

纺织服装零售

证券研究报告

2024年纺织服装零售策略报告——

品牌求新求变，制造迎来拐点

郭彬 研究院

guobin@tpyzq.com

执业资格证书编号：

S119051909001

2024年1月2日

摘要

■ 品牌服饰求新求变：年内男装&黄金珠宝表现亮眼，关注质价比需求&品牌出海带来的新趋势

- **23年终端零售表现：**服装修复力度超过社零总体。从社零数据来看，线上服装零售额疫后快速修复，其中1-2/3/4/5月在基数效应+场景修复带动下快速增长，6-8月基数正常，增速表现平稳；9-10月在基数效应+换季需求下环比6-8月提速。
- **行业求新求变：**①高端小众和低端大众并行，关注质价比；高端小众赛道如户外、滑雪、瑜伽等小而美赛道的高增；关注极致质价比的服饰在部分消费需求下沉、县乡消费极大释放的大环境下，获得快速增长。②出海掘金：企业通过收购或品牌出海的方式布局海外市场；
- **运动服饰：港股系统性风险下降，收益比上升。**长逻辑确定性最强的赛道，运动服饰赛道龙头集中度天花板较高，且国内企业仍有替代空间，国货崛起趋势持续强劲。22年安踏/李宁/361°/特步的市占率分别提升1.9/1.1/0.4/1.3pct。
- **推荐主线：**（1）高景气赛道+优质公司：**安踏体育，361度，特步国际，李宁**。（2）经营质量优质+拓店顺畅/空间足的细分赛道头部品牌：**比音勒芬，嘉曼服饰，报喜鸟**；（3）经营改革后有望迎来业绩拐点，流水持续环比改善，复苏弹性大的品牌：**九牧王，森马服饰，太平鸟**；（4）低估值高分红和行业催化，经营趋势向好：**锦泓集团，海澜之家，富安娜，水星家纺，罗莱生活**；

纺织制造企稳向上：23年的主基调为去库存，目前已接近尾声，预计24年制造端企稳向上

- **海外品牌财报：**1) 收入及增速：**Nike**下调全年收入预期，**Adidas**北美地区承压、其他地区实现增长；**VF**更换 **VANS** 品牌负责人，推出 Reinvent 计划，计划改善北美业绩、**VANS** 扭亏为盈、降低成本、改善资产负债表；**Deckers** 季度营收增长环比提速。2) 库存：头部品牌去库接近尾声，**Nike/Adidas/VF/ Puma/Deckers** 库存均同比下滑，预计23Q4海外主要品牌客户去库存告一段落。3) 业绩指引：**Adidas/Lululemon/Deckers** 上调，**Puma** 维持。
- **台企制造商：**台企鞋服制造商在22年11月起订单收入受到海外去库存的实质性影响，今年受品牌客户库存去化的影响，收入下滑，其中丰泰自5月以来收入降幅逐月收窄（除9月波动较大），11月丰泰年内收入增速首次转正。
- **关注主线：**（1）海外头部品牌去库接近尾声，预计带动上游制造端订单回暖，重点推荐长期景气的运动产业链龙头**华利集团、申洲国际**；预计一线龙头企业的业绩修复先于海外品牌1个季度，估值修复先于业绩1-2个季度；（2）格局优化、产能释放、产品结构升级带来的布局机会，推荐关注**新澳股份、台华新材、南山智尚、伟星股份、健盛集团**等二线细分龙头；（3）受益棉价上行的制造企业：**百隆东方、富春染织、鲁泰A**；

跨境出海：重装旗鼓，蓄势待发

- 20-21年海外消费者线上消费习惯加速养成，海外市场消费降级利好“中国制造”高性价比商品出海，同时国家持续出台涉及扩大跨境综合试验区范围、减税、跨境支付等支持政策，叠加AI应用赋能降本增效，跨境电商企业经营业绩持续高增长。
- **关注主线：**跨境电商行业发展窗口期，关注运营能力强的龙头公司，关注（1）精品品牌**赛维时代、安克创新**等；（2）平台化相关企业如女装品牌起家，拓地区、拓品类和平台化进展顺利的**SheIn，拼多多（Temu）**等。

风险提示：市场竞争加剧、品牌调整不及预期、终端恢复不及预期，海外需求恢复不及预期、汇率剧烈波动、原材料价格剧烈波动等

目录

- 板块复盘：可选消费温和复苏，多数子板块景气向上
- 品牌服饰：年内男装&黄金珠宝表现亮眼，关注质价比需求&品牌出海带来的新趋势
- 纺织制造：关注去库拐点+需求端变化，把握配置窗口
- 跨境电商：重装旗鼓，蓄势待发

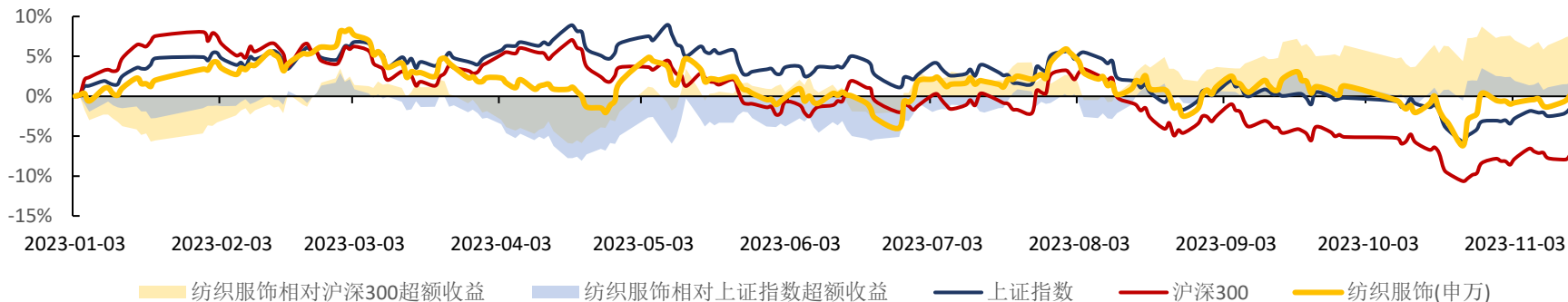
第一部分 板块复盘

可选消费温和复苏，多数子板块景气向上

1. 板块行情复盘：疫后温和复苏，纺服多数子板块景气向上

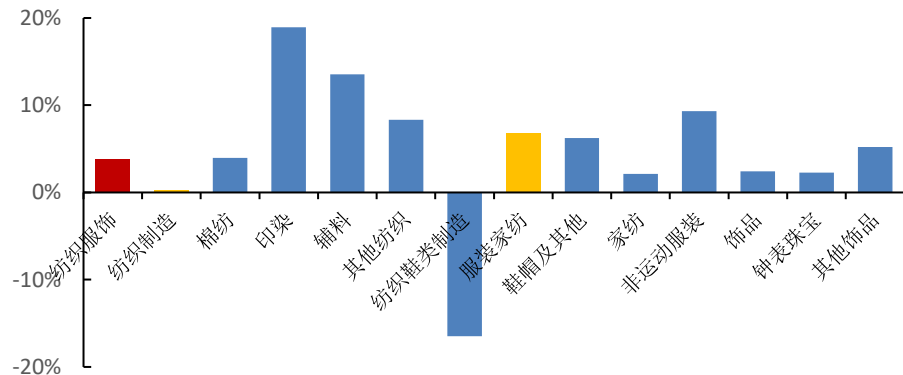
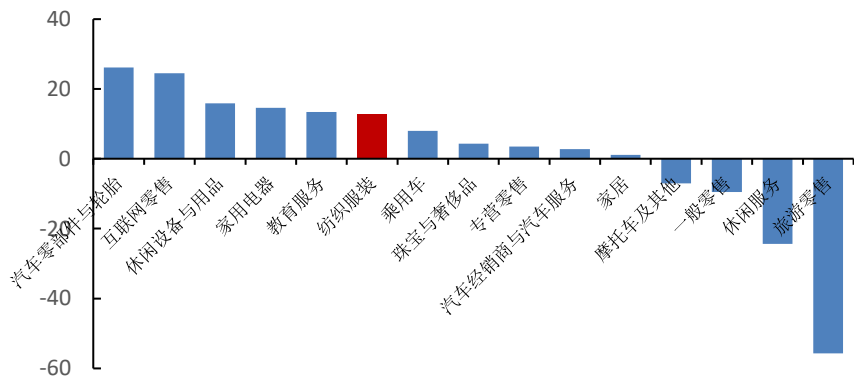
- 纺织服饰板块：23年内纺服板块相较于上证和沪深300指数均获得超额收益，其中纺织服饰板块在可选消费板块中涨幅居中
- 多数子板块年内景气度向上，其中纺织鞋类制造子板块市值下降主要系23年去库存基调下企业订单数减少影响收入和业绩。

图表：纺织服饰（中证）在可选消费板块中的收益率（2023/1/1至今）



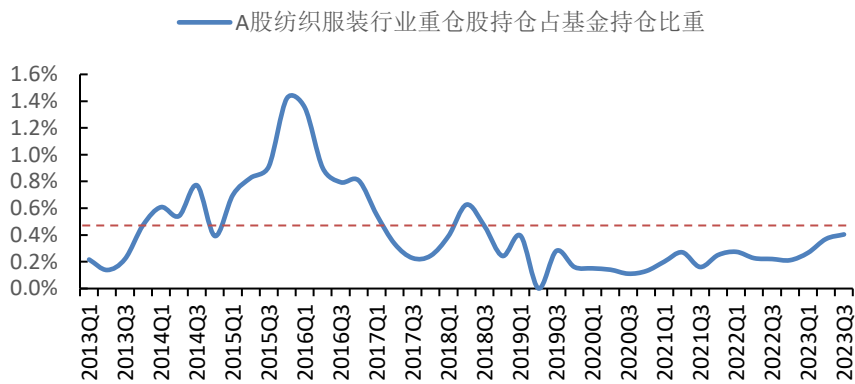
图表：纺织服饰（中证）在可选消费板块中的收益率（2023/1/1至今）

图表：纺服子板块的市值涨幅（2023/1/1至今）



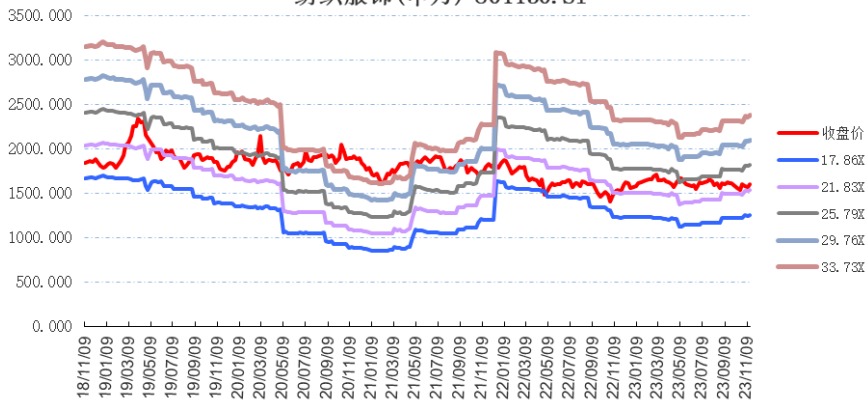
2. 板块Q3重仓占比0.40%，同比&环比提升，但仍低于平均水平

图表：纺织服装行业持仓占基金持仓比重



图表：纺织服饰（申万）PE-Band，估值仍处于低位

纺织服饰(申万) 801130.SI



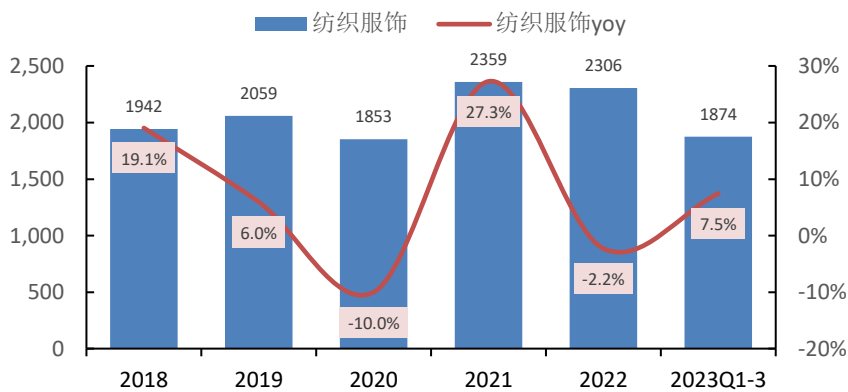
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表：23Q3 A股纺织服装基金持仓明细（2023年三季度重仓）

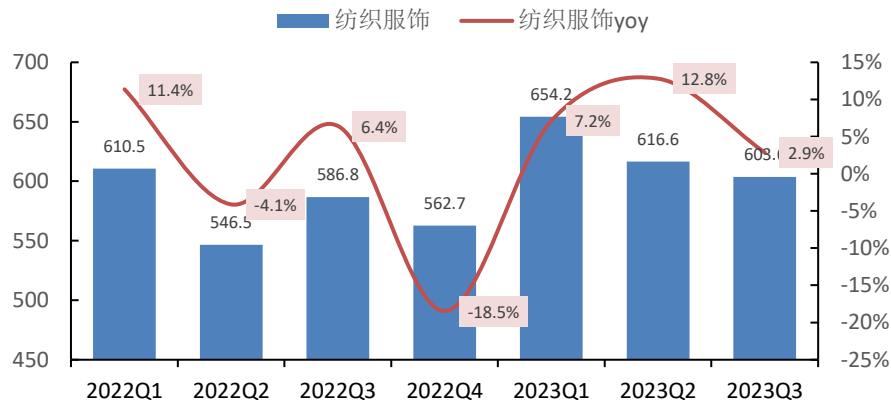
序号	股票代码	股票简称	持股基金 全数	持股基金数量 较Q2变化	持股总市值 (万元)	持股总市值较Q2 变化(万元)	持股数量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	区间涨跌 幅(%)	持股占流通 股比(%)
1	002832.SZ	比音勒芬	68	5	327635.02	-40514	9742.34	-170	-5.03	25.02
2	600398.SH	海澜之家	59	25	170660.37	107901	22221.40	15351	11.63	5.14
3	002003.SZ	伟星股份	17	-4	84699.30	-9223	8564.14	352	5.66	9.83
4	300979.SZ	华利集团	39	15	77429.01	1091	1542.72	632	2.97	10.56
5	600612.SH	老凤祥	57	-3	73043.38	-18225	1134.21	317	-5.71	2.17
6	002154.SZ	报喜鸟	46	24	57872.85	24551	8715.79	2888	20.29	8.02
7	002327.SZ	富安娜	21	5	49288.45	5229	5575.62	522	4.99	11.52
8	002867.SZ	周大生	43	-12	49132.82	-21362	2775.87	662	1.23	2.56
9	603055.SH	台华新材	22	4	39936.09	10598	3656.21	1279	-0.45	4.12
10	002345.SZ	潮宏基	24	-9	34155.35	-16757	5136.14	703	-15.39	5.92
11	002563.SZ	森马服饰	9	2	17868.05	1076	2905.37	1592	-1.13	1.63
12	600177.SH	雅戈尔	13	7	17722.77	383	2492.65	1692	12.68	0.54
13	603518.SH	锦泓集团	11	-14	12197.85	1033	1308.78	656	-16.98	3.80
14	002612.SZ	朗姿股份	6	0	11802.78	107	516.76	39	-3.95	2.04
15	300577.SZ	开润股份	3	2	11099.25	10692	679.68	655	0.25	5.08
16	601339.SH	百隆东方	7	0	8084.36	4020	1448.81	892	-0.36	0.97
17	600916.SH	中国黄金	3	2	7632.76	7586	692.00	692	-6.60	0.84
18	300945.SZ	曼卡龙	12	12	7146.43	7146	528.97	529	-8.18	6.90
19	603587.SH	地素时尚	7	7	3584.65	3585	230.97	231	6.01	0.48
20	605599.SH	莱百股份	7	-6	2650.35	-5577	182.28	-210	10.07	0.31
21	603889.SH	新澳股份	7	-5	2374.81	-2986	293.55	-54	7.72	0.41
22	003041.SZ	真爱美家	3	0	2293.53	-635	138.33	-46	4.54	3.02
23	301276.SZ	嘉曼服饰	2	1	2141.05	2141	75.26	75	11.57	1.94
24	000026.SZ	飞亚达	2	-2	1541.69	-1173	132.22	9	-3.32	0.32
25	603511.SH	爱慕股份	2	1	1519.44	1505	88.96	89	-0.70	1.63
26	603877.SH	太平鸟	3	-2	1268.30	-10967	67.86	-17	-25.60	0.14
27	600400.SH	红豆股份	1	1	1197.41	1197	385.02	385	-4.32	0.17
28	603558.SH	健盛集团	5	5	1120.47	1120	126.75	127	7.02	0.34
29	002293.SZ	罗莱生活	8	5	1097.18	-856	97.70	98	-2.35	0.12
30	300952.SZ	恒辉安防	4	-2	1050.21	-49	55.71	48	-15.68	1.24
31	605003.SH	众望布艺	1	1	968.64	1	49.32	49	2.13	0.45
32	603900.SH	莱绅通灵	1	1	774.04	1	119.82	120	2.87	0.35
33	002763.SZ	汇洁股份	3	2	638.57	622	74.95	75	-3.84	0.43
34	603808.SH	歌力思	5	2	589.44	-9321	46.34	45	-2.97	0.13
35	002674.SZ	兴业科技	3	1	545.44	-201	43.05	43	2.59	0.15
36	603365.SH	水星家纺	3	1	419.18	102	28.02	24	6.40	0.11
37	001209.SZ	洪兴股份	1	0	217.85	187	12.28	12	-0.39	0.30
38	603608.SH	天创时尚	1	1	183.03	1	38.86	39	1.51	0.09
39	002780.SZ	三夫户外	3	2	156.36	-251	12.64	13	-9.04	0.10
40	600987.SH	航民股份	3	1	132.78	-457	17.61	18	-8.38	0.02
41	605055.SH	迎丰股份	3	3	131.74	132	19.93	20	10.91	0.20
42	605189.SH	富春染织	2	1	85.91	1	5.40	5	-3.05	0.11
43	002042.SZ	华孚时尚	1	0	56.34	0	18.00	0	-0.32	0.01
44	300840.SZ	酷特智能	1	1	52.87	1	3.30	3	27.34	0.02
45	605180.SH	华生科技	1	1	20.18	1	1.50	2	8.73	0.03

