

# 2024年海外消费年度策略：把握降息节奏，重申布局制造

评级：推荐(维持)

杨仁文(证券分析师)

S0350521120001

yangrw@ghzq.com.cn

马川琪(证券分析师)

S0350523050001

macq@ghzq.com.cn

廖小慧(联系人)

S0350122080035

liaoxh@ghzq.com.cn

# 重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	公司名称	收入 (亿元)			净利润 (亿元)			PE (X)			评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
02331.HK	李宁	282	322	369	40	46	53	11	10	9	买入
02020.HK	安踏体育	619	717	811	97	113	130	20	17	15	买入
01368.HK	特步国际	143	166	191	10	13	15	10	8	7	买入
01361.HK	361度	83	99	114	10	12	14	7	6	5	买入
02313.HK	申洲国际	281	323	363	44	55	67	27	21	18	买入
02199.HK	维珍妮	73	82	90	3	4	6	9	6	5	买入
09896.HK	名创优品	144	178	211	24	30	36	18	14	12	买入
02373.HK	美丽田园医疗健康	22	27	33	3	4	5	10	8	6	买入
01696.HK	复锐医疗科技	3.9	4.6	5.6	0.4	0.6	0.7	7	5	4	/
00669.HK	创科实业	135	146	159	10	12	14	21	18	15	买入
06969.HK	思摩尔	122	145	171	18	22	27	20	17	14	买入

资料来源: Wind, 彭博, 国海证券研究所

注: 创科实业、复锐医疗科技、思摩尔国际、维珍妮、特步国际为彭博一致预期, 其余为国海证券预测 (股价单位为港币, 复锐医疗科技、创科实业财务单位为美元, 维珍妮为港币且为FY2024-FY2026盈利预测, 其余财务单位为人民币, 股价日期为2023年12月15日。

## ➤ 布局中国制造：下游客户去库存顺利，产能利用率爬坡下利润率有望修复

- **下游品牌去库存顺利，看好2024年纺织制造端订单改善：**2023年随着运动鞋服龙头耐克、阿迪达斯等下游品牌去库存顺利，中游制造业订单逐季环比改善，工厂产能利用率爬坡下员工效率提升，建议重点关注申洲国际、华利集团及维珍妮等中游制造企业，看好2024年中游制造企业利润率修复及品牌客户补库，低基数下业绩有望实现较好增长。
- **电动工具行业需求端修复叠加产品成本端下行有望驱动创科实业业绩回升、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：2023H1公司营收达68.8亿美元，同比-2.19%，毛利率较去年同期+0.7pct至39.3%，净利率较去年同期-1.3pct至6.9%。预计美国降息周期开启后地产行业将见底企稳，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。
- **电子烟行业国内市场底部已现，MDOs临时行政暂缓美国市场短期受影响有限：**思摩尔公司基本面改善，2023H1营收同比-9.4%至51.2亿元，毛利率较去年同期-11.7pct至36.2%，净利率较去年同期-10.5pct至14.00%。**国内：**市场底部已现，此前随着监管政策变化行业出清，国内销售市场未来将逐步恢复；**美国：**MDOs暂缓执行期间相关产品仍能正常售卖，预计公司短期内业绩受此变化影响有限，美国市场预计维持平稳发展。**欧洲：**公司陶瓷雾化芯技术平台FEELM Max产品目前已实现量产，叠加欧洲一次性小烟市场需求强劲，未来欧洲市场收入增速将延续亮眼增长。
- **SHEIN柔性供应链+高频上新&性价比+公私域营销，中国供应链成功出海：**SHEIN持续通过数字化赋能供应商以巩固其柔性优势，从而进一步筑高其竞争壁垒。基于小单快返模式SHEIN打造了高效且极速的爆款生产流程，同时凭借线上布局+性价比+高频上新满足了海外大众群体及价格敏感消费者的需求，于2021年实现三位数的销售额增长。SHEIN在不断巩固其服饰品类竞争优势的同时也在积极探索线下、多品类以及平台化的增长空间，未来将成为其增长驱动点。

## ➤ 抄底运动鞋服品牌：库存出清折扣企稳，低估值具备性价比

- **中国运动鞋服市场规模庞大，增长空间可观：**Euromonitor数据显示，中国运动鞋服市场规模2022年增长2%至3627亿元，2013-2022年CAGR达到11.6%。  
1) “量”方面：2016年以来中国经常锻炼人数维持在4亿以上，根据国家体育总局，中国体育产业总规模2012-2021年CAGR为14%，2025年有望达到5万亿元。  
2) “价”方面：中国运动鞋服市场均价提升明显，其中运动鞋和运动服/休闲服装市场均价2015-2022年CAGR分别为4.4%和2.2%。  
3) **市场格局方面：**2015-2022年内资品牌的市占率稳步提升，在中国运动鞋服市场的份额由30%上升至43%，在中国鞋类市场的份额提升至18%。

- **运动品牌2023年经营数据呈现弱修复，期待2024年轻装上阵：**从2023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，疫后报复性消费可持续性不强。在2023年库存持续出清下，当前各品牌终端折扣与库存情况企稳，看好2024年需求端改善。个股方面，李宁受消费复苏不及预期及专业品类窜货影响，2023年增长承压，目前公司批发渠道窜货已逐步控制，考虑到公司较强的品牌力，当前估值已具备性价比；安踏集团通过收购MAIA ACTIVE补充女子运动板块，进一步强化集团品牌组合，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，2023上半年Amer Sports收入132.9亿元，同比+37%，EBITDA17.8亿元，同比+149%，看好2024年对集团的利润贡献。
- **新理性消费：兴趣零售品牌名创优品供应链出海，海外市场高速增长**
- **新理性消费主义&兴趣消费：情绪需求催生兴趣消费，“新青年”成兴趣消费主力军：**随着经济压力和生活不确定性的增加，消费者会更加严格地审视需求，减少冲动消费，消费观念及消费行为趋于务实和理性。同时，在“新青年”社交、情感及精神消费诉求的提升下，兴趣消费概念应运而生。根据艾媒咨询2022年数据，72.3%的消费者的主要诉求为社交需求，在兴趣消费的带动下，积木与香薰行业2020-2025E的CAGR分别达18.9%/21.9%，高情感附加值产品市场规模增长迅速。“新青年”受新消费观念影响也成为兴趣消费主力军，据艾媒咨询数据显示，超5成新青年每月兴趣消费频次为3-5次，兴趣消费平均占“新青年”月支出的27.6%。
- **新理性&兴趣消费趋势下名创优品受益，品牌出海拓店空间大，海外高增超预期：**1) 国内：未来IP产品的占比提升或将进一步拉高客单价，高客流门店点位的铺设亦在持续进行，客单上行+客流转化提升+门店扩张将持续推动国内业务增长。2) 海外：FY2023公司北美收入占海外收入比重达45.5%，较去年+14.4pct，主因美国直营市场的持续扩张，且当下美国门店点位仍具有充足空间，Shopping Mall场景有待进一步渗透，随着未来北美直营以及其他地区的门店持续铺设，海外收入或将维持高增。
- **美容高端消费：复锐医疗科技&美丽田园医疗健康，低估值美容龙头**
- **美丽田园医疗健康**受益于疫情后客流复苏，业务增速回暖，且医美占比回升，门店扩张+同店销售增长驱动收入增长以及盈利能力提升。**复锐医疗科技**北美地区增长强劲，渠道持续整合，2023H1收入下滑主因部分市场受到宏观经济和俄乌冲突的影响，叠加部分地区销售模式转变导致业务暂时放缓；且2023H1主要市场北美区域收入增长强劲，北美及中国市场将成为未来收入的主要驱动力，看好2024年高端美容修复机会。

## ➤ 投资建议与行业评级

- **把握降息节奏，重申布局制造，维持海外消费行业“推荐”评级。**2024年我们认为应当顺应需求分化趋势，去寻找符合当下消费方向、业绩增长/改善具备较强确定性的标的，建议关注中国企业、低估值运动服、性价比消费品牌、高端消费等方向。
  - **2024年依旧看好制造业基本面修复，订单回暖，创科实业（00669.HK）需求端修复叠加成本端下行推动业绩恢复，**对应12月15日收盘价，2023/2024/2025年PE为21/18/15X；**电子烟行业底部已现，MDOs暂缓且对思摩尔（06969.HK）相关产品销售影响有限，欧洲一次性烟市场需求强劲有望推动公司收入增长，**对应PE为20/17/14X；**SHEIN不断加深供应链壁垒，同时也探索多品类扩充及平台化，未来其存量客群有望持续为其新品扩张提供增长动力，建议积极关注。**
  - **持续看好运动鞋服行业，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2023年12月15日收盘价及2023/2024/2025年盈利预测，**李宁（02331.HK）PE 11/10/9X，安踏体育（02020.HK）PE 20/17/15X，特步国际（01368.HK）PE 10/8/7X，361度（01361.HK）PE 7/6/5X，**维持“买入”评级。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）、维珍妮（02199.HK）利润率持续修复，申洲国际2023/2024/2025年PE为27/21/18X，维珍妮FY2024-FY2026 PE为9/6/5X。
  - **推荐性价比&兴趣消费品牌名创优品（09896.HK），海外直营或将持续提供增长动力。**目前兴趣消费需求提升，行业规模维持高增速，Beta向好；公司国内客单上行+客流转化提升+门店扩张将持续推动国内业务增长；海外市场收入、利润率大幅提升，尤其是美国直营市场。对应12月15日收盘价，名创优品2023/2024/2025年PE为18/14/12X，维持“买入”评级。
  - **美容业需求稳定，行业整合持续推进，市占率提升，关注低估值美容龙头。**当前生活美容行业迈入科技转型新阶段，行业整合加速，我们看好在高景气赛道上医美相关公司品牌门店网络持续扩张，产品服务提升，打造一站式健康和美丽管理服务提供商，**建议重点关注美丽田园医疗健康(2373.HK)，以及医美能量源产品龙头复锐医疗科技（01696.HK），**对应12月15日收盘价，美丽田园医疗健康2023/2024/2025年PE为10/8/6X，复锐医疗科技为7/5/4X。
- **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；其他风险等。

# 全球部分国家指数消费股表现

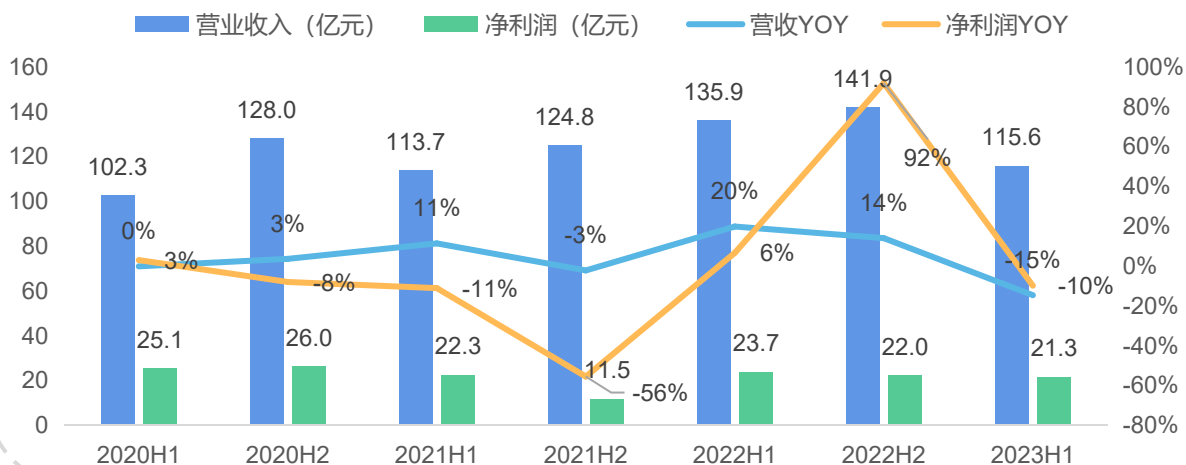
公司名称	排名	年度涨幅 (%)	涨幅分位	主营业务	市值 (亿元人民币)	大类
<b>韩国KRX100指数</b>						
韩泰轮胎	13	52.0	3.3%	一家主要从事轮胎生产和销售业务的韩国公司	312	可选消费
起亚汽车	14	50.4	3.5%	一家制造和分销汽车的韩国公司	1,900	可选消费
HYBE	17	36.9	4.3%	音乐策划/制作, 出版, 艺术家管理	533	可选消费
HLB	24	23.3	6.0%	各种工业阀门, 造纸和炼铁机以及其他专用工业机械	211	可选消费
现代汽车	51	-1.5	12.8%	汽车、汽车零部件、汽车前车涂料制造、车辆维修事业	2,146	可选消费
LG电子	55	-3.4	13.8%	移动通信终端, 电器制造及销售	840	可选消费
爱茉莉太平洋	64	-10.3	16.0%	化妆品及家庭用品的制造和销售	398	日常消费
现代摩比斯	67	-12.5	16.8%	工业机械零件生产销售及制造	1,159	可选消费
Orion	68	-12.9	17.0%	零食等糖果	239	日常消费
CJ第一制糖	71	-16.6	17.8%	食品、调味品、医药品、生活化学制品制造、批发、贸易/通信销售	258	日常消费
康唯雅	77	-23.0	19.3%	租赁服务(净水器、智能坐便器、过滤器交换等)、家用机器批发、销售、制造、废弃物处理设备、出口(净水器、清洁剂)	213	可选消费
易买得	79	-25.5	19.8%	超级市场	111	日常消费
<b>S&amp;P500指数</b>						
ROYAL CARIBBEAN CRUISES	3	143.7	0.6%	主要提供游轮度假服务	2,195	可选消费
嘉年华邮轮(CARNIVAL)	4	124.7	0.8%	经营度假邮轮	1,442	可选消费
普尔特房屋(PULTE)	6	113.0	1.2%	从事于住宅建造和金融服务	1,477	可选消费
特斯拉(TESLA)	8	98.0	1.6%	致力于纯电动汽车、电动汽车零部件及电力动力的研究和制造	55,131	可选消费
亚马逊(AMAZON)	15	75.5	3.0%	经营电子商务、网上零售商	108,352	可选消费
亿客行(EXPEDIA)	19	66.1	3.8%	提供包括工具、信息、预定和体验在内的休闲旅游代理	1,437	可选消费
BOOKING	24	62.5	4.8%	网上机票、酒店及汽车租赁等预订服务	8,127	可选消费
墨式烧烤(CHIPOTLE)	27	61.7	5.4%	经营连锁餐厅	4,378	可选消费
霍顿房屋(D R HORTON)	32	56.8	6.4%	房地产开发	3,281	可选消费
莱纳房屋(LENNAR)-A	34	56.3	6.8%	私人住宅开发和销售, 也为购房者提供金融和房地产投资业务	2,823	可选消费
奈飞(NETFLIX)	37	53.9	7.4%	从事在线DVD租赁	14,125	可选消费
露露乐蒙(LULULEMON)	42	52.8	8.4%	技术型运动服装的设计商和零售商	4,216	可选消费
挪威游轮控股	43	52.6	8.6%	致力于提供创新和差异化的邮轮度假	565	可选消费
万豪国际(MARRIOTT INTL)	59	42.1	11.8%	主要业务是经营管理直属的酒店和特许联营的酒店	4,374	可选消费
NVR	60	41.7	12.0%	建筑和住宅买卖以及金融服务	1,478	可选消费
马斯科(MASCO)	67	40.0	13.4%	提供产品和服务, 包括内阁和相关产品、装饰建筑产品、其它专业产品	1,022	可选消费
佳明(GARMIN)	76	37.9	15.2%	主要从事设计、开发、制造和销售导航、通讯和信息设备	1,695	可选消费
希尔顿酒店(HILTON)	78	36.1	15.6%	跨国酒店管理	3,125	可选消费
开利全球(CARRIER GLOBAL)	84	35.6	16.8%	一家全球暖通空调、制冷、消防和安全解决方案提供商。	3,298	可选消费
开市客(COSTCO)	85	34.8	17.0%	连锁会员制仓储量贩店	19,280	日常消费
<b>日经400</b>						
ZENSHO HOLDINGS	3	120.6	0.8%	餐饮业务	557	可选消费
住友林业	18	64.9	4.5%	林业业务	385	可选消费
丰田工业	28	60.0	7.0%	汽车, 工业车辆和纺织机械的制造和销售, 以及物流业务	1,826	可选消费
TOYO TIRE	29	59.3	7.3%	轮胎业务	180	可选消费
横滨橡胶	33	57.1	8.3%	汽车轮胎管及工业用品	268	可选消费
东洋水产	34	56.8	8.5%	食品制造	432	日常消费
本田汽车	47	48.9	11.8%	开发和生产电机产品	3,917	可选消费
LAWSON	49	48.4	12.3%	便利店相关业务	360	日常消费
丰田汽车	54	47.9	13.5%	制造、销售、出租以及维修小客车、卡车、公共汽车以及相关配件	21,617	可选消费
日清食品	59	46.2	14.8%	即食食品的制造和销售	765	日常消费
日本烟草	64	44.8	16.0%	烟草业务	3,699	日常消费
爱信精机	65	44.8	16.3%	汽车零件的制造	745	可选消费
日水制药	69	44.3	17.3%	海洋和食品产品业务	119	日常消费
USS	76	42.2	19.0%	汽车拍卖业务	368	可选消费
住友橡胶	78	42.1	19.5%	轮胎的制造	213	可选消费
<b>印度Sensex</b>						
印度烟草公司	5	38.6154	17.0%	公司从事快速消费品营销(FMGC)	4,759	日常消费

- 一、布局中国制造：库存周期尾声，订单修复在即
  - 1.1 申洲国际：订单及产能利用率边际改善
    - 1.1.1 申洲国际：下游品牌去库存顺利
  - 1.2 维珍妮：订单向上趋势明朗，关注2024年利润率修复
  - 1.3 创科实业：产品成本端下行有望，驱动公司业绩回升、利润率修复
    - 1.3.1 创科实业：公司营收相关的重要指标
    - 1.3.2 创科实业：引申联邦基金目标利率逐年下降，较长期目标为2.5%
  - 1.4 思摩尔：国内市场底部已现，MDOs临时行政暂缓美国市场短期受影响有限
  - 1.5 中国供应链出海：SHEIN收入&GMV高速增长，用户数增长迅速
    - 1.5.1 SHEIN模式：柔性供应链支持下的小单快返模式
    - 1.5.2 出海快时尚竞争格局：巨头入场，竞争加剧
- 二、运动鞋服品牌：库存出清折扣企稳，低估值具备性价比
  - 2.1 纺服行业：需求若修复，有序去库存
  - 2.2 运动鞋服行业：2013-2022年运动鞋服市场规模CAGR为11.6%
  - 2.3 运动鞋服品牌格局：市场集中度提高，国货品牌市占率逐年攀升
  - 2.4 李宁：2023H2库存持续出清，看好2024年轻装上阵
    - 2.4.1 李宁牌SSSG情况：2023年同店恢复乏力，直营渠道相对稳健
  - 2.5 安踏体育：流水稳健复苏，FILA重回增长，多品牌矩阵再次扩充
  - 2.6 特步国际：2023年流水高质量增长，渠道库存及折扣水平健康
  - 2.7 361度经营数据：高基数下表现亮眼，童装增长强劲
  - 2.8 耐克数据：毛利率逐季提升，库存改善
    - 2.8.1 耐克大中华区数据：库存持续出清，收入端改善
- 三、兴趣零售品牌消费品出海：名创优品供应链出海，海外市场高速增长
  - 3.1 新理性消费主义：消费者消费观念趋于务实及理性
    - 3.1.1 情绪需求催生兴趣消费，高情感附加产品市场维持高增
    - 3.1.2 “新青年”成为兴趣消费主力军，月均兴趣支出占比达28%
    - 3.1.3 兴趣消费与生活消费紧密结合且覆盖广泛
  - 3.2 中国零售折扣：性价比消费趋势推动折扣零售行业发展
  - 3.3 名创优品财务：国内拓店进度超预期，看好海外直营高速发展
    - 3.3.1 名创优品：GPM持续提升，国内外盈利能力均改善
    - 3.3.2 名创财务：Q4为海外旺季，提前准备下存货显著增加
    - 3.3.3 名创优品同行对比：名创优品市场份额&门店布局领先同行
    - 3.3.4 扩张前景：供应链+产品力持续输出，渠道+同店仍具向上空间
  - 3.4 KKV&九木杂货：KKV盈利能力改善，九木季度收入达近两年新高
- 四、美容高端消费：复锐医疗科技&美丽田园医疗健康，低估值美容龙头
  - 4.1 美丽田园医疗健康：医美占比回升，门店拓张+同店销售增长驱动收入增长
  - 4.2 复锐医疗科技：宏观环境致使业务增长放缓，北美地区产品表现强劲
- 五、投资建议与行业评级
- 六、风险提示

