

2025年海外消费年度策略：夏炽冬藏，机遇循时

评级：推荐(首次覆盖)

马川琪(证券分析师)
S0350523050001
macq@ghzq.com.cn

廖小慧(证券分析师)
S0350524080002
liaoxh@ghzq.com.cn

刘毅(联系人)
S0350123090035
liuy23@ghzq.com.cn

重点关注公司及盈利预测

公司代码	公司名称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (X)			2025年1月8日 市值(亿元)	财务单位	公司评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
2331.HK	李宁	282	300	320	31	35	38	13	11	10	391	CNY	买入
2020.HK	安踏体育	703	785	871	138	139	160	14	14	12	1,964	CNY	买入
1368.HK	特步国际	148	155	169	13	14	16	11	10	9	138	CNY	买入
1361.HK	361度	100	115	131	11	13	15	7	6	5	77	CNY	买入
3306.HK	江南布衣	56	60	64	8.8	9.4	10	9	9	8	81	CNY	买入
2313.HK	申洲国际	276	310	347	59	67	74	14	13	11	845	CNY	买入
1836.HK	九兴控股	15	16	16	1.6	1.8	2.0	11	10	9	18	USD	/
0669.HK	创科实业	146	161	177	11	13	15	20	17	15	228	USD	买入
2285.HK	泉峰控股	17	20	23	1.2	1.6	1.8	10	8	7	12	USD	买入
6181.HK	老铺黄金	64	88	106	10	14	17	41	30	24	419	CNY	买入
9896.HK	名创优品	172	207	239	28	34	40	20	16	14	559	CNY	买入
6969.HK	思摩尔国际	120	135	164	14	17	24	55	45	32	760	CNY	买入
6055.HK	中烟香港	134	147	159	8	9	11	20	17	15	162	HKD	买入
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	339	407	453	28	43	51	18	12	10	512	CNY	买入
AS.N	Amer Sports	51	58	66	2	4	5	78	47	36	167	USD	买入
ONON.N	On Holding	26	33	40	3	3	4	67	53	40	177	USD	买入
DECK.N	Deckers Outdoor	49	54	59	9	10	11	36	32	29	315	USD	买入

资料来源：wind，彭博，国海证券研究所预测（江南布衣、Deckers为FY2025-FY2027数据；李宁、九兴控股盈利预测采用wind一致预期；On Holding盈利预测采用彭博一致预期；名创优品归母净利润采用经调整归母净利润）

➤ 制造：关注客户边际改善，份额提升带来成长性

- **关注下游客户需求及潜在的美国关税政策影响，看好制造龙头稳健经营：**2024年随着运动鞋服龙头耐克、阿迪达斯等下游品牌逐步补库，中游制造业订单显著改善，工厂产能利用率爬坡下员工效率提升，**短期内受潜在美国关税政策影响，板块估值或承压，具备规模化优势的头部制造企业确定性更强，建议重点关注海外产能占比较高的申洲国际、九兴控股集团等企业，看好2025年利润率修复及品牌客户边际改善。**
- **渠道库存恢复正常，电动工具行业需求端修复叠加产品成本端下行有望驱动制造端利润率修复：**电动工具行业应用场景丰富，消费需求稳固，无绳化工具在易用性、便利性上有较为明显的优势，**创科实业作为行业龙头，发展优于同业，看好公司专业级、OPE及DIY市场份额持续提升：**2024H1公司营收达73.1亿美元，同比+6.3%，归母净利润5.5亿美元，同比+15.7%，毛利率39.9%，较上年同期+0.67pct，净利率7.5%，较上年同期+0.6pct。**OPE龙头公司泉峰控股2024H1订单修复明显，**营业收入同比+11%至8.2亿美元，净利润同比+25.6%至0.62亿美元，毛利率较上年同期+0.8pct至32.9%，净利率较上年同期+1pct至7.6%。公司OPE品牌EGO持续发力，拓宽品牌销售渠道，并与电商平台合作进一步加强线上销售渠道，看好2025年品牌份额持续提升，重点关注其海外产能迁移进度。**看好未来美国房屋销售数据回升下带动电动工具行业需求修复，同时产品成本端下行有望驱动公司利润率修复。**

➤ 纺服：关注外资跑鞋新贵，国产品牌弱修复

- **小众品牌冲击传统运动巨头，打破维持多年的竞争格局：**根据Euromonitor数据，2024E NIKE品牌在美国运动鞋服市场份额同比下降1.3pct至12.5%，在中国运动鞋服市场份额同比下降0.5pct至14.6%。消费者偏好转变以及品牌创新缺乏是NIKE面临的主要问题，2020年开始的DTC转型计划亦进一步压缩其市场份额。HOKA和ON等小众品牌所处细分赛道近年热度提升，且承接部分消费降级的奢侈品客群。根据Euromonitor数据，2024E ON在美国运动鞋服市场份额同比增加0.3pct至1.7%，HOKA市场份额同比增加0.2pct至1.2%。
- **国内服装品牌2024年经营数据呈现弱修复，期待2025年复苏：**从2024年各个季度流水增长来看，各品牌仍然处于弱修复状态，主要源于外部环境消费疲软，可选消费受到较大冲击。**当前各品牌终端折扣与库存情况企稳，关注内需消费政策刺激力度，看好2025年向上修复空间。**个股方面，李宁受消费弱复苏及部分品类窜货影响，2024年增长承压，目前公司批发渠道窜货已基本控制，考虑到公司较强的品牌力，看好2025年边际改善，当前估值已具备性价比；安踏集团多品牌运营能力突出，看好集团未来各个细分板块的快速增长，2024Q3 合营公司Amer Sports 再次上调全年指引，持续看好2025年对集团的投资收益贡献；设计师品牌江南布衣FY2024营收同比+17.3%，净利润同比+36.5%，毛利率较上年同期+1.0pct至66.3%，净利率较上年同期+2.3pct至16.2%，旗下品牌都保持了同比增长，较行业大盘表现更优，品牌矩阵具有韧性。公司全年分红率97%，重视股东回报，建议积极关注。

➤ 零售：关注IP兴趣商品及高端珠宝零售

- 国内性价比零售龙头，关注后续海外直营表现及IP战略带来同店新活力。截至2024Q3名创优品门店数达7186家，较年初+773家，其中海外直营店铺数量达422家，较年初+184家。国内同店主因客流承压，2024前三季度国内名创优品同店销售同比下降中个位数，其中平均客单价同比增长0.2%，平均客单量同比下降中个位数；海外直营开店加速导致同店有所稀释，2024前三季度海外整体同店同比增长高单位数，其中直营市场同店同比增长高单位数，关注后续直营新开业的爬坡带来的同店数据提升。据我们数据调查显示，名创优品IP能对同产品带来约44.8%溢价，随着公司明确IP战略，我们认为后续推出的IP有望为公司同店注入新活力。
- 高端珠宝零售品牌老铺黄金，扩店&店效仍有空间，出海带来新增长点。老铺黄金定位高奢黄金首饰，门店多位于高端商场。2023年老铺黄金1-5万元单价产品占比为65%，购买金额高于100万元的客户在2021-2023年对销售额的贡献从8.5%增加到15.9%，客群消费能力强。我们看好老铺黄金未来渠道扩张&店效提升空间，截至2024年7月29日，对比国际一线奢侈珠宝品牌如宝格丽、卡地亚等在中国内地分别有61、50家门店，截至2023年末老铺黄金中国内地门店数仅30家，或有1倍拓展空间，同时参考奢侈品牌珠宝门店店效，未来店效或有翻倍空间。此外，出海东南亚也有望给老铺黄金带来新增长点，在上市完成之后的两年之内，公司将完成东南亚市场的五家门店拓展，我们看好品牌未来的国际化发展。

➤ 电子烟：关注海外换弹监管放松，合规龙头有望受益

- 换弹监管放松带来增量，美国HNB起量有望推动思摩尔迎来新增长。雾化电子烟行业规模持续扩张，根据Euromonitor数据显示，预计2023-2028E全球雾化电子烟CAGR为5.5%，且2022-2023年我国电子烟出口金额较2020-2021年回暖。国际市场后续演绎：1) 雾化电子烟：欧美市场当前不合规一次性产品的出清有望驱使客群向合规换弹、开放式产品及HNB转化。我们认为不合规产品的出清或将短期影响欧美整体雾化电子烟的增速，但合规雾化龙头思摩尔有望从中受益。2) HNB：根据Euromonitor数据，美国由于专利争端，当前市场仍较空白，2024年2月专利战已达成和解，思摩尔深度绑定英美烟草，我们认为随着后续美国市场HNB销售起量，公司有望从中受益。中烟香港作为中国烟草体系内唯一烟草主业的上市公司，上市初期便承载整合集团海外资产之任务，当前集团在境外资产丰富且零散，我们看好公司“内生+外延”战略，随着后续集团海外资产注入有望持续扩大公司业务体量。

➤ 现制咖啡：关注价格战缓和及开店高峰后的咖啡龙头

- 国内现制性价比咖啡龙头，关注后续同店爬坡与海外扩张。瑞幸咖啡作为国内性价比现制咖啡龙头，门店总数及办公场所门店数均领跑同行，截至2024Q3末门店数已达21343家，营收达101.8亿元，同比+41.4%，归母净利润达13.0亿元，同比+12.8%，季度营收及利润均创新高。我们认为随着行业竞争减缓，公司同店持续修复，同时叠加拓店减速，公司此前新开店同店有望持续爬坡，为同店增长注入活力。同时瑞幸咖啡积极探索市场拓张，截至2024Q3于新加坡门店数达45家，季度净增8家，后续还会积极评估美国和其他市场的扩张。TIMS中国以咖啡+餐食搭售为特色，截至2024Q3门店数达946家，2023Q4-2024Q3亏损持续缩窄，经调整EBITDA亦于2024Q2转正，自营店贡献利润率于2024Q3达新高，关注后续公司门店拓张及盈利改善情况。

➤ 投资建议与行业评级

- **积极关注外资小众运动品牌，有望进一步蚕食运动巨头市场份额。**由于产品创新缺乏以及消费者偏好变化等原因，传统外资运动鞋服品牌增长乏力；小众品牌所处细分运动赛道近年热度提升，中高端定位带来“身份认同感”使其承接消费降级下奢侈品部分客群，有望进一步抢占传统运动品牌市场份额。对应2025年1月8日收盘价及FY2025/2026/2027年盈利预测，Deckers Outdoor (DECK.N) PE为36/32/29X，对应2025年1月8日收盘价及FY2024/2025/2026年盈利预测，Amer Sports (AS.N) PE为78/47/36X，根据彭博一致预期，On Holding (ONON.N) PE为67/53/40X。
- **持续看好国产运动鞋服行业，低估值已具较强吸引力。**消费复苏下，运动鞋服品牌估值具备性价比，对应1月8日收盘价及2024/2025/2026年盈利预测，李宁 (02331.HK) PE 13/11/10X (wind一致预期)，安踏体育 (02020.HK) PE 14/14/12X，特步国际 (01368.HK) PE 11/10/9X，361度 (01361.HK) PE 7/6/5X。高分红标的设计师品牌江南布衣 (3306.HK) 增长稳健，FY2025-FY2027年PE分别为9/9/8X。中游制造方面，下游品牌客户去库存顺利，看好申洲国际 (02313.HK)、九兴控股 (02199.HK) 利润率持续修复，2024/2025/2026年PE分别为14/13/11X及11/10/9X (wind一致预期)。
- **2025年看好电动工具、OPE行业基本面修复，需求端修复叠加成本端下行推动业绩恢复，**对应1月8日收盘价，创科实业 (0669.HK) 2024/2025/2026年PE为20/17/15X，泉峰控股 (02285.HK) 加快越南产能布局，对应1月8日收盘价，2024/2025/2026年PE为10/8/7X；
- **推荐高端珠宝消费老铺黄金 (06181.HK)，关注后续拓店及出海发展情况。**看好古法金龙头老铺黄金的品牌知名度提升及市场渗透率增长、线下门店数量继续扩张贡献业绩收入，对应1月8日收盘价，2024/2025/2026年PE为41/30/24X。
- **推荐IP兴趣消费品牌名创优品 (09896.HK)，关注后续海外直营及IP战略。**目前IP兴趣消费需求提升，Beta向好；公司明确IP战略，后续推出的IP产品有望对同店注入新活力；海外直营开店加速导致同店稀释，关注后续直营新开门店的爬坡带来同店数据提升；对应2025年1月8日收盘价，名创优品2024-2026年PE为20/16/14X。
- **推荐雾化龙头思摩尔国际 (06969.HK)，美国HNB起量有望带来新增长。**当前不合规产品出清，有望趋势客群向合规换弹、开放式产品及HNB转化，公司有望从中受益；美国HNB专利战和解，后续HNB市场有望迎来增长，公司深度绑定英美烟草，后续有望从中受益；对应2025年1月8日收盘价，思摩尔国际2024-2026年PE为55/45/32X。**关注中烟体系唯一烟草主业上市公司中烟香港 (06005.HK)，看好公司“内生+外延”战略。**当前中烟集团海外资产丰富，其业务与资产有注入中烟香港的可能，中烟香港业务体量有望扩大；对应2025年1月8日收盘价，中烟香港2024-2026年PE为20/17/15X。
- **关注国内现制性价比咖啡龙头瑞幸咖啡 (LKNCY.OO)，后续同店爬坡及海外扩张有望带来新增长。**公司门店数量领跑同行，随着行业竞争的减缓，公司同店有望持续修复；同时公司正积极出海，已在新加坡开始布局，后续还会评估美国等其他市场扩张，有望为公司带来新增量；对应2025年1月3日收盘价，瑞幸咖啡2024-2026年PE为18/12/10X。
- **综上所述，首次覆盖海外消费&纺服行业，给予“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；供应链风险；市场开拓及推广风险；重点关注公司业绩不达预期风险；汇率风险；贸易政策风险。

一、制造：关注客户边际改善，份额提升带来成长性

申洲国际：补库带动规模增长，2025年关注大客户边际改善
申洲国际：主要客户库存恢复正常，补库效应减弱，回归需求驱动
九兴控股：订单稳健增长，产能利用率有望继续提升
九兴控股：高股东回报率，现金储备充裕
创科实业：家得宝提高FY2024业绩指引，2024H1利润修复
创科实业：公司营收与相关指标拟合
泉峰控股：客户补库带动营收利润修复，关注国内产能迁移进度
泉峰控股：原材料成本下行推动毛利率提升，费用率优化明显

二、纺服：关注外资跑鞋新贵 市场规模、竞争格局和客群画像

小众运动品牌弯道超车，小领域搏大机会
NIKE增长乏力，小众品牌蚕食市场份额
中国运动鞋服市场集中度远超美国，ON和HOKA A市占率仍较低
消费降级，中高端运动品牌承接部分奢侈品客群
HOKA和ON热度飙升，同与不同？
聚焦不同跑步细分赛道，产品力奠定品牌成长基础
亚太市场仍占比较低，正处高速发展期
ON财务情况：库存情况改善，毛利率逐季提升
DECK财务情况：HOKA维持高增长，占比持续提升
Amer财务情况：始祖鸟增速领跑，毛利率同比显著提升
国内纺服行业：需求弱修复，库存回归正常
运动品牌—李宁：2024年库存回归正常，看好2025年修复
李宁牌SSSG情况：2024年同店恢复乏力，电商渠道相对稳健
运动品牌—安踏体育：安踏品牌流水稳健复苏，FILA增长承压
运动品牌—特步国际：2024年流水高质量增长，库存及折扣水平健康
运动品牌—361度：童装仍保持较快增速，电商增长强劲
设计师品牌—江南布衣：FY2024营收利润均大幅提升，实现高质量增长
收入结构：成熟品牌JNBY增长稳健，线上线下全布局
盈利能力：持续提升利润率，高分红标的

三、零售：关注IP兴趣商品及高端珠宝零售

名创优品：海外直营开店加速带来店效稀释，关注后续新开门店爬坡
名创优品：IP战略或将为国内同店注入新活力，关注后续新IP推进
名创优品：海外直营表现亮眼，拓店节奏稳定
名创优品：毛利率稳步提升，24Q3毛利率达历史新高
老铺黄金：高端珠宝零售品牌，古法金带来差异化
老铺黄金：产品工艺精美，定价对标奢侈品，情绪价值与保值性兼具
老铺黄金：老铺足金镶嵌产品毛利率相比更高，且占比提升明显
老铺黄金：2023年老铺黄金高端商场覆盖率为30%，扩店仍有充足空间
老铺黄金：参考奢侈品牌珠宝门店店效，或有翻倍空间

四、电子烟：关注海外换弹监管放松，合规龙头有望受益

电子烟行业：世界卷烟销量下行，电子烟可渗透空间广大
雾化电子烟国外监管：一次性电子烟监管加强，思摩尔毛利率有望从中受益
电子烟市场演绎：美国HNB专利战和解，思摩尔HNB产品有望受益
思摩尔国际：专注于雾化技术的方案提供商，关注后续新品发力
思摩尔国际：ToB营收为主，ToC业务营收提升
思摩尔国际：研发投入持续加大，雾化电子烟研发占比大头
中烟香港：中烟体系内唯一烟草主业上市公司，看好“内生+外延”增长驱动
中烟体系：总公司境外资产丰富，整合空间可期
中烟香港：2023年营业收入增长率达42.19%，经营利润率稳步提升

五、现制咖啡：关注价格战缓和及开店高峰后的咖啡龙头

现磨咖啡：瑞幸咖啡门店数大幅领先，下沉市场布局占优
现磨咖啡：细分场景错位竞争，瑞幸于办公场所领跑同行
瑞幸咖啡：营收及利润创季度新高，海外扩张蓄势待发
TIMS中国：自营店贡献利润率达季度新高，关注后续盈利改善情况

