.38%。扣非归母净利 5.28 亿元/36.53%。我国医美消费者渗透率对比海外提升空间明显，非一线城市待发掘的市场广阔，“嗨体”“天使”系列产品仍有较大挖潜空间。24Q1 公司营收较 23Q4 已有环比明显提速，嗨体系列仍有较大渠道渗透提升空间；24Q2 起如生天使有望加速爬坡，贡献新增长点；公司后续新宝尼达/肉毒/减重/胶原/光电/护肤等管线潜力释放亦可期。维持原盈利预测，预计 24-26 年 EPS11.88/15.56/19.42 元，可比公司 24 年 Wind 一致盈利预测 PE34 倍，考虑到公司医美产品管线齐全、渠道能力较强，24Q1 延续较快增长，给予 24 年 35 倍 PE，目标价 415.80 元（维持），维持“买入”评级。 风险提示：新品获批较慢、市场竞争加剧、消费力较弱。 报告发布日期：2024 年 04 月 25 日 点击下载全文：爱美客(300896 CH,买入): 24Q1 嗨体系列营收较快增长
上美股份 (2145 HK)	科研赋能的国货化妆品领导者 公司为科研赋能的多品牌国货化妆品行业领导者，已构建韩束/一叶子/红色小象等“一超多强”品牌矩阵，深耕护肤/母婴/洗护三大赛道。基于重兵抖音/聚焦韩束/聚焦韩束红等重回增长十大方法论，23 年韩束品牌实现高速增长；婴童功效护肤新品牌 newpage 表现亦突出。24 年韩束有望加强抖音/重兵天猫/重返线下。大众护肤市场国货份额有望继续提升，韩束已建立强品牌势能、研发及供应链实力雄厚、团队运营能力彰显，还有较大发力空间。长期，期待“2+2+2 战略”及“六六战略”赋能公司可持续发展、穿越周期。我们预计 24-26 年 EPS2.27/2.99/3.54 元，可比公司 2024Wind 一致盈利预测 PE24 倍，考虑到韩束品牌增势强劲，其余品牌新产品有望贡献新增长点，给予 2024PE25 倍，目标价 HKD61.40 元（汇率 1.0819），首次覆盖给予买入评级。 风险提示：新产品推出不及预期/市场竞争加剧/线上增速放缓。 报告发布日期：2024 年 03 月 25 日 点击下载全文：上美股份(2145 HK,买入): 春华秋实，厚积薄发
贝泰妮 (300957 CH)	23Q4 业绩阶段性承压，24Q1 营收、利润已有明显改善 23 年营收 55.22 亿元/yoy10.14%，归母净利 7.57 亿元/yoy-28.02%。23Q4 营收 20.91 亿/yoy-1.31%，归母净利 1.78 亿/yoy-66.74%，主要系双 11 大促拖累；24Q1 营收 yoy10.97 亿/yoy27.06%，归母净利 1.77 亿元/yoy11.74%，环比已有明显改善。公司经历 23Q4 业绩低点后，24Q1 营收增长已有明显提速。品牌端，薇诺娜从舒缓修护进阶敏感肌 PLUS2.0，后续诸多新品发力可期；渠道端，24 年新品带动下天猫增速有望转暖，抖音增长亦有望加速。预计 24-26 年 EPS2.95/3.94/4.68 元，可比公司 24 年 Wind 一致盈利预测 PE27 倍，因敏感肌赛道粘性壁垒高，给予 24 年 30 倍 PE，目标价 88.50 元（维持），维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、销售平台集中、季节性波动。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日 点击下载全文：贝泰妮(300957 CH,买入): 24 年有望轻装上阵
丸美股份 (603983 CH)	23 年业绩亮眼，利润率增加 23 年公司实现营收 22.26 亿元/yoy28.52%，归母净利 2.59 亿元/yoy48.93%，其中 23Q4 营收 6.89 亿元/yoy17.2%，净利率 14.96%，环比 23Q3 的 9.05%显著优化；24Q1 营收 yoy38.7%，净利率 16.73%，营收 yoy 较 23Q4 环比提升 21.5pct 的同时，利润率持续提升 1.77pct。公司积极推进线上渠道的转型，并坚定渠道分品与大单品策略，持续优化产品的结构，降本增效，带动营收与利润率的增加。考虑到公司后续有望维持较快增长，同时引入 26 年预测，预计 24-26 年 EPS 为 1.13/1.50/1.71 元（前值 24-25 年 EPS 预计为 1.13/1.50 元），可比公司 24 年 Wind 一致盈利预测 PE 为 26 倍，由于公司线上渠道转型成效持续显现，给予公司 24 年 30 倍 PE，目标价 33.90 元（前值 33.90 元），维持“增持”评级。 风险提示：线上销售费用率较快提升；关键人员流失；市场竞争加剧。 报告发布日期：2024 年 04 月 28 日 点击下载全文：丸美股份(603983 CH,增持): 营收持续突破，利润率不断优化
福瑞达 (600223 CH)	24Q1 化妆品业务维持稳健增长 24Q1 公司营收 8.91 亿元/yoy-29.99%，归母净利润 0.59 亿元/yoy-54.35%，主要系去年同期地产业务剥离产生投资收益影响，其中化妆品/医药/原料板块营收 5.44/1.09/0.84 亿元，yoy15.12%/-23.25%/10.26%。24Q1 公司化妆品板块发力直播渠道布局，持续新品推出和品类拓展，营收表现良好；医药板块线上线下同时发力，拓展销售渠道；原料板块持续性新品研发，同时调整销售战略助推销量增长。我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.43/0.55/0.69 元。公司化妆品/药品/原料合理市值 89/17/5.9 亿元，合计市值 111 亿元，目标价 10.94 元，维持“买入”评级。 风险提示：化妆品增长放缓、医药继续承压、转型红利释放不能长久。 报告发布日期：2024 年 04 月 30 日 点击下载全文：福瑞达(600223 CH,买入): 期待后续公司业绩增长提速
润本股份 (603193 CH)	24Q2 旺季营收增长环比或明显提速，利润率亦提升 公司发布业绩预告，24H1 预计归母净利 1.75 至 1.85 亿元/yoy 为 46.48%至 54.85%；扣非净利 1.70 至 1.80 亿元/yoy43.86%至 52.30%。其中，2024Q2 归母净利 1.40-1.50 亿元/yoy41.88%-52.04%。我们预计 24H1 公司利润增速快于营收增速，主要受控本提效与规模效应带来毛利率提升、充足现金带来利息收入提升、政府补贴等因素影响。公司定位物美价廉的国民大众品牌，综合竞争力突出。产研销一体，自有供应链+高效组织管理+快速升级迭代，潜力可期。考虑利润率提升，调高 24-26 年 EPS 至 0.79/0.92/1.24 元（前值分别 0.71/0.92/1.23 元），可比公司 24 年 Wind 一致盈利预测为 PE27 倍，公司目前仍处快速增长阶段，给予 24 年目标 PE30 倍，对应目标价 23.70 元，维持“增持”评级。 风险提示：市场竞争加剧；新品表现不及预期；募投项目实施不确定性。 报告发布日期：2024 年 07 月 10 日 点击下载全文：润本股份(603193 CH,增持): 线上渠道放量，规模效应显现

