

纺织服饰

2025年度策略：关注品牌复苏，优选制造龙头

消费需求走弱导致服饰公司业绩承压，当前运营相对平稳，我们预计2025年在波动中复苏。2024年1~10月我国服装鞋帽针纺类零售额累计同比+1.1%，表现弱于消费整体（同期社零总额同比+3.5%），考虑各公司库存、折扣相对稳健，若消费信心有所恢复，我们认为2025年有望迎来复苏，从节奏上来看，2025Q1基数相对较高（2024Q1为冷冬且春节较晚），后续有望逐季改善。

消费分层、理性消费成为重要趋势背景下，产品功能性溢价凸显，渠道表现差异化明显，前期受损渠道在复苏中或能带来更大的业绩弹性。

- **产品端：运动鞋服等功能性品类渗透率持续提升。**2024年前三季度，运动鞋服流水表现快于时尚服饰，2024Q1/Q2/Q3迪桑特&可隆流水分别增长25%~30%/40%~45%/45%~50%，Amer Sports 2024年前三季度大中华区营收增长54%。中长期来看，受益于运动参与度提升以及产品功能性优势，我们判断运动鞋服整体的销售韧性或将延续。
- **渠道端：电商增速持续高于线上，线下渠道奥莱蓬勃发展，低线城市消费相对坚挺。**1)线上表现优于线下，直营渠道利润压力相对较大（我们判断在修复中表现出的弹性估计也将更大）/加盟盈利质量则相对稳健。2)奥莱渠道未来预计保持健康增长：中国百货商业协会预测国内奥莱市场规模到2025年将达到2600亿元，CAGR约6.3%。3)低线城市消费相对坚挺，提前布局渠道、针对性推出相关产品的品牌有望取得先发优势。2022年中国购物中心数量超过6000家，其中三四线及以下城市购物中心数量达2089家（2015年仅634家），数量占比近年来快速提升至35%，未来趋势预计持续。

服饰制造2024年行业整体需求向上，2025年龙头供应链公司享受份额提升。1)在海外品牌补库存带动下整体终端需求回暖，各制造公司产能利用率上升带来盈利回升，2024Q1/Q2/Q3纺织制造重点公司收入同比分别+13.2%/+10.3%/+10.4%，归母净利润同比分别+25.5%/+19.3%/+13.8%（快于同期收入增速）。2)长期看，制造商行业格局的优化仍是长期趋势，终端市场和贸易环境的波动使得品牌商持续整合供应链，更青睐一体化、全球化布局且具备研发能力、快反生产和稳定品质的供应商，2025年龙头制造公司订单表现有望稳健增长、继续好于行业，匹配稳健型、防御型投资需求。

我们梳理2025年纺服行业投资主线：

- 1) 关注优质功能性服饰赛道龙头标的。**运动鞋服：板块公司短期运营稳健，2024Q4以来随着消费环境的波动复苏，各品牌终端流水对比Q3或有改善，中长期来看细分运动品牌受益于各自赛道的优越性仍将保持快速增长势头。重点推荐运动鞋服赛道龙头【安踏体育、李宁】，对应2025年PE为15/11倍。羽绒服品类渗透率持续提升，市场规模稳健增长，推荐赛道龙头【波司登】，公司拓展新品类、综合布局功能性服饰赛道，未来业绩有望维持高质量增长，对应FY2025 PE为12倍。
- 2) 关注消费预期改善时具备弹性的优质品牌服饰公司。**2024年以来A股服饰品牌基本面整体表现较弱，预期下修已在股价上有所体现。作为可选品类，服饰零售端估计在消费修复的时候表现出较好的弹性。当市场预期好转的时候，资金关注度高，成长性相对较好的龙头标的估值有望提升。优先关注渠道端稳步拓店、当前估值具备吸引力的【比音勒芬】，对应2025年PE为10倍；关注短期表现领先行业的【森马服饰】，对应2025年PE为14倍；关注消费+医疗双轮驱动的大健康企业【稳健医疗】，对应2025年PE为23倍；关注利润率存在提升空间的家纺龙头罗莱生活。
- 3) 推荐优质服饰制造龙头公司。**推荐新客户合作推进顺利、产能扩张有望加速、估值具备提升空间的【华利集团】，对应2025年PE为19倍；推荐深度绑定核心客户，全产能逐步释放，盈利能力改善的【中洲国际】，对应2025年PE为13倍；推荐收入增长稳健，综合竞争力不断提升的【伟星股份】，对应2025年PE为19倍。
- 4) 关注高分红、低估值标的。**据Wind数据，2023年CS纺织服饰板块平均股利支付率为71%。在高股息率筛选的基础上，我们优选净利率水平较高且相对稳健的个股：海澜之家、富安娜、比音勒芬、罗莱生活，2025年PE分别为11/13/10/15倍（富安娜系wind一致预期）。

风险提示：消费疲软及消费环境波动风险；门店扩张不及预期；电商业务建设不及预期；盈利质量不及预期；管理层团队优化不及预期；汇率波动风险；测算误差风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
02020.HK	安踏体育	买入	3.62	4.81	4.89	5.53	19.8	15.0	14.7	13.0
03998.HK	波司登	买入	0.19	0.28	0.32	0.37	19.3	13.5	11.6	10.1
002832.SZ	比音勒芬	买入	1.60	1.61	1.86	2.13	12.1	12.0	10.4	9.1
300888.SZ	稳健医疗	买入	1.00	1.39	1.61	1.84	37.3	26.7	23.2	20.2
002563.SZ	森马服饰	买入	0.42	0.41	0.48	0.52	16.5	16.8	14.4	13.1
300979.SZ	华利集团	买入	2.74	3.34	3.88	4.47	27.4	22.5	19.4	16.8
02313.HK	中洲国际	买入	3.03	3.86	4.34	4.96	18.2	14.3	12.7	11.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《纺织服饰：周专题：Burberry短期业绩承压，近期优衣库事件引争议》 2024-12-01
- 《纺织服饰：周专题：Amer Sports 2024Q3经营表现优异，公司再次上调全年盈利预期》 2024-11-24
- 《纺织服饰：周专题：10月社零公布，服装/珠宝消费改善明显》 2024-11-17

内容目录

1. 市场表现复盘	4
1.1 过去股价表现: 作为可选消费板块, 纺织服饰年初以来跑输大盘	4
1.2 目前估值水平: 品牌服饰处于低位, 纺织制造基本稳定	6
1.3 板块分红情况: 2023年平均股利支付率超过70%	8
1.4 参照海外市场: 国际品牌公司在增长放缓的时候估值如何变化?	8
2. 行业运行趋势	10
2.1 服饰品牌: 期待后续行业复苏, 产品、渠道存在结构性机会	10
2.1.1 短期: 2024年以来零售平淡致使利润表现承压	10
2.1.2 产品趋势: 消费选择趋于理性, 功能性产品/品牌表现优异	12
2.1.3 渠道趋势: 短期直营利润端承压, 中长期“奥莱”、“下沉”成为关键词	18
2.2 服饰制造: 竞争格局优化, 龙头公司预计稳健增长、领先行业	22
3. 板块投资策略	25
3.1 投资主线一: 关注优质功能性服饰赛道龙头标的	25
3.1.1 运动鞋服: 标的公司短期运营稳健, 重点推荐【安踏体育、李宁】	25
3.1.2 羽绒服: 赛道稳健成长, 推荐羽绒服龙头【波司登】	30
3.2 投资主线二: 关注消费预期改善时具备弹性的品牌服饰【比音勒芬、森马服饰】等	31
3.3 投资主线三: 关注竞争格局优化、业绩稳健增长的纺织制造龙头【华利集团、申洲国际、伟星股份】	33
3.4 投资主线四: 关注现金流稳定、轻资产、高分红标的	35
4. 重点公司盈利预测与估值	38
5. 风险提示	40

图表目录

图表 1: 2024年初至今(2024/12/03)各行业板块涨跌幅(中信行业指数, %)	4
图表 2: 2024年初至今(2024/12/03)上证指数/品牌服饰/纺织制造涨跌幅(中信行业指数)	4
图表 3: 2022年至今(2024/12/03)纺织服饰细分子板块收盘价涨跌幅	5
图表 4: 2022Q1至2024Q3纺织服饰细分子板块单季度收入同比增速(%)	5
图表 5: 2022Q1至2024Q3纺织服饰细分子板块单季度净利率(%)	6
图表 6: 2021年至今(2024/12/03)运动鞋服重点公司PE(NTM)	7
图表 7: 2021年至今(2024/12/03)大众服饰重点公司PE(NTM)	7
图表 8: 2021年至今(2024/12/03)中高端服饰重点公司PE(NTM)	7
图表 9: 2021年至今(2024/12/03)家纺重点公司PE(NTM)	7
图表 10: 2021年至今(2024/12/03)成衣制造重点公司PE(NTM)	8
图表 11: 2019~2023年CS纺织服饰/品牌服饰/纺织制造板块合计股利支付率(%)	8
图表 12: Deckers(DECK.N)市盈率/收入YOY/净利润YOY	9
图表 13: Lululemon(LULU.O)市盈率/收入YOY/净利润YOY	9
图表 14: NIKE(NKE.N)市盈率/收入YOY/净利润YOY	10
图表 15: RALPH LAUREN(RL.N)市盈率/收入YOY/净利润YOY	10
图表 16: 2022/02-2024/10社零总额及服饰针纺类零售当月同比(%)	11
图表 17: 2022Q1~2024Q3品牌服饰重点公司收入(亿元, %)	11
图表 18: 2022Q1~2024Q3品牌服饰重点公司归母净利润(亿元, %)	11
图表 19: 2019~2024年前三季度品牌服饰重点公司经营性现金流净额及占净利润比重(亿元, %)	12
图表 20: 2020~2024年前三季度品牌服饰重点公司存货及增速(亿元, %)	12
图表 21: 各品类的消费决策因素(%)	12
图表 22: 2020~2024年前三季度A股品牌服饰重点公司收入表现(亿元, %)	13
图表 23: 2020~2024年前三季度A股品牌服饰重点公司归母净利润表现(亿元, %)	13
图表 24: 2023~2024E中国市场轻客/中客/重客消费占比(%)	14
图表 25: 2024年人均奢侈品消费支出增速(%)	14
图表 26: 2023Q1~2024Q3(FY2024Q1~FY2025Q2)LVMH/Kering/Hermes/Richemont分地区营收增速(%)	14
图表 27: 2021H1~2024H1运动鞋服板块重点公司重点合计营收及增速(亿元, %)	15

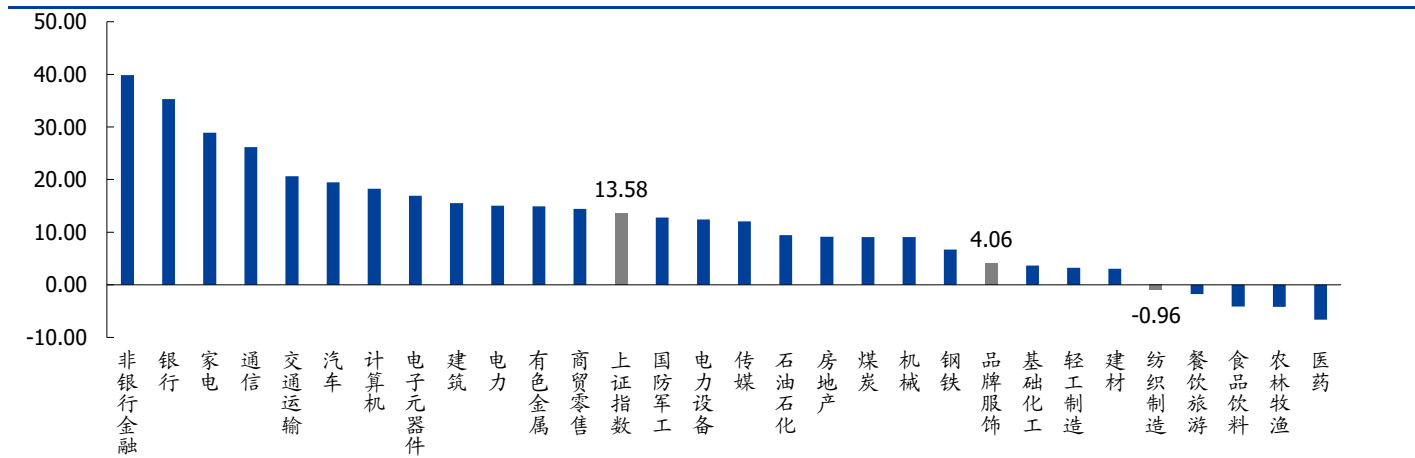
图表 28:	2022Q1~2024Q3 adidas 大中华区营收及增速 (百万欧元, %)	15
图表 29:	FY2023Q1~FY2025Q1Nike 品牌大中华区营收及增速 (百万美元, %)	15
图表 30:	细分赛道运动品牌分季度销售增速 (%)	15
图表 31:	2001~2023 年日本鞋服整体支出以及运动鞋服支出增速 (%)	16
图表 32:	2000~2023 年日本运动鞋服渗透率 (%)	16
图表 33:	2000~2022 年美国服装店/鞋店/运动商品店销售额增速 (%)	16
图表 34:	上海马拉松报名人数 (人)	17
图表 35:	2024Q1~Q3 品牌服饰部分公司毛利率/销售费用率/净利率同比变化 (pct)	18
图表 36:	2023H1~2024H1 运动鞋服部分公司毛利率/销售费用率/净利率同比变化 (pct)	19
图表 37:	各品牌 2024H1 末店数及 2023 年、2024H1 店数增幅 (家)	19
图表 38:	2024H1 品牌服饰部分公司线上收入、增速及渠道占比 (亿元)	20
图表 39:	2023 年限额以上单位零售分业态增长率	21
图表 40:	近年国内奥特莱斯销售规模 (亿元)	21
图表 41:	京东和海澜集团达成合作开设“京东奥莱”线下门店	21
图表 42:	购物中心及奥莱客流同比表现	21
图表 43:	2018-2028E 中国人均可支配收入 CAGR (分城市线)	22
图表 44:	2018-2028E 中国居民人均消费支出 CAGR (分城市线)	22
图表 45:	2011-2022 年中国全国零售商业购物中心数量 (家)	22
图表 46:	2011-2022 年中国一二线/三四线及以下城市购物中心数量占比	22
图表 47:	2023 年至 2024/10 各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速 (%)	23
图表 48:	2023/01~2024/10 美国服饰类零售商/批发商销售额 YOY	23
图表 49:	2018 年至 2024 年 9 月美国服饰类零售商/批发商库销比	23
图表 50:	2022Q1~2024Q3 纺织制造重点公司收入及 YOY (亿元)	24
图表 51:	2022Q1~2024Q3 纺织制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元)	24
图表 52:	FY2017-2023 Adidas 独立供应工厂数量/Nike 服装类供应商数量 (个)	24
图表 53:	FY2014-2023 Nike 服装前五大及鞋类前四大供应商占比	24
图表 54:	FY2023 Nike 及 Adidas 服装类产品生产所在地分布	25
图表 55:	2023 年中洲国际/华利集团/丰泰集团/裕元集团分地区产量占比	25
图表 56:	运动品牌终端流水增速 (%)	26
图表 57:	安踏品牌奥运科技	27
图表 58:	李宁九大核心科技在 11 款核心专业鞋产品上的应用	27
图表 59:	运动品牌产品和品类调整策略	27
图表 60:	2018~2024H1 运动品牌门店数量对比 (家)	28
图表 61:	运动品牌渠道运营策略	28
图表 62:	2012~2024H1 特步赞助的马拉松数量 (场)	29
图表 63:	2012-2024H1 特跑族会员数量 (万人)	29
图表 64:	运动鞋服公司估值表 (亿港元, 亿元, %, 倍)	30
图表 65:	2014-2022 年中国羽绒服市场规模及增速 (亿元)	30
图表 66:	FY2016-FY2024 波司登主营业务收入及净利润表现 (亿元)	30
图表 67:	女装部分公司当前 PE 分位数 (NTM, 2021 年以来)	31
图表 68:	男装部分公司当前 PE 分位数 (NTM, 2021 年以来)	31
图表 69:	家纺部分公司当前 PE 分位数 (NTM, 2021 年以来)	32
图表 70:	品牌服饰部分重点公司估值表 (亿元, 亿港元, 倍)	33
图表 71:	服饰制造部分公司当前 PE 分位数 (NTM, 2021 年以来)	34
图表 72:	服饰制造部分公司一致预测净利润 2 年 CAGR	34
图表 73:	纺织制造部分重点公司估值表 (亿元, 亿港元, 倍)	35
图表 74:	CS 纺织服饰品牌中高分红个股 (以 2023 年分红计算的股息率超过 5% 或者 2018~2023 年平均现金分红计算的股息率超过 5%)	35
图表 75:	CS 纺织服饰高分红重点公司 2023 年分红金额及目前 (2024/12/03) 总市值计算的股息率	36
图表 76:	CS 纺织服饰高分红重点公司 2018~2023 年累计现金分红/累计归母净利润	36
图表 77:	CS 纺织服饰高分红重点公司 2018~2023 净利率及稳健性	37
图表 78:	重点公司估值表 (亿元, %, 倍)	39

1. 市场表现复盘

1.1 过去股价表现：作为可选消费板块，纺织服饰年初以来跑输大盘

纺织服饰板块年初以来市场表现跑输大盘。从年初至目前（2024年12月03日）市场表现来看，品牌服饰（中信行业指数 CI005821.WI）板块上涨 4.1%/纺织制造板块（中信行业指数 CI005185.WI）下跌 1.0%，同期上证指数上涨 13.6%。

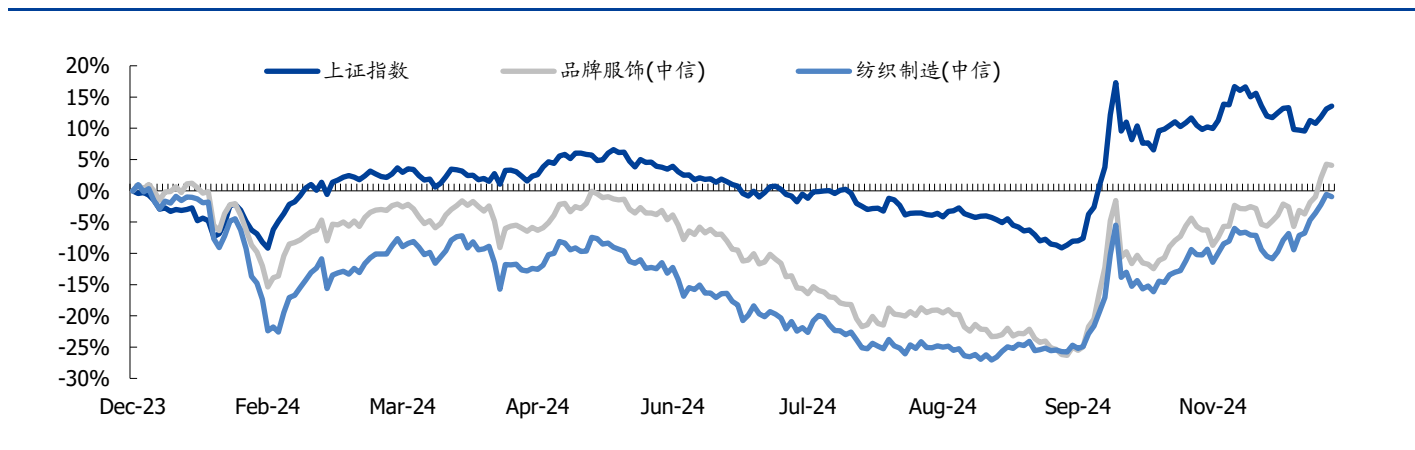
图表1: 2024年初至今（2024/12/03）各行业板块涨跌幅（中信行业指数，%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