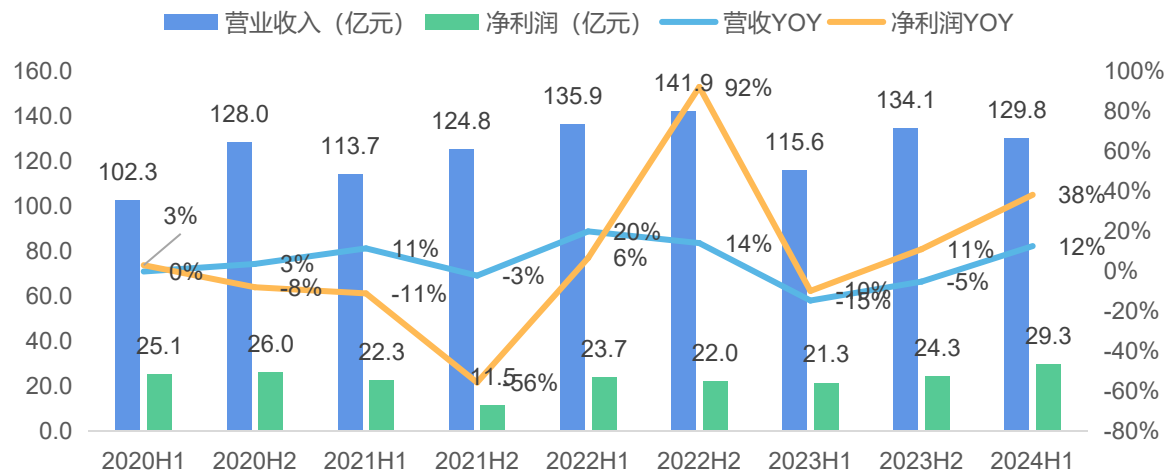
六、投资建议与行业评级

风险提示

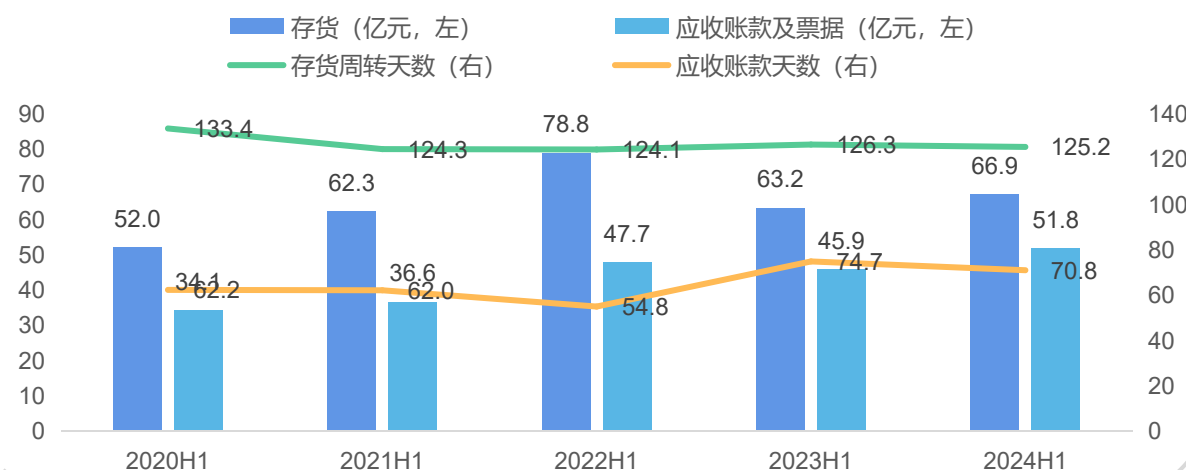
一、制造：关注客户边际改善，份额提升带来成长性

申洲国际：补库带动规模增长，2025年关注大客户边际改善

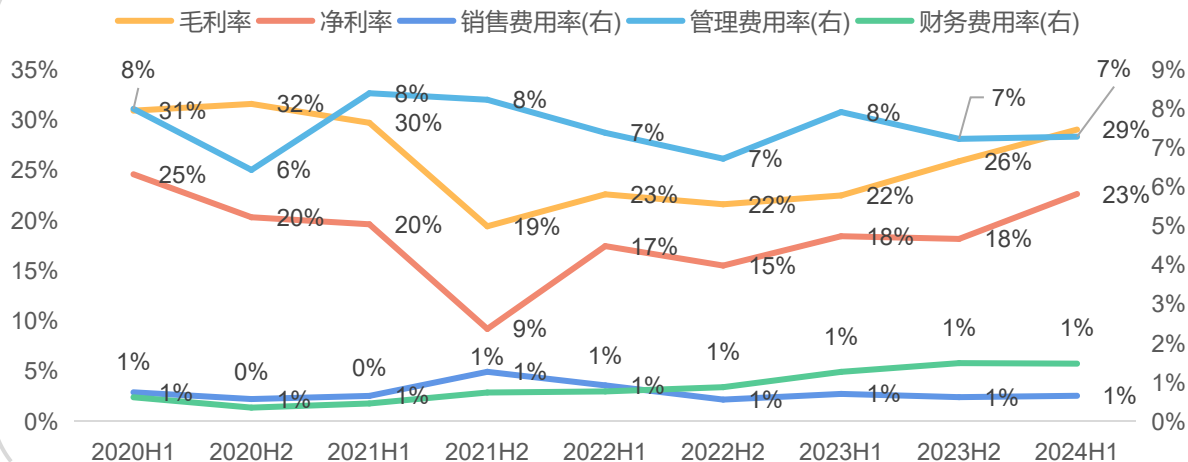
营收及利润



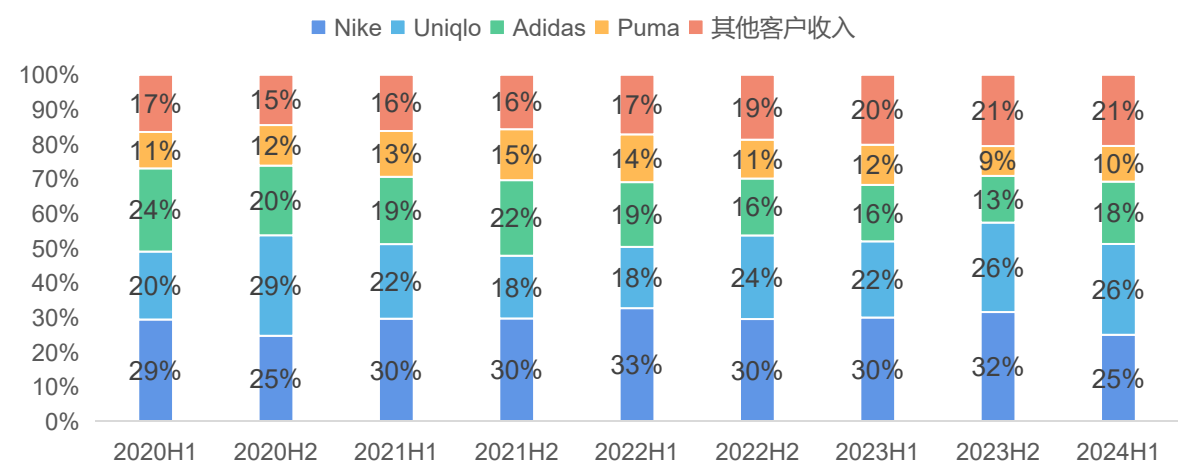
存货周转



盈利能力

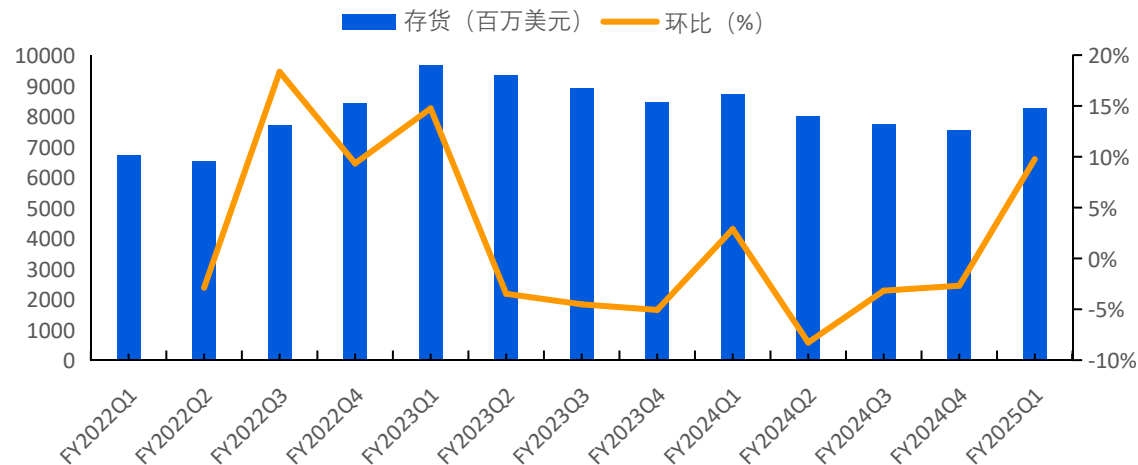


核心客户结构：2024H1前四大客户占比为79%

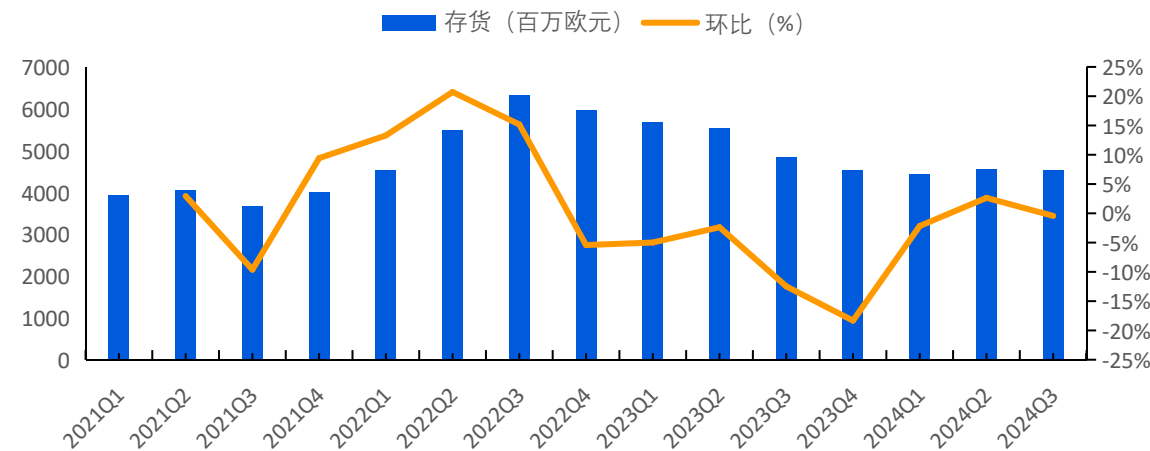


申洲国际：主要客户库存恢复正常，补库效应减弱，回归需求驱动

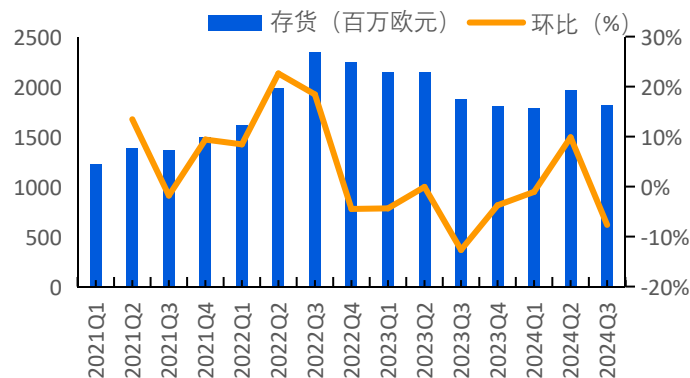
图：NIKE库存情况



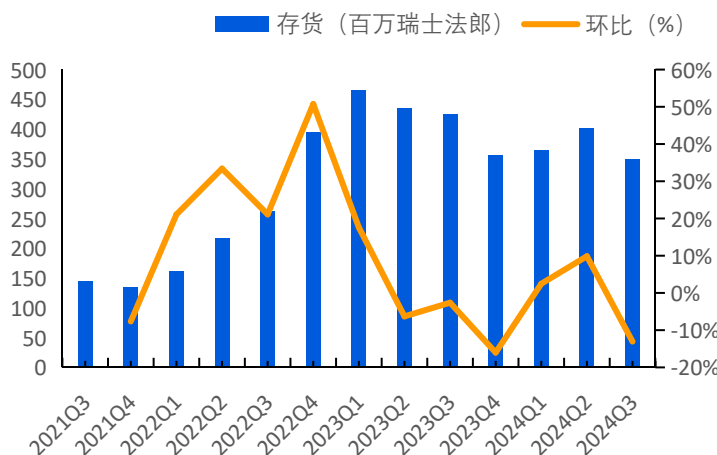
图：Adidas库存情况



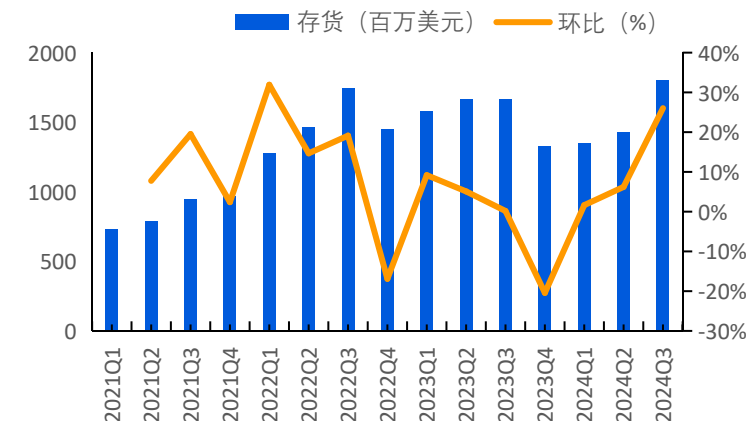
图：PUMA库存情况



图：昂跑库存情况

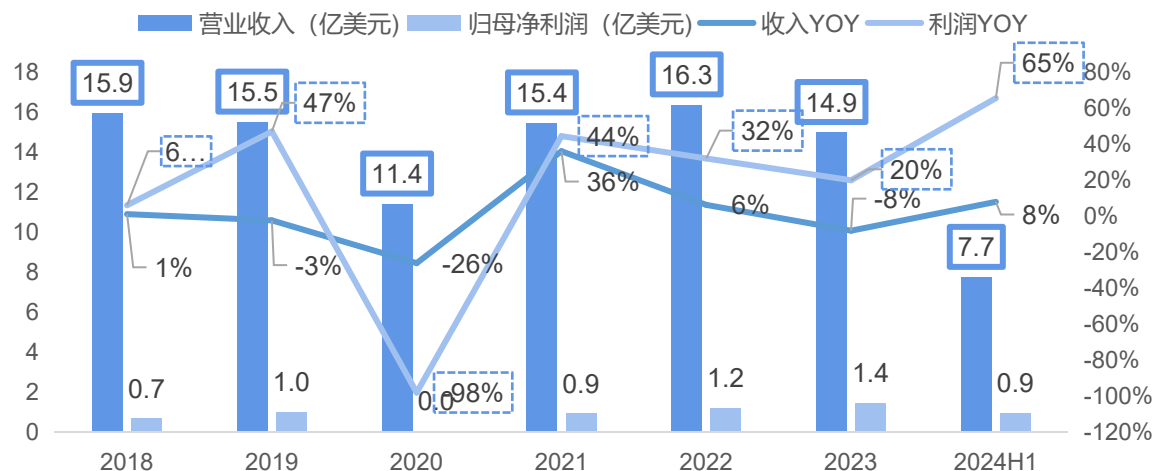


图：LULULEMON库存情况

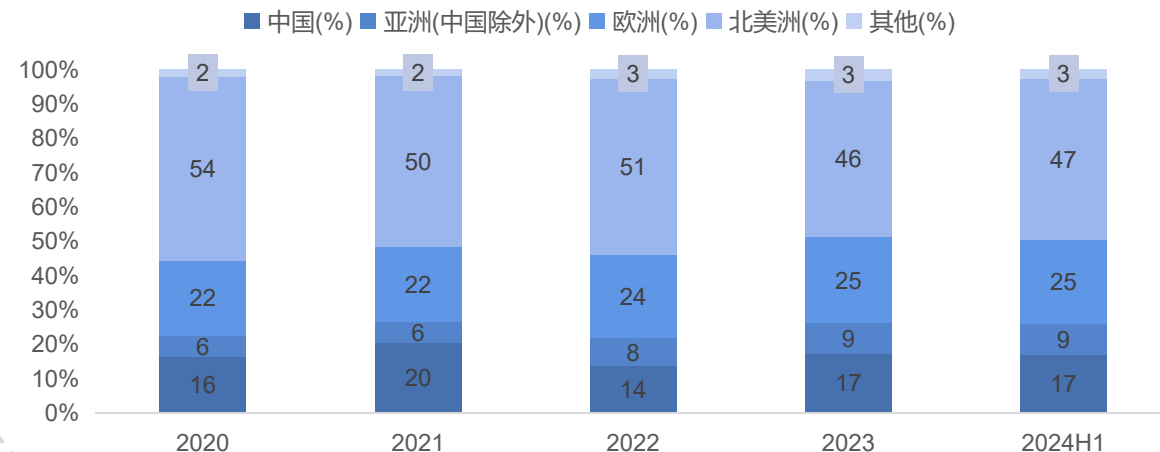


九兴控股：订单稳健增长，产能利用率有望继续提升

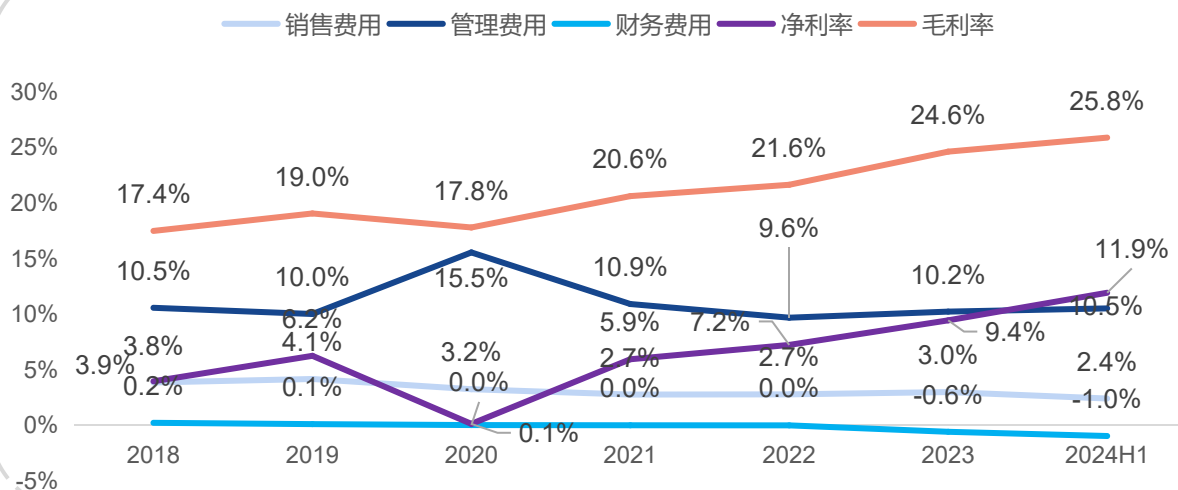
营收及利润



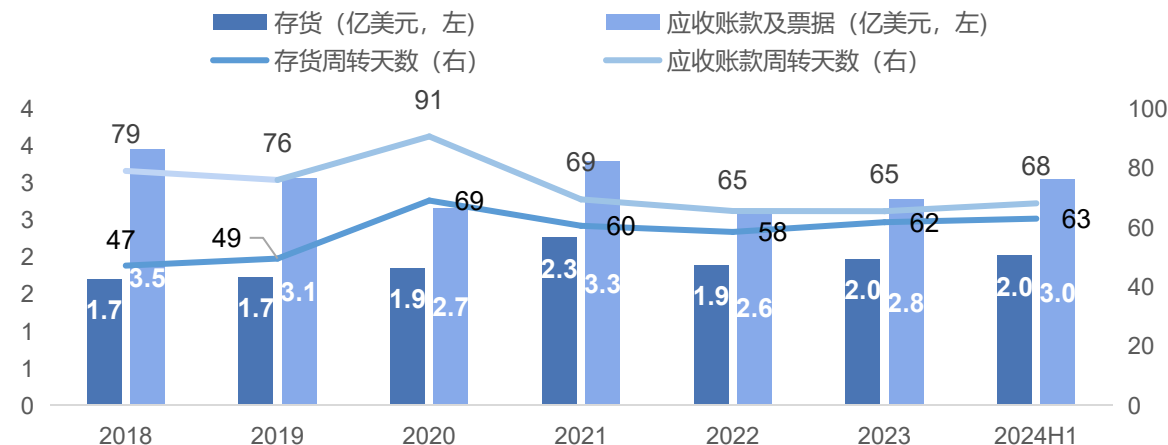
分地区收入结构相对稳定



盈利能力

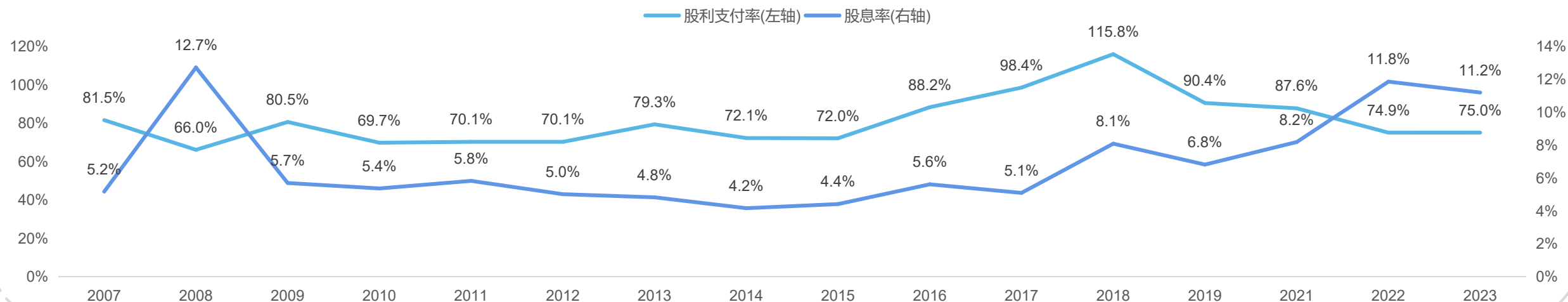


营运周转：保持在健康水平

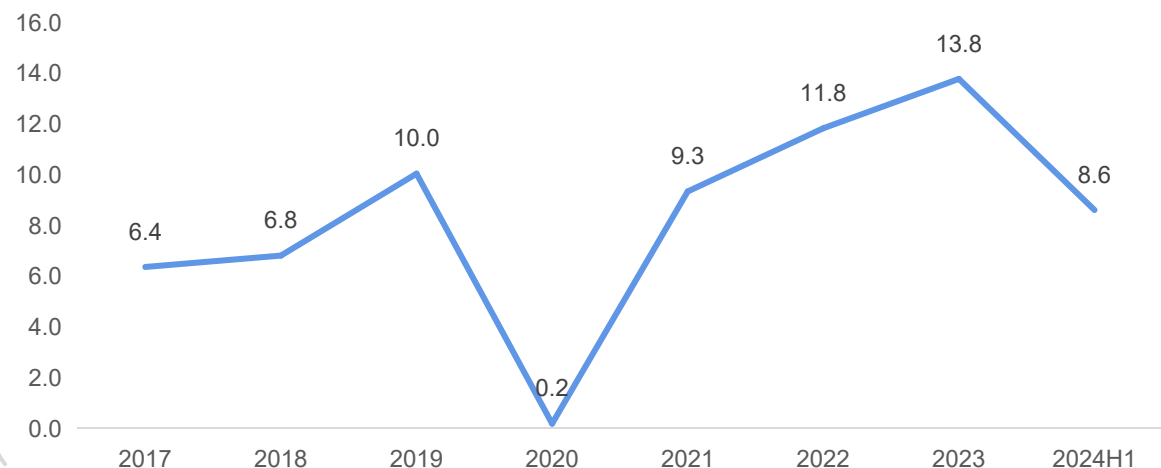


九兴控股：高股东回报率，现金储备充裕

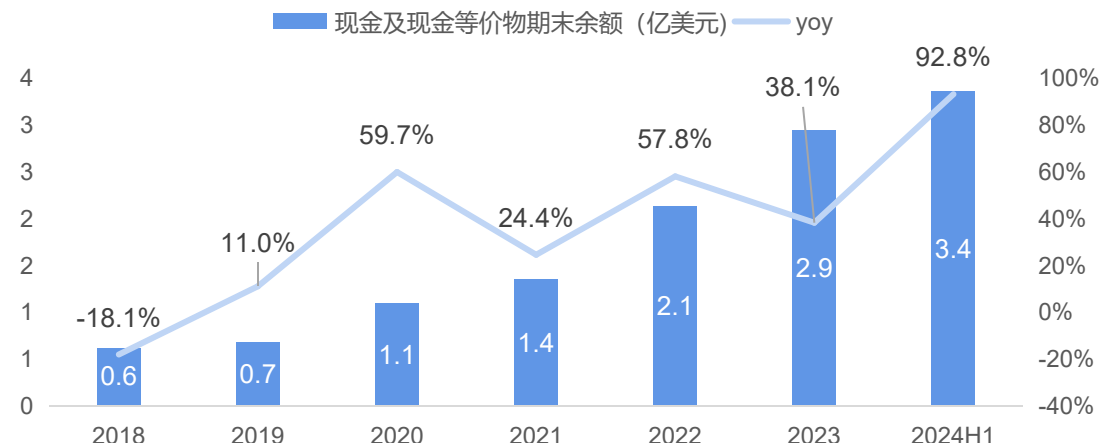
股东回报：2004-2024年平均股利支付率80.71%，累计现金分红36次



净资产收益率(%)：2021-2024H1维持在8%以上

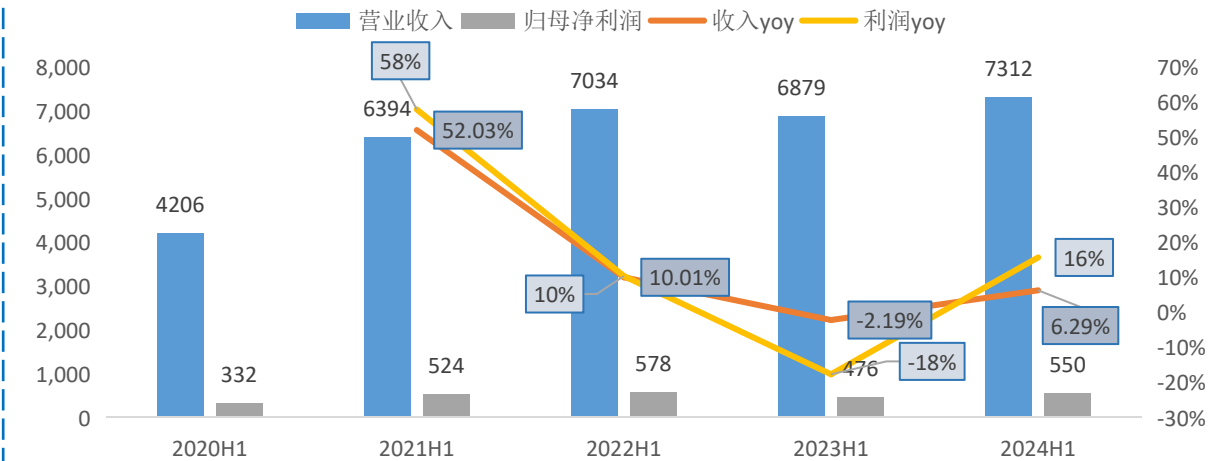


现金储备：现金充足，2024H1同比+92.8%

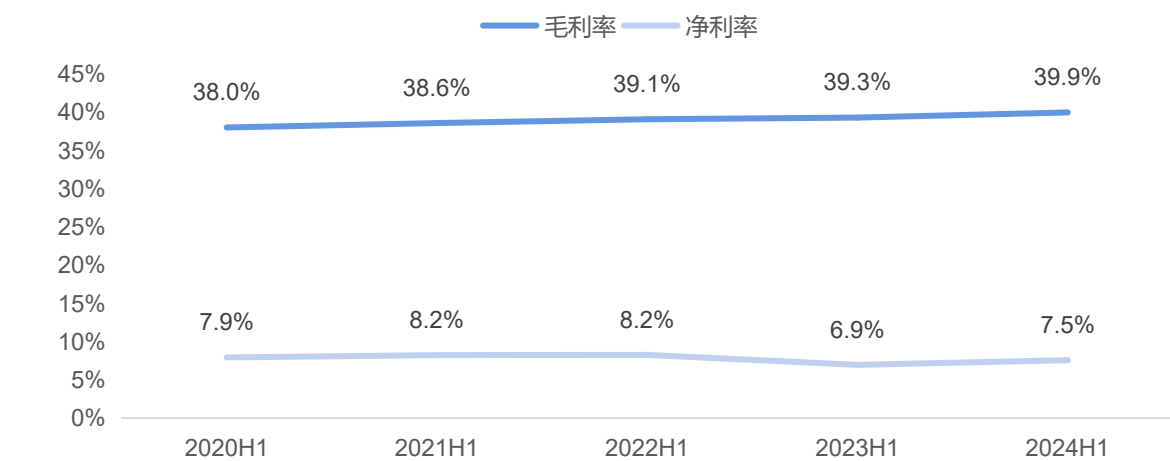


创科实业：家得宝提高FY2024业绩指引，2024H1利润修复

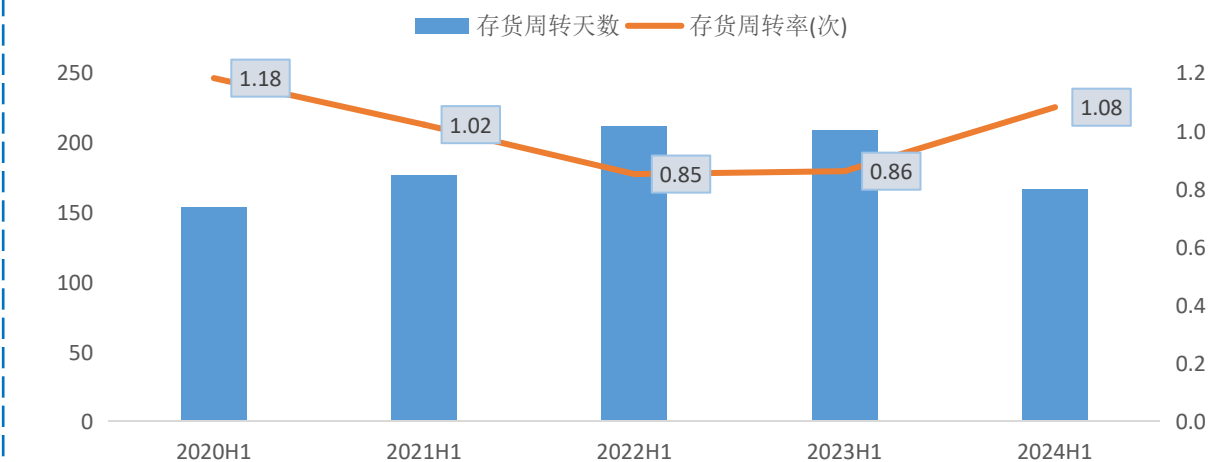
图：2024H1营收同比+6.29%，归母净利润同比+16%（单位：百万美元）



图：2024H1毛利率同比+0.7pct，净利率同比+0.6pct



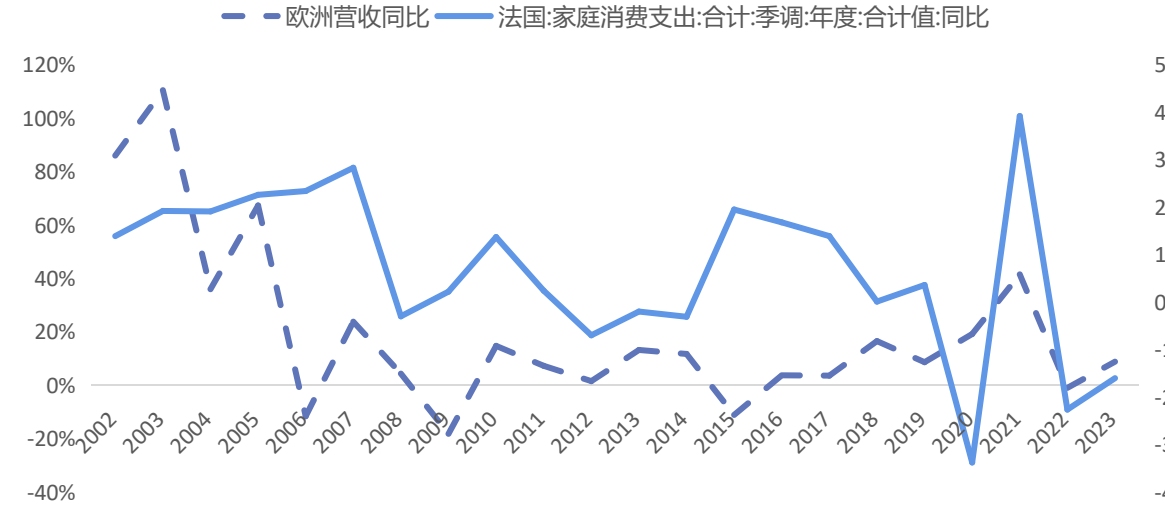
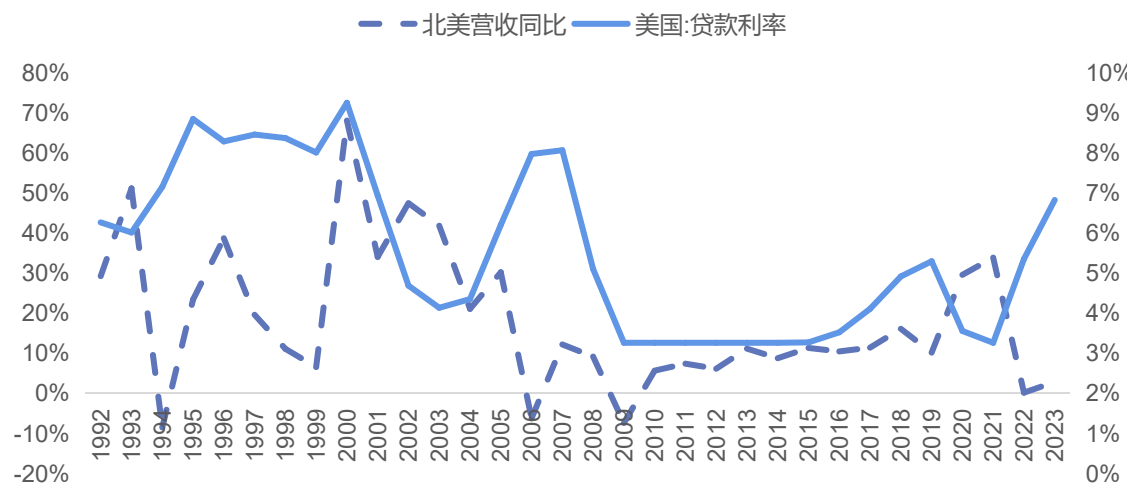
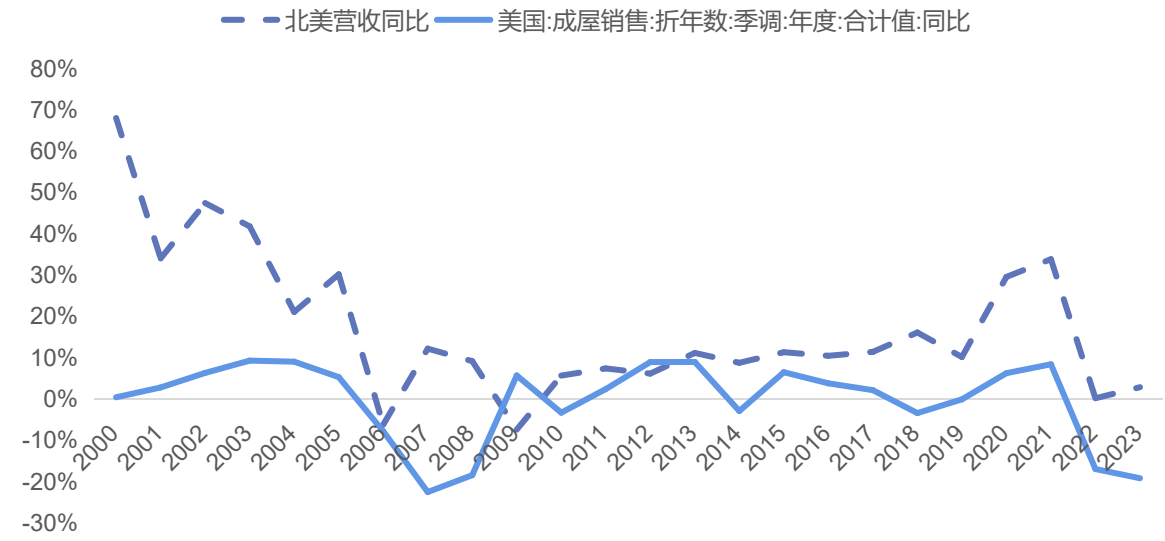
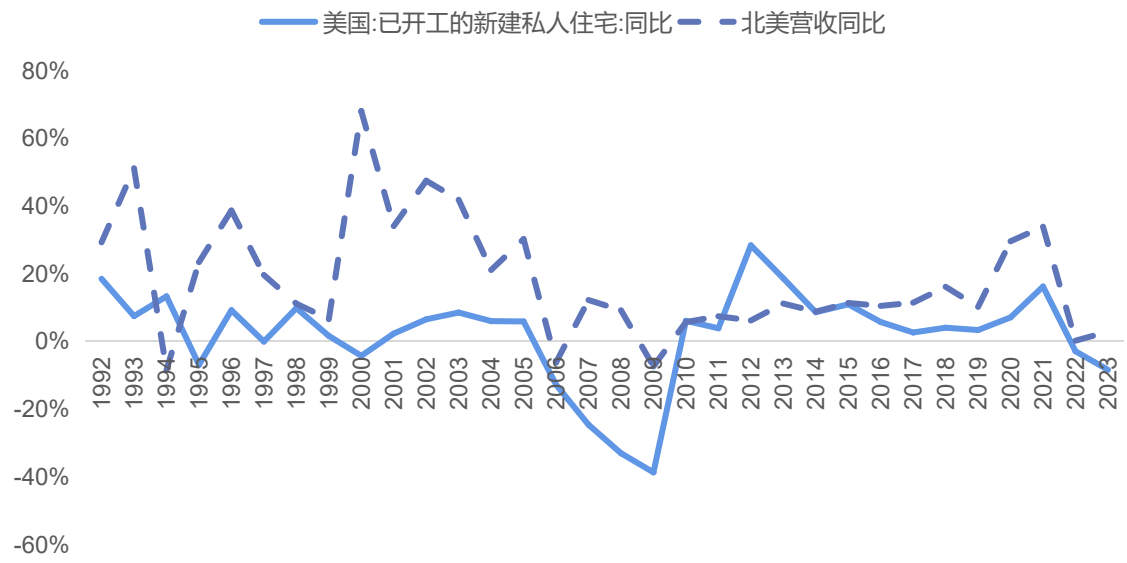
图：2024H1存货周转天数为167天，较上年同期-42天



图：家得宝FY2024业绩指引变化

各项指引	此前指引 (24-08-13)	最新指引 (24-11-12)
总销售额	+2.5%至+3.5%	+4%
可比销售额	-3%至-4%	-2.5%
毛利率	33.5%	33.5%
营业利润率	13.5%至13.6%	13.5%
每股收益	-2%至-4%	-2%
税率	24%	24%

创科实业：公司营收与相关指标拟合

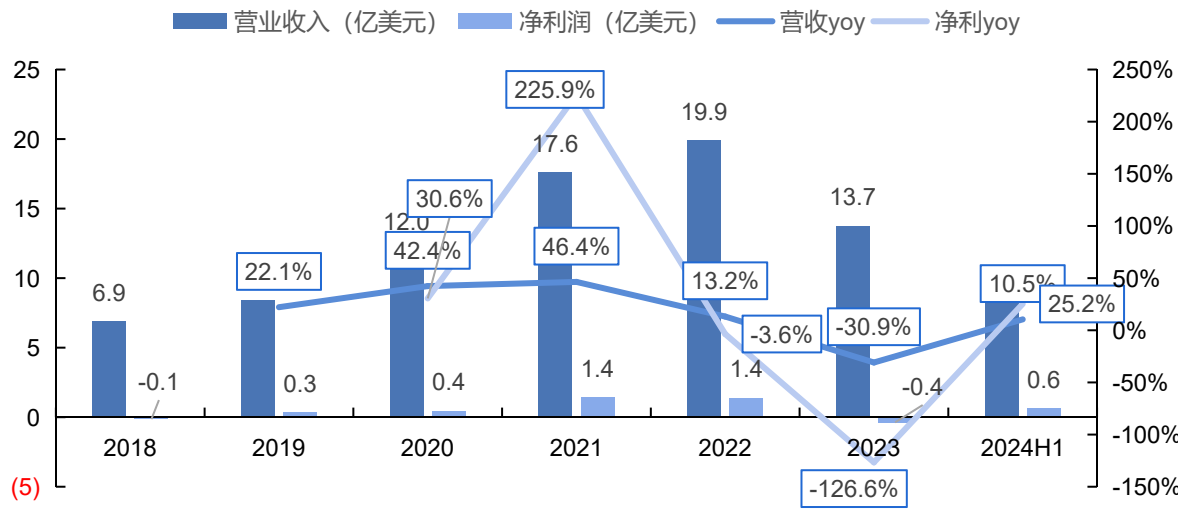


注：各图中北美营收同比、欧洲营收同比为创科实业营收同比，由于1991-2000年公司未披露分地区详细营收数据，考虑到北美地区营收占比超70%，因此图表中1992-2001年北美营收同比数据为公司整体营收同比数据。

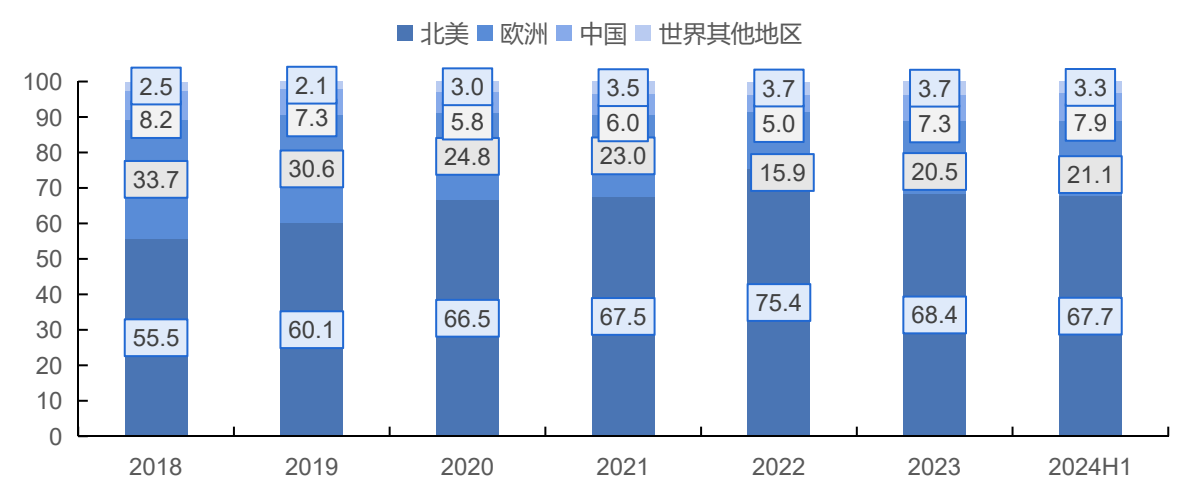
泉峰控股：客户补库带动营收利润修复，关注国内产能迁移进度



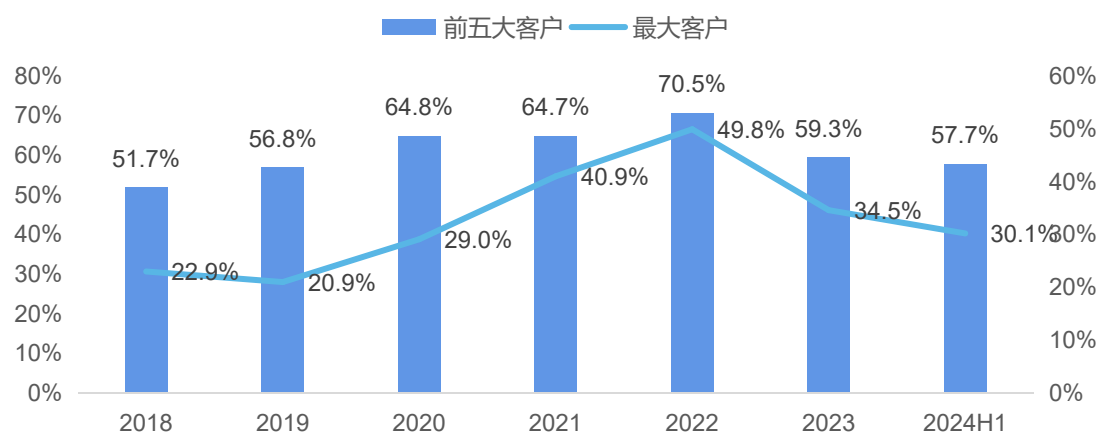
营收利润：2024H1收入利润重回增长



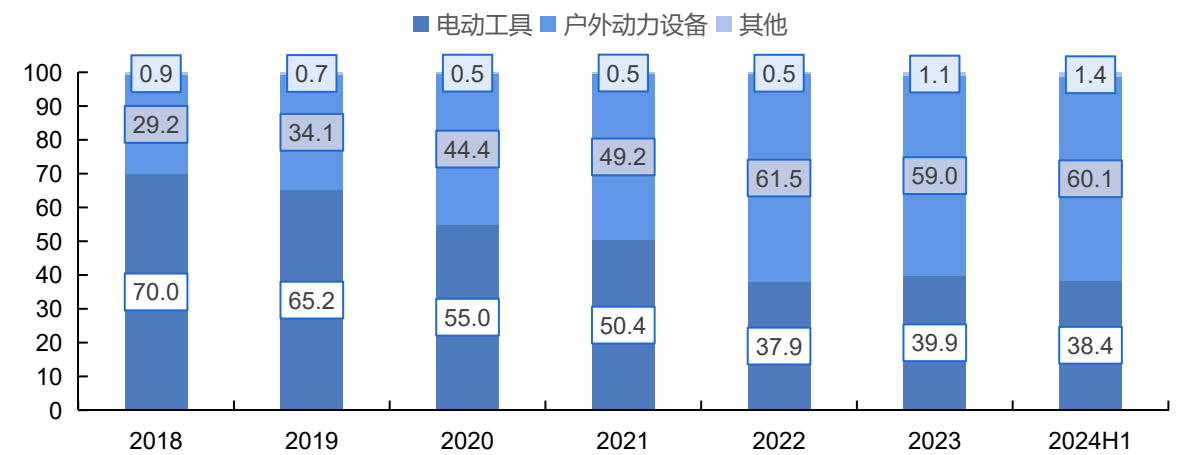
分地区收入占比(%): 2024H1北美市场占比67.7%，关注国内产能迁移



FY2024H1最大客户占比(右轴)下降，大客户库存政策变化影响公司收入

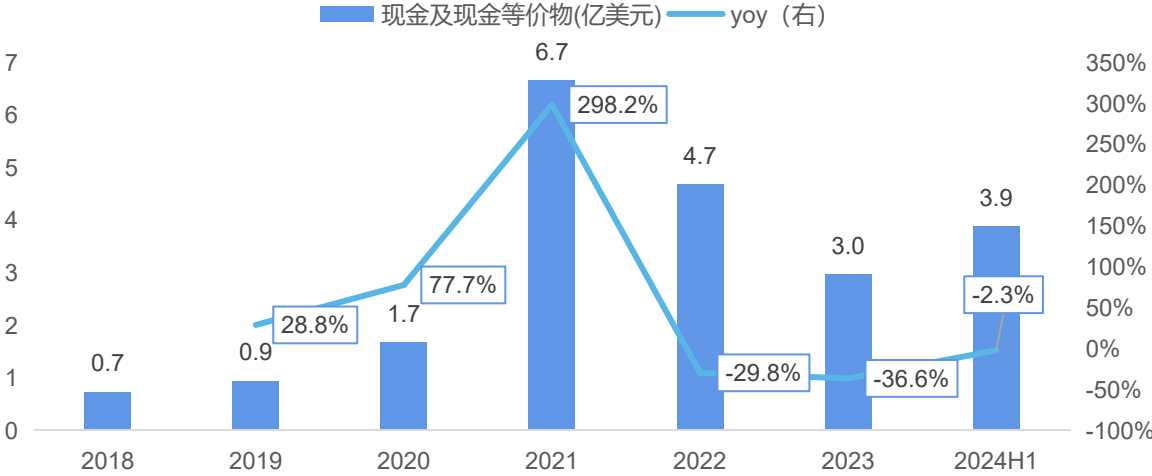


分业务收入占比(%): OPE业务2024H1占比60.1%

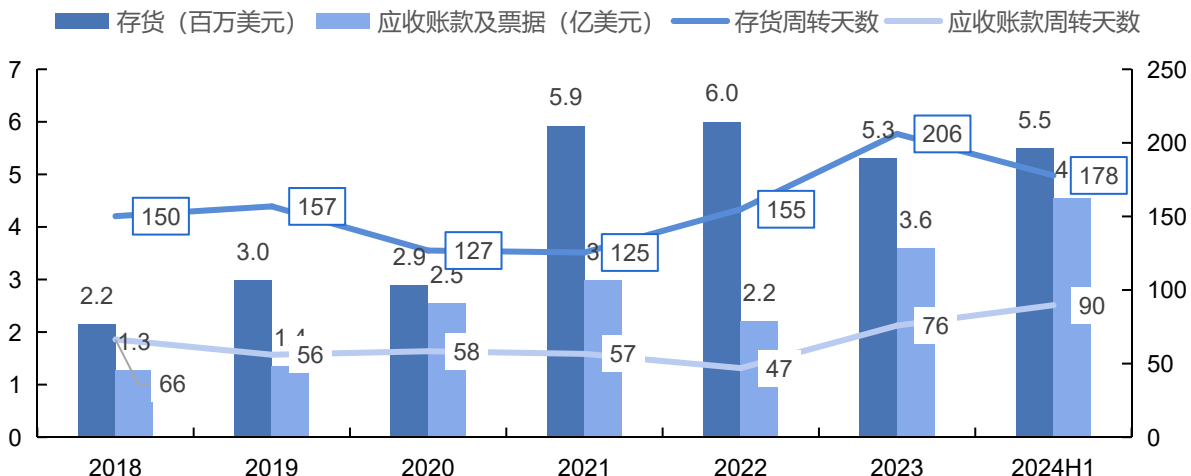


泉峰控股：原材料成本下行推动毛利率提升，费用率优化明显

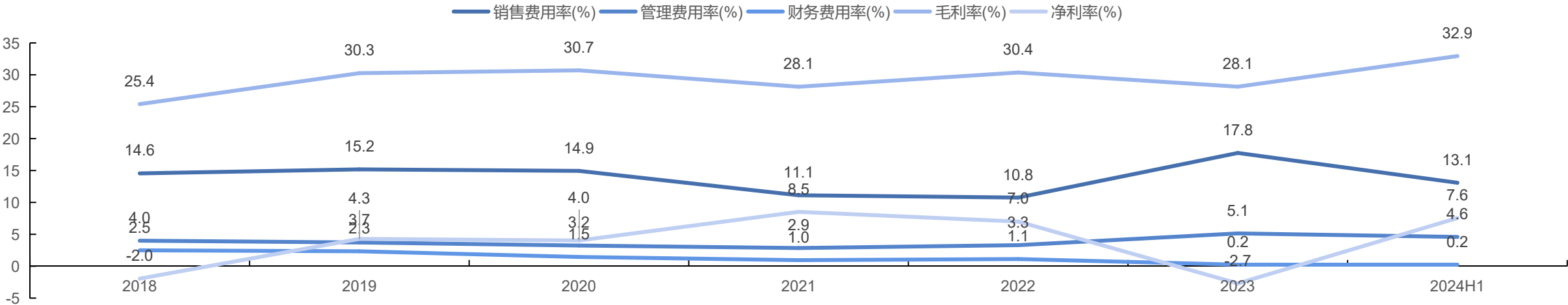
现金及等价物：2024H1为3.9亿美元，同比-2.3%



存货周转：2024H1营运能力有所恢复



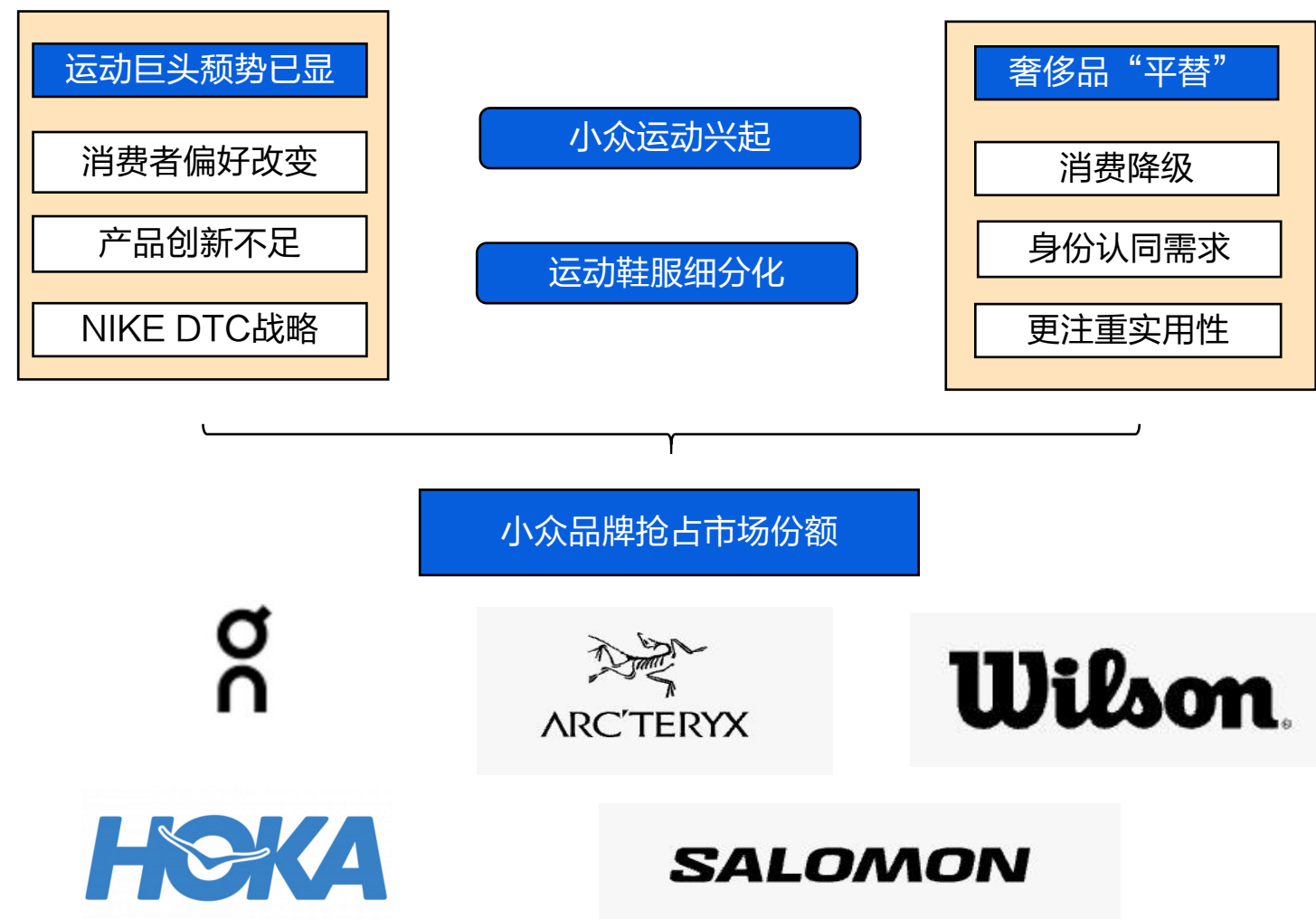
盈利能力：2024H1收入规模恢复，公司销售、管理费用率优化明显，原材料成本下行及汇率影响带动毛利率显著提升