股票名称	最新观点
科思股份 (300856 CH)	新品放量带动 24Q1 营收/利润环比继续攀升 科思股份发布年报，2023 年实现营收 24.00 亿元/yoy+35.99%，归母净利 7.34 亿/yoy+89.02%，其中 Q4 营收 6.26 亿元/yoy+21.27%，qoq7.10%；归母净利 1.97 亿元/yoy+47.33%，qoq+6.29%。24Q1 营收 7.12 亿/yoy21%，qoq13.8%；归母净利 2.2 亿/yoy37%，qoq11.36%，我们预计主要因 PS/EHT/PA 等新品销量较快增长，老品价格降幅有限/销量相对稳定。预计 2024-2026 年 EPS5.63/6.93/8.25 元。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23 倍，考虑 23H2 以来市场风险偏好降低及风格变化，给予公司 24 年 18 倍 PE，目标价 101.34 元（维持），维持“买入”评级。 风险提示：汇率/油价/海运等宏观因子大幅波动；需求转弱；价格下滑。 报告发布日期：2024 年 04 月 17 日 点击下载全文：科思股份(300856 CH,买入)：价格有韧性，新品持续放量
老凤祥 (600612 CH)	公司 24Q1 归母净利同增 12%，维持买入 公司 4 月 29 日发布 23 年报及 24 年一季度。公司 23 年营收/归母净利分别同增 13.4%/30.2%至 714/22.1 亿元。24Q1 公司实现营收 256 亿元，同比增长 4.4%；实现归母净利 8.0 亿元，在 23Q1 高基数下仍实现同比增长 12.0%。公司继续落实十四五发展规划，盈利能力有望持续改善，但考虑到 4 月金价快涨导致消费需求滞后释放，因此小幅下调 24 年归母净利预期至 25.8 亿元（前值 26.1 亿元）、上调 25 年归母净利预期至 30.6 亿元（前值 30.2 亿元），并新增 26 年归母净利预期 35.4 亿元。参考 Wind 可比公司一致预期 2024 年 13.6xPE，考虑到公司于 2024 年进一步推行职业经理人制度在上市公司层面的落地，有望提升公司整体经营活力以及 24 年金价有望继续上涨，给予公司 20xPE，目标价 98.80 元（前值 84.83 元），维持买入评级。 风险提示：金价波动、行业竞争进一步加剧、职业经理人制度落地不达预期。 报告发布日期：2024 年 04 月 30 日 点击下载全文：老凤祥(600612 CH,买入)：不畏高基数，Q1 归母净利同增 12%
潮宏基 (002345 CH)	24Q1 在金价扰动下归母净利同比增长 5.5%，维持买入评级 公司 4 月 26 日发布 23 年报及 24 年一季度。2023 年收入同比增长 33.6%至 59.0 亿元，归母净利同比提升 67.4%至 3.3 亿元。24Q1 因 3 月金价的快速大幅上涨导致零售与批发业务均承受较大的压力，同时女包业务在 Q1 表现较弱，在此背景下公司仍保持 24Q1 收入同比增长 17.9%，归母净利同比增长 5.5%。展望 2024 年，公司目标净新增 300 家加盟店，综合门店基数，潮宏基为珠宝行业扩张最快的公司之一。我们继续看好其一口价产品在金价快涨、竞争加剧下的靓丽表现。我们预计公司 24-26 年归母净利达 4.5、6.2、7.5 亿元（24-25 年前值 4.9、5.8 亿元，此调整主要系我们考虑到 24 年金价波动大、部分需求或滞后释放），参考 Wind 可比公司 24 年一致预期 14xPE，考虑潮宏基成长性，给予公司 24 年 18xPE，目标价 9.18 元（前值 9.00 元），维持买入评级。 风险提示：行业竞争加剧、消费信心转弱、品牌使用费提升不达预期、女包恢复不达预期。 报告发布日期：2024 年 04 月 28 日 点击下载全文：潮宏基(002345 CH,买入)：扩张提速，Q1 归母净利同增 5.5%