复盘年初至今的市场表现我们可以看到，对比上证指数，板块在股价下行时跌幅更深，上行时弹性较弱：纺服板块整体涨跌趋势基本和大盘（上证指数）保持一致，但在下跌的时候跌幅相对更大/上涨的时候势头一般。例如，2024年2月上证指数持续下行，品牌服饰（中信）、纺织制造（中信）指数跌幅更大；2024年9~10月大盘上涨行情里，品牌服饰（中信）表现好于服饰制造（中信），但两者都弱于上证指数。

图表2: 2024年初至今（2024/12/03）上证指数/品牌服饰/纺织制造涨跌幅（中信行业指数）

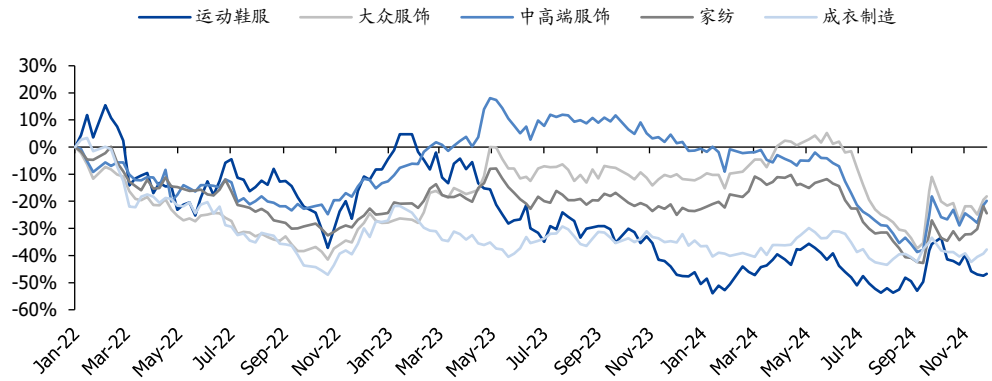


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块内部子行业和个股之间股价波动差异明显，我们认为核心驱动因素为业绩预期和盈利表现。

- **过往细分子板块股价表现来看：港股运动鞋服板块弹性相对更大。**例如：①2022年年末至2023Q1期间，市场对国内消费客流改善的预期带动纺织服饰板块股价上行，其中运动鞋服子板块走势相对最强，好于大众服饰、中高端服饰及家纺。②2023Q2至年末纺织服饰板块股价基本呈现震荡下行趋势，港股运动鞋服板块跌幅相对更大。

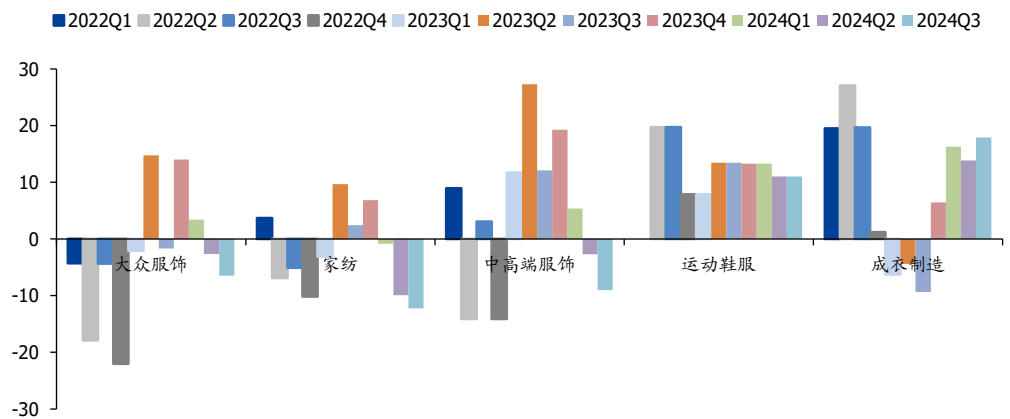
图表3：2022年至今（2024/12/03）纺织服饰细分子板块收盘价涨跌幅



资料来源：Wind，国盛证券研究所

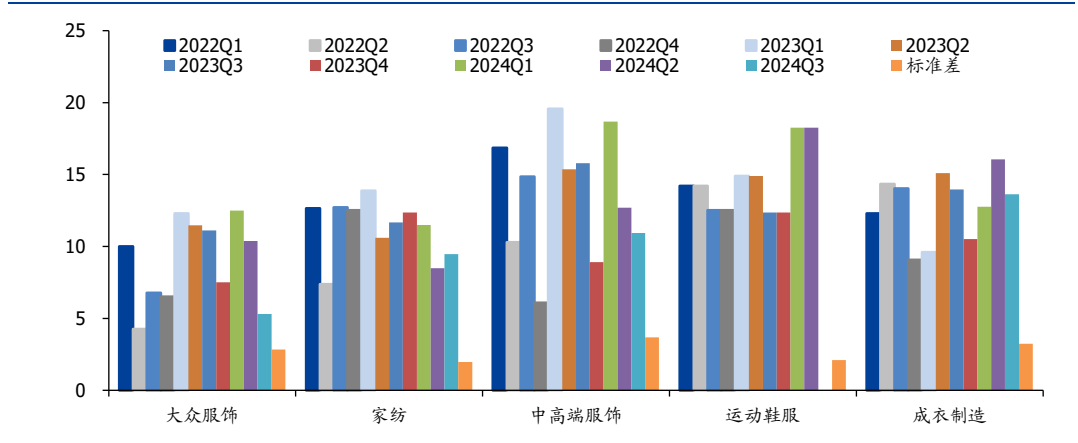
- **结合过去业绩表现来看运动鞋服板块成长较为稳健。**1)收入层面：2022年以来纺织服饰行业零售出现波动，但运动鞋服板块收入基本保持稳健增长、领先行业，中高端服饰及大众服饰板块单季度收入波动相对较大，家纺波动相对较小。2)盈利质量层面：从各子板块单季度净利率表现来看，我们判断净利率平均水平相对较高的子板块是运动鞋服、中高端服饰（净利率平均水平较低的是大众服饰、家纺板块），盈利质量相对稳定的是运动鞋服、家纺（波动相对较大的是中高端服饰、大众服饰板块）。

图表4：2022Q1至2024Q3纺织服饰细分子板块单季度收入同比增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：港股运动鞋服板块系半年度数据

图表5: 2022Q1 至 2024Q3 纺织服饰细分子板块单季度净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 港股运动鞋服板块系半年度数据

综合以上子板块短期业绩表现及股价走势来看, 我们判断: **1) 在纺织服饰板块中, 运动鞋服是兼具业绩稳健性和估值弹性的板块。** ①2022 年以来运动鞋服收入表现相对坚挺、盈利能力波动较小、业绩韧性相对更强; ②在市场消费预期改善的时候, 作为行业内规模较大、关注度较高的个股, 港股运动鞋服公司股价弹性也相对较大。**2) 成衣制造板块是业绩确定性相对较高的板块。** 由于成衣制造采取先订单、后生产的模式, 同时我们根据行业情况判断定价模式多为成本加成, 我们判断公司收入可预见性相对较好、盈利质量相对可控。

1.2 目前估值水平: 品牌服饰处于低位, 纺织制造基本稳定

细分板块估值水平: 运动鞋服估值位于 2021 年以来较低水平, 其他板块基本位于估值中枢上下。 纺织服饰 (中信一级行业) 包括纺织制造 (中信二级行业)、品牌服饰 (中信二级行业), 根据消费属性的不同, 我们将后者品牌服饰又分为四个细分子板块: 中高端服饰、大众服饰、家纺、以及 H 股运动鞋服板块, 并在各板块内部选取重点公司作为样本 (详细公司名单见本文末尾), 分析板块运行趋势和估值变化。

运动鞋服 (H 股): 板块公司基本面稳健, 龙头兼具成长与性价比。

- 我们判断 2023 年及 2024 年以来运动鞋服公司上市公司收入/业绩表现在服装赛道中仍然较好。中长期来看, 功能性运动品类需求韧性相对较好, 渠道运营效率持续提升, 我们依然看好中长期运动龙头公司业绩持续稳健成长。
- 当前 H 股运动鞋服板块估值水平处于历史较低位置, 目前板块重点公司 PE (NTM) 为 10.4 倍, 明显低于 2021 年以来平均值 19.4 倍, 具备性价比。

A 股品牌服饰板块 (包括大众服饰、中高端服饰、家纺) 重点公司目前估值整体仍处于低位。

- **大众服饰: 板块估值波动相对较大, 目前 PE 基本位于过去中枢左右。** 过去客流环境波动, 大众服饰品牌公司收入及业绩波动也相对较大, 进而影响板块股价及估值变化。目前大众服饰板块重点公司 PE (NTM) 为 13.9 倍, 略高于 2021 年以来估值中枢水平 (我们估计其中运营稳健、分红优渥的大众男装估值相对更高)。
- **中高端服饰: 走势基本与业绩预期表现匹配, 目前 PE 处于略低于过去中枢。** 相对来说, 中高端服饰板块过去 PE (NTM) 波动相对大众服饰板块较小, 趋势上跟基本

面预期变化基本匹配。当前中高端板块重点公司 PE (NTM) 为 12.5 倍，基本位于 2021 年以来平均水平。

- **家纺：估值波动相对较小。**家纺行业发展及格局情况稳定，龙头公司经营情况稳健、股息率较高，股价波动相对较小。目前家纺行业重点公司 PE (NTM) 为 12.6X，基本与 2021 年以来均值 (10.8X) 保持一致。

成衣制造：2024 年以来板块基本面改善、估值波动，目前重点公司 PE 为 15.0 倍。根据行业情况我们判断成衣制造商 2022H2~2023H2 订单较为平淡。2024 年以来下游逐步进入补库存阶段，带动服饰制造公司产能利用率改善、订单增长趋势清晰，在此过程中，服饰制造板块重点公司市场表现以震荡为主。目前成衣制造板块重点公司 PE (NTM) 为 15.0 倍，略低于 2021 年以来平均值 (16.1 倍)。

图表6: 2021 年至今 (2024/12/03) 运动鞋服重点公司 PE (NTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 2021 年至今 (2024/12/03) 大众服饰重点公司 PE (NTM)



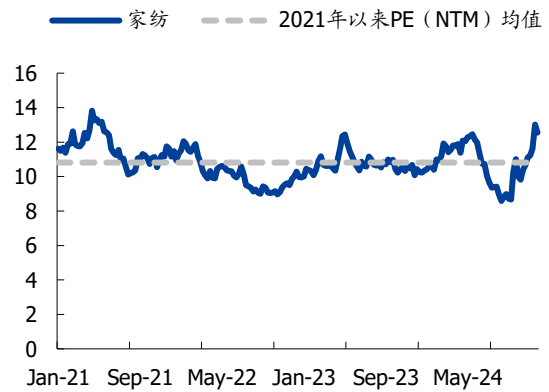
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 2021 年至今 (2024/12/03) 中高端服饰重点公司 PE (NTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 2021 年至今 (2024/12/03) 家纺重点公司 PE (NTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 2021年至今(2024/12/03)成衣制造重点公司PE(NTM)

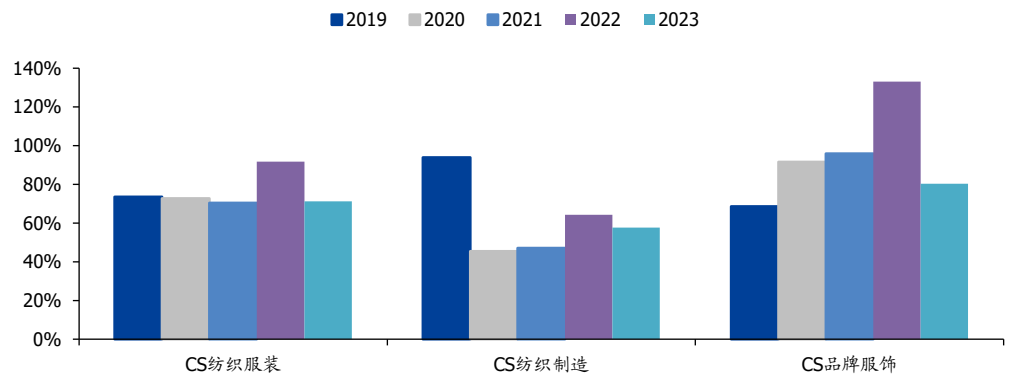


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 板块分红情况: 2023年平均股利支付率超过70%

服饰行业发展成熟, 龙头公司中长期运营稳健、分红能力优秀。纺织服饰行业盈利模式成熟, 龙头公司经营质量及现金流稳定, 业务拓展扩张的力度相对较小, 因此年内盈利大部分作为分红反馈股东、少部分作为留存收益支持公司继续发展。据 Wind 数据, 2023年CS纺织服饰板块公司归母净利润合计为220.6亿元, 年度现金分红总额为157.1亿元, 平均股利支付率为71%。

图表11: 2019~2023年CS纺织服饰/品牌服饰/纺织制造板块合计股利支付率(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 参照海外市场: 国际品牌公司在增长放缓的时候估值如何变化?

当前一些国内服饰品牌公司从快速增长阶段逐渐步入平缓发展的阶段, 收入及归母净利润预期CAGR较过去数年或有放缓, 我们认为这是公司发展阶段规律的客观体现。如何去看待这些公司在新一轮发展阶段中的合理估值? 我们以部分海外消费品公司过去表现作为示例参考:

首先，作为商业模式成熟、盈利能力相对稳定的消费品公司，我们一般选择使用 P/E 估值法去对公司价值进行估算。但由于全球消费环境的一些波动或让公司 EPS 在短期受到冲击，因此 P/E 的数值变化并不能完全真实客观的反应公司估值的变化（例如，PE 走高实际上是当年净利润短期出现比较明显的下降），需要参考短期净利润表现、中长期净利润预期 CAGR 去综合判断。我们梳理部分海外时尚服饰上市公司过去估值表现，得出简单结论如下：

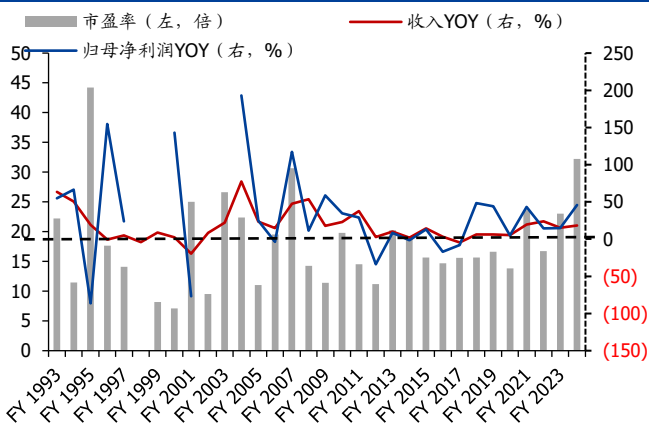
1、早期发展阶段：业务规模高速增长，P/E 较高。服饰是需求驱动的消费品类，处在发展早期阶段的公司一般收入增速快、盈利稳定性较弱、PE 数值较高，我们认为市场更关注收入增长的可持续性，中长期净利润 CAGR 的预期存在分化。

➢ 例如：①昂跑公司（ONON.N）2022/2023 年收入同比分别增长 69%/47%，归母净利润同比分别增长 134%/38%，年末 PE 分别为 86/90 倍。②户外品牌集团亚玛芬体育（AS.N）2023 年亏损，2024 年年初上市并预期扭亏为盈，目前（2024/12/05）对应 2024 年 PE 为 70 倍。

2、中期发展阶段：在收入及净利润增速放缓的时候，P/E 会很快随着下降。伴随着业务规模的扩大，收入及利润的同比增速一般会逐渐放缓，与此同时在估值上也会有所反应，PE 会下降至相对稳定的水平。

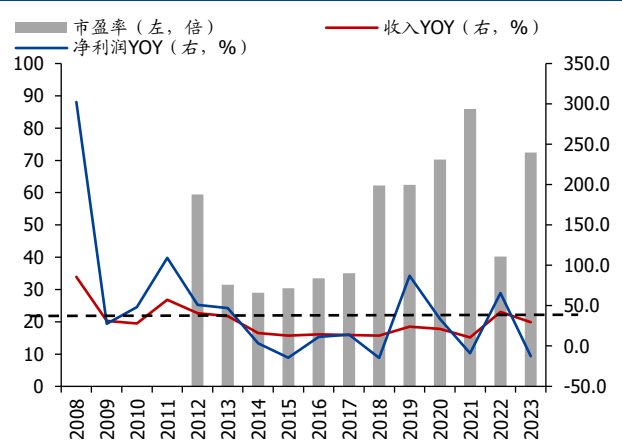
➢ 例如：①Lululemon（LULU.O）上市初期业绩高速增长，2012 年 PE 高达 59.5X；业务规模明显降速后，2013~2017 年内 PE 多在 25~35X 区间内波动。②Deckers（DECK.N）在 1990s~2000s 期间净利润波动较大；FY2009 以后则相对平稳，PE 表现整体与业绩增速相匹配；FY2021 以来收入及利润稳健快速增长，我们判断 PE 平均水平也较此前有提升。

图表12: Deckers (DECK.N) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表13: Lululemon (LULU.O) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、在相对成熟的发展阶段中，个股估值表现存在差异：

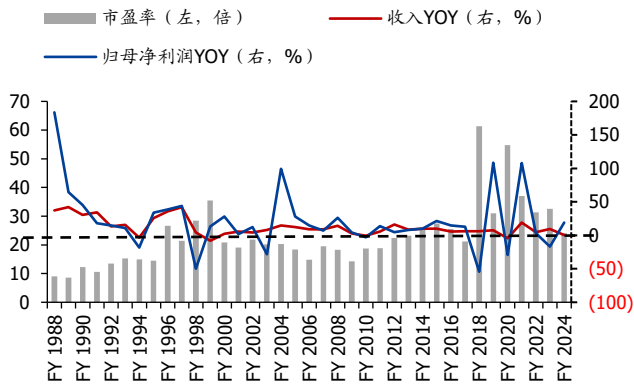
若品牌公司的收入和利润表现出中长期持续的、强于行业的稳健增长：伴随着业绩的逐步释放+竞争优势得到市场的认可，我们认为公司有望享受一定的估值溢价，P/E 中枢有望较此前逐步提升。

➢ 例如：①Lululemon 2016 年以来逐步从管理层变更、舆论事件影响中恢复，2016~2020 年收入继续快速成长，这一阶段 P/E 从 35X 左右提升至 60~70X；② Nike 在 FY2005~FY2017 业务以稳健增长为主，收入/归母净利润 CAGR 分别为 8%/11%，经营表现稳健，PE 从 15~20X 逐步提升至 20~30X。

若在发展阶段后期公司增长停滞、业务规模缩水、盈利质量下降：我们估计 P/E 中枢或稳定在相对较低的水平，同时跟随经济消费大盘预期变化而变化。

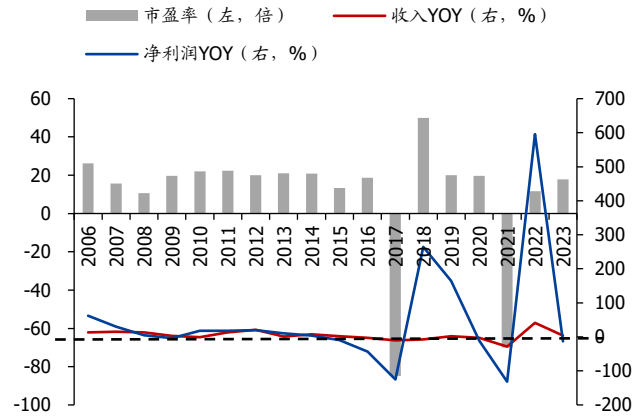
- 例如：RALPH LAUREN (RL.N) 在 2009~2014 年内以平稳运营为主，收入/归母净利润 CAGR 分别为 8%/14%，这一阶段 P/E 多在 20~25X；2015 年公司基本面走弱，后续净利润震荡较大，2023 年末公司 PE 为 17.8X。