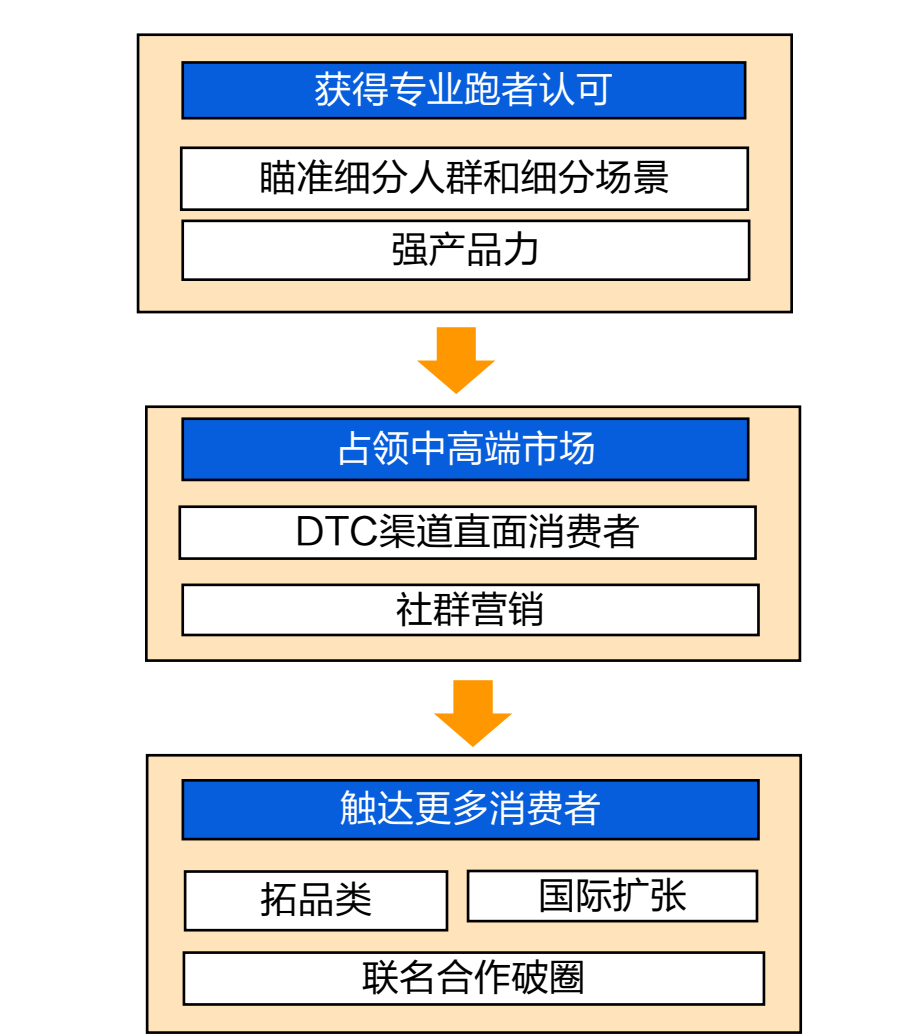
二、纺服：关注外资跑鞋新贵，国产品牌弱修复

小众运动品牌弯道超车，打破维持多年竞争格局

运动鞋服市场：小众品牌冲击传统运动巨头，打破维持多年的竞争格局



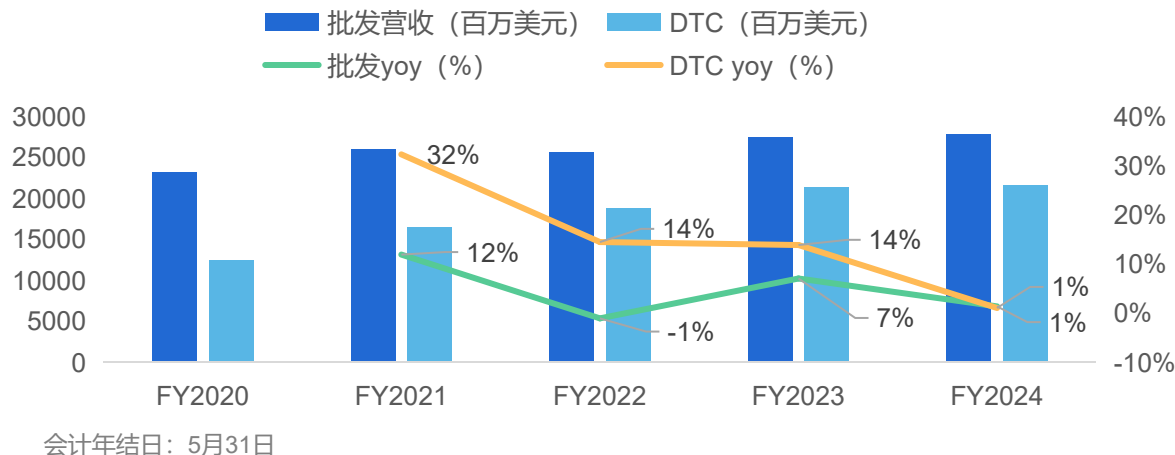
小众品牌：深耕垂直领域，建立品牌知名度，后扩展至更广泛受众



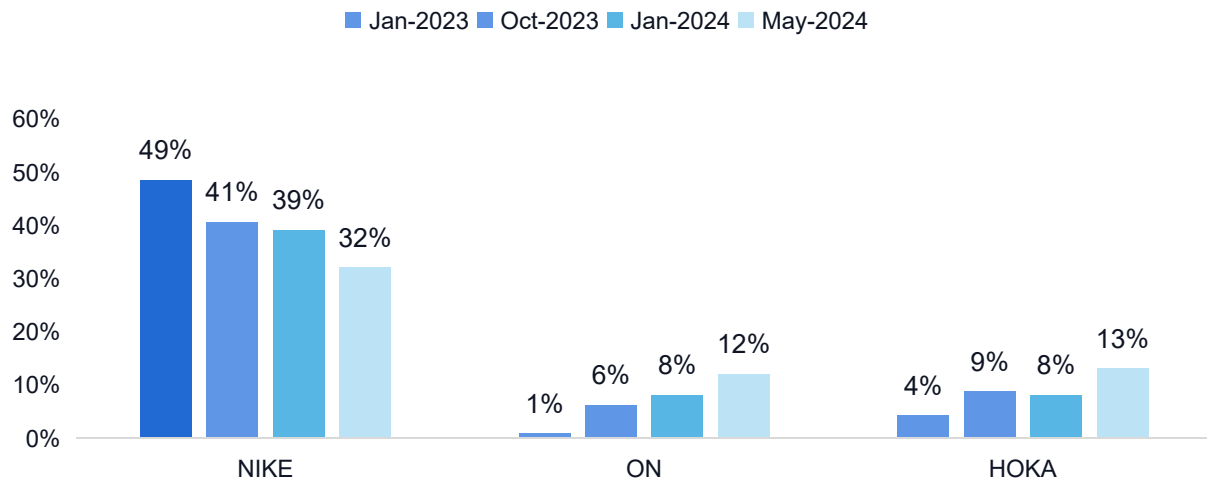
NIKE增长乏力，市场份额逐年下降

- 2020年NIKE开启DTC加速计划：NIKE于2020年6月提出直面消费者加速计划，削减与Urban Outfitters、Dillard's、Zappos等知名批发零售商的合作；同时发展线上APP，线下陆续建立多个全球化品牌概念店。
- DTC对整体营收助力较小：该计划助力NIKE直营收入增长，但增速逐步放缓。FY2024 NIKE营收同比增速仅为0.3%，直营对于整体营收提振有限，难抵批发颓势影响。
- 2023年逐步恢复与批发商合作：FY2024Q3业绩会上，管理层表示要将批发业务作为改善公司业绩的重要举措之一。2023年3月，NIKE与Foot Locker建立全新合作关系；10月，重新与DSW和梅西百货建立批发合作伙伴关系。

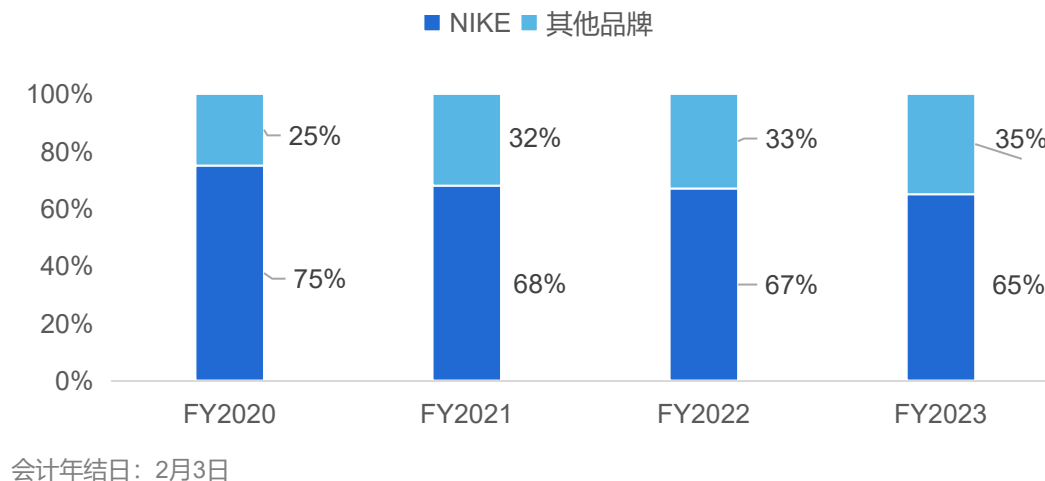
Nike营收情况：渠道增速均放缓，FY2024仅为1%



Dick's Sporting Goods市场份额 (%) :2023/01-2024/05 NIKE份额-17pct

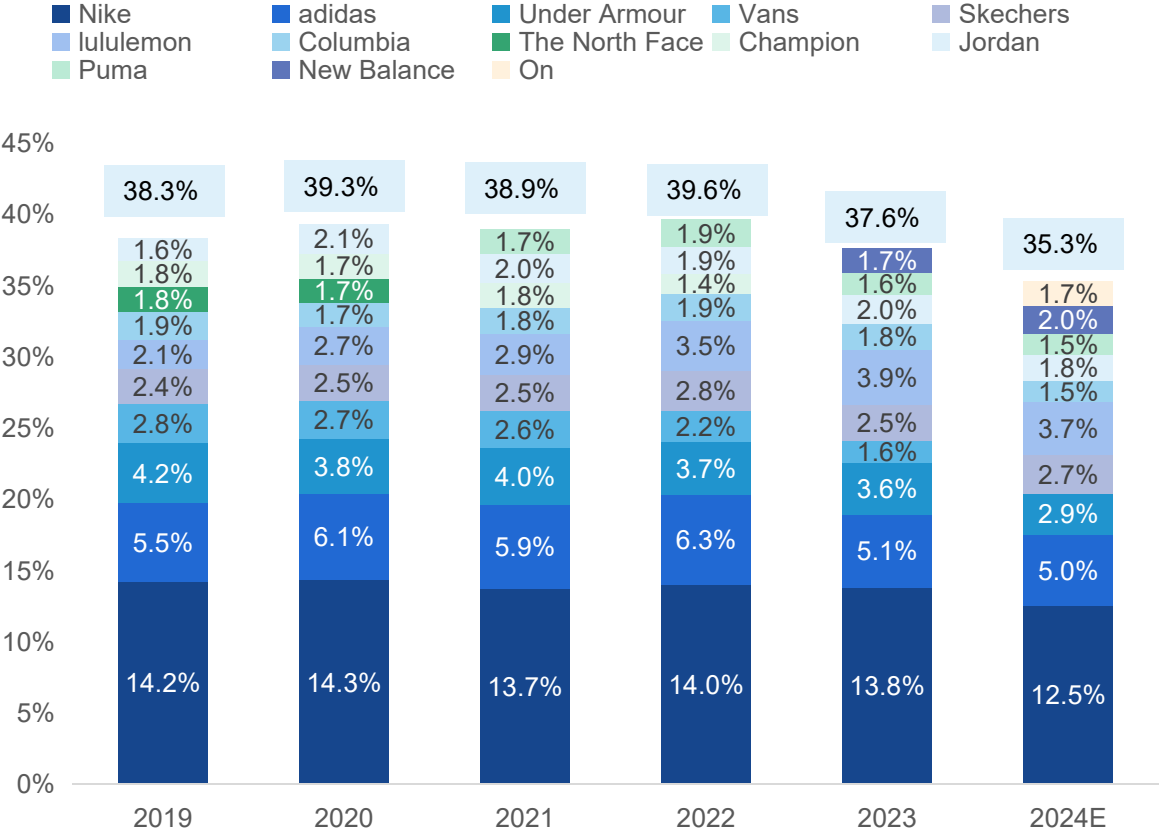


Foot Locker市场份额 (%) : FY2020-2023 NIKE份额-10pct



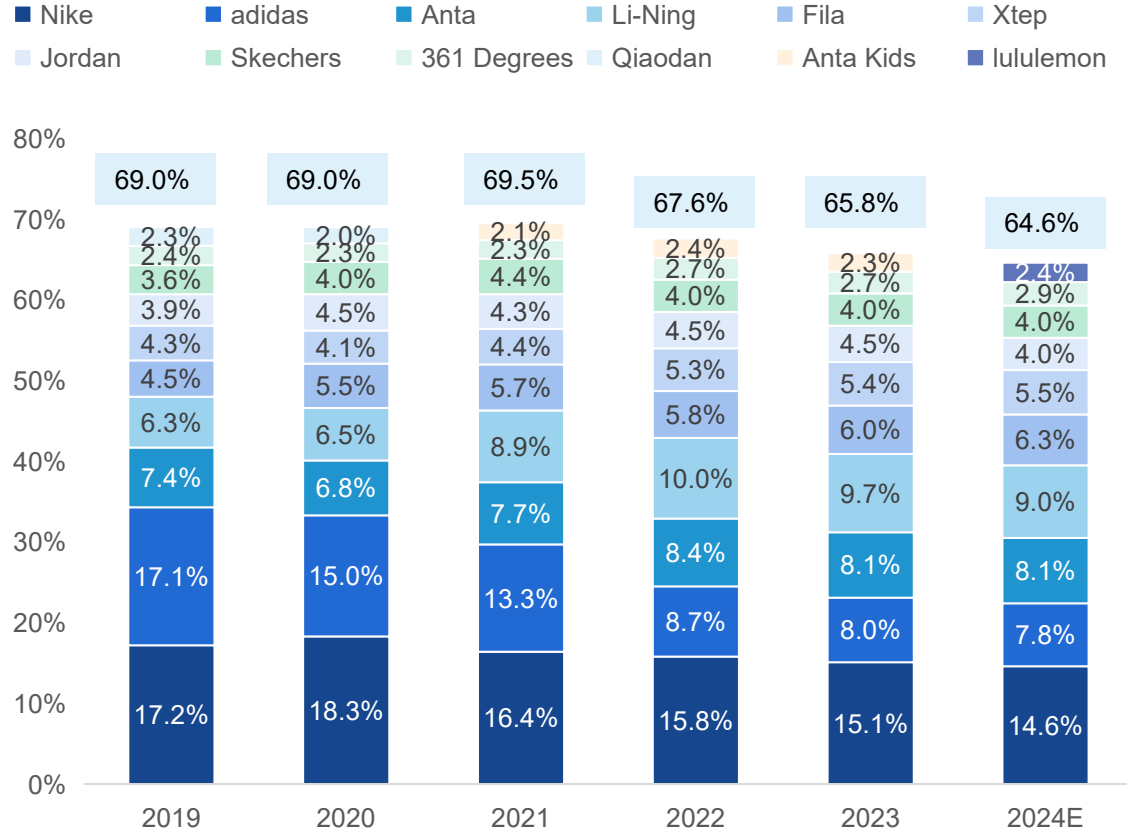
中国运动鞋服市场集中度远超美国，ON和HOKA市占率仍较低

2019-2024E美国运动鞋服TOP10品牌市占率&CR10(%)



- 美国运动鞋服市场集中度2022年起逐年下降。
- ON市占率由2019年的0.2%有望增至2024年的1.7%，跻身全美市占率前十的运动鞋服品牌；HOKA市占率由2019年的0.5%有望增至2024年的1.2%，增速较ON略显逊色。

2019-2024E中国运动鞋服TOP10品牌市占率&CR10(%)

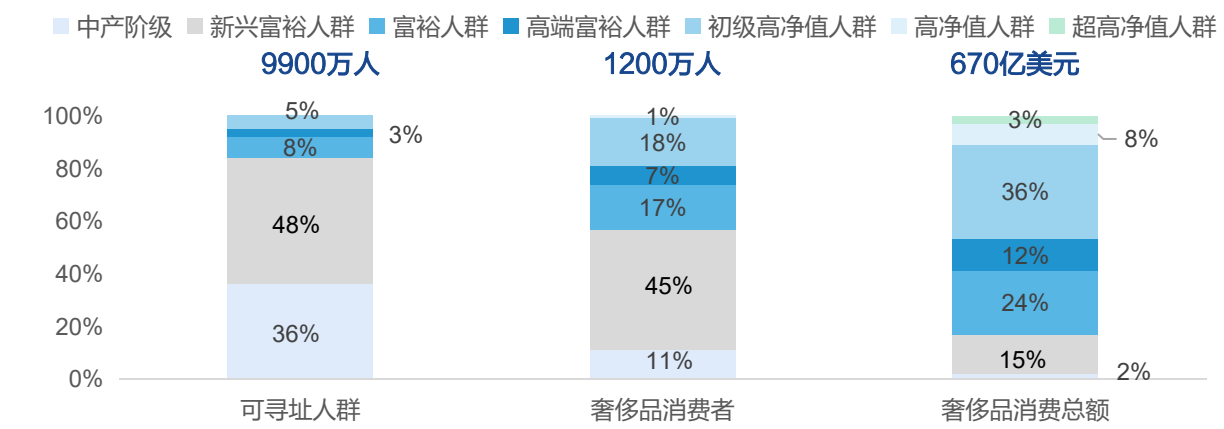


- 中国运动鞋服市场集中度2021年起逐年下降，但较美国仍较高。
- 2024年ON 市场份额有望达到0.2%，HOKA市场份额预计仍不及0.1%。

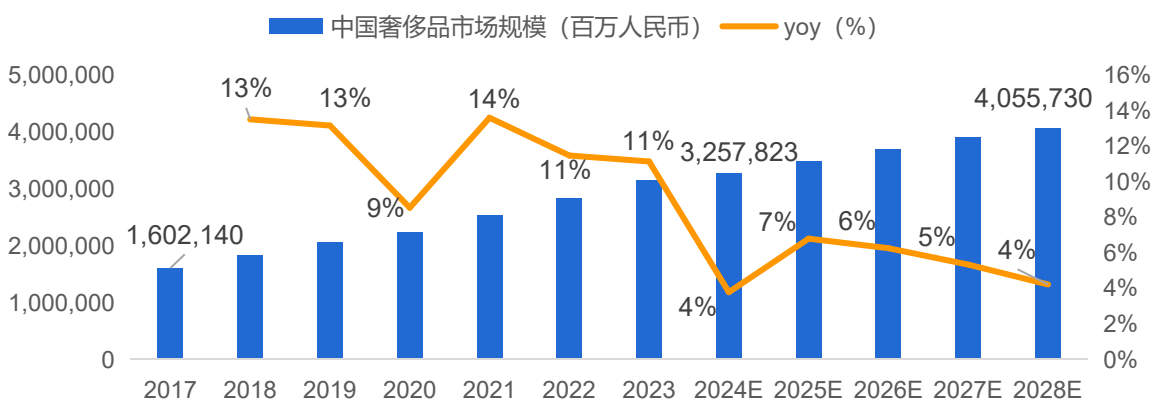
资料来源：Euromonitor，萝卜投资，国海证券研究所

消费降级，中高端运动品牌承接部分奢侈品客群

2023年中国奢侈品消费者和奢侈品消费总额



2017-2028E中国奢侈品市场规模及同比增速



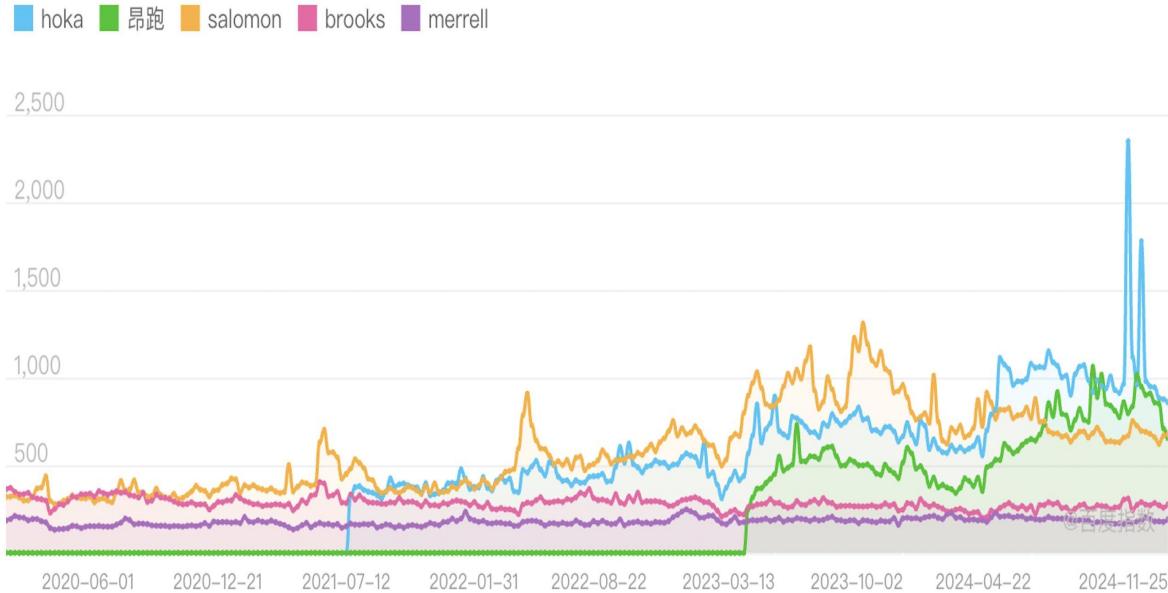
- **身份象征与“理性奢侈”**：在消费降级的趋势下，“理性奢侈”逐渐成为中产阶层的消费主流，人们更加注重产品的实用性、品质和性价比，因而传统奢侈品的吸引力有所减弱，但消费者对彰显个人品味和身份认同的需求依然强烈，中产新贵户外品牌恰好填补了这一市场空白。
- **ON和HOKA购买者在我国奢侈品消费者中的渗透率约为6.6%**。假设品牌天猫旗舰店粉丝数及为其在中国消费者数量，且2024年较2023年我国奢侈品消费者人数未发生较大变化，将截至2024年12月9日HOKA天猫官方旗舰店粉丝数79.4万以及ON昂跑天猫旗舰店粉丝数79.7万分别与2023年我国奢侈品消费者数量进行比较，得占比均为6.6%；说明品牌在奢侈品消费人群中渗透率仍较低。

	资产/收入（美元）	2018-2021人数CAGR	2023-2028预期人数CAGR	奢侈品渗透率（%）	奢侈品年人均花费（千元人民币）
超高净值人群	金融资产大于5000万	6%	6%	74%	876
高净值人群	金融资产500万-5000万	6%	6%	64%	464
初级高净值人群	金融资产50-500万	8%	5%	51%	77
高端富裕人群	年可支配收入7.5-12.5万	9%	4%	30%	66
富裕人群	年可支配收入5-7.5万	22%	6%	28%	53
新兴富裕人群	年可支配收入3-5万	18%	6%	12%	12
中产阶级	年可支配收入2-3万	15%	8%	4%	8

跑鞋双雄齐头并进，聚焦不同细分赛道

- 运动细分化成为整体趋势。随着跑鞋市场竞争的加剧，跑鞋产品愈发细分。消费者开始倾向于根据越野、路跑、徒步等不同场景，精细化挑选产品。因此，跑鞋品牌如何在细分赛道差异化定位成为品牌脱颖而出的关键。
- HOKA和ON聚焦不同细分赛道：HOKA和ON都拥有丰富的产品矩阵，覆盖竞速、越野、路跑等不同领域，但其聚焦的主要赛道仍存在差异。HOKA早期致力于解决崎岖山地上装备的性能问题，后期发展仍以高性能为基石，聚焦越野赛道，关注生理性问题；ON更注重路跑及日常穿着场景下的舒适脚感。