3. 板块表现：板块收入/利润增速转正，利润端先于收入端修复

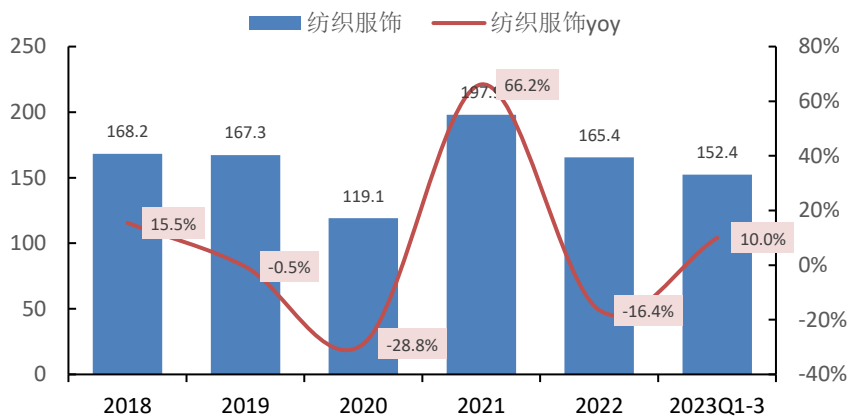
图表：年度：A股纺织服装板块营业总收入（亿元）及增速



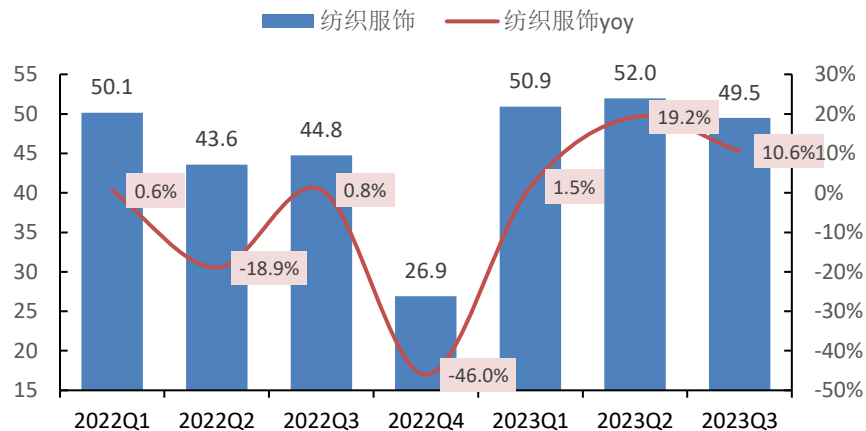
图表：单季度：A股纺织服装板块营业总收入（亿元）及增速



图表：年度：A股纺织服装板块归母净利润（亿元）及增速



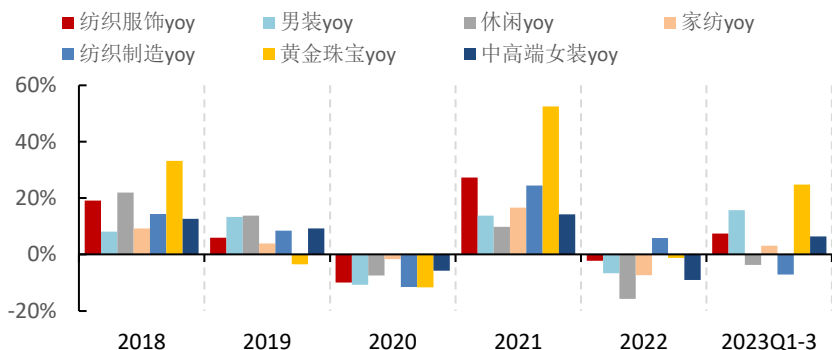
图表：单季度：A股纺织服装板块归母净利润（亿元）及增速



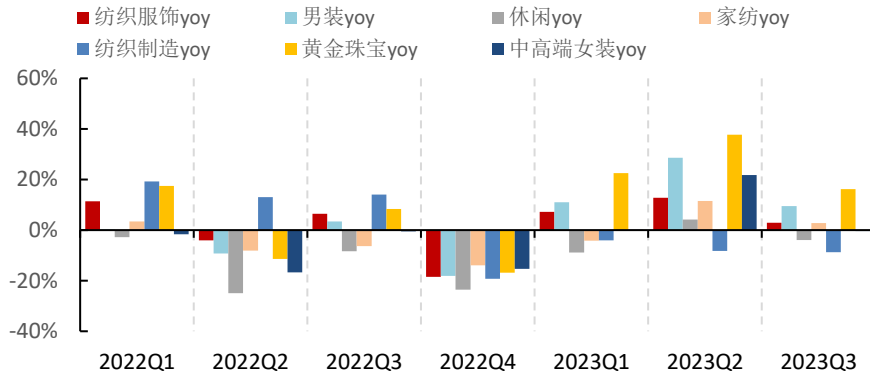
4. 子板块表现：男装&黄金珠宝表现亮眼

1) **男装**：商旅需求恢复较好，龙头业绩韧性较强。24年注重估值切入。场景修复带动疫后流水快速增长，消费韧性强、品牌粘性高；板块收入业绩均呈现高增长；2) **休闲**：板块内部分公司在23年处于组织架构&渠道调整中，收入端有所波动，业绩端表现较好；3) **家纺**：23年收入&利润增速均有所修复，利润修复弹性更大；4) **纺织制造**：板块在23年的主基调是去库存，利润端逐季改善；5) **黄金珠宝**：疫后婚庆回补需求+社交属性的赠礼需求+金价上行推动投资金需求+黄金旺销，板块年内表现亮眼。6) **中高端女装**：年内温和复苏。

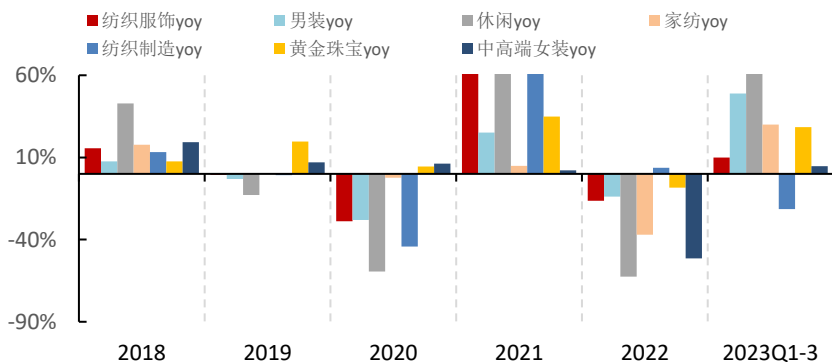
图表：年度：A股纺织服装分板块的营收增速



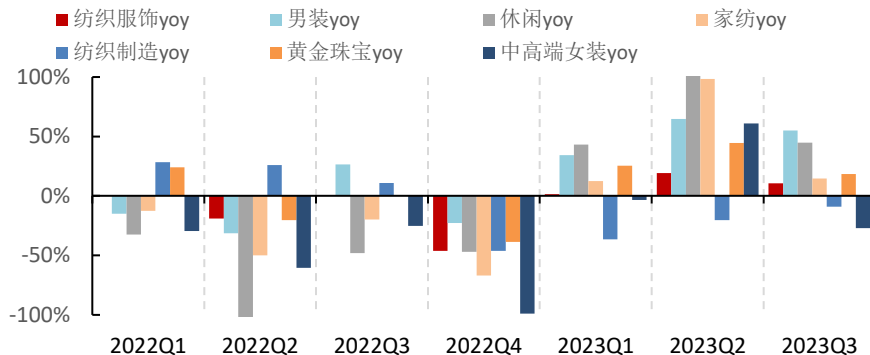
图表：单季度：A股纺织服装分板块的营收增速



图表：年度：A股纺织服装分板块的归母净利润增速



图表：单季度：A股纺织服装分板块的归母净利润增速

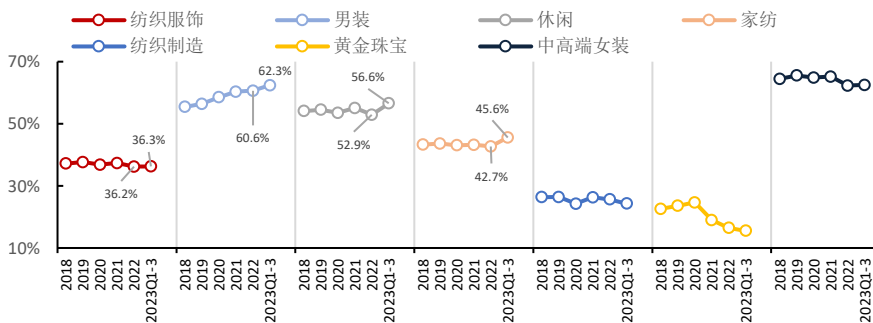


5. 盈利&营运能力：23年子板块盈利能力修复明显

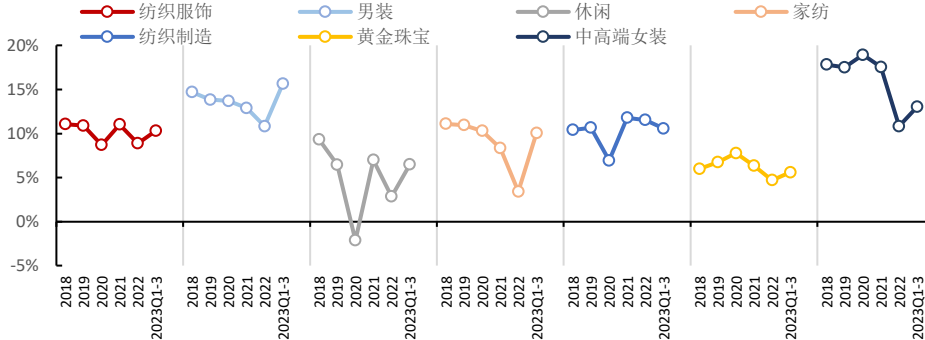
23年纺服部分子板块盈利能力修复明显：23Q1-3男装/休闲/家纺的毛利率较22年底有明显的提升，主要系产品结构优化、渠道结构调整、折扣有所克制等，带动板块盈利能力向上；黄金珠宝有所下滑主要系毛利率较低的黄金类产品占比&经销渠道占比的提升；进而带动净利率修复。