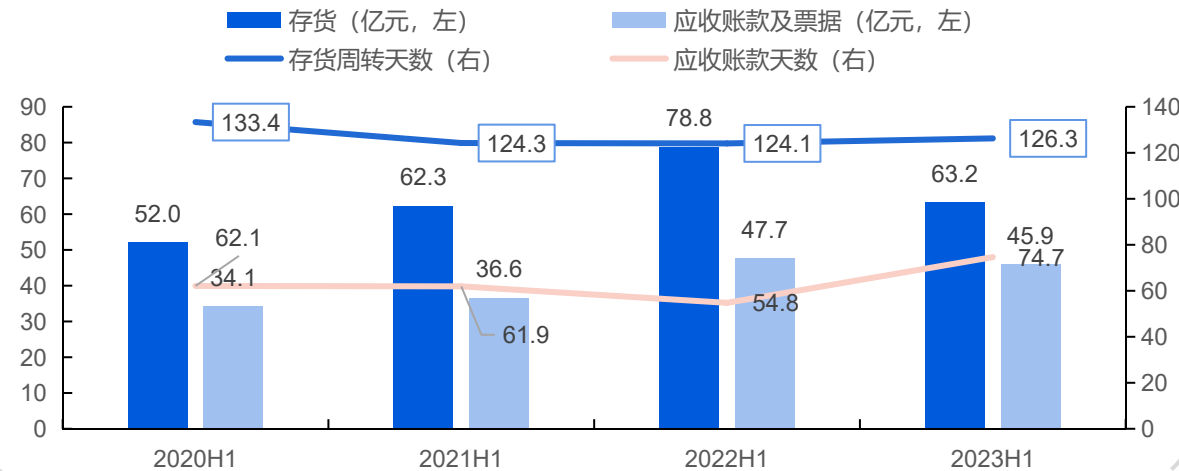
# 一、布局中国制造：库存周期尾声，订单修复在即

# 1.1 申洲国际：订单及产能利用率边际改善

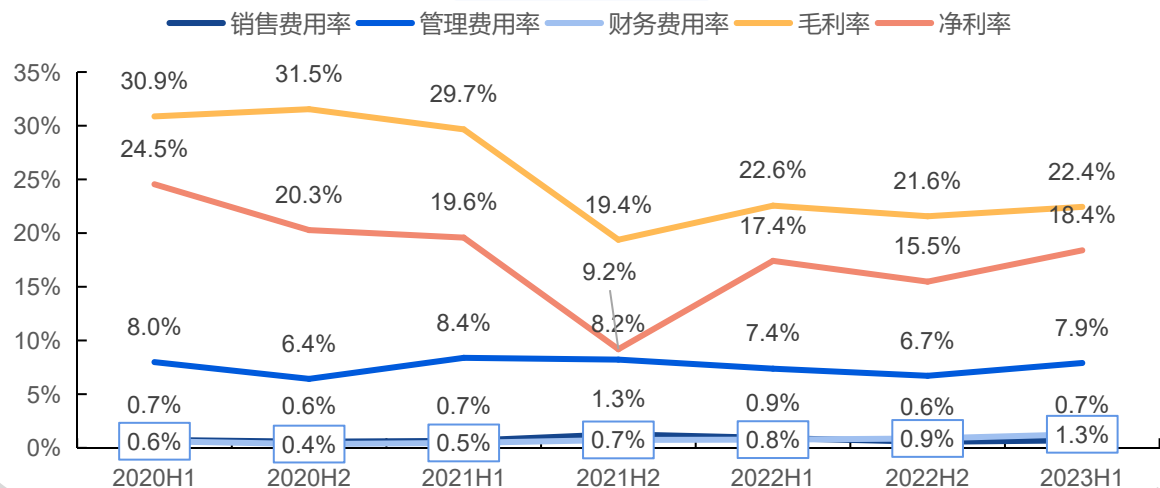
### 营收及利润



### 存货周转



### 盈利能力

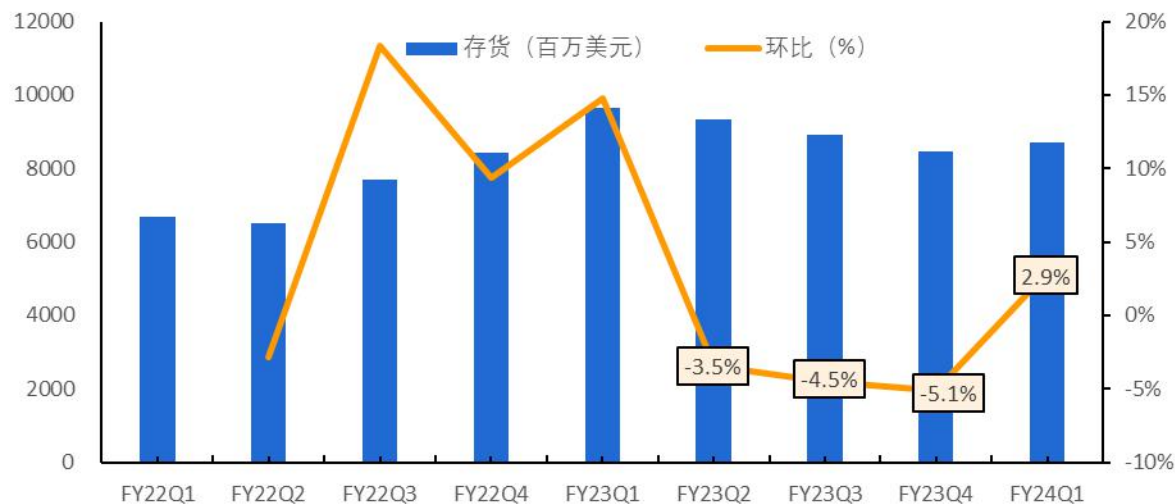


### 核心客户结构：2023H1四大客户占比为80%

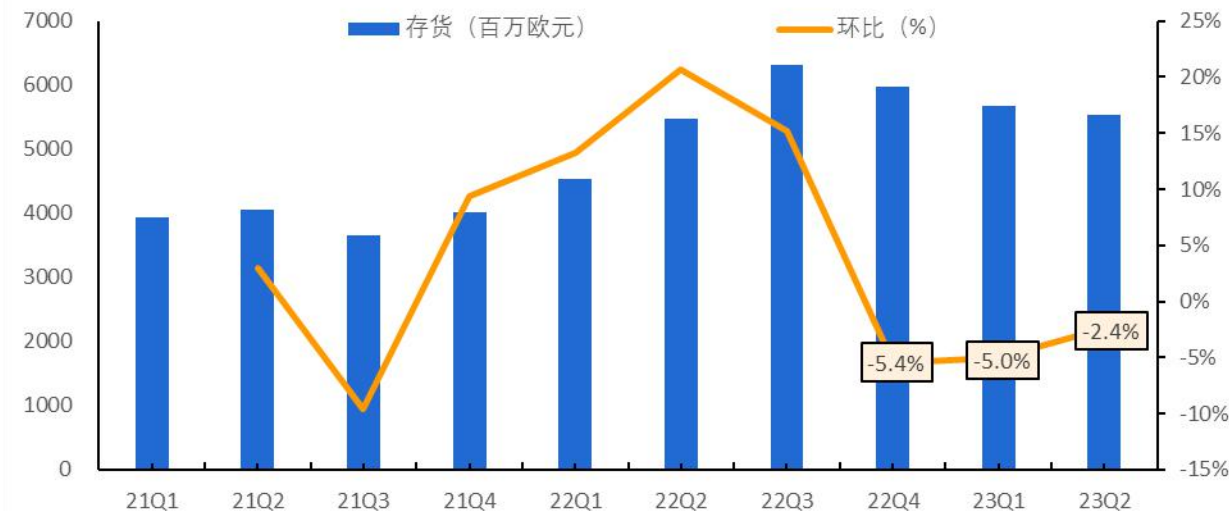


# 1.1.1 申洲国际：下游品牌客户去库存顺利

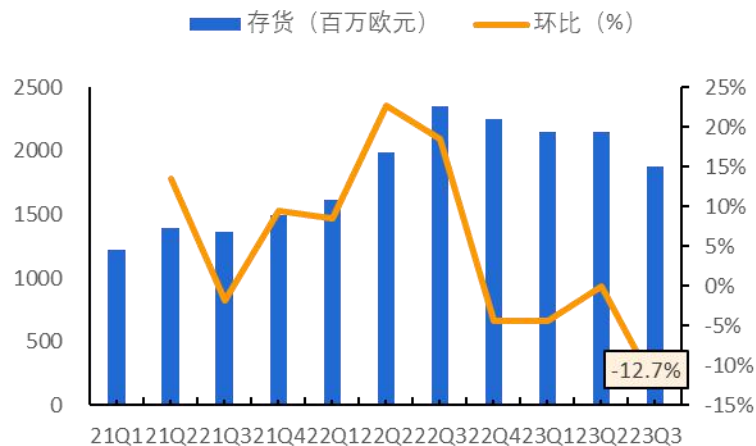
图：NIKE去库存情况



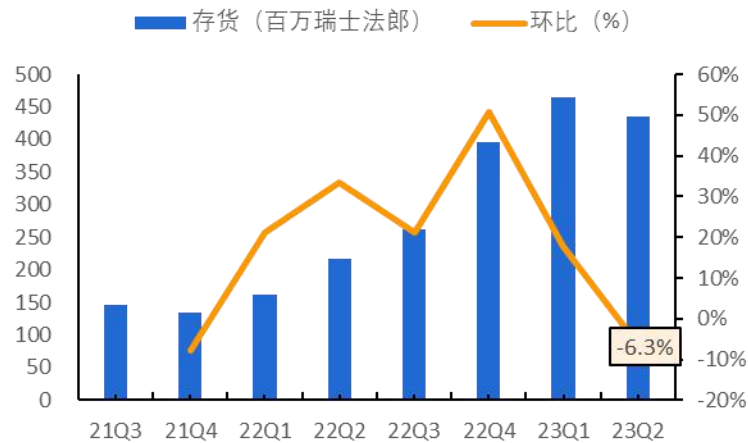
图：Adidas去库存情况



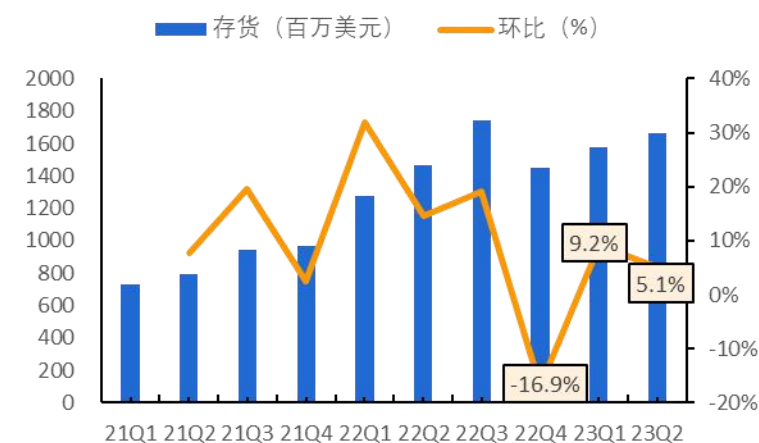
图：PUMA去库存情况



图：昂跑去库存情况

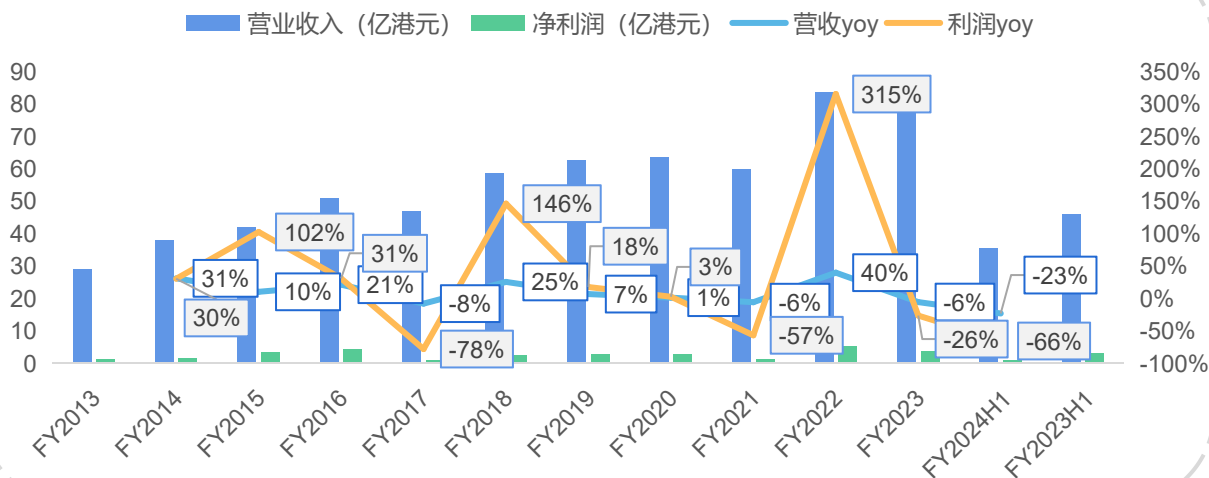


图：LULULEMON去库存情况

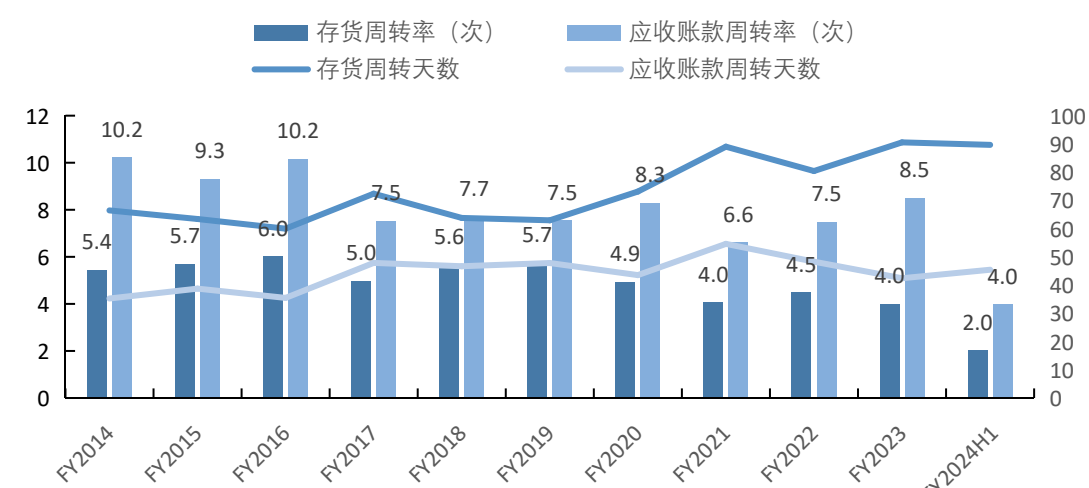


# 1.2 维珍妮：订单向上趋势明朗，关注2024年利润率修复

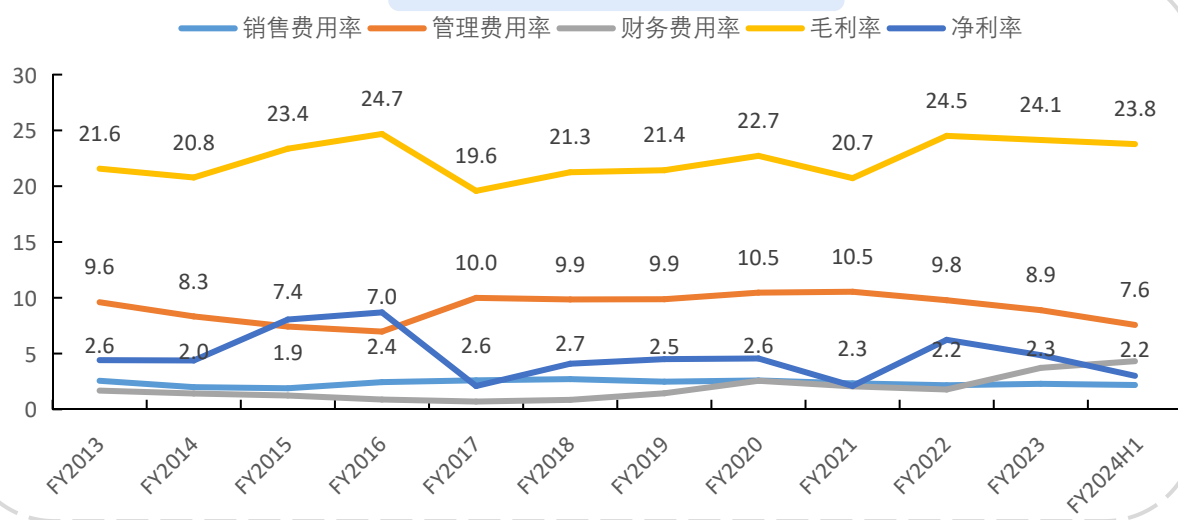
营收及利润：海外客户去库周期较长，业绩承压



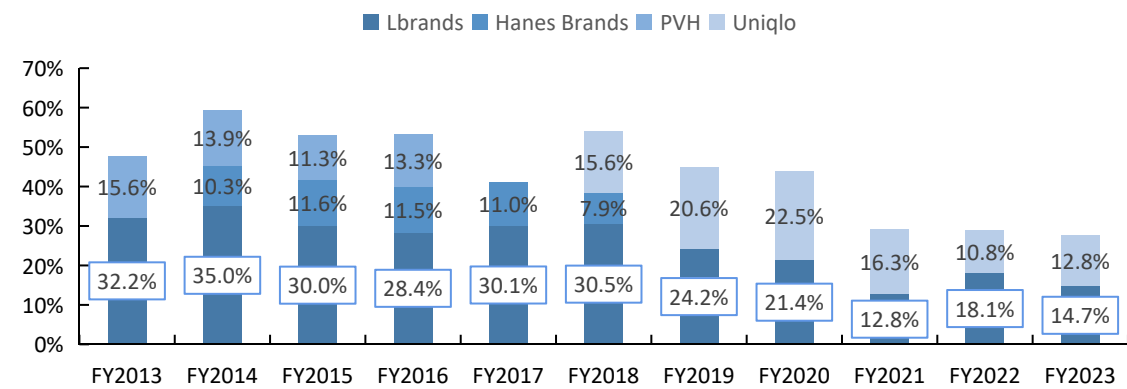
存货周转



FY24H1盈利能力环比改善(%)