2019/11-2024/11各品牌中国百度指数：ON和HOKA热度快速增长



资料来源：百度指数，各品牌官网，精练GymSquare，体坛经济观察，国海证券研究所

HOKA和ON，同与不同

ON
2010年创立于瑞士

HOKA
2009年创立于法国

创始人背景

同：运动员创始人

策略

同：社群营销

同：DTC渠道建设

不同：合作对象

HOKA侧重专业赛事赞助，联名相对谨慎；ON时尚标签和明星效应突出，获费德勒和赞达亚加盟，联名Loewe

不同：品类扩张

ON进军网球领域，服饰热度较高；HOKA目前仍以鞋类为主

产品

同：聚焦跑步赛道

同：多项专利技术

同：外形设计独特

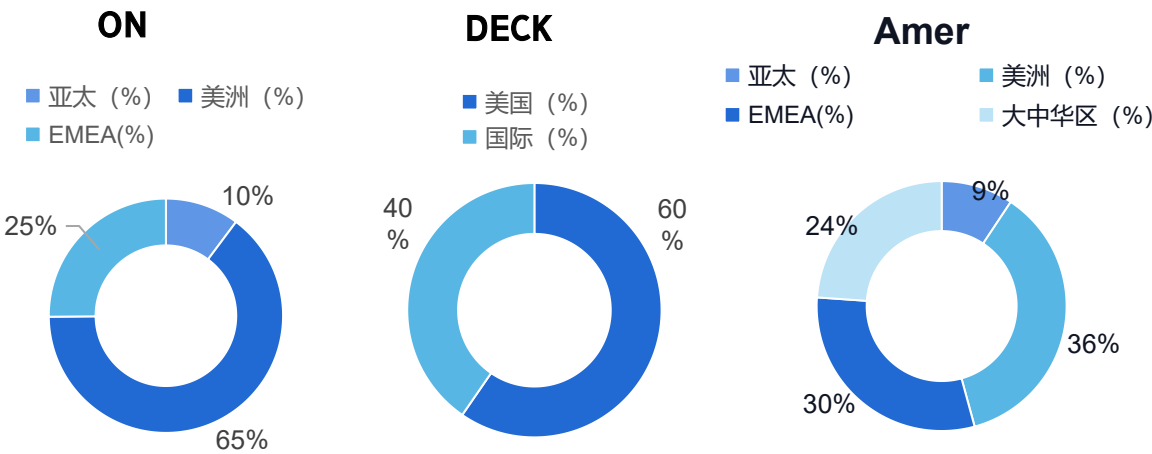
ON模块化足底，HOKA标志性厚底

不同：细分赛道

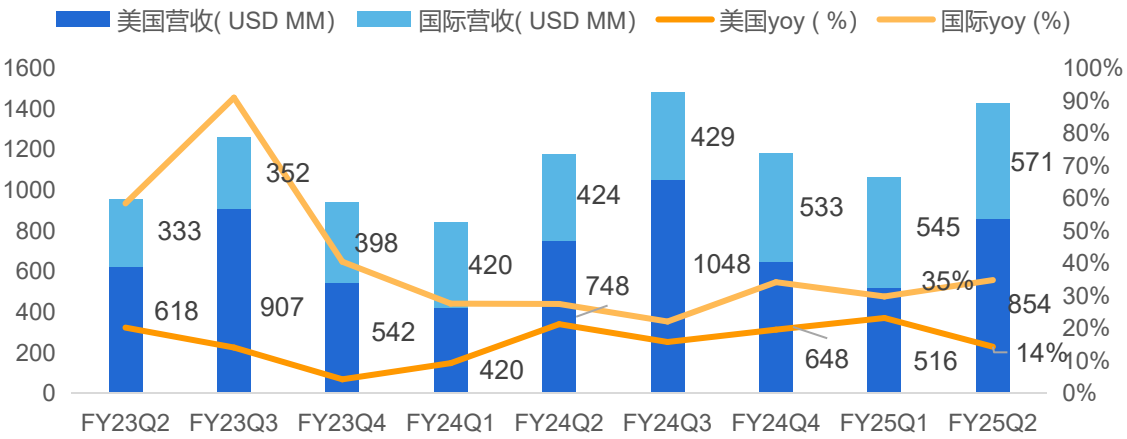
HOKA专注高性能，ON强调舒适感

亚太市场表现亮眼，品牌国际扩张可期

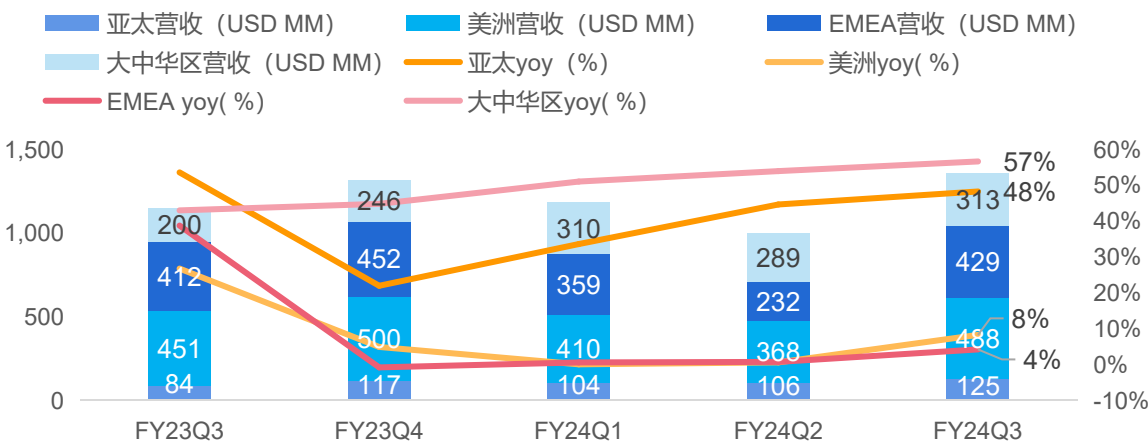
截至2024/09/30的上四个季度ON、HOKA、Amer各地区营收占比



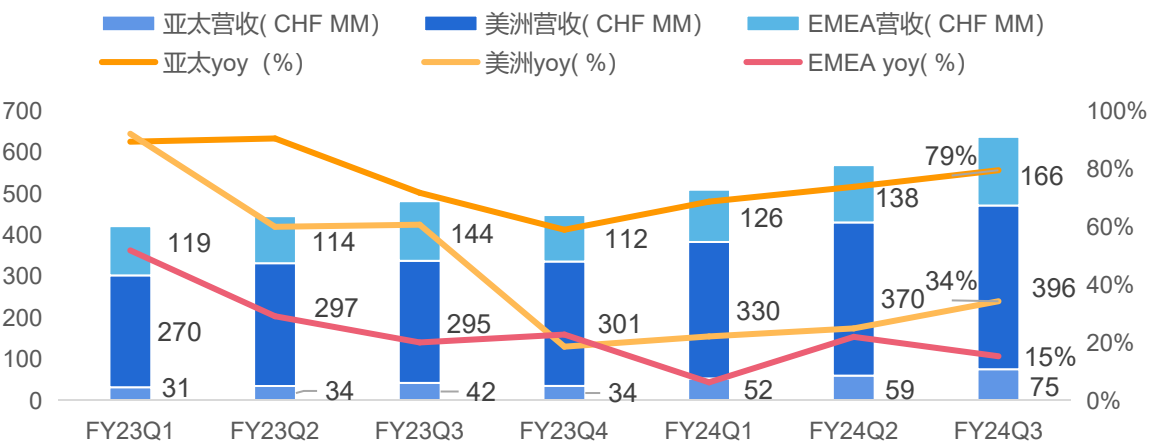
DECK FY25Q2国际营收同比+35%，美国营收同比+14%



Amer亚太和大中华区营收同比增速远超其他地区

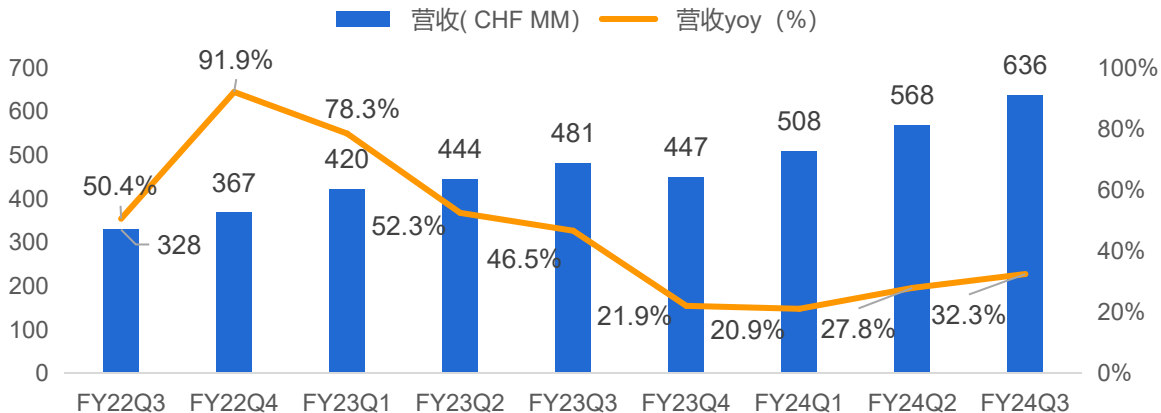


ON FY24Q3亚太营收同比+79%，美洲营收同比+34%



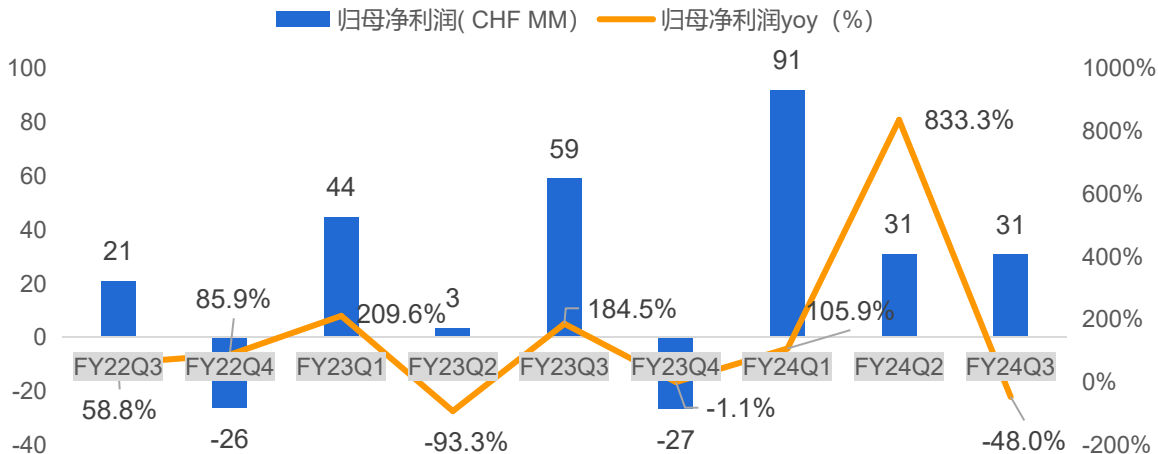
ON财务情况:库存情况改善，毛利率呈提升趋势

FY24Q3营收6.36亿瑞士法郎，同比+32.3%

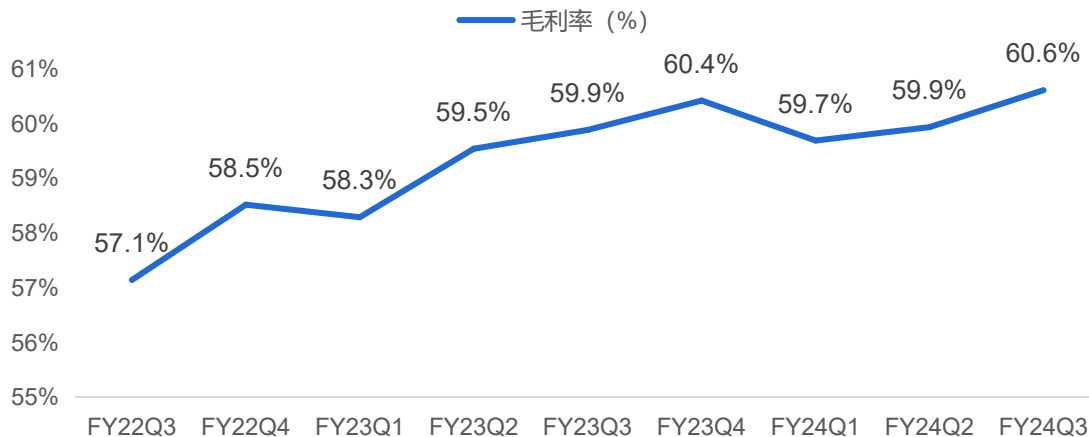


会计年结日：12月31日

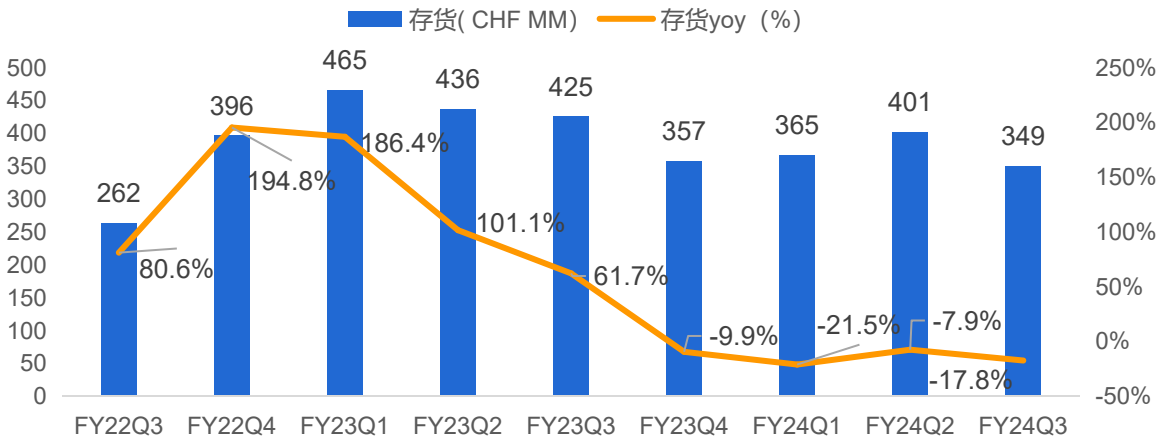
归母净利润波动较大，FY24Q3归母净利润0.31亿瑞士法郎



FY24Q3毛利率60.6%，较上年同期+0.7pct，稳步提升

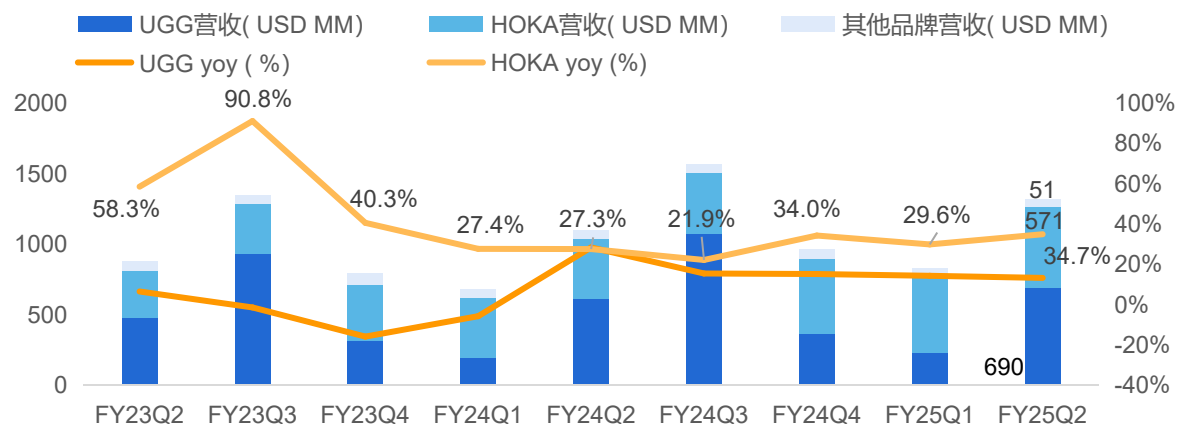


库存逐步改善，截至FY24Q3存货3.49亿瑞士法郎，同比-17.8%



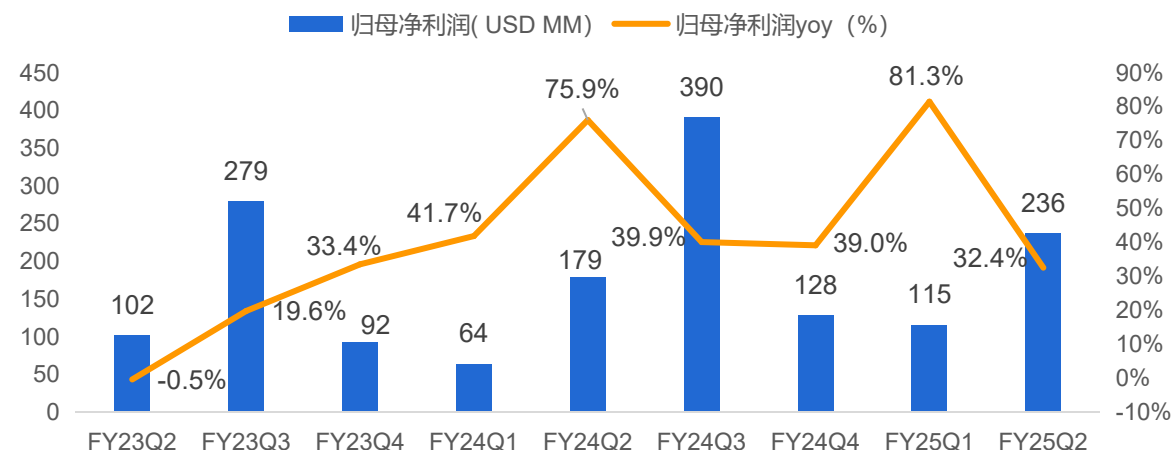
DECK财务情况：HOKA维持高增长，占比持续提升

FY25Q2 HOKA营收5.71亿美元，同比+34.7%，维持高增速

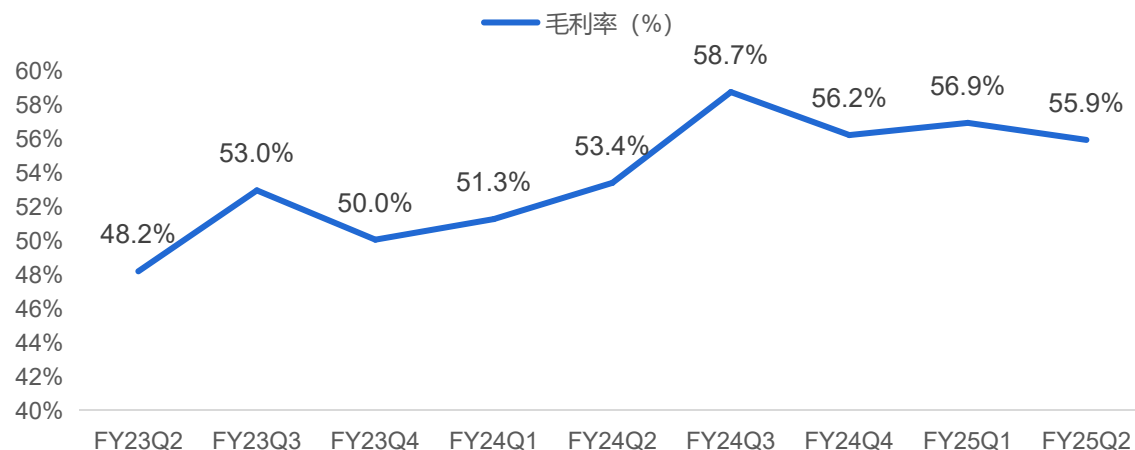


会计年结日：3月31日

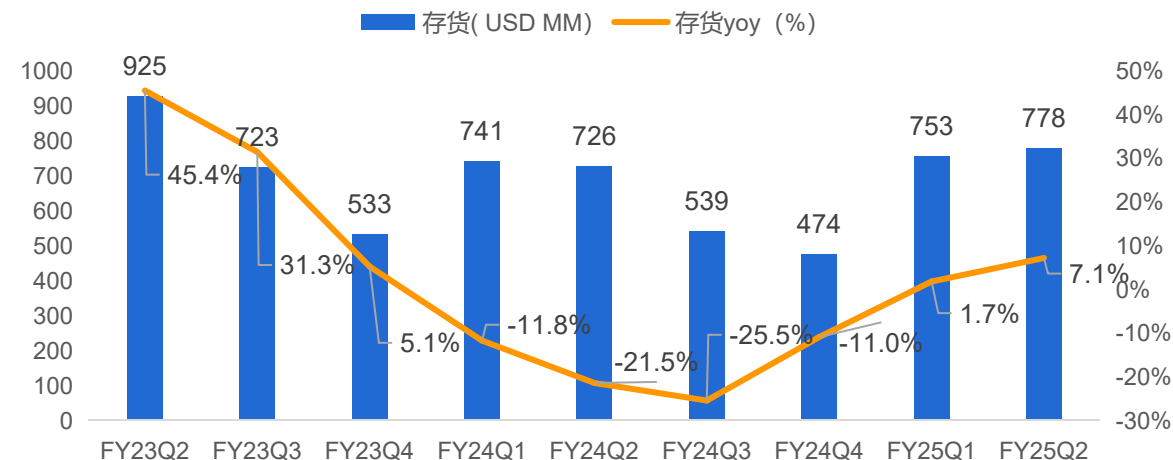
FY25Q2归母净利润2.36亿美元，同比+32.4%



FY25Q2毛利率55.9%，较上年同期+2.5pct，显著提升

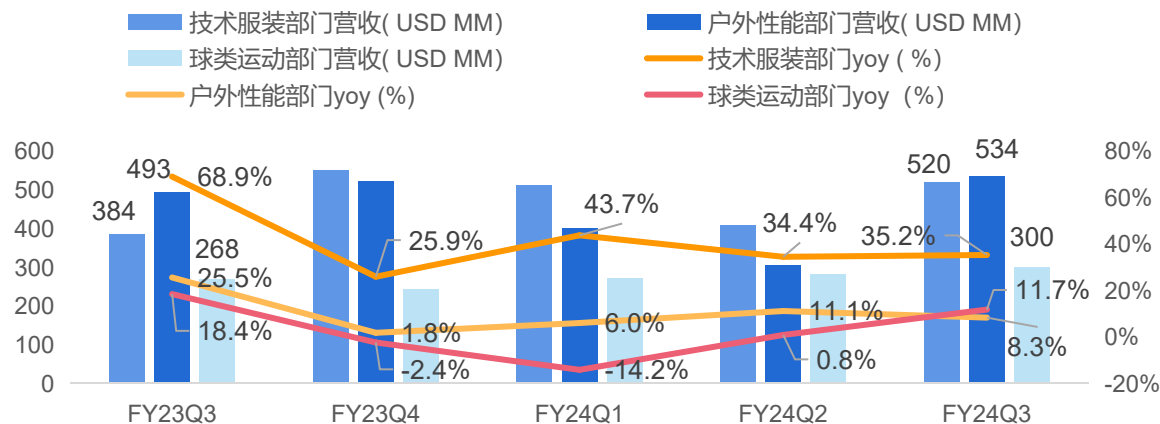


FY25Q2存货7.78亿美元，同比+7.1%



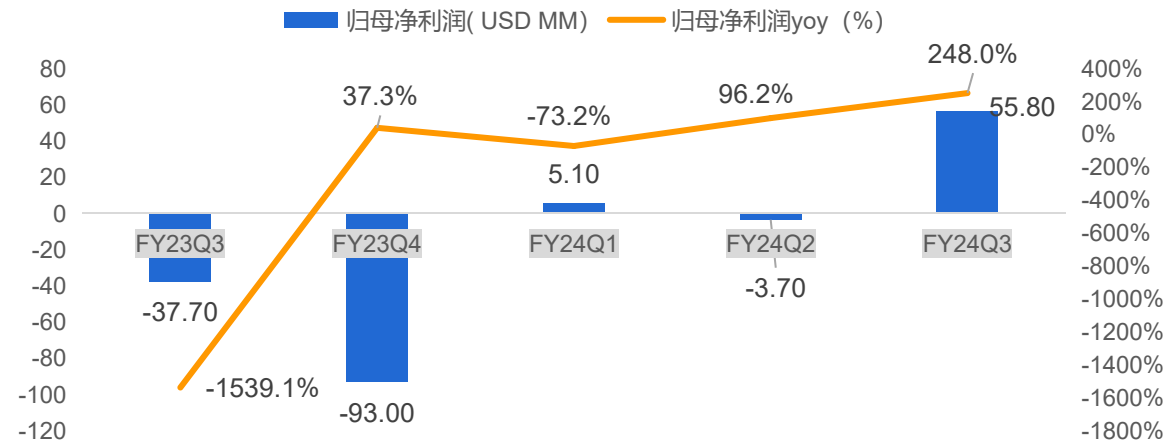
Amer财务情况：始祖鸟增速领跑，毛利率同比显著提升

FY24Q3技术服装部门营收5.20亿美元，同比+35.2%

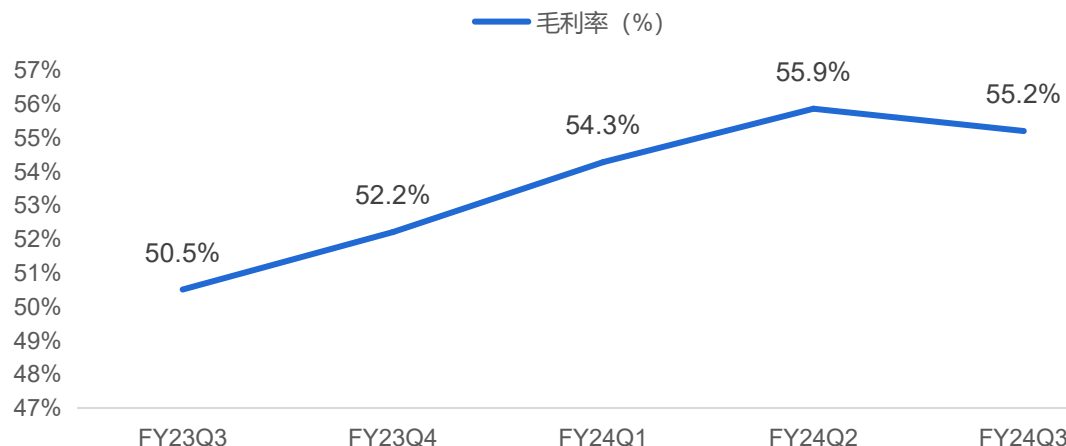


会计年结日：12月31日

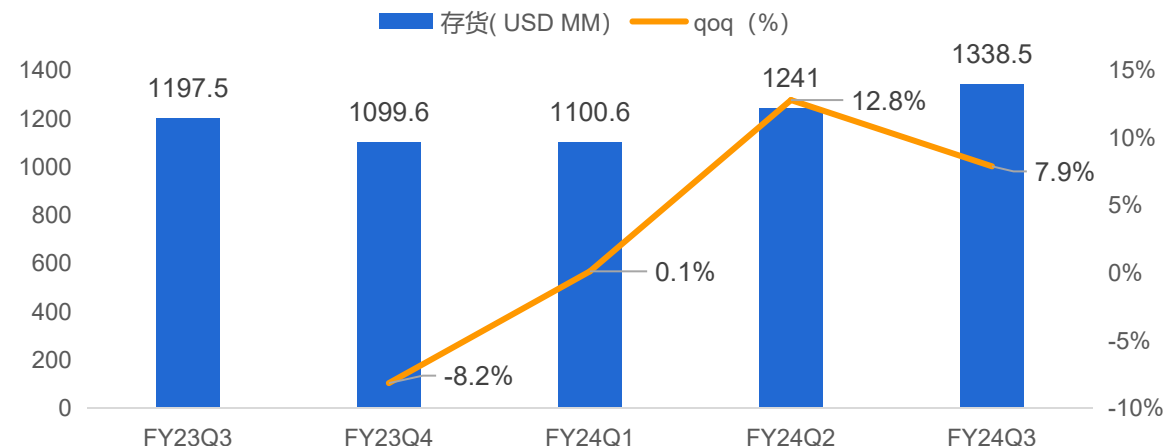
FY24Q3归母净利润0.56亿美元，同比+248%



FY24Q3毛利率55.2%，较上年同期+4.7pct，显著提升

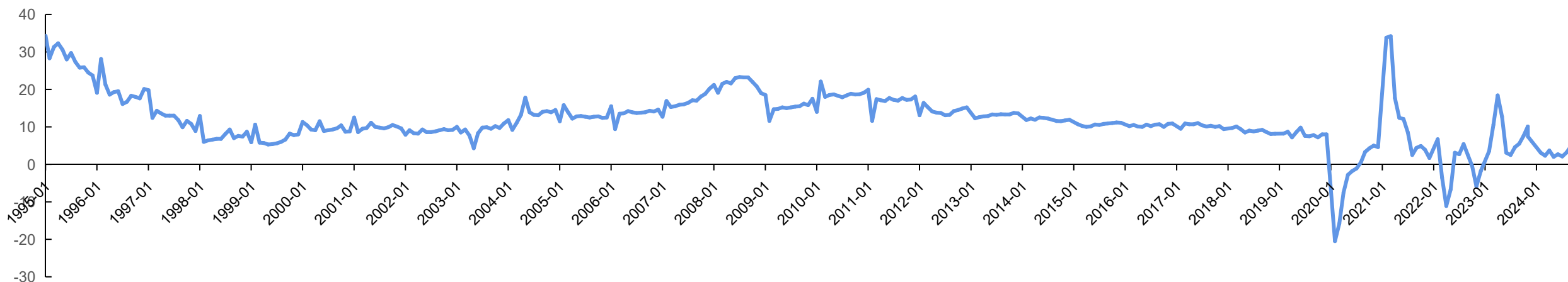


FY24Q3存货13.39亿美元，环比+7.9%

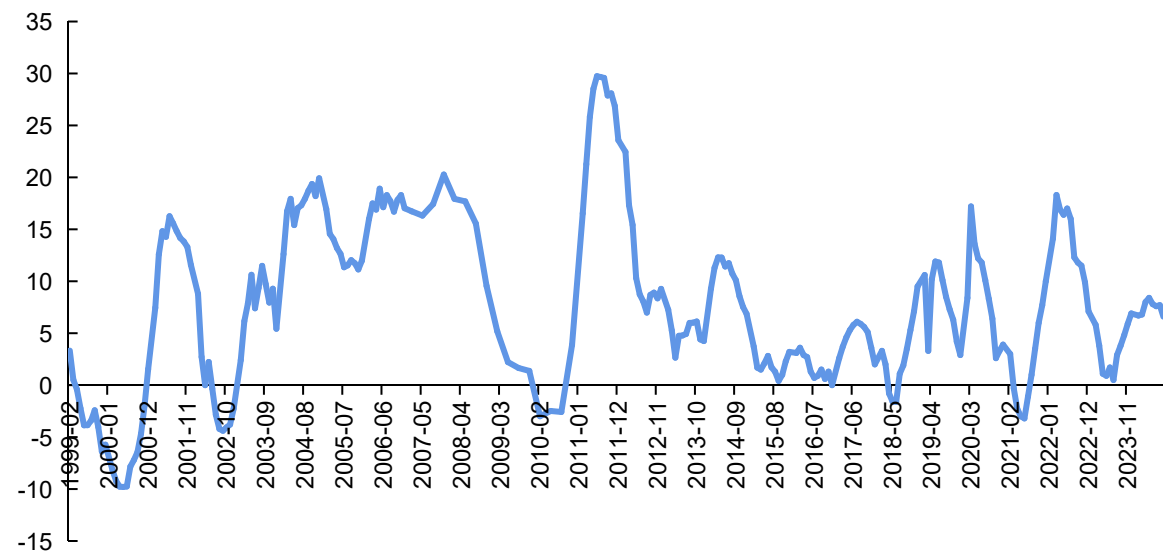


国内纺服行业：需求弱修复，库存回归正常

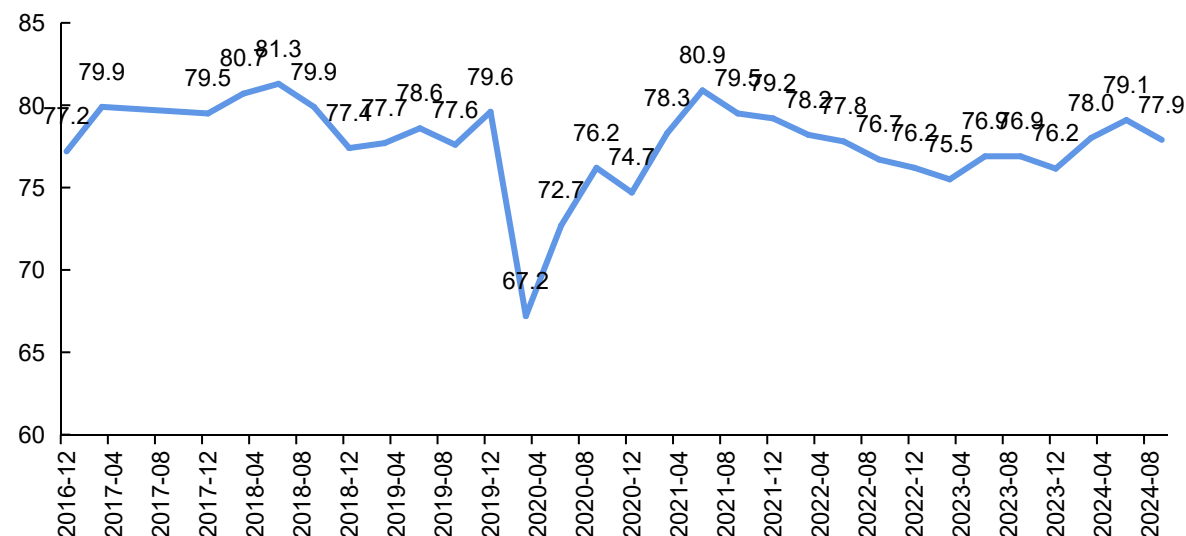
中国:社会消费品零售总额:当月同比(%)



中国:纺织业:产成品存货:同比(%)



中国:产能利用率:纺织业:当季值



运动品牌—李宁：2024年库存回归正常，看好2025年修复



	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
流水同比增速	10%–20%高段↓	中单位数↓	中单位数↑	10%–20%中段↑	80%–90%高段↑	90%–100%低段↑	40%–50%低段↑	30%–40%低段↑	20%–30%高段↑	高单位数↓	10%–20%中段↑	10%–20%低段↓	中单位数↑	10%–20%中段↑	中单位数↑	20%–30%低段↑	低单位数↑	低单位数↓	中单位数↓
	2020H1		2020H2		2021H1		2021H2		2022H1		2022H2		2023H1		2023H2		2024H1		
收入同比增速	–1.2%		8.7%		65%		49.5%		21.7%		8.2%		13.0%		1%		2%		/
折扣	/		/		高单位数改善		全年改善超3.5pct		中单位数加深		全年中单位数加深		略有加深		全年略有改善		低单位数改善		/
库销比	4.7		4.2		3.1		3.9		3.6		4.2		3.8		3.6		3.9		/
毛利率	49.5%		48.8%		55.9%		50.7%		50%		46.9%		48.8%		48%		50.4%		/

- 受消费弱复苏及线下客流压力影响，2024年增长承压，看好库存回归正常下2025年修复。1）经营表现：2024Q3李宁（不含李宁YOUNG）整个平台零售流水同比中单位数下降。线下渠道（包括零售及批发）同比高单位数下降，其中直营渠道同比中单位数下降及批发渠道同比高单位数下降；电子商务同比中单位数增长；库存方面，双十一促销活动及公司核心品类窜货可控后，我们预计年底公司库存周转、库龄结构都会得到进一步的改善，2025年公司有望健康增长。2）门店情况：公司持续优化渠道及店铺结构，加速低效店铺处理。截至2024Q3，国内李宁门店数量（不含李宁YOUNG）共计6,281个，较Q2净增加42个，本年至今净增加41个，其中零售业务净减少14个，批发业务净增加55个。李宁YOUNG门店数量共计1,459个，较Q2净增加21个，本年至今净增加31个，公司进一步优化线下渠道结构，我们预计未来公司将持续推动旗舰店、标杆店、超级奥莱等高效大店落地，加大优质购物中心的门店拓展，同时加速低效店铺的处理以及优化店铺结构。

李宁牌SSSG情况：2024年同店恢复乏力，电商渠道相对稳健



年份	渠道	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
2018	零售	低双位数增长	高单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	高单位数增长
	批发	中单位数增长	低单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	中单位数增长
	电子商务	30%-40%（高段）	30%-40%（中段）	30%-40%（低段）	50%-60%（中段）	40%-50%（低段）
	整体	低双位数增长	高单位数增长	低双位数增长	中双位数增长	10%-20%（低段）
2019	零售	高单位数增长	10%-20%（低段）	10%-20%（低段）	10%-20%（高段）	10%-20%（低段）
	批发	10%-20%（低段）	10%-20%（低段）	10%-20%（低段）	10%-20%（中段）	10%-20%（低段）
	电子商务	30%-40%（高段）	30%-40%（中段）	50%-60%（中段）	40%-50%（低段）	40%-50%（低段）
	整体	10%-20%（中段）	10%-20%（中段）	10%-20%（高段）	20%-30%（低段）	10%-20%（高段）
2020	零售	高双位数下跌	中单位数下跌	中单位数下跌	高单位数增长	中单位数下跌
	批发	低双位数下跌	中单位数下跌	中单位数下跌	中单位数增长	中单位数下跌
	电子商务	低双位数增长	20%-30%（中段）	30%-40%（高段）	30%-40%（低段）	30%-40%（低段）
	整体	中单位数下跌	低单位数增长	低单位数增长	低双位数增长	中单位数增长
2021	零售	90%-100%低段增长	30%~40%低段增长	20-30%中段	40-50%中段	40-50%中段
	批发	70%-80%低段增长	20%~30%中段增长	10-20%高段	30-40%中段	30-40%中段
	电子商务	80%-90%高段增长	80%-90%高段增长	30%~40%中段增长	20-30%高段	40-50%高段
	整体	80%-90%低段增长	20%~30%高段增长	20-30%低段	40-50%低段	40-50%低段
2022	零售	20%-30%中段增长	10%-20%高段下降	中单位数增长	20%-30%高段下降	中单位数下降
	批发	10%-20%低段增长	10%-20%高段下降	高单位数增长	20%-30%低段下降	低单位数下降
	电子商务	30%-40%中段增长	低单位数增长	10%-20%中段增长	低单位数下降	高单位数增长
	整体	20%-30%低段增长	10%-20%低段下降	高单位数增长	10%-20%高段下降	持平
2023	零售	低单位数下降	高单位数增长	中单位数增长	30%-40%高段增长	10%-20%低段下降
	批发	低单位数下降	低单位数增长	10%-20%低段下降	中单位数增长	低单位数下降
	电子商务	20%-30%低段下降	低单位数增长	低单位数下降	中单位数增长	高单位数下降
	整体	高单位数下降	低单位数增长	中单位数下降	10%-20%低段增长	低单位数下降
2024	零售	低单位数下降	/	/		
	批发	10%-20%中段下降				
	电子商务	20%-30%低段增长				
	整体	中单位数下降				

运动品牌—安踏体育：安踏品牌流水稳健复苏，FILA增长承压



	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安踏品牌	20%-25%↓	低单位↓	低单位数↑	低单位数↑	40%-45%↑	35%-40%↑	10%-20%低段↑	10%-20%中段↑	10%-20%高段↑	中单位数↓	中单位数↑	高单位数↓	中单位数↑	高单位数↑	高单位数↑	10%-20%高段↑	中单位数↑	高单位数↑	中单位数↑
FILA品牌	中单位数↓	10%-20%低段↑	20%-25%↑	25%-30%↑	75%-80%↑	30%-35%↑	中单位数↑	高单位数↑	中单位数↑	高单位数↓	10%-20%低段↑	10%-20%低段↓	高单位数↑	10%-20%高段↑	10%-20%低段↑	25%-30%↑	高单位数↑	中单位数↑	低单位数↓
其他品牌	高单位数↓	25%-30%↑	50%-55%↑	55%-60%↑	115%-120%↑	70%-75%↑	35%-40%↑	30%-35%↑	40%-45%↑	20%-25%↑	40%-45%↑	10%-20%低段↑	75%-80%↑	70%-75%↑	45%-50%↑	55%-60%↑	25%-30%↑	40%-45%↑	45%-50%↑

- 2024安踏品牌流水增长稳健，可隆、迪桑特保持快速增长，FILA面临压力。1) 分品牌来看，2024Q3安踏品牌流水同比中单位数增长；FILA品牌流水同比低单位数下降；可隆、迪桑特等其他品牌流水同比45-50%增长，整体流水增长稳健，FILA流水增长面临压力，Q4天气转冷及冬季产品上新，终端流水有望加速增长。库存方面，Q4双十一、双十二等购物节活动下公司货品持续出清，我们预计2024年底库存将进一步改善。2) 展望2025年，我们看好安踏品牌专业品类持续突破，FILA品牌经历战略布局迭代后有望实现单店质量的有效提升，迪桑特、可隆受益于户外浪潮，目前门店数量仍有提升空间，看好品牌渗透率的提升。此外，安踏合营公司AMER SPORTS旗下品牌始祖鸟、威尔逊、萨洛蒙等品牌大中华区增长强劲，也有望为公司贡献可观的投资收益。

运动品牌—特步国际：2024年流水高质量增长，库存及折扣水平健康

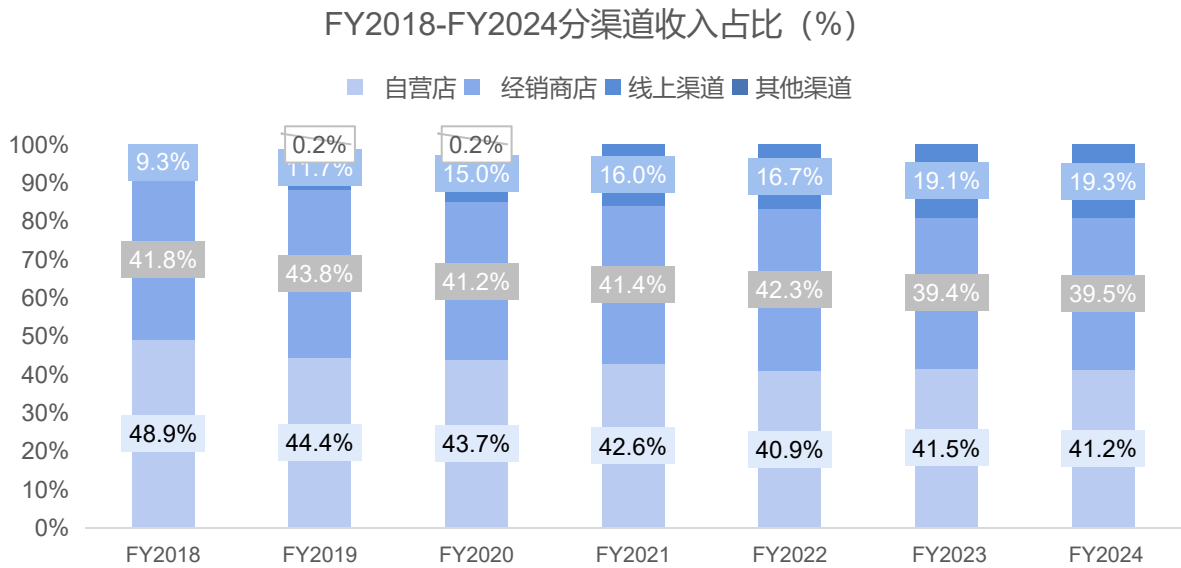
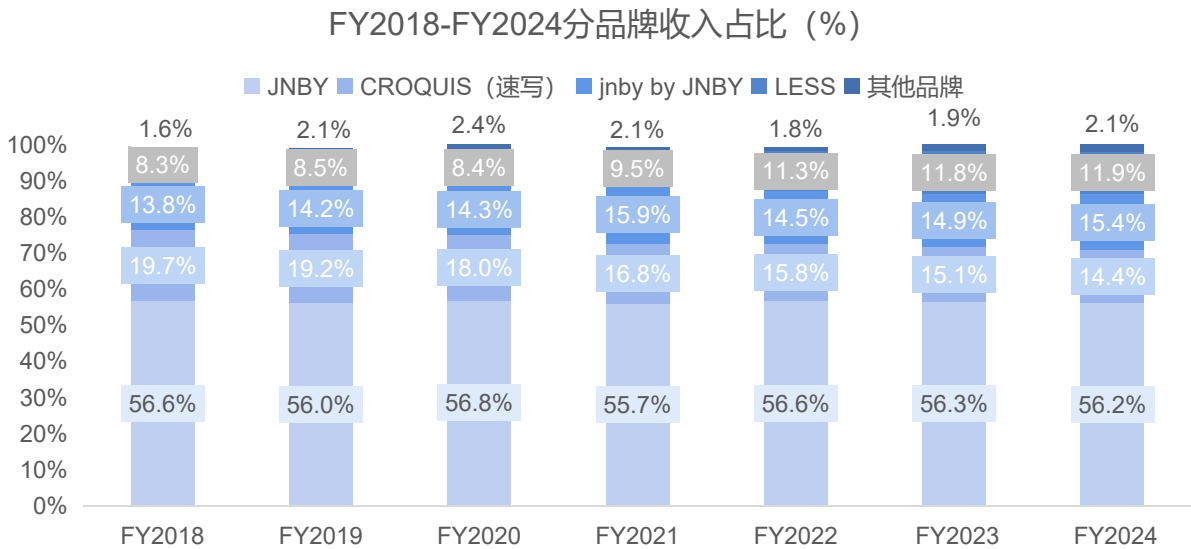
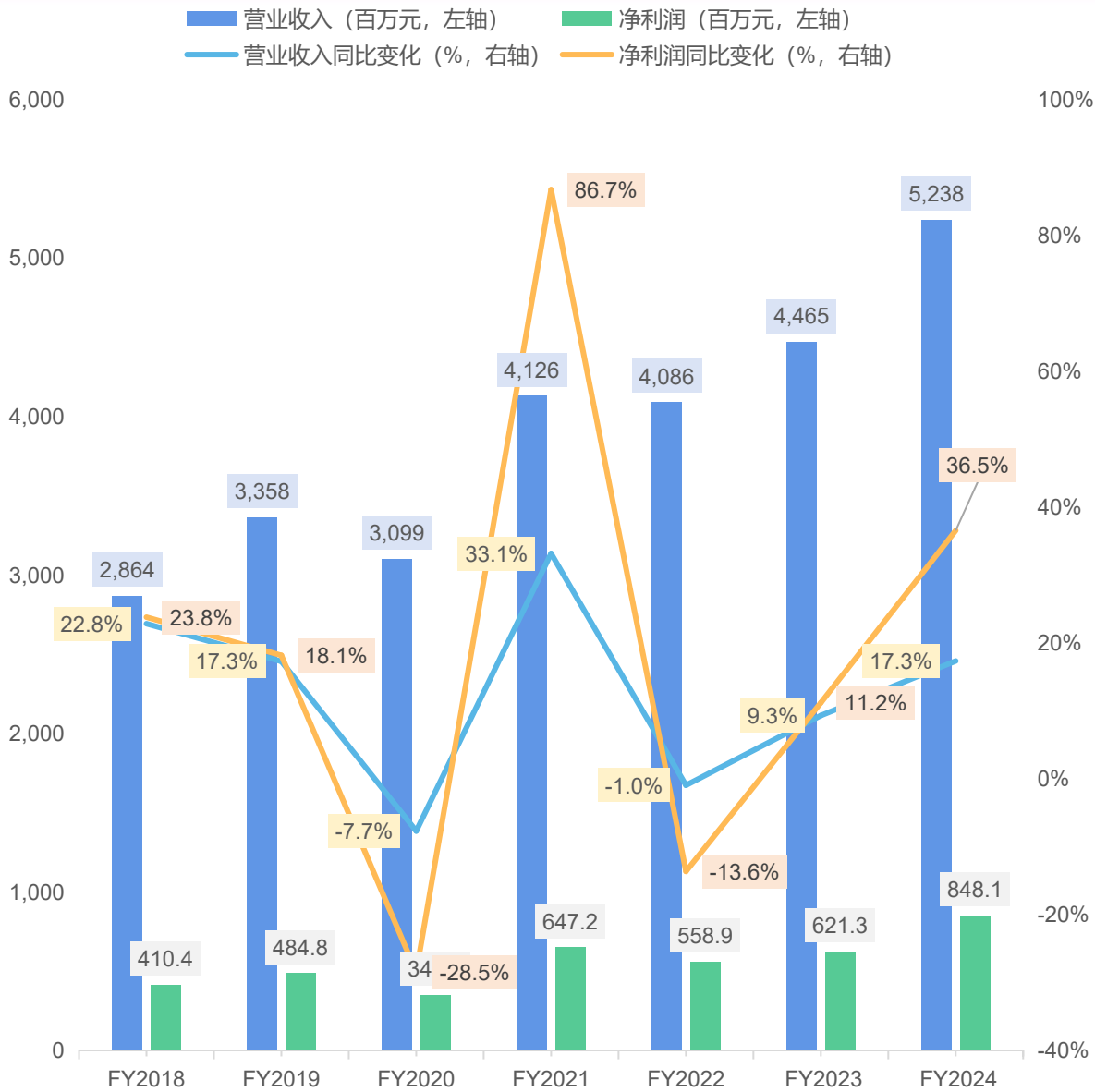


	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
零售销售增长 (线上及线下)	20%-25%跌幅	低单位数跌幅	中单位数	高单位数	约55%	30%-35%增长	中单位数增长	20%-25%	30%-35%	中单位数	同比增长20%-25%	高位数同比下跌	同比增长约20%	高双位数同比增长	高双位数同比增长	超过30%同比增长	高单位数同比增长	10%同比增长	中单位数同比增长
零售折扣水平	六五折至七折	六五折至七折	六五折至七折	六五折至七折	七折至七五折	七五折至八折	七五折至八折	七五折至八折	约七五折	七至七五折	七至七五折	约七折	七至七五折	约七五折	七至七五折	约七折	七至七五折	约七五折	约七五折
渠道库存周转	约五个半月	五个月至五个半月	约五个月	五个月以下	约四个半月	约四个月	约四个月	约四个月	约四个月	约四个半月	四个半月至五个月	约五个半月	少于五个月	少于五个月	四个半月至五个月	四个月至四个半月	四个月至四个半月	约四个月	约四个月

运动品牌—361度：童装仍保持较快增速，电商增长强劲

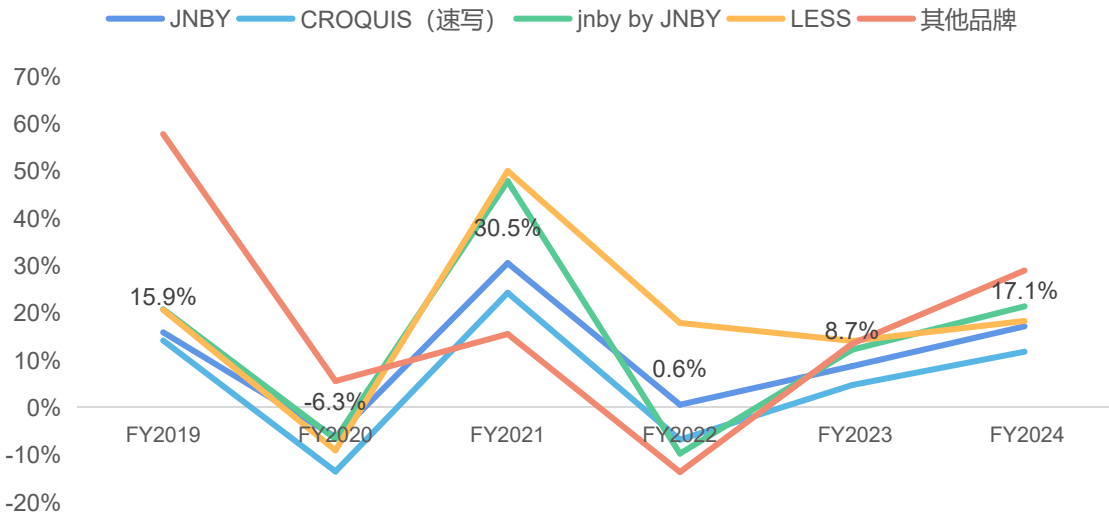
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
主品牌零售额	25%-30%↓	低双位数↓	高单位数↓	低单位数↑	高双位数↑	15%-20%↑	低双位数↑	高双位数↑	高双位数↑	低双位数↑	中双位数↑	大致持平	低双位数↑	低双位数↑	约15%↑	超20%↑	约高双位数↑	10%↑	10%↑
童装品牌零售额	25%-30%↓	低双位数↓	高单位数↓	中单位数↑	20%-30%的低段↑	30%-35%↑	15%-20%↑	25%-30%↑	20%-25%↑	20%-25%↑	20%-25%↑	低单位数↑	20%-25%↑	20%-25%↑	25%-30%↑	约40%↑	约20%-25%↑	中双位数↑	10%↑
电子商务平台零售额					/				约50%↑	约40%↑	约45%↑	约25%↑	约35%↑	约30%↑	约30%↑	超30%↑	20%-25%↑	30%-35%↑	超20%↑

设计师品牌—江南布衣：FY2024营收利润均大幅提升，实现高质量增长

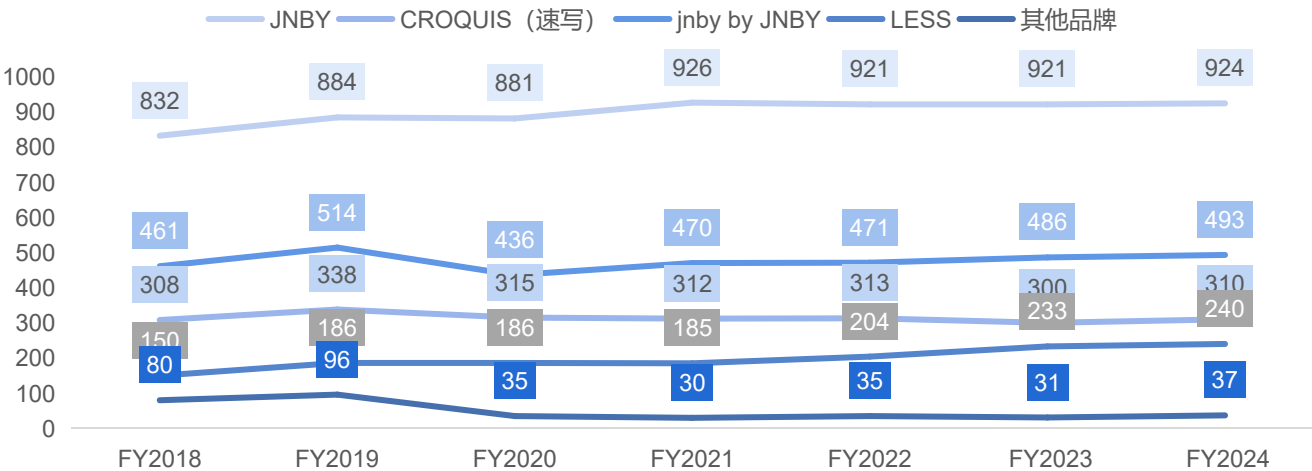


收入结构：成熟品牌JNBY增长稳健，线上线下全布局

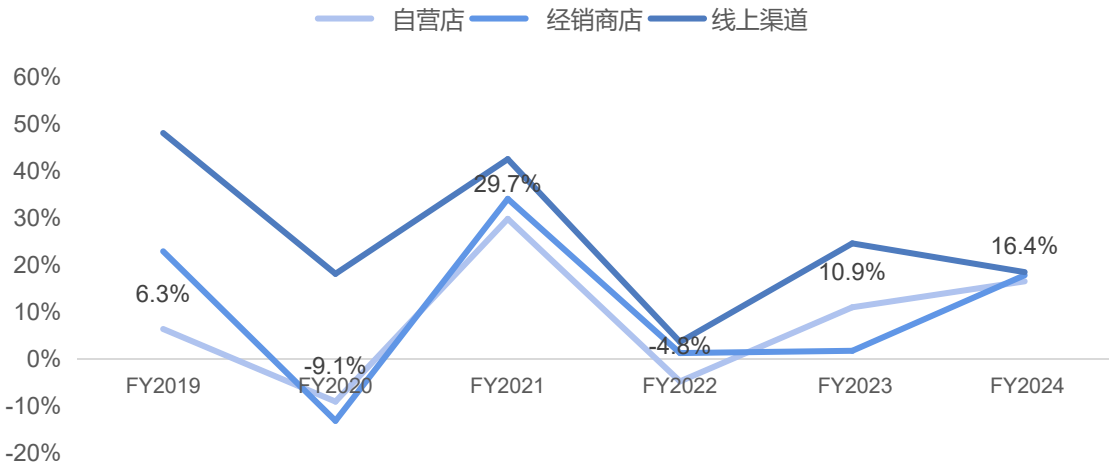
FY2018-FY2024分品牌收入增速 (%)