营运能力：23年行业处于去库存阶段，但存货周转天数未出现大幅波动，23Q3存货周转天数有所增加主要系换季、中秋国庆双节及双11备货。

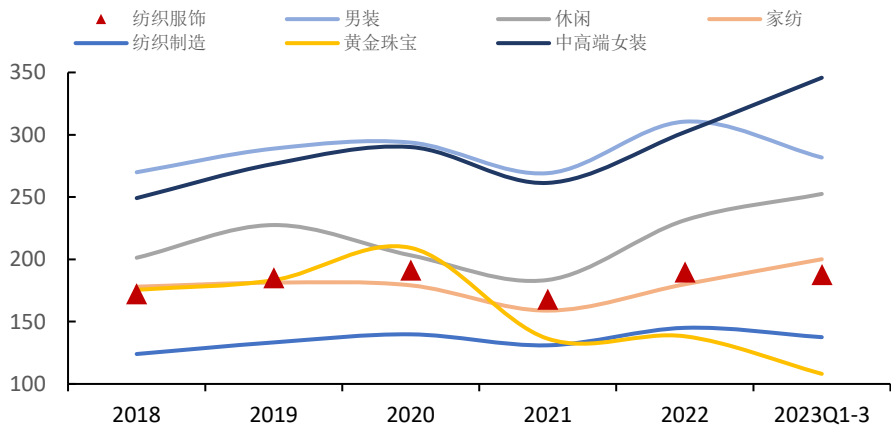
图表：2023Q1-3年A股纺织服装分板块毛利率变化



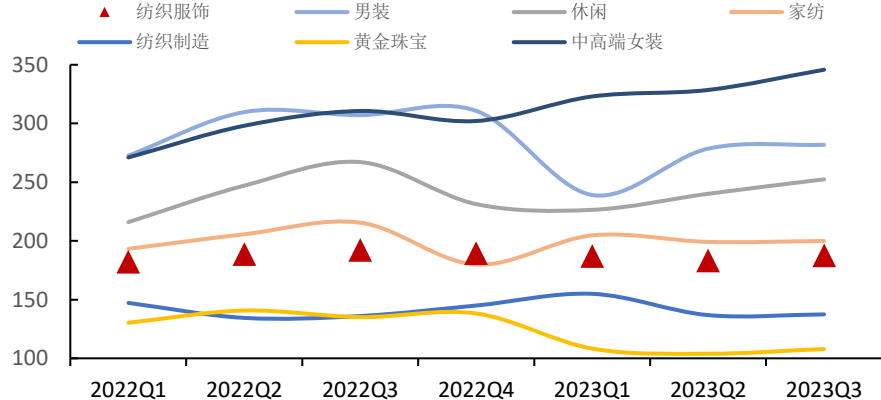
图表：2023Q1-3的A股纺织服装分板块归母净利率变化



图表：2023Q1-3年A股纺织服装板块分板块的存货周转天数（天）



图表：单季度：A股纺织服装分板块的存货周转天数（天）



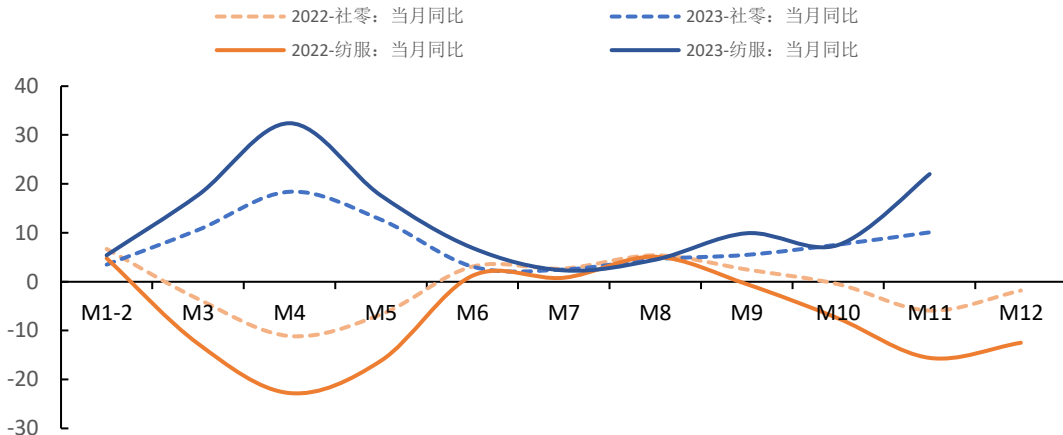
第二部分 品牌服饰

年内男装&黄金珠宝表现亮眼，关注质价比需求&品牌出海带来的新趋势

1. 23年终端零售：服装修复力度超过社零总体

图表：2022年社零/纺服消费承压，Q1纺服复苏趋势向好，复苏力度超过社零总体

- **服装修复力度超过社零总体**：从社零数据来看，线上服装零售额疫后快速修复，其中1-2/3/4/5月在基数效应+场景修复带动下快速增长，6-8月基数正常，增速表现平稳；9-11月在基数效应+换季需求下环比6-8月提速。
- 预计11-12月服装终端零售在低基数下有望持续提速，且春节较23年延后（23年春节为1/21，24年春节为2/10），春节时间延后利好冬装销售。



图表：社零当月同比增速

	2023M11	2023M10	2023M9	2023M8	2023M7	2023M6	2023M5	2023M4	2023M3	2023M1-2
社会消费品零售总额	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6	3.5
限额以上企业商品零售总额	9.0	7.9	4.7	2.5	-0.5	1.4	11.1	17.3	8.5	1.5
粮油、食品类	4.4	4.4	8.3	4.5	5.5	5.4	-0.7	1.0	4.4	9.0
饮料类	6.3	6.2	8.0	0.8	3.1	3.6	-0.7	-3.4	-5.1	5.2
烟酒类	16.2	15.4	23.1	4.3	7.2	9.6	8.6	14.9	9.0	6.1
服装鞋帽针纺织品类	22.0	7.5	9.9	4.5	2.3	6.9	17.6	32.4	17.7	5.4
化妆品类	-3.5	1.1	1.6	9.7	-4.1	4.8	11.7	24.3	9.6	3.8
金银珠宝类	10.7	10.4	7.7	7.2	-10.0	7.8	24.4	44.7	37.4	5.9
日用品类	3.5	4.4	0.7	1.5	-1.0	-2.2	9.4	10.1	7.7	3.9
家用电器和音像器材类	2.7	9.6	-2.3	-2.9	-5.5	4.5	0.1	4.7	-1.4	-1.9
中西药品类	7.1	8.2	4.5	3.7	3.7	6.6	7.1	3.7	11.7	19.3
文化办公用品类	-8.2	7.7	-13.6	-8.4	-13.1	-9.9	-1.2	-4.9	-1.9	-1.1
家具类	2.2	1.7	0.5	4.8	0.1	1.2	5.0	3.4	3.5	5.2
通讯器材类	16.8	14.6	0.4	8.5	3.0	6.6	27.4	14.6	1.8	-8.2
石油及制品类	7.2	5.4	8.9	6.0	-0.6	-2.2	4.1	13.5	9.2	10.9
建筑及装潢材料类	-10.4	-4.8	-8.2	-11.4	-11.2	-6.8	-14.6	-11.2	-4.7	-0.9
汽车类	14.7	11.4	2.8	1.1	-1.5	-1.1	24.2	38.0	11.5	-9.4

资料来源：Wind，太平洋证券

2. 重点公司一览：男装&黄金珠宝表现亮眼

2023Q1-3: ①**男装**：中高端运动时尚男装头部企业比音勒芬、报喜鸟表现稳健，海澜之家持续修复，Q1-Q3业绩环比提速，九牧王（改革效果显现，盈利能力修复）；②**休闲**：锦泓（折扣收窄+加盟渠道拓展+利息负担降低）、太平鸟（董事长亲自操刀组织架构改革+零售折扣大幅收窄+加盟占比提升带动利润弹性）；③**家纺**：表现有所分化；④**黄金珠宝**：23年受益“消费+投资”双重需求驱动，行业景气持续验证。④**港股纺织服装零售**：23年流水温和复苏，上半年处于库存去化阶段，下半年运营提质。

分类	证券代码	证券名称	最新总市值	最新收盘价	年初至今涨幅	归母净利润同比增速				2023E	EPS		22-25E		PE	
						2023Q1-3	2023Q3	2023Q2	2023Q1		2024E	2025E	CAGR	2023E	2024E	2025E
男装	600398.SH	海澜之家	335.1	7.65	3.1%	40.1%	63.1%	58.5%	11.1%	0.67	0.76	0.86	20.2%	11	10	9
	601566.SH	九牧王	58.3	10.14	1.7%	183.4%	107.0%	-89.3%	269.2%	0.37	0.60	0.74	65.6%	28	17	14
	002832.SZ	比音勒芬	180.0	31.54	-0.5%	32.2%	22.8%	40.2%	41.4%	1.68	2.08	2.51	25.3%	19	15	13
	002154.SZ	报喜鸟	84.2	5.77	1.6%	44.4%	23.3%	157.5%	24.2%	0.46	0.55	0.65	27.3%	12	10	9
休闲	603877.SH	太平鸟	77.9	16.43	-3.8%	37.4%	-314.3%	158.9%	14.2%	1.05	1.38	1.65	61.9%	16	12	10
	002563.SZ	森马服饰	158.7	5.89	2.1%	206.5%	89.4%	295.8%	48.8%	0.43	0.52	0.59	35.9%	14	11	10
	603518.SH	锦泓集团	35.6	10.25	2.3%	165.4%	30.5%	835.6%	149.3%	0.80	1.04	1.26	83.1%	13	10	8
中高端女装	603587.SH	地素时尚	64.6	13.54	3.3%	10.2%	13.5%	40.3%	9.3%	1.16	1.37	1.53	23.9%	12	10	9
	603808.SH	歌力思	33.8	9.16	-0.1%	67.1%	-14.4%	1785.9%	0.4%	0.65	0.97	1.17	176.6%	14	9	8
	003016.SZ	欣贺股份	35.5	8.26	1.1%	-9.6%	-30.1%	26.5%	-21.2%	0.43	0.51	0.58	24.8%	19	16	14
	301088.SZ	戎美股份	35.2	15.42	1.2%	-43.2%	-60.6%	-26.4%	-24.0%	0.68	0.87	1.02	11.8%	23	18	15
家纺	002397.SZ	梦洁股份	30.6	4.08	-1.4%	131.9%	118.3%	130.3%	218.3%	0.10	—	—	—	43	—	—
	002327.SZ	富安娜	76.3	9.12	1.9%	5.7%	9.2%	2.3%	5.3%	0.69	0.77	0.85	10.1%	13	12	11
	002293.SZ	罗莱生活	76.4	9.15	-1.5%	6.2%	-22.2%	69.3%	11.1%	0.76	0.90	1.03	14.5%	12	10	9
	603365.SH	水星家纺	37.1	14.13	-1.7%	38.1%	9.0%	286.7%	-1.2%	1.39	1.64	1.86	20.7%	10	9	8
黄金珠宝	605599.SH	菜百股份	116.0	14.91	0.1%	66.4%	67.6%	157.7%	30.6%	0.96	1.10	1.23	27.7%	16	14	12
	002345.SZ	潮宏基	59.6	6.71	-1.5%	33.3%	23.4%	54.0%	30.1%	0.45	0.55	0.66	43.7%	15	12	10
	600916.SH	中国黄金	165.5	9.85	-0.2%	20.7%	16.5%	26.6%	19.1%	0.61	0.73	0.84	22.7%	16	14	12
	300945.SZ	曼卡龙	36.3	13.85	-2.0%	37.2%	23.4%	60.8%	29.3%	0.34	0.40	0.44	28.6%	40	35	31
	002867.SZ	周大生	166.7	15.21	0.2%	17.7%	2.9%	26.8%	26.1%	1.27	1.51	1.75	20.7%	12	10	9
港股纺织服装零售	2020.HK	安踏体育	2045.2	72.20	-4.7%	—	—	—	—	3.41	4.08	4.77	21.2%	21	18	15
	2331.HK	李宁	500.4	19.06	-8.8%	—	—	—	—	1.46	1.73	2.04	9.7%	13	11	9
	3998.HK	波司登	366.5	3.36	-4.3%	—	—	—	—	0.24	0.28	0.33	19.9%	14	12	10
	6110.HK	滔搏	366.5	5.91	-2.8%	—	—	—	—	0.38	0.44	0.51	8.8%	16	13	12
	1368.HK	特步国际	104.3	3.95	-10.4%	—	—	—	—	0.41	0.51	0.61	20.4%	10	8	6
	1361.HK	361度	68.2	3.30	-4.9%	—	—	—	—	0.46	0.54	0.63	20.4%	7	6	5

3. 行业的变化：高端小众和低端大众并行，关注质价比

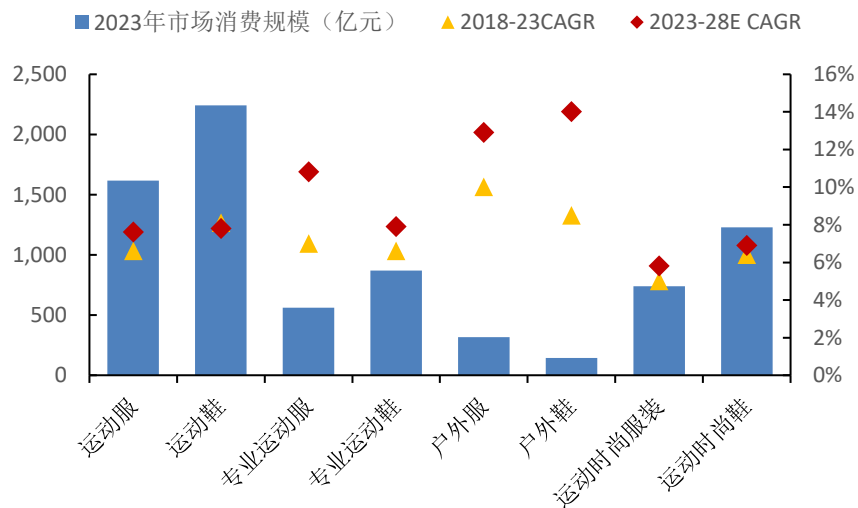
高端小众的小而美赛道：以户外、瑜伽为代表的细分垂类赛道。随着运动场景细分化，垂类需求增长提速，从欧睿对未来5年消费规模的复合增速的预测来看，专业运动服、专业运动鞋、户外服、户外鞋、运动时尚服、运动时尚鞋分别为10.8%/7.9%/12.9%/14.0%/5.8%/6.9%。其中专业运动鞋/服、户外鞋/服、运动时尚鞋/服快于过去5年的增速。

► 以安踏旗下的迪桑特（定位滑雪）以及可隆（定位户外休闲）的季度流水来看，年内均维持较高的增长；可以看到户外赛道释放出的成长活力。

大众市场的质价比：疫后消费温和复苏的背景下，消费者需求结构分级，极致质价比的服饰在部分消费需求下沉、县乡消费极大释放的大环境下，获得了新的发展空间。

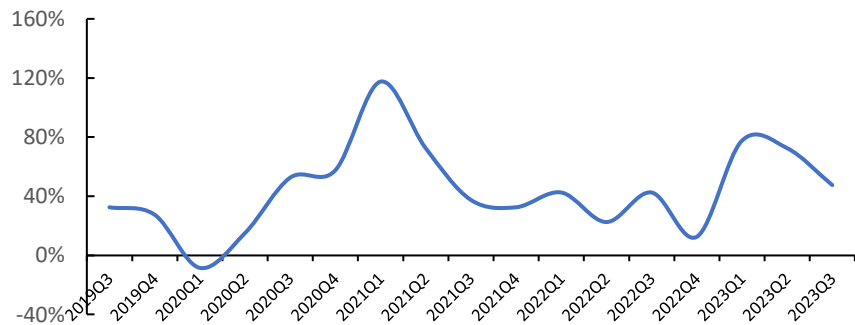
► 以安踏投资者日发布的针对安踏品牌的战略，明确提出“品牌向上”不是“价格向上”，而是以顶尖科技赋能大众，产品，提出2024年“升五破八”（小票数增加5%，24年客单价突破800元，23年底预计客单价在670-680元）的目标。

图表：细分垂类的品类的规模及未来增速预期



图表：安踏集团旗下其他品牌的流水增速（取区间中间值作图）

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2019			30%-35%	25-30%	
2020	高单位数下滑	中双位数	50%-55%	55%-60%	35%-40%增长
2021	115%-120%	70%-75%	35%-40%	30%~35%	50%-55%增长
2022	40%-45%	20-25%增长	40%-45%增长	10%-20%低段增长	20%-25%增长
2023	75%-80%	70%-75%	45%-50%		



4. 出海掘金：积极布局海外市场

收购方式出海：

- 安踏在2019年收购Amer Sports全球业务；
- 特步在2019年收购K-swiss & Palladium全球业务，从而接触欧美市场；
- 李宁在2022年6月正式收购英国国民品牌Clarks等
- 比音勒芬在2023年4月以7.2亿人民币价格间接收购“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”两大国际奢侈品品牌全球商标所有权，通过收购“借力”拓展国际商业版图。
- 歌力思过去数年通过投资、收购、合资经营等方式进行品牌矩阵拓展，陆续获得德国高端女装品牌 Laurel、法国轻奢品牌 IRO Paris、英国高端时尚品牌 Self-portrait、加拿大高端羽绒服品牌 Nobis 等多个服饰品牌。