图表14: NIKE (NKE.N) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表15: RALPH LAUREN (RL.N) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

结论: 考虑海外公司历史发展阶段的市值表现，我们判断：1) 当原先处于快速成长阶段的个股（如港股运动鞋服赛道龙头、A 股拓店逻辑的部分男装品牌）业绩增速预期环比下降的时候，P/E 短期也会有所下降。 2) 后续能够持续抢占市场份额、中长期业绩持续释放的个股，其品牌或管理竞争优势有望得到市场认可，进而实现估值中枢的提升、享受一定的估值溢价。

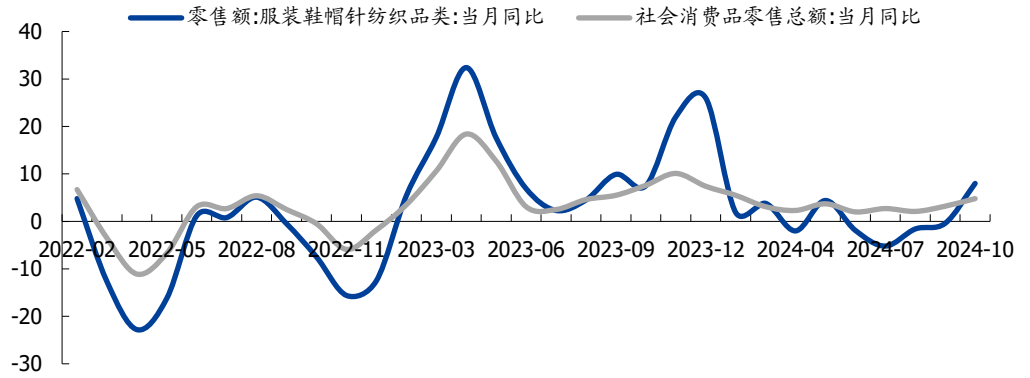
2. 行业运行趋势

2.1 服饰品牌：期待后续行业复苏，产品、渠道存在结构性机会

2.1.1 短期：2024 年以来零售平淡致使利润表现承压

作为可选品类，服饰行业 2024 年以来零售表现弱于消费大盘。从行业零售层面来看：
 1) 2024 年 1~10 月我国服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比+1.1%，表现弱于消费行业整体（同期社零总额同比增长 3.5%），我们判断主要系目前国内消费者信心仍在缓慢修复过程中、抑制可选消费品类零售表现。
 2) 环比来看，2024Q1/Q2/Q3 服装鞋帽针纺织品类零售额同比分别-0.2%/+8.7%/+0.8%，10 月单月同比+8.0%，我们判断主要系天气降温驱动置装需求，进而驱动行业品牌零售短期表现改善。

图表16: 2022/02-2024/10 社零总额及服饰针纺类零售当月同比 (%)

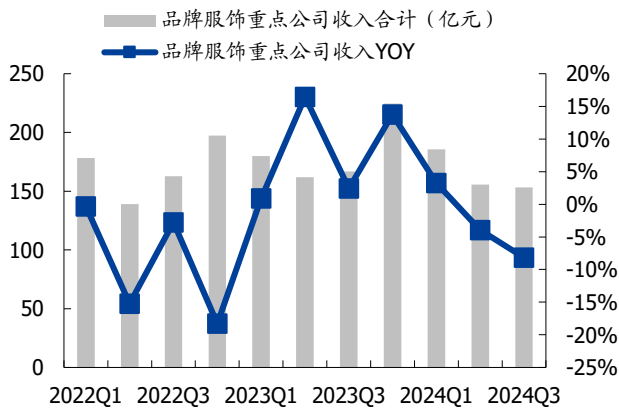


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于零售及收入承压, 品牌公司 2024Q3 利润压力较大。随着服装终端零售的波动, 2024Q3 板块公司收入同比降幅环比 Q2 降幅进一步加大, 同时由于销售费用率的提升 (我们判断直营渠道存在较多刚性费用), 盈利质量同比也有明显下降, 使得利润下滑幅度大于收入。

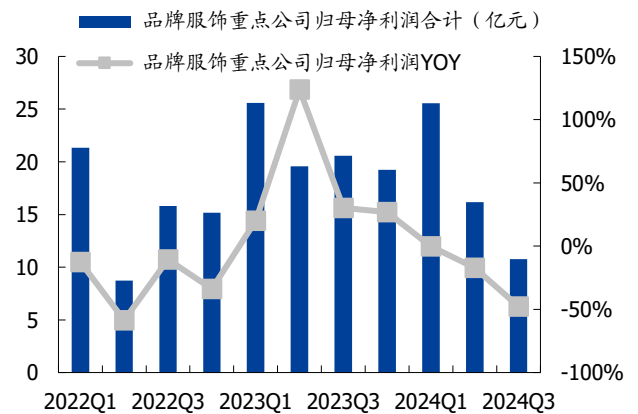
- 收入与净利润: 2024Q1~Q3 品牌服饰重点公司收入同比-2.8%/归母净利润同比-20.1%, 其中 Q1/Q2/Q3 收入同比分别+3.3%/-3.9%/-8.1%, 归母净利润同比分别-0.2%/-17.3%/-47.7%, 可见单三季度业绩压力对比上半年进一步增强。
- 盈利质量层面: 2024 年以来我们判断品牌服饰折扣及毛利率基本保持在较好水平, 我们判断主要系库存压力可控; 但我们判断销售费用率同比明显上升, 进而影响净利润率表现。零售表现承压, 与此同时品牌公司需承担品牌宣传、电商推广、门店租金等刚性费用, 我们判断因此销售费用率同比上升。

图表17: 2022Q1~2024Q3 品牌服饰重点公司收入 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 2022Q1~2024Q3 品牌服饰重点公司归母净利润 (亿元, %)

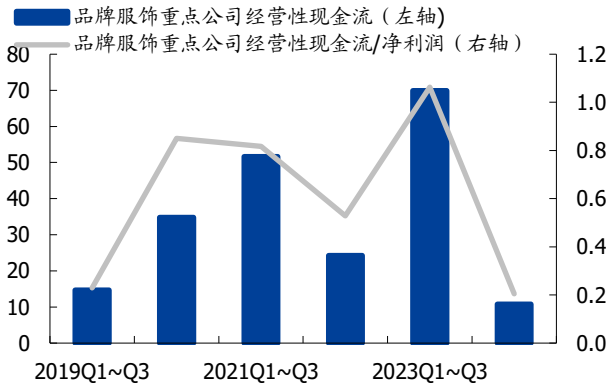


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

考虑接下来将迎来服装冬季旺季及多个重要假期 (2025 年春节假期相对较早), 我们认为终端景气在一定程度上具备持续性, 期待 2024Q4 服饰品牌流水同比健康增长。1) 进入 2024Q4 以来, 天气快速降温驱动秋冬置装需求, 同时电商大促节奏提前, 我们判断 10 月服装品牌流水表现环比明显改善。2) 运营方面, 目前行业库存基本健康, 品牌商积极备货旺季。2024Q3 末品牌服饰重点公司存货金额同比增长 24%, 前三季度经营性活动现金流净额约为同期归母净利润的 0.2 倍, 我们判断主要系即使短期业绩承压, 品牌公司依然积极备货旺季。

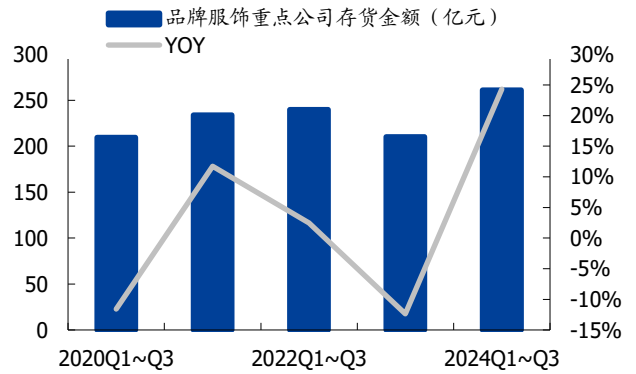
展望 2025 年：我们判断消费环境趋于平稳，服饰品类消费仍以弱复苏为主，考虑基数差异，我们判断单季度同比表现或呈现先弱后强的态势。从基数来看，2024 年 Q1 纺织服饰品类消费及相关上市公司板块业绩表现相对较好；Q2、Q3 零售承压、同时板块公司盈利表现环比走弱。因此我们判断：在消费环境平稳的背景下，2025Q1 板块公司单季度同比表现在高基数下或承受压力，但后续有望逐步好转。

图表19: 2019~2024 年前三季度品牌服饰重点公司经营性现金流净额及占净利润比重 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 2020~2024 年前三季度品牌服饰重点公司存货及增速 (亿元, %)



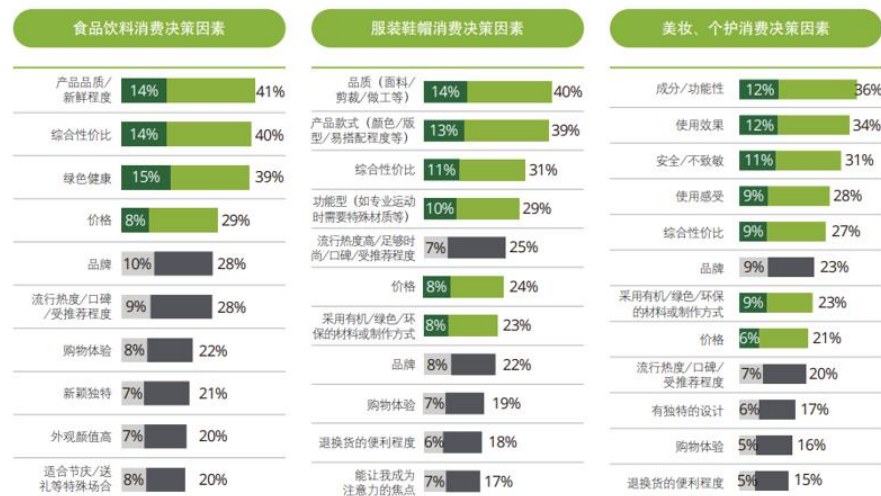
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1.2 产品趋势：消费选择趋于理性，功能性产品/品牌表现优异

产品趋势一：消费者选择日趋理性，休闲服饰以及传统奢侈品表现低迷

面对经济环境的不确定性，消费者的消费选择日趋理性，更加看重产品自身的显性价值，功能性较弱的休闲服饰以及昂贵的传统奢侈品表现低迷。根据德勤数据显示，在服装鞋帽品类中，消费者将品质、产品款式、综合性价比、功能性作为进行消费决策时的前四项决策因素，同时消费者在选择食品饮料、美妆个护时性价比都是排名前 5 的选择；根据华东师范大学调研数据显示，Z 世代消费群体对于商品品质的重视，背后隐含的是对高品质商品“长久使用价值”的追求，在该类消费偏好下，近些年国内休闲服饰品牌和产品整体销售表现走弱。

图表21: 各品类的消费决策因素 (%)

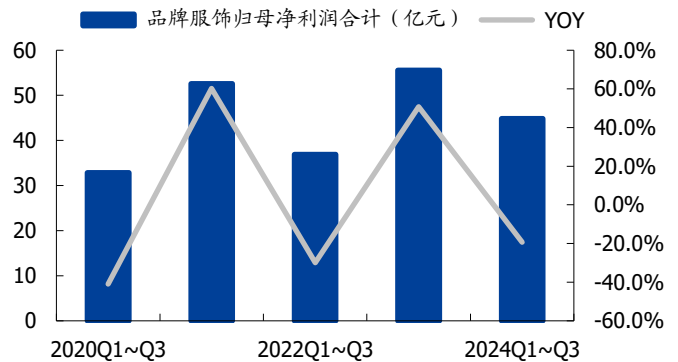
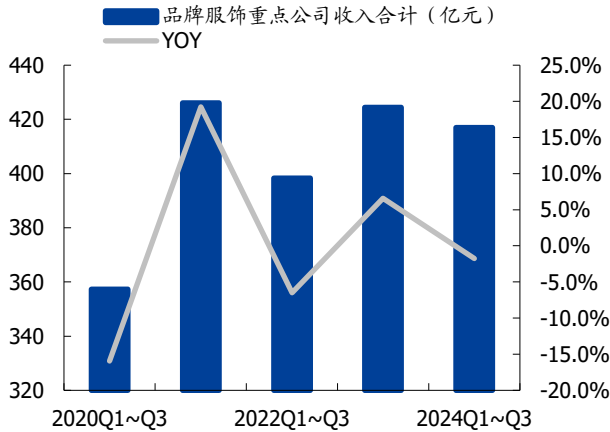


资料来源: 德勤, 国盛证券研究所

- **A 股休闲服饰公司前三季度销售疲软，营收下滑 2%，业绩下滑 19%。**2024 年 A 股休闲服饰品牌公司（含大众休闲服饰公司以及中高端休闲服饰公司）整体销售表现疲软，前三季度营收累计下滑 1.8%（Q1/Q2/Q3 分别+4%/-2.7%/-7.3%），归母净利润累计下滑 19.3%（Q1/Q2/Q3 分别+2.8%/-15.3%/-51.4%）。对比之下国内运动鞋服公司经营表现相对更为优异，2024H1 港股四家运动公司（安踏体育、李宁、特步国际、361 度）合计营收同比增长 11%，三季度运动公司终端销售对比上半年走弱，但我们判断整体表现仍然优于同期 A 股休闲服饰品牌终端销售表现。

图表22: 2020~2024 年前三季度 A 股品牌服饰重点公司收入表现 (亿元, %)

图表23: 2020~2024 年前三季度 A 股品牌服饰重点公司归母净利润表现 (亿元, %)



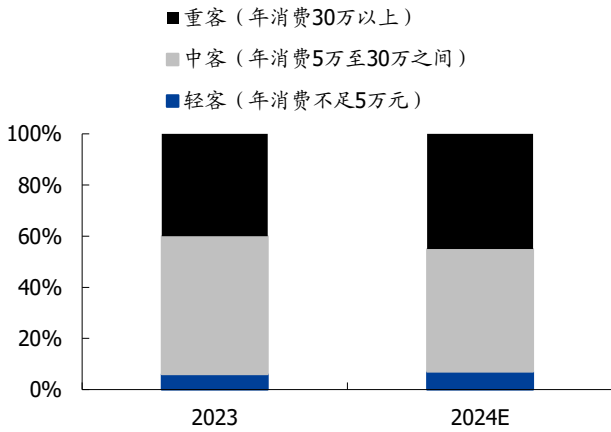
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **传统奢侈品品牌大中华区销售走弱，轻度奢侈品消费者逐步对奢侈品品牌祛魅。**由于国内消费环境的疲软，2024 年以来头部奢侈品集团 Richemont、LVMH、Kering 在亚洲（或亚太，不含日本）市场营收均有不同程度下滑，Hermes 集团在亚洲（或亚太，不含日本）市场营收尽管跑赢同行，但对比集团在其他地区表现，仍相对较弱。

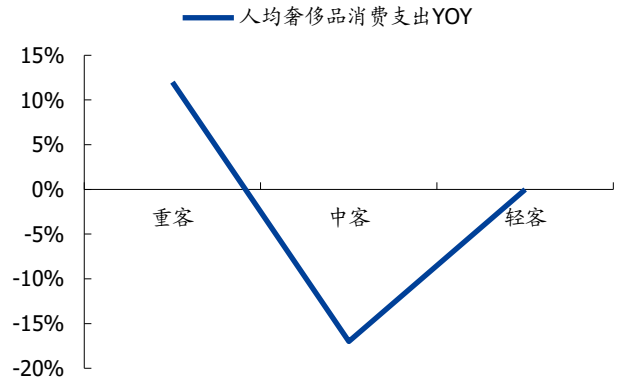
根据波士顿咨询联合腾讯发布的调研报告显示，2024 年中国境内市场奢侈品消费 2024 年或有双位数下降。究其原因：一方面系中国游客出境游增加，根据 BCG 数据显示 2024H1 中国买家的境外奢侈品消费金额占比接近全部消费的 40%，由于日元贬值，日韩取代东南亚成为中国内地消费者的第二境外奢侈品消费目的地；另一方面系中国本土消费市场消费疲软，同时随着消费者对奢侈品理解的成熟化和理性化，逐步实现奢侈品祛魅。波士顿咨询预计 2024 年中国奢侈品重度消费者将贡献整体市场销售额的 45%，占比相较去年而言增长了 5 个百分点，同时中度消费者和轻度消费者的人均支出分别下降了 17% 和持平。

图表24: 2023~2024E 中国市场轻奢/中客/重客消费占比 (%)



资料来源: 波士顿咨询, 国盛证券研究所

图表25: 2024年人均奢侈品消费支出增速 (%)



资料来源: 波士顿咨询, 国盛证券研究所

图表26: 2023Q1~2024Q3 (FY2024Q1~FY2025Q2) LVMH/Kering/Hermes/Richemont 分地区营收增速 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
LVMH							
美国	8%	-1%	2%	8%	2%	2%	0%
日本	34%	29%	30%	20%	32%	57%	20%
亚洲	14%	34%	11%	15%	-6%	-14%	-16%
欧洲	24%	19%	7%	5%	2%	4%	2%
Kering							
西欧	15%	4%	-10%	-8%	-9%	-8%	-11%
北美	-18%	-23%	-21%	-11%	-11%	-11%	-15%
日本	30%	26%	28%	13%	16%	27%	3%
亚太	10%	22%	1%	8%	-19%	-25%	-30%
其他地区	-1%	5%	-4%	-1%	6%	-2%	2%
Hermes							
欧洲	23.9%	21.3%	18.1%	20.0%	14.5%	18.2%	17.4%
日本	26.1%	25.9%	24.1%	25.7%	25.2%	19.5%	22.8%
亚太	22.5%	33.7%	10.2%	19.1%	13.9%	5.5%	1.0%
美洲	23.0%	20.5%	20.4%	20.5%	11.8%	13.3%	13.4%
其他地区	46.9%	38.2%	53.1%	44.0%	112.6%	99.4%	104.4%
Richemont							
	-	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY2 Q4	FY25Q1	FY25Q2
欧洲	-	10%	-2%	-4%	5%	4%	5%
亚太	-	32%	-2%	8%	-16%	-19%	-19%
美洲	-	-4%	-4%	3%	12%	11%	10%
日本	-	6%	-1%	8%	24%	42%	21%
中东及非洲	-	12%	-4%	5%	14%	9%	15%