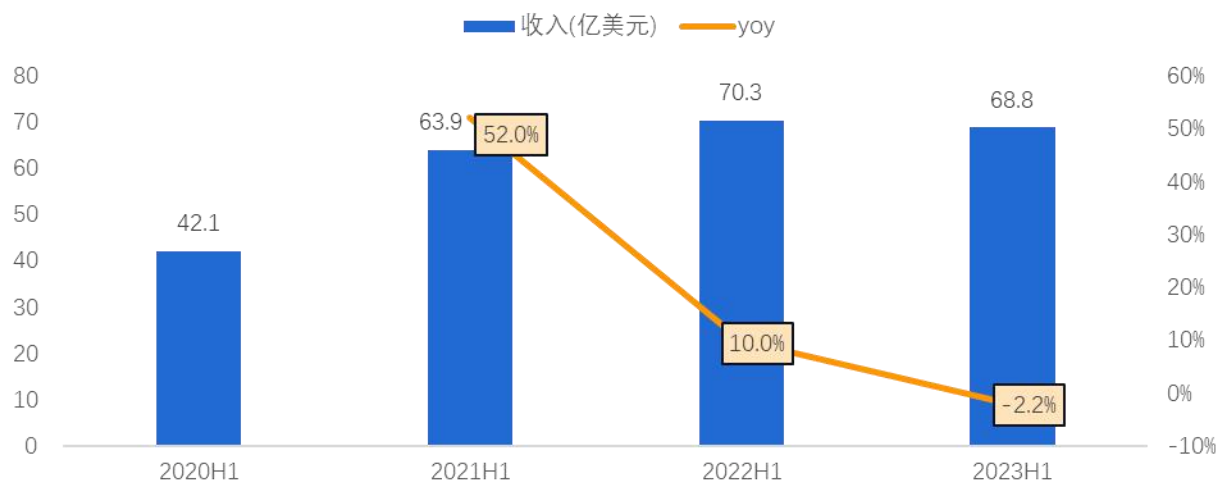
核心客户结构：FY2023前两大客户占比为27.5%



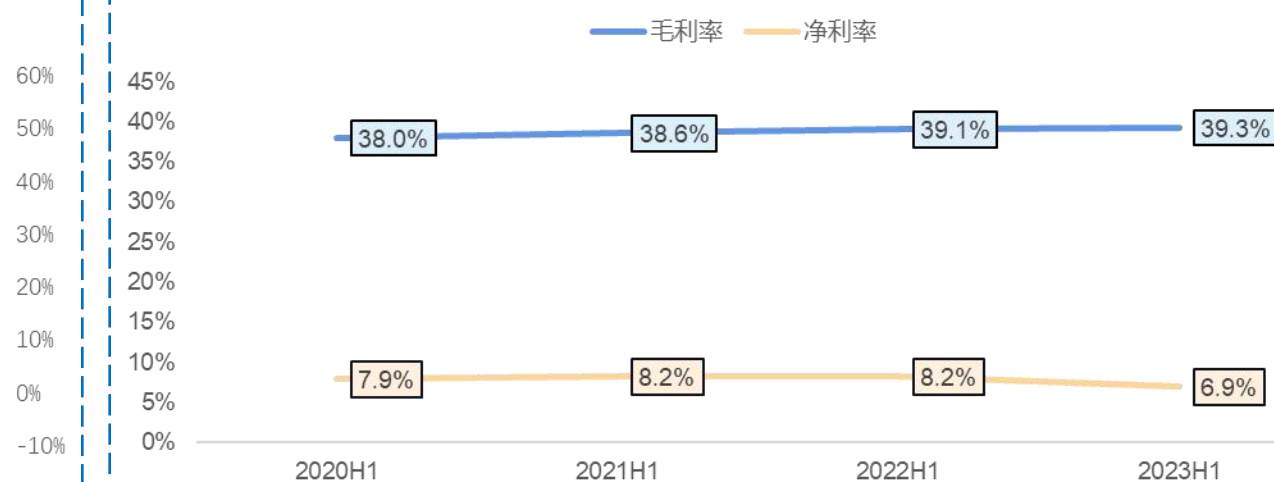
资料来源：Wind，同花顺iFinD，维珍妮公司公告，国海证券研究所

# 1.3 创科实业：产品成本端下行有望驱动公司业绩回升、利润率修复

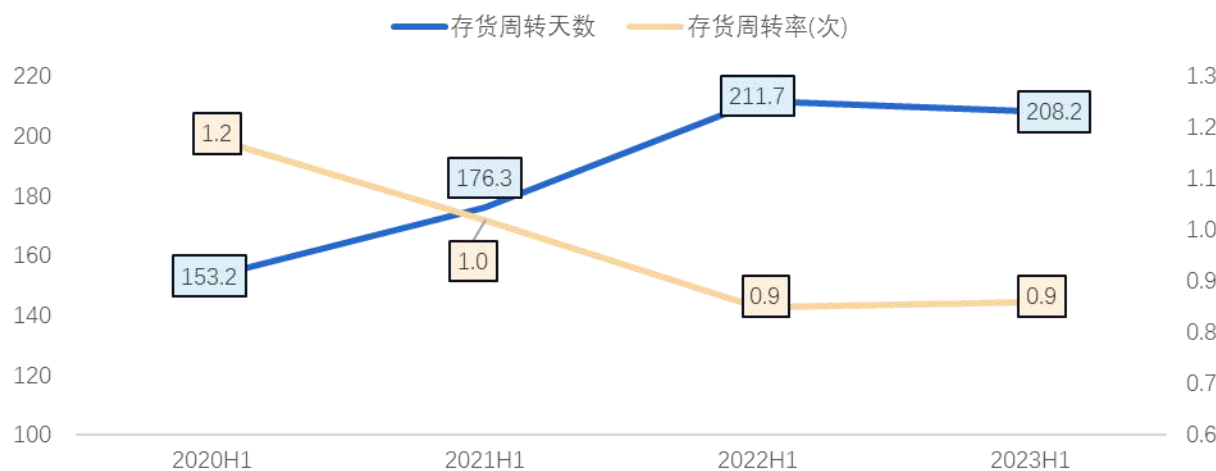
图：23H1营收达68.8亿美元，同比-2.19%



图：23H1毛利率同比+0.7pct，净利率同比-1.3pct



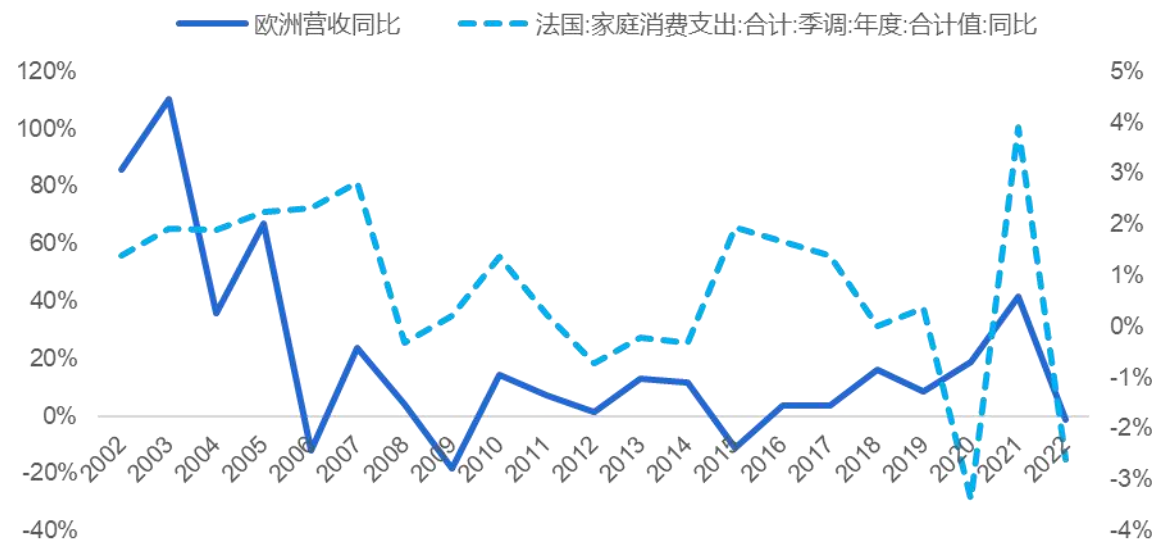
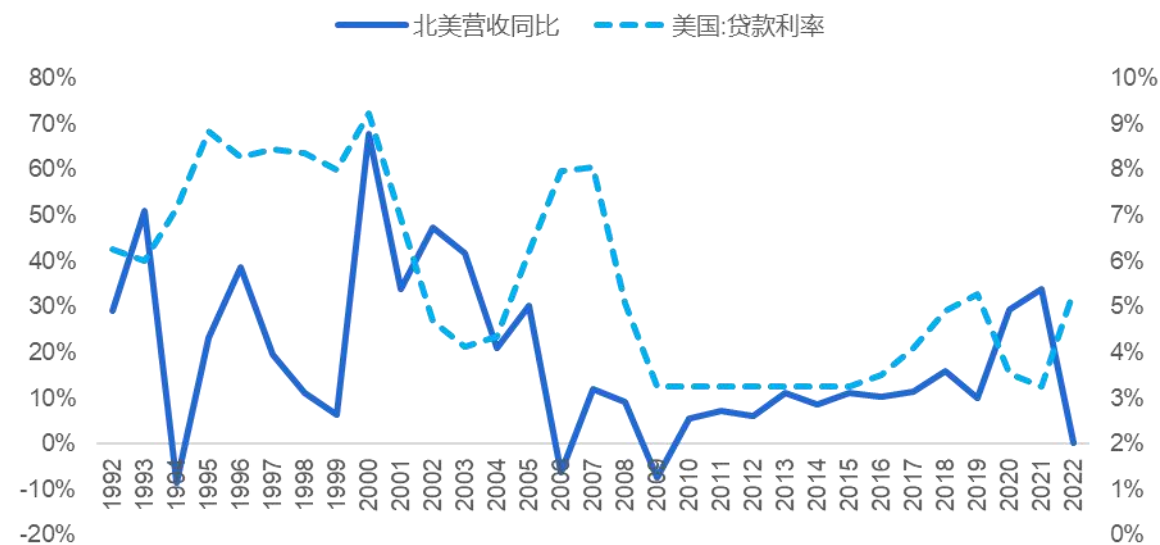
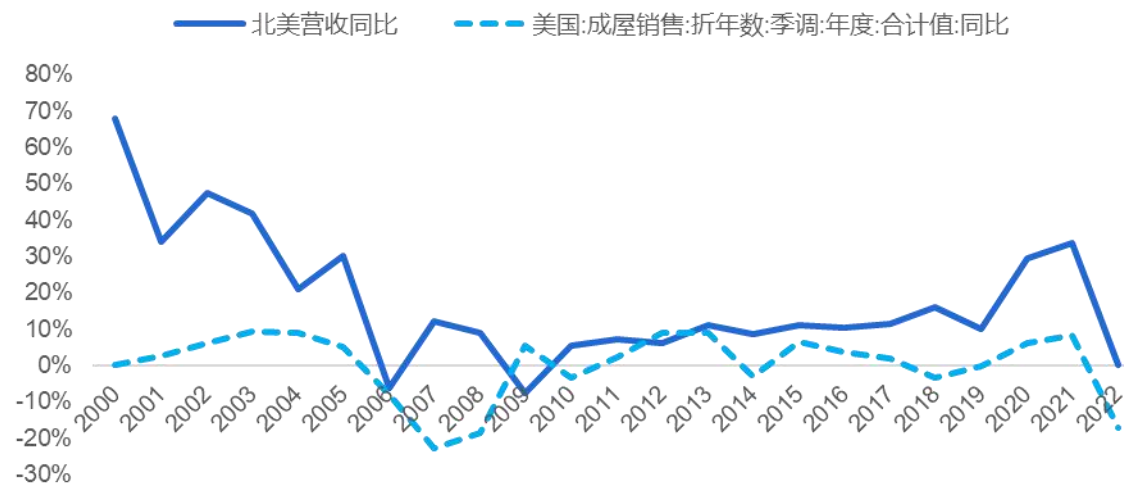
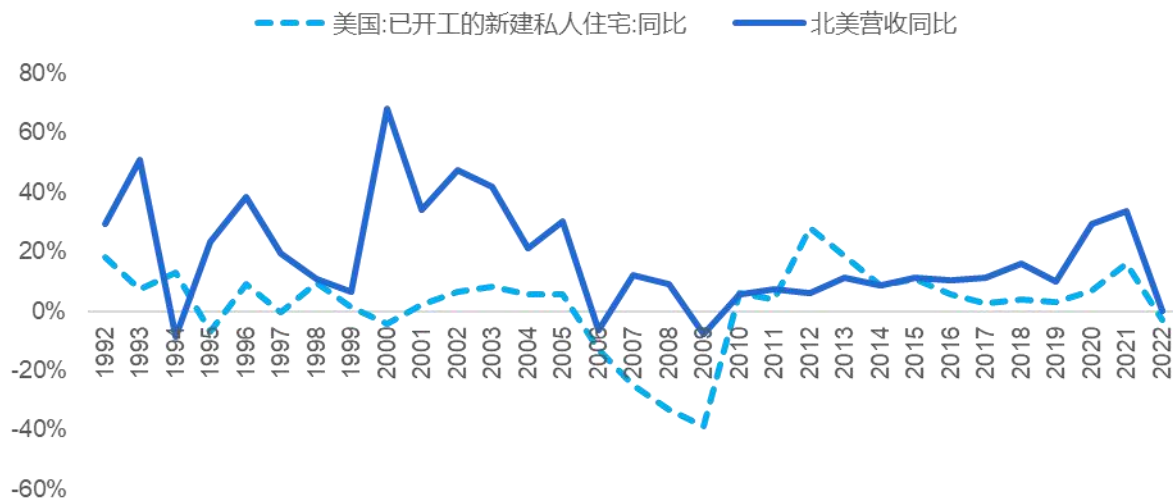
图：23H1存货周转天数为208天，较去年同期-3.5天



图：创科实业客户家得宝业绩指引变化

	最新指引报告期为FY2023Q3	此前指引 (23-08-15)	最新指引 (23-11-14)
销售额同比FY22下降		2%-5%	3%-4%
营业利润率		14%-14.3%	14.1%-14.2%
利息支出		18亿美元	18亿美元
每股收益同比FY22下降		7-13%	9-11%
税率		24.5%	24.5%

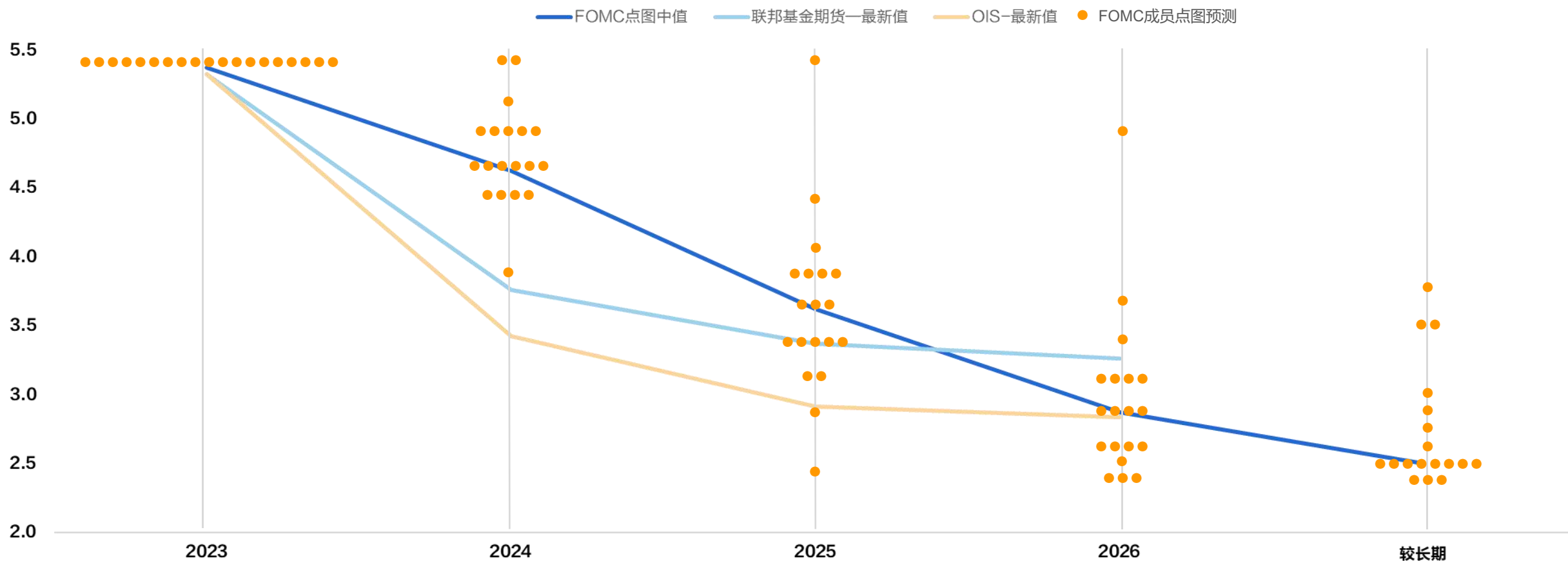
# 1.3.1 创科实业：公司营收相关的重要指标



注：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。

# 1.3.2 创科实业：引申联邦基金目标利率逐年下降，较长期目标为2.5%

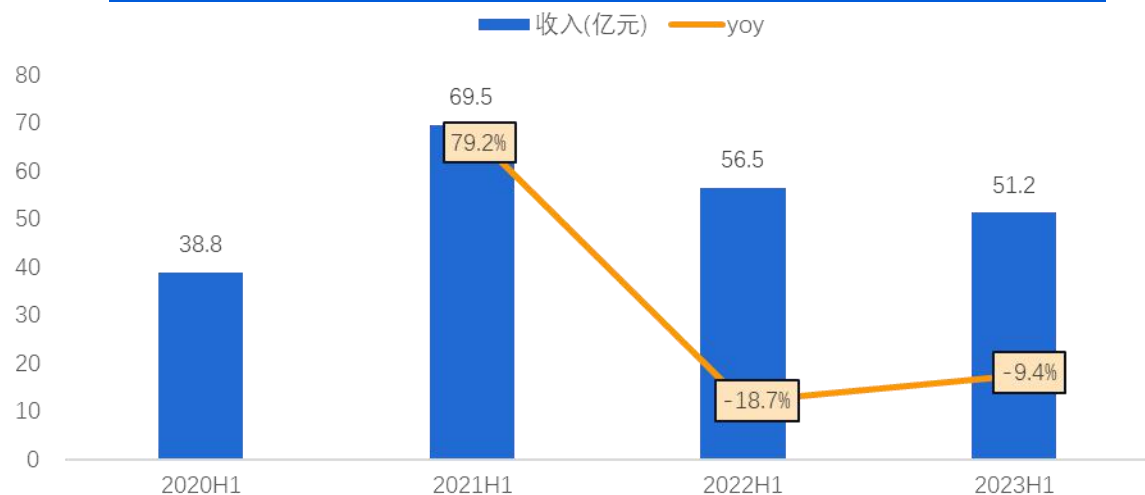
图：引申联邦基金目标利率（%）



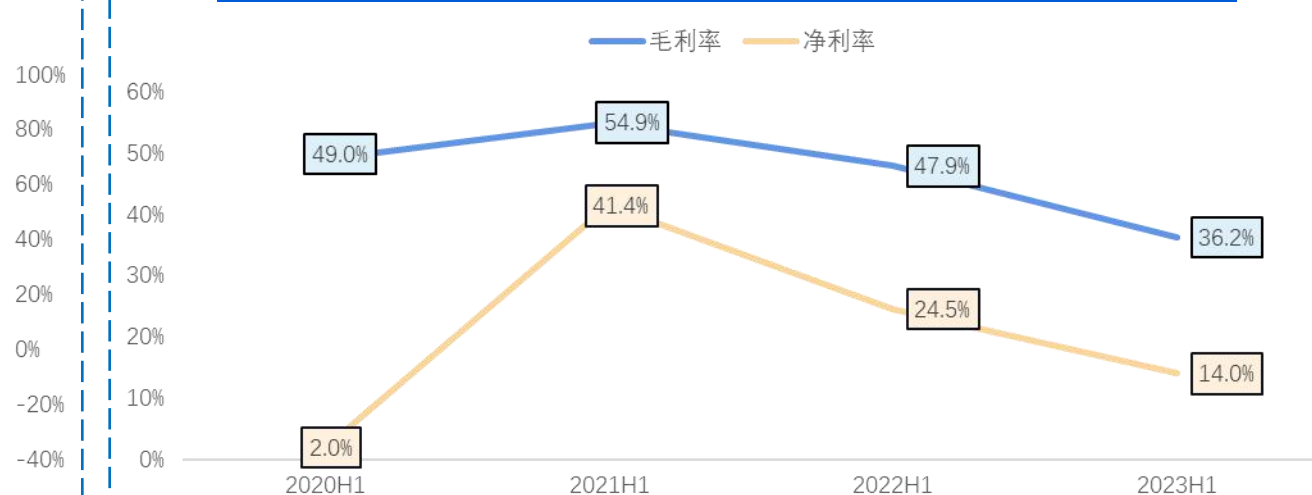
单位： (%)	2023	2024	2025	2026	较长期
FOMC点图中值	5.375	4.625	3.625	2.875	2.5
联邦基金期货—最新值	5.33	3.765	3.37	3.265	
OIS—最新值	5.33	3.425	2.917	2.839	