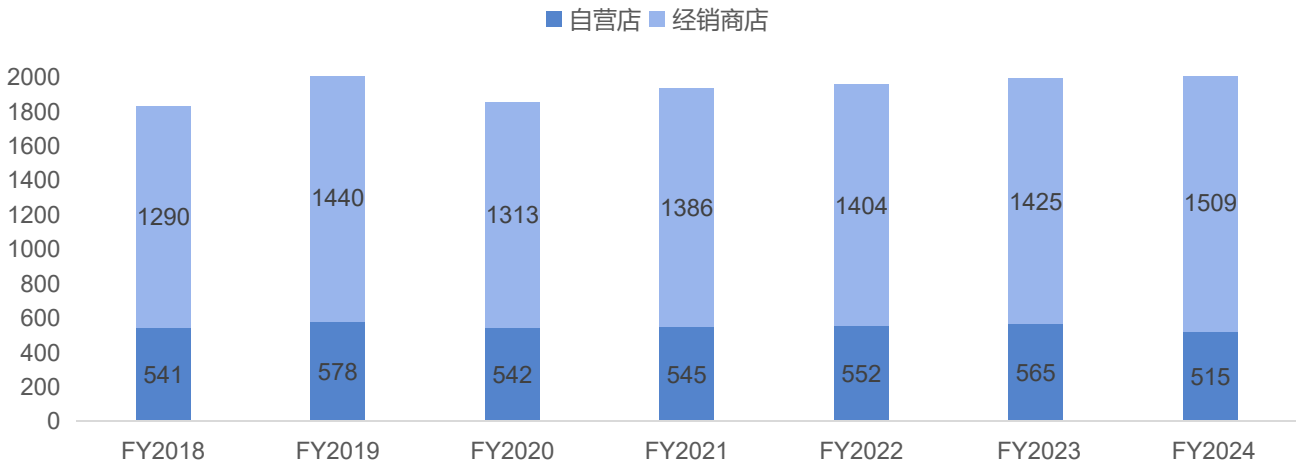
FY2018-FY2024分品牌门店数量



FY2018-FY2024分渠道收入增速 (%)

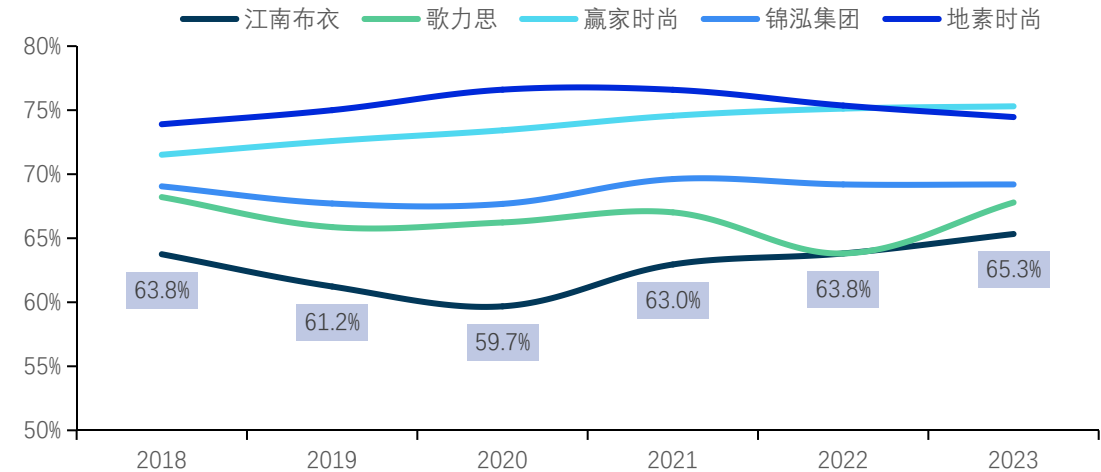


FY2018-FY2024分渠道门店数量

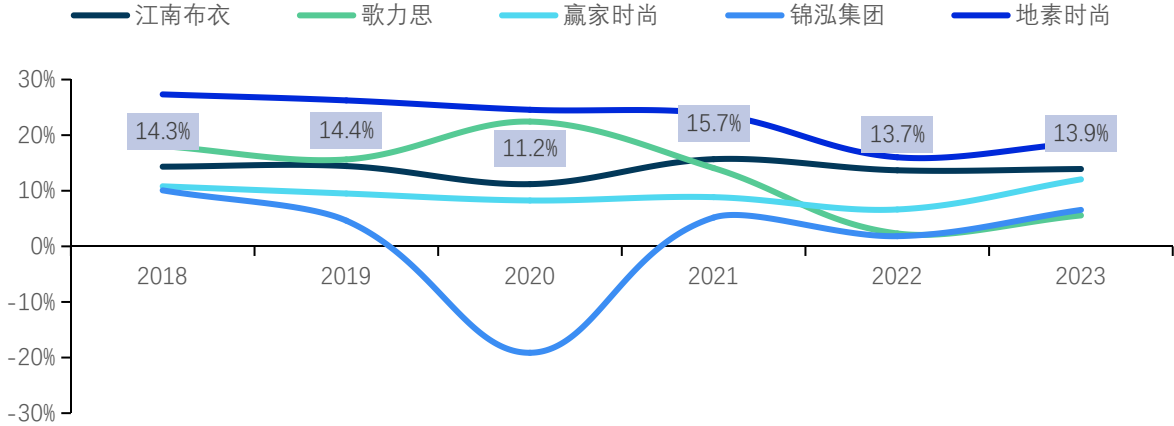


盈利能力：持续提升利润率，高分红标的

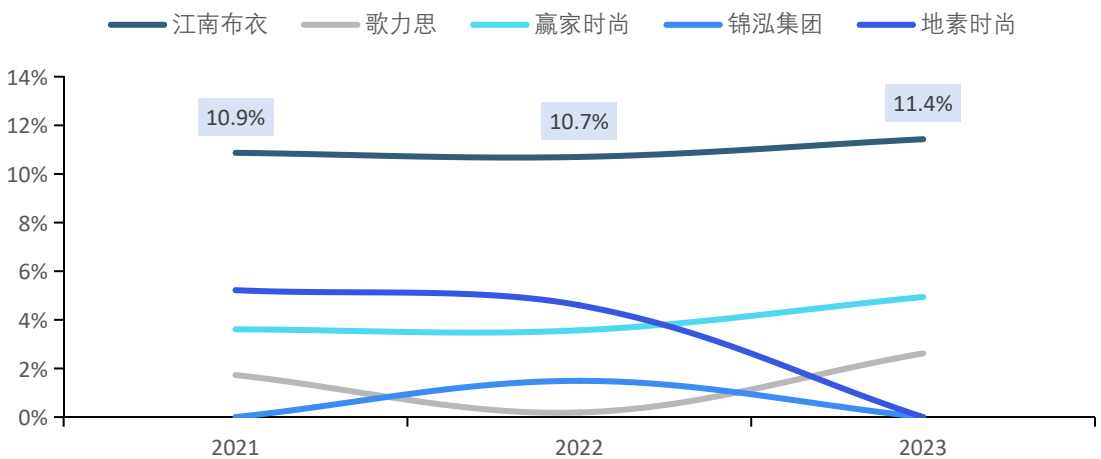
2018-2023年毛利率对比



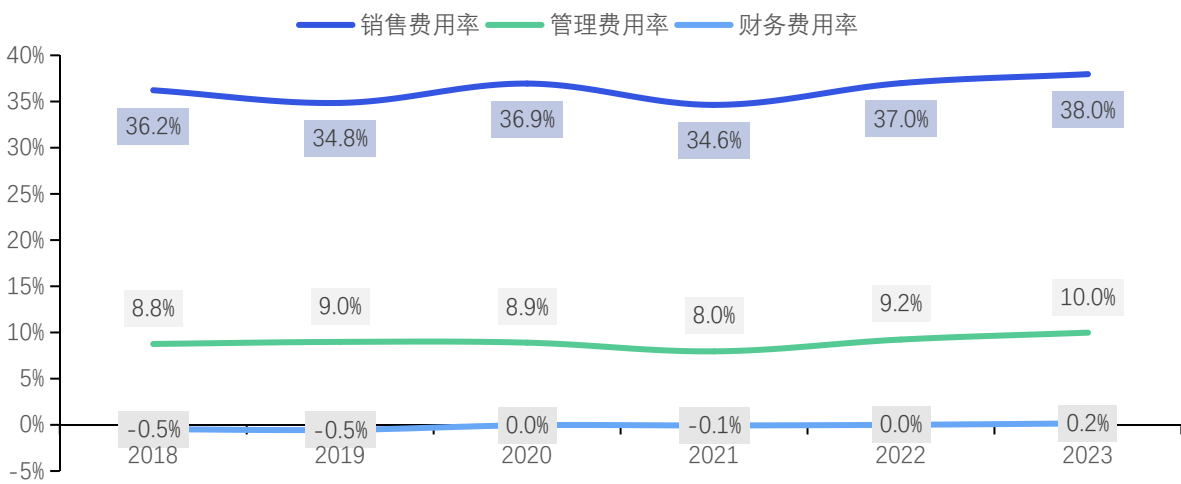
2018-2023年净利率对比



2021-2023年股息率对比



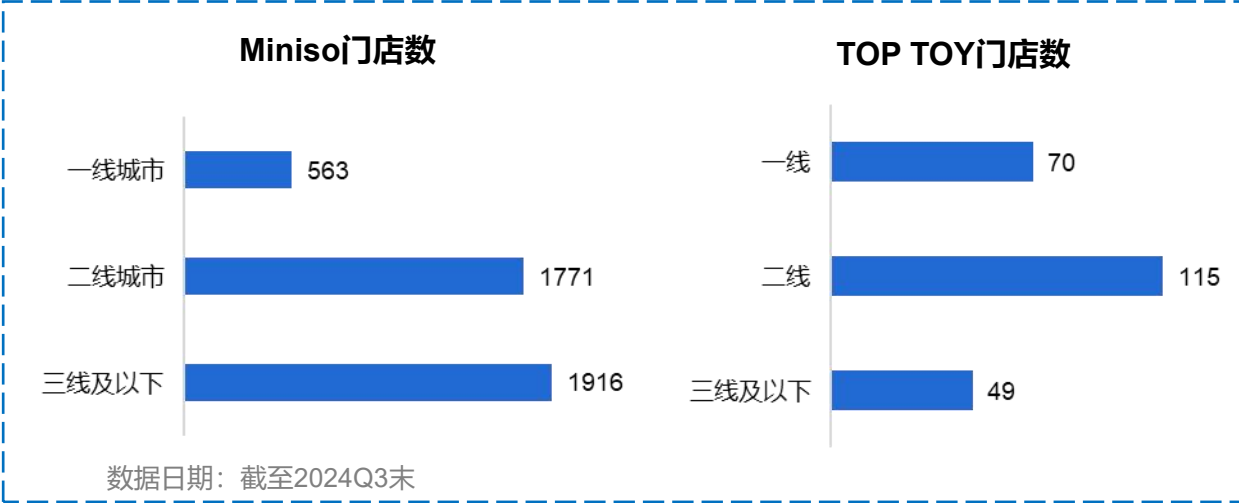
2018-2023年公司三项费用率情况



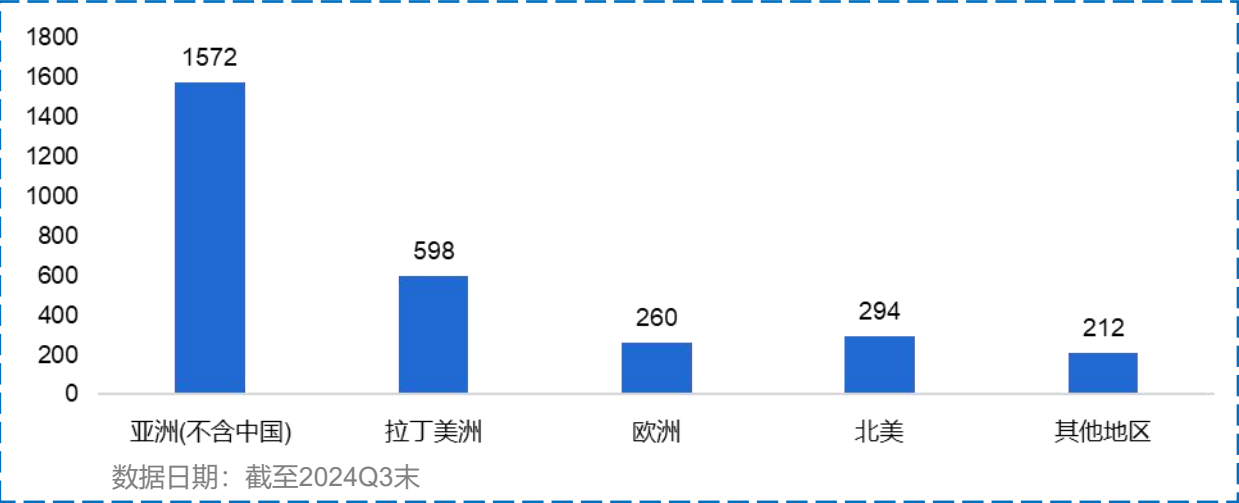
三、零售：关注IP兴趣商品及高端珠宝零售

名创优品：海外直营开店加速带来店效稀释，关注后续新开门店爬坡

图：公司国内门店分布（家）：名创优品三线及以下门店数占比达45.1%，TOPTOY主要分布于高线城市



图：名创优品海外门店分布（家）：亚洲（不含中国）及拉丁美洲门店数占主导



表：国内月度店效：24H1名创月度店效为29万元，TOPTOY为51万元

	FY21	FY22	FY23	23H2	24H1
名创国内门店数期末值（家）	2939	3226	3604	3926	4115
名创期初期末门店均值（家）	2736	3083	3415	3765	4021
名创国内GMV（百万元）	10406	10400	10671	6895	7097
名创优品月度店效（万元）	32	28	26	31	29

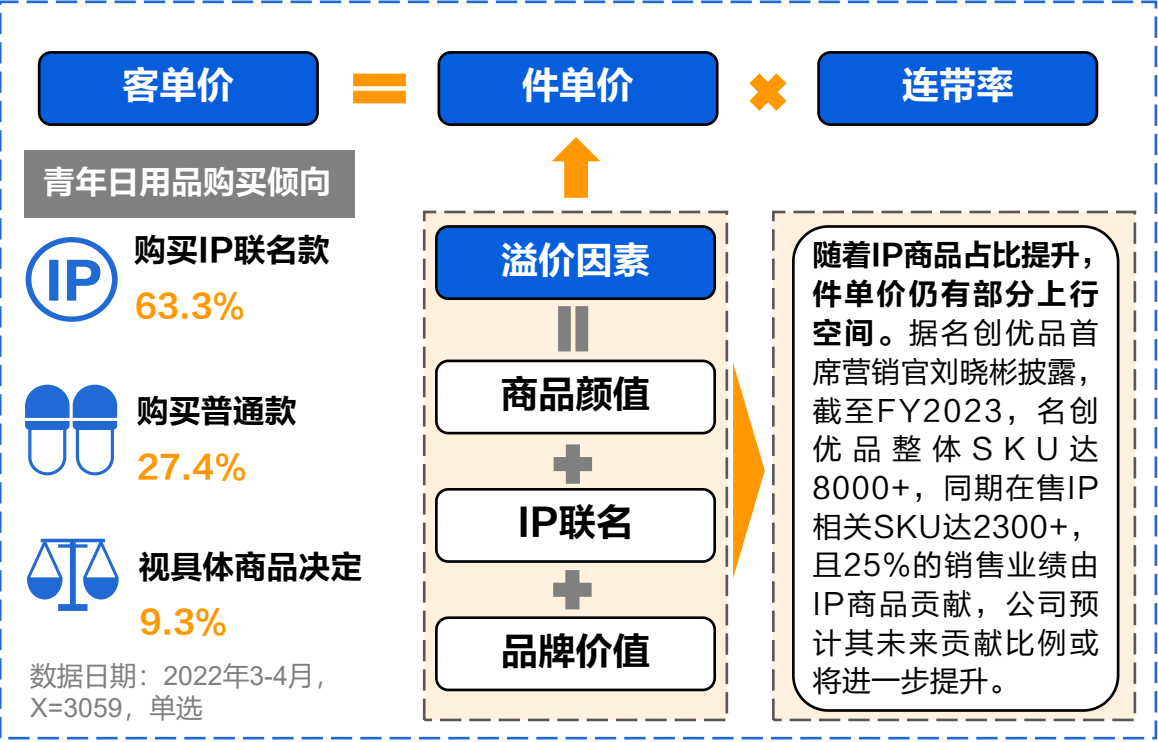
	FY21	FY22	FY23	23H2	24H1
TOPTOY国内门店数期末值（家）	33	97	118	148	195
TOPTOY期初期末门店均值（家）	17	65	108	133	172
TOPTOY国内GMV（百万元）	86	519	606	445	521
TOPTOY优品月度店效（万元）	44	67	47	56	51

表：名创优品海外月度店效：24H1海外月度店效为41万元

	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	23Q3	23Q4	24H1
期末门店数（家）	2027	2115	2131	2187	2313	2487	2753
期初期末平均门店数（家）	2000	2071	2123	2159	2250	2400	2620
海外GMV（百万元）	1948	2584	2135	2403	2879	3573	6401
名创优品月度店效（万元）	32	42	34	37	43	50	41

名创优品：IP战略或将为国内同店注入新活力，关注后续新IP推进

图：客单价增长驱动因素：随着IP商品占比提升，件单价仍有部分上行空间



图：“新青年”对百元以下产品溢价接受度较高



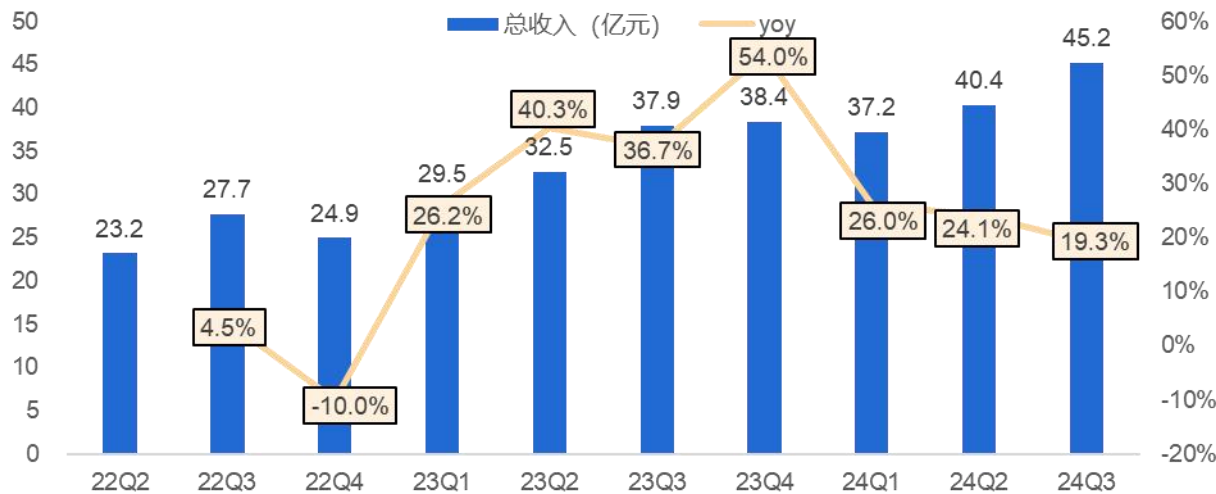
表：名创芭比联名产品平均溢价为10.3元，溢价比率为44.8%

名创芭比联名产品	价格（元）	名创优品普通产品	价格（元）	溢价（元）
芭比系列2+1微距修眉刀（3支装）	12.9	Miniso专业时尚微距修眉刀3支	9.9	3.0
芭比系列淡香纸手帕（12包）	9.9	MINISO可爱卡通手帕纸3层12包	6.7	3.2
芭比系列免洗蓬松干发喷雾	19.9	MINISO干发免洗喷雾蓬松控油	15.0	4.9
芭比系列二合一便携睫毛夹	12.9	MINISO便携式卷翘睫毛夹	9.9	3.0
芭比系列speedy斜挎包（粉色）	59.9	MINISO名创优品纯色单肩斜挎	17.9	42.0
芭比系列包包款TWS蓝牙耳机 型号：SX-210粉色	119.0	MINISO名创优品经典真无线蓝牙耳机	99.9	19.1
芭比系列时尚PVC空顶遮阳帽	39.9	MINISO防晒空顶帽女	35.9	4.0
芭比系列-限定挂饰香包（甜粉派对	29.9	MINISO名创优品香包三丽鸥	10.0	19.9
芭比系列字母印花束发带	15.0	MINISO卡通3D立体吸水束发带加厚型	15.0	0.0
芭比系列迷你小风扇	39.9	MINISO撞色系列手持风扇	29.9	10.0
芭比系列流沙气囊按摩梳	25.0	MINISO硅胶头皮清洁按摩梳	15.0	10.0
芭比系列复古运动女士三角内裤（XL码.混）	19.9	MINISO棉感透气系列高腰蕾丝印花女士三角内裤	20.0	-0.1
芭比系列字母异形植绒地垫	49.9	MINISO小王子系列防滑地垫	25.0	24.9
芭比系列花边眼罩	19.9	MINISO凉温两用挂耳式睡眠眼罩	15.0	4.9
芭比系列两格抽屉化装收纳盒	25.0	MNISO Sanrio Characters 桌面掀盖抽屉式收纳箱	19.9	5.1
价格均值（元）	33.3	价格均值（元）	23.0	10.3

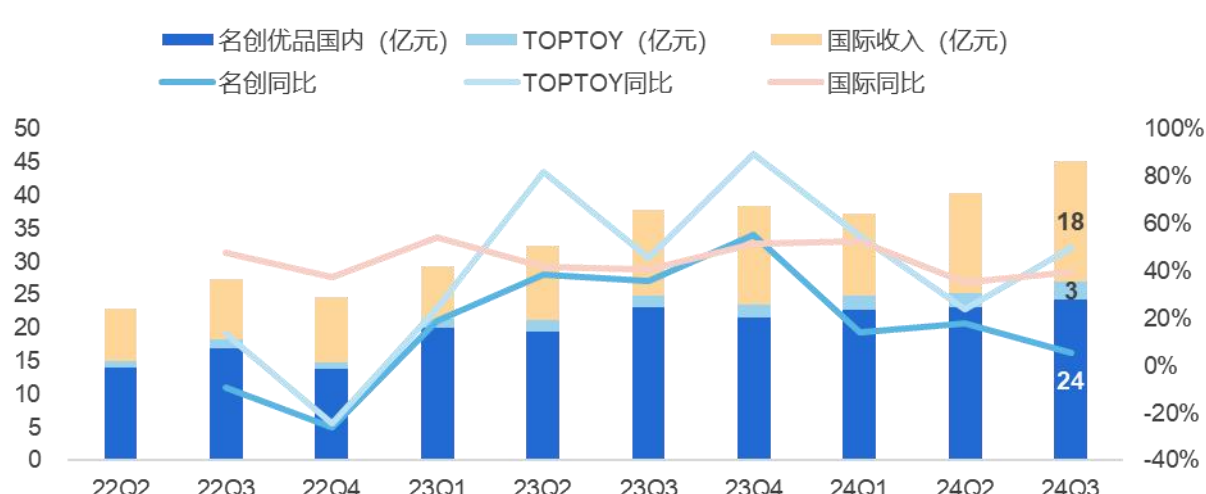
数据日期：2023年7月22日

名创优品：海外直营表现亮眼，拓店节奏稳定

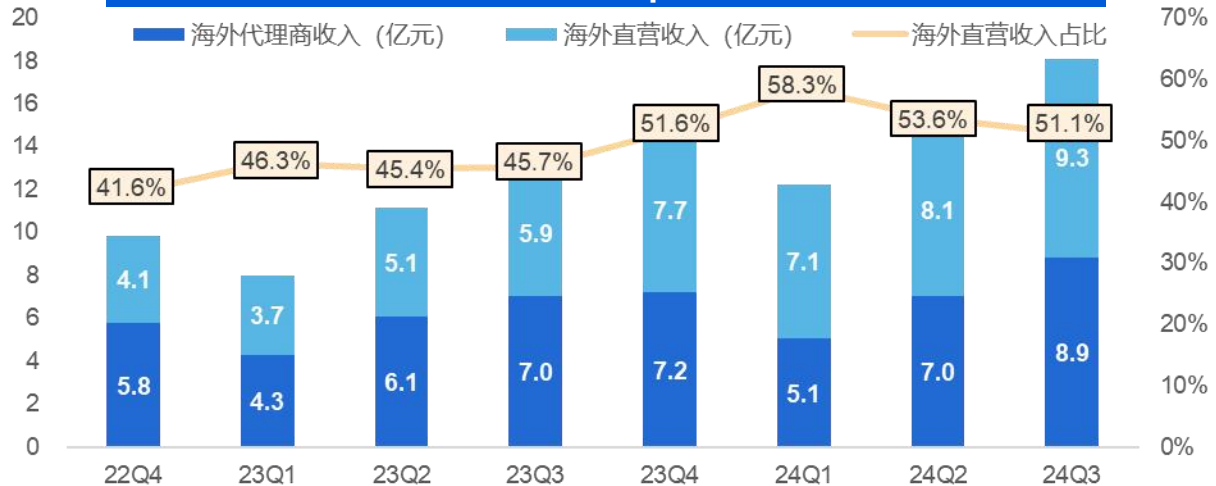
图：24Q3营收45.2亿元，同比+19.3%



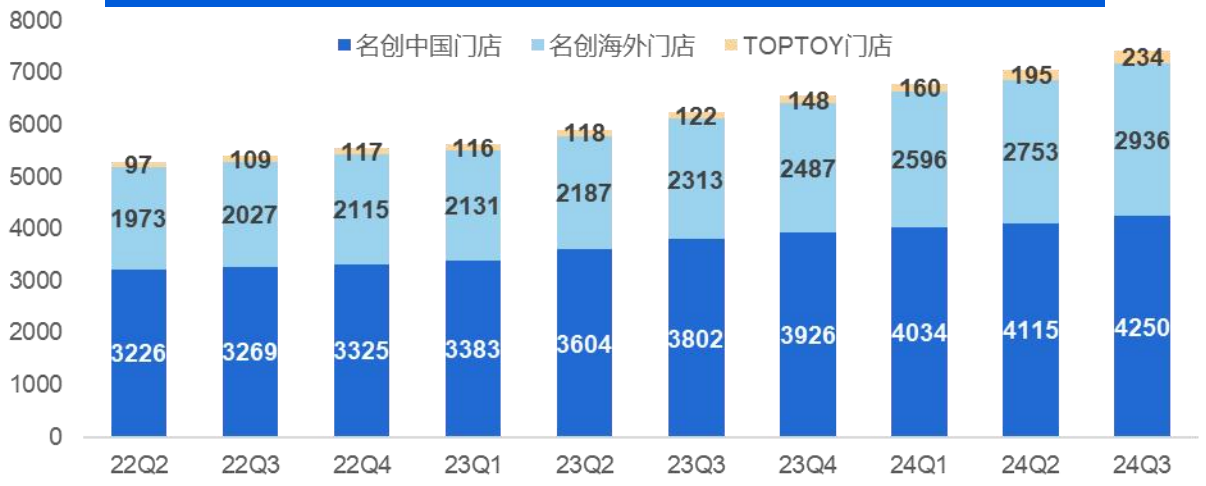
图：国际收入同比维持高增，24Q3同比增速达39.8%



图：海外直营收入占比近四季度保持50%以上，24Q3占比较往年同期+5.4pct

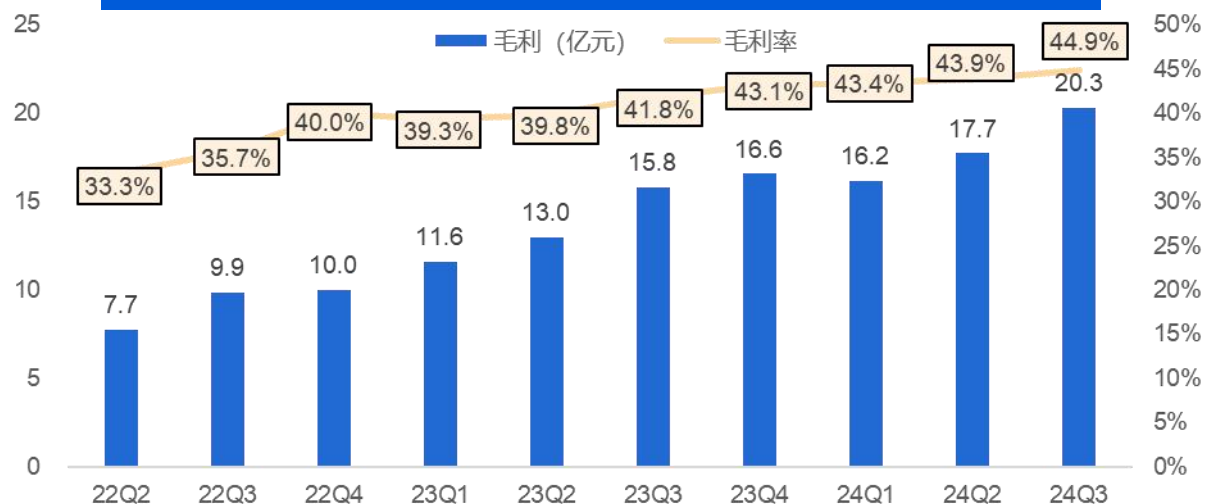


图：门店数（家）：门店数稳步扩张，24Q3末海内外名创门店总数达7186家，TOPTOY达234家

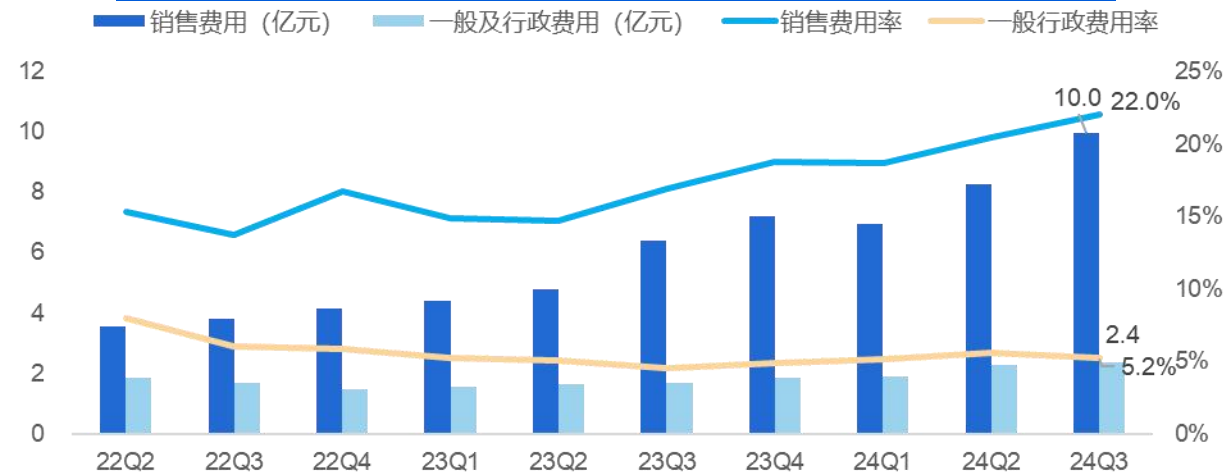


名创优品：毛利率稳步提升，24Q3毛利率达历史新高

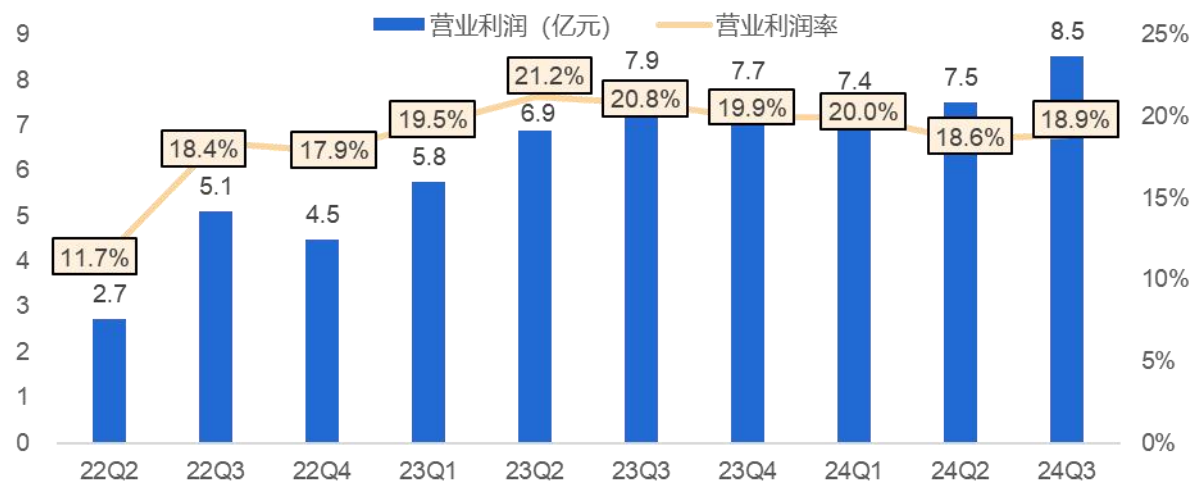
图：毛利率稳步提升，24Q3达44.9%，较往年同期+3.1pct



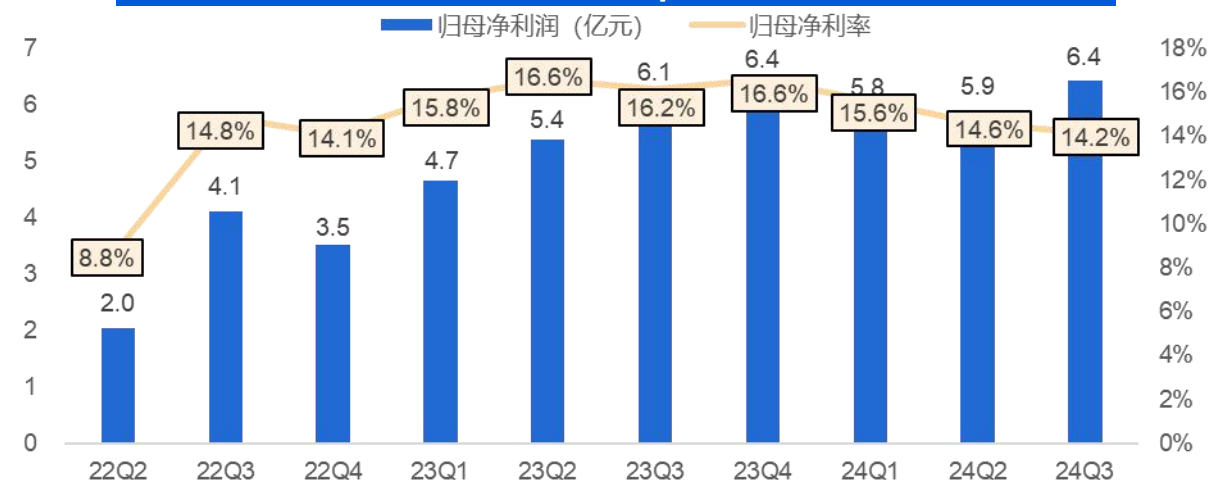
图：24Q3销售费用率达22.0%，较往年同期+5.1pct，一般行政费用率较往年同期+0.7pct