主品牌出海：如安踏、海澜之家、李宁、特步、361° 均逐步布局海外市场

- 安踏：在10月的投资者日中公开表示，集团于年初正式成立东南亚国际事业部，将东南亚业务大力发展作为全球化第一站，定下未来5年15亿美金流水的经营目标（约合110亿人民币）。
- 361°：2013年，361° 启动海外全资子公司，截至2022年12月31日的全球门店数达6672间，超过1000间位于海外，业务已遍及欧美、东南亚、拉美等各大主要市场。2022年底，361° 通过Shopee入手发力东南亚市场，以篮球品类切入，361° 在东南亚市场的高端线市场逐渐打开。根据钛动测算，2023年2月，361° 在东南亚地区的销售单价同比2022年增长34%。
- 海澜之家：2017年1月，海澜之家在新加坡来福士广场开出海外首店；2022年海外营收增长高达154.1%。未来，海澜之家将继续深耕马来西亚、越南、新加坡等海外市场，扩大海外市场布局。
- 森马服饰：出海计划从2016年启动，并在2019年成立海外业务中心，截至2022年年底，森马和巴拉巴拉在海外13个国家共开设超过60家门店。计划将非洲作为出海的重点市场，未来将进一步把旗下品牌的产品、设计和供应链体系运用到非洲。
- Urban Reivio：已经在伦敦、曼谷和新加坡等城市开设线下门店，并从2022年开始入驻速卖通。

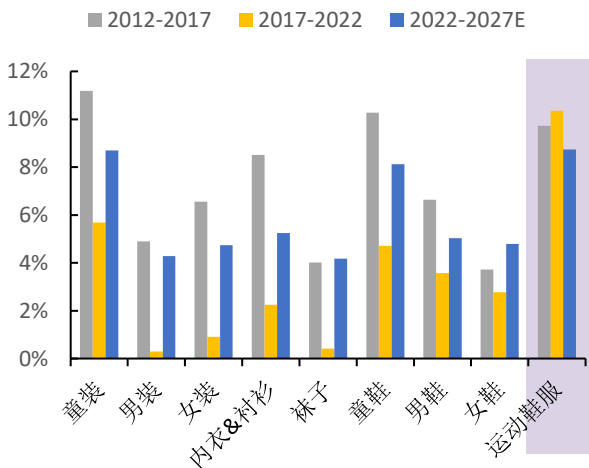
5. 运动服饰：长逻辑确定性最强的赛道

运动服饰仍是长逻辑确定性最强的细分赛道。根据欧睿数据，到2026年中国运动鞋服行业规模依然保持较强的增长趋势，复合增速有望达 12.3%。2022年10月，发改委和国家体育总局等发布《户外运动产业发展规划（2022-2025）》，提出到2025年户外运动产业总规模超过3万亿元。我们认为未来运动服饰赛道增长确定性来自于**人口基数下带来的体育运动和细分健身户外项目的参与度+渗透率提升+政策推动**。

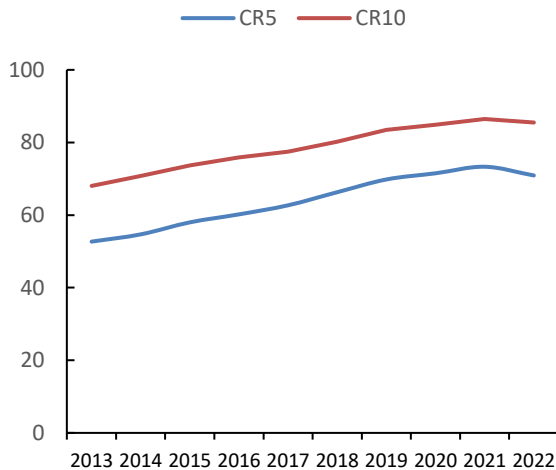
运动服饰赛道龙头集中度天花板较高，且国内企业仍有替代空间。近年来，我国的运动鞋服市场品牌集中度持续提升，头部企业份额集中化趋势明显。CR10在2022年达到85%，CR5较21年有所下滑主要系国际头部品牌的市占率下滑（Nike/Adidas下滑1.1/4pct；运动鞋服相对比其他赛道和海外市场的集中度水平都更高。

国货崛起趋势持续强劲。22年安踏/李宁/361°/特步的市占率分别提升1.9/1.1/0.4/1.3pct；预计国潮预计形成长期效应，尤其是90、95和00后的消费者对国产品牌的好感度和接受度持续提升，耐克，阿迪仍存在相当大的市场被替代空间，国产品牌增长动力十足。

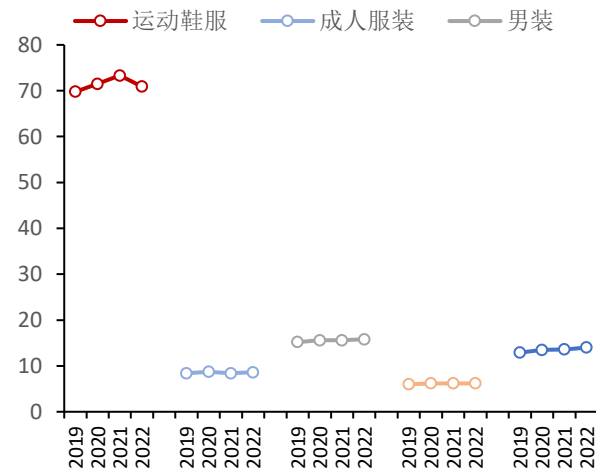
图表：运动鞋服22-27E终端零售额的复合增速仍领先于其他细分赛道



图表：国内运动鞋服市场集中度进一步提升 (%)



图表：各细分赛道CR5的变化趋势



5. 运动服饰：长逻辑确定性最强的赛道

运动品牌流水在23年快速回正，展现运动服饰赛道行业高景气和企业的经营韧性。

- Q2和Q4均为低基，预计Q4环比Q3提速；
- 23年的主基调为去库存，各家企业采取一定的促销策略以及通过奥莱渠道来消化部分库存；
- 定位下沉大众市场的特步国际和361°流水增长较快，定位小众细分赛道的安踏集团的其他品牌全年保持高速增长。

图表：各运动品牌的季度流水情况

	Q1	Q2	Q3	Q4
2020年				
安踏整体	20-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数
FILA整体	中单位数下滑	10%-20%	20%-25%	25%-30%
其他品牌	高单位数下滑	中双位数	50%-55%	55%-60%
李宁品牌	10%-20%高段下滑	中单位数下滑	中单位数	10%-20%中段
特步品牌	20%-25%下滑	低单位数下滑	中单位数	高单位数
361°品牌	25%-30%下滑	低双位数下滑	高单位数下滑	低单位数
2021年				
安踏整体	40%-45%	35%-40%	10%-20%低段	10%-20%中段
FILA整体	75%-80%	30%-35%	中单位数	高单位数
其他品牌	115%-120%	70%-75%	35%-40%	30%~35%
李宁品牌	80%-90%高段增长	90%-100%低段增长	40%-50%低段	30%-40%低段
特步品牌	约55%	30%-35%	中双位数	20%-25%
361°品牌	高双位数	15%-20%	低双位数	高双位数
2022年				
安踏整体	10%-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑
FILA整体	中单位数	高单位数下滑	10%-20%低段增长	10%-20%低段下滑
其他品牌	40%-45%	20-25%增长	40%-45%增长	10%-20%低段增长
李宁品牌	20%-30%高段	高单位数下滑	10%-20%中段增长	10%-20%低段下滑
特步品牌	30%-35%	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数下滑
361°品牌	高双位数	低双位数增长	中双位数增长	持平
2023年				
安踏整体	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	
FILA整体	高单位数增长	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	
其他品牌	75%-80%	70%-75%	45%-50%	
李宁品牌	中单位数增长	10%-20%中段增长	低双位数增长	
特步品牌	约20%	高双位数增长	高双位数增长	
361°品牌	低双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	

6. 推荐主线

- 高景气赛道+优质公司:

品牌: 安踏体育 (24年估值为18X, 下同), 361度 (6X), 特步国际 (7X), 李宁 (10X);

- 经营质量优质+拓店顺畅/空间足的细分赛道头部品牌:

品牌: 比音勒芬 (15X)、嘉曼服饰 (9X)、报喜鸟 (11X);

- 经营改革后有望迎来业绩拐点, 流水持续环比改善, 复苏弹性大的品牌

品牌: 九牧王 (16X)、森马服饰 (11X)、太平鸟 (12X);

- 低估值高分红和行业催化, 经营趋势向好:

品牌: 锦泓集团 (10X), 海澜之家 (10X), 富安娜 (12X), 水星家纺 (9X), 罗莱生活 (10X);

7.1 安踏体育：向世界领先的多品牌体育用品集团进击

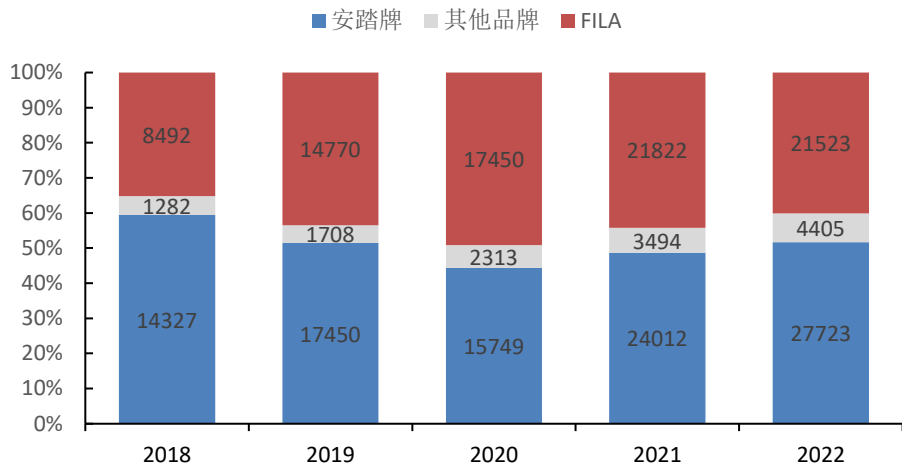
各品牌战略目标：①安踏牌：23-26年流水年复合增长10-15%，24年做到“升五破八”（小票数增加5%，24年客单价突破800元，23年底预计客单价在670-680元）；②FILA牌：23-26年的年复合增长10%-15%，未来3年维持400-500亿的规划；③迪桑特：预计26年流水突破100亿（2023年预计突破50亿），成为第三个百亿品牌；④可隆：23-26年的年复合增长为30%-35%；⑤Amer集团：继续坚持5个10亿欧元的战略；⑥未来5年，东南亚市场流水达到15亿美金（约合110亿人民币）。

展望24年：24年是奥运大年，23年开始蓄力；1) 安踏牌：徐阳总上任后对渠道和产品矩阵梳理，签下欧文，欧文的新品预计24年2-3月推出；24年是奥运大年，安踏作为奥运会长期的合作伙伴，预计奥运热度催化下有望带来安踏牌流水的高增；2) FILA牌：恢复双位数增长；3) 其他品牌：不强调整店数，注重店效的提升，细分小众高端行业景气延续，迪桑特和可隆分别定位滑雪和户外休闲赛道，品牌的专业心智强。

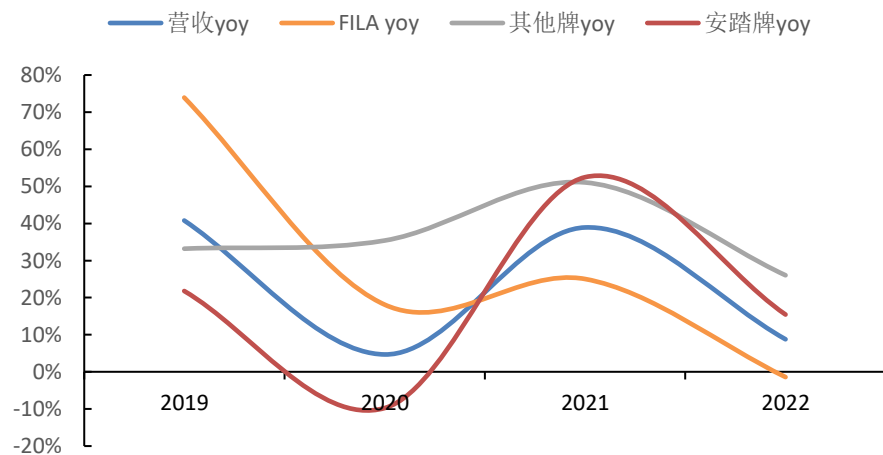
中长期展望：公司凭借多品牌协同管理能力、多品牌零售运营能力、全球化运营与资源整合能力，继续贯彻“单聚焦、多品牌、全球化”，以安踏集团和Amer集团双轮驱动全球化；同时加快国际化布局。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为98.05/115.13亿元（+17.4%），对应EPS为3.46/4.06元，当前股价对应24年PE为18X。

图表：安踏集团分品牌营收情况（百万元）



图表：安踏集团分品牌营收增速（%）



7.2 361度：聚焦主业品牌加速升级，童装业务打造第二增长极

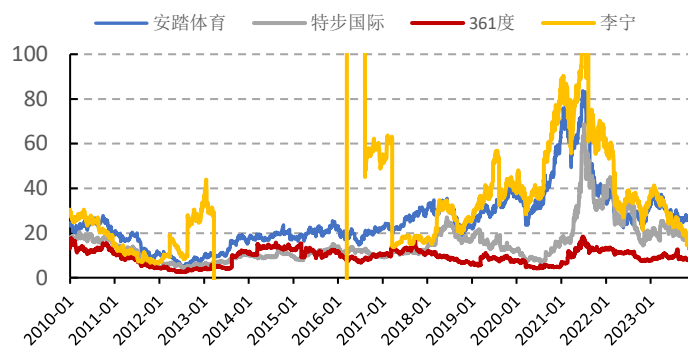
公司深耕大众运动市场20载，成长为国货第四大运动品牌公司。逆势下公司表现亮眼，2022年公司营收同增17.31%至69.61亿元，净利润同增24.17%至7.47亿元。

产品营销渠道多维度发力，童装有望成为第二增长点。1) 产品：361度成人坚持专业运动+运动潮流的双驱动策略；2) 渠道：361度门店升级助力终端提效，9代店占比达到48.6%；3) 营销：重大赛事合作、合作国家队和职业体育运动队等；4) 童装：延续主品牌基因，22年同增30.3%至14.42亿元，毛利率维持在41%-44%，与成人接近。

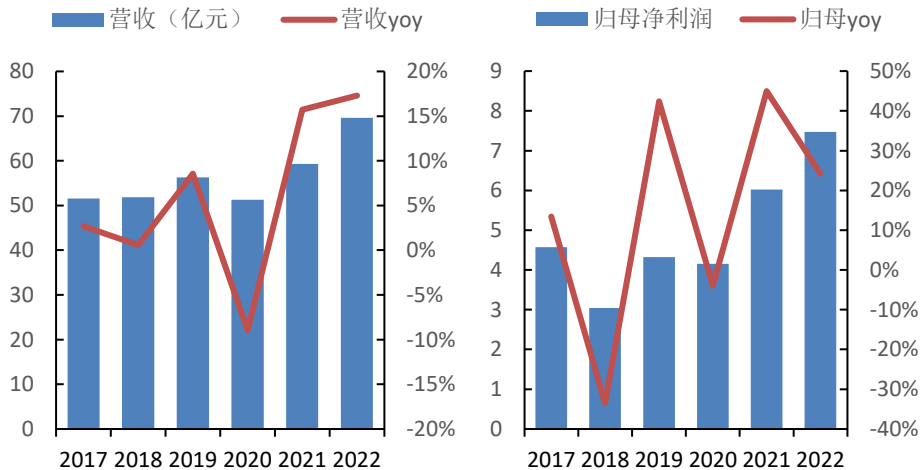
首次纳入沪港通有望带来估值修复：复盘公司的估值表现，估值受到行业景气周期和公司自身业绩以及流动性等多因素的影响，相较于同业的可比公司，公司的估值明显偏低。预计纳入沪港通后流动性增长有望带来估值修复，与同业可比公司的估值偏差逐渐缩小。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为9.4/11.3亿元（+20%），对应EPS为0.45/0.55元，当前股价对应24年PE为6X。