周大生 (002867 CH)	Q1 因金价扰动业绩承压，但不影响长期需求，维持买入 公司 4 月 25 日发布 23 年报以及 24 年一季度，2023 年实现营收 162.9 亿元（yoy+46.5%），归母净利 13.2 亿元（yoy+20.7%），低于 Wind 一致预期 13.8 亿元，低预期的主要原因系镶嵌产品销售的拖累。24Q1 公司营收同比提升 23.0%至 50.7 亿元，归母净利同比下滑 6.6%至 3.4 亿元，表现看，主要系直营门店开设较多带来的销售人员薪酬与租金增长，但我们认为主要系 3 月金价快涨带来的直营门店以及加盟批发的扰动。我们预计公司 24-26 年归母净利至 14.4、16.8、18.7 亿元（24-25 年前值为 15.8、17.3 亿元，下调主要考虑竞争加剧带来的盈利能力下滑）。3、4 月以来金价的快涨影响了销售短期的节奏，但行业需求并没有减弱，参考 Wind 可比公司 2024 年 13.4xPE，考虑公司在战略转型后黄金产品逐步发力，给予公司 16xPE，目标价 20.96 元（前值 21.76 元），维持买入评级。 风险提示：婚庆需求释放不及预期，黄金价格大幅波动，省代开店不达预期、自营新店爬坡不及预期。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日 点击下载全文：周大生(002867 CH,买入)：低估值、高分红、快开店
周大福 (1929 HK)	FY24 营收净利均稳健增长，关注下半年品牌优化提振进展 公司近期发布 FY2024 财报，营收同增 14.8%至 1087 亿港元（剔除汇率因素后同增 19%），主要经营净利同增 28.9%至 121.6 亿港元，归母净利同增 20.7%至 65.0 亿港元、低于彭博一致预期 77 亿港元，低预期主要系在 3 月金价急涨背景下，黄金借贷合约的公允价值亏损录得 37.6 亿港元所致。同时，FY24H2 的镶嵌产品营业额占比环比下滑 2.3pct 至 12.4%，也一定程度拖累了毛利率。展望 24H2，金价虽有扰动，但我们仍看好公司的品牌优化举措，以及产品、渠道优势，叠加 Q3 旺季有望刺激需求，我们认为公司同店有望逐步修复。预计公司 FY25-27 归母净利达 59.9、64.0、67.6 亿港元，参考可比公司彭博一致预期 2024 年 12.59xPE，考虑到周大福作为龙头有望率先受益于金价企稳后动销的回暖，且公司 FY24 派息率约 85%，给予公司 FY25 18xPE，目标价 10.80 港币（前值 14.11 港币），维持增持。 风险提示：金价震荡、消费信心缓慢修复、品牌升级不及预期。 报告发布日期：2024 年 06 月 17 日 点击下载全文：周大福(1929 HK,增持)：FY24 经营稳健，关注品牌优化提振
名创优品 (9896 HK)	国内销售高基数下依然交出靓丽答卷，24Q1 经调整净利同增 28% 公司 5 月 14 日发布 24Q1 季报，24Q1 营收同比增长 26.0%至 37.2 亿元，其中国内 Miniso/海外 Miniso/Top Toy 营收分别同比增长 15.6%、52.6%、55.1%，海外增长得益于较快的展店以及同店销售同比增长接近 21%。24Q1 公司经调整净利同比增长 27.7%至 6.2 亿元，略低于彭博一致预期的 6.6 亿元，低预期的核心原因我们认为主要系海外直营模式的快速发展导致经营费用提升所致。名创优品凭借高速的渠道扩展能够进一步强化消费者心智，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利 28.8、36.8、46.0 亿元（前值不可比，主要系公司财务年变更），参考可比公司 2024 年彭博一致预期 24xPE，考虑到公司仍在海外加速拓店的成长阶段，给予公司 24 年 26xPE，目标价 65.85 港币（前值 63.61 港币，港币兑人民币取 0.92），维持买入评级。 风险提示：开店进度不及预期、海外市场恢复不及预期、品牌升级不及预期。 报告发布日期：2024 年 05 月 15 日 点击下载全文：名创优品(9896 HK,买入)：24Q1 经调整净利同增 28%