图：24Q3营业利润率达18.9%，较往年同期-1.9pct

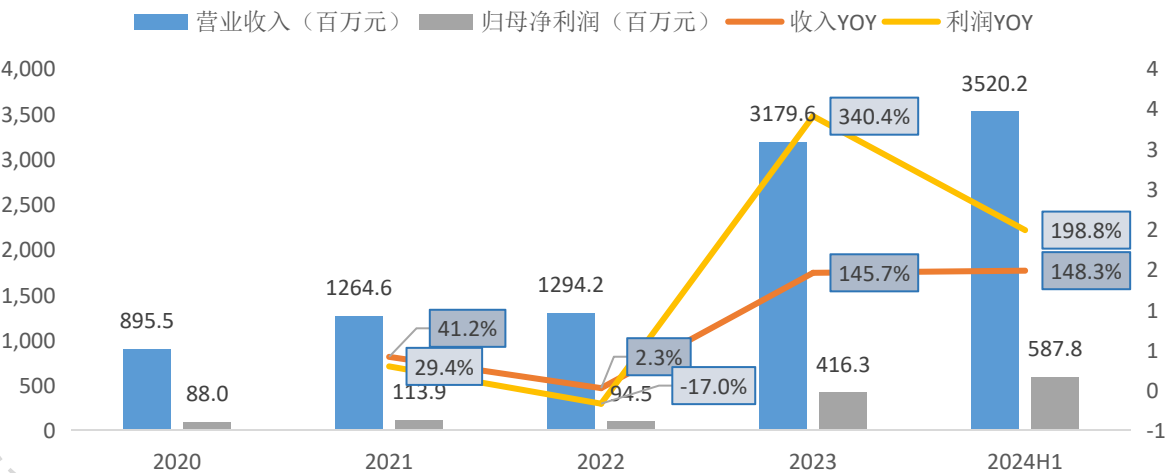


图：24Q3归母净利润同比+4.8%，归母净利率达14.2%，较往年同期-2.0pct

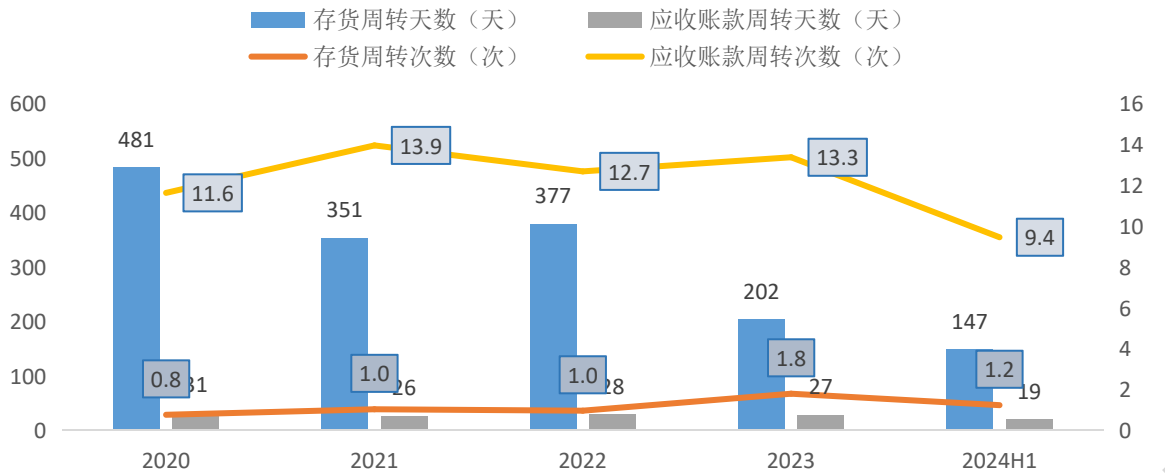


老铺黄金：高端珠宝零售品牌，古法金带来差异化

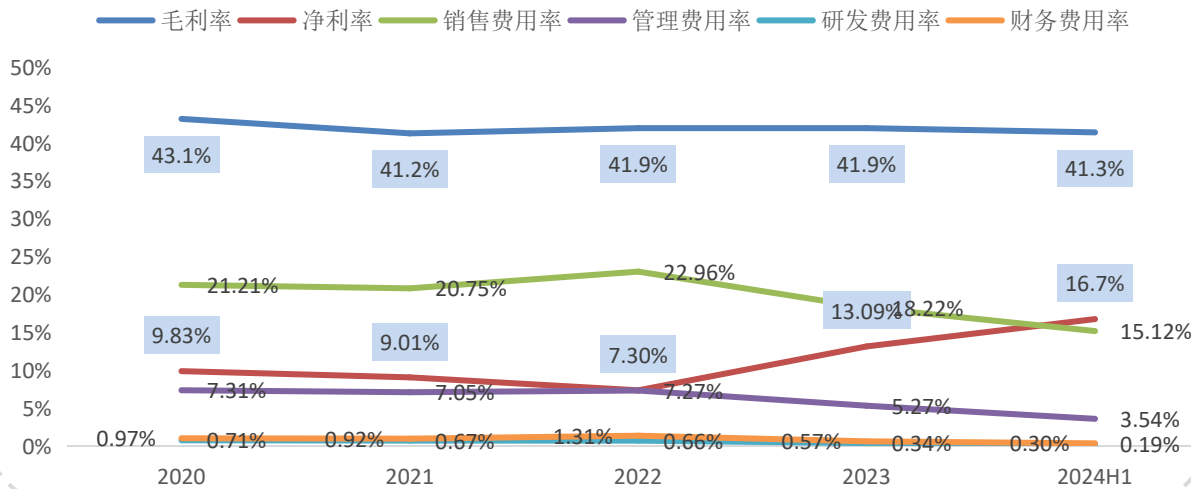
营收及利润



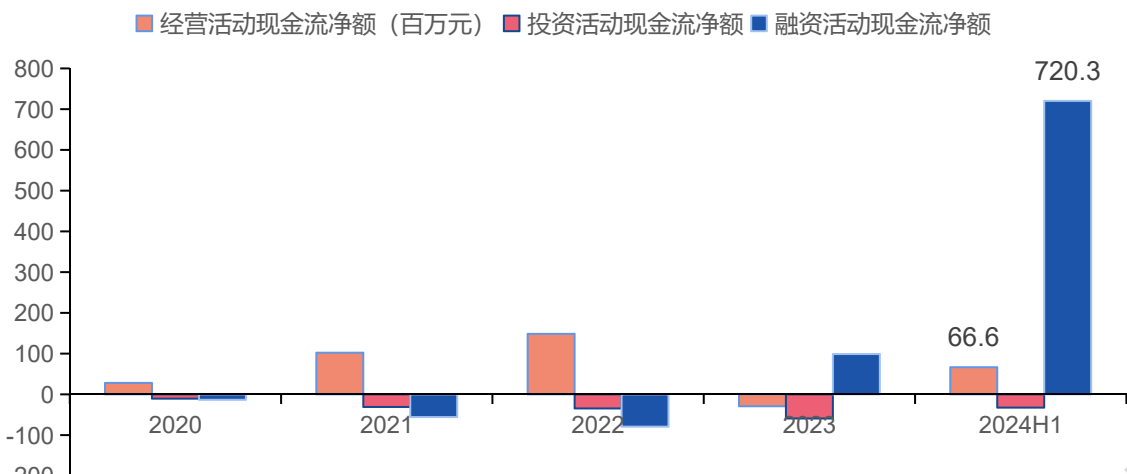
营运周转



盈利能力



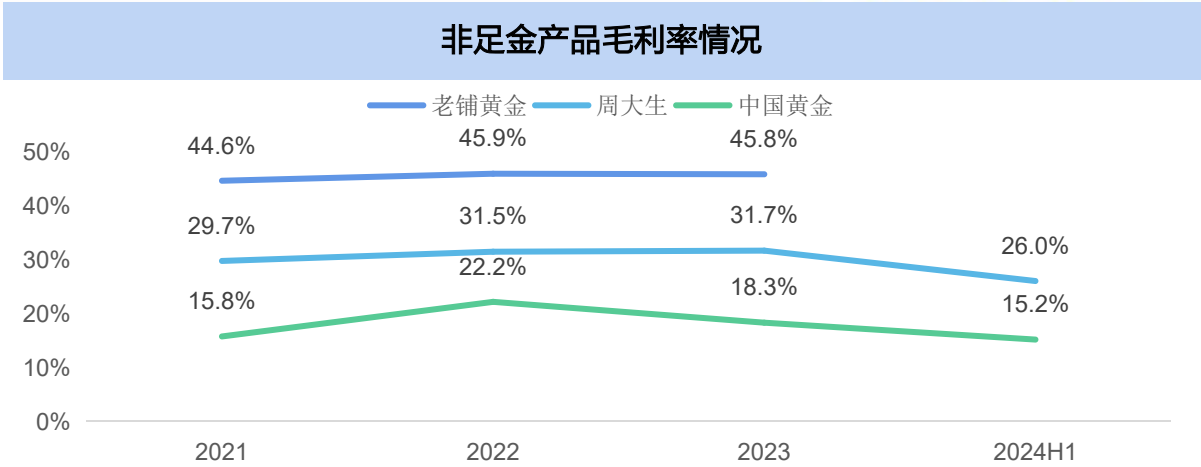
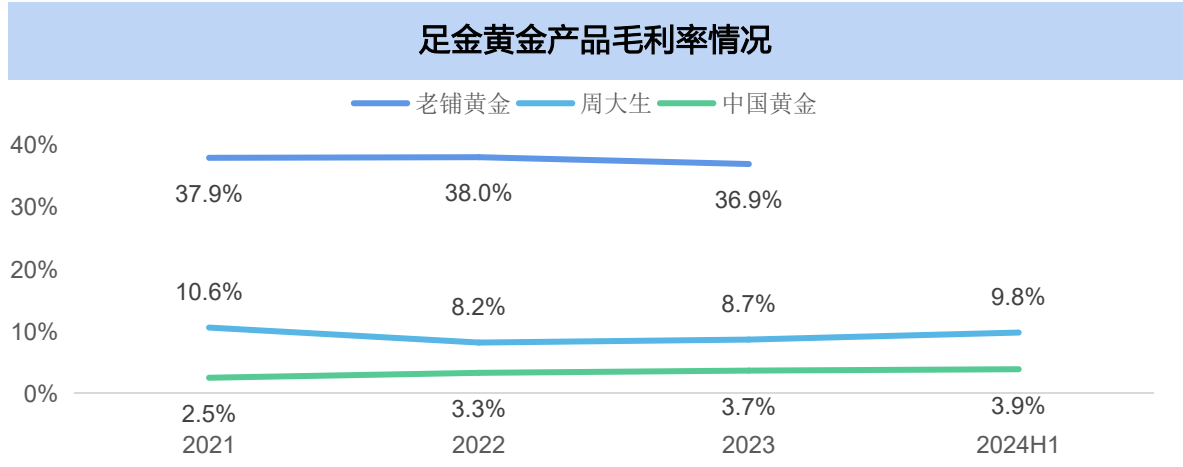
现金流量：2024H1经营现金流大幅改善



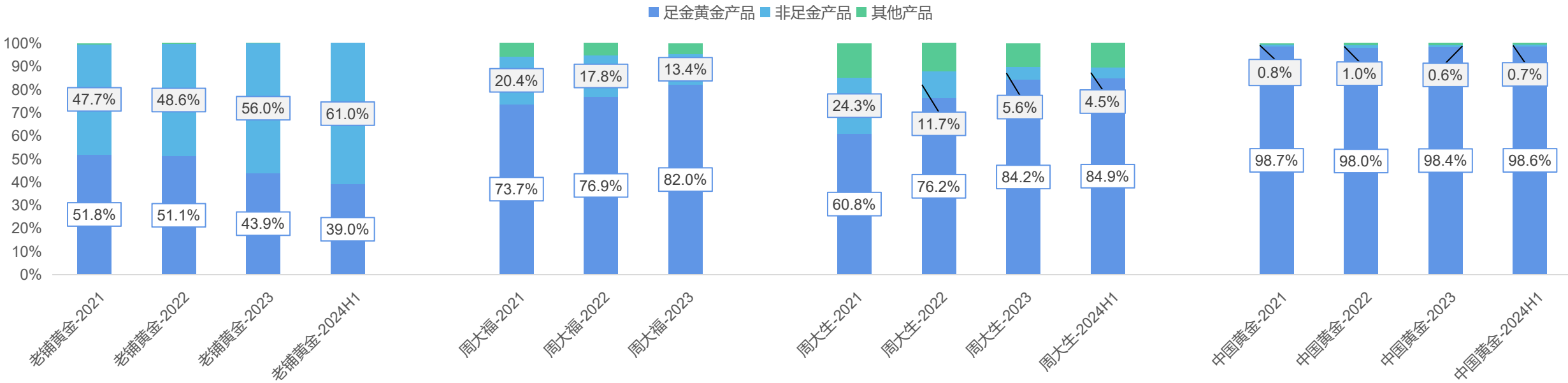
老铺黄金：产品工艺精美，定价对标奢侈品，情绪价值与保值性兼具

古法工艺	工艺图片	代表产品名称	产品价格	产品克重	工艺介绍	产品图片
锤揲		古法手工摆件一张打孟臣金壶	218000元	定制款以实际为准	利用黄金极富延展性的特点用锤敲打金块，使之延伸展开呈片状，再按要求造成各种器形和纹饰。	
镂刻		古法手工足金九色鹿摆件	196000元	定制款以实际为准	使用各种篆刻工具将工件固定在橡胶板上，用锤子敲打凿子，并通过不同的篆刻技巧在黄金表面雕刻出各种图案。	
花丝		古法手工足金摆件花丝福禄万代	316000元	定制款以实际为准	花丝工艺利用足金原材料的延展性，将其拉成细腻的丝线，并将其制成繁复华美的形状和装饰。	
镶嵌		古法手工足金玫瑰花窗吊坠含项链（钻石款）	10460元起	7.1克起	镶嵌工艺是一种装饰技艺，将钻石或其他宝石完美地嵌入黄金制品中。	
烧蓝		古法手工足金花丝蓝翅蝴蝶锁骨链含项链（1号珐琅钻石款）	12000元	8.3克	烧蓝工艺是一种装饰工艺，是在金胎表面涂上彩色珐琅釉，经烧制从而呈现出鲜艳多彩的外观。	

老铺黄金：老铺足金镶嵌类产品毛利率相比更高，且占比提升明显



品牌产品收入结构对比：区别于其他公司，2021-2024H1老铺黄金足金镶嵌类产品占比持续提升

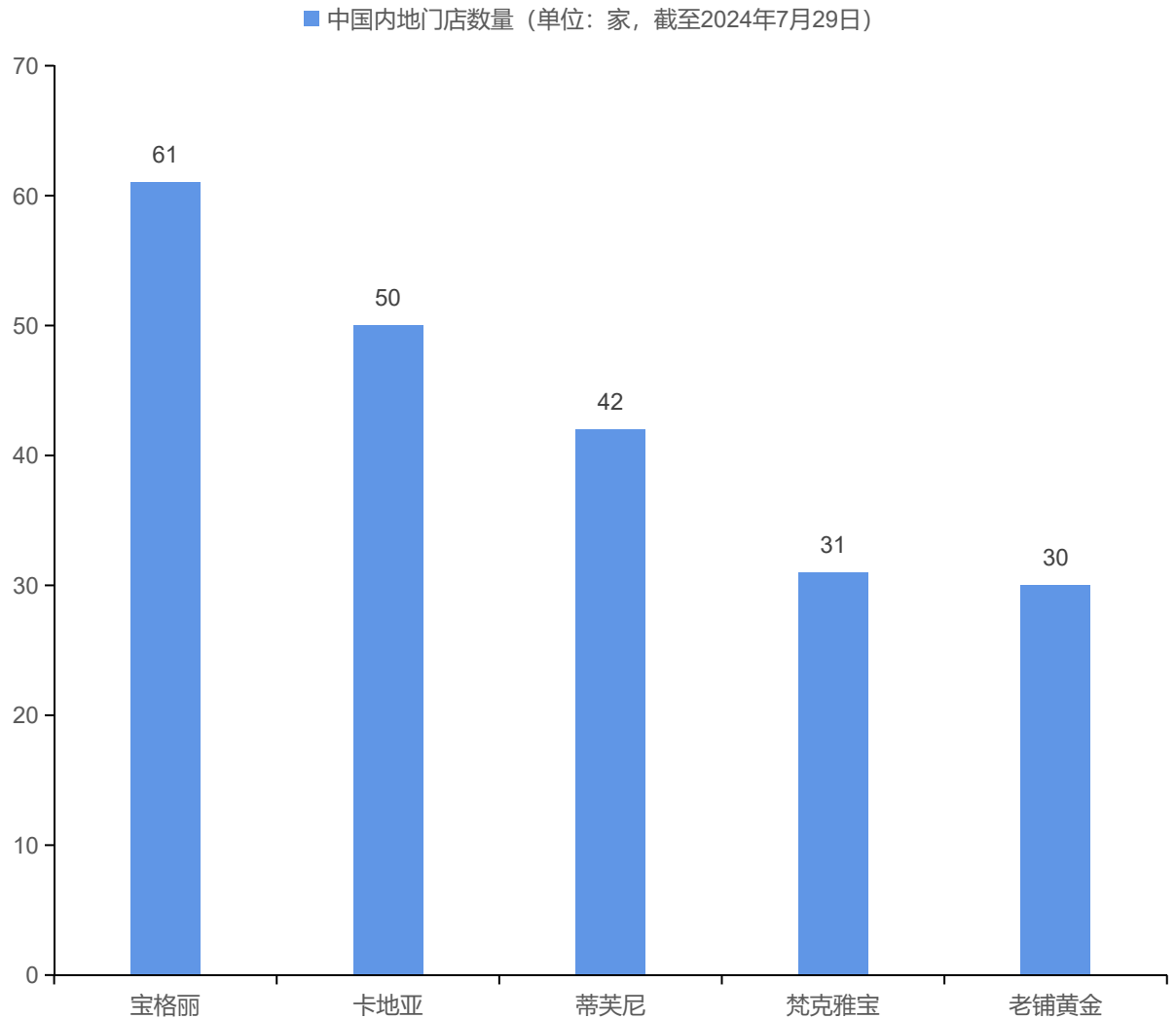
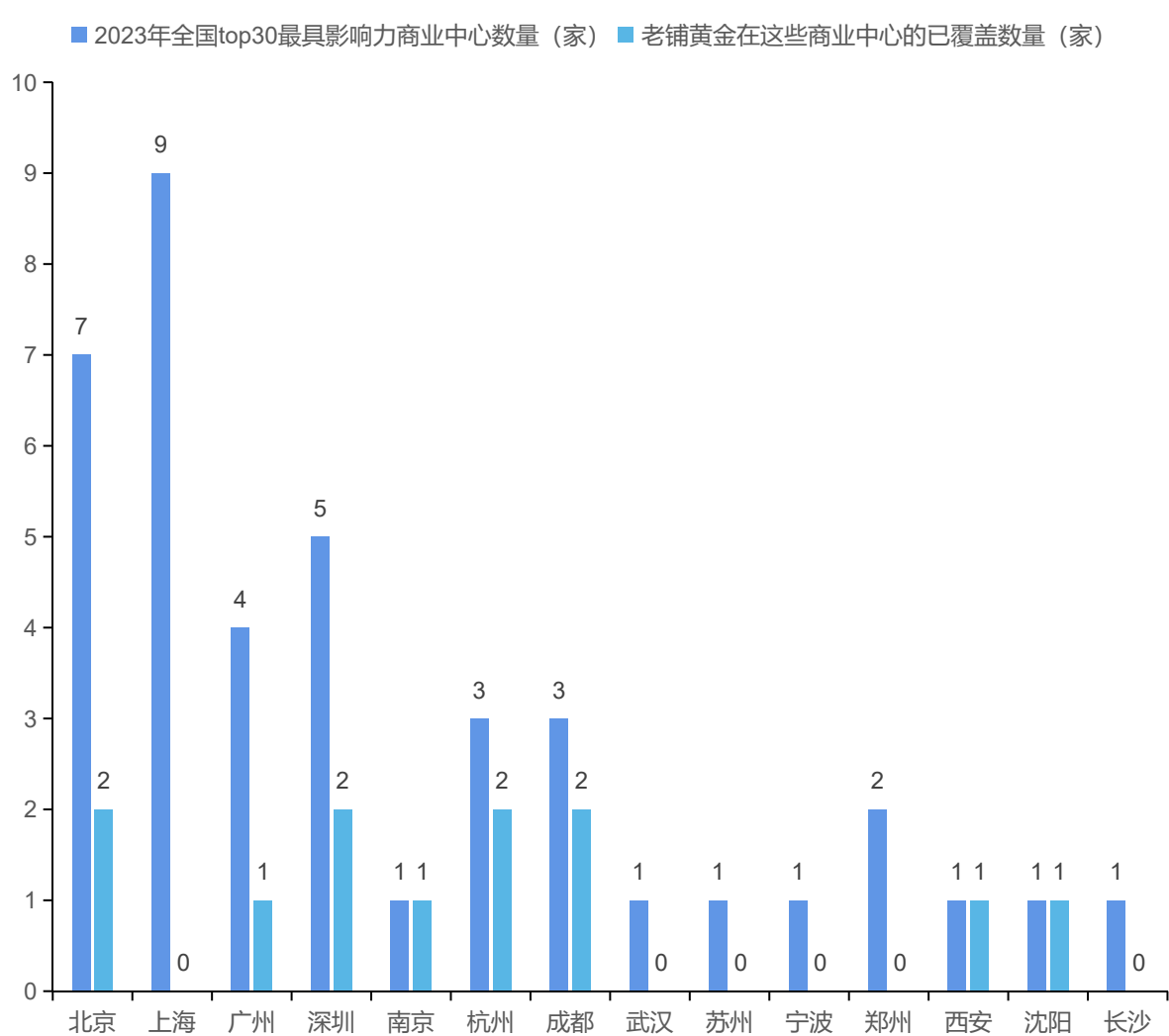


资料来源：各公司公告，同花顺ifind，wind，国海证券研究所（注：周大福为FY2021-FY2024财年数据，其余为自然年数据，图表中老铺黄金非足金产品指的是其足金镶嵌产品）

老铺黄金：2023年老铺黄金高端商场覆盖率为30%，扩店仍有充足空间

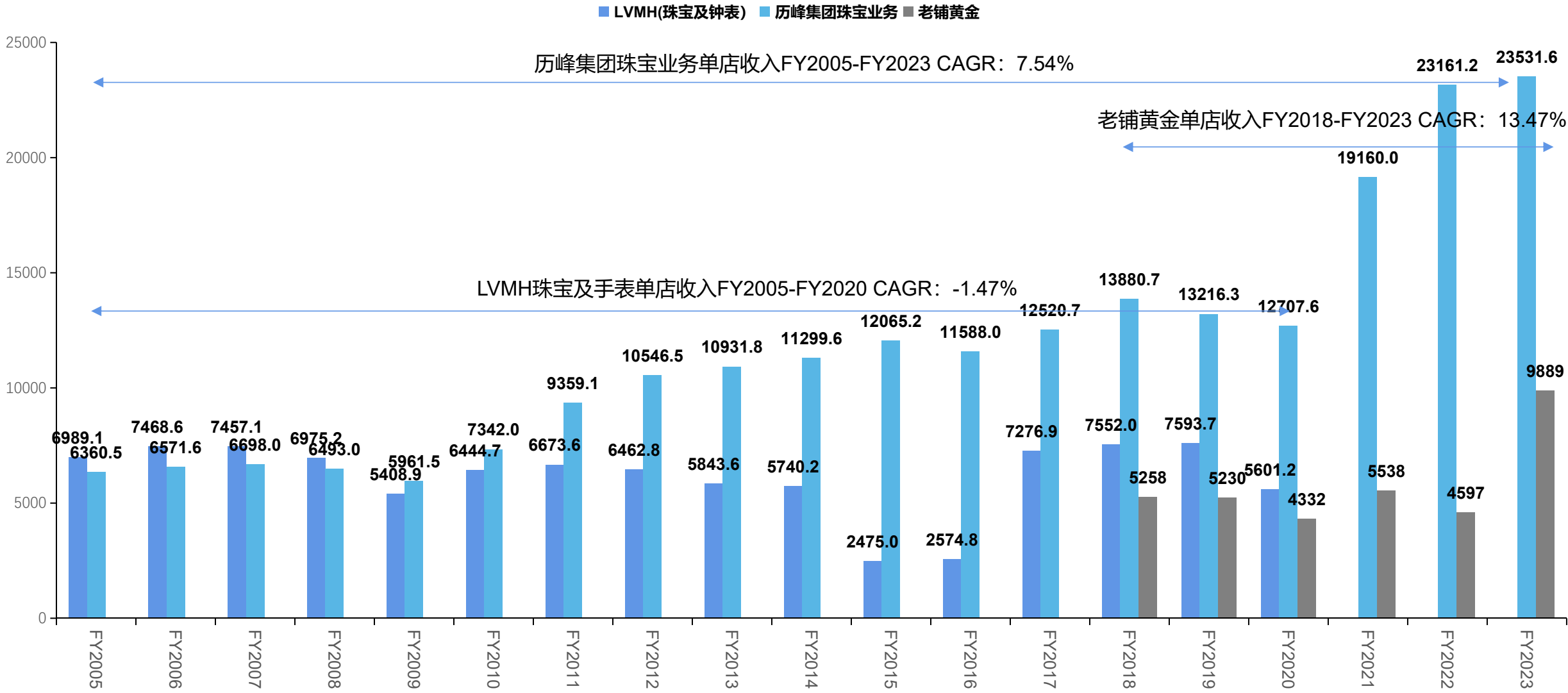
老铺黄金拓店：全国top30最具影响商业中心（含并列）共计40家中覆盖率为30%，2024-2026年计划新增15家门店，仍有充足的高端商场提供空间

门店扩张空间：对比国际一线奢侈珠宝品牌截至2024年7月29日的中国内地门店数量，老铺黄金在中国内地或有1倍拓展空间



老铺黄金：参考奢侈品牌珠宝门店店效，或有翻倍空间

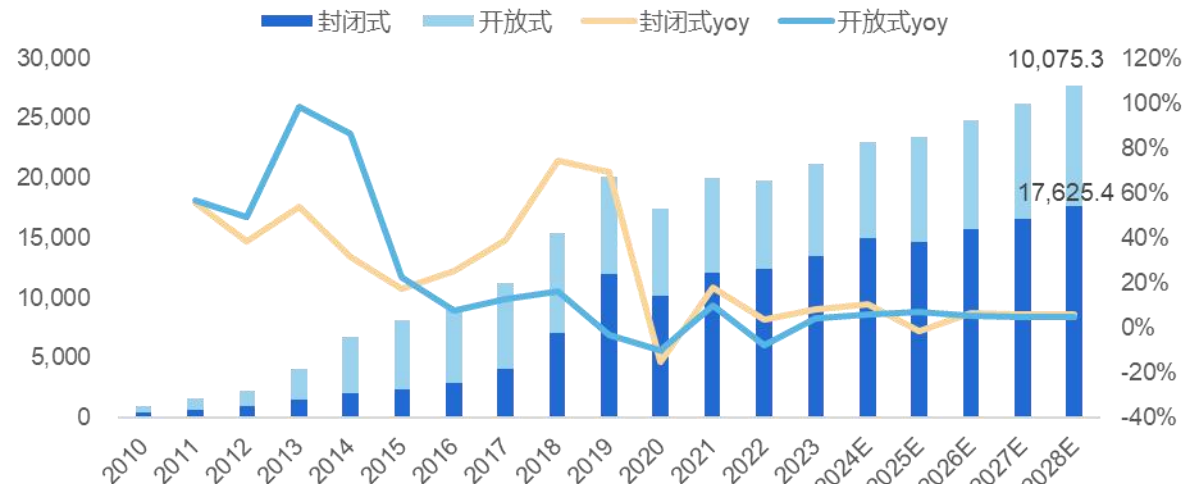
历峰集团珠宝业务单店收入(万元人民币), LVMH珠宝业务单店收入(万元人民币)和老铺黄金单店收入(万元人民币)比较：老铺黄金FY2023单店收入增长快速



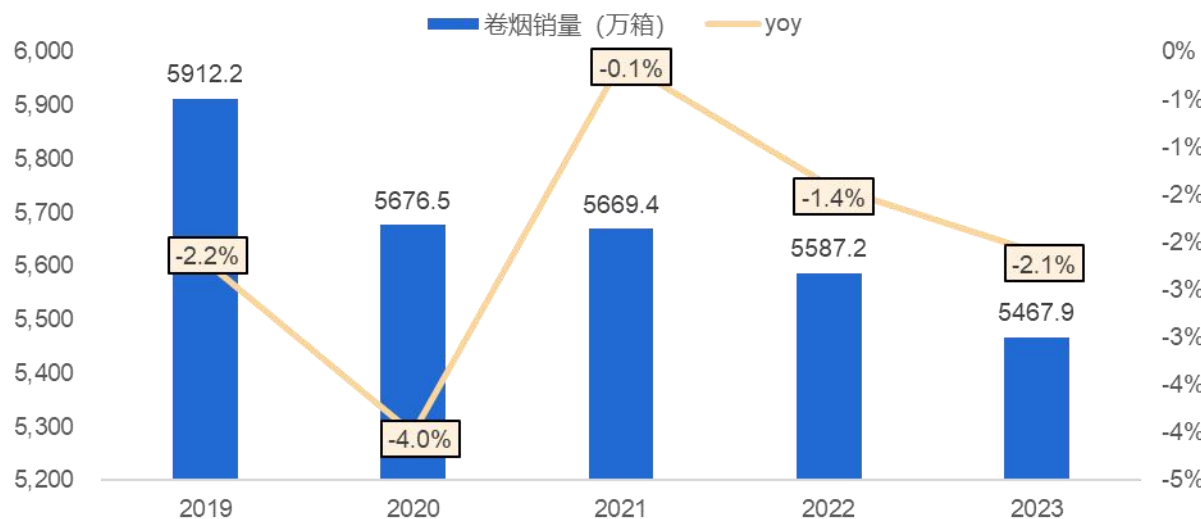
四、电子烟：关注海外换弹监管放松，合规龙头有望受益

电子烟行业：世界卷烟销量下行，电子烟可渗透空间广大

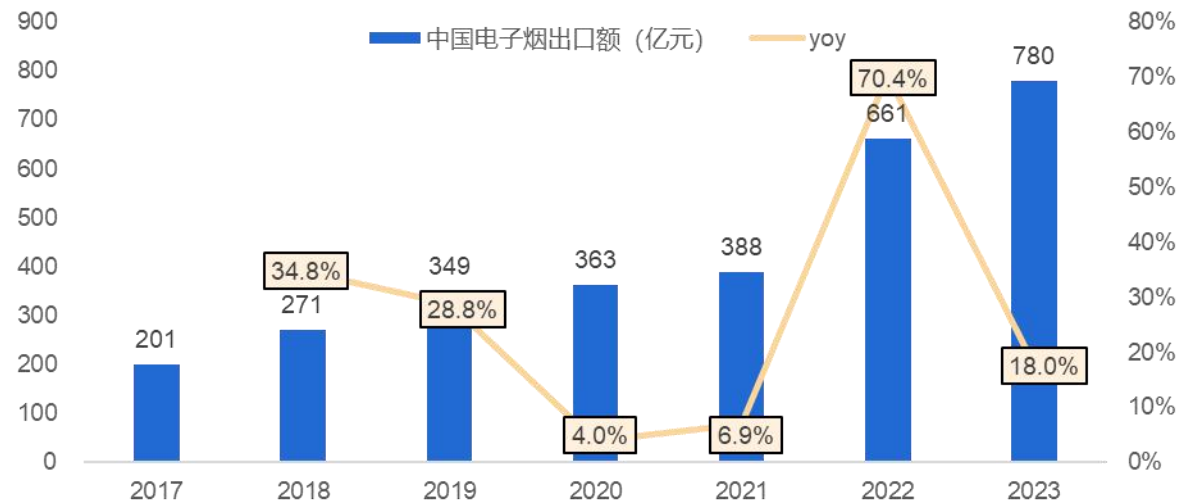
图：雾化电子烟行业规模（百万美元）：2023-2028E CAGR为5.5%



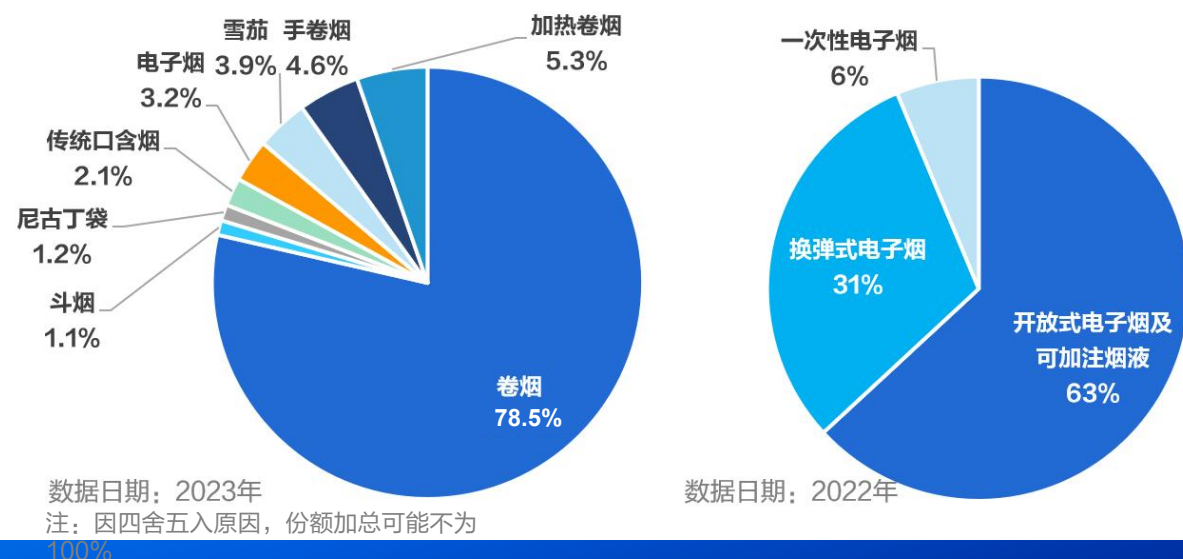
图：2019-2023年世界卷烟销量（除中国大陆）：卷烟销量下行



图：2017-2023中国电子烟出口额：2022-2023年出口额增速较2020-2021年回暖



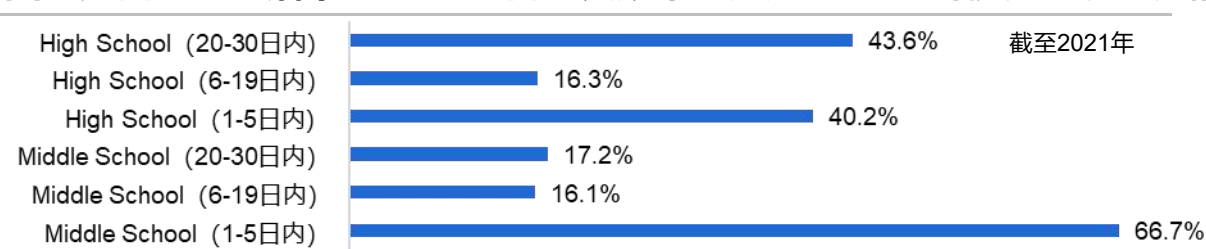
图：世界各类烟草类制品销售额占比情况：电子烟可渗透空间广大



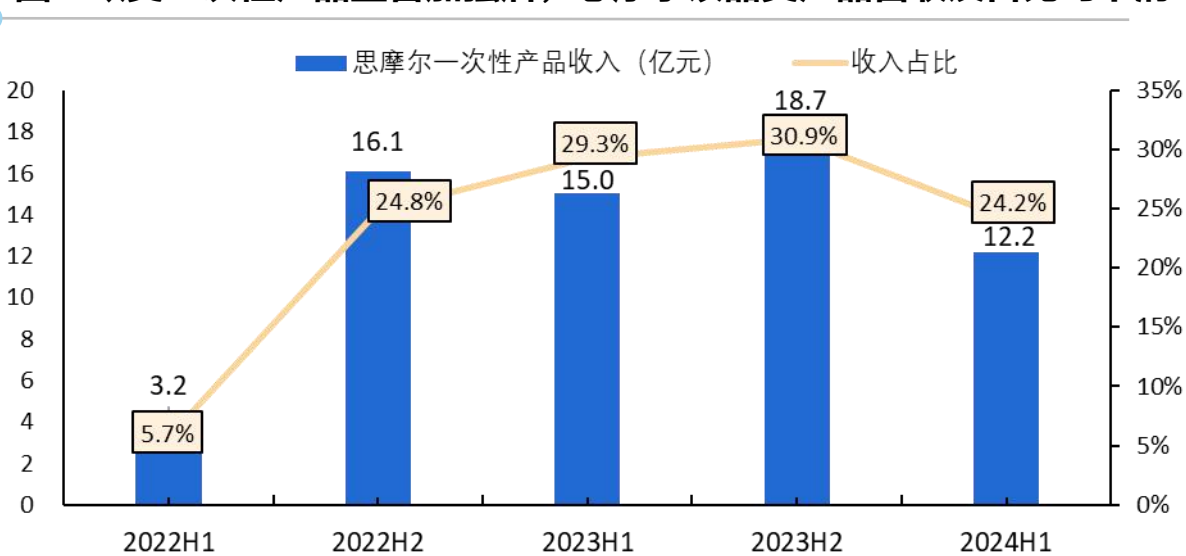
雾化电子烟国外监管：一次性电子烟监管加强，思摩尔毛利率有望从中受益

➤ 青少年吸食问题驱使监管转向一次性产品，低毛利率产品的转化有望提振思摩尔毛利率。由于青少年一次性雾化电子烟的使用比例增加，据CDC数据，2021年美国吸食电子烟的中学生中，有85%吸食的是一次性电子烟，驱使欧美政府加强了一次性产品的监管力度，传统的一次性雾化产品正在向换弹式及开放式产品转化。思摩尔此前毛利下滑主因低毛利的一次性产品收入占比上升，随着后续产品结构的改变，思摩尔毛利率有望从中受益。

图：美国吸电子烟中学生近30日吸食频率：超过85%人群使用一次性产品



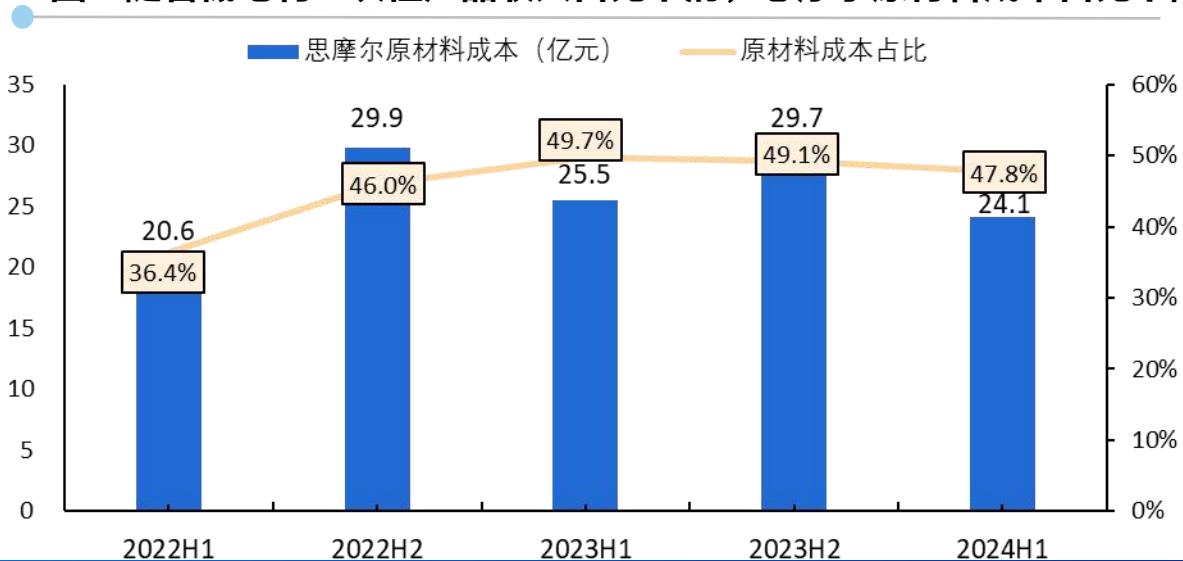
图：欧美一次性产品监管加强后，思摩尔该品类产品营收及占比均下滑



表：多国及地区实施一次性雾化产品的销售禁令

国家/地区	时间	一次性雾化电子烟相关重大法规及命令
英国	2024年1月29日	英国政府宣布，英国将禁止销售一次性电子烟，以解决青少年吸食电子烟人数不断攀升的问题，预计禁令正式公布后，将会设置6个月的过渡期。
欧盟	2024年10月10日	欧盟委员会已批准法国禁售一次性电子烟的法案。该法律于2023年12月由国民议会通过，至24年10月10日欧盟已批准该禁售法案，表明未来几个月法国将实施这项禁令。
欧盟	2024年3月	比利时获得欧盟批准，实施一次性电子烟禁令，计划于2025年1月1日生效。
美国	2024年3月20日	美国犹他州州长签署法案禁止销售口味电子烟烟弹和一次性设备，该禁令将于2025年1月1日生效。
美国	2022年12月	加州对调味烟草产品实施禁售令，该禁令不会直接影响开放式产品，但会限制在加州零售的调味一次性产品。