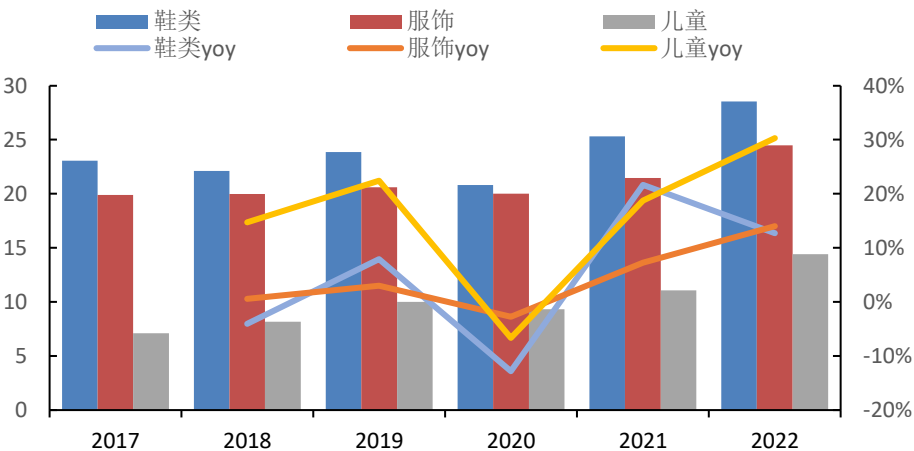
图表：港股纺服运动的历史估值PE（TTM）



图表：361度的营收、归母净利润情况（亿元）



图表：361度分业务的营收（亿元）及增速（%）



7.3 嘉曼服饰：深耕中高端童装，收购暇步士布局全品类

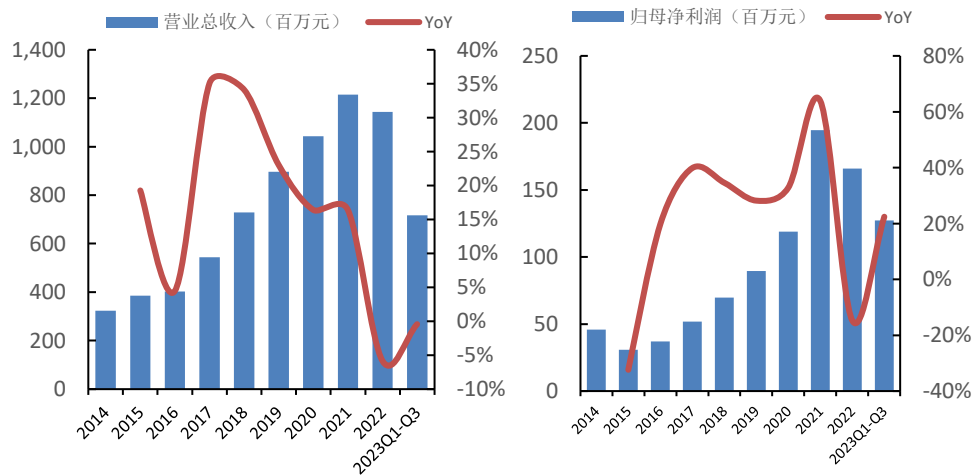
嘉曼服饰定位中高端多品牌童装运营商，成立于1992年，2022年上市，产品覆盖0-16岁（主要为2-14岁）的童装及内衣、袜子等产品。目前旗下拥有自有品牌（水孩儿、菲丝路汀、暇步士为23年9月收购）、授权品牌（哈吉斯）、代理品牌（EMPORIO ARMANI、Hugo Boss、VERSACE等），21年收入贡献分别为26%/65%/9%。2014-21年收入/净利润CAGR分别为17.1%/17.5%，2023Q1-Q3收入/净利润分别为7.17/1.27亿元，分别同比变动-0.4%/+22.4%。

竞争优势：①线上起步早，运营成熟；线上占比70%，且规模效应显现；②多品牌矩阵运作经验丰富，自有、授权、代理品牌运营管理经验丰富；③线下高端商场优势明显，入驻旗下众多中高端百货商场，前五大直营商场销售额与线下收入占比稳定提升，2021年占比达32.2%，其中SKP占线下收入比重为9.34%。

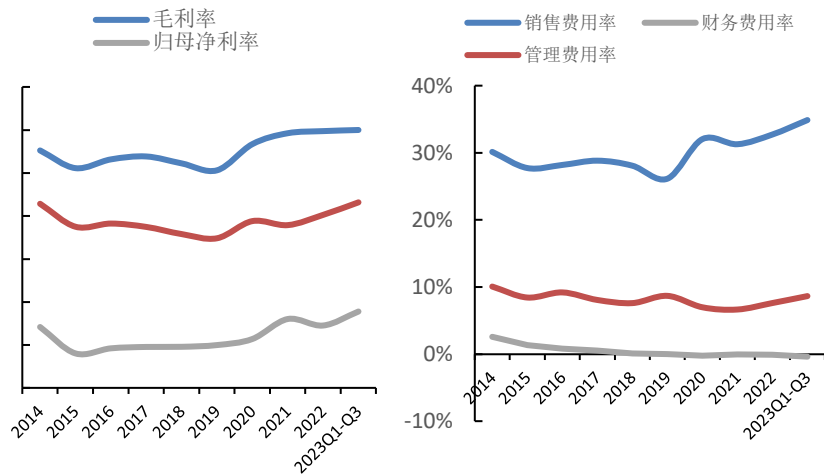
成长驱动：①拓店空间足，截至21年底，公司直营/加盟门店数量分别为189/405家，其中自有品牌/授权品牌/代理品牌分别为245/287/62家。我们预计中高端童装单品牌在一二线的开店空间在500-600家，仅考虑暇步士和哈吉斯两大授权品牌，开店数量存在翻倍空间。②收购暇步士中国内地及中国香港、中国澳门区域IP，由童装延展至全品类。

投资建议：预计2023-2024年公司净利润分别为2.08/2.7亿元（+30%），EPS为1.77/2.63元，当前股价对应24年的PE为9X。

图表：嘉曼服饰的营收、归母净利润情况



图表：嘉曼服饰的盈利能力情况



7.4 九牧王：不利出清、强势启航的男裤专家

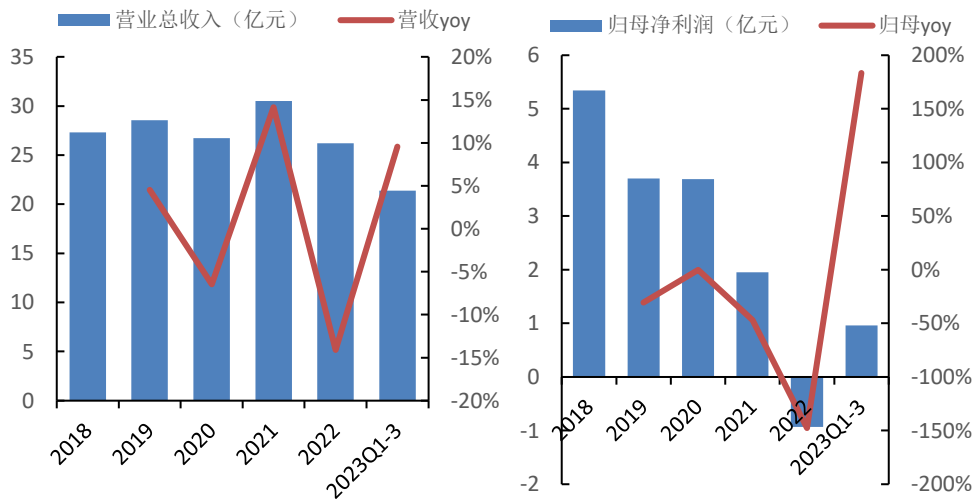
聚焦男裤主业，3年战略调整成效显著：产品端精简SKU，聚焦男裤，打造小黑裤1.0/2.0和轻松裤等爆款产品，男裤收入占比由 2019 年的 39%提升至 2022 年的46%；渠道结构调整，门店升级布局高端购物中心；营销上持续提高品牌知名度。

22年受公允价值变动和存货跌价拖累净利，23Q1好转，不利出清，强势启航：2022 年在局部疫情扰动，投资亏损以及商誉减值影响下，公司2022年实现收入26.2亿元/-14.1%，归母净利润-0.93亿元/-147.7%；23Q1-3收入21.4亿元/+9.6%，归母净利润0.96亿元/扭亏为盈，扣非归母净利润1.45亿元/+174.2%，营收&利润同比恢复态势延续。

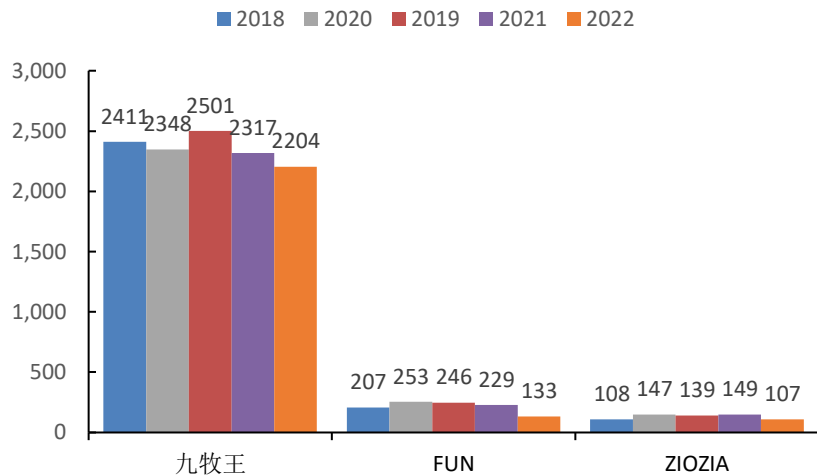
渠道/产品/营销变革效果逐步显现。近三年公司持续净关店、叠加疫情反复影响，变革成效尚未在业绩上体现。22年公司的男装第一提及率从19年的6%提升至22%，购物中心及奥莱店增加300家、占比从19年的8%提升至23%，平均单店面积从19年的110平升至150平，十代店整改超过850家、占比达1/3以上，渠道/产品/宣传方面的变革效果已经逐步体现。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为2.59/3.75亿元（+45%），对应EPS为0.45/0.65元，当前股价对应24年PE为16X。

图表：九牧王营收及归母净利润情况（亿元）



图表：九牧王分品牌的门店数量



7.5 比音勒芬：高端品牌多样化布局，持续释放增长势能

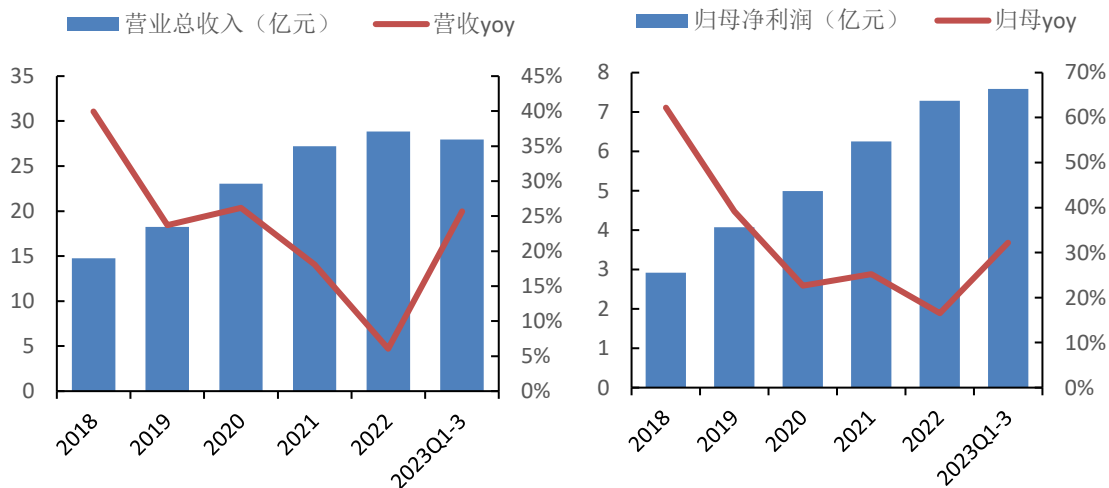
2022年收入同增6.1%至28.9亿元，归母净利润同增16.5%至7.3亿元，2023Q1-3实现营收同增25.7%至27.96亿元，实现归母/扣非归母净利润7.58/7.25亿元，同增32.2%/35.9%。整体业绩表现强劲。

内生外延高端化持续推进：2023Q1-3毛利率为76.60%（+1.78pct），1）内生：主品牌门店数量仅1193家，具备充足开店空间；此外高尔夫独立店扩张进展顺利；2）外延：收购国际奢侈品牌，打开成长空间。2023年4月4日公司公告收购“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”两大国际奢侈品牌，有望与主品牌形成协同效应，进一步强化比音勒芬高端时尚定位，推进品牌国际化、高端化布局。截至22年底，两大品牌国内渠道数量分别为46/53家。

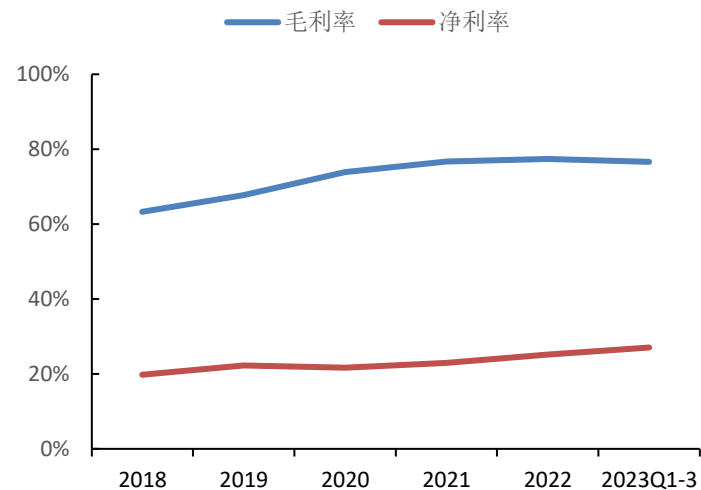
多品牌矩阵初现，产品渠道持续优化，未来成长空间广阔。公司开启以品类引导品牌的发展战略，持续加大科技创新和专利研发力度，打造有国际竞争力的产品，多元渠道培养年轻消费客群，门店拓展+客单提升实现优质增长。此外收购国际奢侈品牌打造多元品牌矩阵，进一步丰富产品风格，打开成长空间。我们看好公司在多元品牌矩阵下打造的多维成长曲线，持续释放增长势能。