# 1.4 思摩尔：国内市场底部已现，MDOs临时行政暂缓美国市场短期受影响有限

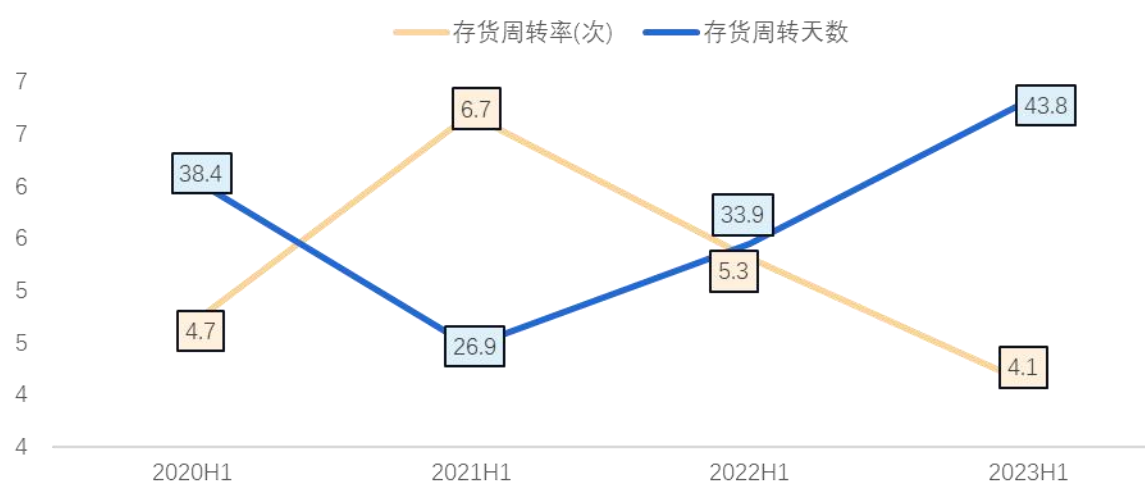
图：23H1营收同比-9.4%达51.2亿元



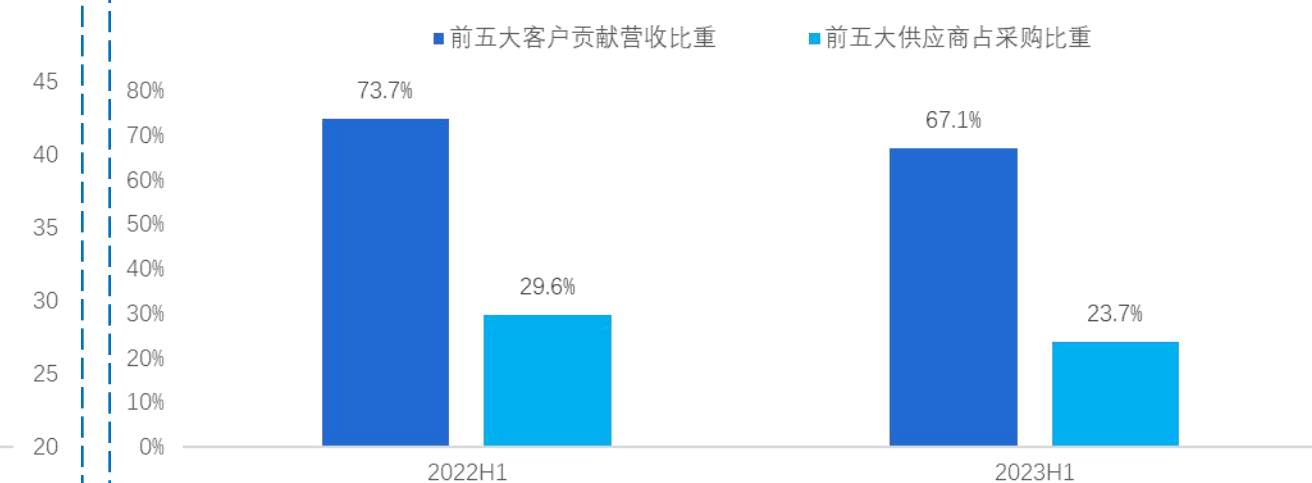
图：23H1毛利率较去年同期-11.6pct，净利率-10.5pct



图：23H1存货周转天数为44天，同比+10天

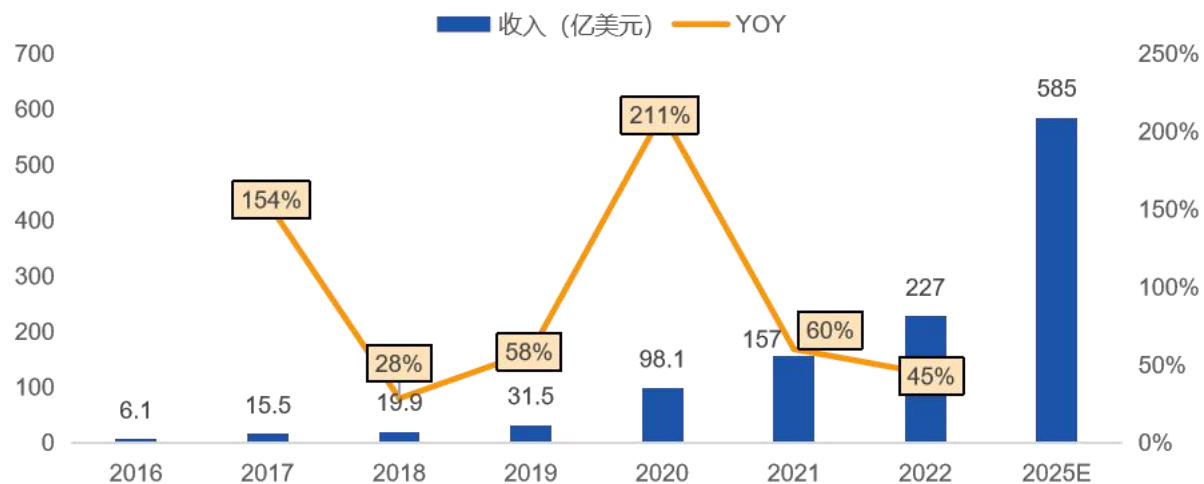


图：23H1前五大客户营收贡献与采购比重均同比下降

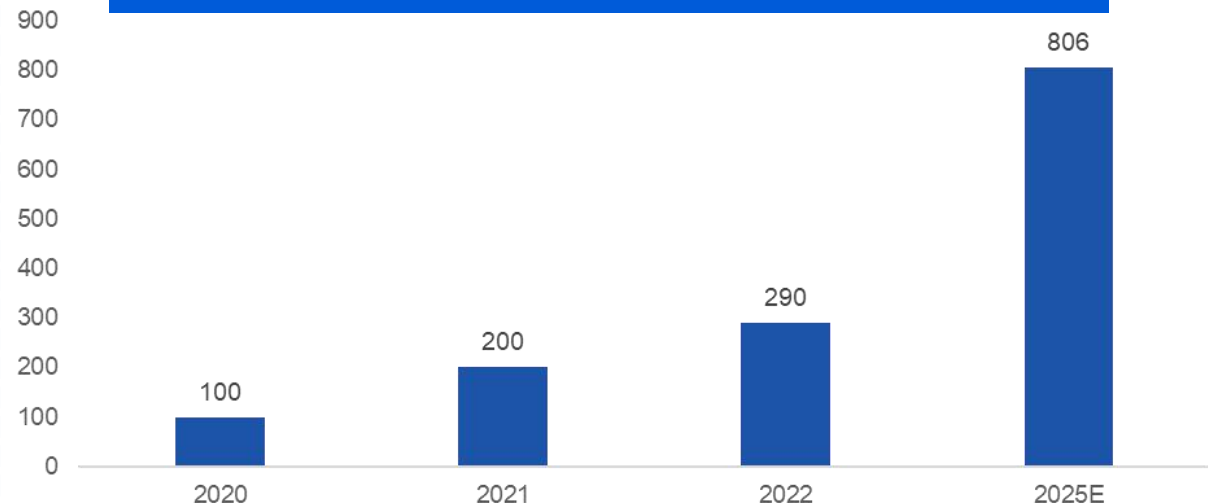


# 1.5 中国供应链出海：SHEIN 收入&GMV高速增长，用户数增长迅速

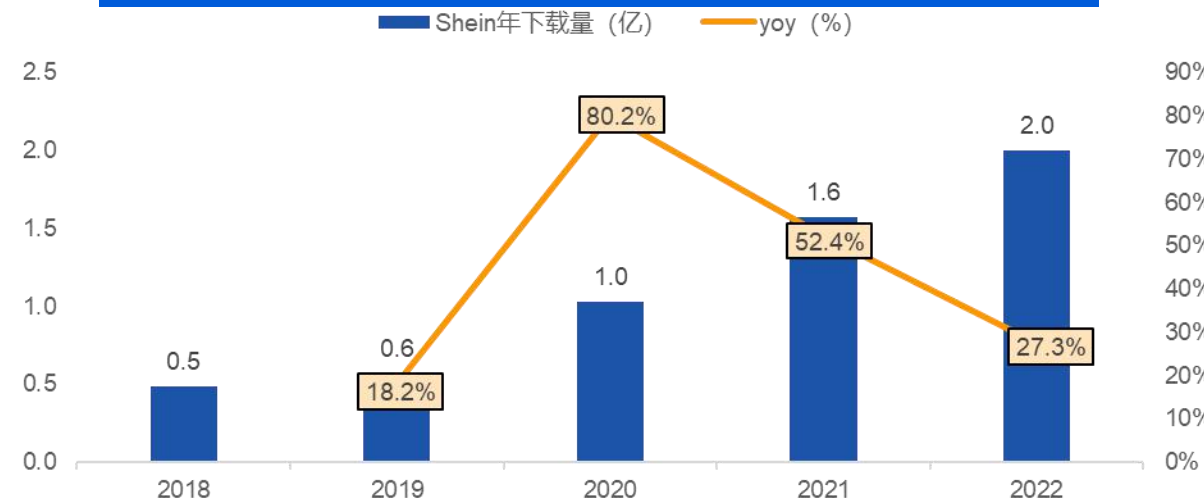
图：2022年收入达227亿美元，2022-2025E CAGR达37.1%



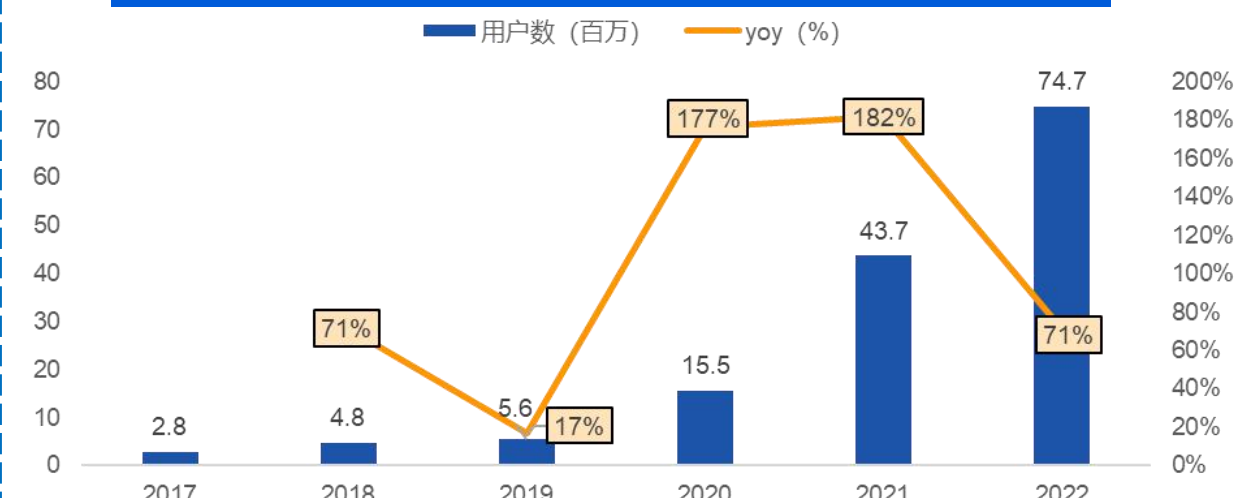
图：SHEIN GMV (亿美元)：预计2025年GMV达806亿美元



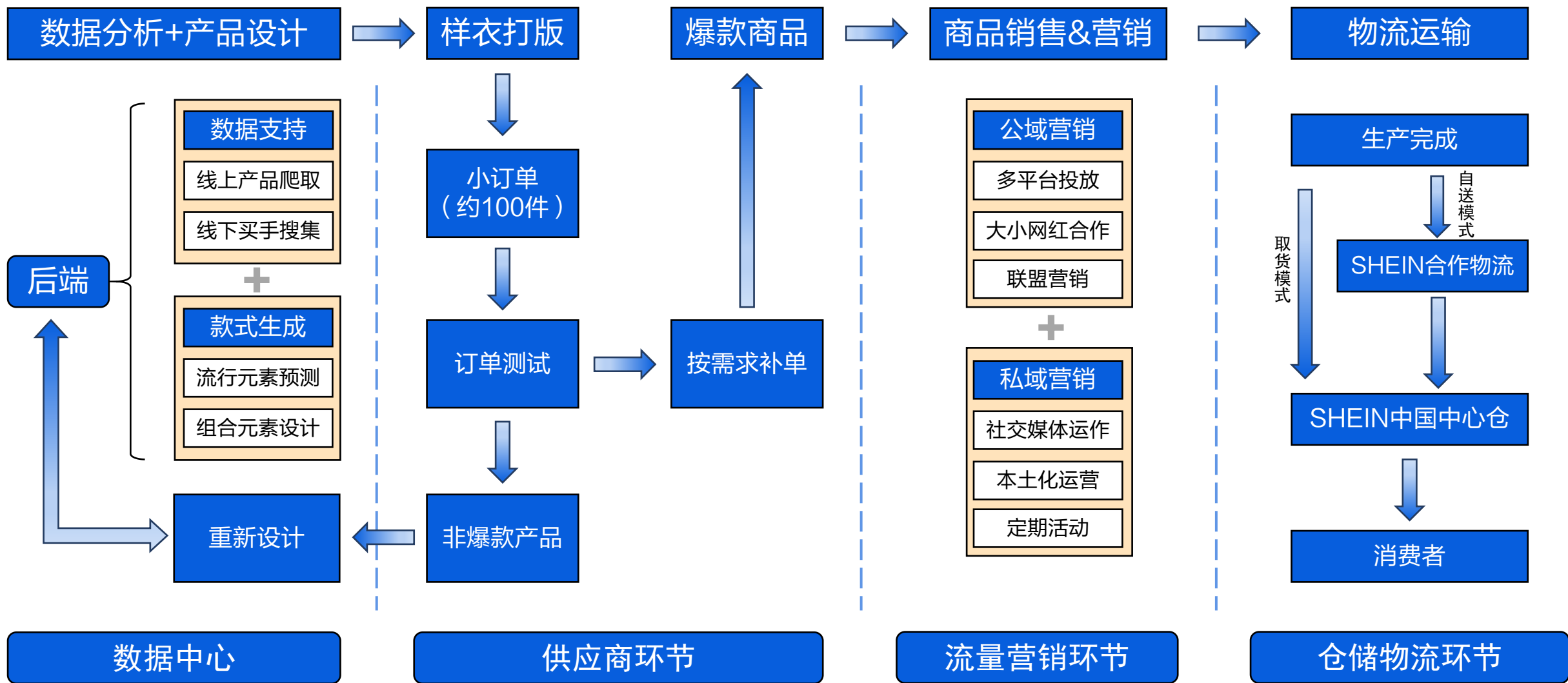
图：SHEIN年下载量于2022年突破2亿



图：2022年SHEIN用户数增长至约为2020年的5倍



# 1.5.1 SHEIN模式：柔性供应链支持下的的小单快返模式



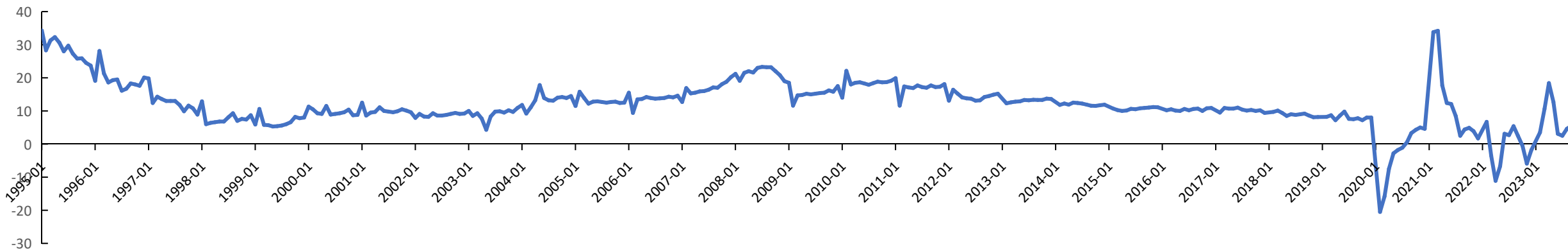
## 1.5.2 出海快时尚竞争格局：巨头入场，竞争加剧

	TEMU	SHOPEE	SHEIN	TIKTOK
上线时间	2022年9月	2015年	2012年	2017年5月
所属公司	拼多多	Sea Limited	Shein	字节跳动
商业模式	类自营模式	平台模式	自营模式为主，今年5月启动平台模式	/
盈利来源	购销价差	平台佣金、广告费、物流等增值服务费用	购销价差为主	广告费为主
目标市场	北美站为首站	东南亚、中国台湾、拉丁美洲为主	欧美、中东、东南亚	东南亚市场
目标客群	注重高性价比的人群	注重高性价比的人群	年轻女性	18-24岁的年轻人群体
主要品类	女装、日用品类为主	电子、快消、生活、时尚等品类	时尚女装品类为主	美妆、时尚、食品、电子产品等
用户人数	截至23年4月0.7亿	截至23Q3为2.2亿	截至23年12月0.9亿	截至23Q3为16亿
供应商模式	类自营模式	无货源模式	小单快返	“全托管”模式

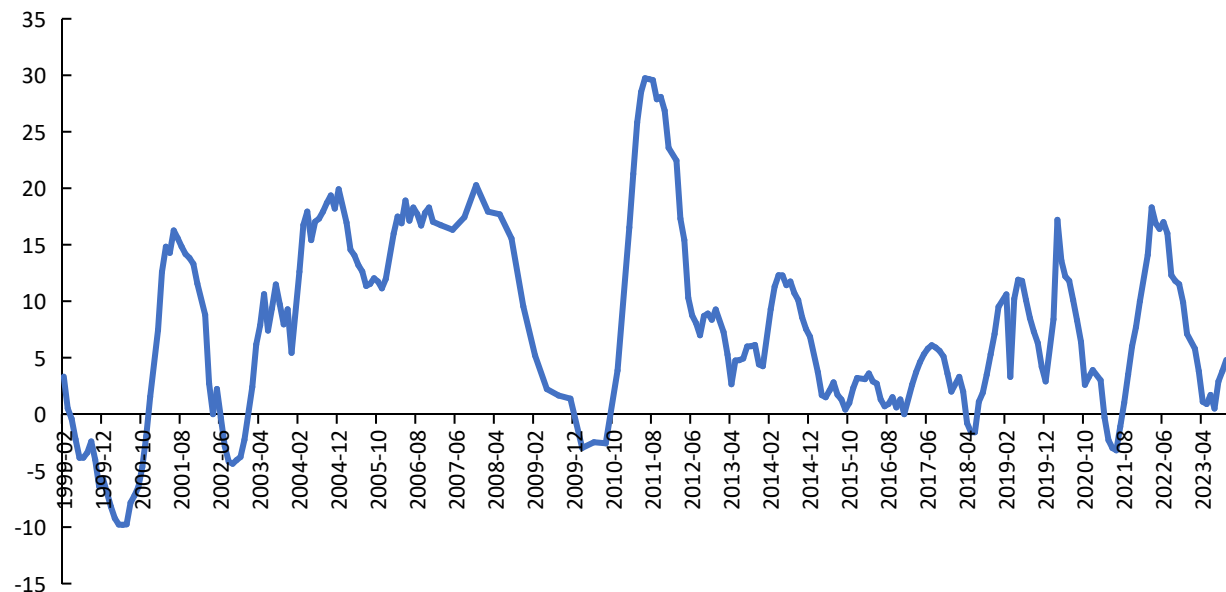
## 二、运动鞋服品牌：库存出清折扣企稳，低估值具备 性价比

# 2.1 纺服行业：需求弱修复，有序去库存中

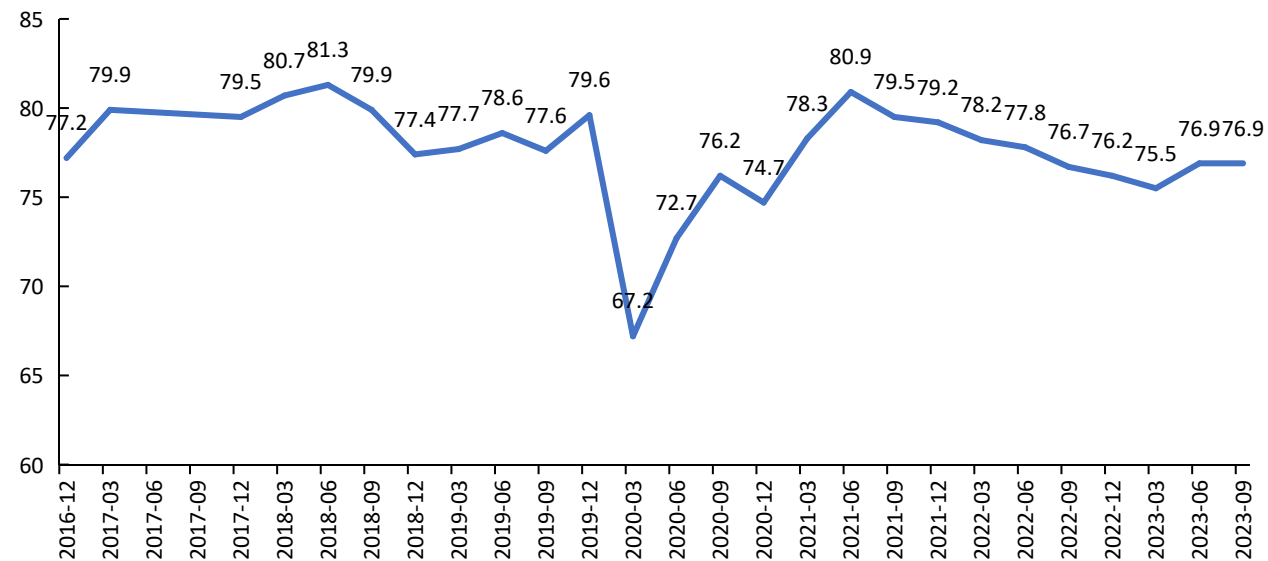
### 中国:社会消费品零售总额:当月同比(%)



### 中国:纺织业:产成品存货:同比(%)

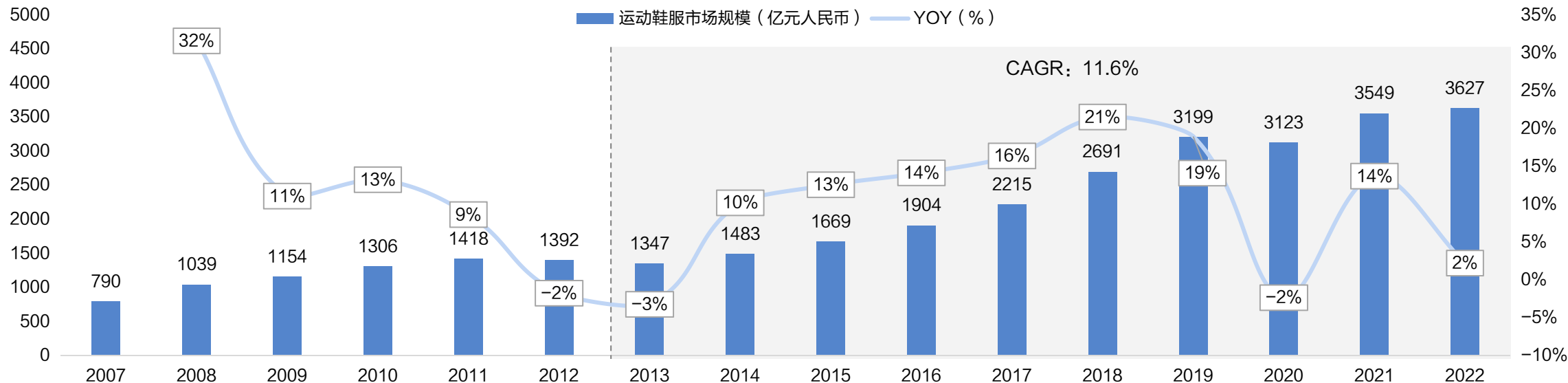


### 中国:产能利用率:纺织业:当季值(%)

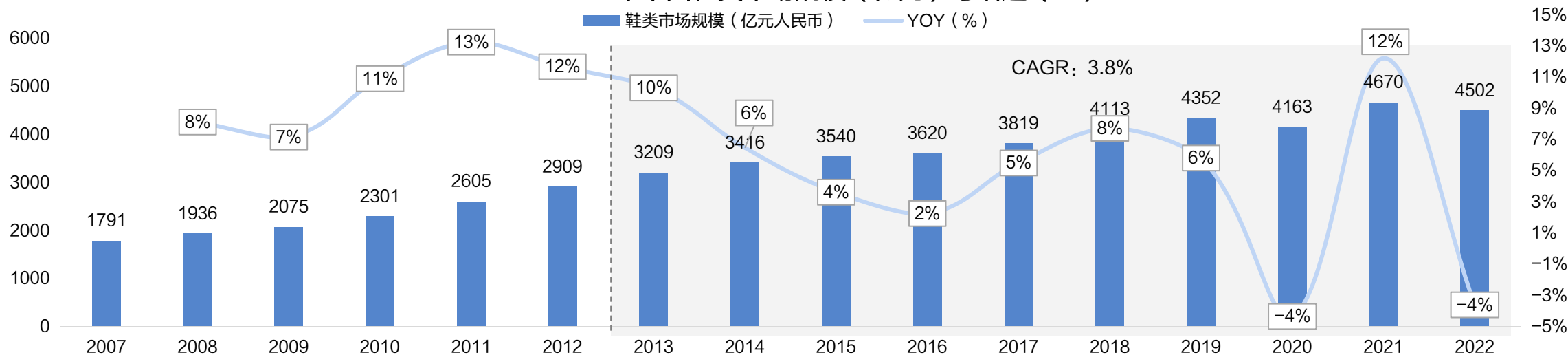


## 2.2 运动鞋服行业：2013-2022年运动鞋服市场规模CAGR为11.6%

### 2007-2022年中国运动鞋服市场规模（亿元）与增速（%）

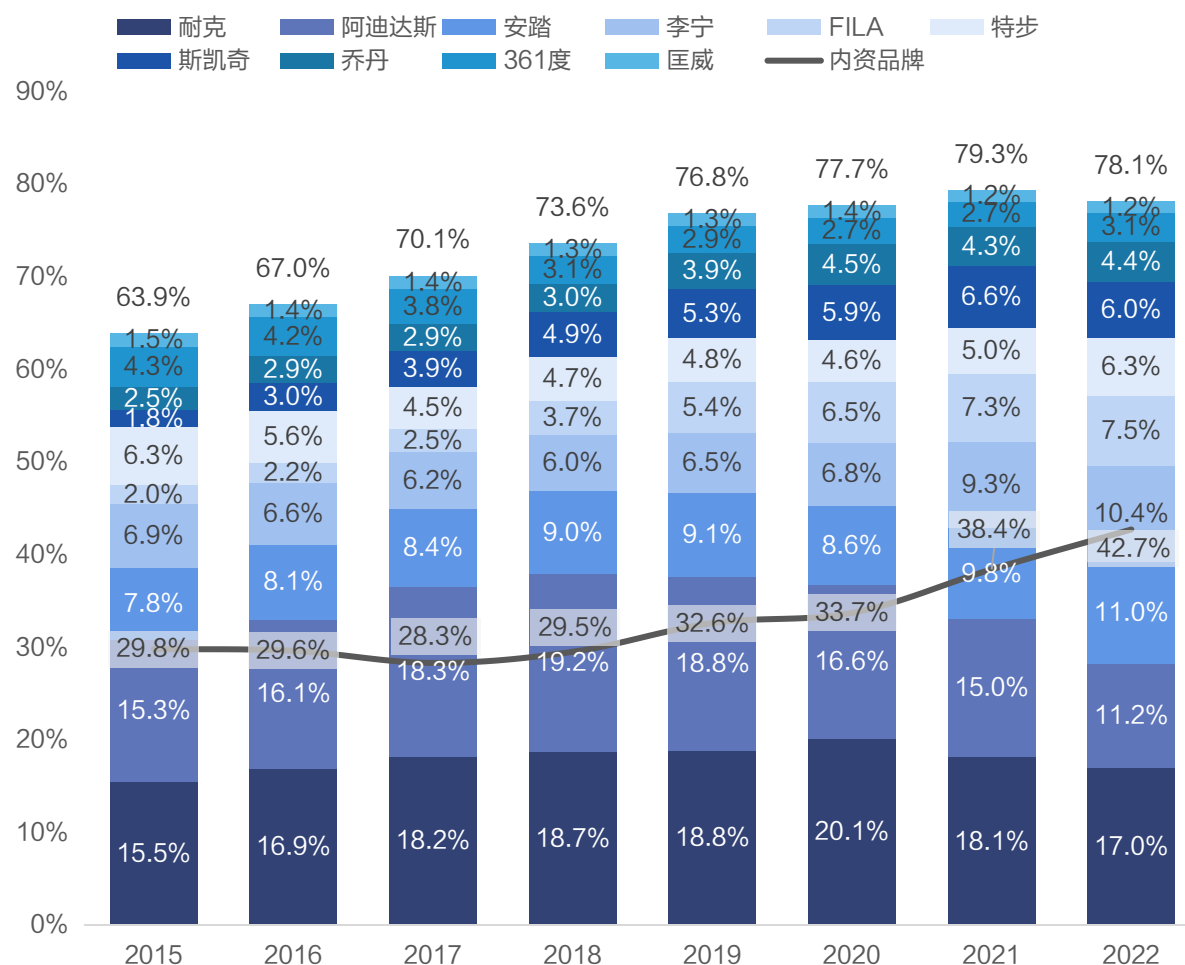


### 2007-2022年中国鞋类市场规模（亿元）与增速（%）



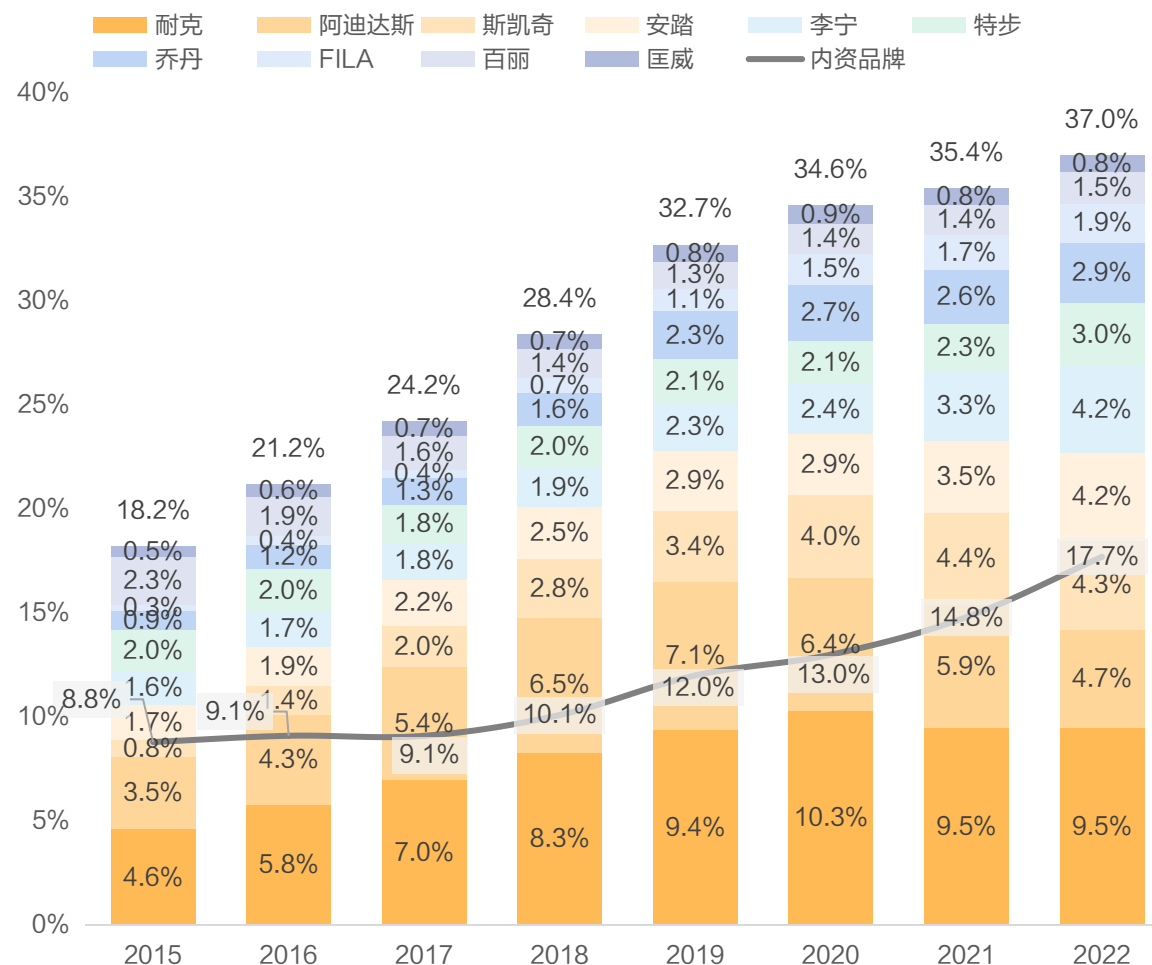
## 2.3 运动鞋服品牌格局：市场集中度提高，国货品牌市占率逐年攀升

### 2015-2022年中国运动鞋服TOP10品牌市占率&CR10(%)



内资品牌在中国运动鞋服市场的占有率稳步提升：2015-2022年内资品牌所占份额由30%上升至43%；2021-2022年该份额的提升更为显著，同比增长均在4pct以上。