股票名称	最新观点
安克创新 (300866 CH)	公司营收与扣非归母净利表现靓丽，同比增长均约三成，维持买入评级 公司4月26日发布24年一季度报，营收同比增长30.1%，归母净利同比增长1.6%，扣非归母净利同比增长29.0%。归母净利表现弱于扣非归母净利主要系公司持有股权以及外汇套保工具公允价值变动造成的影响。公司在市场竞争日益加剧的跨境电商市场保持较高的运营质量。我们继续看好公司持续产品升级、渗透全球市场，预计24-26年公司归母净利达19.9、22.7、25.9亿元，参考Wind可比公司24年一致预期23xPE，给予公司23xPE，目标价112.24元（前值107.36元），维持买入评级。 风险提示：海外竞争加剧、汇率波动、海运费优化幅度收窄。 报告发布日期：2024年04月28日 点击下载全文：安克创新(300866 CH,买入)：Q1扣非归母净利同比增长29.0%
致欧科技 (301376 CH)	24Q1公司收入同增45.3%，归母净利因费用扰动增长略慢，维持买入 4月24日，致欧科技发布一季报，2024年Q1实现营收18.4亿元（yoy+45.3%），归母净利1.0亿元（yoy+15.1%）。得益于新品ekho系列的持续发力以及OTTO渠道的快速渗透，公司收入保持较快增长；利润增速慢于收入，我们认为有四点原因：1）美国市场继续扩张，加大品牌投入；2）亚马逊平台FBA价格上涨；3）海运费的扰动；4）竞争加剧、折扣略有增加。公司践行长期主义，成长路径清晰，因费用波动我们调整公司盈利预测，预计公司24-26年归母净利预测5.4、6.4、7.4亿元（前值5.5、6.8、8.1亿元），参考Wind可比公司一致预期16.2xPE，考虑到公司所在家具家居赛道的供应链比较优势突出，给予公司2024年24xPE，给予目标价32.40元（前值33.12元），维持买入评级。 风险提示：国际贸易摩擦风险、市场竞争加剧风险、第三方电商平台经营风险、海运价格及汇率波动风险、红海事件影响加剧风险。 报告发布日期：2024年04月26日 点击下载全文：致欧科技(301376 CH,买入)：高速增长，24Q1收入同增45.3%
欧派家居 (603833 CH)	一季度利润靓丽，Q1归母净利同增43%，维持“增持”评级 公司发布24Q1季报，24Q1实现营收36.21亿元（yoy+1.43%），归母净利2.18亿元（yoy+43.00%），扣非净利1.43亿元（yoy+10.03%），归母净利表现优于扣非，主要系24Q1其他收益及公允价值变动净收益增加所致。我们维持盈利预测，预计24-26年归母净利分别为32.52/35.61/38.94亿元，对应EPS分别为5.34/5.85/6.39元，参考可比公司24年Wind一致预期PE均值为14倍，考虑公司积极推动组织变革、管理能力优秀，维持公司24年17倍PE，目标价90.78元（前值85.44元），维持“增持”评级。 风险提示：需求恢复不及预期，地产销售大幅下滑，原料价格大幅上涨。 报告发布日期：2024年04月30日 点击下载全文：欧派家居(603833 CH,增持)：Q1利润亮眼，盈利能力提升
顾家家居 (603816 CH)	24年稳健开局，Q1营收同比+10.04%，维持“买入”评级 公司23年实现营收192.12亿元（yoy+6.67%），归母净利20.06亿元（yoy+10.70%），接近我们此前预期（20.14亿元），扣非净利17.81亿元（yoy+15.34%）。此外，公司24Q1实现营收43.50亿元（yoy+10.04%），归母净利4.20亿元（yoy+5.02%）。考虑到需求有待进一步复苏，我们略下调内贸收入预测，预计24-26年归母净利分别为22.85/25.80/28.78亿元（24-25年前值23.59/27.30亿元），对应EPS分别为2.78/3.14/3.50元，参考可比公司24年Wind一致预期PE均值为12倍，考虑公司组织管理能力优秀，零售运营/供应链管理/仓配服等能力优势突出，给予公司24年18倍PE，目标价50.04元（前值48.79元），维持“买入”评级。 风险提示：需求恢复不及预期，地产销售下行，渠道拓展不及预期。 报告发布日期：2024年04月30日 点击下载全文：顾家家居(603816 CH,买入)：毛利率同比提升，强化运营能力建设