盈利预测与估值：预计2023/24年净利润分别为9.5/11.7亿元（+23%），对应EPS为1.68/2.07元，当前股价对应24年PE为15X。

图表：营收、归母净利润情况（亿元）



图表：毛利率和净利率情况



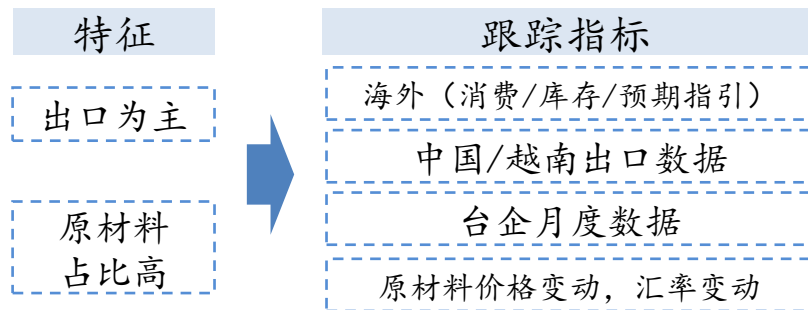
第三部分 纺织制造

关注去库拐点+需求端变化，把握配置窗口

1. 行业特征：传统行业，细分多，易受多种因素影响

- 纺织服装板块分散度较高，从纱线、印染、辅料至成衣，各细分龙头主要专注于产业链上的单个或少数环节，因而体量一般不大。
- 纺织服装企业成本中的原材料占比一般较高，因原材料价格的波动，而具有一定的周期属性。
- 成长多由订单和扩产驱动，通过持续扩产，产品品类及客户资源等多维度的持续升级与拓宽，而构建长期壁垒。
- 成衣制造行业有向头部企业集中的趋势，已经出现大体量的公司；以出口为主，订单受海外消费和头部客户的订单份额影响。

图表：SW纺织制造板块跟踪指标



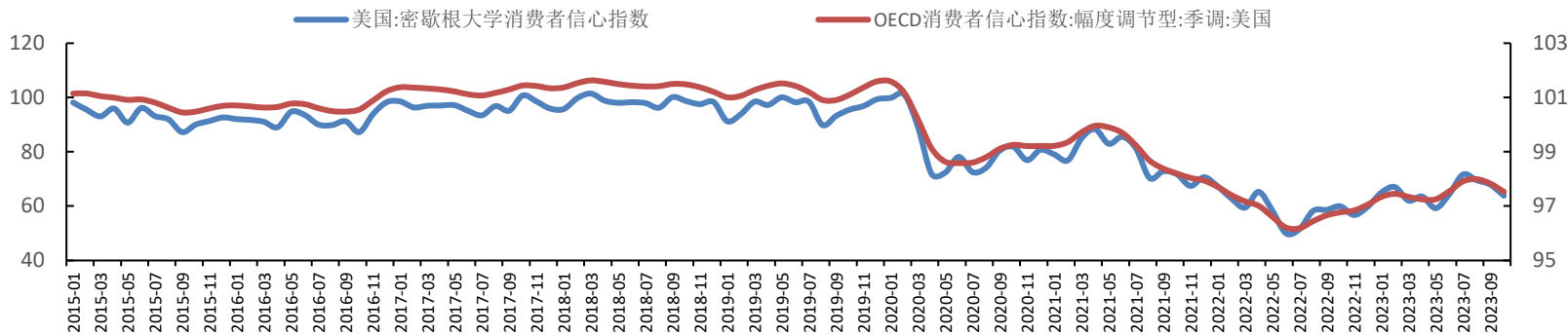
图表：SW纺织制造相关企业的指标梳理

产业链环节	股票代码	简称	总市值 (亿元)	营业收入		归母净利润		原材料占营业成本比重 (%)	汇兑损益 (万元)		
				22年营收 (亿元)	2019-22年 CAGR	22年归母 (亿元)	2019-22年 CAGR		2020	2021	2022
棉纺 色纺 毛纺	601339.SH	百隆东方	73	69.9	4.0%	15.6	73.8%	70.0%	1619	-1767	973
	002042.SZ	华孚时尚	71	144.6	-3.1%	-3.5	-195.6%	60.0%	5086	754	-2226
	603889.SH	新澳股份	55	39.5	13.4%	3.9	39.6%	85.0%	1036	884	-2490
	000726.SZ	鲁泰A	51	69.4	0.7%	9.6	0.4%	47.6%	5991	1249	-19785
	600220.SH	江苏阳光	36	19.9	-5.3%	1.2	18.7%	55.5%	-649	335	-16
	002087.SZ	*ST新纺	16	34.4	-15.6%	-14.1	-271.5%	—	272	-786	135
印染	600987.SH	航民股份	89	95.7	12.7%	6.6	-3.7%	35.0%	24	69	-121
	605189.SH	富春染织	25	22.1	16.5%	1.6	21.4%	84.7%	-255	-15	-60
	600448.SH	华纺股份	21	34.9	4.2%	-0.9	-294.8%	60.2%	3853	1321	-2875
辅料	002003.SZ	伟星股份	126	36.3	9.9%	4.9	18.9%	56.0%	1909	993	-4789
	002098.SZ	浔兴股份	24	21.1	3.3%	0.8	15.5%	—	822	430	-1061
成衣制造	2313.HK	申洲国际	1,158	278.2	7.0%	45.6	-3.6%	66.0%	—	—	—
	300979.SZ	华利集团	607	205.7	10.7%	32.3	21.0%	61.0%	1864	-3051	-8217
	603558.SH	健盛集团	37	23.5	9.8%	2.6	-1.4%	59.0%	1240	-268	-3598
	2199.HK	维珍妮	26	83.6	10.1%	5.2	22.6%	48.0%	—	—	—

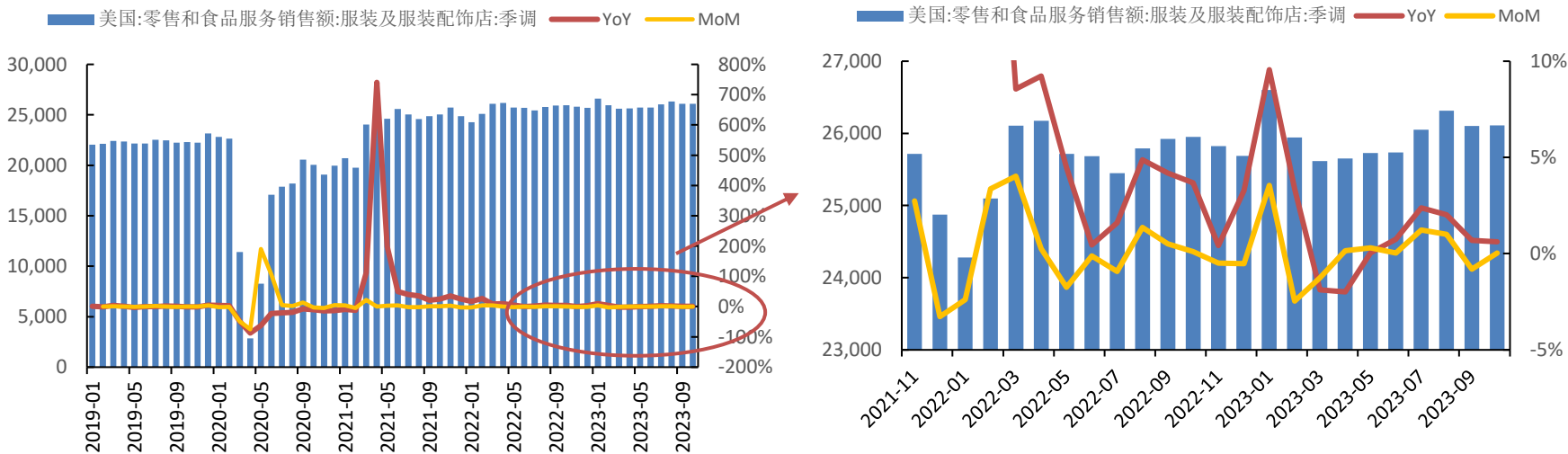
资料来源：Wind，太平洋证券整理
注：数据为2024年1月3日收盘价

2.1 需求端：欧美消费者信心指数底部波动回升，服装消费同比环比增速转正

图表：欧美消费者信心指数



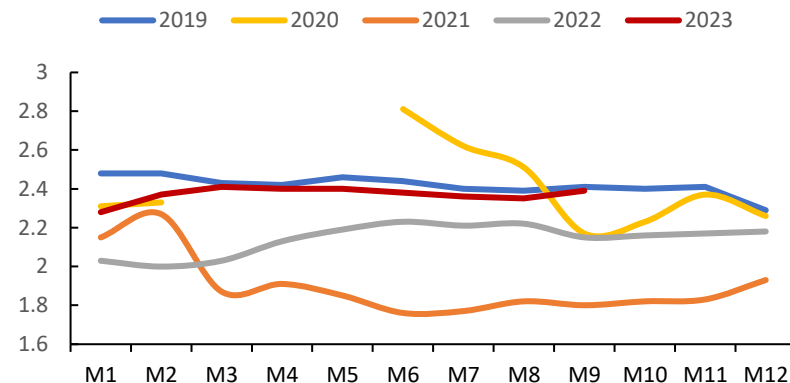
图表：美国服装及服装配饰店销售额及同比



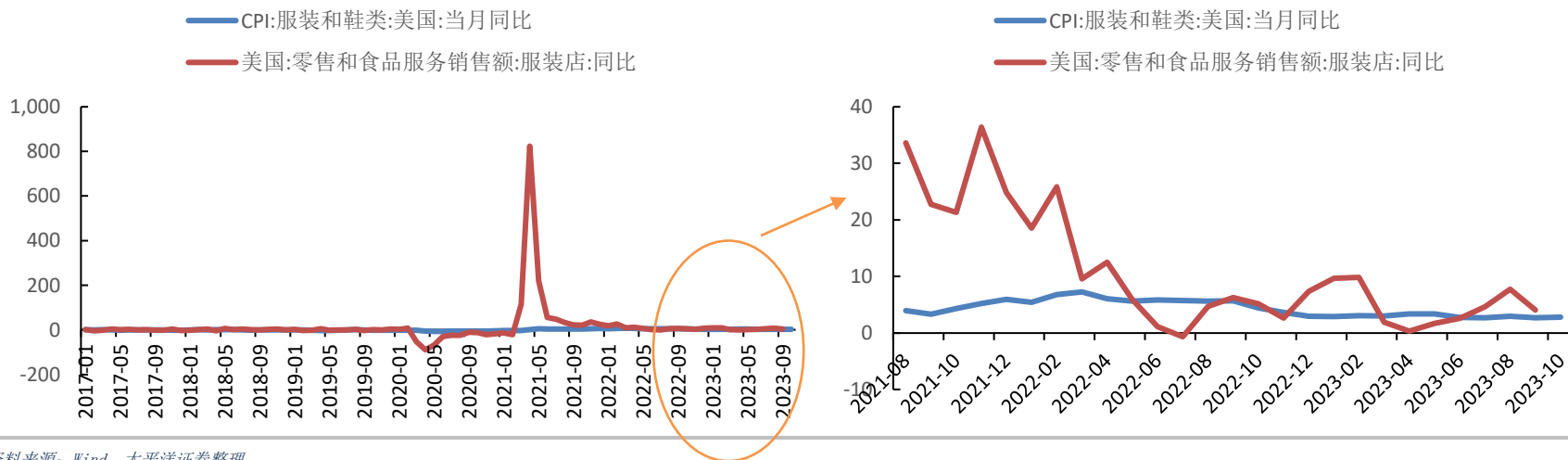
2.1 库存端：美国服装行业库销比走高，22年下半年开始进入去库存周期

- 需求端率先恢复：**2020年3月起受疫情影响，美国服装行业零售额大幅下滑，3-5月分别同比下降49%、87%、62%。随着疫情影响逐步消退，2020年6月起降幅开始收窄，至2021年3月零售额实现低基数下大幅反弹，同比增长118%，其相较疫情前19年同期实现正增长。
- 需求不足，出口减速：**21Q4开始美国服装零售额增速开始低于我国对美国服装出口增速，进入到2022年5月美国服装零售额增速更是逐步下滑至转负，远低于我国对美国服装出口增速。
- 去库存周期：**美国服装行业库销比自2021年6月左右开始持续走高，2022年2月起批发商库销比超过疫情前19年同期水平。同样的，从微观视角来看，国际品牌普遍自2H21起库存规模攀升，存货周转率下降，于2022年先后进入去库存周期。

图表：美国服装类零售库存销售比



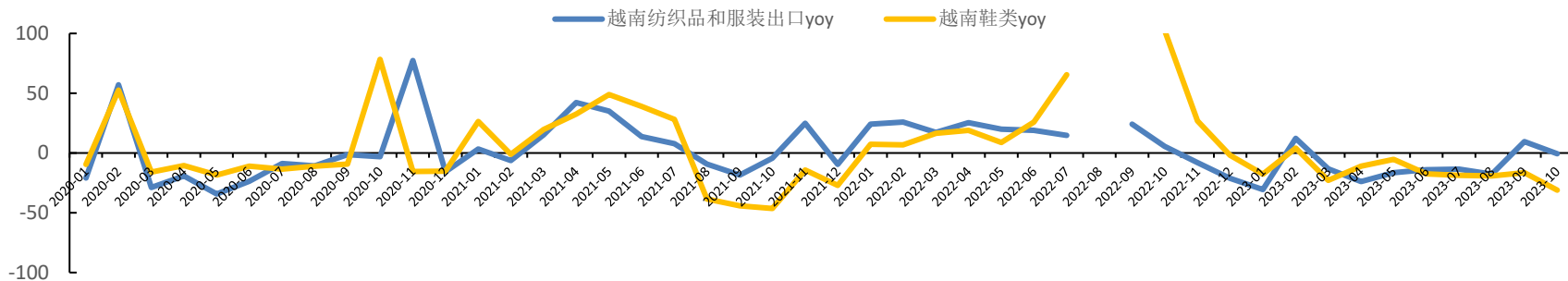
图表：美国服装店销售额及CPI增速 (%)



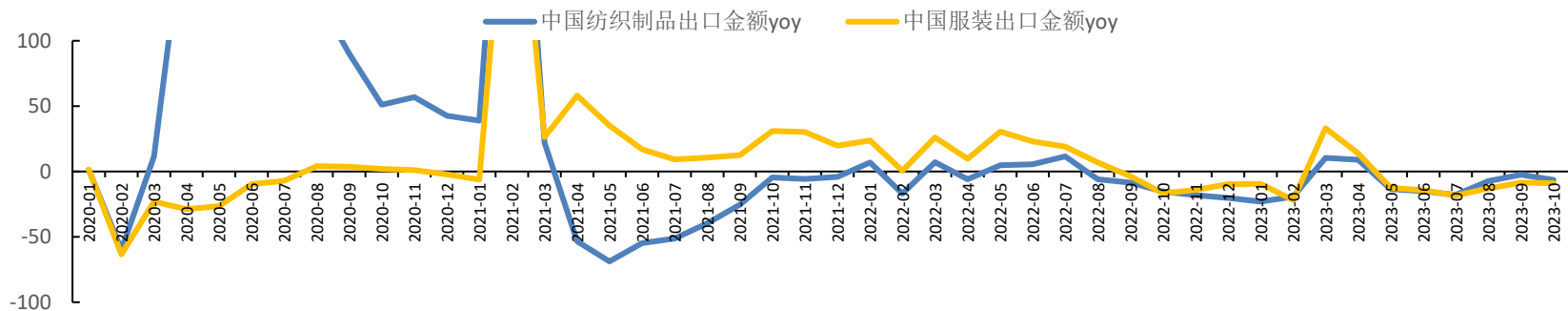
2.2 供给端：中+越供给端较疫情期基本恢复

- **制造订单回流**：21Q3越南新冠疫情蔓延，2021年8月越南政府对南方19个城市和省份实施封锁、限制出行，全国约1/3地区处于疫情封锁状态，部分企业不得不暂时关闭或减少产能。而越南是服装产能的重要贡献国，2021年越南服装出口占全球的6%，因此供应链较多订单回流至中国，2021年中国服装出口规模同比增长24%；
- **提前备货，订单量增加**。下游零售商担心类似的供应链断供问题再次发生，同时越南封锁导致供给端集中在4Q21和1H22延迟出货，出现了物流运输缓慢、工人短缺、港口拥堵严重等问题，零售商增加其他供应地区的订单以满足储备需要。此外，2021年海外终端需求复苏，零售商或乐观预期了需求端的消化速度，因此增加了订单量。