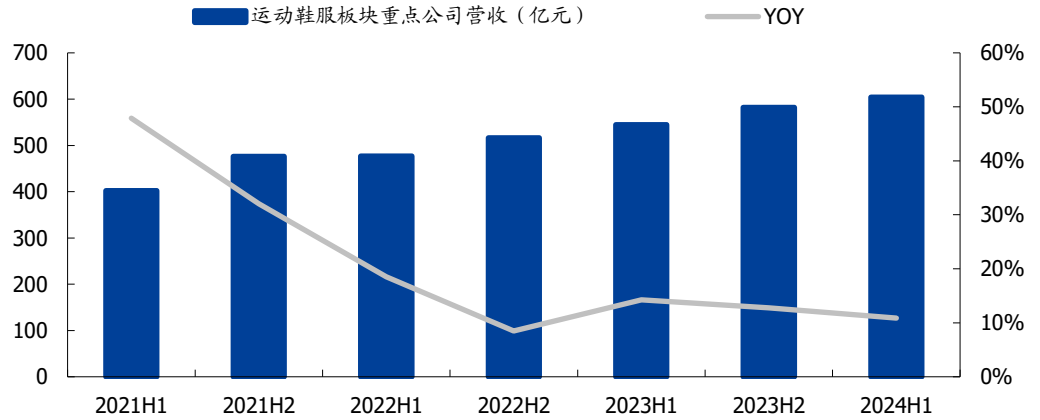
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产品趋势二: 功能性服饰表现优于休闲服饰, 后续该趋势获将持续。

2024年运动鞋服产品和品牌销售相对优异, 具有明确的产品特色和品牌个性的细分赛道品牌更是实现了高速增长。2024年上半年国内港股运动品牌龙头公司(安踏体育、李宁、特步国际、361度)合计营收同比增长11%, adidas大中华区前三季度营收同比增长8.6%(货币中性), 在波动的环境下国内运动鞋服市场体现出较为明显的增长韧性。具有明确产品特色和品牌个性的细分赛道运动品牌(跑步、户外、瑜伽等), 对比大众性运动品牌, 呈现出更为快速的增长表现。2024Q1~Q3 迪桑特&可隆流水分别增长

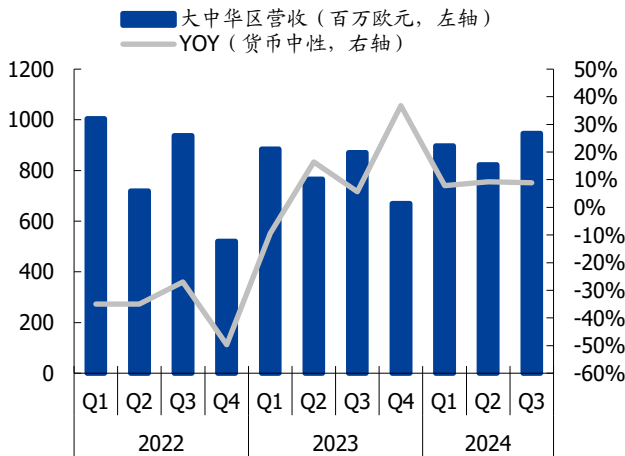
25%~30%/40%~45%/45%~50%，Amer Sports 2024 年 Q1/Q2/Q3 大中华区营收增长 51%/54%/56%，同时大量的户外运动品牌在国内布局提速，2024 上半年加拿大越野跑品牌 Norda 和滔搏建立战略合作伙伴关系，正式进入中国市场，我们认为以始祖鸟为代表的小众户外运动品牌的快速增长一方面受益于居民户外运动参与热度较高，另一方面在非运动场景该类品牌正在实现对传统奢侈品品牌的替代。

图表27: 2021H1~2024H1 运动鞋服板块公司重点合计营收及增速 (亿元, %)



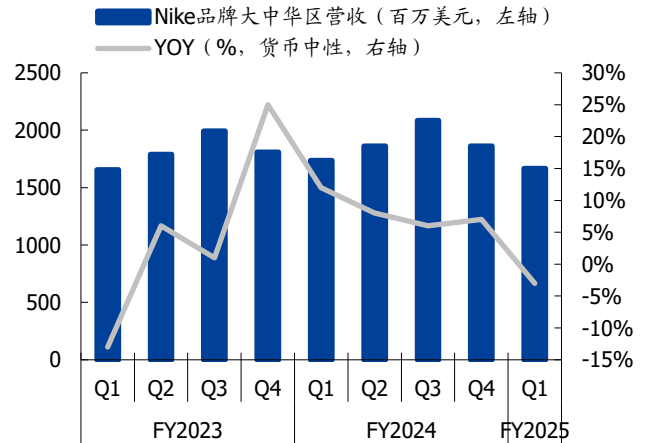
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表28: 2022Q1~2024Q3 adidas 大中华区营收及增速 (百万欧元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表29: FY2023Q1~FY2025Q1 Nike 品牌大中华区营收及增速 (百万美元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: 细分赛道运动品牌分季度销售增速 (%)

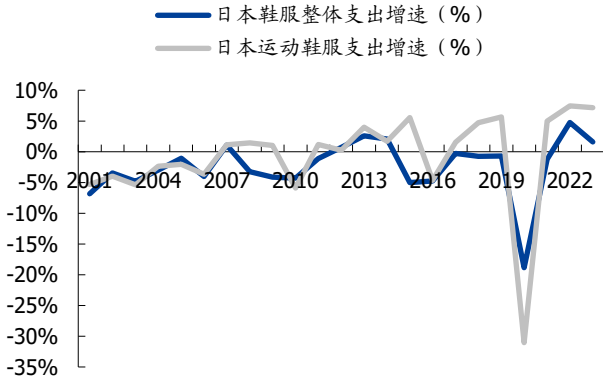
	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3
Lululemon	79.10%	61.30%	69.30%	53.30%	78.00%	67.00%	45.00%	34.00%	-	-
Amer Sports	-	-	-	-	-	61%	51%	54%	-	56%
迪桑特+可隆	75~80%	70-75%	70-75%	45-50%	55-60%	60-65%	25~30%	40~45%	45-40%	45~50%
索康尼+迈乐	-	-	119.90%	-	-	98.90%	-	-	72.20%	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 注: lululemon 2023Q1~2023Q3 数据为大中华区, 2023Q4~2024Q2 数据为中国大陆, 数据口径为报表层面; Amer Sports 数据为大中华区数据, 数据口径为货币中性

我们对日本、美国历史进行复盘发现，当经济整体较为低迷时，运动鞋服行业渗透率同样呈现提升趋势。

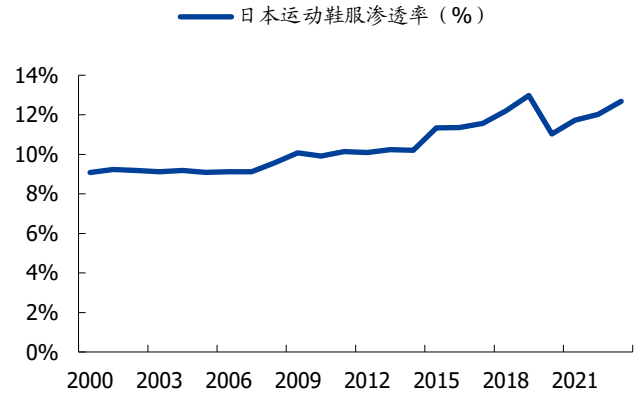
- **日本：**面对宏观经济的下行走势，居民对可选性较强的休闲鞋服产品的支出减少，与此同时日本运动鞋服装备相关产品销售则呈现出较为优异的增长表现，根据 wind 数据计算 2023 年日本居民鞋服支出对比 2000 年下降 36%，与此同时运动鞋服支出则下降 15%。

图表31: 2001~2023 年日本鞋服整体支出以及运动鞋服支出增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

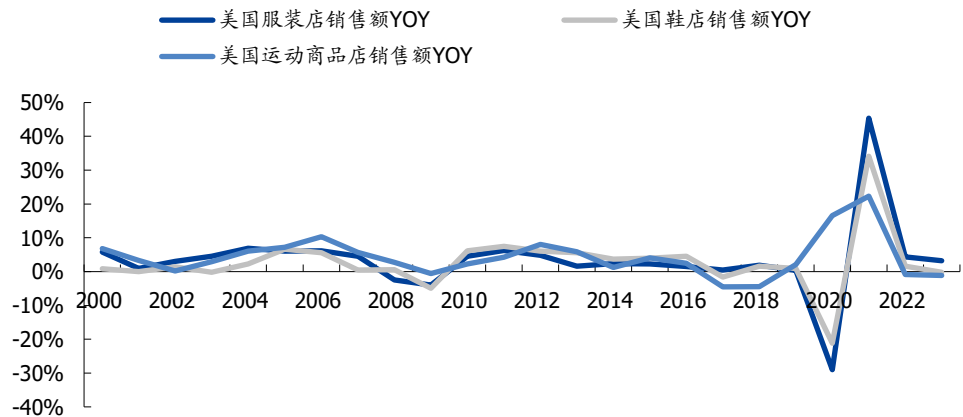
图表32: 2000~2023 年日本运动鞋服渗透率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **美国：**2008~2009 年金融危机爆发，美国服装店/鞋店销售额连续下滑，然而运动商品店整体韧性更强，2008 年服装店/鞋店/运动商品店销售额分别 -2.4%/+0.6%/+2.7%，2009 年分别 -4.0%/-4.9%/-0.6%，2020 年居民鞋服消费下降明显，而对比之下在运动习惯以及健康意识提升的背景下，美国 2020 年运动商品销售额仍保持较为快速的增长表现。

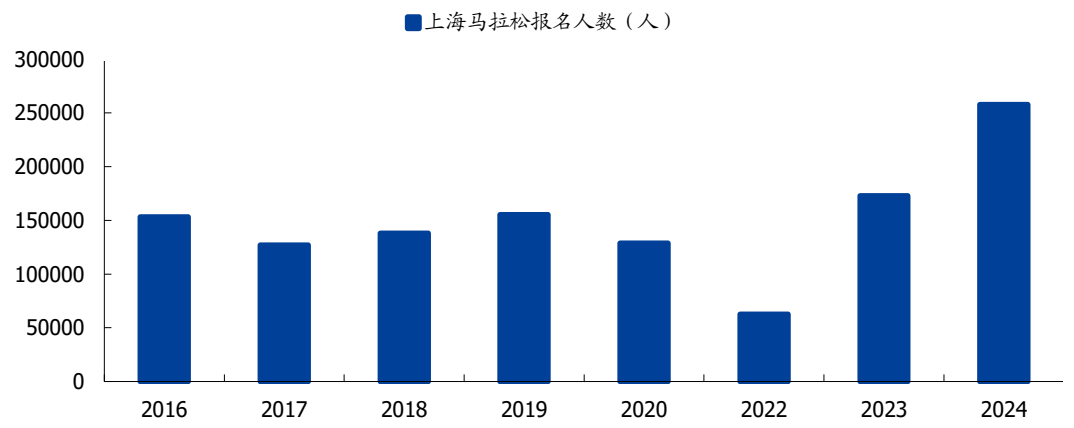
图表33: 2000~2022 年美国服装店/鞋店/运动商品店销售额增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对比来看，当经济表现较弱时，受益于运动参与度提升，运动鞋服整体的销售表现韧性更强。当经济下行周期时，居民出于的身体健康以及心理健康的追求，运动参与度仍保持较高水平（或是仍处于提升阶段），该现象在参与门槛较低的跑步品类中体现的更为明显，2024 年北京马拉松赛报名人数超过 18 万人创历史新高，上海马拉松报名人数接近 26 万人同比增长 49%。另一方面来对比单一休闲时尚品牌，设计感优质的运动品牌可以以相对较低的价格满足居民对于时尚感的追求，从而在一定程度上以更高的性价比实现对休闲服饰的替代。

图表34: 上海马拉松报名人数(人)



资料来源: 体育大生意, 上观新闻, 国盛证券研究所

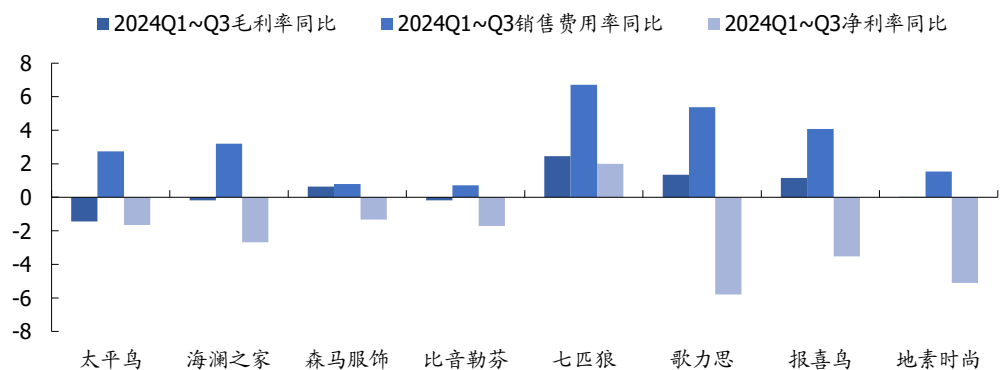
2.1.3 渠道趋势：短期直营利润端承压，中长期“奥莱”、“下沉”成为关键词

短期来看：电商表现强于线下，客流波动、天气因素对线下店效影响较大，给品牌商渠道精细化管理能力带来挑战，其中直营渠道利润压力相对较大（但在修复中表现出的弹性估计也将更大）/加盟盈利质量则相对稳健。**中长期来看：**在居民消费态度趋于理性的背景下，奥特莱斯（名品折扣）业态蓬勃发展，后续趋势预计持续；低线城市消费表现相对坚挺，“渠道下沉”成为品牌寻求增长的重要方式之一，提前布局下沉市场渠道、针对性推出相关产品的品牌有望取得先发优势。

渠道趋势一：直营渠道在零售波动时利润承压更明显（展望 2025 年，我们判断如果后续消费环境稳健向上，直营渠道的利润弹性也相对较大）；**加盟渠道盈利表现则相对稳健。**

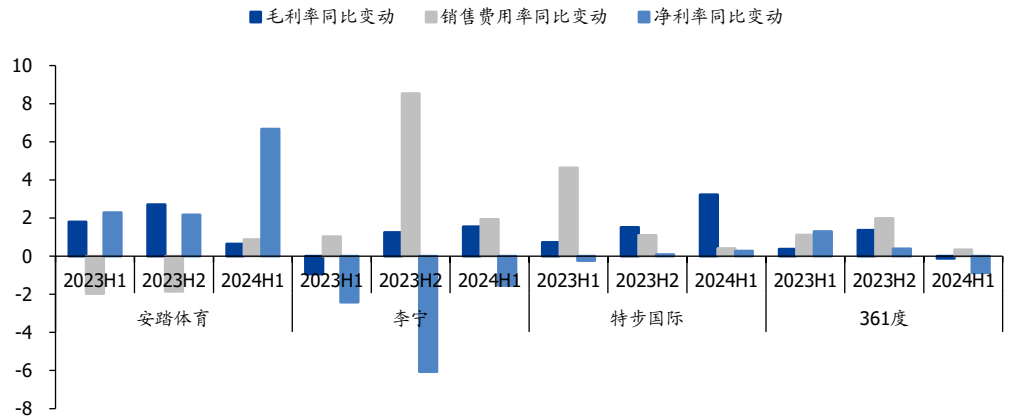
- **直营的经营模式意味着品牌商需要负担门店租金、销售人员工资等相对刚性的费用，经营杠杆相对较大。**因此，在客流波动、零售承压的环境下，直营渠道占比较大或近期新开直营门店较多的品牌商短期费用率提升、利润率承压。例如：①歌力思作为中高端女装集团，渠道以直营为主、且过去门店规模稳健增长，2024 年以来零售承压的背景下刚性费用反而增加，综合使得 2024Q3 国内业务利润同比下降。②海澜之家品牌近年来积极以直营模式进驻购物中心，2024Q3 末直营/加盟店数较年初分别+127/-231 家至 1379/4493 家，前三季度公司销售费用率同比+3.2pct/净利率率同比-2.7pct。同理我们判断，若未来消费环境向上复苏反弹，直营渠道的正向经营杠杆也会在利润层面体现的较为明显。
- **对于品牌商来说，加盟发货渠道盈利质量相对稳健，在经济环境短期波动时具备一定的抗风险性。**1) 收入层面，根据行业情况我们判断 2024 年以来下游库存较轻，部分品牌加盟发货增速表现或好于加盟门店流水（如报喜鸟品牌以加盟为主，我们判断 2024Q1~Q3 品牌发货增速好于流水增速），估计 2024H2 趋势有望继续。2) 盈利质量层面，由于品牌商加价倍率、加盟商拿货折扣整体稳定，我们判断品牌公司加盟渠道发货利润率相对稳健。

图表35：2024Q1~Q3 品牌服饰部分公司毛利率/销售费用率/净利率同比变化 (pct)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表36: 2023H1~2024H1 运动鞋服部分公司毛利率/销售费用率/净利率同比变化 (pct)

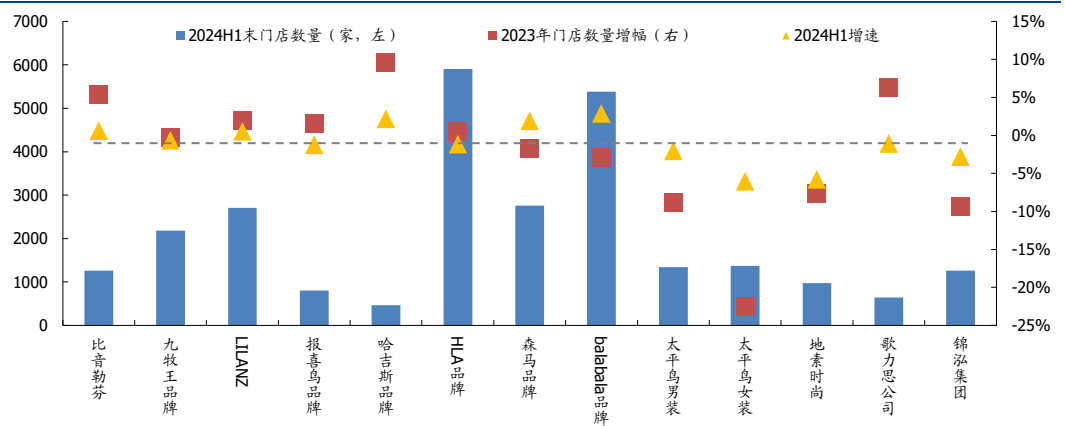


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

渠道趋势二: 电商表现优于线下。1) 过去客流波动、天气因素对线下店效影响较大, 给品牌商渠道精细化管理能力带来挑战, 我们判断 **2024H2** 拓店情况预计将环比 **2024H1** 改善, 期待冬季旺季新品销售表现。2) 展望 **2025** 年, 我们判断过去渠道坚持稳健扩张的品牌商在收入端有望占据优势, 而门店数量仍在持续缩减的品牌表现有待继续跟踪观察。

- 电商: 伴随着消费习惯回归正常 (2023 年客流大规模涌入线下, 2024 年则趋于正常), 2024Q1~Q3 大部分服饰品牌电商销售取得同比稳健增长、好于线下表现。
- 线下: 客流波动影响店效, 线下销售表现存在压力, 各公司拓店情况分化。考虑下半年一般是服装品牌新开店旺季 (同时冬季也是服装销售旺季), 我们结合上半年情况综合估计 2024 年比音勒芬有望净开门店 80 家左右 (增幅达中高单位数), hazzys/报喜鸟品牌分别有望新开门店约 10%~20%/10%左右 (同时关闭优化低效门店), 估计其他女装及大众休闲品牌预计 2024H2 门店数量变化有望环比 2024H1 改善。

图表37: 各品牌 2024H1 末店数及 2023 年、2024H1 店数增幅 (家)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表38: 2024H1 品牌服饰部分公司线上收入、增速及渠道占比 (亿元)