晨光股份 (603899 CH)	24Q1营收/归母净利同增12.37%/13.87%，维持“增持”评级 公司发布24年一季度报，24Q1实现营收54.85亿元（yoy+12.37%），归母净利3.80亿元（yoy+13.87%），扣非净利3.28亿元（yoy+11.10%），在终端需求偏弱的背景下，公司品牌/产品/渠道优势凸显，一季度经营稳健开局，营收及利润实现稳健双增。我们维持盈利预测，预计24-26年归母净利分别为18.23/21.54/25.22亿元，对应EPS分别为1.97/2.32/2.72元。参照可比公司24年Wind一致预期PE均值为24倍，考虑公司传统业务渠道及品牌优势突出，新业务保持快速扩张，维持公司24年25倍PE，维持目标价49.25元，维持“增持”评级。 风险提示：终端需求不及预期，双减政策影响，新业务开拓不及预期。 报告发布日期：2024年04月27日 点击下载全文：晨光股份(603899 CH,增持)：一季度稳健开局，核心业务增长提速
裕同科技 (002831 CH)	24Q1开局表现亮眼，营收同比+19.37%，维持“买入”评级 公司23年实现营收152.23亿元（yoy-6.96%），归母净利14.38亿元（yoy-3.35%），略低于我们此前业绩预期（15.45亿元），扣非净利14.94亿元（yoy-1.40%），营收同比下行主要系行业需求承压、消费电子等客户订单需求下降所致。此外，24Q1实现营收34.76亿元（yoy+19.37%），归母净利2.19亿元（yoy+20.55%），营收及利润增长亮眼，主要系客户订单需求恢复所致。考虑到需求尚处恢复期，我们下调收入预测，预计24-25年归母净利为16.90/19.51/22.17亿元（24-25年前值18.19/21.31亿元），对应EPS分别为1.82/2.10/2.38元，参照可比公司24年Wind一致预期PE均值为27倍，考虑到下游消费电子需求尚处恢复期，给予公司24年18倍PE，目标价32.76元（前值34.86元），维持“买入”评级。 风险提示：需求恢复不及预期，大客户合作风险，原材料价格大幅波动。 报告发布日期：2024年04月26日 点击下载全文：裕同科技(002831 CH,买入)：24Q1开局亮眼，包装龙头稳健成长
思摩尔国际 (6969 HK)	事件：FDA首次批准4款薄荷醇电子烟在美销售，合规市场迎利好 据FDA官网，6月21日FDA批准NJOY旗下4款薄荷醇电子烟上市销售，为FDA首次批准非烟草口味电子烟在美销售，考虑到此前薄荷醇均收到营销禁令，本次通过NJOY产品信号意义明显，市场对薄荷醇电子烟的监管预期将有所修正。对公司而言，一方面，作为NJOY核心供应商，换弹式产品有望受益于终端销售改善，另一方面，NJOY过审亦强化Vuse系列过审信心，需求弹性可期。我们预计24/25/26年EPS为RMB0.28/0.33/0.39元，参考可比公司Wind一致预期24年22倍PE均值，考虑到公司持续加强产品创新与品类扩张，研发及管理优势持续夯实，且各国监管政策落地后合规市场价值突出，长期价值属性凸显，给予24年37倍目标PE，目标价11.36港币，维持“买入”评级。 风险提示：行业政策收紧，行业竞争加剧，下游需求不及预期。 报告发布日期：2024年06月23日 点击下载全文：思摩尔国际(6969 HK,买入)：美国FDA首次批准薄荷醇电子烟