图表：越南：纺织品和服装、鞋类出口当月同比



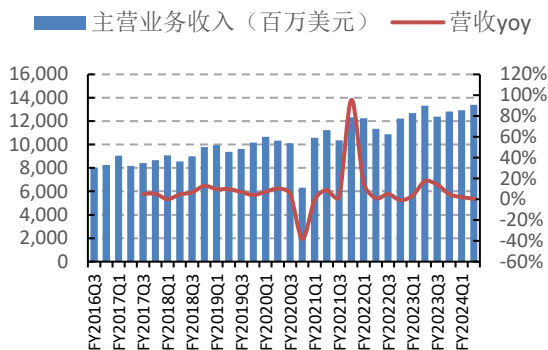
图表：中国：纺织制品出口当月同比



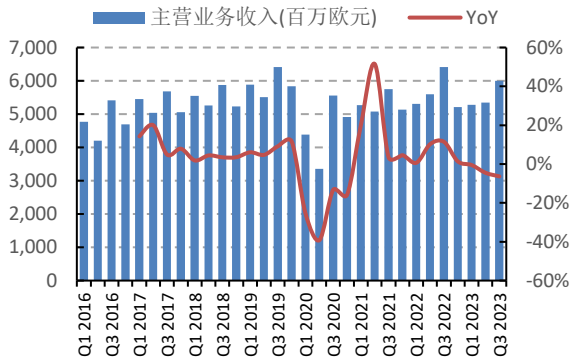
2.3 海外运动品牌营收表现：Deckers恢复态势良好，VF处于品牌调整期

■ **最新一期财报：品牌多数处于稳步恢复状态。**Nike下调全年业绩指引；Adidas北美地区承压、其他地区实现增长；VF更换 VANS 品牌负责人，推出 Reinvent 计划，计划改善北美业绩、VANS 扭亏为盈、降低成本、改善资产负债表；Deckers季度营收增长环比提速。

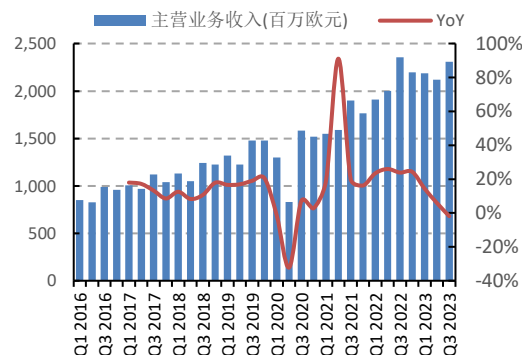
图表：Nike的季度营收及增速



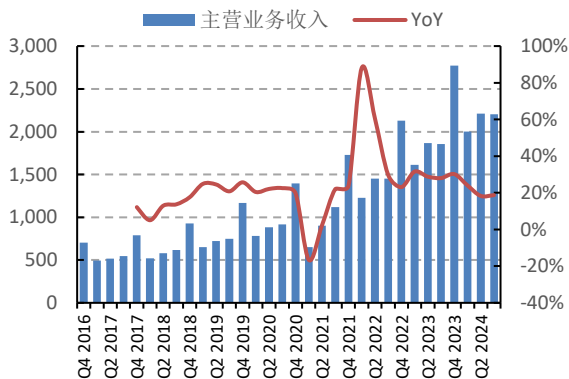
图表：Adidas的季度营收及增速



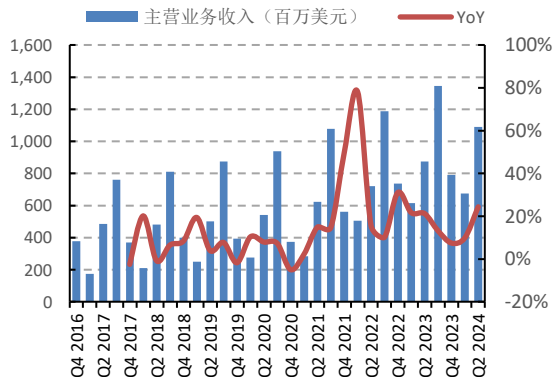
图表：Puma的季度营收及增速



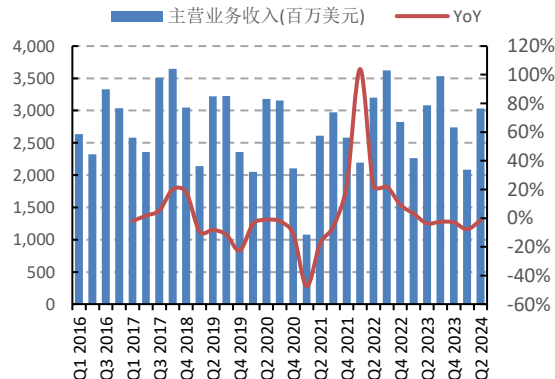
图表：Lululemon的季度营收及增速



图表：Deckers的季度营收及增速

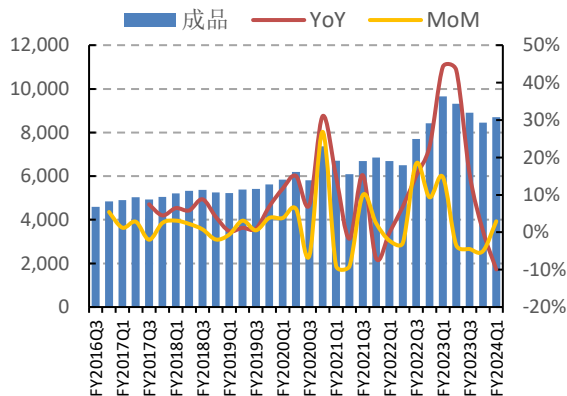


图表：VF的季度营收及增速

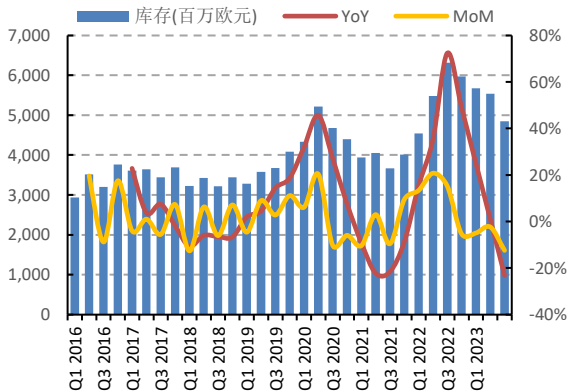


2.3 海外运动品牌库存：头部品牌去库接近尾声

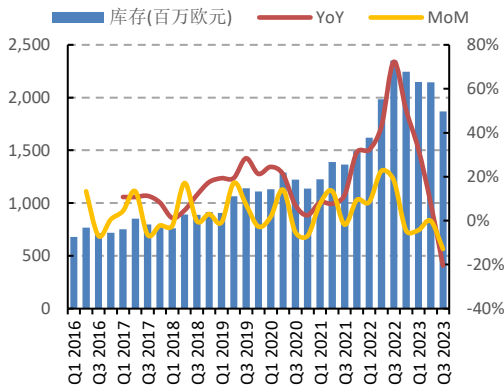
图表：Nike的库存及同比、环比



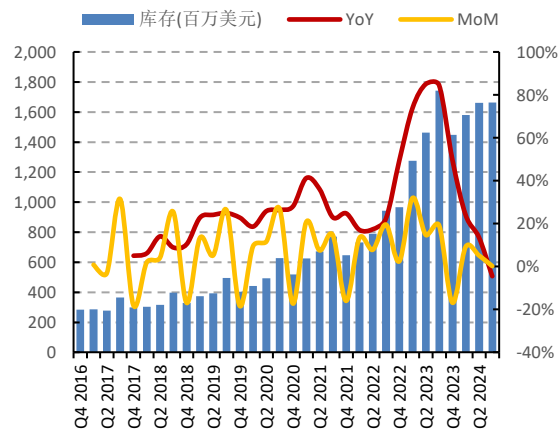
图表：Adidas的库存及同比、环比



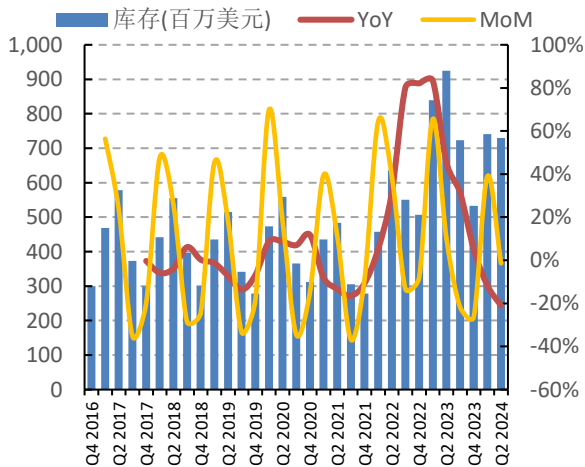
图表：Puma的库存及同比、环比



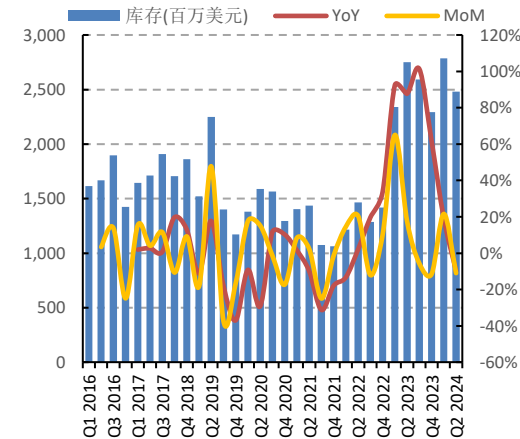
图表：Lululemon的库存及同比、环比



图表：Deckers的库存及同比、环比



图表：VF的库存及同比、环比



2.5 海外运动品牌指引梳理：Adidas/Lululemon/Deckers上调，Puma维持

Nike FY2024年指引梳理		
	FY24Q1财报发布后	FY24Q2财报发布后
收入yoy	预计FY2024营收同增中单位数； 预计FY24Q1营收同比持平至低个位数增长；	下调FY2024全年收入增长，由之前的中单增长下调至+1%；
毛利率	预计FY2024毛利率同比+1.4-1.6pct；预计 FY2024Q2 高基数下收入同比略有增长，毛利率同比+1.0pct	
净利润		
Adidas 2023年指引梳理		
	23Q2财报发布后	23Q3财报发布后
收入yoy	货币中性下，中单位数下降	固定汇率下，预计收入同增低单（此前为中单）
营业利润	盈亏平衡附近	经营利润预计为1亿欧元（剔除Yeezy和正在进行的战略调整有关的一次性支出，此前为盈亏平衡）
净利润	营业亏损4.5亿欧元	考虑到约3亿欧元（此前为1.5亿）Yeezy库存售出、约3亿欧元（此前为4亿）的存货减值、2亿欧元（与此前持平）的一次性战略调整费用支出，报表的经营利润预计为亏损1亿欧元（此前为亏损4.5亿欧元）
Yeezy影响	1.5 亿欧元第一批Yeezy销售的积极影响，剩余4亿欧元 Yeezy 库存潜在的注销负面影响	
Puma 2023年指引		
	23Q2财报发布后	23Q3财报发布后
收入增速	固定汇率下，预计 FY2023 收入同比高单位数增长	固定汇率下，预计 FY2023 收入同比高单位数增长
息税前利润	EBIT为5.9-6.7亿欧元（FY2022为 6.41 亿欧元）	EBIT为5.9-6.7亿欧元（FY2022为 6.41 亿欧元），采购和货运成本下降以及促销活动减少导致毛利率大幅改善，预计 Q4 盈利能力将继续提升。
Deckers 2023年指引		
	FY24Q1财报发布后	FY24Q2财报发布后
收入增速	预计 FY24 全年收入同比增长9.6%至 39.8亿美元左右，其中 HOKA 增长 20%，UGG 低单位数增长。	预计 FY2024 实现收入~40.25 亿美元（略上调，此前指引 39.8 亿美元），同比约+11%；其中 HOKA 增长超 20%（指引不变），UGG 中单增长（略上调，此前指引低单增长）
毛利率	预计毛利率为52%，SG&A 费用率为34%	毛利率从此前指引~52%提升至 52.5%-53%
营业利润率	预计营业利润率为18%	
有效税率	预计有效税率为22%-23%	
EPS	21.75-22.25 美元	
VF 2023年指引		
	FY24Q1财报发布后	FY24Q2财报发布后
收入增速	下调全年收入指引为小幅下降至持平，其中批发收入下降中高单位数；随着下半年批发业务改善，预计下半年收入表现将优于上半年	由于 VANS 扭亏为盈时间长于公司此前预期，且美国批发市场表现偏弱等因素影响，公司取消此前收入及业绩指引
毛利率		
EPS	2.05-2.25 美元	
Lululemon 2023年指引		
	FY23Q2财报发布后	FY23Q3财报发布后
收入增速	FY23Q3 : 预计收入 21.65~21.9 亿美元，同比+19%~21%，净开店 23 家。 FY23 : 预计收入 95.1~95.7 亿美元，同比+17%~18%（前期预计+16%~17%），净开店 55 家，其中国际市场净开 35 家多数在中国。	FY23Q4 : 收入增长 13-14%至 31.35-31.70 亿美元区间，其中北美收入高单位数增长； FY23 : 收入同比增长 18%；
毛利率	FY23Q3 : 毛利率/SG&A 费用率/营业利润率预计同比分别+1.6~1.8pct/+2.0~2.2pct/-0.4pct；	FY23 : 调整后毛利率同比改善 1.9-2.1pct；调整后经营利润率同比改善 0.7pct；净利润同比增长 18%至 95.49-95.84 亿美元区间。
SG&A 费用率	FY23 : 毛利率/SG&A 费用率/营业利润率预计同比分别	
营业利润率	+1.9~2.1pct/+1.5~1.7pct/+0.4~0.6pct	
EPS	预计EPS为12.02~12.17美元/股，yoy+19%~21%（前期预计+17%~19%）。	摊薄后 EPS 预计在 11.77-11.85美元区间（不包括与 Lululemon Studio 相关的某些库存拨备、资产减值和重组成本及其相关税收影响）；调整后的摊薄后EPS预计在12.34-12.42美元区间。