公司代码	公司简称	2024H1 线上收入 (亿元)	YOY	占比
2331.HK	李宁	40.0	11%	28%
1361.HK	361 度	12.5	16%	24%
3998.HK	波司登	13.5	24%	22%
002832.SZ	比音勒芬	1.2	35%	6%
603587.SH	地素时尚	1.9	-3%	17%
603808.SH	歌力思	2.6	33%	18%
002154.SZ	报喜鸟	3.8	-2%	15%
600398.SH	海澜之家	22.1	47%	20%
603877.SH	太平鸟	8.9	-8%	28%
002563.SZ	森马服饰	26.9	3%	46%
002293.SZ	罗莱生活	6.2	-7%	30%
002327.SZ	富安娜	5.3	-1%	41%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 波司登数据系 FY2025H1 品牌羽绒服业务数据。

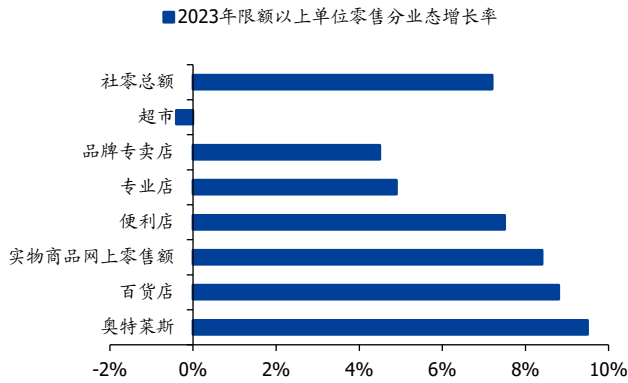
渠道趋势三: 奥莱业态应运而起, 2025 年渠道数量及规模有望继续稳健增长。我国中等收入群体群增多的同时, 居民消费态度也逐步趋于理性, 在拥有品牌认知度的同时追求高性价比的产品及渠道, 这为奥莱业态提供了快速成长的环境背景。

在零售环境波动的背景下, 近年我国奥莱业态保持着坚挺的增长势头。2023 年及 2024 年以来我国消费行业整体表现为“在波动中复苏”, 但其中奥特莱斯渠道持续表现出良好稳健的增长。据国家统计局及中国百货商业协会估计数据, 2023 年我国限额以上单位零售额同比+7.2%, 其中奥特莱斯渠道零售额同比+9.5%, 好于同期超市、品牌专卖店、便利店、百货店及实物商品网上零售额表现。

消费市场展现出对“品牌折扣产品”的青睐, 同时相关渠道供给增加, 有望为奥莱业态带来持续成长的空间。我国奥莱起步较晚、目前发展历史仅二十余年, 当前仍在成长阶段。据中国百货商业协会的预测, 估计 2023 年中国奥特莱斯市场规模约 2300 亿元, 预测到 2025 年将达到 2600 亿元, CAGR 约 6.3%。

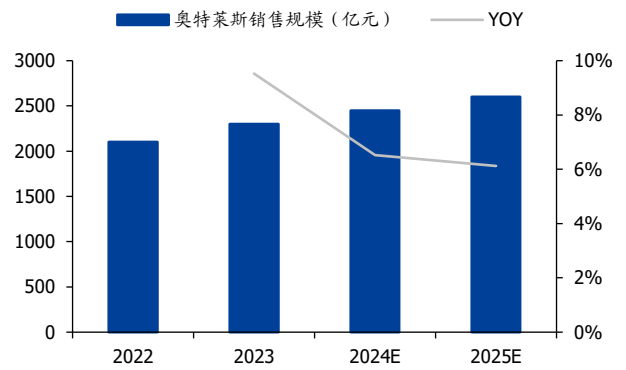
- **需求端:** 我们认为当前国内消费环境特征有望助力奥莱业态中长期持续成长: 1) 经历了数十年的市场教育, 消费者对于国内外品牌有一定的认知度; 2) 居民购买力增速放缓或下降, 驱使消费行为决策更加理性, 例如追求高性价比的产品和渠道; 2) 产品供给端市场发展相对成熟。
- **供给端:** 奥特莱斯业态数量仍在继续增长。据中国百货商业协会统计, 2023 年末全国现有奥特莱斯项目约 239 个, 其中 2023 年新开业达 17 家。除此之外, 服装品牌商也积极携手渠道商布局奥莱赛道。例如京东合作海澜之家公司, 开设线下“京东奥莱”门店及线上“京东奥莱官方旗舰店”, 进行多品牌折扣产品的销售, 覆盖品类范围包括户外运动鞋服、男装、女装、鞋类、轻奢、化妆品等, 以京东平台在大众消费者中的信任度作为背书, 将兼具高性价比、高品牌知名度的产品销向消费市场。

图表39: 2023年限额以上单位零售分业态增长率



资料来源: 国家统计局, 中国百货商业协会, 国盛证券研究所

图表40: 近年国内奥特莱斯销售规模(亿元)



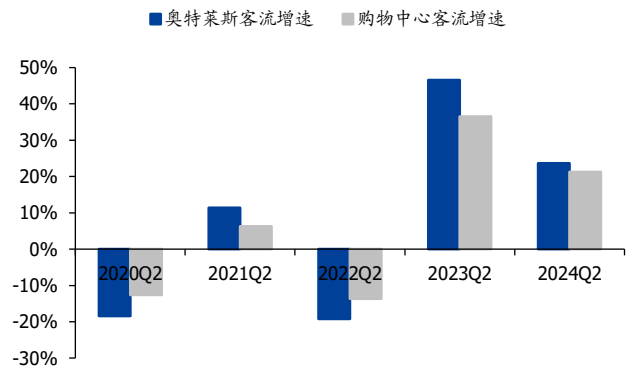
资料来源: 中国百货商业协会, 国盛证券研究所

图表41: 京东和海澜集团达成合作开设“京东奥莱”线下门店



资料来源: 赢商网, 国盛证券研究所

图表42: 购物中心及奥莱客流同比表现



资料来源: 赢商网, 国盛证券研究所

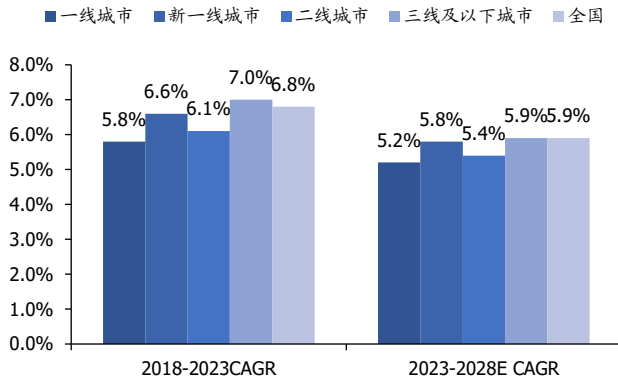
渠道趋势四: 低线城市消费表现相对坚挺, “渠道下沉”成为品牌寻求增长的重要方式之一, 提前布局下沉市场渠道、针对性推出相关产品的品牌有望取得先发优势。

低线消费市场保持稳健增长, 我们判断主要系居民消费意愿相对坚挺。从收入 VS 消费的增速上来看: 据灼识咨询数据, 2018~2023年我国一线/新一线/二线/三线及以下城市人均可支配收入 CAGR 分别为 5.8%/6.6%/6.1%/7.0% (三线及以下城市略好于一线城市), 人均消费支出 CAGR 分别为 1.7%/5.8%/5.7%/7.1% (三线及以下城市明显好于一线城市), 我们判断高线城市居民消费意愿趋势较弱、低线则相对坚挺, 进而带动低线消费市场整体依然呈现出稳健向上的趋势。我们认为主要原因有二: 1) 低线城市物价、房价水平相对较低, 生活压力小, 居民消费意愿强。体现在服饰品类消费上, 低线市场现在处于品牌意识提升的阶段, 据 Accenture 调研统计, 有 66% 的下沉市场消费者倾向于在服饰鞋帽类产品中购买具备品牌附加值的产品, 较食品饮料、休闲娱乐等品类更高。2) 青年人群就业地域选择发生变化, 部分群体从高线城市回流至低线城市, 带动相关消费。

对于品牌商而言, 近年对于低线消费市场的重视与日俱增, 通过扩大渠道覆盖、提升品牌曝光、创新产品去抢占市场份额。1) 我们跟踪判断在当前大众服装品牌渠道策略中, “下沉”成为重要关键词之一。例如, 李宁或通过和经销商以及分销商的合作扩大低线城市市场份额, 安踏针对低线城市打造新店型提升销售效率, 361 度和特步则是加快低线城市门店优化力度; 在产品方面, 各品牌公司持续拓宽价格带, 推出更具有性价

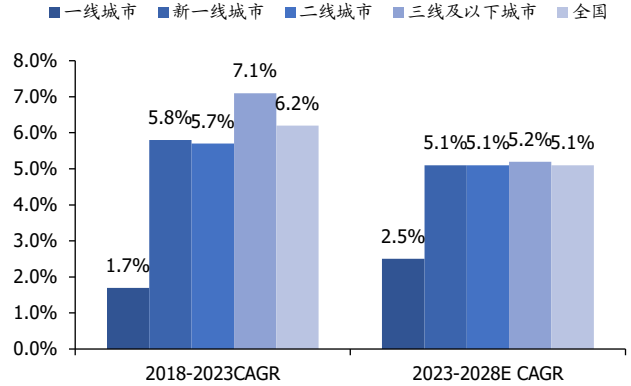
比的产品契合下沉市场需求。2) 从商业零售地产角度也可以看到，三四线及以下城市的购物中心数量占比逐渐提升。2022 年中国购物中心数量超过 6000 家 (2015 年仅 2100 家左右)，其中三四线及以下城市购物中心数量为 2089 家 (2015 年仅 634 家，近年来快速增长)，数量占比提升至 35%。

图表43: 2018-2028E 中国人均可支配收入 CAGR (分城市线)



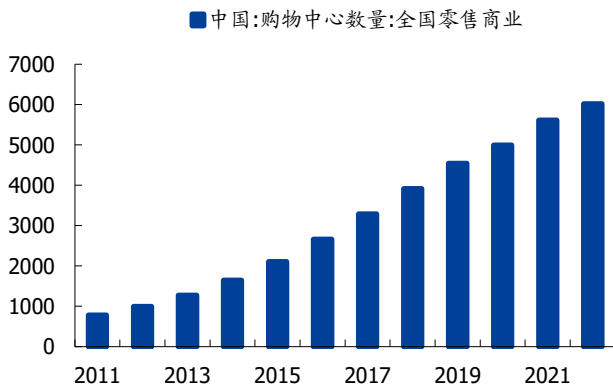
资料来源: 国家统计局, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表44: 2018-2028E 中国居民人均消费支出 CAGR (分城市线)



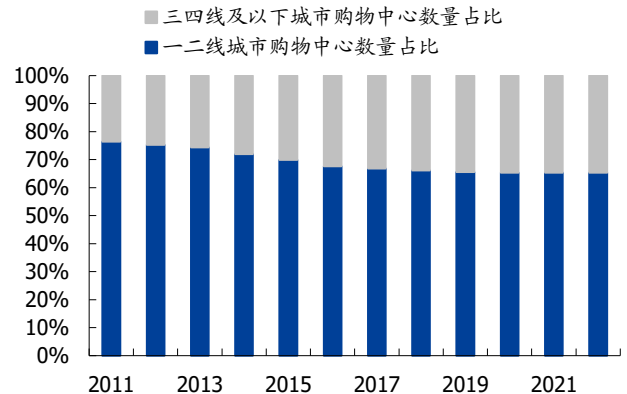
资料来源: 国家统计局, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表45: 2011-2022 年中国全国零售商业购物中心数量 (家)



资料来源: 赢商大数据, Wind, 国盛证券研究所

图表46: 2011-2022 年中国一二线/三四线及以下城市购物中心数量占比



资料来源: 赢商大数据, Wind, 国盛证券研究所

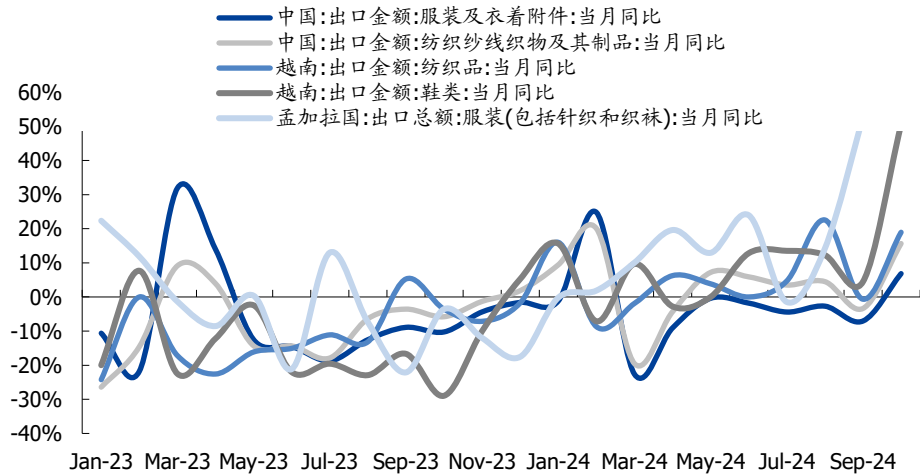
2.2 服饰制造: 竞争格局优化, 龙头公司预计稳健增长、领先行业

2024 年以来, 我们估计全球服饰终端消费需求以平稳为主, 但品牌商逐渐进入补库存阶段, 带动上游制造行业订单、出货同比增长。

- 从下游需求及库存角度来看: 海外终端需求平稳增长, 库存基本保持健康水位。据 wind 数据, 近几个月美国服饰零售商及批发商销售额同比以稳健增长为主, 2024 年 9 月美国服饰类品批发商/零售商库销比分别为 2.05/2.33, 我们判断 2024 年以来下游库存基本稳定在良性状态。考虑当前品牌客户对未来增长判断相对谨慎、下单节奏更加灵活, 我们认为下游库存及终端零售情况仍需持续跟踪。
- 从上游制造出口角度来看: 越南相关产品出口表现优于中国。1) 中国: 2024 年 1~10 月服装及衣着附件出口金额为 1312.0 亿美元, 同比-1.5%; 纺织纱线织物及其制品

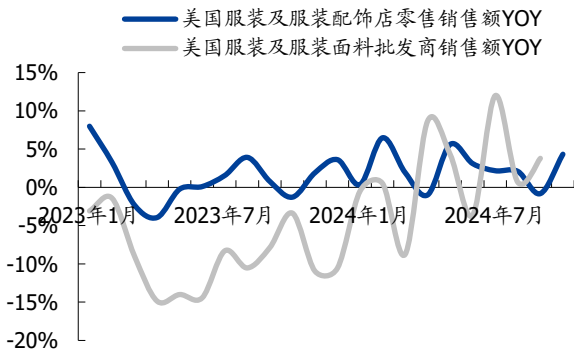
出口金额为 1166.9 亿美元，同比+3.7%。2) 越南：2024 年 1~10 月纺织品出口金额为 305.7 亿美元，同比+10.0%；鞋类出口金额为 185.7 亿美元，同比+15.7%。

图表47: 2023 年至 2024/10 各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速 (%)



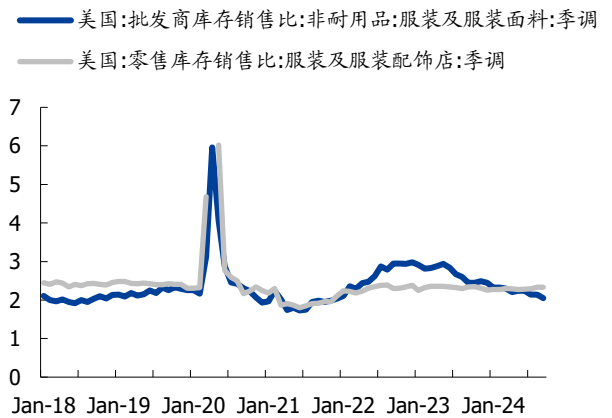
资料来源: Wind, 越南统计局, 孟加拉国央行, 国盛证券研究所

图表48: 2023/01~2024/10 美国服饰类零售商/批发商销售额 YOY



资料来源: Wind, 美国人口普查局, 国盛证券研究所

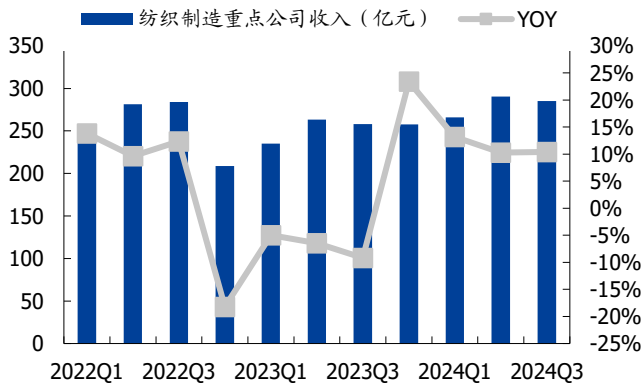
图表49: 2018 年至 2024 年 9 月美国服饰类零售商/批发商库存比



资料来源: Wind, 美国人口普查局, 国盛证券研究所

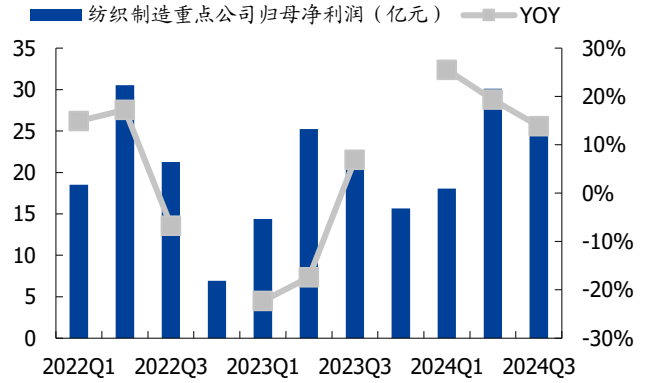
龙头公司表现好于行业, 2024 年以来纺织制造板块上市公司业绩稳健增长。1) 收入端: 2024Q1~Q3 纺织制造重点公司收入同比 +7.8% (Q1/Q2/Q3 同比分别 +13.2%/+10.3%/+10.4%)。2) 利润端, 产能利用率同比修复, 带动利润率表现良好, 2024Q1/Q2/Q3 板块重点公司归母净利润同比分别 +25.5%/+19.3%/+13.8% (快于同期收入增速), 销售净利率分别为 6.7%/9.7%/9.1% (同比分别 -0.3pct/+1.0pct/+1.3pct)。

图表50: 2022Q1~2024Q3 纺织制造重点公司收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表51: 2022Q1~2024Q3 纺织制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元)

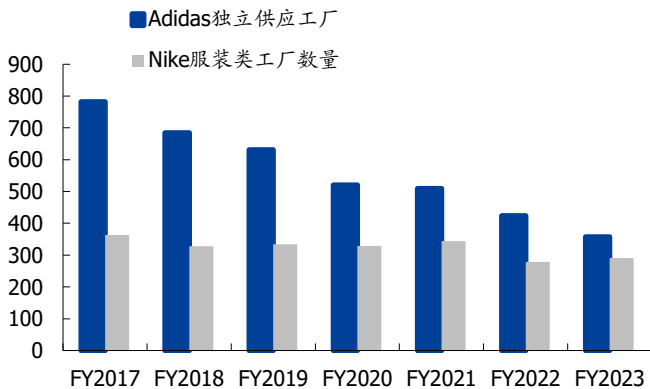


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

展望未来: 中长期来看, 服饰制造龙头公司市占率预计将继续提升。伴随着下游品牌公司对于供应链稳定性、反应速度的诉求在提升, 订单资源向头部制造商加速集中。因此, 我们判断上游制造商行业格局的优化仍是长期趋势, 2025 年龙头制造公司订单表现有望继续好于行业。(考虑基数差异, 我们估计 2024Q4 板块公司收入及利润同比增速或环比走弱)。