### 2015-2022年中国鞋类TOP10品牌市占率&CR10(%)



中国鞋类市场集中度持续提高，内资品牌市占率逐年攀升：2022年鞋类市场CR10达到37%，与2015年相比提升幅度在一倍以上；内资品牌所占份额同样实现了超一倍的增长，数值已接近18%。

## 2.4 李宁：2023H2库存持续出清，看好2024年轻装上阵

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	
流水增速	22%		30% 0%低段 ↑	40% 中段 ↑	30% -20% 高段 ↓	10% -中段 ↓	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 ↑
收入增速	32.7%		31.3%	-1.2%	8.7%	65%	49%	21.7%	8.2%	13.0%	/									
折扣	新品折扣率改善 超1pct	/	/	/	高单位数改善	终端零售折扣改 善超3.5pct	中单位数加深	中单位数加深	略有加深	/										
库销比	4.8	4.2	4.7	4.2	3.1	3.9	3.6	4.2	3.8	/										
毛利率	49.7%	48.6%	49.5%	48.8%	55.9%	50.7%	50%	46.9%	48.8%	/										

- 受消费复苏不及预期及窜货影响，2023年增长承压，看好库存持续出清下2024年轻装上阵。1) 经营表现：2023Q3李宁（不含李宁YOUNG）整个平台零售流水同比中单位数增长。线下渠道（包括零售及批发）同比高单位数增长，其中直营渠道同比20%-30%低段增长及批发渠道同比低单位数增长；电子商务同比低单位数下降，2022Q3线下中双位数增长，电商20%中段增长，高基数给今年三季度带来一定恢复压力；同店方面，截至2023Q3，整个平台同店销售同比中单位数下降，零售渠道同比中单位数增长及批发渠道同比10%-20%低段下降，电子商务同比降低单位数。库存方面，双十一促销活动及公司专业品类窜货可控后，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，2024年公司库存压力将显著缓解。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2023Q3，国内李宁门店数量（不含李宁YOUNG）共计6,294个，较Q2净增加127个，本年至今净减少1个，其中零售业务净增加57个，批发业务净减少58个。李宁YOUNG门店数量共计1,370个，较Q2净增加89个，本年至今净增加62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。

## 2.4.1 李宁牌SSSG情况：2023年同店恢复乏力，直营渠道相对稳健

年份	渠道	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
2017	零售	中单位数下跌	持平	中单位数下跌	低双位数增长	持平
	批发	中单位数下跌	低单位数增长	中单位数下跌	高单位数增长	低单位数下跌
	电子商务	50%-60% (低段)	90%-100% (中段)	30%-40% (低段)	高双位数增长	40%-50% (低段)
2018	整体	持平	高单位数增长	低单位数下跌	低双位数增长	中单位数增长
	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
2019	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)
	零售	高单位数增长	10%-20% (低段)	10%-20% (低段)	10%-20% (高段)	10%-20% (低段)
2020	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)
2021	零售		高双位数下跌	低单位数下跌	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)
2022	整体		中单位数下跌	低单位数增长	低双位数增长	中单位数增长
	零售		90%-100%低段增长	30%~40%低段增长	20-30%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
2023	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
	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
2023	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		
	批发	低单位数下降	低单位数增长	10%-20%低段下降		
	电子商务	20%-30%低段下降	低单位数增长	低单位数下降		
整体	高单位数下降	低单位数增长	中单位数下降			

## 2.5 安踏体育：流水稳健复苏，FILA重回增长，多品牌矩阵再次扩充

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
安踏品牌	10%-20%低段↑	10%-20%中段↑	10%-20%中段↑	10%-20%高段↑	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↑
FILA品牌	65%-70%↑	55%-60%↑	50%-55%↑	50%-55%↑	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↑
其他品牌			30%-35%↑	25%-30%↑	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%↑

- 2023流水增长稳健，FILA重回高质量增长，看好未来库存改善。1) 分品牌来看，2023Q3安踏品牌流水同比高单位数增长；FILA品牌流水同比10-20%低段增长；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流水延续良好态势，后续随着天气转冷及冬季产品上新，Q4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2022Q4积压货品持续出清，我们预计2023年底库存将进一步改善。2) 收购MAIA ACTIVE补充女子运动板块，进一步强化集团品牌组合。MAIA ACTIVE产品价位段主要在329-899元，品牌2022年销售额达5亿元，已进入全面盈利，截至2023年6月20日，MAIA ACTIVE已横跨全国11个城市、覆盖36家线下门店，预计今年年底将达到40家线下门店的总量。目前MAIA ACTIVE在瑜伽运动品类方面已形成一定的市场影响力，建立了消费者品牌心智，具备较大增长潜力。此次收购对安踏体育旗下女子运动业务板块起到补充作用，进一步强化集团的品牌组合，我们看好未来集团女子运动板块产品力、品牌力的不断提升。

## 2.6 特步国际：2023年流水高质量增长，渠道库存及折扣水平健康

19Q1 19Q2 19Q3 19Q4 20Q1 20Q2 20Q3 20Q4 21Q1 21Q2 21Q3 21Q4 22Q1 22Q2 22Q3 22Q4 23Q1 23Q2 23Q3

零售销售增长 (线上及线下) 超过20% 超过20% 约20% 超过20% 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 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 高双位数 同比增长 同比增长

零售折扣水平 约七五折 七五折至八折 七五折至七八折 七五折至八折 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

渠道库存周转 约四个月 约四个月 约四个月 约四个月 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 — 四个半月至五个月 — 少于5个月 少于5个月 四个半月至五个月

同店销售增长 低双位数 低双位数 约10% 低双位数 /

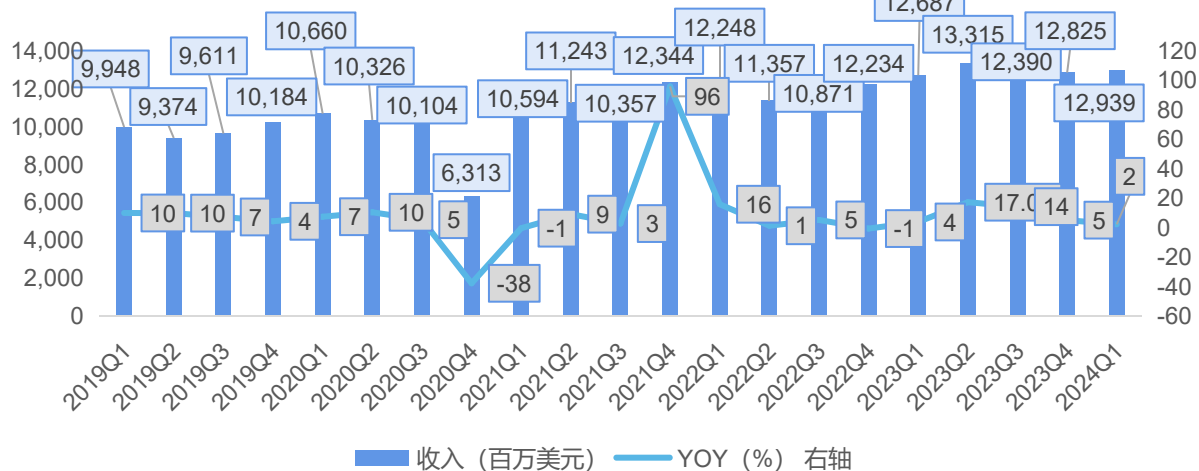
## 2.7 361度经营数据：高基数下表现亮眼，童装增长强劲

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3						
主品牌零售额	低单位数↑	低单位数↑	低单位数↑	低单位数↑	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%↑						
童装品牌零售额	低单位数↑	高单位数↑	高单位数↑	高单位数↑	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%↑						
电子商务平台零售额																			约50%↑	约40%↑	约45%↑	约25%↑	约35%↑	约30%↑	约30%↑

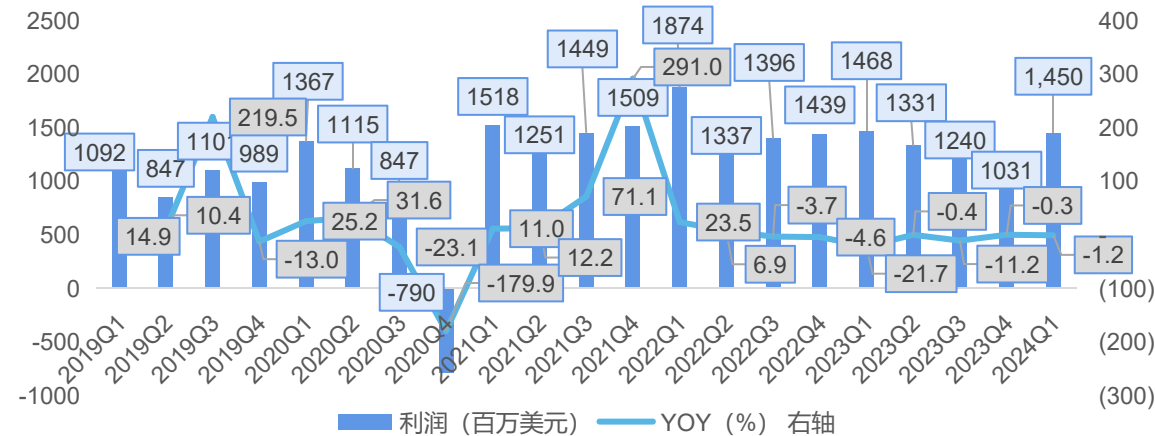
- 主品牌Q3流水保持高质量增长，童装产品增幅亮眼。2023Q3主品牌线下零售额同比增长约15%，361度电商平台零售额同比增长约30%，整体延续上半年高质量增长态势，双十一购物节活动下，我们预计公司Q4终端流水依然能够保持良好增长趋势；Q3儿童线下零售额同比增长约25%-30%，公司童装产品线一直具备创意优势，强调性价比与时尚性，我们预计未来361度儿童增长具备较强可持续性。
- 专业跑鞋与产品矩阵表现亮眼，产品创新力提升明显。2023年，公司飞飏Future、飞飏Future碳丝等及国际线产品亮相柏林，赋能跑者征战柏林马拉松赛事，其中飞飏Future为国内首家采用赢创尼龙12粗胚超临界发泡工艺，能量回馈增至90%。在运动潮流产品方面，发布[飞云]滑板鞋布局滑板市场，作为潮流品类重点支线，增加品牌潮流运动方面的认知度。三季度，公司雨屏鞋受到追捧，尤其在南方地区，该品类更换率较高。篮球鞋方面，第四代阿隆戈登篮球鞋天猫平台定价699元，其回弹率能达到75%。公司旗下产品矩阵不断扩展，我们预计未来公司新品类在市场都能够有不错的销售成绩。

# 2.8 耐克数据：毛利率逐季提升，库存改善

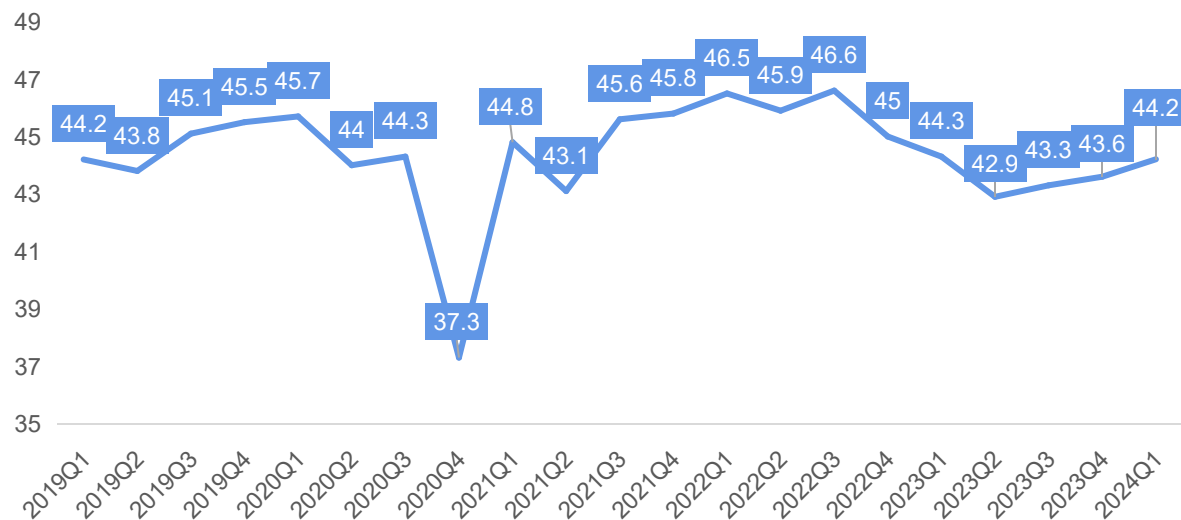
收入及同比增长



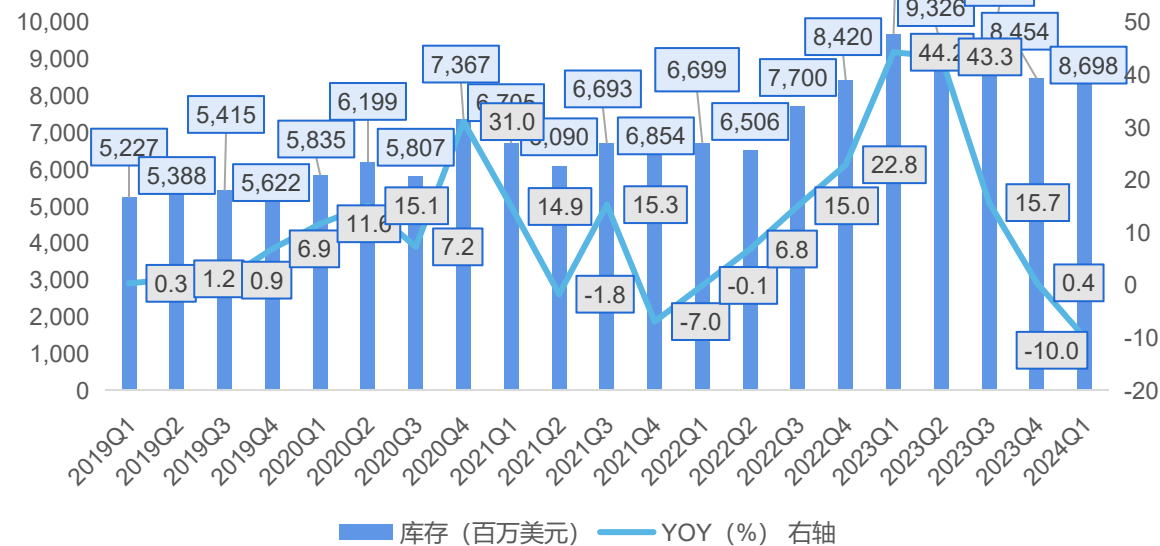
利润及同比增长



毛利率(%)

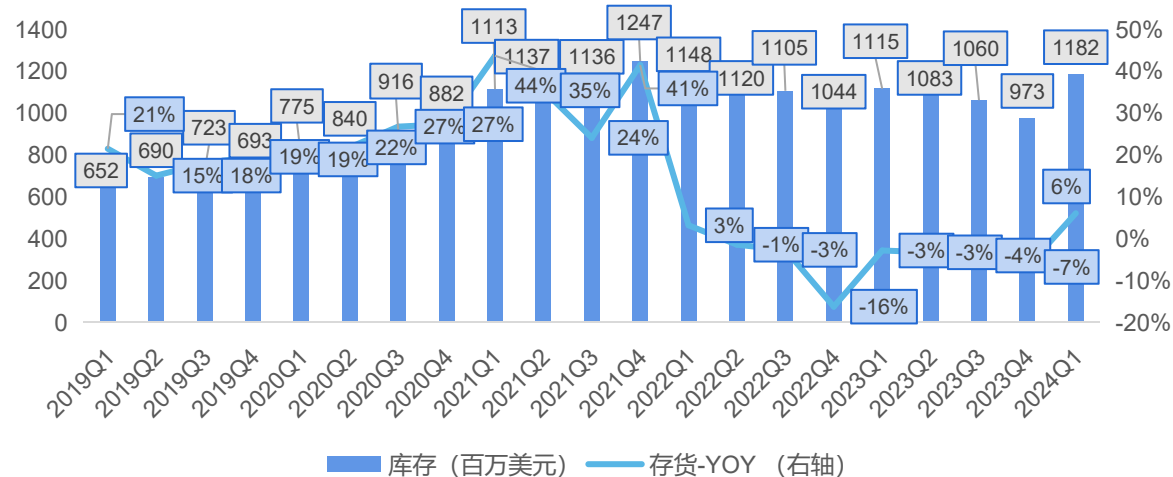


库存及同比增长

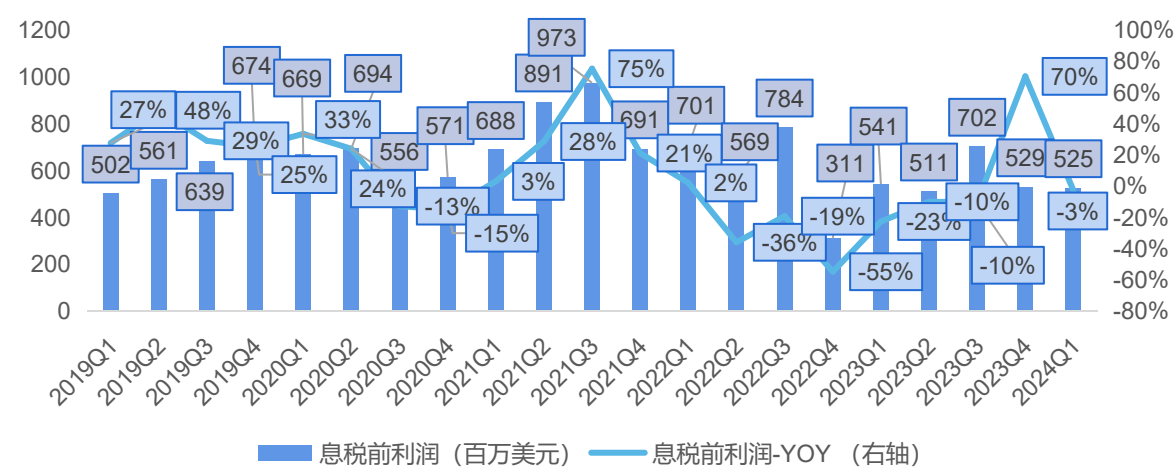


## 2.8.1 耐克大中华区数据：库存持续出清，收入端改善

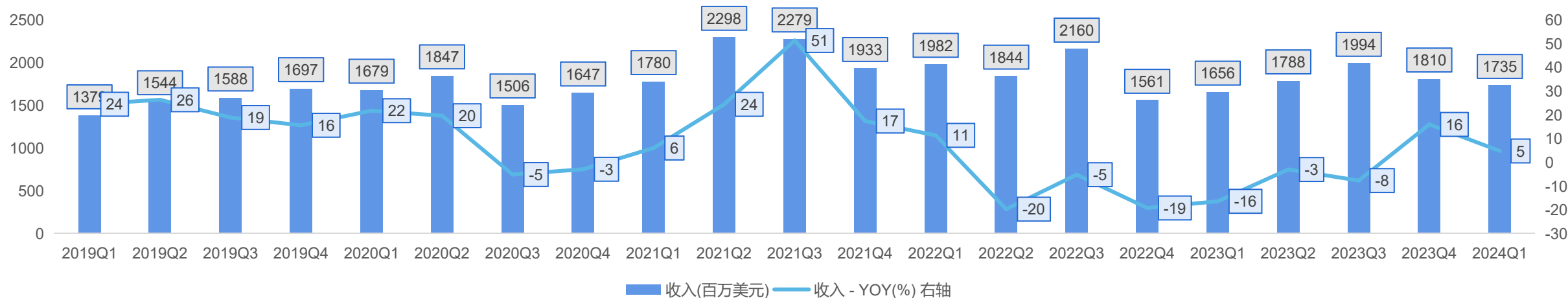
### 大中华区库存变化情况



### 大中华区EBIT变化情况



### 大中华区收入变化情况

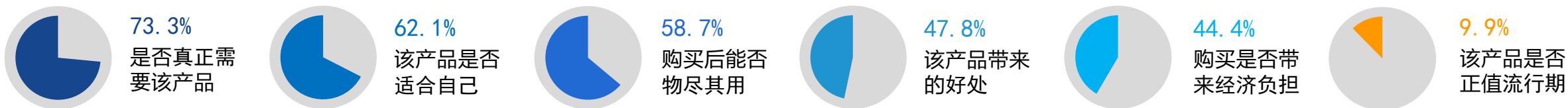


### 三、兴趣零售品牌消费品出海：名创优品供应链出海， 海外市场高速增长

# 3.1 新理性消费主义：消费者消费观念趋于务实及理性

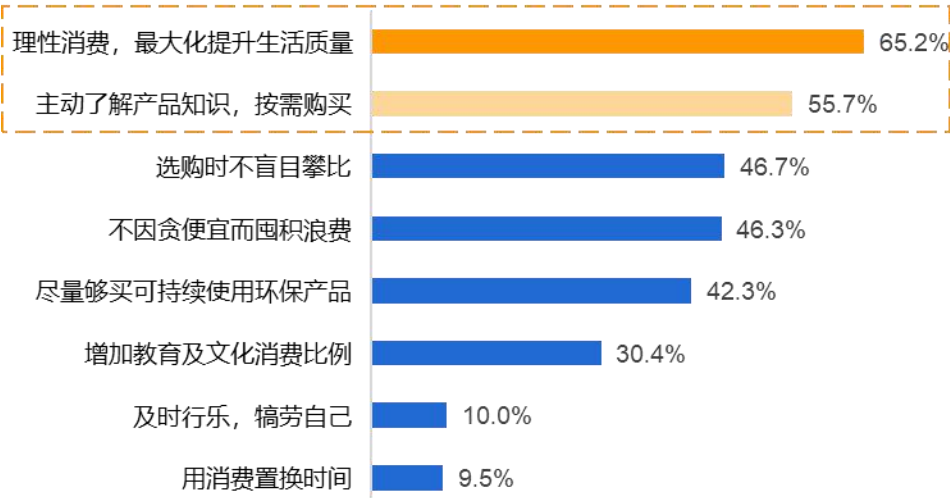
➤ 新理性消费主义 (Neorational)：疫情以来，随着经济压力和生活不确定性的增加，消费者的消费观念及消费行为趋于务实和理性，由发展型消费替代原有的炫耀型消费。此观念下，消费者会更加严格地审视需求，减少冲动消费，关注商品的本质，在海量信息面前，对各类推荐持审慎态度，于充分考察、比较之后，在多种品牌和渠道之间，寻找最适合自己的选项。在追求新鲜感的同时，越发注重意义感。