股票名称	最新观点
索菲亚 (002572 CH)	23年顺利收官，营收稳增，归母净利表现亮眼，维持“增持”评级 索菲亚发布年报，23年实现营收116.66亿元(yoy+3.95%)，归母净利12.61亿元(yoy+18.51%)，高于此前业绩快报预期(12.55亿元)，扣非净利11.35亿元(yoy+21.06%)。其中Q4实现营收34.65亿元(yoy+5.37%)，归母净利3.09亿元(yoy+18.40%)。全年利润增速优于收入，主要系原料成本下行及公司降本增效成效显著所致。我们维持24-25年盈利预测，预计24-25年归母净利分别为14.80/16.67/18.69亿元，对应EPS分别为1.54/1.73/1.94元，参照可比公司24年Wind一致预期PE均值为10倍，考虑到公司多品牌+全品类+多渠道布局领先，新品牌/新渠道快速成长，降本增效赋能企业经营，给予公司24年14倍PE，维持目标价21.56元，维持“增持”评级。 风险提示：需求复苏不及预期，地产销售下行，原料成本上行。 报告发布日期：2024年04月11日 点击下载全文：索菲亚(002572 CH,增持)：主品牌稳健前行，米兰纳快步成长
志邦家居 (603801 CH)	一季度平稳开局，剔除股份支付影响利润同增15.46%，维持“增持”评级 公司23年实现营收61.16亿元(yoy+13.50%)，归母净利5.95亿元(yoy+10.76%)，符合此前业绩快报预期(5.95亿元)，扣非后净利5.48亿元(yoy+10.04%)。此外，公司24Q1实现营收8.20亿元(yoy+1.77%)，归母净利0.47亿元(yoy-8.38%)，归母净利同比下行主要系当期确认股份支付费用增加所致，剔除此因素影响后同增15.46%，保持稳健增长。考虑到需求仍有待进一步恢复，我们略下调收入预测，预计24-25年归母净利分别为6.76/7.62/8.42亿元(24-25年前值为6.79/7.69亿元)，对应EPS分别为1.55/1.74/1.93元，参照可比公司24年Wind一致预期PE均值为10倍，考虑到公司产品拓展、渠道布局及组织管理能力优于行业，给予公司24年13倍PE，目标价20.15元(前值21.84元)，维持“增持”评级。 风险提示：需求恢复不及预期，地产销售下滑，渠道拓展不及预期。 报告发布日期：2024年04月26日 点击下载全文：志邦家居(603801 CH,增持)：全渠道/全品类推进，布局海外市场
中洲国际 (2313 HK)	订单持续改善，1H24业绩改善可期，维持“买入”评级 在国际品牌补库和去年同期低基数下，我们预计1H24公司订单有望快速增长。同时，公司作为全球行业龙头，产业链一体化、产能国际化、生产自动化以及高效的管理等竞争优势明显，考虑到订单的恢复及其利润弹性，参考整体向好的行业趋势，我们预计1H24公司业绩改善的确定性较强，我们维持公司2024年归母净利润57.30亿元、EPS预测3.81元不变；但考虑到2025年开始越南地区的“双支柱”税改方案或将带来公司所得税率的提升，我们下调2025/2026年归母净利至65.04/72.99亿元(前值67.23/78.09亿元)，对应EPS分别为4.33/4.86元(前值4.47/5.19元)，基于DCF估值(WACC: 11.0%，永续增长率: 3%)给予目标价93.00港币(前值96.00港币)，维持“买入”评级。 风险提示：1) 全球需求复苏慢；2) 产能扩张较慢；3) 人民币兑美元升值；4) 原材料价格波动。 报告发布日期：2024年07月04日 点击下载全文：中洲国际(2313 HK,买入)：恢复趋势明确，业绩弹性可期
安踏体育 (2020 HK)	2Q24流水表现符合预期，全年指引维持不变 根据公司1H24公告，2Q24安踏零售额同增高单位数，Fila同增中单位数，其他品牌同增40-45%。1H24整体来看安踏零售额同增中单位数，Fila同增高单位数，其他品牌同增35-40%。在二季度高基数和天气影响下，公司实现优于行业整体的表现，在有效控费下我们预计上半年利润表现较佳。考虑到剔除亚玛芬拆分上市带来的16亿元一次性收益影响，我们调整2024年EPS为4.27元(前值：4.78)，考虑到公司高利润率品牌收入占比提升、亚玛芬业绩增长的贡献以及费用的规模效应，我们上调2025/2026年EPS 4.5%、8.5%至4.88/5.51元(前值：4.67/5.08)。给予2024年20xPE(以剔除亚玛芬上市所带来一次性收益的利润为参考，较近12月PE均值23x小幅下调)，目标价93.5港币(前值：116)，维持“买入”评级。 风险提示：1) 线下客流波动；2) Fila及新品牌收入增长弱于预期；3) 零售折扣转差；4) 收入增长疲软导致经营去杠杆。 报告发布日期：2024年07月10日 点击下载全文：安踏体育(2020 HK,买入)：2Q24零售表现较佳，保持高质量增长
特步国际 (1368 HK)	2Q24主品牌流水同增10%，弱市下体现经营韧性 7月11日特步国际公布24年2季度及上半年中国地区运营情况，其主品牌流水分别同比增长10%和高单位数。同时，其终端折扣控制良好，从1Q24的7-75折改善至2Q24的75折；库销比约4个月，恢复到疫情前的健康水平。我们认为在2Q23高基数及终端消费承压的大环境下，公司表现出较强的经营韧性，且运营效率持续提升。此外，考虑到公司对折扣和费用的有效管控，以及若KP业务在3Q24成功剥离后对利润的贡献，我们预计24年全年利润增速或将优于收入增速。我们预计2024/2025/2026年公司营收为150.9/156.2/173.1亿元，对应归母净利润为12.9/14.9/17.1亿元。考虑到当前港股市场流动性以及零售市场的竞争延续，基于24年12.0x PE(过去12月PE均值减去0.5个标准差)，目标价6.29港币，给予“买入”评级。 风险提示：1) 经济复苏进度不及预期下行业竞争加剧，零售折扣程度加深；2) 新品牌在中国扩张进度不及预期；3) 渠道库存去化较慢；4) KP剥离进展不及预期。 报告发布日期：2024年07月18日 点击下载全文：特步国际(1368 HK,买入)：运营效率提升，电商及专业运动突出
森马服饰 (002563 CH)	23年盈利底部反弹，经营质量改善 森马23年实现营收136.6亿元(同比+2.5%)，归母净利11.2亿元(同比+76.1%)，低基数下盈利如期修复。受益于全年毛利率改善至11年上市以来最高水平，且客流回暖叠加全域零售改革推动经营杠杆增强，23年净利率同比+3.4pp至8.2%。4Q23实现营收47.6亿元(同比+8.5%，季环比+42.6%)，归母净利润2.9亿元(同比-20.8%，季环比-8.5%)，收入复苏趋势明朗而季度盈利受计提房地产等资产减值拖累。我们看好公司基于健康的库存和渠道，继续推进零售运营改革，24年录得收入提速及利润率扩张。我们将24/25年基本EPS预测上调1.7/0.7%至0.51/0.59元，并引入26年EPS预测0.68元；目标价上调15%至8.0元，基于12个月动态EPS0.53元及目标PE15.1倍(自上市以来12个月动态PE均值)。“买入”。 风险提示：1) 服装消费需求持续疲软；2) 休闲服饰转型升级效果差于预期；3) 童装市场竞争激烈；4) 多品牌培育效果不及预期。 报告发布日期：2024年04月02日 点击下载全文：森马服饰(002563 CH,买入)：经营质量改善，24年有望重回扩张