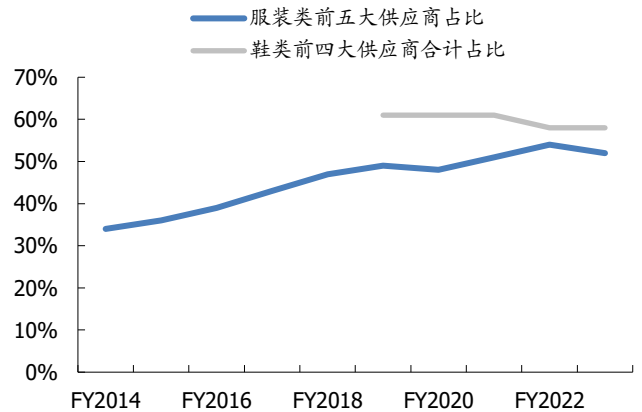
- **供应链趋势一: 品牌商对未来增长判断相对谨慎、下单节奏更加灵活, 具备一体化产业链的龙头制造商竞争优势在加强。**为降低终端销售不确定性带来的库存风险, 我们判断目前下游运动品牌商缩减期货比例、增加下单频率, 因此, 对供应链反应速度的要求在提升, 兼具速度、规模与质量的头部一体化的供应商竞争优势在加强。

图表52: FY2017-2023 Adidas 独立供应工厂数量/Nike 服装类供应商数量 (个)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

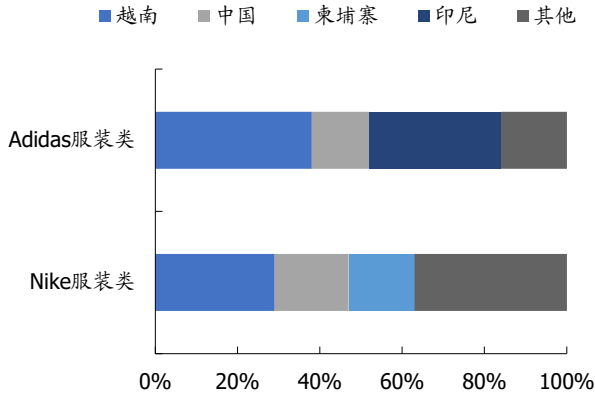
图表53: FY2014-2023 Nike 服装前五大及鞋类前四大供应商占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

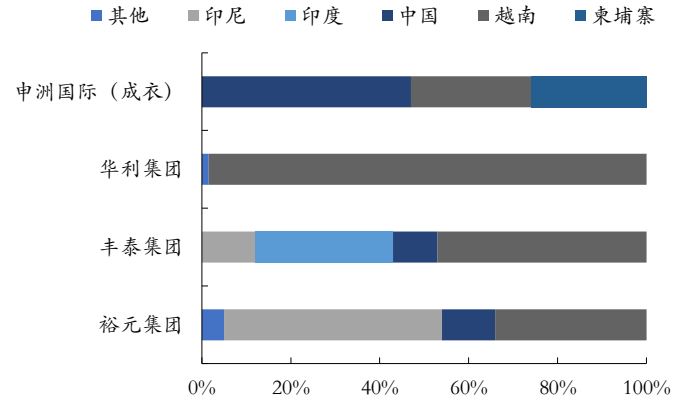
- **供应链趋势二: 为减轻国际贸易关系风险, 运动品牌公司加强供应链全球化的布局。**运动鞋服龙头制造商往往在全球各地进行产能布局, 能够与下游品牌商的国际化业务销售达成协同效应, 减轻国际贸易关系风险, 同时夯实成本优势, 持续提升在核心品牌客户中的份额。例如, 2023 年裕元集团产量中越南/印尼/国内分别占 34%/49%/12%, 丰泰集团产量中越南/印度/印尼/中国分别占 47%/31%/12%/10%, 华利集团目前产能绝大部分位于越南、未来计划向印尼扩张, 申洲国际 2023 年海外产出占比超过 50%、未来预计将进一步提升。

图表54: FY2023 Nike 及 Adidas 服装类产品生产所在地分布



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表55: 2023 年中洲国际/华利集团/丰泰集团/裕元集团分地区产量占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3. 板块投资策略

3.1 投资主线一: 关注优质功能性服饰赛道龙头标的

3.1.1 运动鞋服: 标的公司短期运营稳健, 重点推荐【安踏体育、李宁】

运动鞋服板块公司短期运营稳健, Q4 流水或有改善, 2025 年有望呈现稳健增长趋势。此前港股运动鞋服公司发布 2024Q3 经营情况公告, 从流水角度来看, Q3 各品牌整体流水表现对比 Q2 有所走弱, 我们判断核心原因在于消费环境仍处于波动阶段, 居民消费意愿仍有待提升。分渠道来看, 2024Q3 电商渠道流水表现仍然优于线下, 电商渠道延续年初以来的改善趋势, 线下门店客流波动则相对较大影响线下流水表现, Q3 末各运动品牌库销比对比 Q2 有不同程度增加, 主要系流水波动以及为 Q4 旺季备货所致。

- 2024Q4 以来, 随着消费环境波动复苏, 我们判断各运动品牌终端销售增速对比三季度或有改善。展望 2024 年: 我们判断 2024 年各运动鞋服公司收入表现或同终端流水表现大体一致, 主要系面对波动的消费环境, 各公司批发业务发货都较为谨慎, 业绩表现因个股运营模式以及公司经营的调整或有所差异。

图表56: 运动品牌终端流水增速 (%)

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安踏体育	安踏品牌	中单位数增长	高单位数增长	高单位数	增长高双位数	增长中单位数	增长高单位数	增长中单位数
	Fila 品牌	高单位数增长	10%-20% 高段增长	低双位数增长	增长 25%-30%	增长高单位数	增长中单位数	降低单位数
	安踏其他	75%~80%	增长 70%-75%	增长 45%-50%	增长 55%-60%	增长 25~30%	增长 40%~45%	增长 45%~50%
	李宁品牌	中单位数增长	10%-20% 中段增长	中单位数增长	增长 20%-30% 低段	增长低单位数	下降低单位数	下降中单位数
李宁	——线下	高单位数增长	10%-20% 高段增长	高单位数增长	增长 20%-30% 高段	下降低单位数	下降中单位数	下降高单位数
	——线下直营	10%~20% 中段	20%-30% 高段增长	20%-30% 低段增长	增长 50%-60% 低段	增长中单位数	持平	下降中单位数
	——线下加盟	中单位数增长	10%-20% 中段增长	低单位数增长	增长 10%-20% 高段	下降中单位数	下降高单位数	下降高单位数
	——电商	10%~20% 低段下降	10%-20% 低段增长	低单位数下降	增长中单位数	增长 20%-30% 低段	增长高单位数	增长中单位数
特步	特步品牌	约 20% 增长	高双位数增长	高双位数增长	增长 30%+	增长高单位数	增长 10%	增长中单位数
	成人线下	低双位数增长	低双位数增长	15% 增长	增长 20%+	增长高双位数	增长 10%	增长 10%
361 度	儿童线下	20%-25% 增长	20%-25% 增长	25%-30% 增长	增长 40%	增长 20%~25%	增长中双位数	增长 10%
	电商	35% 增长	30% 增长	30% 增长	增长 30%+	增长 20%~25%	增长 30%~35%	增长 20%+

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **2025 年居民服饰消费意愿波动复苏, 运动鞋服的需求韧性仍在。**在前文中我们提到, 2024 年以来运动鞋服赛道的整体表现优于休闲服饰, 展望 2025 年我们认为该趋势或仍将持续。核心判断逻辑在于当前无论是宏观经济亦或者是消费信心在整体处于逐步复苏阶段, 居民对于服饰的消费意愿仍相对较为保守, 因此我们判断居民对功能性服饰的偏好或仍将延续, 所以我们判断 2025 年运动鞋服品牌公司仍有机会展现出优于服饰大盘的增长表现。
- **从更长期维度来看:** 在此前的诸多报告中我们曾论证过, 国内居民的健康意识正处于持续提升阶段, 居民运动参与度不断提升, 同时政府持续出台政策以鼓励大众运动, 因此我们判断在服饰行业中运动鞋服赛道仍处于相对更为优质的行业, 消费者对于运动鞋服的需求长期处于稳健增长阶段。

在市场发展的过程中, 细分运动品牌受益于各自赛道的优越性, 有望保持较为快速的增长态势, 然而覆盖多项运动品类的大众性运动品牌竞争相对激烈, 相关品牌通过持续的产品、品牌以及渠道的优化调整来实现增长。

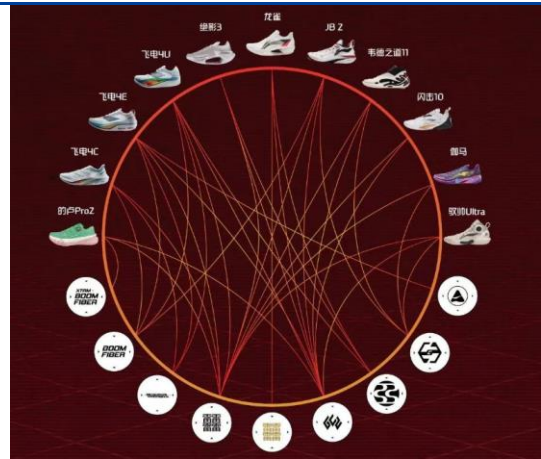
- **产品端: 立足产品力提升, 同时针对性调整产品和品牌结构。**专业性是品牌公司巩固甚至提升市场份额的关键, 近些年特步凭借旗舰款 160X 系列成为国内跑者马拉松赛事的重要品牌, 361 度通过持续迭代核心系列飞燃、飞飙使得品牌知名度不断提升, 2024 年面对较弱的销售表现, 李宁举办发布会展示品牌肌肉和研发实力。因此从长期视角来看, 我们认为产品力的提升将始终是各大专业运动品牌的核心战略聚焦。而从战术层面来看, 面对变动的消费环境和市场需求, 品牌公司均针对性的对产品和品类结构进行调整: 1) 基于品牌定位从价格带进行丰富以满足不同层级市场消费者的需求; 2) 从品类上进行适度拓宽, 捕捉市场运动偏好。

图表57: 安踏品牌奥运科技



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表58: 李宁九大核心科技在 11 款核心专业鞋产品上的应用



资料来源: 懒熊体育公众号, 国盛证券研究所

图表59: 运动品牌产品和品类调整策略

产品和品类调整策略

安踏	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 携手中石化联合研发缓震中底科技 PG7, 并推出两款高性价比跑鞋——旅步和旅途; ➢ C202 系列逐步完善, 其中针对竞速训练的 C202 5 lite 打入专业跑步群体; ➢ 安踏发布新一代越野跑鞋猎隼 2 代家族。
李宁	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 推出舒适慢跑鞋 Soft 系列, 2024 年上半年销量突破 100 万双; ➢ 7 月举办户外新品发布会, 推出万龙甲系列冲锋衣、行川暴走徒步鞋、行野轻徒步鞋等产品。
特步	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 推出旗舰冠军跑鞋家族, 产品持续更新迭代。 ➢ 针对大众跑者, 全新推出“行云”跑鞋。
361 度	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 聚焦性价比+高性能结合, 推出飞燃 3、飞飙 Future 1.5、Big3 Future 等专业运动跑鞋/篮球鞋。 ➢ 针对户外市场, 推出轻户外产品“轻野”系列。 ➢ 拓宽专业运动细分品类, 推出瑜伽裤、防晒衣等品类。

资料来源: 安踏体育公司公告, 懒熊体育公众号, 李宁业绩简报, 李宁官方旗舰店公众号, 特步国际公司公告, 361 度公司公告, 国盛证券研究所

➢ 渠道端: 线下门店进入精细化运营阶段, 电商注重新兴渠道布局。

1) 线下业务: 当前品牌公司一方面仍在寻求合适的开店位置以提升市场覆盖率, 另一方面也在加大对现有门店的优化力度, 通过门店形象和位置的调整提升店效, 或是直接关闭低效门店从而降低对公司业务的负面影响。整体上来讲考虑目前各品牌门店数量已经达到较高位置, 大规模的净开店空间较小, 通过渠道调整和优化带来的店效提升或将成为推动公司销售增长的重点。

2) 电商业务: 2024 年随着电商环境的改善, 各运动品牌电商业务整体实现了较为快速的增长表现, 中长期来看我们认为随着电商业务占比不断提升, 同时电商流量逐步下行, 我们判断行业电商增速或将趋于稳定, 而在细分结构上, 公司或将加大对以抖音、得物为代表的新平台的拓展力度, 该新平台增速仍保持在较高水平。

图表60: 2018~2024H1 运动品牌门店数量对比 (家)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024H1 净开
安踏	10057	10496	9922	9403	9603	9831	9904	73
——安踏成人	7314	7497	7123	6813	6924	7053	7073	20
——安踏儿童	2743	2999	2799	2590	2679	2778	2831	53
Fila	1652	1951	1977	2054	1984	1972	1981	9
李宁	7137	7550	6933	7218	7603	7668	7677	9
——李宁成人	6344	6449	5912	6092	6295	6240	6239	-1
——李宁儿童	793	1101	1021	1126	1308	1428	1438	10
特步	6680	7204	6821	7330	7833	8274	8284	10
——特步成人	6230	6379	6021	6151	6313	6571	6578	7
——特步儿童	450	825	800	1179	1520	1703	1706	3
361度	10719	10117	7821	8040	8960	9539	9587	48
——361度成人	5539	5519	5165	5270	5480	5734	5740	6
——361度儿童	1837	1922	1703	1896	2288	2545	2550	5
——361度国际	3343	2676	953	874	1192	1260	1297	37

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表61: 运动品牌渠道运营策略

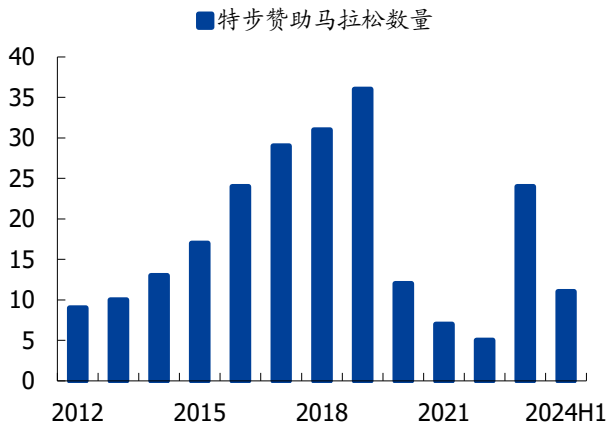
	渠道运营策略
安踏	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 线下: 门店采取差异化策略, 透过竞技场级、殿堂级门店在重点城市开设战略旗舰店, 提升覆盖率; 针对细分市场, 布局安踏冠军、安踏作品集等垂类门店; 针对大众市场, 推出超级安踏, 定位专业的全品类运动卖场。 ➢ 电商: 积极拓展新兴平台, 扩大市场范围, 同时梳理部分电商专供产品及增加差异化产品, 匹配不同消费者的需求。
李宁	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 线下: 通过关闭低效店铺并强化优质店铺的改造与拓展, 巩固并强化高层级市场的竞争优势, 同时积极拓展新兴市场、打造超级奥莱以提升品牌影响力; ➢ 电商: 电商专注功能类产品的突破, 打造利刃、伽马等多款电商专供品。
特步	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 线下: 加大九代店铺的拓展和优化力度, 2024年上半年第九门店的平均客单价和店效持续增长; ➢ 电商: 通过产品的专业性优势推动电商业务增长, 2024H1 抖音、得物以及微信视频号零售额增长80%+。
361度	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 线下: 鼓励经销商继续开大店、最新升级的形象店、商超和百货店; ➢ 电商: 电商坚定推出专供品, 和线下产品形成区隔, 同时积极运营各类引流工具, 实现品牌和产品的高效率推广。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **营销端: 立足自身核心运动品类加大对于营销资源的投入力度, 同时重视对品牌层面的营销。** 当前运动品牌在进行营销时一方面在加大对于单一品类的营销力度, 以提升销售效率, 例如特步以跑步为核心主打品类, 通过赞助马拉松和专业跑步运动员以及打造特跑族俱乐部, 已经构建出有力的竞争护城河, 在有限的营销资源上, 占据领先地位。李宁、安踏一方面在跑步领域加大渗透, 另一方面在自己优势的篮球领域, 抢占赛事赞助(安踏赞助 CUBAL、李宁赞助中小学篮球联赛)以及 NBA 球星资源。另一方面在单一运动之外, 品牌公司加大对于品牌层面的营销推广力度,

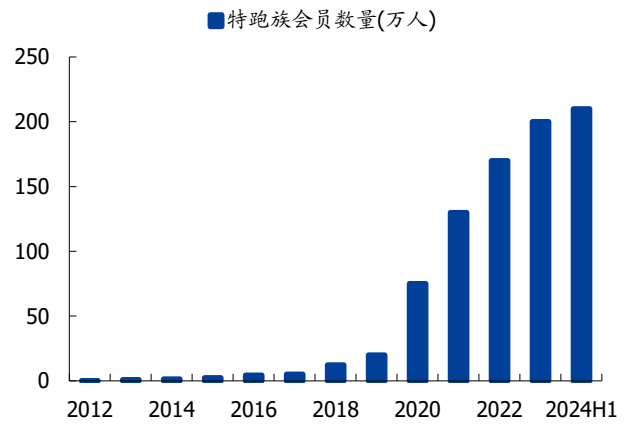
将品牌同专业运动（或是运动精神）相挂钩，例如安踏长期作为奥运会官方赞助伙伴，借助奥运推广为品牌专业性进行背书，李宁借助巴黎奥运会机会推出“以我为名”系列营销活动，传递展现自我、激发自我的运动精神。

图表62: 2012~2024H1 特步赞助的马拉松数量(场)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表63: 2012-2024H1 特跑族会员数量(万人)



资料来源: 特步国际公司业绩简报, 国盛证券研究所

从投资角度来看, 综合考虑中长期业绩的稳健增长以及估值弹性后, 当前我们重点推荐运动鞋服赛道龙头【安踏体育、李宁】, 对应 2025 年 PE 为 15 倍/11 倍。