图：消费者在购买产品前考虑维度：自我满足置于流行追求之上

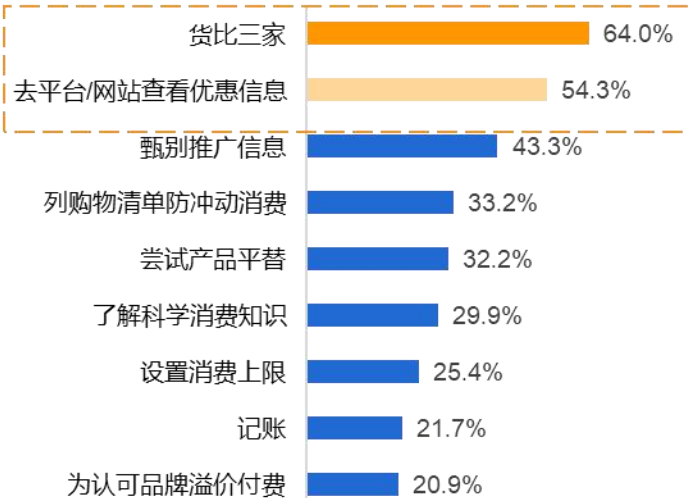


注：艾瑞咨询调研消费者在购买产品时的考虑维度，截至2023.5，X=1500

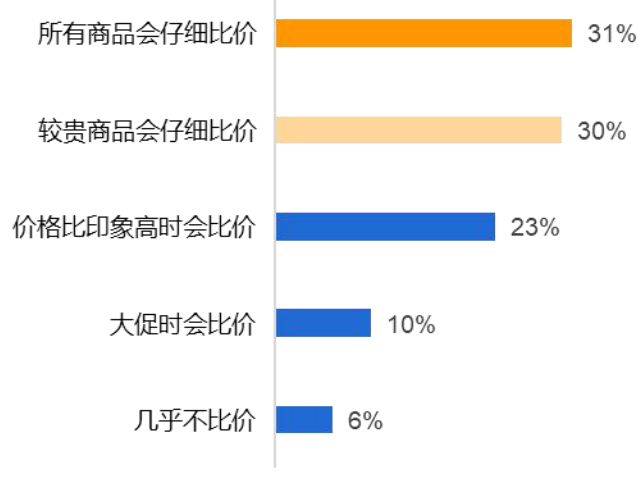
图：过半消费者认同理性消费理念



图：消费者为了理性会审慎选择



图：31%消费者购买所有商品时均要比价



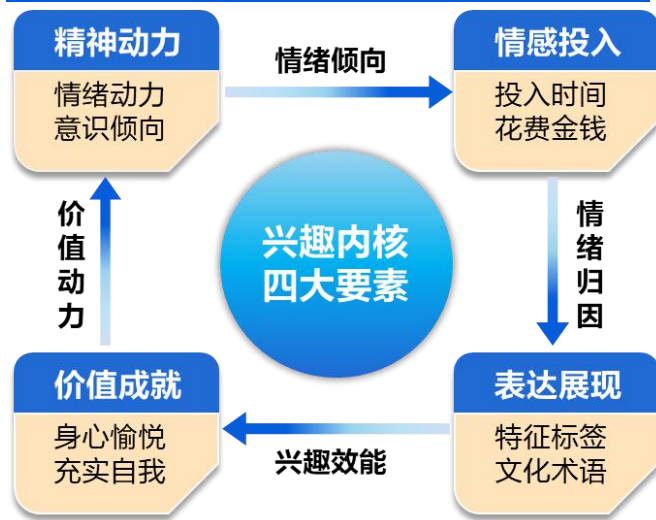
数据日期：截至2022.11，X=2000，单选

注：艾瑞咨询调研，消费者认同的消费观念，消费者为了理性消费采取的措施，截至2023.5，X=1500

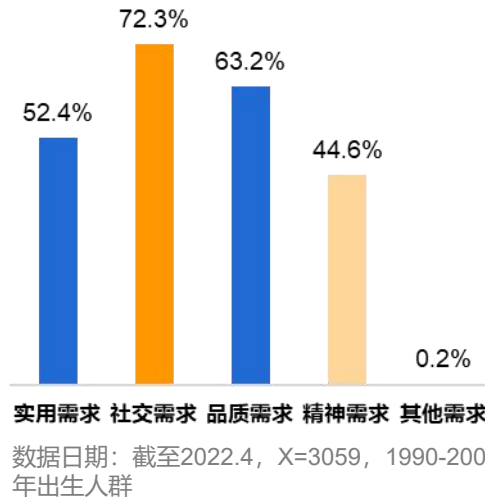
### 3.1.1 情绪需求催生兴趣消费，高情感附加产品市场维持高增

- 社交、情感及精神消费诉求的提升催生兴趣消费。“兴趣消费”概念由名创优品集团董事会主席于2020年首次提出，指社交、情感及精神诉求的提升带来的一种新的消费趋势，主要体现于拥有一定经济基础及消费观念新潮的年轻一代，在日常购物、娱乐花销上除关注产品/服务的使用价值外，还追求产品/服务的社交、悦己、情感属性、文化属性等附加价值。
- 兴趣消费驱动高情感附加产品市场发展潜力进一步释放。根据艾媒咨询数据，72.3%的消费者的主要诉求为社交需求，44.6%的消费者会关注商品附加的精神需求。且在兴趣消费的带动下，积木与香薰行业2020年-2025E的CAGR分别达18.9%/21.9%，高情感附加值产品市场规模增长迅速。

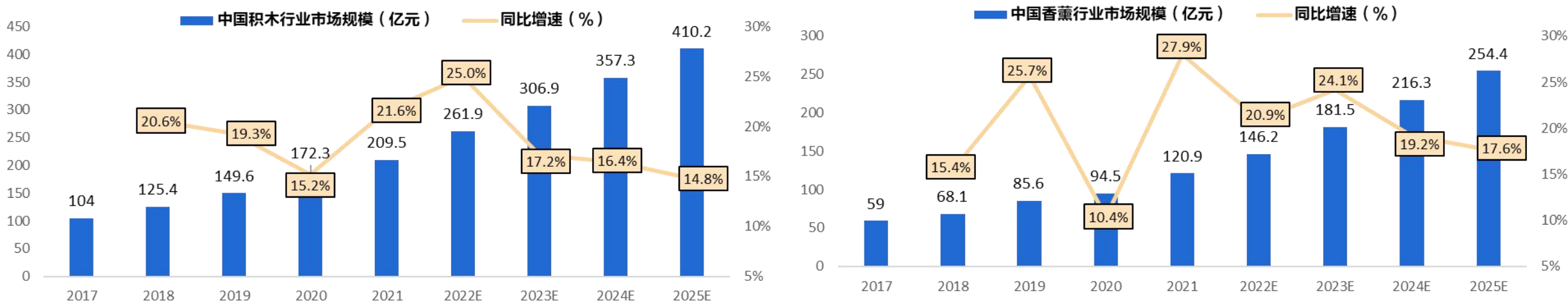
图：兴趣消费受情感及自我表达驱动



图：社交&精神需求为年轻人群主要消费诉求

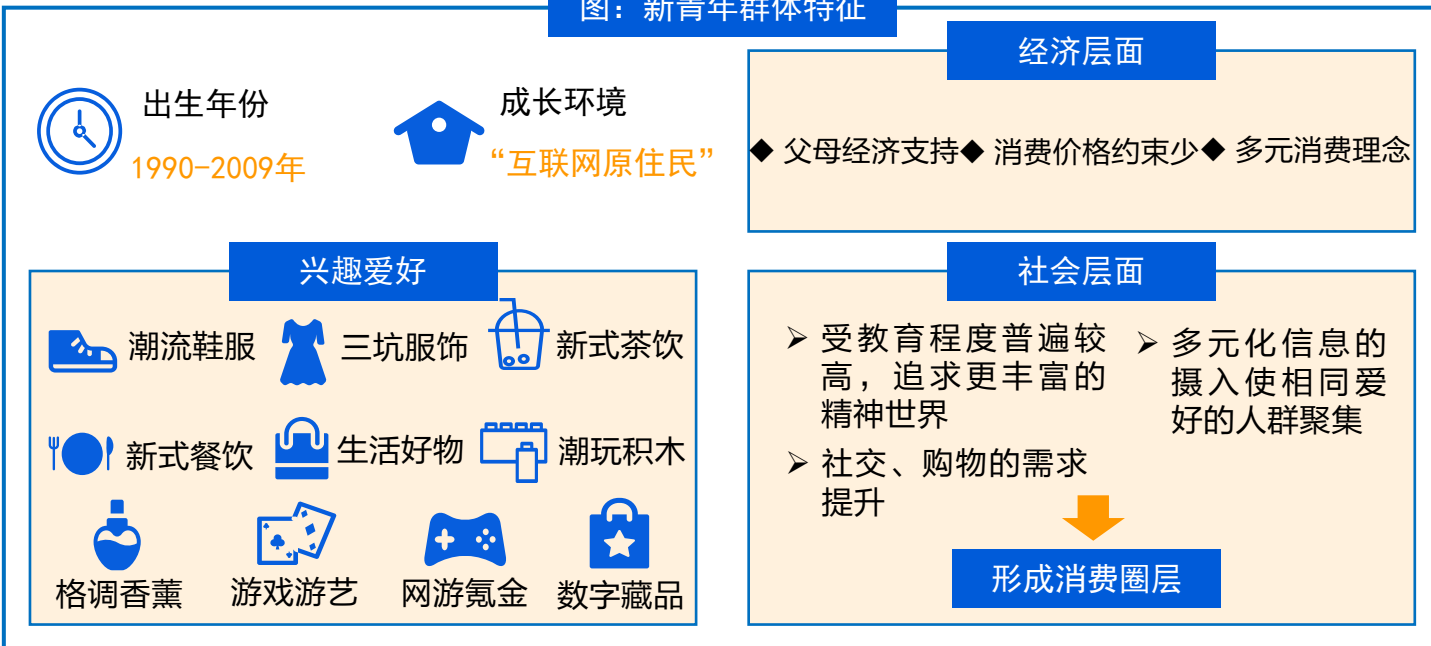


图：兴趣消费驱动高情感附加产品市场发展潜力进一步释放，情绪与悦己需求驱动积木与香薰行业持续增长



### 3.1.2 “新青年”成为兴趣消费主力军，月均兴趣支出占比达28%

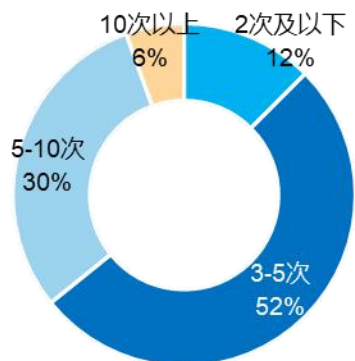
图：新青年群体特征



▶ 新青年受新消费观念影响成为兴趣消费主力军。90后及00后是目前消费市场中最活跃的群体，截至2021年中国90后及00后人口数接近3.2亿人，约占总人口23%，且由于出生于互联网时代，在新潮消费观念的影响下，他们呈现出更明显的个性化消费特征，对商品的“品质”以及精神文化有明显需求。

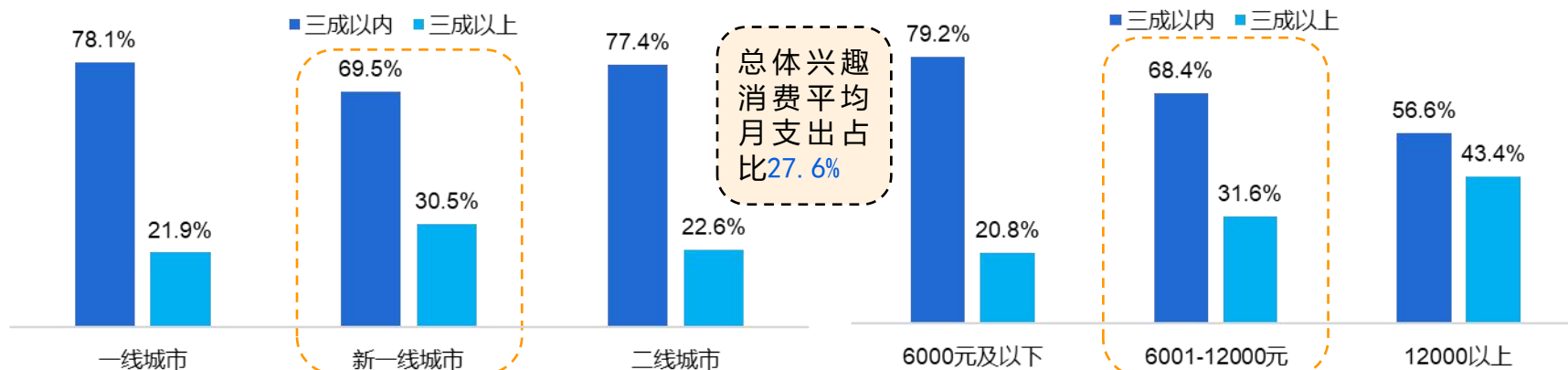
▶ 位处新一线城市及月可支配收入在12000元以上的新青年每月兴趣消费支出更高。根据艾媒数据显示，超5成新青年每月兴趣消费频次为3-5次，新一线城市中，新青年每月兴趣消费支出占比超3成以上的人数比例达30.5%，在每月可支配收入12000元以上的人群中，支出占比超3成以上的人数比例达43.4%。

图：超1/3青年每月兴趣消费在5次及以上



注：艾媒咨询调研，2022年年3月-4月，X=3059

图：新青年每月兴趣消费支出占比（分城市等级）



图：新青年每月兴趣消费支出占比（分月可支配收入）

### 3.1.3 兴趣消费与生活消费紧密结合且覆盖广泛

#### 兴趣消费品牌

##### 潮流鞋服



##### 生活好物



##### 新式茶/餐饮



##### 网游氪金



##### 潮玩积木



##### “三坑”服饰



##### 文创IP



##### 格调香薰



##### 游艺桌游



#### 兴趣消费种草平台

##### 线上

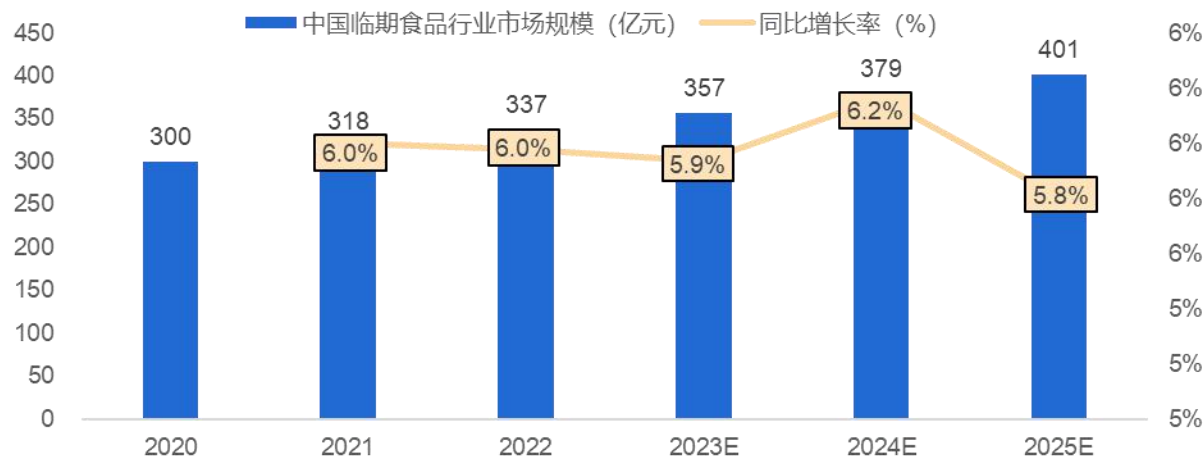


##### 线下



## 3.2 中国零售折扣：性价比消费趋势推动折扣零售行业发展

图：中国临期食品行业市场规模及增速



表：主流国产折扣店自有品牌及联名品牌

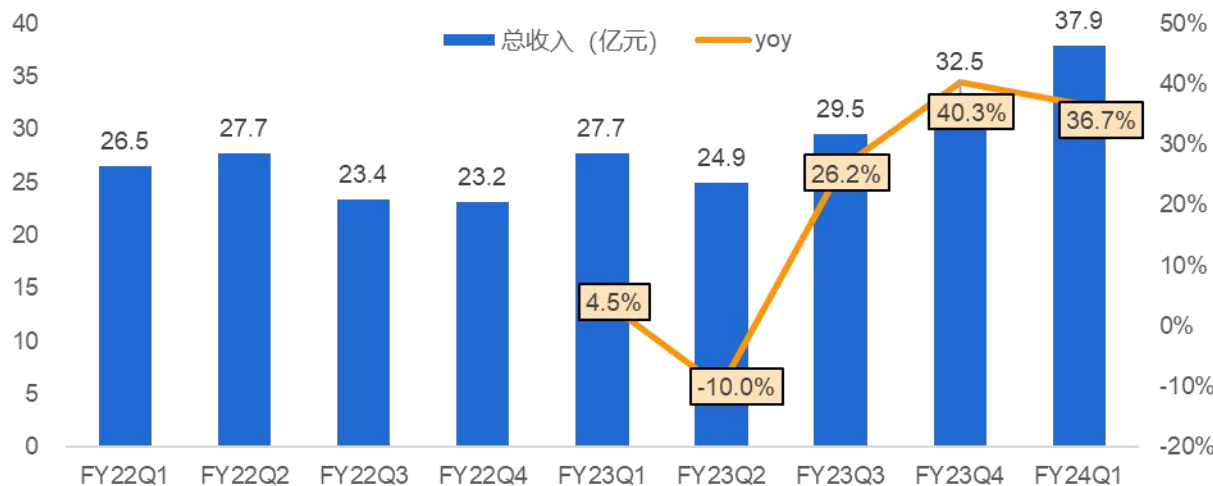
折扣店	自有品牌代表	联名品牌代表
好特卖	侠趣	春光、嘻螺会、开小差
嗨特够	木头奇奇、强小鲁、逸口乐、KASUREOO、初本笙、小食万象	元气森林
小象生活	/	甄象自有
奥特乐	肚咕咕	小龙坎、大龙燻、黄老五、认养一头牛
折扣牛	牛奶营行·鲜牛乳、旺著明·五常长春米、鲜啤	/

表：2022年度中国折扣店连锁品牌

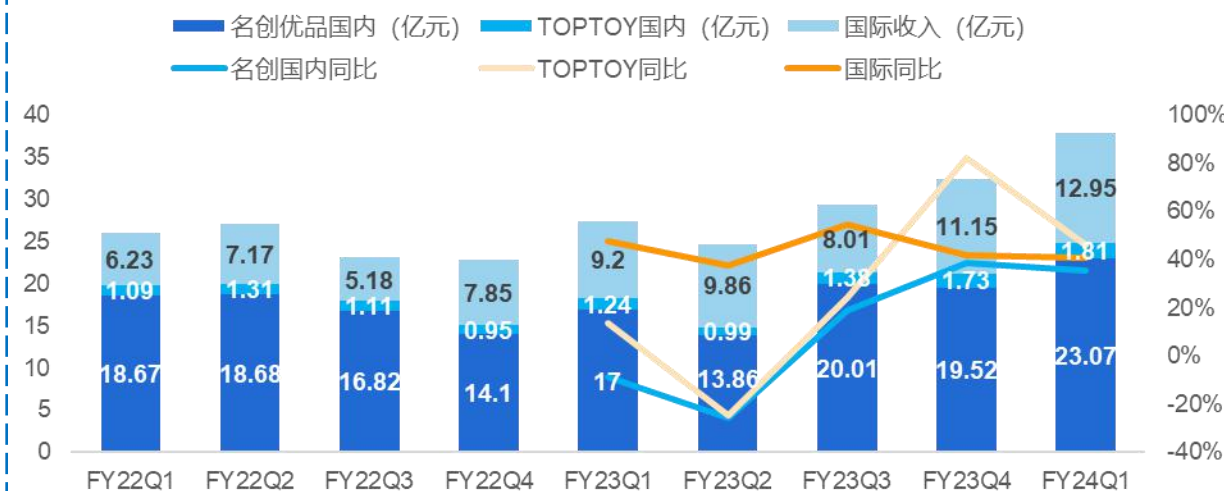
排名	品牌名	门店数量	主要分布	排名	品牌名	门店数量	主要分布
1	好特卖	416	上海、北京、深圳	11	奥特乐	51	成都
2	唯品仓	292	全国	12	折扣牛	约50	郑州、开封
3	YUKI惠购会员店	153	广州	13	扫货猫	47	广州、佛山
4	嗨特购	120	北京	14	东罗西搜（嗨特卖）	46	苏州
5	小象生活（惠买喵）	120+	南京、镇江、无锡、常州	15	奥乐齐	26	上海
6	比宜德	81	上海、无锡、昆山	16	悠品食惠	25	北京
7	小红岛	70	南京	17	盒马生鲜奥莱	20+	北京、上海、杭州、南京、武汉、贵阳等地
8	京小盒	约70	西安、贵阳	18	折满满	16	上海、杭州、南京
9	条马批发部	约60	重庆	19	清仓食品折扣店	16	西安
10	爱折扣（原惠惠邦）	52	天津、北京、河北、太原	20	折堂优品	10+	南充、达州等地