股票名称	最新观点
波司登 (3998 HK)	FY24 业绩亮眼，加大分红比率 截至 3/31，波司登 FY24 净利润同比+43.7%至 30.74 亿元，主要因营收增长明显及经营杠杆加速改善。波司登宣派期末股息每股 0.2 港元，全年派息率达到 81%，股息率超过 5%。考虑到公司新品类占比提升及渠道优化成效显著，我们预计公司 FY25-27 年 EPS 分别 0.33/0.38/0.42 元。可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 均值为 14x，公司品牌龙头优势明显，我们给予公司 FY25 15xPE；考虑到过去一年港币/人民币汇率均值为 0.92，对应目标价港币 5.38 元，维持“买入”评级。 风险提示：1) 销售季节性波动加剧；2) 品牌升级及单价提升不顺畅；3) 女装业务资产减值损失风险；4) 原材料涨价过快拖累利润率扩张。 报告发布日期：2024 年 07 月 02 日 点击下载全文：波司登(3998 HK,买入)：业绩亮眼，聚焦 Top 店及品类拓展
李宁 (2331 HK)	净利润下滑符合预期；24 年指引保守 李宁 23 年净利润同跌 21.6%至 31.9 亿元，大致符合华泰预期 31.5 亿元；年内公司严控库存，收紧批发出货，收入同增 7%，慢于流水增速 10-20% 低段。年底渠道库存周转下降至 3.6 个月的近五年最优水平。23 年末净现金为 180 亿元，公司宣派末期股息 0.19 元/股。全年分红率上升至 45% (2022 年：30%)，股息率 2.7%。鉴于消费复苏偏弱，管理层对 24 年指引保守：收入同增中单位数，净利率为 10-20% 低段。我们下调 24-25E 基本 EPS 0.6/1.3%至 1.28/1.43 元，引入 26E 基本 EPS1.59 元；下调目标价 4%至港币 28.4，基于 12 个月动态 EPS 1.32 元及目标 PE 19.7x (2019 年以来 12 个月动态 PE 均值-1SD，反映行业竞争加剧以及公司经历调整期)。“买入”。 风险提示：1) 零售额增长弱于预期；2) 运动时尚类产品库存堆积；3) 门店扩张步伐放缓；4) 单品牌运营风险；5) 渠道窜货问题持续。 报告发布日期：2024 年 03 月 21 日 点击下载全文：李宁(2331 HK,买入)：业绩符合预期；指引审慎