- **安踏体育: 短期流水表现稳健, 集团化运营能力显著。** 1) 短期: 2024Q3 安踏品牌/Fila 品牌流水同比增长中单位数/下降低单位数, Q4 以来我们判断安踏/Fila 增速对比 Q3 改善, 迪桑特和 Kolon 仍保持快速增长表现。2) 中长期竞争优势: 公司作为运动品牌集团, DTC 模式提升公司管理灵活性, 多品牌运营能力卓越增长动力充足, 中长期业绩增长性和确定性领先行业。3) 盈利预测: 当前我们预计安踏体育 2024 年营收同比增长 11.1%至 692.63 亿元, 归母净利润同比增长 33%至 136.1 亿元 (其中含 Amer 上市带来的 16 亿元一次性收益), 当前股价对应 2025 年 PE 为 15x。
- **李宁: 持续提升产品和渠道效率, 后续业绩弹性较大。** 1) 短期: 2024Q3 李宁成人全渠道流水同比下降中单位数, Q4 以来我们预计线下增速或转正, 在双十一大促的刺激下电商或有快速增长。2) 中长期竞争优势: 公司在已有产品矩阵和技术积累的基础上不断拓宽产品和品类以寻求增长点, 渠道端着力提升直营门店盈利能力, 加盟业务拓店以提升渠道渗透率, 后续随着消费环境的逐步改善, 李宁收入/业绩弹性明显。3) 盈利预测: 当前我们预计公司 2024 年营收增长 1.1%至 278.94 亿元, 归母净利润同比持平为 32 亿元, 当前股价对应 2025 年 PE 为 11x。
- **特步国际: 立足跑步赛道, 竞争护城河稳固。** 1) 短期: 2024Q3 特步品牌流水同比增长中单位数, 运营质量稳健, 10 月份在电商“双十一”大促以及国庆假日的刺激下我们预计特步品牌增速有望提升至双位数, 表现优异。2) 中长期竞争优势: 特步专注于跑步赛道, 跑鞋矩阵逐步完善, 通过多样化营销举措打造跑步生态圈, 竞争护城河稳固。同时新品索康尼营销、产品、渠道多举措并举, 经营体量快速扩张, 奠定集团长期增长基础。3) 盈利预测: 随着 KP 业务的剥离的顺利推进, 我们预计公司 2024 年营收下降 5.6%至 135.38 亿元, 归母净利润同比增长 20.1%至 12.37 亿元, 当前股价对应 2025 年 PE 为 10x。
- **361 度: 坚持性价比定位, 同时产品功能性和渠道质量不断提升奠定市场竞争基础。** 1) 短期: 2024Q3 361 度线下成人装/线下童装/电商业务流水增长约 10%/10%/20%+, 10 月份各渠道增速预计均较 Q3 有明显提升, 双十一期间 361 度电商业务大幅增长。2) 中长期竞争优势: 361 度立足大众定位, 跑鞋/篮球鞋短

阵持续丰富，在产品力同步提升的基础上坚守性价比优势，线下店铺结构优化带动店铺面积持续扩张，电商运营效率领先行业保持快速增长。3) 盈利预测：我们预计公司 2024 年营收增长 18.9% 至 100.17 亿元，归母净利润同比增长 20.4% 至 11.58 亿元，当前股价对应 2025 年 PE 为 6x。

图表64: 运动鞋服公司估值表 (亿港元, 亿元, %, 倍)

	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元)			YOY			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
安踏体育	2199.7	136.1	138.3	156.6	33%	2%	13%	15.0	14.7	13.0
李宁	424.9	31.9	34.5	37.3	0%	8%	8%	12.3	11.4	10.5
特步国际	143.8	12.4	14.0	15.3	20%	13%	9%	10.8	9.5	8.7
361度	83.1	11.6	13.6	15.8	20%	18%	16%	6.6	5.6	4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

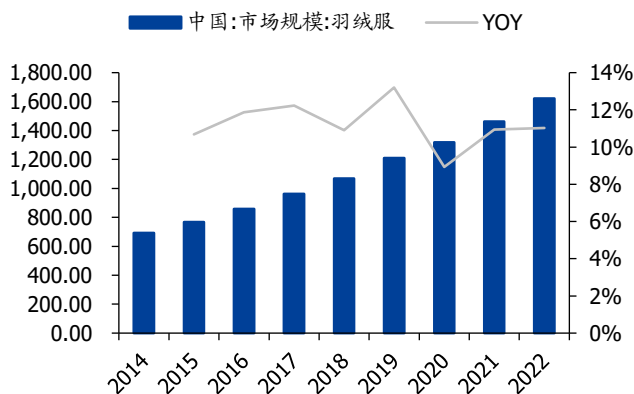
注: 收盘价截至 2024 年 12 月 03 日。汇率为 1 港元=0.925 人民币元。

3.1.2 羽绒服: 赛道稳健成长, 推荐羽绒服龙头【波司登】

作为具备御寒功能性的品类, 羽绒服过去渗透率持续提升, 市场规模稳健增长。2022 年中国羽绒服行业市场规模超过 1600 亿元, 过去 8 年 CAGR 为 11.2%, 我们判断未来有望继续保持稳健快速增长。中长期来看, 我们估计羽绒服产品渗透率有望持续提升, 主要系消费者对于羽绒服的需求从保暖走向专业+时尚的复合性需求, 有望带来更换频率的提升。

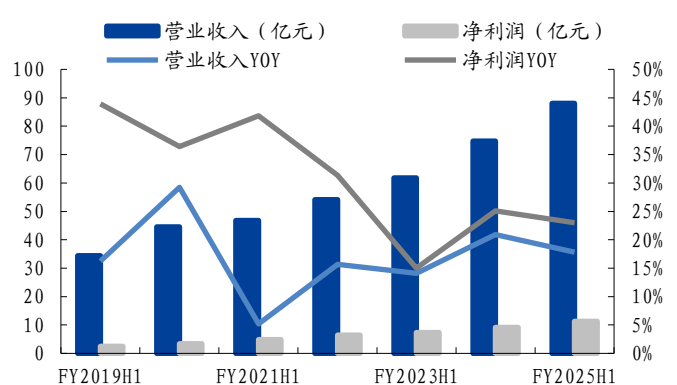
波司登作为羽绒服赛道龙头, 我们估计市占率在 10% 左右, 公司坚持拓展新品类、综合布局功能性服饰赛道, 未来业绩有望稳健增长。公司发布 FY2025H1 (截至 2024/9/30 的六个月) 业绩公告: 主营业务收入/净利润分别同比增长 18%/23% 至 88.0/11.3 亿元。2) 公司坚持拓展新品类 (轻薄羽、单壳冲锋衣、防晒服等), 产品持续创新, 重点发力户外, 近期“三合一鹅绒冲锋衣”等陆续上架销售; 渠道端注重效率提升, 注重单店精细化管理, 加强旺季店开设。我们估计 FY2025 公司收入预计增长 15% 左右/净利润增速有望快于收入, 维持高质量增长趋势。预计 FY2025~2027 净利润分别 35.7/41.0/47.2 亿元, 对应 FY2025 PE 为 12 倍, 维持“买入”评级。

图表65: 2014-2022 年中国羽绒服市场规模及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表66: FY2016-FY2024 波司登主营业务收入及净利润表现 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

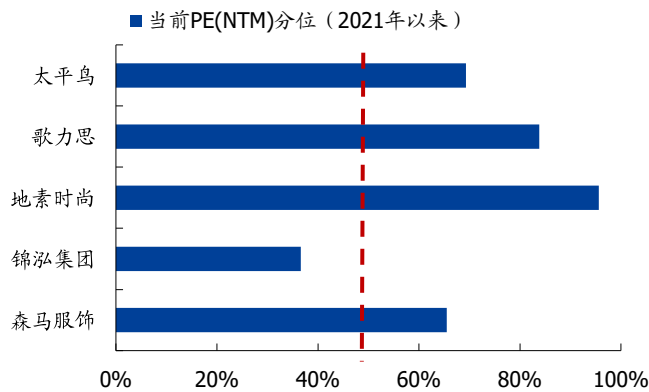
3.2 投资主线二：关注消费预期改善时具备弹性的品牌服饰【比音勒芬、森马服饰】等

2024年以来，A股服饰品牌基本面整体表现较弱，预期下修已在股价上有所体现。

- 零售层面：男装品牌终端同比去年高基数下多有所下滑；同时在消费力疲软的背景下，可选属性较强的女装零售表现也相对较弱。例如，服装品牌公司龙头海澜之家 2024Q3 收入同比下降 11%/森马服饰 2024Q3 收入同比增长 3%/太平鸟 2024Q3 收入同比下降 14%。
- 利润层面：如前文所述，2024 年以来（尤其是 Q2 以来）收入承压致使 A 股各品牌公司费用率同比上升、影响盈利质量表现，因此重点公司净利润同比下滑幅度大于收入。
- 估值层面：2024 年以来板块公司业绩表现低预期，市场预期下修带动重点公司股价震荡下跌。我们判断当前 A 股品牌服饰大部分公司估值位于较低水平，未来若消费预期向上修复，服饰作为可选消费板块有望迎来提升估值的时机。

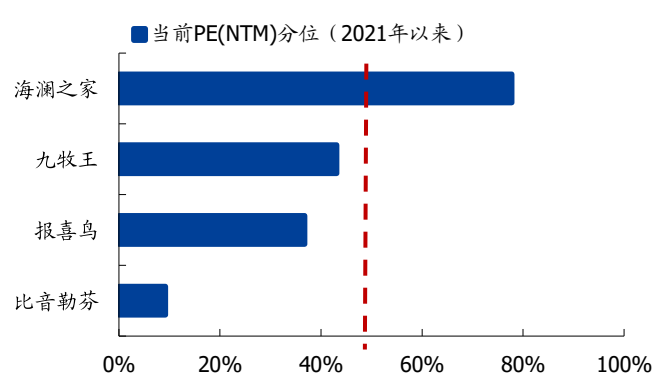
展望 2025 年，我们提醒关注消费预期底部改善或带来的投资机会，品牌服饰流水情况后续仍需持续跟踪，优先关注业绩确定性强、估值具备弹性的质优标的。作为可选品类，服饰零售端估计在消费修复的时候表现出较好的弹性，同时，市场预期好转的时候，资金关注度高、成长性相对较好的龙头标的估值有望提升。关注渠道端稳步拓店、当前估值具备吸引力的比音勒芬，对应 2025 年 PE 为 10 倍；关注短期表现领先行业的森马服饰，对应 2025 年 PE 为 14 倍；关注消费+医疗双轮驱动的大健康企业稳健医疗，对应 2025 年 PE 为 23 倍。关注利润率存在提升空间的家纺龙头罗莱生活。

图表67：女装部分公司当前 PE 分位数 (NTM, 2021 年以来)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表68：男装部分公司当前 PE 分位数 (NTM, 2021 年以来)



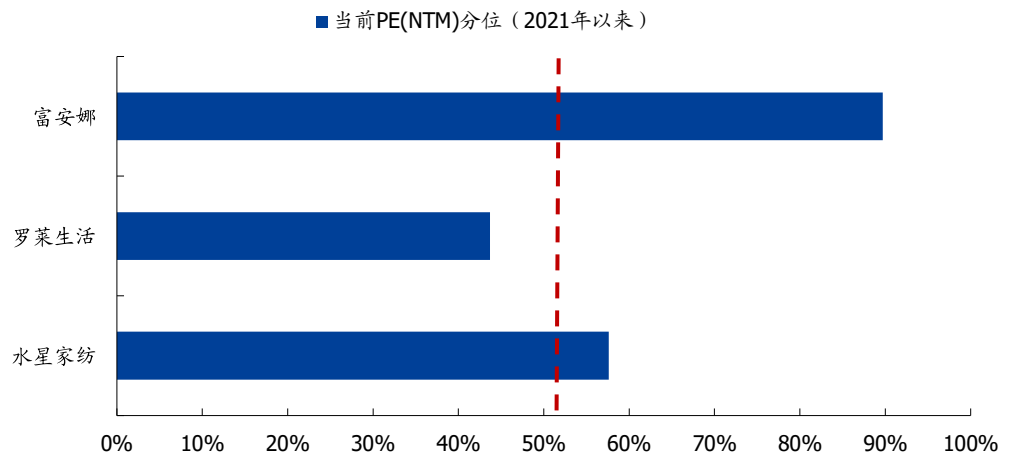
资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 比音勒芬：渠道稳步扩张，新品牌培育持续推进，期待中长期业绩稳健成长。1) 短期：2024Q1~Q3 收入同比+7%，归母净利润同比+1%。单三季度收入同比-4%，归母净利润同比-17%，我们判断依然领先同业水平。分渠道来看，2024Q3 直营渠道收入表现略好于加盟。2) 中长期竞争优势：公司渠道仍处于持续扩张阶段，我们判断 2024H2 以来加速拓店、全年门店有望净增 80 家（增幅达中高单位数），有望带动主品牌表现优于行业；同时，副品牌持续孵化，为长期发展打开想象空间。3) 盈利预测：我们估计 2024~2026 年归母净利润为 9.2/10.6/12.1 亿元，对应 2025 年 PE 为 10 倍，维持“买入”评级。
- 森马服饰：短期业绩表现领先行业，商品零售改革成效持续体现，渠道迈入净开店阶段。1) 短期：2024Q1~Q3 收入同比+6%/归母净利润同比-9%；单三季度收入

同比+3%/归母净利润同比-36%。分业务来看：电商表现估计好于线下，童装表现估计略好于成人装。**2) 中长期竞争优势：**公司持续新开优质店铺、出清低效小店，围绕消费者深化产品改革、推进供应链运营弹性，我们判断中长期管理效率的提升有望持续带动店铺质量优化。**3) 盈利预测：**我们预计2024~2026年归母净利润为11.03/12.85/14.09亿元，对应2025年PE为14倍，维持“买入”评级。

- **稳健医疗：发布股权激励，期待医疗+消费共同驱动增长。****1) 短期：**2024Q1~Q3收入同比+1%/扣非归母净利润同比-24%。单三季度收入同比+17%/归母净利润同比-88%（上年同期城市更新改造项目增加归母净利润13.6亿）/扣非归母净利润同比+105%。**2) 中长期竞争优势：**期待消费+医疗业务共同驱动增长：①消费品业务2024Q1~Q3收入同比+14%至33.6亿元，其中H1同比+11%，Q3同比+21%，业务增长进一步提速。②医用耗材业务2024Q1~Q3收入同比-12%至26.6亿元，其中H1同比-21%，Q3同比+13%，重回增长轨道。**3) 盈利预测：**我们预计2024~2026年归母净利润分别8.12/9.35/10.70亿元，对应2025年PE为23倍，维持“买入”评级。

图表69：家纺部分公司当前PE分位数（NTM，2021年以来）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **罗莱生活：短期销售改善，关注后续基本面改善带来业绩弹性。****1) 短期：**由于国内家纺需求波动以及美国家具业务亏损影响，公司2024Q3营收/归母净利润同比下降15.6%/21.7%至10.96/1.03亿元，四季度以来受益于消费环境向好以及家纺补贴政策刺激，公司国内家纺业务销售情况或有改善。**2) 中长期竞争优势：**公司作为国内家纺行业龙头之一，持续推动渠道优化和产品升级，后续随着消费环境逐步改善，公司业绩弹性明显，同时分红率保持在高位，投资性价比高。**3) 盈利预测与投资建议：**当前我们预计公司2024~2026年归母净利润为3.93/4.76/5.35亿元，目前股价对应2025年PE为15倍。

图表70: 品牌服饰部分重点公司估值表 (亿元, 亿港元, 倍)

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			YOY			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
比音勒芬	110.5	9.2	10.6	12.1	1%	15%	14%	12.0	10.4	9.1
波司登	447.9	30.7	35.7	41.0	44%	16%	15%	13.5	11.6	10.1
稳健医疗	216.6	8.1	9.4	10.7	40%	15%	14%	26.7	23.2	20.2
报喜鸟	67.3	5.5	6.4	7.3	-21%	16%	15%	12.2	10.6	9.2
森马服饰	185.1	11.0	12.9	14.1	-2%	17%	10%	16.8	14.4	13.1
海澜之家	295.9	23.1	28.1	31.0	-22%	22%	10%	12.8	10.5	9.5
歌力思	28.9	0.5	1.9	2.4	-55%	304%	22%	60.2	14.9	12.2
地素时尚	59.0	3.5	4.0	4.4	-29%	13%	10%	16.8	14.9	13.5
赢家时尚	63.2	10.0	11.7	13.6	20%	17%	16%	5.8	5.0	4.3
太平鸟	71.8	2.8	3.4	3.7	-33%	20%	10%	25.5	21.2	19.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: 收盘价截至 2024 年 12 月 03 日。赢家时尚、波司登市值单位为亿港元, 汇率为 1 港元=0.925 人民币元。

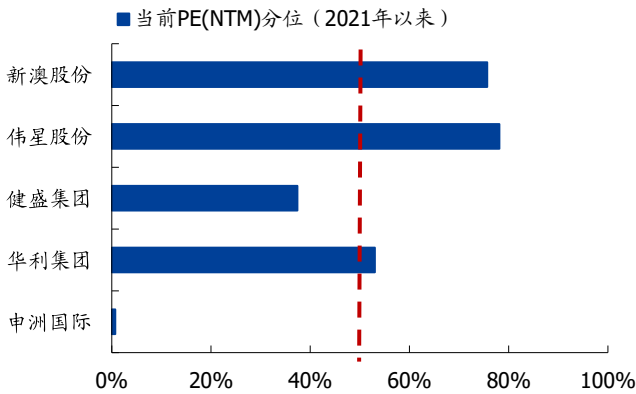
3.3 投资主线三: 关注竞争格局优化、业绩稳健增长的纺织制造龙头【华利集团、申洲国际、伟星股份】

我们估计服饰制造商 2025 年业绩同比有望稳健增长, 龙头表现好于行业, 优先推荐赛道龙头公司, 匹配稳健型、防御型投资需求: 1) 推荐新客户合作推进顺利、产能扩张有望加速、估值具备提升空间的【华利集团】, 对应 2025 年估值为 19 倍; 推荐毛利率改善【申洲国际】, 对应 2025 年 PE 为 13 倍; 推荐收入增速优异的伟星股份, 对应 2025 年 PE 为 19 倍; 2) 关注短期业绩表现较好的浙江自然、健盛集团, 对应 2025 年 PE 为 14/10 倍; 中长期持续关注毛纺赛道龙头新澳股份, 对应 2025 年 PE 分别为 11 倍。

- **华利集团: 重要新客户合作顺利推进, 产能计划迅速扩张, 成长性预计持续领先行业。** 1) 短期: 2024Q1~Q3 收入同比+22%, 归母净利润同比+24%。其中销量 1.63 亿双 (同增 20%), 人民币单价同增 2%。2024Q3 收入同比+18%; 归母净利润同比+16%。其中销量 0.55 亿双 (同增 22%) /人民币单价同降 3%。2) 中长期竞争优势: 公司订单及产能成长性有望继续领先行业: 公司新客户合作推进顺利, 公司占核心老客户份额估计持续提升; 目前产能利用率饱和, 2024 年招工推进顺利, 2025~2026 年有望迅速扩张。3) 盈利预测: 我们预计 2024~2026 年归母净利润分别为 39.0/45.3/52.2 亿元, 对应 2025 年 PE 为 19 倍, 维持“买入”评级。
- **申洲国际: 毛利率修复超预期, 带动业绩逐步释放, 期待中长期订单稳健增长。** 1) 短期: 2024H1 收入同比+12%/归母净利润同比+38%, 其中销量增长 20%+/人民币单价下降高个位数。毛利率同比+6.6pct 至 29.0%, 主要系产能利用率修复, 净利率同比+4.2pct 至 22.6%。2) 中长期竞争优势: 我们判断 2024H2 公司销向 Uniqlo、Adidas、PUMA、国内品牌等客户订单有望稳健快速增长、销向 Nike 客户订单以平稳为主, 中长期持续提升老客户份额、推进新客户合作, 我们判断未来公司订单有望稳健增长。3) 盈利预测: 我们预计 2024~2026 年归母净利润分别为 58.03/65.28/74.56 亿元, 对应 2025 年 PE 为 13 倍, 维持“买入”评级。