# 3.3 名创优品财务：国内拓店进度超预期，看好海外直营高速发展

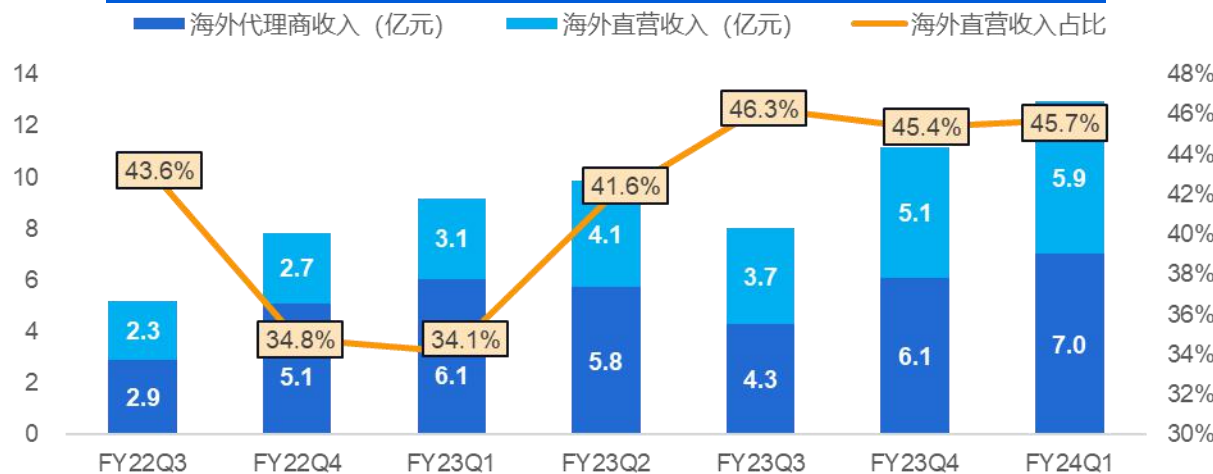
图：FY24Q1营收37.9亿元，同比+36.7%



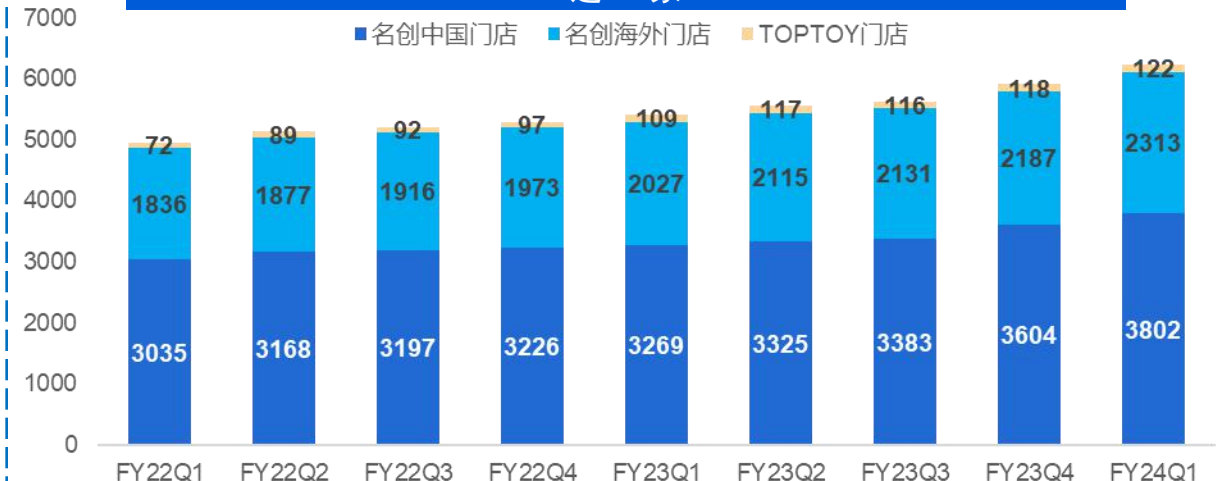
图：国际收入同比维持高增，FY24Q1增速达40.8%



图：海外直收入占比提升，FY24Q1占比为45.7%，较去年同期+11.6pct



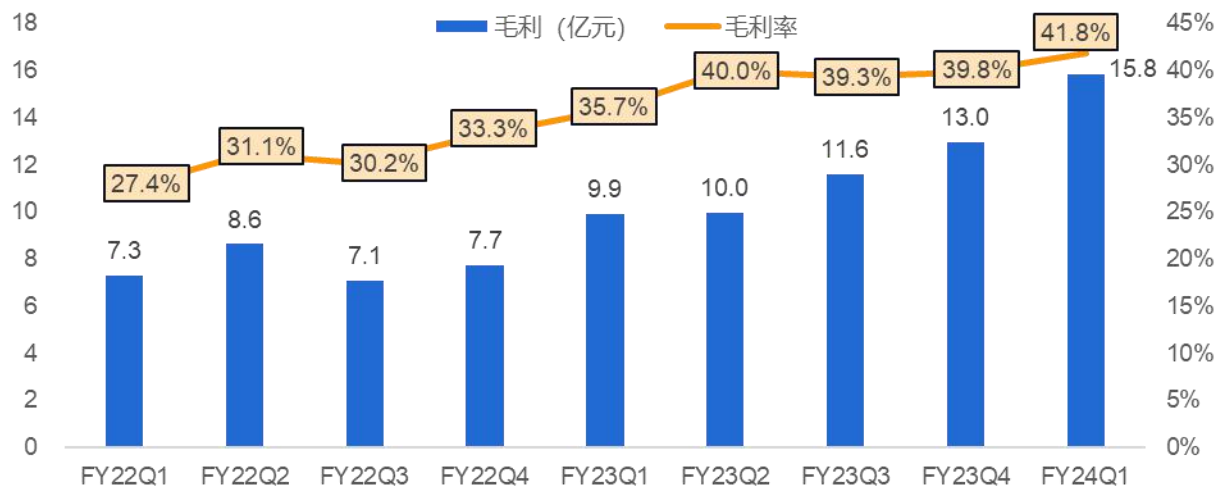
图：门店稳步扩张，FY24Q1末海内外名创门店总数达6115家，TopToy达122家



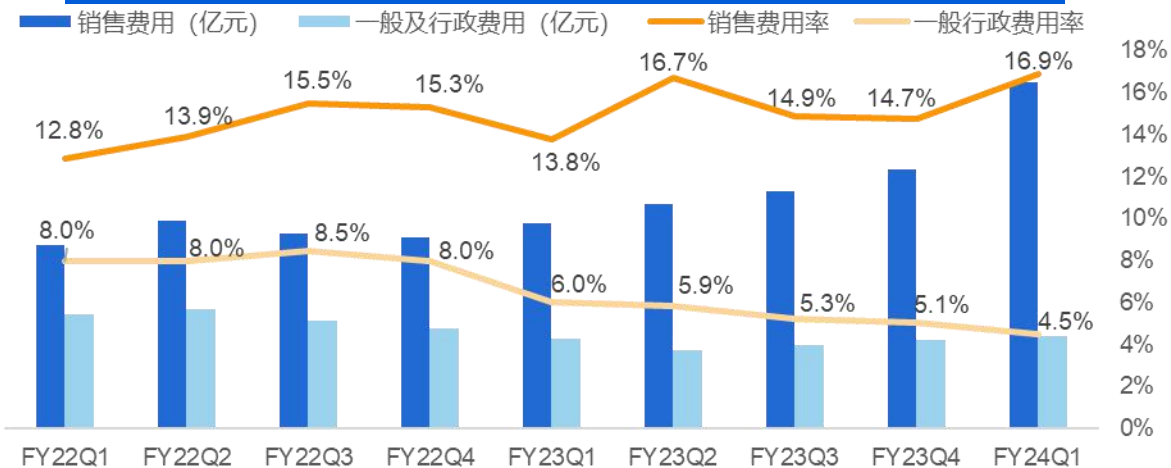
资料来源：名创优品公司公告（FY24Q1为截至2023年9月30日季度），国海证券研究所

### 3.3.1 名创财务：GPM持续提升，国内外盈利能力均改善

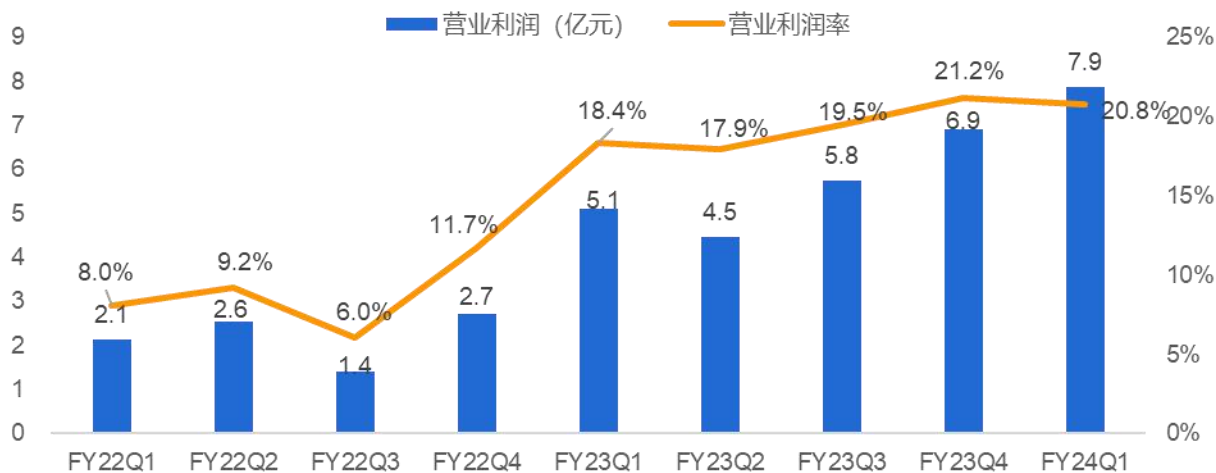
图：毛利率稳步提升，FY24Q1达41.8%，较去年同期+6.1pct



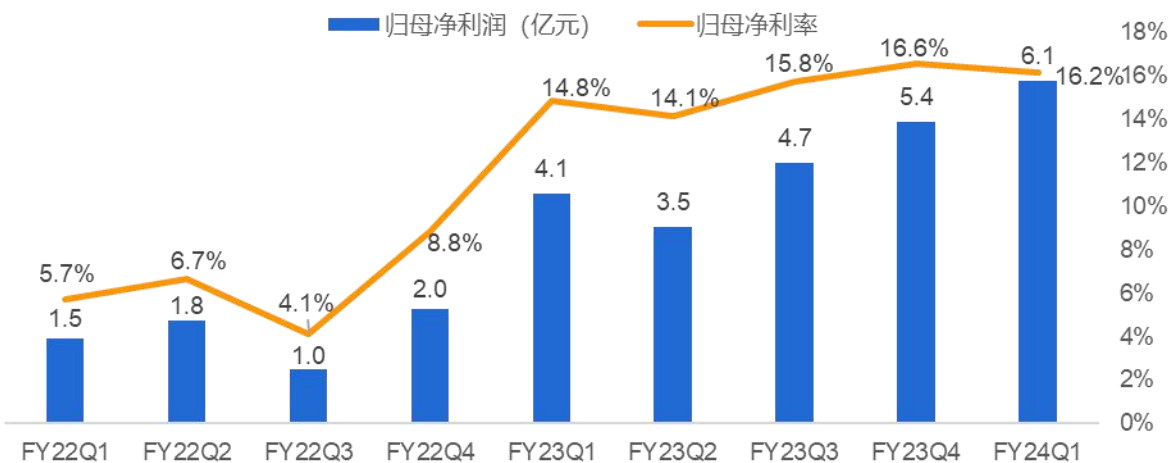
图：FY24Q1销售费用率达16.9%，较去年同期+3.2pct，一般行政费用率较去年同期-1.5pct



图：FY24Q1营业利润率达20.8%，较去年同期+2.4pct

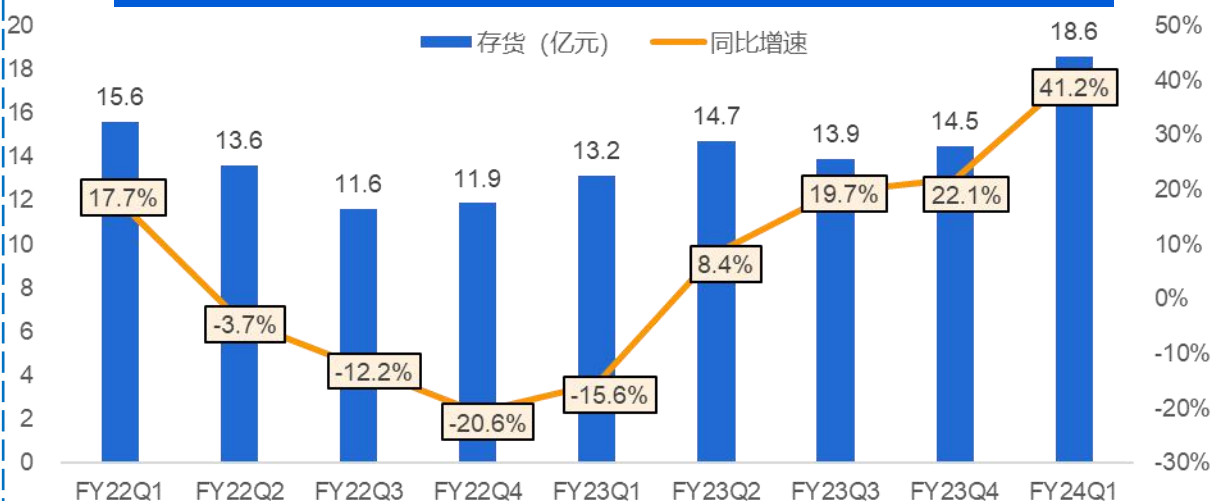


图：FY24Q1归母净利润同比+48.8%，归母净利率达16.2%，较去年同期+1.3pct

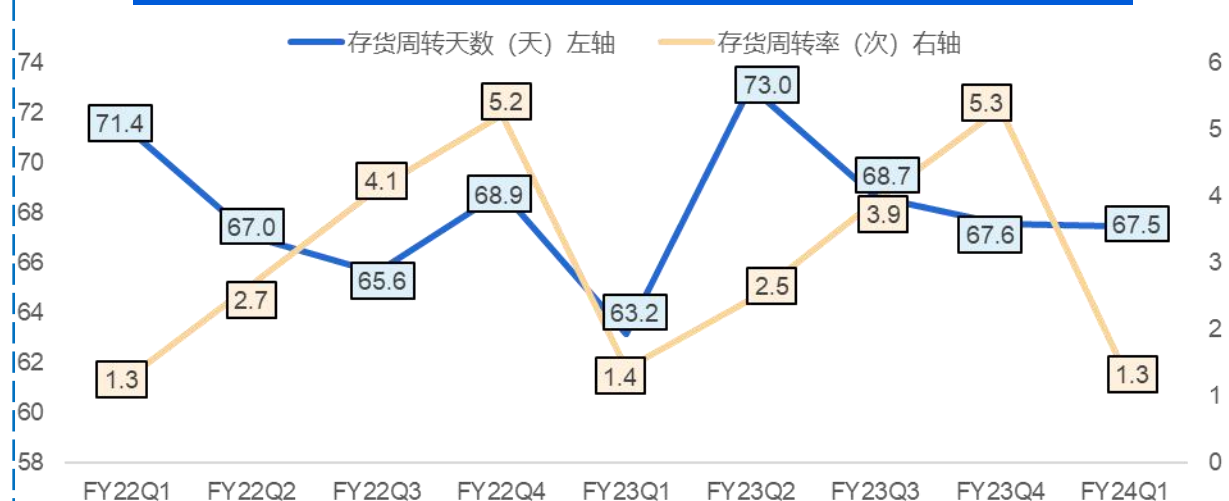


### 3.3.2 名创财务：Q4为海外旺季，提前备货下存货显著增加

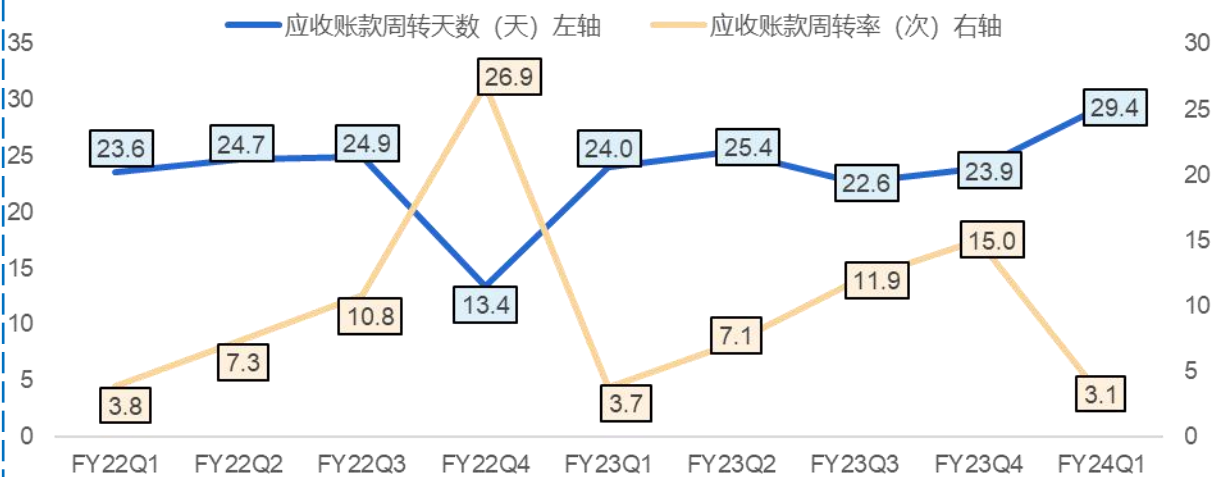
图：FY24Q1存货同比+41.2%至18.6亿元



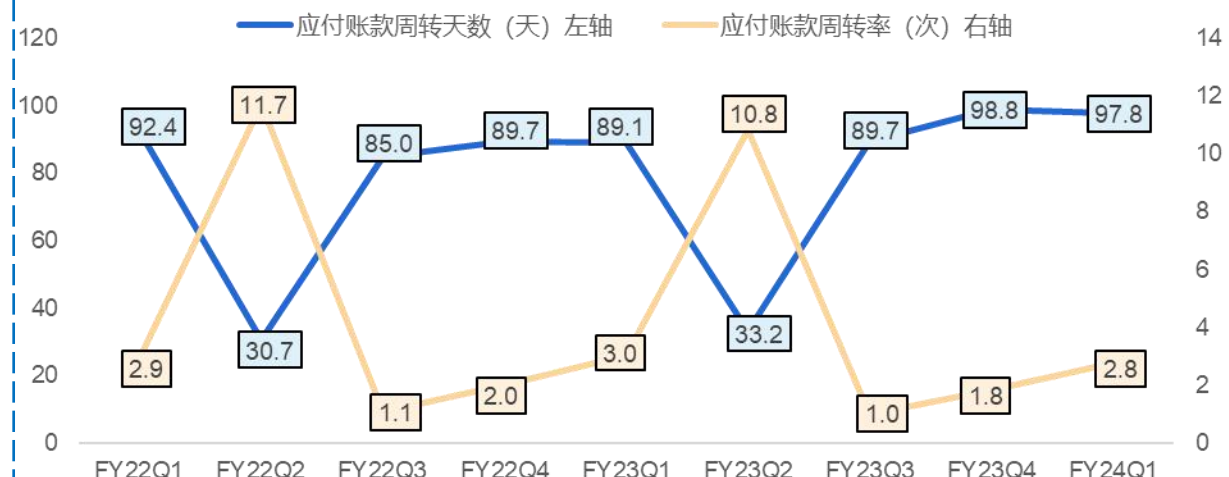
图：FY24Q1存货周转天数为67.5天，同比+4.3天



图：FY24Q1应收账款周转天数为29.4天，同比+5.4天



图：FY24Q1应付账款周转天数为97.8天，同比+8.7天



### 3.3.3 名创优品同行对比：名创优品市场份额&门店布局领先同行

	名创优品	KKV及KK馆	九木杂物社
成立时间	2011年	2015年	2016年
定位	提供多品类及高上新的生活家居产品，以时尚、创意、高性价比产品吸引消费者	主打空间美学设计和品类风格的门店，提供高性价比优质产品	主打简约风格产品，商品价格优惠
分布国家	105个国家	中国、印度尼西亚	中国
主营产品类	家居装饰、纺织品、配饰、化妆品、个护、小型电子产品、零食、香薰、文具	配饰、化妆品、个护、小型电子产品、零食、饮品、香水、文具	玩具、化妆品、小型电子产品、时装、配饰、文具
业务模式	加盟、自营	加盟、自营	加盟、自营
中国门店数	3325	430	489
客单价（元）	37	59	80
SKU数量	9700个	20000个	/
GMV（亿元）	88	33	8
市场份额（%）	7.7%	2.9%	0.7%

注：中国门店数量、客单价、GMV、市场份额为于中国市场的2022年末数据

	TOPTOY	X11	乐高
成立时间	2020年	2020年	1932年
定位	亚洲潮流玩具集合店，集合多个品牌和IP的潮流玩具	新时尚玩具集合店	主打教育、启发、智慧及创意
分布国家	中国	中国	130个国家
主营产品类	盲盒、美术玩具及车库工具	盲盒、美术玩具及车库工具	全年龄段的组装玩具
业务模式	直销模式	直销模式	直销模式、授权经营
中国门店数	117	50	~380
客单价（元）	122	151	748
SKU数量	7000个	1800+个	/
GMV（亿元）	6	3	20
市场份额（%）	2.3%	1.0%	7.5%

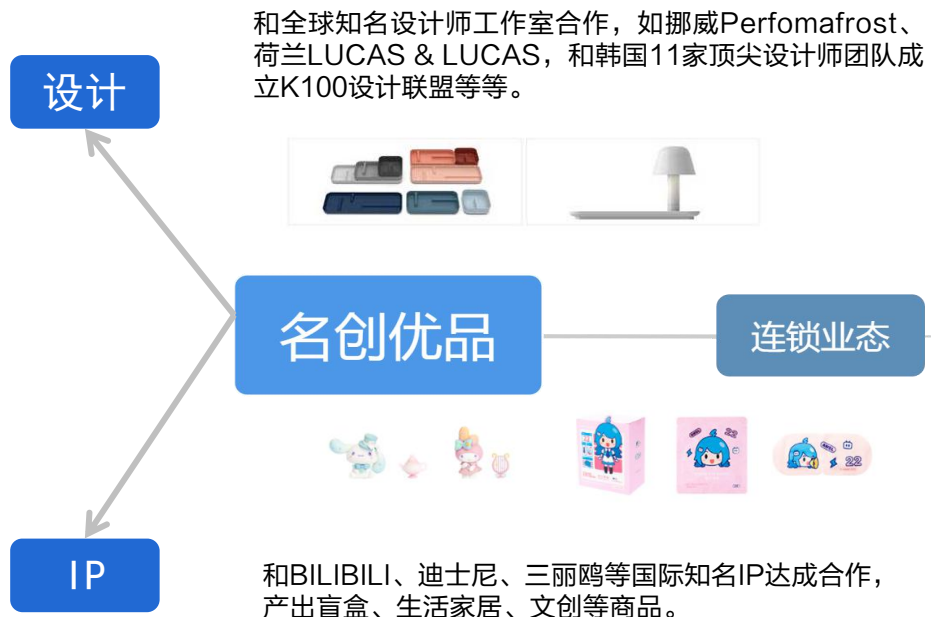
注：GMV、市场份额为于中国市场的2022年末数据，客单价为2023年极海品牌监测数据