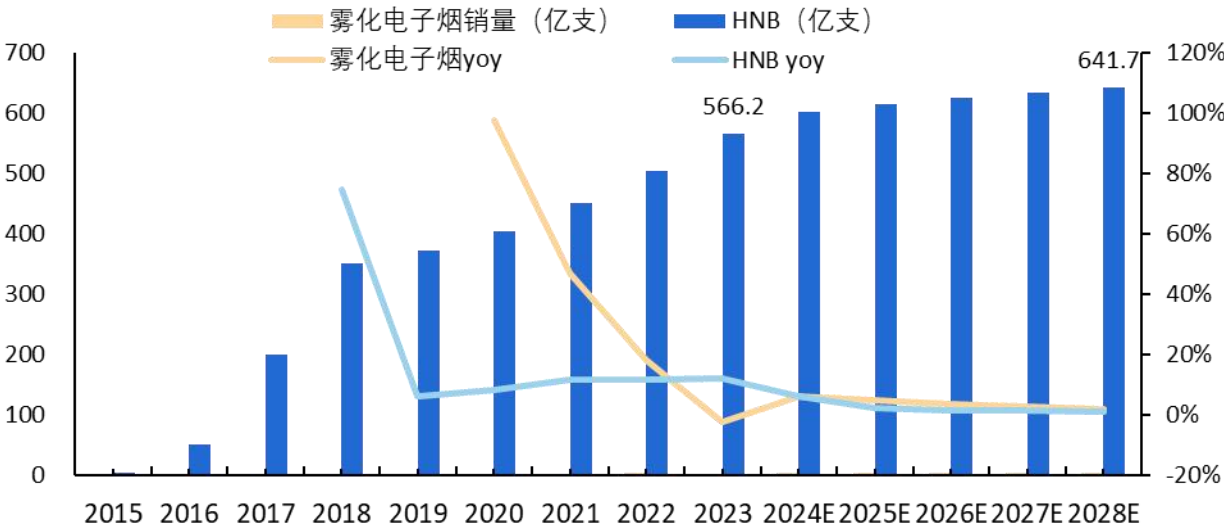
图：随着低毛利一次性产品收入占比下滑，思摩尔原材料成本占比下降



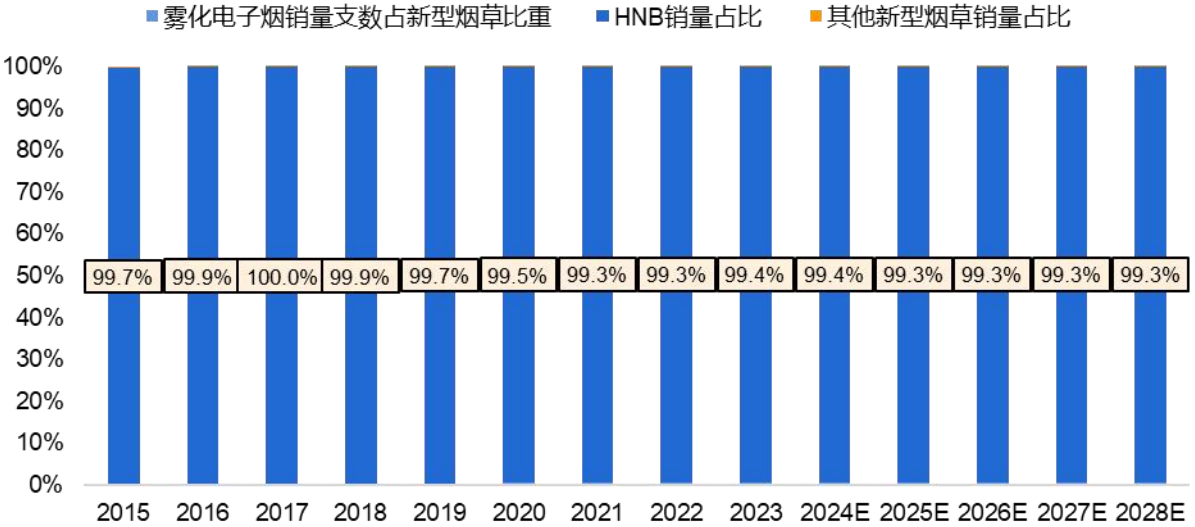
电子烟市场演绎：美国HNB专利战和解，思摩尔HNB产品有望受益

- 日本：政策压制雾化市场扩张，HNB销量为全球最高。**据Euromonitor数据显示，2023年雾化电子烟在日本仍是相对小众的新型烟草，销售额仅为香烟的约1%，主要因为日本政府限制雾化电子烟的尼古丁成分，这阻碍了香烟及HNB用户向雾化电子烟的转化。从HNB销量来看，日本HNB市场较发达，根据Euromonitor数据，2023年日本HNB销售量达5.7亿支，2019-2023年销量CAGR达11.0%。
- 美国：不合规产品出清，HNB市场空间广阔。**由于监管加强导致不合规一次性雾化电子烟出清，叠加尼古丁袋的高速发展（Euromonitor数据显示：2023年尼古丁袋销量占新型烟草的27%），美国雾化电子烟销量预计承压，但我们认为不合规一次性产品的出清有利于这部分人群向合规的换弹、开放式以及HNB产品转化。2024年2月菲莫国际与英美烟草HNB专利战和解，二者将在美国开始HNB的销售，但美国HNB市场目前仍较空白，根据Euromonitor数据，预计2025年美国HNB市场销量开始攀升，到2028年HNB销售量将占新型烟草市场的3.5%。
- 西欧：不合规产品出清，HNB发展迅速。**同美国相似，市场不合规的电子烟产品出清，有望为合规产品带来新增量。同时HNB市场发展迅速，根据Euromonitor数据，预计2023-2028年西欧HNB销量CAGR为11.5%，占新型烟草的销量比例预计将从2023年的29.0%提升至2028年的36.7%。

图：日本：2019-2023年HNB销量CAGR为11.0%

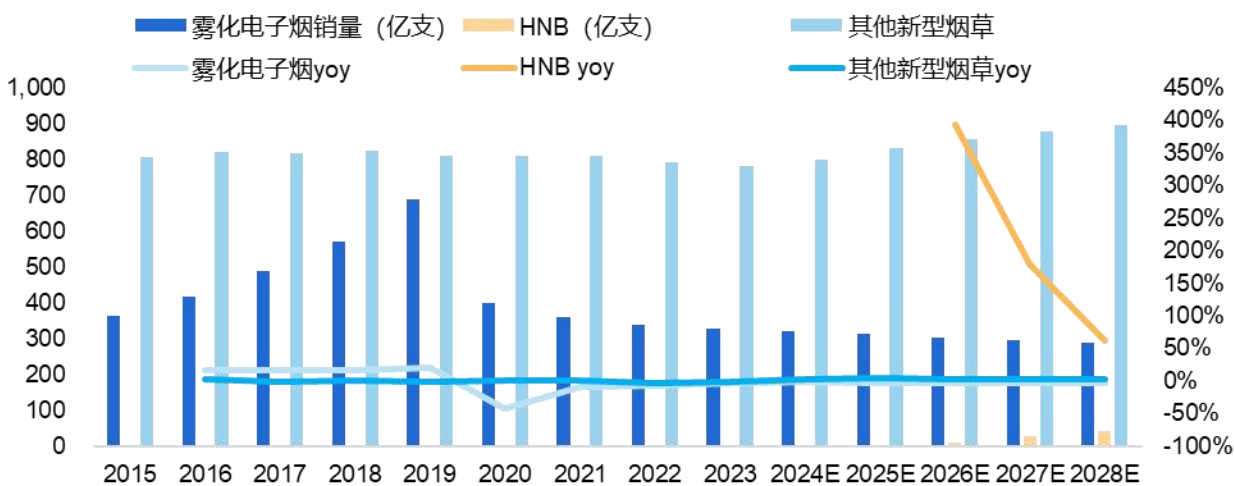


图：日本：2015-2023日本新型烟草销售支数占比中HNB占主导

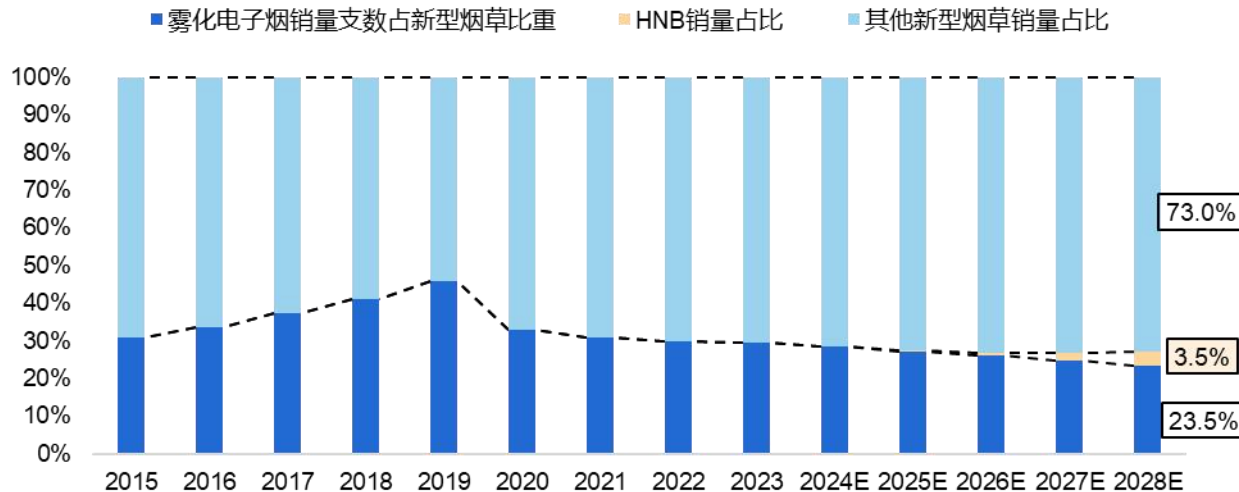


电子烟市场演绎：美国HNB专利战和解，思摩尔HNB产品有望受益

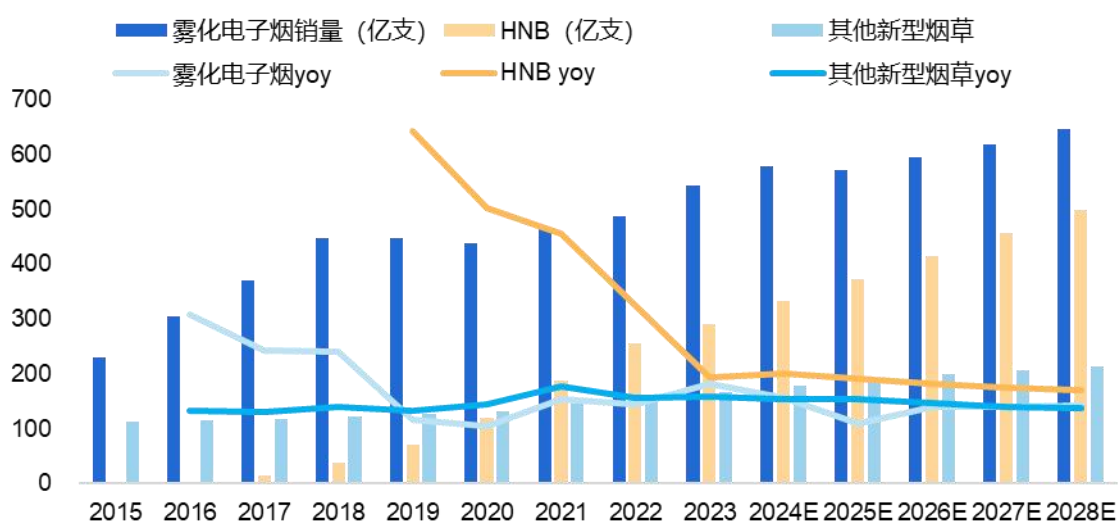
图：美国：不合规雾化产品持续出清，预计HNB 2025年重返美国市场



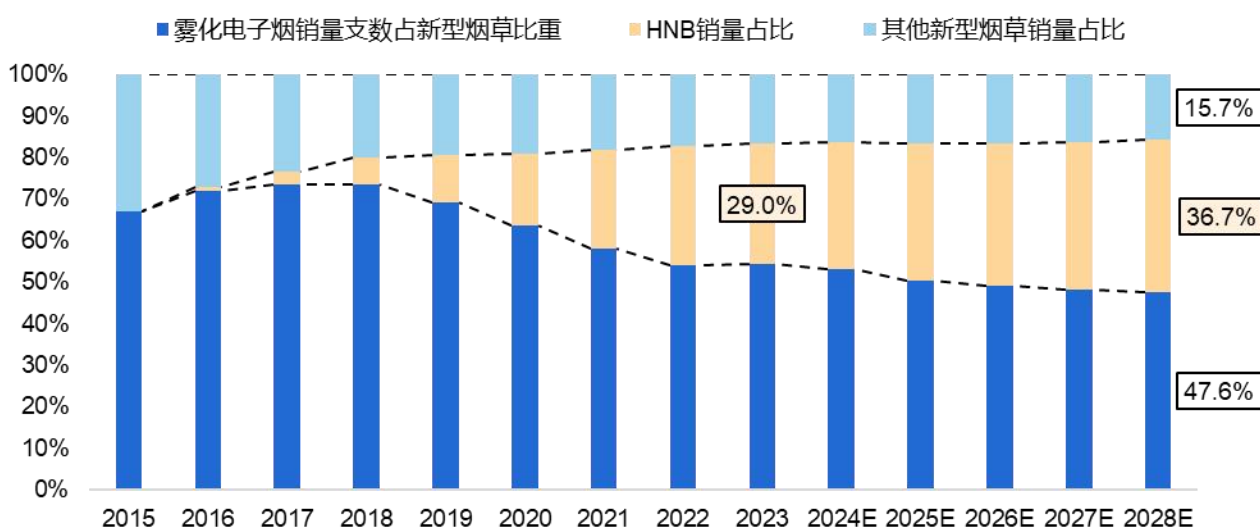
图：美国：尼古丁袋增长及不合规产品出清使雾化电子烟销量承压



图：西欧：预计2023–2028年HNB销量CAGR为11.5%

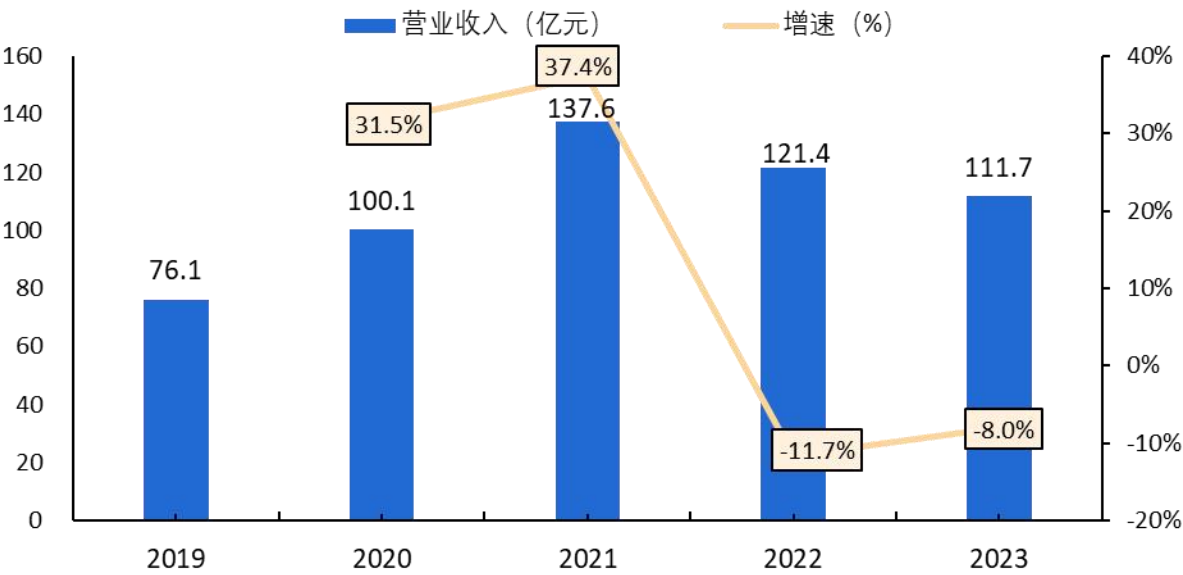


图：西欧：预计2024–2028年HNB销量占比持续增长

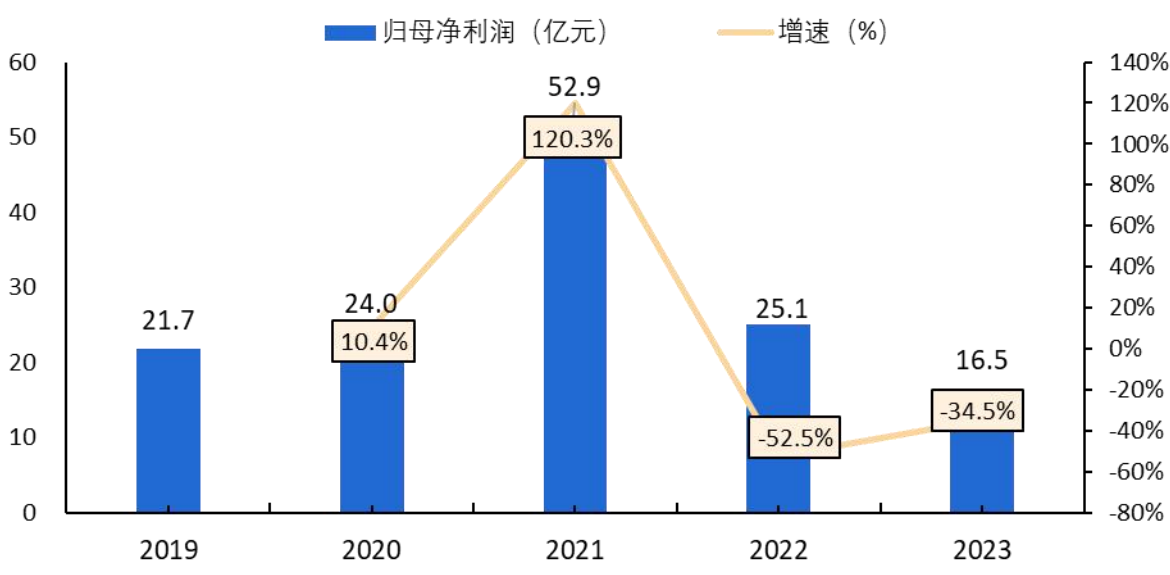


- **技术驱动的全球雾化解决方案的领航者。**思摩尔国际控股有限公司（SMOORE）成立于2009年，总部位于深圳市宝安区，是全球领先的雾化科技解决方案提供商。公司旗下主要拥有自有品牌（VAPORESSO等）和技术品牌（FEELM、CELL、METEX等）。截至2024H1，公司通过创新及领先的雾化科技解决方案主要运营三个主要业务板块：1）在封闭式电子雾化产品方面，公司推出了多款新型产品，满足了消费者对更佳使用体验和更高尼古丁传输效率的需求。2）开放式电子雾化产品方面，公司推出了XROS迭代版及GEN迭代版，市场反响热烈，助力自有品牌VAPORESSO市场份额进一步提升。3）在雾化医疗产品方面，公司积极与客户合作，开发吸入式给药产品，并在雾化美容领域推出了MOYAL岚至雾光美容仪，通过中国内地的头部线上平台进行推广。公司2024H1营收为50.4亿元，同比-1.7%，归母净利润为6.8亿元，同比-4.8%。
- **公司全球多点布局，2022年后中国大陆营收占比缩减。**公司在欧美地区运营6个配送中心，并在多个国际市场设有销售及研发中心。通过本地化营销团队和数字化系统，公司能够实时捕捉消费者喜好，迅速推出满足市场需求的新品。在国际市场方面，2024H1公司在欧洲及其他国家市场实现收入29.0亿元，同比+2.1%；在美国市场实现收入20.5亿元，同比-7.7%，面向企业客户的销售收入同比下降12.3%，主要受美国市场不合规电子雾化产品的影响，中国大陆营收为0.9亿元，同比+41.4%。

图：公司营收及增速

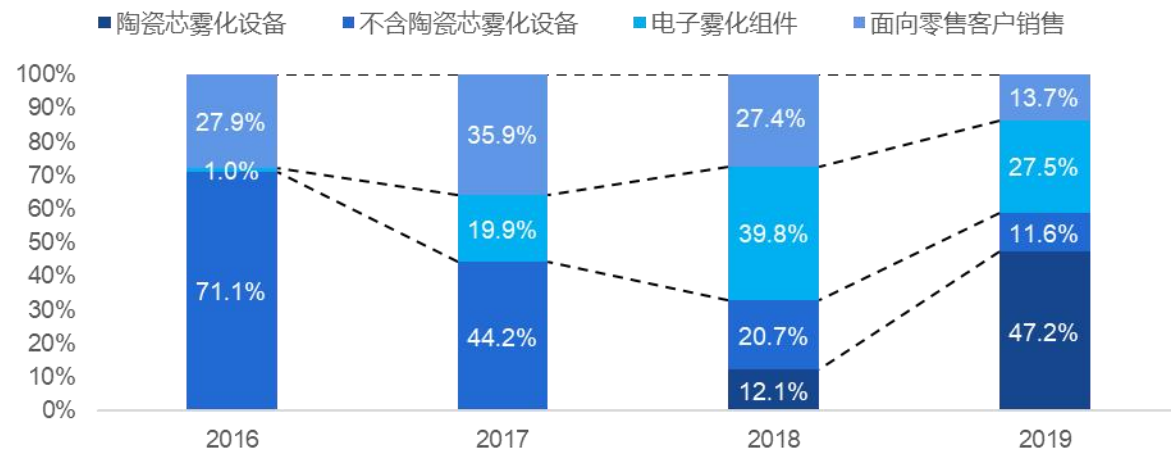


图：公司归母净利润及增速

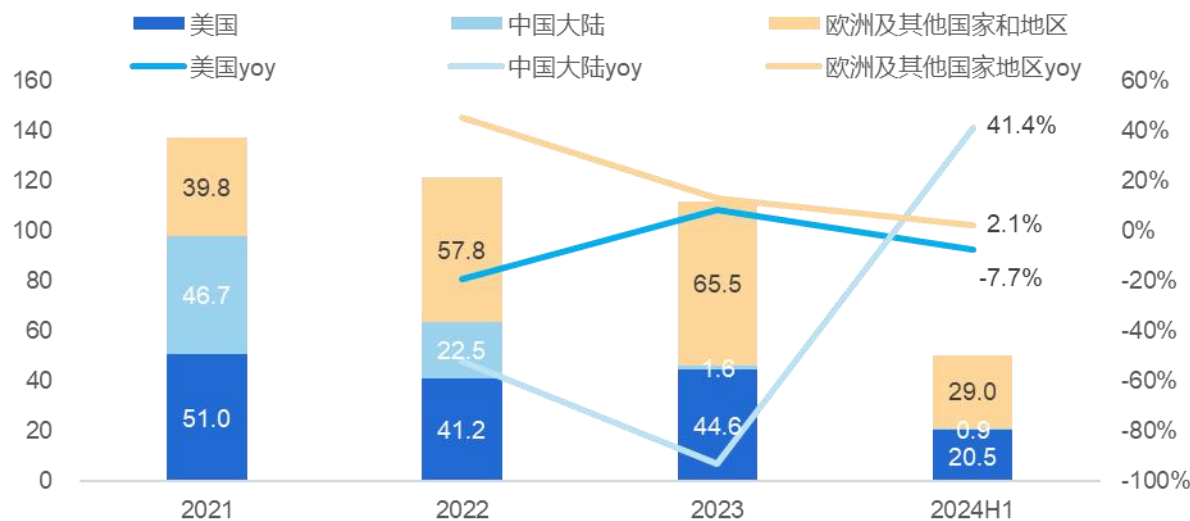


思摩尔国际：ToB营收为主，ToC业务营收提升

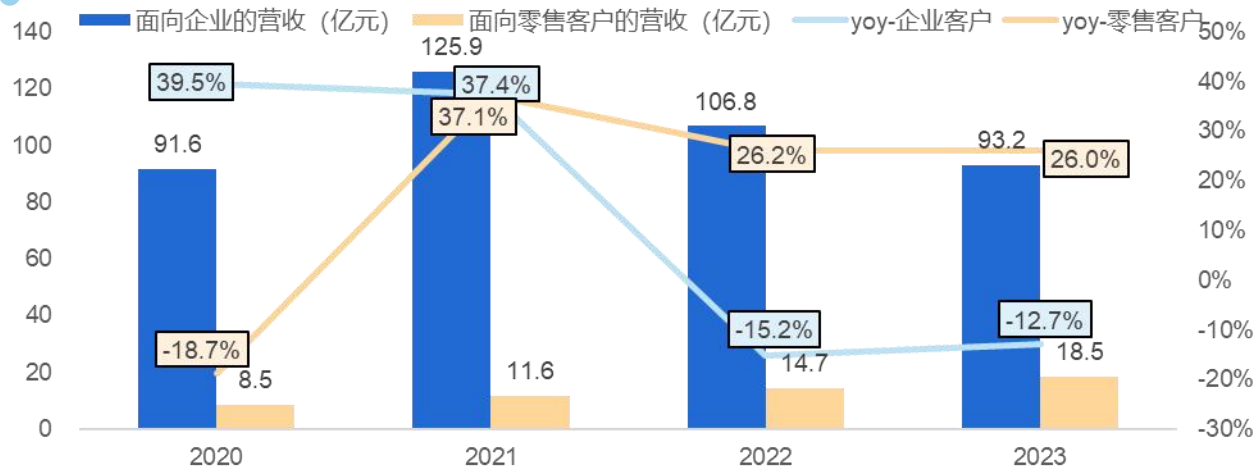
图：分产品营收占比：陶芯技术驱动陶瓷雾化设备收入占比提升



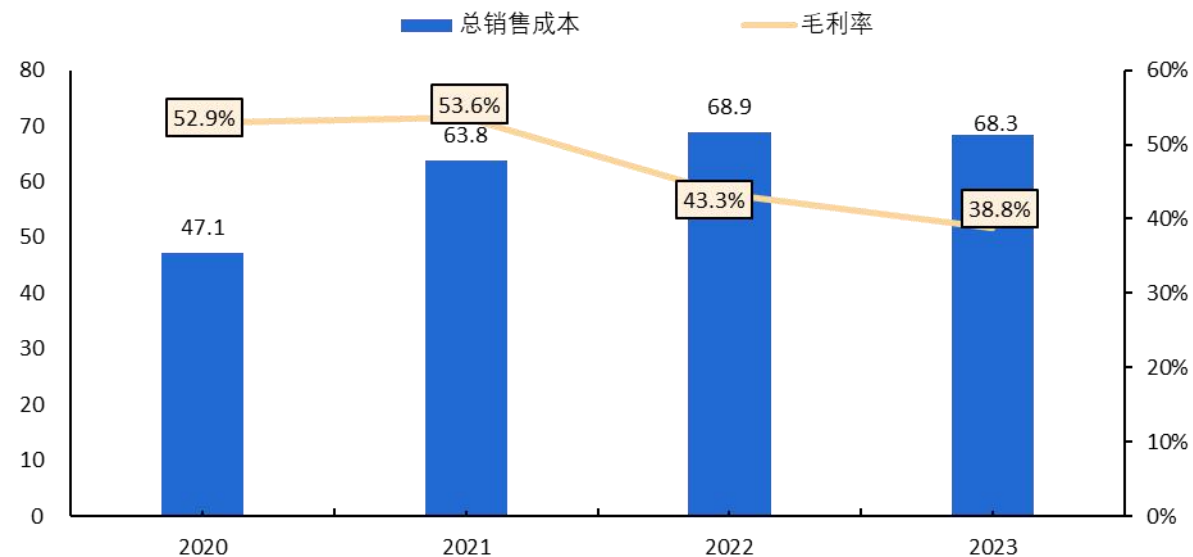
图：分地区营收情况（亿元）：截至2024H1中国大陆营收占比仅为1.7%



图：分客户营收情况（亿元）：自有品牌驱动ToC收入提升

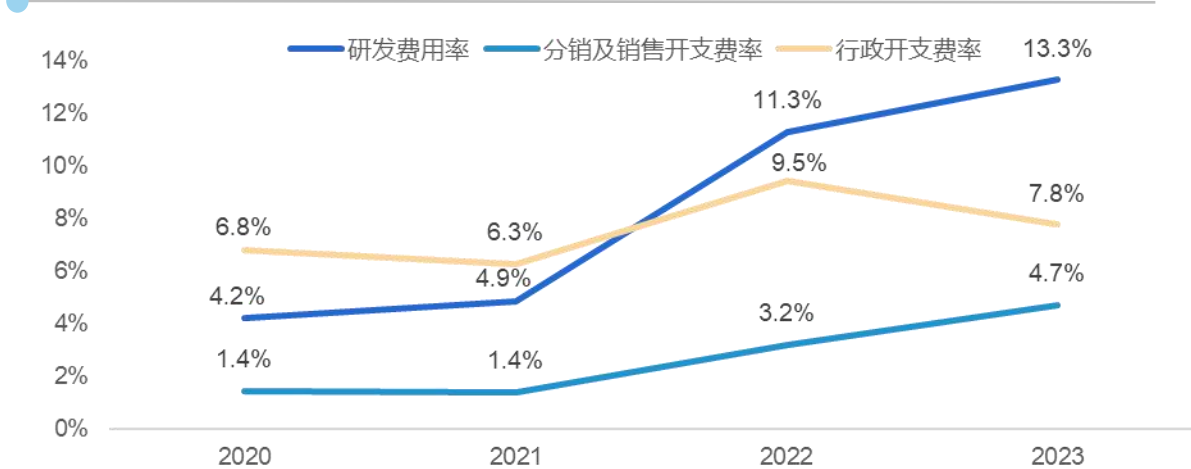


图：总销售成本（亿元）及毛利率：毛利率下滑主因高毛利中国市场收入减少及低毛利率一次性产品收入占比提升所致

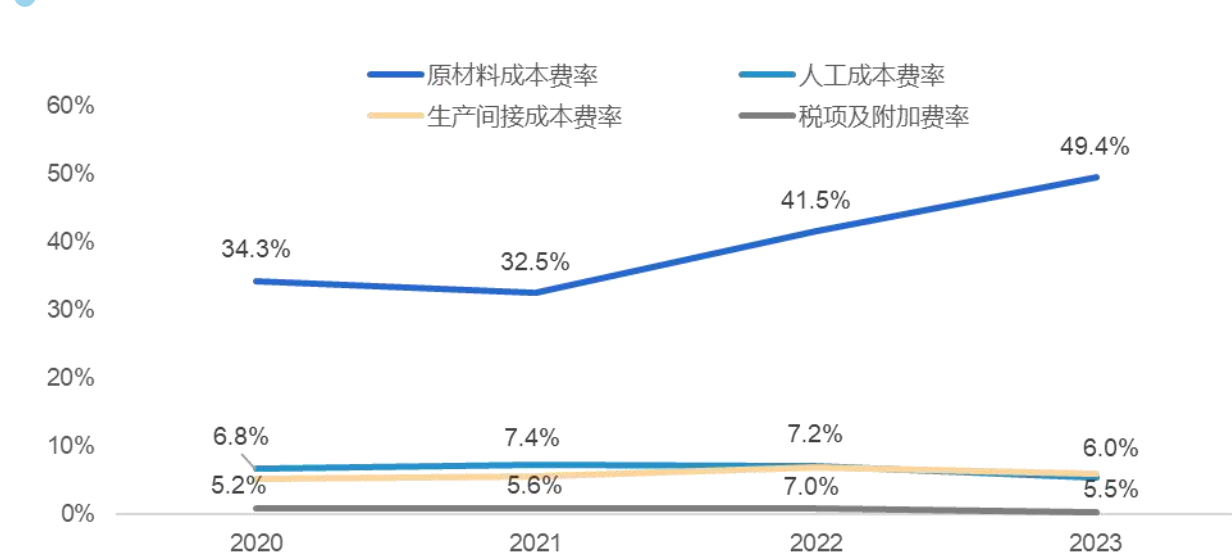


思摩尔国际：研发投入持续加大，雾化电子烟研发占比大头

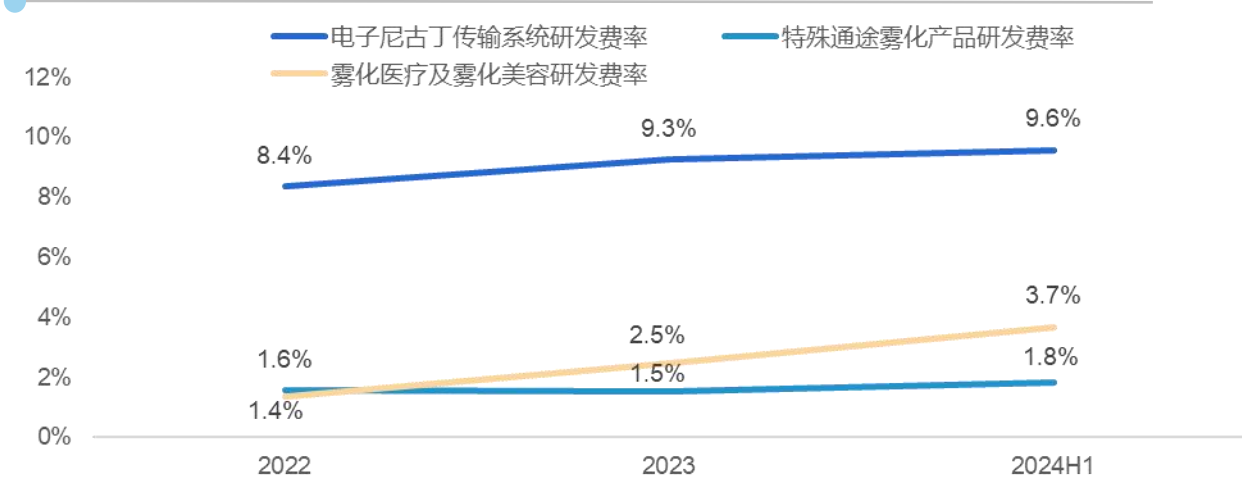
图：费用率：公司持续加码研发投入的占比



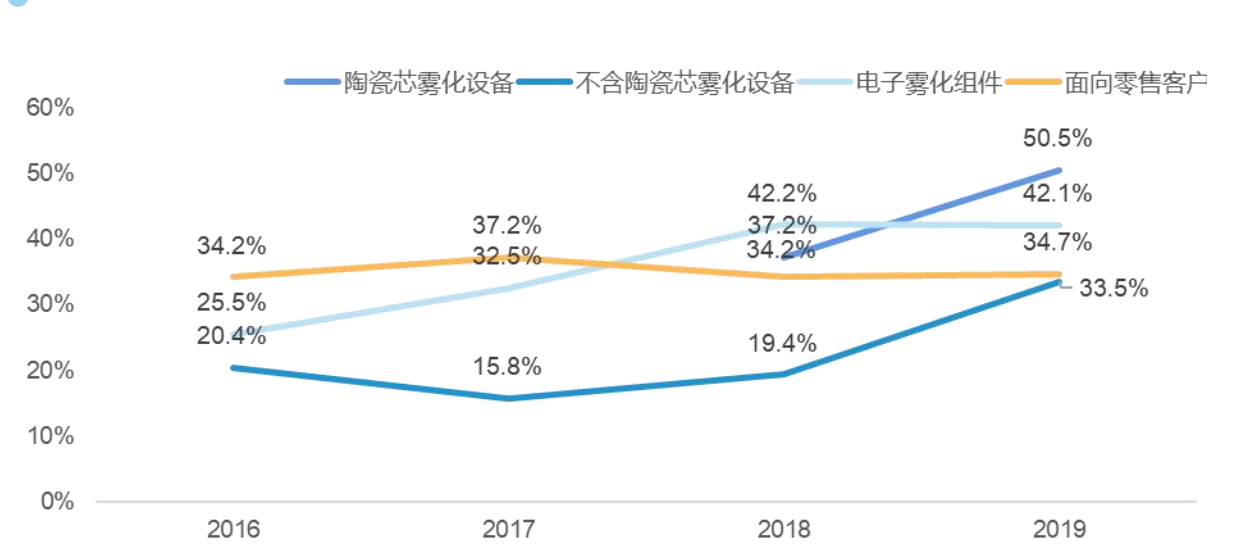
图：总销售成本费率拆分：低毛利率一次性产品占比提升导致原材料成本费率提升



图：分业务研费用率：雾化电子烟研发投入占比大头，费率持续提升



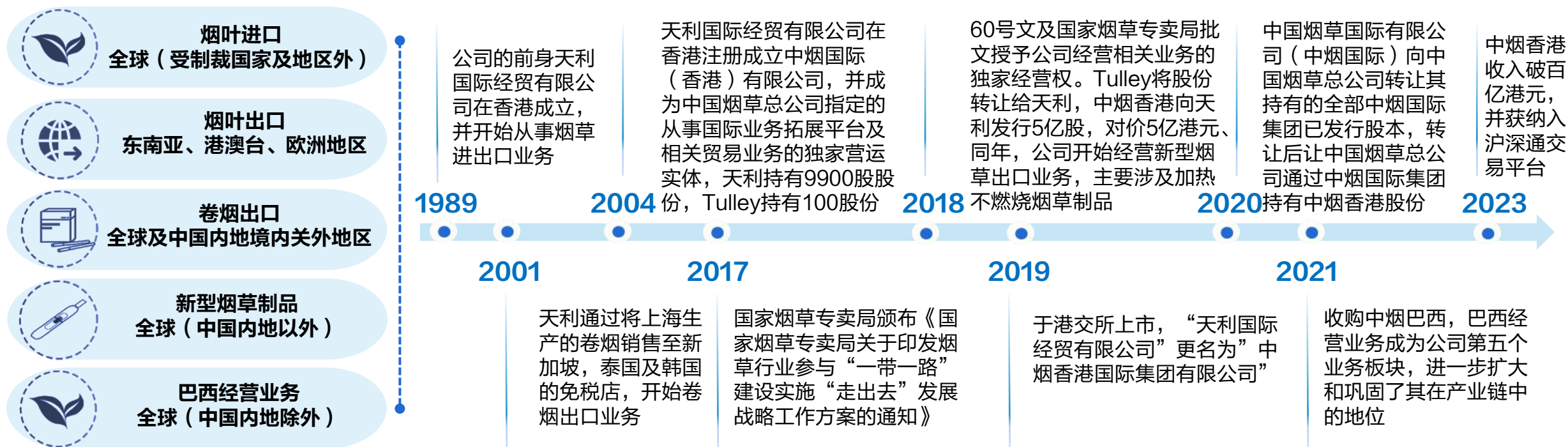
图：各项业务毛利率：招股书显示2019年陶瓷雾化设备毛利率最高



中烟香港：中烟体系内唯一烟草主业上市公司，看好“内生+外延”增长驱动

➤ **中烟香港是中国烟草体系内唯一烟草主业上市公司。**公司成立于2004年，在2019年在香港联交所上市，现为中国烟草体系内唯一的烟草业务上市公司，并成为恒生综合指数、恒生消费品制造及服务业指数、MSCI沪港深可投资市场等指数的成分股。中烟香港经营业务领域涵盖新型烟草、卷烟、烟叶及雪茄等品类，市场区域覆盖东亚、东南亚、南北美、中东欧等50余个国家和地区，经营新型烟草品牌超过20个，卷烟品牌超过35个，雪茄品规超过35个。中烟香港于2021年收购中烟国际巴西有限公司（中烟巴西），并实际控制其附属的中巴烟草出口股份有限公司（中巴公司）。中巴公司在巴西核心产区开展烟叶生产、收购、加工、销售及出口业务，拥有超过2万户签约农户，每年原烟收购数量超过6万吨，销售市场和客户范围广泛。