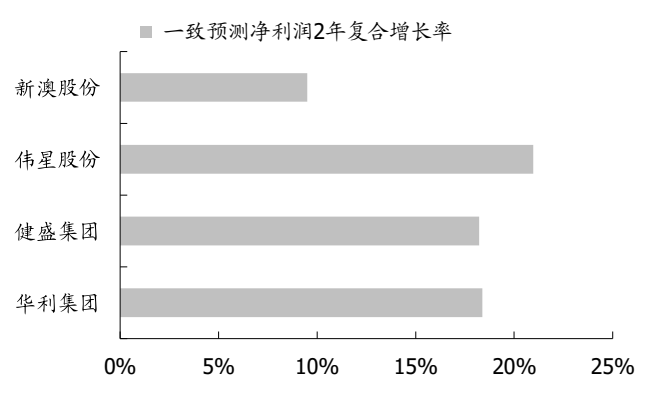
- 伟星股份：辅料龙头，市占率持续提升，近期收入增速优异。**
 - 短期：**公司前三季度营收/归母净利润同比+23%/+17%至 35.8/6.2 亿元，我们预计四季度以来由于消费环境波动，下游客户订单增速虽有放缓，但仍保持稳健增长表现；
 - 中长期竞争优势：**公司作为国内服饰辅料龙头企业，智能制造领先行业赋能生产效率提升，同时海外越南工业园投产顺利，国内工业园技改推进，长期公司产能规模逐步扩张，奠定增长基础。
 - 盈利预测：**当前我们预计公司 2024~2026 年归母净利润为 7.11/8.21/9.55 亿元，目前股价对应 2025 年 PE 为 19 倍。

图表71: 服饰制造部分公司当前 PE 分位数 (NTM, 2021 年以来)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表72: 服饰制造部分公司一致预测净利润2年 CAGR



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 健盛集团：棉袜业务盈利表现优越，无缝业务快速增长。**
 - 短期：**2024Q1~Q3 收入同比+16%/归母净利润同比+31%。2024Q3 收入同比+37%/归母净利润同比+27%。
 - 中长期竞争优势：**棉袜业务稳健成长，无缝业务持续改善。
 - 棉袜业务：**估计 2024Q1~Q3 业务销售同增 20%左右 (估计 H1 同增 15%左右/Q3 同增 25%~30%)，盈利质量表现优越。
 - 无缝业务：**估计 2024Q1~Q3 业务销售同增 5%左右 (估计 H1 同比下滑 15%左右/Q3 同增 70%左右)，未来盈利能力仍有提升空间。
 - 盈利预测：**我们预计 2024~2026 年归母净利润分别 3.25/3.68/4.21 亿元，对应 2025 年 PE 为 10 倍，维持“买入”评级。
- 新澳股份：核心业务表现稳健，期待后续业绩持续释放。**
 - 短期：**2024Q1~Q3 收入同比+10%/归母净利润同比+5%。单三季度收入同比+11%/归母净利润同比+8%。分业务：2024Q3 毛精纺纱线收入估计同比下降低位数/羊绒纱线收入估计同比增长 30%+。
 - 中长期竞争优势：**公司产能扩张计划顺利推进，毛精纺纱线产量后续预计稳步释放。
 - 盈利预测：**综合估计 2024 年公司收入有望增长 10%左右/归母净利润有望稳健增长个位数。估计 2024~2026 年归母净利润分别 4.28/4.78/5.36 亿元，对应 2025 年 PE 为 11 倍，维持“买入”评级。

图表73: 纺织制造部分重点公司估值表 (亿元, 亿港元, 倍)

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			YOY			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
华利集团	876.1	39.0	45.3	52.2	22%	16%	15%	22.5	19.4	16.8
申洲国际	896.7	58.0	65.3	74.6	27%	12%	14%	14.3	12.7	11.1
伟星股份	151.6	7.1	8.2	9.6	27%	15%	16%	21.3	18.5	15.9
浙江自然	29.1	1.8	2.1	2.3	38%	16%	12%	16.2	14.0	12.5
健盛集团	37.6	3.3	3.7	4.2	20%	13%	14%	11.6	10.2	8.9
新澳股份	51.3	4.3	4.8	5.4	6%	12%	12%	12.0	10.7	9.6
牧高笛	23.4	0.9	1.0	1.1	-16%	11%	14%	26.0	23.4	20.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: 收盘价截至 2024 年 12 月 03 日。申洲国际市值单位为亿港元, 汇率为 1 港元=0.925 人民币元。

3.4 投资主线四: 关注现金流稳定、轻资产、高分红标的

我们在纺织服装板块中筛选高股息率的个股: 以 **2023 年分红计算的股息率超过 5% 或者 2018~2023 年平均现金分红计算的股息率超过 5%** 的公司主要是以下几类公司。

图表74: CS 纺织服饰品牌中高分红个股 (以 2023 年分红计算的股息率超过 5% 或者 2018~2023 年平均现金分红计算的股息率超过 5%)

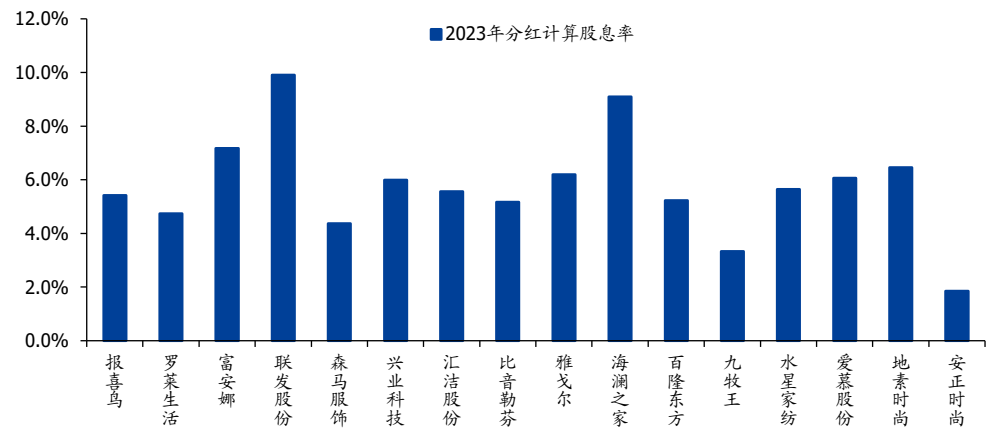
证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2023 年分红 计算股息率	2018-2023 年平均 分红计算股息率
002154.SZ	报喜鸟	67.3	5.4%	5.1%
002293.SZ	罗莱生活	70.4	4.7%	8.7%
002327.SZ	富安娜	75.8	7.2%	7.4%
002394.SZ	联发股份	26.2	9.9%	6.2%
002563.SZ	森马服饰	185.1	4.4%	6.7%
002674.SZ	兴业科技	29.2	6.0%	5.2%
002763.SZ	汇洁股份	29.5	5.6%	7.6%
002832.SZ	比音勒芬	110.5	5.2%	2.4%
600177.SH	雅戈尔	373.1	6.2%	6.4%
600398.SH	海澜之家	295.9	9.1%	7.3%
601339.SH	百隆东方	85.5	5.2%	5.7%
601566.SH	九牧王	51.7	3.3%	6.8%
603365.SH	水星家纺	41.9	5.6%	5.0%
603511.SH	爱慕股份	50.5	6.1%	3.5%
603587.SH	地素时尚	59.0	6.5%	9.4%
603839.SH	安正时尚	24.2	1.9%	8.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **家纺行业品牌商龙头:** 家用纺织品行业需求平稳、发展成熟、格局稳定, 业内龙头一般保持着平稳的盈利能力及较高的分红水平, 例如富安娜/罗莱生活/水星家纺以 2023 年现金分红计算的股息率分别为 7.2%/4.7%/5.6%, 以 2018~2023 年平均分红计算的股息率分别为 7.4%/8.7%/5.0%。

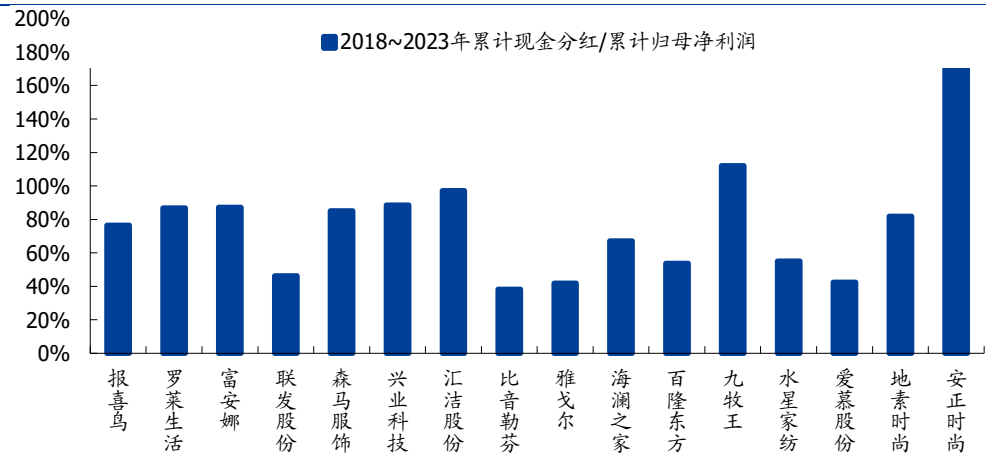
- **渠道规模相对稳定、估值水平较低的服装品牌商：**例如报喜鸟/海澜之家/地素时尚/森马服饰/汇洁股份/雅戈尔/九牧王/比音勒芬/爱慕股份，以 2023 年分红计算的股息率分别为 5.4%/9.1%/6.5%/4.4%/5.6%/6.2%/3.3%/5.2%/6.1%；以 2018~2023 年平均分红计算的股息率分别为 5.1%/7.3%/9.4%/6.7%/7.6%/6.4%/6.8%/2.4%/3.5%。
- **发展阶段成熟、产能扩张资金需求较小的纺织制造商：**例如百隆东方/兴业科技，以 2023 年现金分红计算的股息率分别为 5.2%/6.0%，以 2018~2023 年平均分红计算的股息率分别为 5.7%/5.2%。

图表75: CS 纺织服饰高分红重点公司 2023 年分红金额及目前 (2024/12/03) 总市值计算的股息率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表76: CS 纺织服饰高分红重点公司 2018~2023 年累计现金分红/累计归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

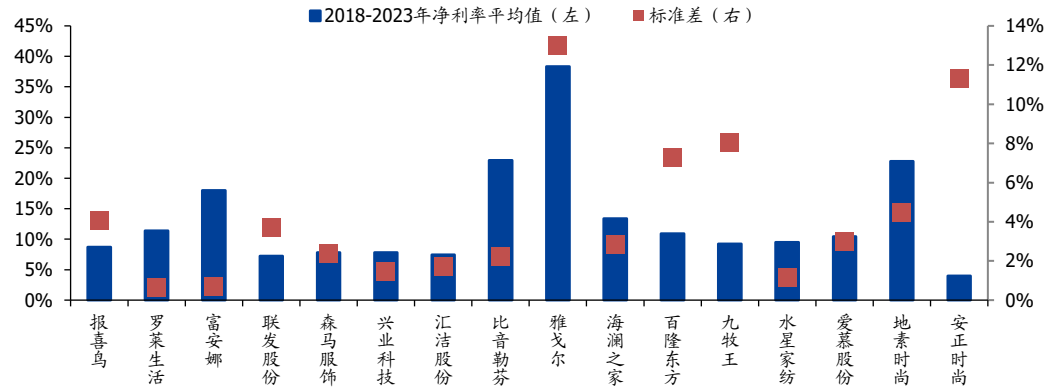
基于盈利水平稳健性的角度：中长期来看，成熟的品牌服饰公司产品及渠道管理能力稳定，我们估计经营环境的稳定的情况下，中长期品牌商平均净利率有望保持在 10%左右的正常水平（高股息率品牌商重点公司样本 2018~2023 年净利率平均为 11.4%，其中样本剔除雅戈尔，下同）。在高股息率筛选的基础上，我们筛选品牌服饰板块净利率水平较高且稳健性较好的个股：

- **过去盈利水平较高（即 2018~2023 年净利率平均值高于样本平均值，其中样本剔除雅戈尔，下同）且稳定性较强（2018~2023 年净利率标准差低于样本平均值）的个股包括：**海澜之家、富安娜、比音勒芬，2018~2023 年平均净利率分别为

13%/18%/23%。

- 盈利能力稳定性强但盈利水平略低于样本平均的个股包括：罗莱生活、森马服饰、水星家纺、爱慕股份，2018~2023年平均净利率 11%/8%/9%/10%。

图表77: CS 纺织服饰高分红重点公司 2018~2023 净利率及稳健性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 重点公司盈利预测与估值

投资主线一：关注优质功能性服饰赛道龙头标的。运动鞋服板块公司短期运营稳健，2024Q4 以来随着消费环境的波动复苏，各品牌终端流水对比 Q3 或有改善，中长期来看细分运动品牌受益于各自赛道的优越性仍将保持快速增长势头。重点推荐运动鞋服赛道龙头【安踏体育、李宁】，对应 2025 年 PE 为 15/11 倍。羽绒服品类渗透率持续提升，市场规模稳健增长，推荐赛道龙头【波司登】，公司拓展新品类、综合布局功能性服饰赛道、未来业绩有望维持高质量增长，对应 FY2025 PE 为 12 倍。

投资主线二：关注消费预期改善时具备弹性的优质品牌服饰公司。2024 年以来 A 股服饰品牌基本面整体表现较弱，预期下修已在股价上有所体现。作为可选品类，服饰零售端估计在消费修复的时候表现出较好的弹性。当市场预期好转的时候，资金关注度高、成长性相对较好的龙头标的估值有望提升。优先关注渠道端稳步拓店、当前估值具备吸引力的【比音勒芬】，对应 2025 年 PE 为 10 倍；关注短期表现领先行业的【森马服饰】，对应 2025 年 PE 为 14 倍；关注消费+医疗双轮驱动的大健康企业【稳健医疗】，对应 2025 年 PE 为 23 倍；关注利润率存在提升空间的家纺龙头罗莱生活。

投资主线三：推荐优质服饰制造龙头公司。推荐新客户合作推进顺利、产能扩张有望加速、估值具备提升空间的【华利集团】，对应 2025 年 PE 为 19 倍；推荐深度绑定核心客户，全产能逐步释放，盈利能力改善的【申洲国际】，对应 2025 年 PE 为 13 倍；推荐收入增长稳健，综合竞争力不断提升的【伟星股份】，对应 2025 年 PE 为 19 倍。

投资主线四：关注高分红、低估值标的。据 Wind 数据，2023 年 CS 纺织服饰板块平均股利支付率为 71%。在高股息率筛选的基础上，我们优选净利率水平较高且相对稳健的个股：海澜之家、富安娜、比音勒芬、罗莱生活，2025 年 PE 分别为 11/13/10/15 倍（富安娜系 wind 一致预期）。

图表78: 重点公司估值表 (亿元, %, 倍)

	公司	评级	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润 YOY			PE		
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
H股 运动 鞋服	安踏体育	买入	2199.7	136.1	138.3	156.6	33%	2%	13%	15.0	14.7	13.0
	李宁	买入	424.9	31.9	34.5	37.3	0%	8%	8%	12.3	11.4	10.5
	特步国际	买入	143.8	12.4	14.0	15.3	20%	13%	9%	10.8	9.5	8.7
	361度	买入	83.1	11.6	13.6	15.8	20%	18%	16%	6.6	5.6	4.9
	滔搏	买入	147.0	22.1	13.4	14.8	20%	-40%	10%	6.1	10.2	9.2
休闲 服饰	波司登	买入	447.9	30.7	35.7	41.0	44%	16%	15%	13.5	11.6	10.1
	赢家时尚	买入	63.2	10.0	11.7	13.6	20%	17%	16%	5.8	5.0	4.3
	比音勒芬	买入	110.5	9.2	10.6	12.1	1%	15%	14%	12.0	10.4	9.1
	地素时尚	买入	59.0	3.5	4.0	4.4	-29%	13%	10%	16.8	14.9	13.5
	歌力思	增持	28.9	0.5	1.9	2.4	-55%	304%	22%	60.2	14.9	12.2
	报喜鸟	买入	67.3	5.5	6.4	7.3	-21%	16%	15%	12.2	10.6	9.2
	海澜之家	增持	295.9	23.1	28.1	31.0	-22%	22%	10%	12.8	10.5	9.5
	太平鸟	买入	71.8	2.8	3.4	3.7	-33%	20%	10%	25.5	21.2	19.3
	森马服饰	买入	185.1	11.0	12.9	14.1	-2%	17%	10%	16.8	14.4	13.1
纺织 制造	稳健医疗	买入	216.6	8.1	9.4	10.7	40%	15%	14%	26.7	23.2	20.2
	申洲国际	买入	896.7	58.0	65.3	74.6	27%	12%	14%	14.3	12.7	11.1
	华利集团	买入	876.1	39.0	45.3	52.2	22%	16%	15%	22.5	19.4	16.8
	健盛集团	买入	37.6	3.3	3.7	4.2	20%	13%	14%	11.6	10.2	8.9
	浙江自然	买入	29.1	1.8	2.1	2.3	38%	16%	12%	16.2	14.0	12.5
	牧高笛	增持	23.4	0.9	1.0	1.1	-16%	11%	14%	26.0	23.4	20.5
	伟星股份	买入	151.6	7.1	8.2	9.6	27%	15%	16%	21.3	18.5	15.9
	新澳股份	买入	51.3	4.3	4.8	5.4	6%	12%	12%	12.0	10.7	9.6
黄金 珠宝	老凤祥	买入	270.8	20.3	22.7	24.3	-8%	12%	7%	13.4	11.9	11.1
	周大生	增持	142.8	10.7	12.3	14.0	-19%	15%	14%	13.4	11.6	10.2
	周大福	买入	718.1	65.0	58.4	63.4	21%	-10%	8%	11.0	12.3	11.3
家纺	潮宏基	增持	49.8	3.5	4.2	4.8	6%	18%	16%	14.1	12.0	10.3
家纺	罗莱生活	买入	70.4	3.9	4.8	5.4	-31%	21%	12%	17.9	14.8	13.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: A股收盘价截至2024年12月03日, H股收盘价截至2024年12月03日。

注: 安踏体育、李宁、特步国际、361度、申洲国际、滔搏、波司登、周大福、赢家时尚市值单位为亿港元, 波司登、滔搏、周大福23A为22/23财年。周大福归母净利润单位为亿港元, 汇率为1港元=0.925人民币元

注: 本文中选取部分重点上市公司作为样本, 进行趋势分析。具体公司名单如下:

- 运动鞋服: 安踏体育、李宁、特步国际、361度 (滔搏因报告期不一致, 在统计数据时剔除);
- 大众服饰: 太平鸟、海澜之家、森马服饰;
- 中高端服饰: 比音勒芬、七匹狼、歌力思、报喜鸟、地素时尚 (波司登因报告期不一致, 在统计数据时剔除);
- 家纺: 罗莱生活、富安娜、水星家纺;
- 纺织制造: 健盛集团、华利集团、开润股份、申洲国际、裕元集团、浙江自然、牧高笛、华孚时尚、天虹纺织、百隆东方、航民股份、鲁泰A、孚日股份、联发股份、华茂股份、华纺股份、龙头股份、嘉欣丝绸、台华新材、伟星股份、新澳股份、诺邦股份。

5. 风险提示

消费力疲软及消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对各公司终端流水造成影响。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

电商业务建设不及预期。目前电商业务在各个品牌公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩表现造成影响。

盈利质量不及预期。2022 年服饰品牌商盈利质量表现较弱，2023 年以来在降本控费、经营杠杆作用下盈利质量有所修复，后续 2024 年的盈利质量修复情况将持续直接影响业绩表现。

管理层团队优化不及预期。为了推进公司各项业务的发展，部分公司对持续对管理团队进行优化调整，该事项或将对利润造成负面影响。

汇率波动风险。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对于公司财务表现造成影响。

测算误差风险。部分公司分渠道及分品牌表现系根据行业情况及公司业务情况推断，仅供参考，提醒关注测算误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com