### 3.3.4 扩张前景：供应链+产品力持续输出，渠道+同店仍具向上空间

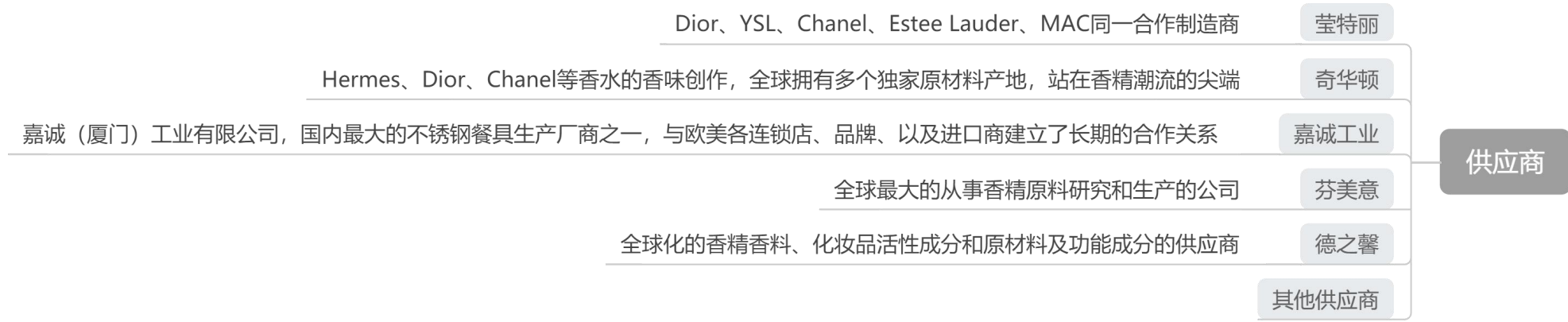
连锁业态品牌扩张

供应链优势

#### 产品设计与文化输出

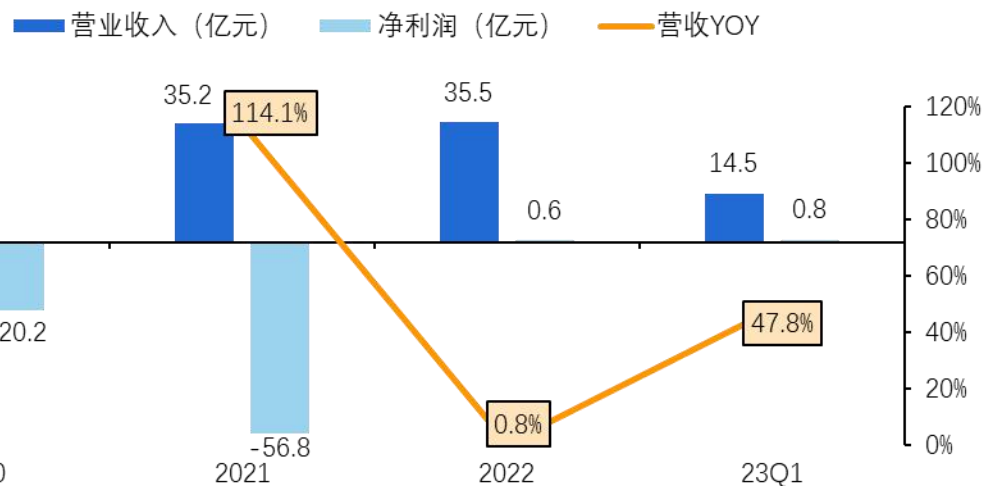


#### 连锁业态扩张前景

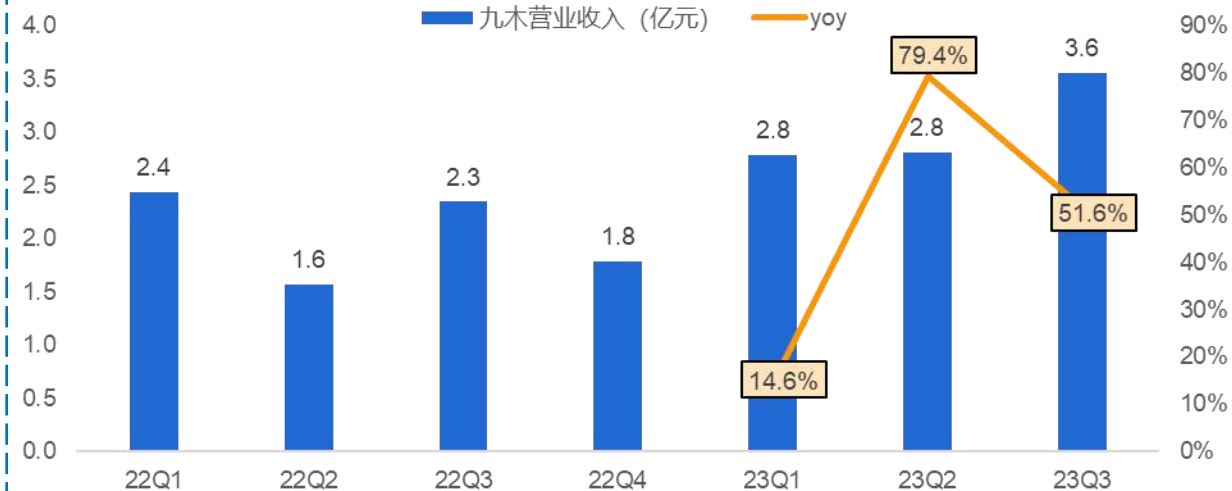


### 3.4 KKV&九木杂货：KKV盈利能力改善，九木季度收入达近两年新高

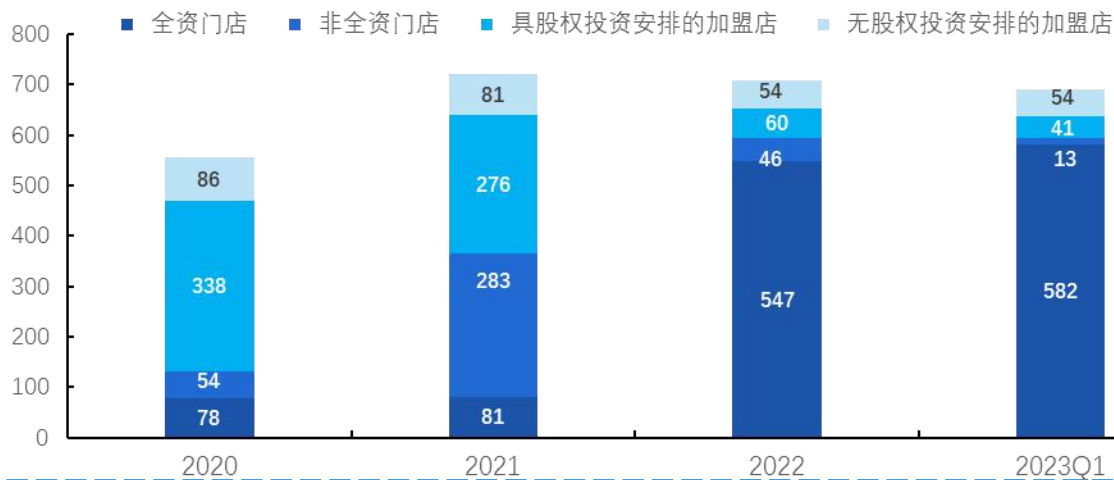
图：KKV于2022年收入扭亏为盈



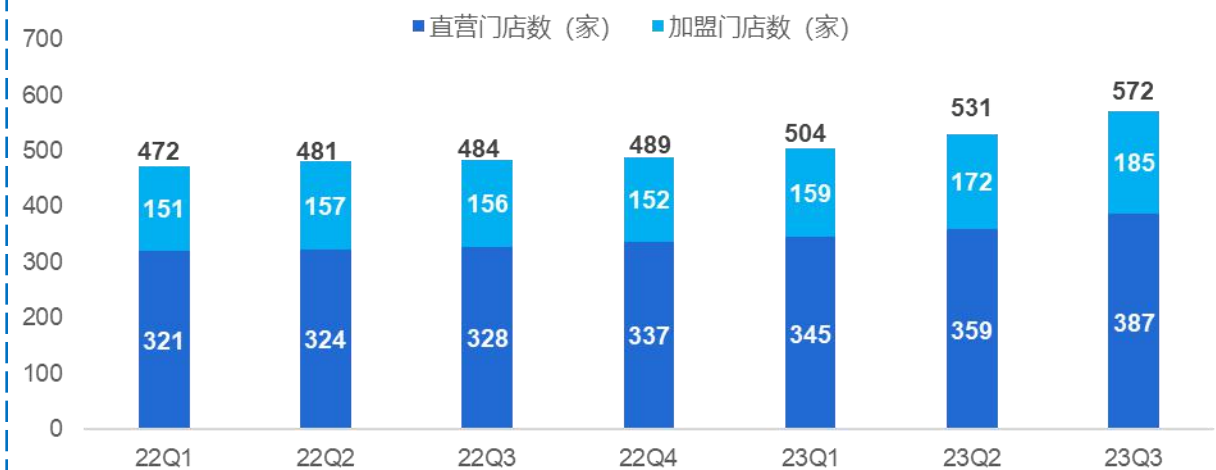
图：九木杂货店23Q3收入达3.6亿元，同比+51.6%



图：KKV全资门店数量提升显著，2023Q1总门店数量达690



图：九木门店数量稳步扩张，23Q3末达572家

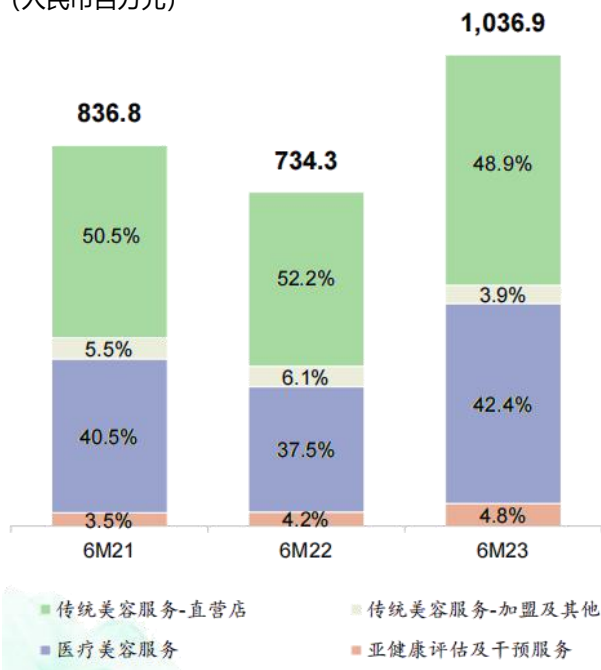


## 四、美容高端消费：复锐医疗科技&美丽田园医疗健康，低估值美容龙头

# 4.1 美丽田园医疗健康：医美占比回升，门店扩张+同店销售增长驱动收入增长

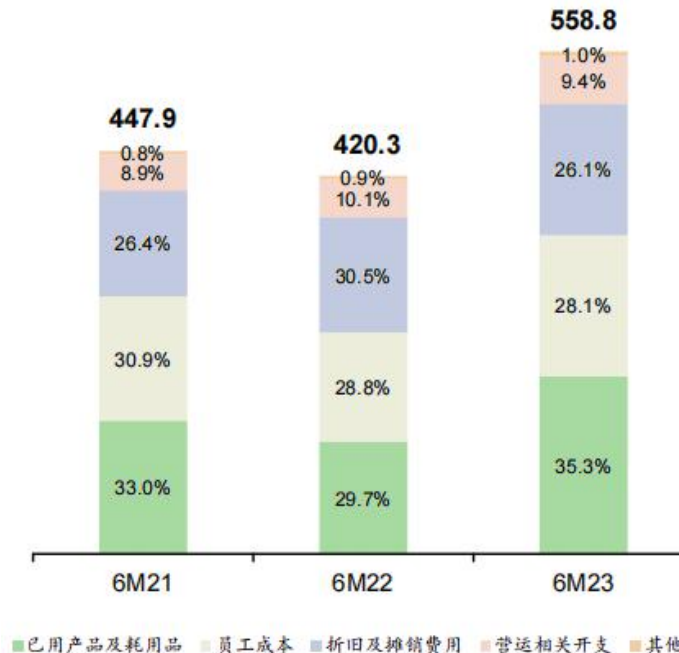
## 各业务板块收入

(人民币百万元)



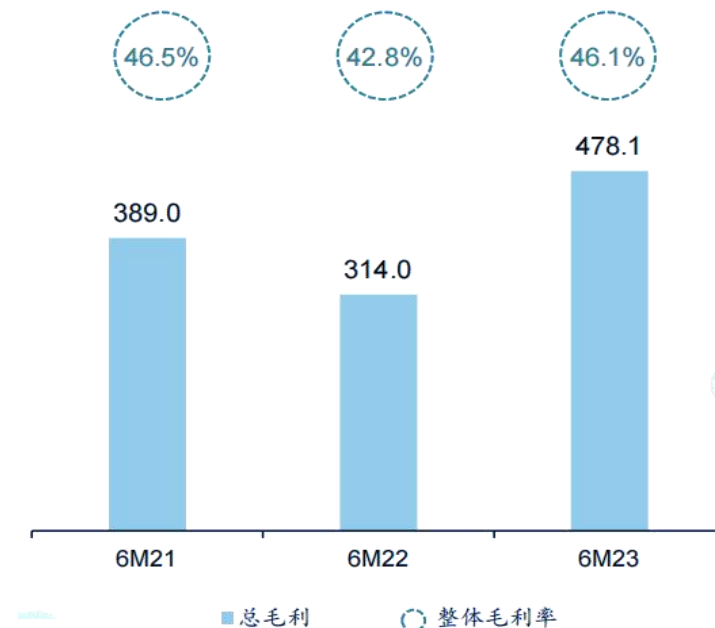
## 营业成本构成

(人民币百万元, 占总营业成本比例%)



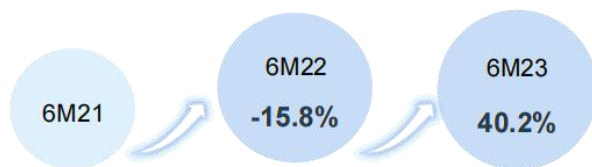
## 整体毛利及毛利率

(人民币百万元)



## 同店销售

整体同店收入占上一年

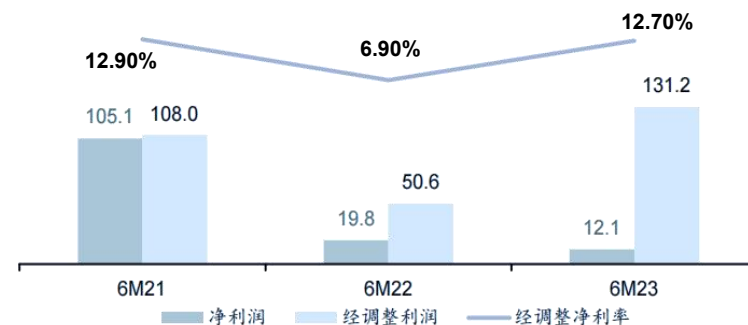


## 门店数量



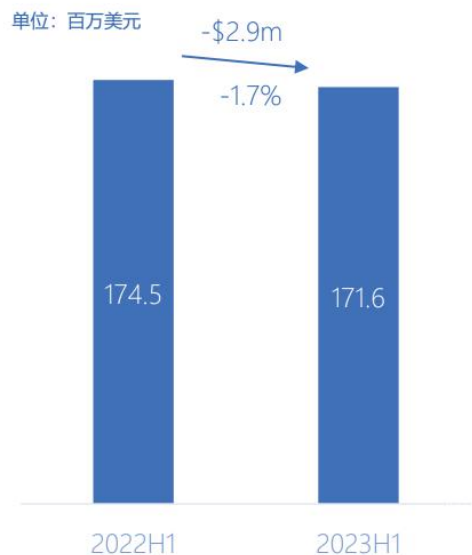
## 净利润和经调整利润表现

(人民币百万元)

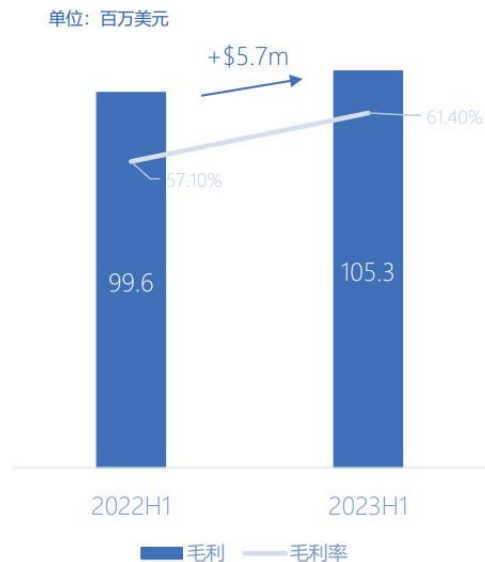


## 4.2 复锐医疗科技：宏观环境致使业务增长放缓，北美地区产品表现强劲

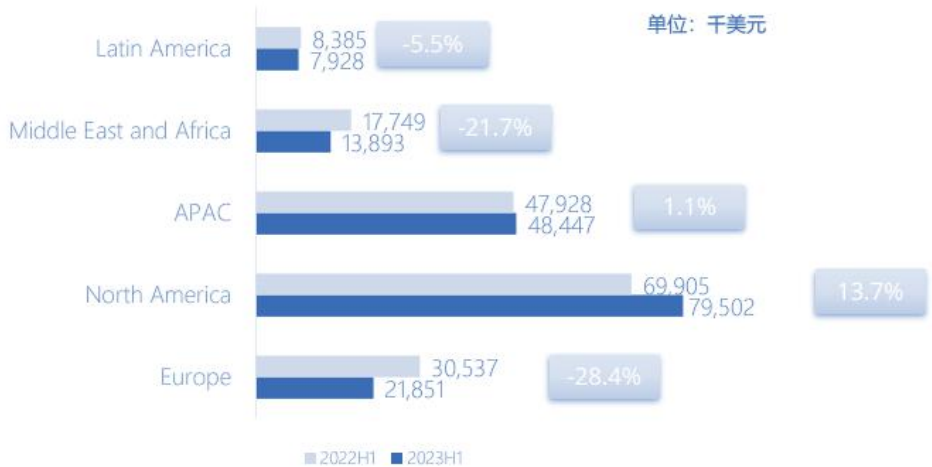
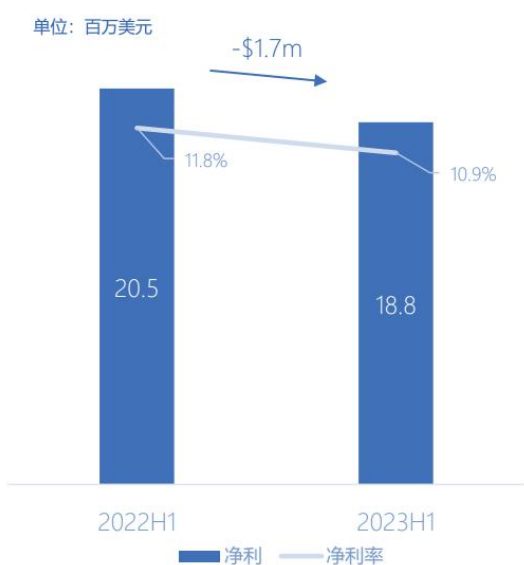
### 收入



### 毛利及毛利率

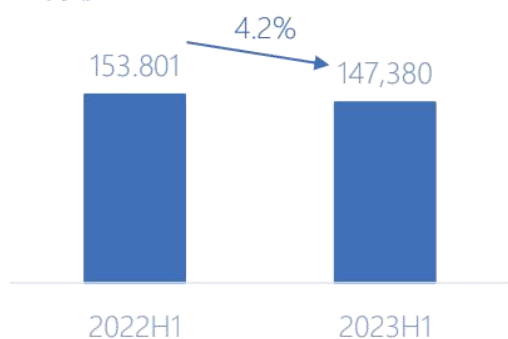


### 净利及净利率

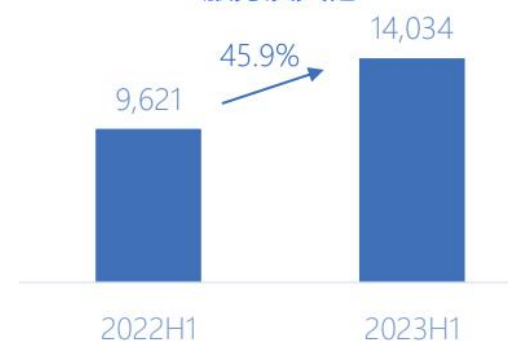


单位：千美元

### 医疗美容



### 服务及其他



## 五、投资建议与行业评级

## 投资建议与行业评级

- 把握降息节奏，重申布局制造，维持海外消费行业“推荐”评级。2024年我们认为应当顺应需求分化趋势，去寻找符合当下消费方向、业绩增长/改善具备较强确定性的标的，建议关注中国企业、低估值运动服、性价比消费品牌、高端消费等方向。
- 2024年依旧看好制造业基本面修复，订单回暖，创科实业（00669.HK）需求端修复叠加成本端下行推动业绩恢复，对应12月15日收盘价，2023/2024/2025年PE为21/18/15X；电子烟行业底部已现，MDOs暂缓且对思摩尔（06969.HK）相关产品销售影响有限，欧洲一次性烟市场需求强劲有望推动公司收入增长，对应PE为20/17/14X；SHEIN不断加深供应链壁垒，同时也积极探索多品类扩充及平台化，未来其存量客群有望持续为其新品扩张提供增长动力，建议积极关注。
- 持续看好运动鞋服行业，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2023年12月15日收盘价及2023/2024/2025年盈利预测，李宁（02331.HK）PE 11/10/9X，安踏体育（02020.HK）PE 20/17/15X，特步国际（01368.HK）PE 10/8/7X，361度（01361.HK）PE 7/6/5X，维持“买入”评级。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）、维珍妮（02199.HK）利润率持续修复，申洲国际2023/2024/2025年PE为27/21/18X，维珍妮FY2024-FY2026 PE为9/6/5X。
- 推荐性价比&兴趣消费品牌名创优品（09896.HK），海外直营或将持续提供增长动力。目前兴趣消费需求提升，行业规模维持高增速，Beta向好；公司国内客单上行+客流转化提升+门店扩张将持续推动国内业务增长；海外市场收入、利润率大幅提升，尤其是美国直营市场。对应12月15日收盘价，名创优品2023/2024/2025年PE为18/14/12X，维持“买入”评级。
- 美容业需求稳定，行业整合持续推进，市占率提升，关注低估值美容龙头。当前生活美容行业迈入科技转型新阶段，行业整合加速，我们看好在高景气赛道上医美相关公司品牌门店网络持续扩张，产品服务提升，打造一站式健康和美丽管理服务提供商，建议重点关注美丽田园医疗健康(2373.HK)，以及医美能量源产品龙头复锐医疗科技（01696.HK），对应12月15日收盘价，美丽田园医疗健康2023/2024/2025年PE为10/8/6X，复锐医疗科技为7/5/4X。

重点公司代码	公司名称	收入 (亿元)			净利润 (亿元)			PE (X)			评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
02331.HK	李宁	282	322	369	40	46	53	11	10	9	买入
02020.HK	安踏体育	619	717	811	97	113	130	20	17	15	买入
01368.HK	特步国际	143	166	191	10	13	15	10	8	7	买入
01361.HK	361度	83	99	114	10	12	14	7	6	5	买入
02313.HK	申洲国际	281	323	363	44	55	67	27	21	18	买入
02199.HK	维珍妮	73	82	90	3	4	6	9	6	5	买入
09896.HK	名创优品	144	178	211	24	30	36	18	14	12	买入
02373.HK	美丽田园医疗健康	22	27	33	3	4	5	10	8	6	买入
01696.HK	复锐医疗科技	3.9	4.6	5.6	0.4	0.6	0.7	7	5	4	/
00669.HK	创科实业	135	146	159	10	12	14	21	18	15	买入
06969.HK	思摩尔	122	145	171	18	22	27	20	17	14	买入

- 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；
- 其他风险等。

## 海外消费&纺织服装小组介绍

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND等最佳分析师第一名。

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：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

## 分析师承诺

杨仁文, 马川琪, 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&纺织服装研究团队

# 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