图：中烟香港主要业务与发展历程



中烟体系：总公司境外资产丰富，整合空间可期

国家烟草专卖局
中国烟草总公司

两个机构一套人马

国内

专卖行政管理部门
(主要负责专卖监督、发展计划等)

商业部门
(主要负责烟叶的购销和成烟的销售工作)

工业部门
(主要负责成烟的研发和生产工作)

其他直属单位

合属办公

业务合作

国际

中烟国际集团有限公司

中烟国际(香港)有限公司

中烟国际巴西有限公司

天泽烟草有限责任公司

中烟国际(北美)股份有限公司

中烟国际阿根廷有限公司

中烟国际中东公司

中烟菲莫国际有限公司

中烟英美烟草国际有限公司

烟叶类产品进口

烟叶类产品出口

卷烟出口

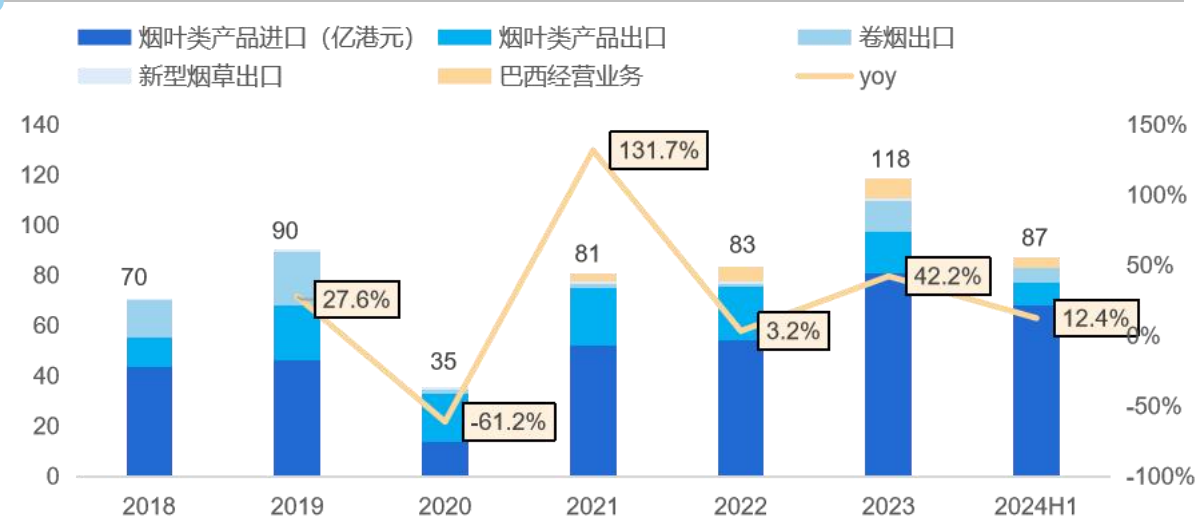
新型烟草制品出口

巴西经营

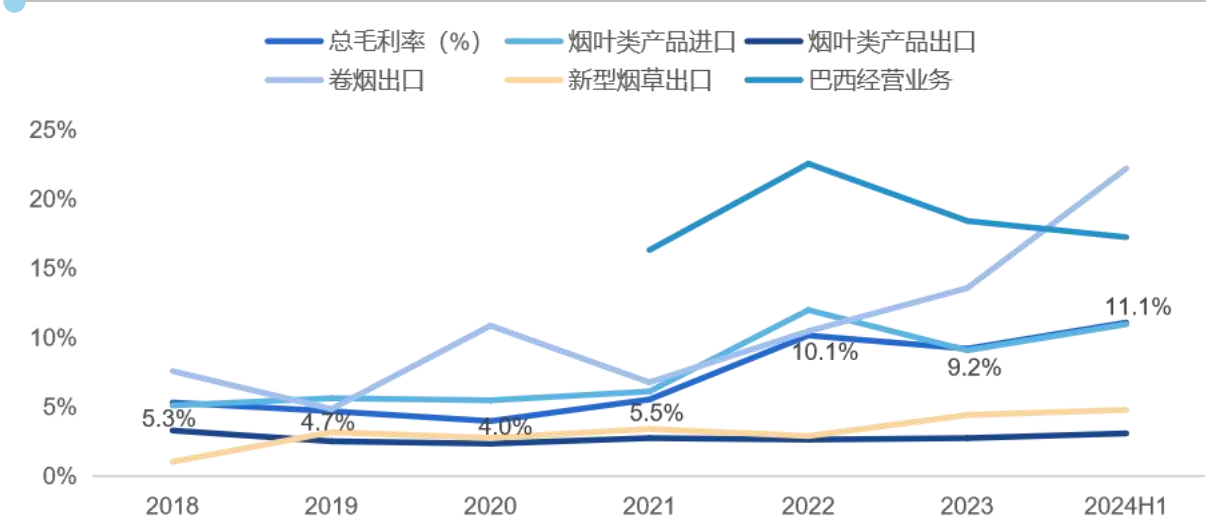
中烟香港：2023年营业收入增长率达42.19%，经营利润率稳步提升



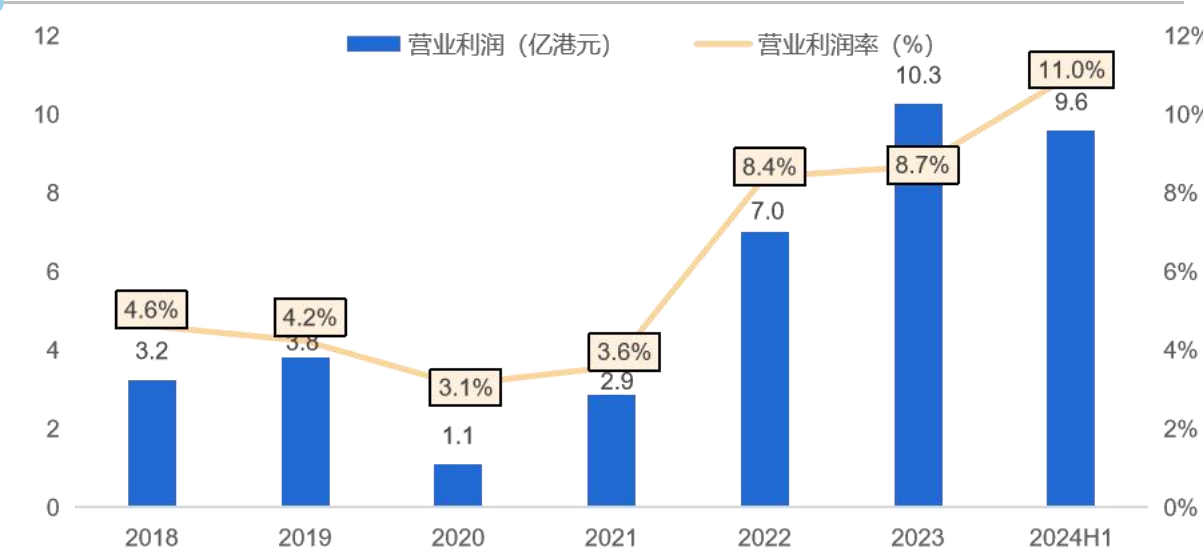
图：收入及增速：2023年营业收入创新高，2024H1收入为87亿港元



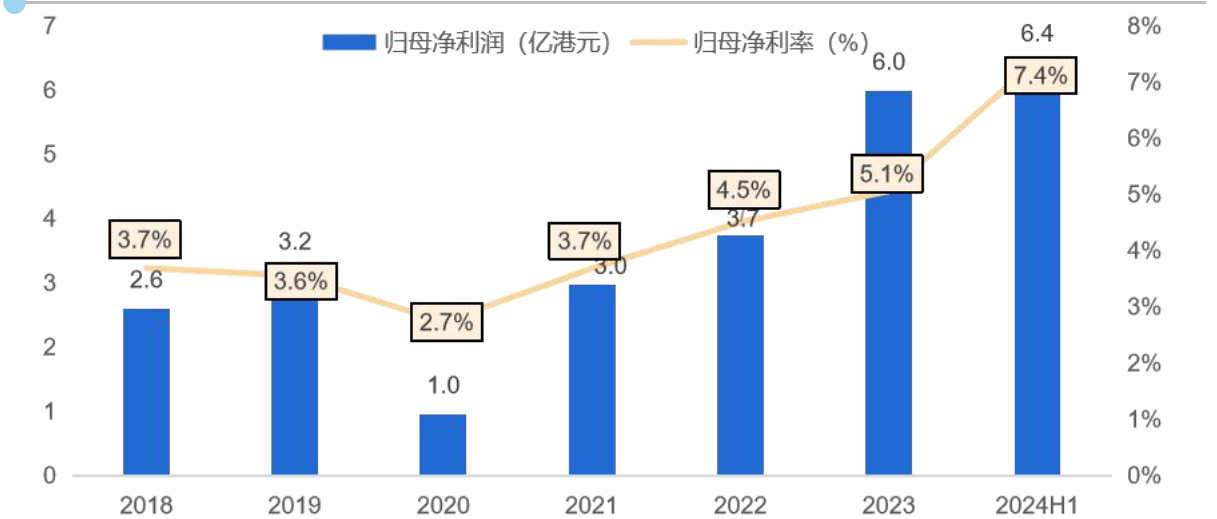
图：毛利率：巴西业务并入后带动毛利率提升，2024H1公司总毛利率达11.1%



图：经营利润：经营利润率近4年稳步提升，2024H1达11.0%



图：归母净利润：2020年后净利率持续修复，2024H1达7.4%



注：2021年归母净利润已剔除一次性收益

五、现制咖啡：关注价格战缓和及开店高峰后的咖啡龙头

现磨咖啡：瑞幸咖啡门店数大幅领先，下沉市场布局占优

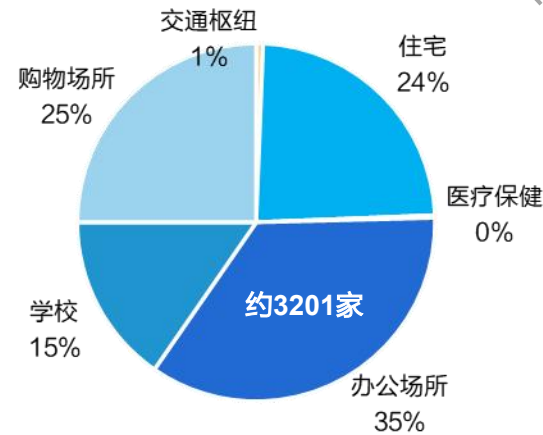
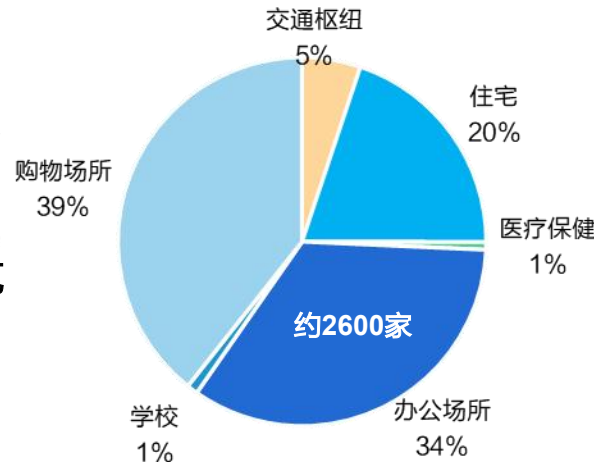
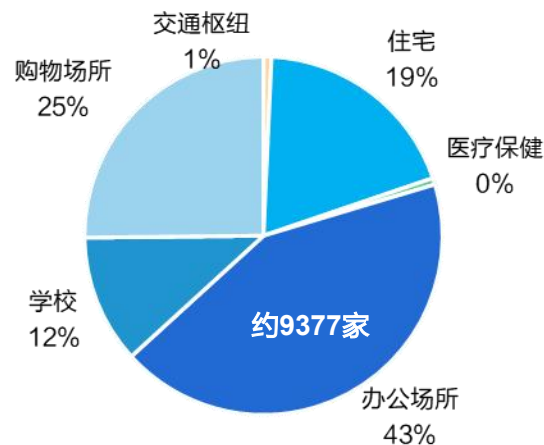


- **瑞幸门店数量遥遥领先。**截至2024年12月10日，根据极海品牌监测数据，瑞幸门店数已达21878家。瑞幸率先布局下沉市场，三线及以下城市门店占比33.6%，总数达7349家，星巴克为15.8%，总数为1212家。
- **下沉市场竞争加剧，瑞幸绝对数量仍占优势。**库迪咖啡以及幸运咖凭借其较低的客单价，也在三线及以下城市打开了市场，其中库迪咖啡三线及以下店铺占比为38.7%，幸运咖为67.5%，但瑞幸在三线及以下城市咖啡馆的数量上仍处于领先地位。

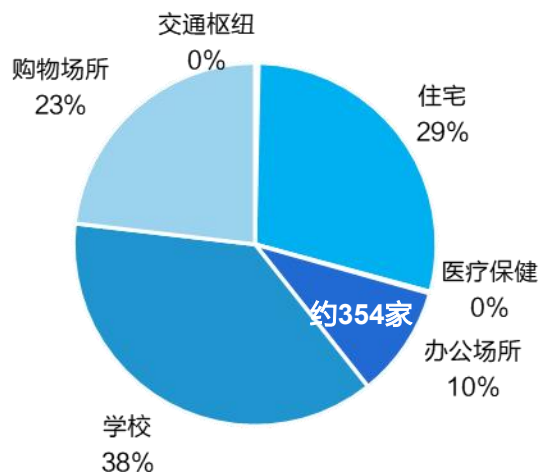
品牌	星巴克中国	瑞幸咖啡	库迪咖啡	Manner	幸运咖	Tims中国	M Stand
门店总数	7650	21878	9134	1611	3561	979	558
客单价（元）	41	19	12	22	8	30	43
覆盖省份数	29	31	31	25	31	26	18
覆盖城市数	287	333	345	61	326	79	37
一线城市店数	2427(31.73%)	3847(17.58%)	816(8.84%)	1060(65.80%)	31(0.87%)	358(36.57%)	292(52.33%)
新一线城市店数	2569(33.58%)	6126(28.00%)	2709(29.33%)	408(25.33%)	557(15.64%)	334(34.12%)	212(37.99%)
二线城市店数	1442(18.85%)	4656(21.28%)	2179(23.60%)	115(7.14%)	570(16.01%)	175(17.88%)	47(8.42%)
三线城市店数	729(9.53%)	3615(16.52%)	1662(18.00%)	24(1.49%)	1058(29.71%)	94(9.60%)	7(1.25%)
四线城市店数	348(4.55%)	2562(11.25%)	1092(11.82%)	0	777(21.82%)	17(1.74%)	0
五线城市店数	135(1.76%)	1172(5.36%)	777(8.41%)	0	568(15.95%)	0	0

现磨咖啡：细分场景错位竞争，瑞幸于办公场所领跑同行

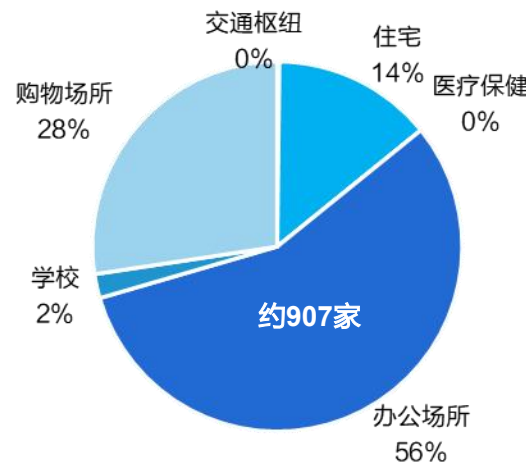
► **切分场景竞争，瑞幸依旧领先。**根据2024年12月10日极海数据监测，瑞幸咖啡店有43%开在办公写字楼，星巴克主要开在购物场所，占比达39%。瑞幸咖啡精准布局对“快咖啡”需求较高的白领人群，发挥其“性价比”+“专业咖啡店”的优势切分市场，最大化其竞争优势。同样重点布局办公场所的咖啡品牌还有Tims中国占比达52.57%，Manner咖啡占比达56%，库迪咖啡占比达35%，但瑞幸在写字楼9377家店铺的优势使其仍处于领先地位。



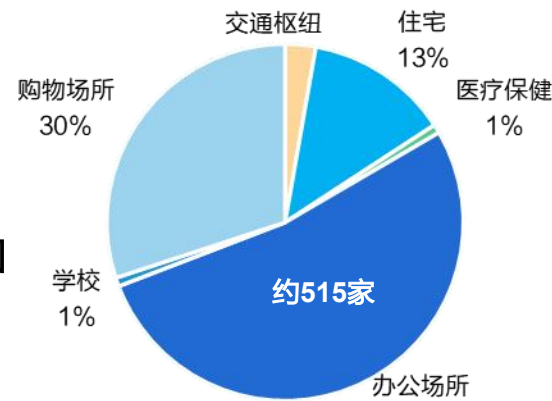
幸运咖



Manner



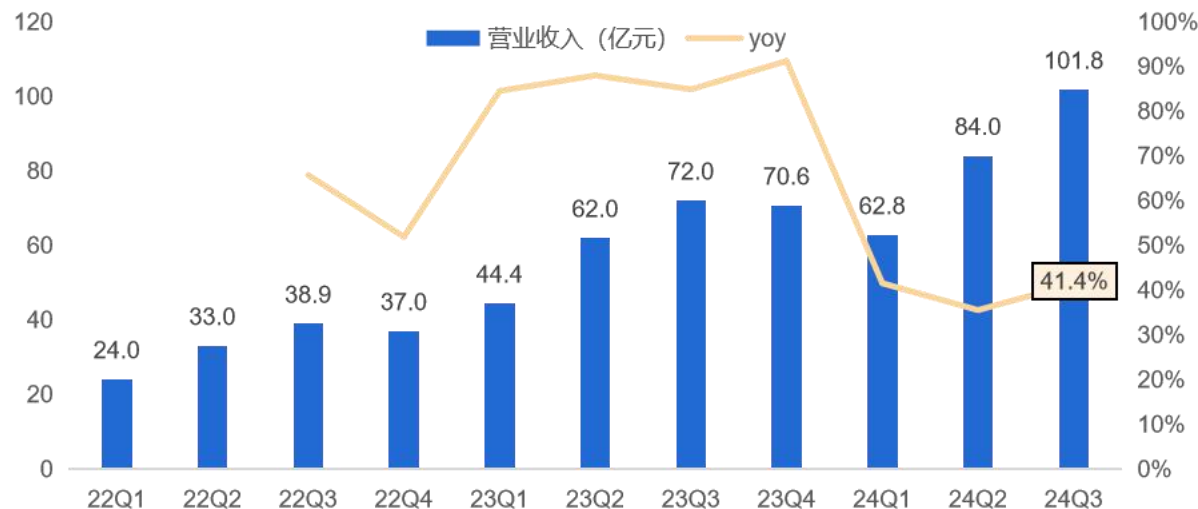
Tims中国



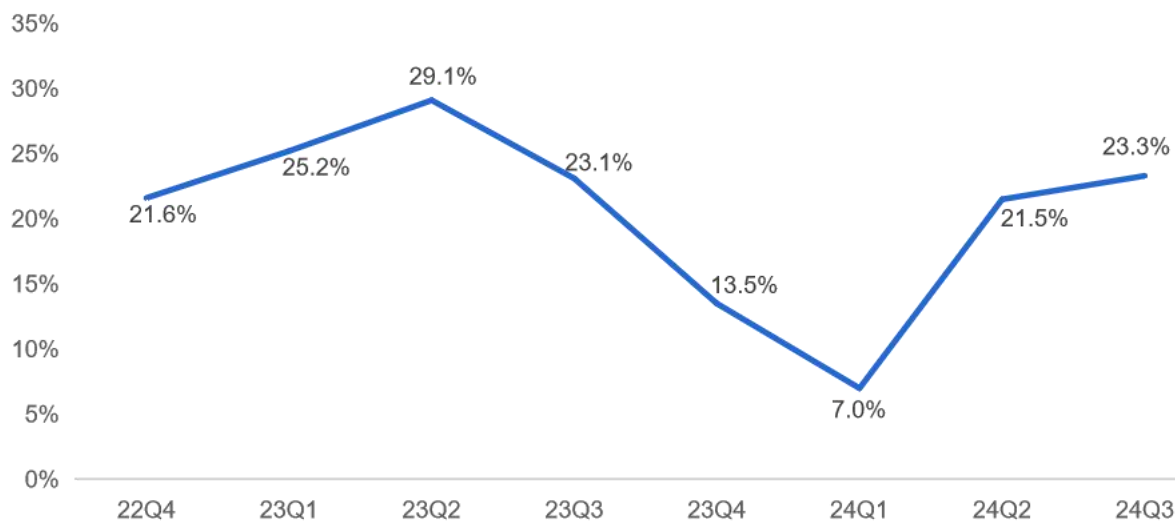
注：因四舍五入原因，部分绘图与实际数据有差异，因此Tims中国办公场所占比为52.57%未作显示。

瑞幸咖啡：营收及利润创季度新高，海外扩张蓄势待发

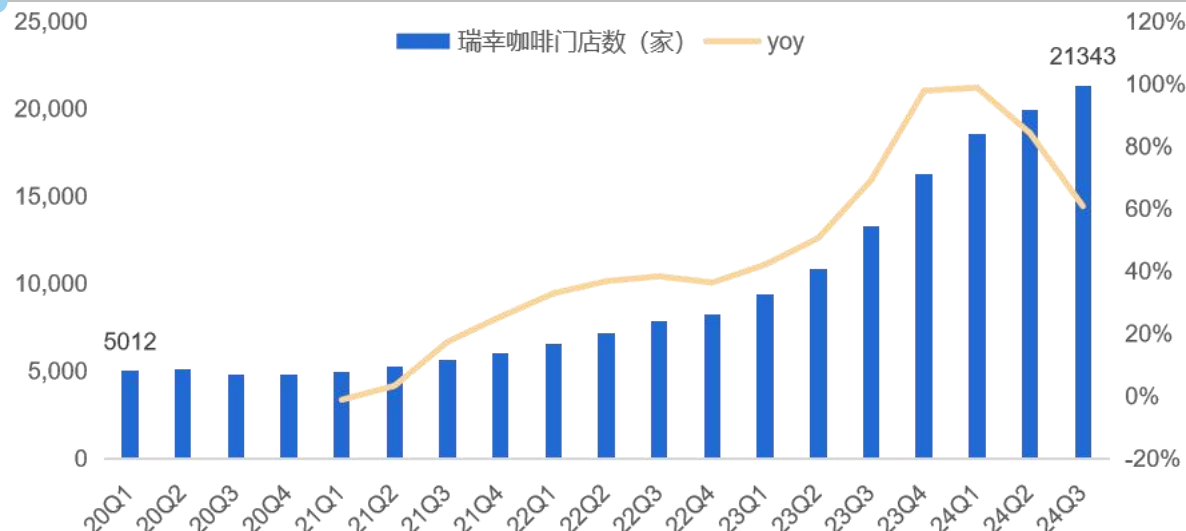
图：营业收入：2024Q3营业收入创单季度新高，达101.8亿元，同比+41.4%



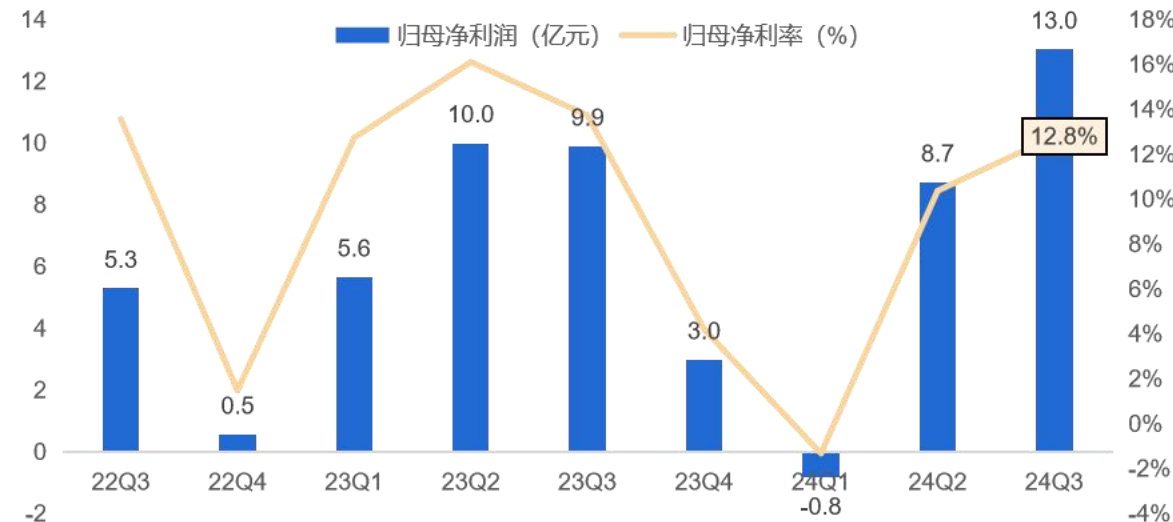
图：自营门店端营业利润率：2024Q3自营门店端营业利润率较上3季度有所修复



图：门店数量：截至2024Q3门店数达21343家，拓店速度较上3季度放缓



图：归母净利润：2024Q3归母净利润创单季度新高，达13.0亿元

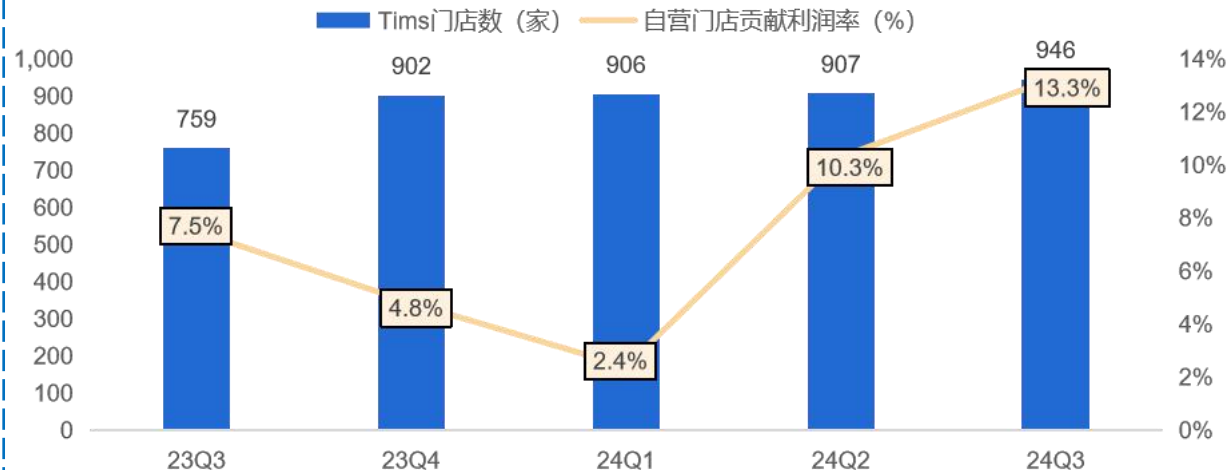


TIMS中国：自营店贡献利润率达季度新高，关注后续盈利改善情况

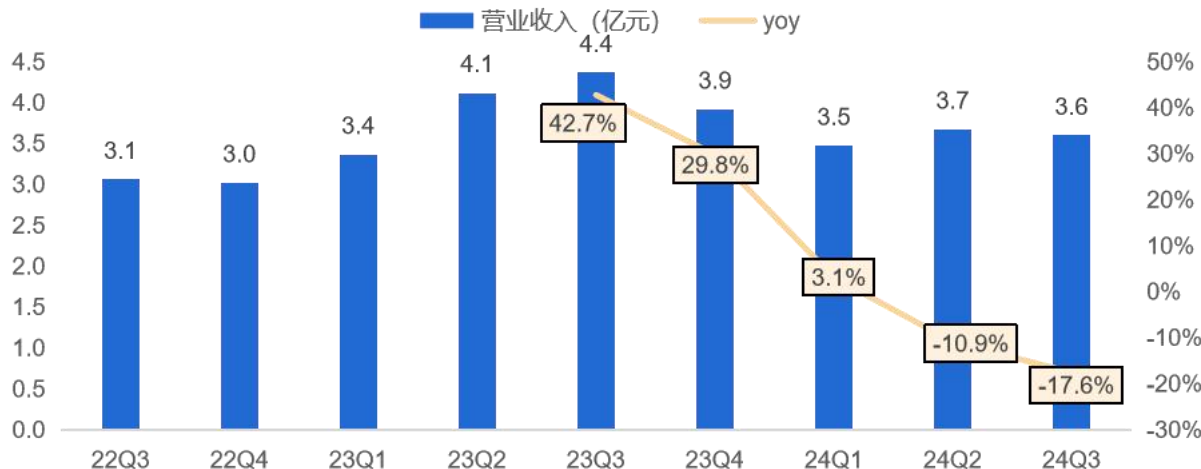
➤ **亏损持续缩窄，关注后续门店盈利改善。** TIMS中国于2019年2月在中国开设了第一家咖啡店，主要提供现制咖啡、茶、其他饮料、面包、配餐及三明治，公司目标为到2026年开设超过2750家门店。截至2024Q3，公司门店总数为946家，收入达3.6亿元，同比-17.6%，经调整净利润为-0.41亿元，2023年同期为-1.0亿元，亏损自2023Q4以来持续缩窄，经调整EBITDA于2024Q2转正，自营店贡献利润率于2024Q3实现单季新高，达13.3%。关注后续公司门店拓张及盈利改善情况。



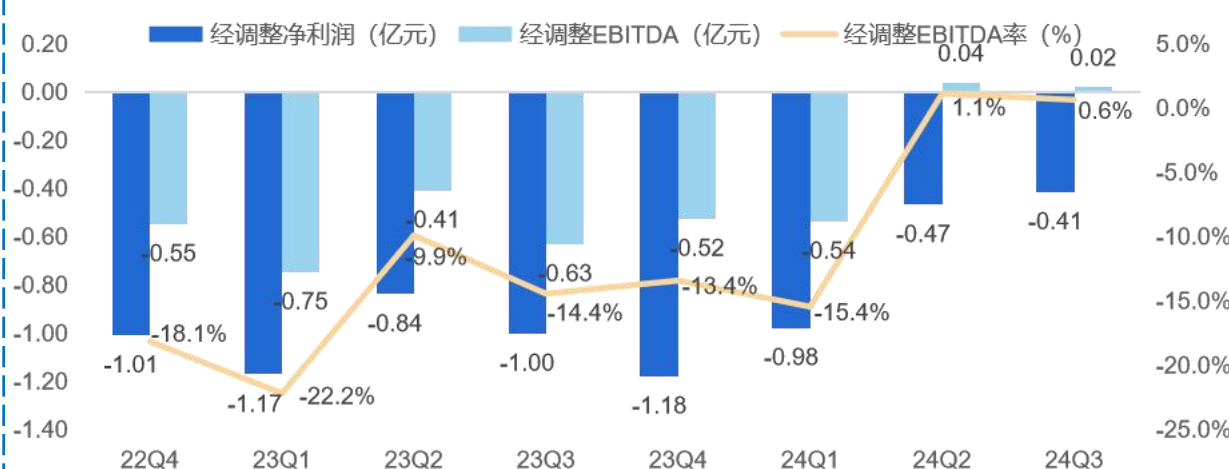
图：24Q3门店数达946家，自营店贡献利润率达季度新高



图：24Q3公司营收为3.6亿元，同比-17.6%



图：经调整净亏损缩减，经调整EBITDA转正



六、投资建议与行业评级

投资建议与行业评级

- 积极关注外资小众运动品牌，有望进一步蚕食运动巨头市场份额。由于产品创新缺乏以及消费者偏好变化等原因，传统外资运动鞋服品牌增长乏力；小众品牌所处细分运动赛道近年热度提升，中高端定位带来“身份认同感”使其承接消费降级下奢侈品部分客群，有望进一步抢占传统运动品牌市场份额。对应2025年1月8日收盘价及FY2025/2026/2027年盈利预测，Deckers Outdoor (DECK.N) PE为36/32/29X，对应2025年1月8日收盘价及FY2024/2025/2026年盈利预测，Amer Sports (AS.N) PE为78/47/36X，根据彭博一致预期，On Holding (ONON.N) PE为67/53/40X。
- 持续看好国产运动鞋服行业，低估值已具较强吸引力。消费复苏下，运动鞋服品牌估值具备性价比，对应1月8日收盘价及2024/2025/2026年盈利预测，李宁 (02331.HK) PE 13/11/10X (wind一致预期)，安踏体育 (02020.HK) PE 14/14/12X，特步国际 (01368.HK) PE 11/10/9X，361度 (01361.HK) PE 7/6/5X。高分红标的设计师品牌江南布衣 (3306.HK) 增长稳健，FY2025–FY2027年PE分别为9/9/8X。中游制造方面，下游品牌客户去库存顺利，看好申洲国际 (02313.HK)、九兴控股 (02199.HK) 利润率持续修复，2024/2025/2026年PE分别为14/13/11X及11/10/9X (wind一致预期)。
- 2025年看好电动工具、OPE行业基本面修复，需求端修复叠加成本端下行推动业绩恢复，对应1月8日收盘价，创科实业 (0669.HK) 2024/2025/2026年PE为20/17/15X，泉峰控股 (02285.HK) 加快越南产能布局，对应1月8日收盘价，2024/2025/2026年PE为10/8/7X；
- 推荐高端珠宝消费老铺黄金 (06181.HK)，关注后续拓店及出海发展情况。看好古法金龙头老铺黄金的品牌知名度提升及市场渗透率增长、线下门店数量继续扩张贡献业绩收入，对应1月8日收盘价，2024/2025/2026年PE为41/30/24X。
- 推荐IP兴趣消费品牌名创优品 (09896.HK)，关注后续海外直营及IP战略。目前IP兴趣消费需求提升，Beta向好；公司明确IP战略，后续推出的IP产品有望对同店注入新活力；海外直营开店加速导致同店稀释，关注后续直营新开业的爬坡带来同店数据提升；对应2025年1月8日收盘价，名创优品2024–2026年PE为20/16/14X。
- 推荐雾化龙头思摩尔国际 (06969.HK)，美国HNB起量有望带来新增长。当前不合规产品出清，有望趋势客群向合规换弹、开放式产品及HNB转化，公司有望从中受益；美国HNB专利战和解，后续HNB市场有望迎来增长，公司深度绑定英美烟草，后续有望从中受益；对应2025年1月8日收盘价，思摩尔国际2024–2026年PE为55/45/32X。关注中烟体系唯一烟草主业上市公司中烟香港 (06005.HK)，看好公司“内生+外延”战略。当前中烟集团海外资产丰富，其业务与资产有注入中烟香港的可能，中烟香港业务体量有望扩大；对应2025年1月8日收盘价，中烟香港2024–2026年PE为20/17/15X。
- 关注国内现制性价比咖啡龙头瑞幸咖啡 (LKNCY.OO)，后续同店爬坡及海外扩张有望带来新增长。公司门店数量领跑同行，随着行业竞争的减缓，公司同店有望持续修复；同时公司正积极出海，已在新加坡开始布局，后续还会评估美国等其他市场扩张，有望为公司带来新增量；对应2025年1月8日收盘价，瑞幸咖啡2024–2026年PE为18/12/10X。
- 综上所述，首次覆盖海外消费&纺织服装行业，给予“推荐”评级。

公司代码	公司名称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (X)			2025/1/8市值(亿元)	财务单位	公司评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
2331.HK	李宁	282	300	320	31	35	38	12	11	10	376	CNY	买入
2020.HK	安踏体育	703	785	871	138	139	160	14	14	12	1,982	CNY	买入
1368.HK	特步国际	148	155	169	13	14	16	11	9	8	134	CNY	买入
1361.HK	361度	100	115	131	11	13	15	7	6	5	79	CNY	买入
3306.HK	江南布衣	56	60	64	8.8	9.4	10	10	9	8	84	CNY	买入
2313.HK	申洲国际	276	310	347	59	67	74	15	13	12	864	CNY	买入
1836.HK	九兴控股	15	16	16	1.6	1.8	2.0	10	9	8	17	USD	/
0669.HK	创科实业	146	161	177	11	13	15	21	18	16	240	USD	买入
2285.HK	泉峰控股	17	20	23	1.2	1.6	1.8	10	7	6	12	USD	买入
6181.HK	老铺黄金	64	88	106	10	14	17	41	30	24	423	CNY	买入
9896.HK	名创优品	172	207	239	28	34	40	20	16	14	559	CNY	买入
6969.HK	思摩尔国际	120	135	164	14	17	24	55	45	32	760	CNY	买入
6055.HK	中烟香港	134	147	159	8	9	11	20	17	15	162	HKD	买入
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	339	407	453	28	43	51	18	12	10	512	CNY	买入
AS.N	Amer Sports	51	58	66	2	4	5	78	47	36	167	USD	买入
ONON.N	On Holding	26	33	40	3	3	4	67	53	40	177	USD	买入
DECK.N	Deckers Outdoor	49	54	59	9	10	11	36	32	29	315	USD	买入

资料来源：资料来源：wind，彭博，国海证券研究所预测（江南布衣、Deckers为FY2025-FY2027数据；李宁、九兴控股盈利预测采用wind一致预期；On Holding盈利预测采用彭博一致预期；名创优品归母净利润采用经调整归母净利润）

- **宏观环境风险：**突发公共卫生事件，线下销售受影响风险；
- **行业竞争风险：**行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- **消费者偏好风险：**消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- **供应链风险：**受突发事件影响，上游工厂关闭影响供应链带来的风险；
- **市场开拓及产品推广风险：**开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- **重点关注公司业绩不达预期风险：**业绩不及市场及指引预期风险；
- **汇率风险：**外币汇率波动影响以外币结算的出口公司账面收益的风险；
- **贸易政策风险：**出口公司业务受美国贸易政策变化影响的风险。

海外消费&纺织服装小组介绍

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

分析师承诺

马川琪, 廖小慧, 本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费&纺服研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597