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表120：报告提及公司一览

公司简称	公司代码	公司简称	公司代码
金牌家居	603180 CH	华熙生物	688363 CH
慕思股份	1323 CH	贝泰妮	300957 CH
喜临门	603008 CH	上海家化	600315 CH
江山欧派	603208 CH	九美股份	603983 CH
瑞尔特	2790 HK	水羊股份	300740 CH
珀莱雅	603605 CH	登康口腔	1328 CH
福瑞达	600223 CH	润本股份	603193 CH
环亚集团	未上市	敷尔佳	301371 CH
巨子生物	2367 HK	上美股份	2145 HK
锦波生物	832982 CH	朗姿股份	2612 CH
Adidas	ADDYY US	爱美客	300896 CH
nike	NKE US	昊海生科	688366 CH
新澳股份	603889 CH	美丽田园	2373 CH
百隆东方	601339 CH	科思股份	300856 CH
安利股份	300218 CH	青松股份	300132 CH
富春染织	605189 CH	嘉亨家化	300955 CH
华利集团	300979 CH	老凤祥	600612 CH
伟星股份	2003 CH	潮宏基	002345 CH
裕元集团	551HK	周大生	002867 CH
莱百股份	605599 CH	周大福	1929 HK
裕同科技	002831 CH	名创优品	9896 HK
思摩尔国际	6969 HK	安克创新	300866 CH
索菲亚	002572 CH	致欧科技	301376 CH
志邦家居	603801 CH	欧派家居	603833 CH
申洲国际	2313 HK	顾家家居	603816 CH
安踏体育	2020 HK	晨光股份	603899 CH
特步国际	1368 HK	波司登	3998 HK
森马服饰	002563 CH	李宁	2331 HK

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

金价高位震荡：金价快涨与快跌都会抑制终端消费，当下国际金价屡创新高、处于历史较高位置，且日内振幅较大，或对终端消费产生不利影响。

经济增速放缓：金饰尽管有保值属性，但仍属于高端可选消费，若经济增速放缓，或对终端零售产生不利影响。

市场竞争加剧：黄金珠宝行业产品日趋同质化，价格竞争加剧，品牌盈利能力或因竞争承压。

下游需求不及预期：家居产品内销需求与地产竣工交房及消费者装修节奏密切相关，外销需求与海外家居消费表现、渠道库存水平密切相关；包装产品等需求与下游食品饮料、电子等行业景气度密切相关；若下游需求不及预期将影响到轻工企业收入增长速度。

地产销售超预期下行：家用轻工属于地产后周期消费品种，家居企业经营情况与地产行业景气度密切相关，若地产销售增速低于预期，家居企业经营压力或将进一步增大，企业收入与利润增速或进一步承压。

原材料价格大幅波动：国废黄板纸、木浆等为各类纸种主要原材料，板材、钢铁、TDI、MDI 等为家居产品主要原材料，原料成本上涨将增加相关企业成本压力，若原料成本大幅上涨，将对相关企业盈利产生影响。

汇率波动风险：轻工出口企业收入及利润表现受汇率波动影响大，若人民币汇率超预期上行，将对出口企业收入及利润表现产生压制。

国外政治变动风险：2024 年美国大选，若美国总统换届影响中美贸易关系、美国本土营商政策，可能加大国内企业出口贸易环境不确定性风险。

库存积压风险：下游品牌即将进入安全补库期，但若市场需求不及预期，可能导致库存积压，造成企业运营成本提高、资金使用效率下降、市场反应速度降低，将影响相关企业利润。

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳、张诗宇、刘思奇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 名创优品（9896 HK）、安踏体育（2020 HK）、李宁（2331 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、孙丹阳、张诗宇、刘思奇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 巨子生物（2367 HK）、贝泰妮（300957 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 巨子生物（2367 HK）、贝泰妮（300957 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 巨子生物（2367 HK）、贝泰妮（300957 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 名创优品（9896 HK）、安踏体育（2020 HK）、李宁（2331 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司