2.7 台企制造商：11月丰泰年内首次转正

图表：台企制造商月度销售收入同比增速

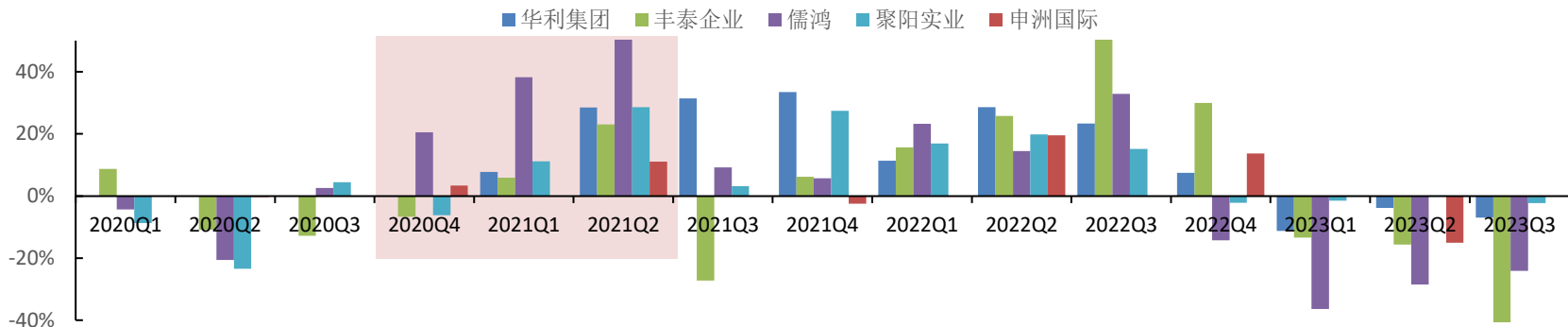
运动鞋代工				其他鞋类代工			
丰泰 (9910. TW)		裕元 (0551. HK) -制造业务		志强 (6768. TW)		钰齐 (9802. TW)	
2023同比2022		2023同比2022		2023同比2022		2023同比2022	
1月	-15%	1月	-25%	1月	-13%	1月	4%
2月	0%	2月	-6%	2月	-22%	2月	34%
3月	-22%	3月	-21%	3月	-1%	3月	1%
4月	-16%	4月	-25%	4月	5%	4月	8%
5月	-18%	5月	-11%	5月	-22%	5月	-15%
6月	-14%	6月	-24%	6月	-36%	6月	-52%
7月	-8%	7月	-24%	7月	-45%	7月	-18%
8月	-3%	8月	-20%	8月	-48%	8月	-63%
9月	-22%	9月	-29%	9月	-37%	9月	-66%
10月	-6%	10月	-17%	10月	-34%	10月	-40%
11月	4%	11月	-10%	11月	-5%	11月	-33%
服装代工				箱包代工			
儒鸿 (1476. TW)		聚阳 (1477. TW)		威宏 (8442. TW)		宝胜国际 (3813. HK)	
2023同比2022		2023同比2022		2023同比2022		2023同比2022	
1月	-43%	1月	-16%	1月	-22%	1月	0%
2月	-28%	2月	4%	2月	30%	2月	-2%
3月	-36%	3月	9%	3月	-1%	3月	30%
4月	-31%	4月	-9%	4月	-1%	4月	53%
5月	-25%	5月	-3%	5月	-15%	5月	7%
6月	-34%	6月	7%	6月	-5%	6月	0%
7月	-26%	7月	-20%	7月	-8%	7月	-6%
8月	-31%	8月	7%	8月	-2%	8月	-6%
9月	-18%	9月	15%	9月	-18%	9月	9%
10月	27%	10月	2%	10月	-17%	10月	-4%
11月	8%	11月	-2%	11月	-10%	11月	19%

资料来源：Wind，各公司公告，太平洋证券整理

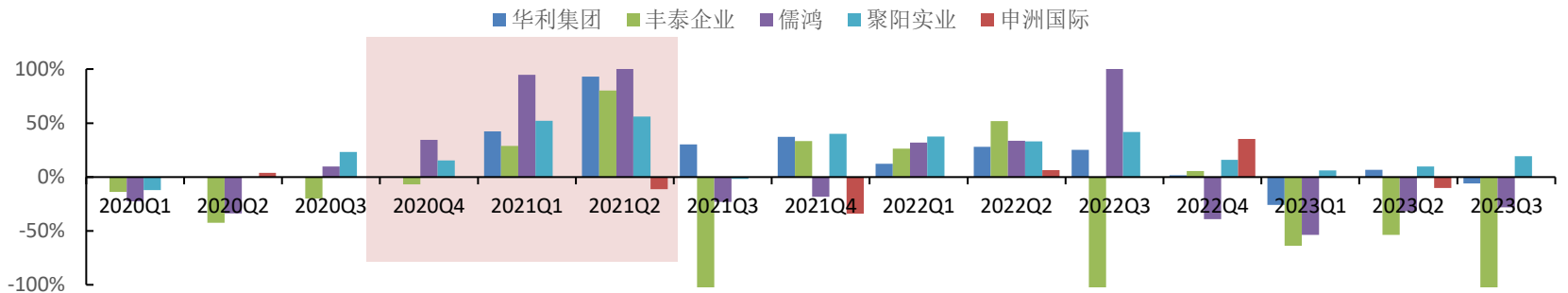
注：以上数据中裕元为美元口径，宝胜为人民币口径，其他均为新台币口径

3.1 复盘2020年去库存：制造商的修复先于海外品牌1个季度

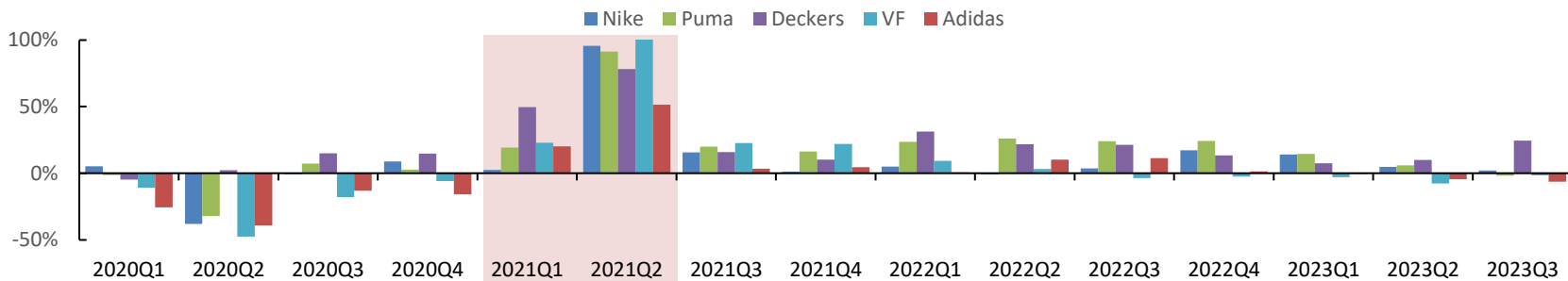
制造商收入增速



制造商利润增速



品牌商收入增速

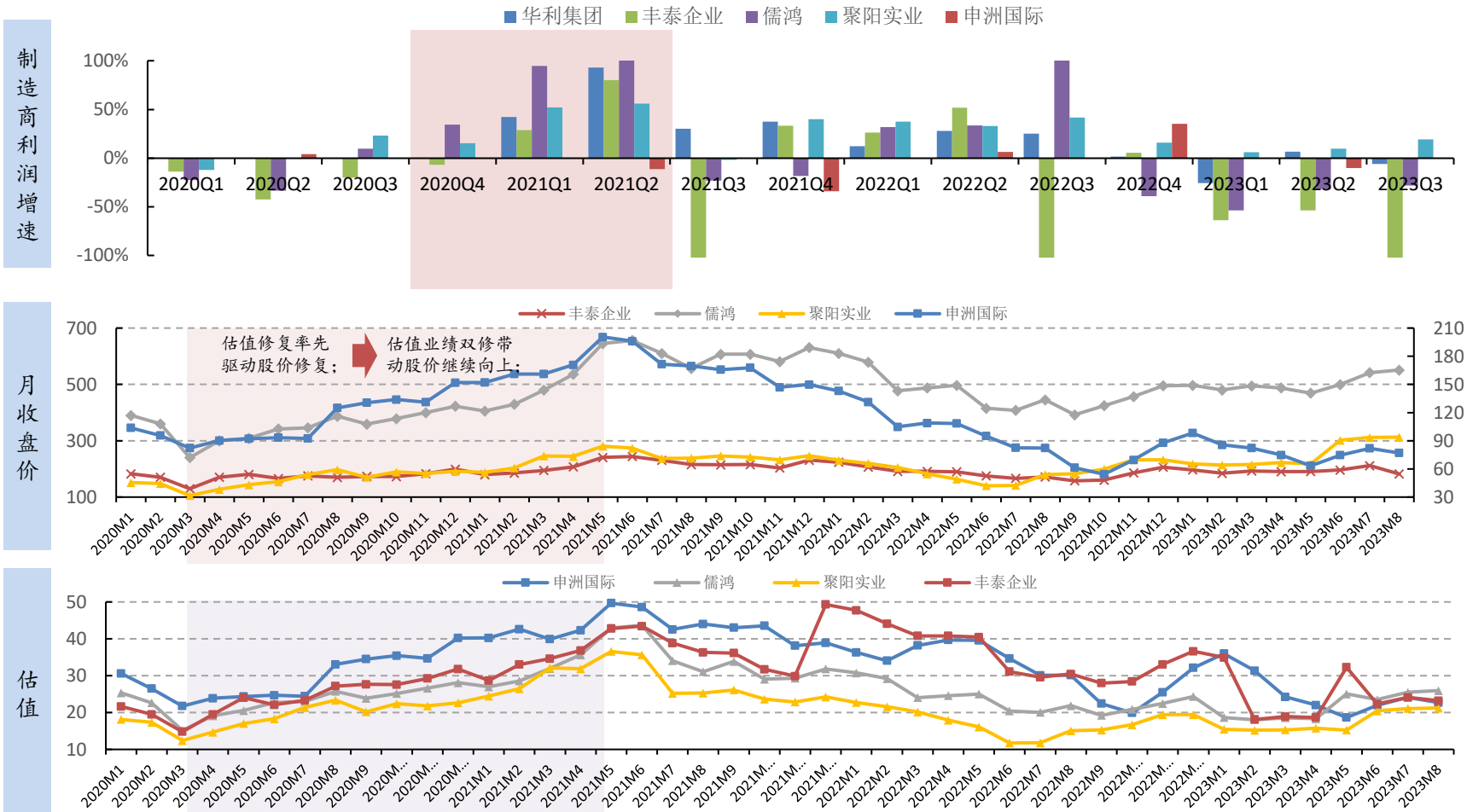


资料来源: Bloomberg, Wind, 太平洋证券整理

注: Nike自然年的22Q1对应为FY2020Q3 (2019.12-2020.2), 其他品牌公司均为的财报年均对应自然年

3.2 复盘2020年去库存：股价的修复先于业绩 1~2 个季度

图表：2020 年疫情时期海外品牌的收入/业绩、制造企业的业绩股价一览



资料来源: Bloomberg, Wind, 太平洋证券整理

4 投资建议

板块分析：从纺织制造板块的特征拆分影响其收入和利润的因素，板块内的企业原材料占营业成本的比例大部分在50%+，且企业多为出口主导。板块的跟踪角度：1) 海外（消费/库存/预期指引）；2) 原材料价格波动、汇率波动；3) 行业出口；4) 行业库存。其中，纺织制造板块在22年下半年起进入到去库存阶段，叠加海外需求疲软，因此跟踪主要进口国(美国)的CPI数据、海外运动品牌去库存的进度作为前瞻指标，高频跟踪行业出口数据、行业库存数据、中国台湾制造企业月度收入数据。

回顾：1) 海外品牌在22年下半年以来处于主动去库状态，纺织制造企业在进入23年后受到品牌去库存和海外需求疲软的影响，订单数量大幅缩减，收入业绩均承压，基本面位于相对底部。2) 23年下半年看，海外品牌去库存的节奏不同，其中Deckers在0331时库存已经达到较低水平；Puma的去库存进度也超出管理层预期，国际品牌去库存态势良好，对应制造商的订单进一步环比改善，补单带来产能利用率的提升对业绩端有正向影响。

展望：短期来看，Q4预计在低基数+下游需求企稳推动下迎来订单改善；中长期来看，制造业向头部集中的趋势不变，成熟的客户合作/拓展模式、产能扩张、规模效应下持续提效的头部企业有望进一步获得份额提升。

关注主线：

- 海外头部品牌去库接近尾声，预计带动上游制造端订单回暖，重点推荐长期景气的运动产业链龙头**华利集团(24年对应估值为14X, 下同)、申洲国际(22X)**；预计一线龙头企业的业绩修复先于海外品牌1个季度，估值修复先于业绩1-2个季度；
- 格局优化、产能释放、产品结构升级带来的布局机会，推荐关注**新澳股份(10X)、台华新材(16X)、南山智尚(14X)、伟星股份(19X)、健盛集团(12X)、浙江自然(15X)、兴业科技(12X)**等二线细分龙头；
- 受益棉价上行的制造企业：**百隆东方(8X)、富春染织(11X)、鲁泰A(7X)**；

盈利预测及估值

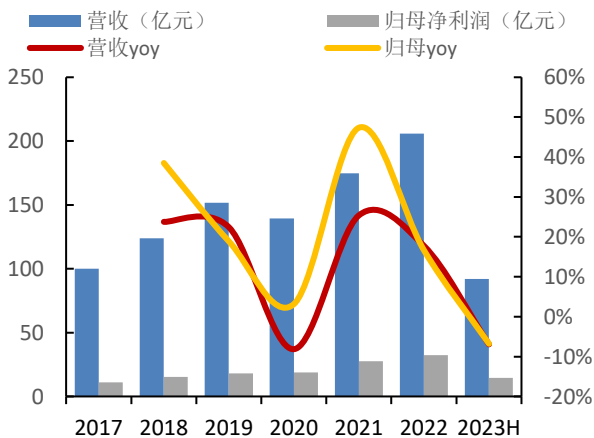
图表：纺织制造板块相关公司的盈利预测及估值一览

产业链环节	股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	EPS				PE			未来三年净 利润CAGR
					2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
棉纺 色纺 毛纺	603055.SH	台华新材	109	8.90	0.30	0.50	0.79	1.01	24.2	15.5	12.1	49.7%
	601339.SH	百隆东方	80	15.00	1.04	0.51	0.71	0.85	10.3	7.5	6.3	-6.7%
	002042.SZ	华孚时尚	70	17.01	-0.21	0.17	0.25	0.35	24.4	16.4	11.9	-218.8%
	000726.SZ	鲁泰A	52	8.64	1.12	0.70	0.88	1.00	8.6	6.9	6.1	-3.7%
	603889.SH	新澳股份	51	7.16	0.54	0.59	0.69	0.81	12.0	10.3	8.7	14.3%
	300918.SZ	南山智尚	40	3.60	0.52	0.60	0.80	0.94	18.3	13.7	11.7	22.1%
	600220.SH	江苏阳光	38	17.83	0.07	—	—	—	—	—	—	—
	002674.SZ	兴业科技	36	2.92	0.52	0.79	1.02	1.29	15.8	12.2	9.7	35.7%
	002087.SZ	*ST新纺	18	8.17	-1.72	—	—	—	—	—	—	—
印染	600987.SH	航民股份	95	10.51	0.63	0.73	0.84	0.94	12.5	10.8	9.6	14.6%
	605189.SH	富春染织	25	1.50	1.09	0.87	1.51	1.94	19.10	11.03	8.59	0.21
	600448.SH	华纺股份	21	6.30	-0.14	—	—	—	—	—	—	—
辅料	002003.SZ	伟星股份	121	11.69	0.42	0.48	0.56	0.65	21.8	18.6	16.0	15.8%
	002098.SZ	浔兴股份	25	3.58	0.23	—	—	—	—	—	—	—
制造	603558.SH	申洲国际	1,219	15.03	3.04	3.05	3.75	4.44	26.6	21.6	18.3	13.5%
	300979.SZ	华利集团	542	11.67	2.77	2.68	3.25	3.80	17.3	14.3	12.2	11.2%
	2313.HK	健盛集团	35	3.69	0.71	0.64	0.79	0.96	14.8	12.0	9.9	10.7%
	605080.SH	浙江自然	34	1.42	1.50	1.27	1.56	1.85	18.7	15.1	12.8	7.2%
	2199.HK	维珍妮	27	12.24	0.43	0.36	0.46	0.57	6.2	4.8	3.9	10.1%

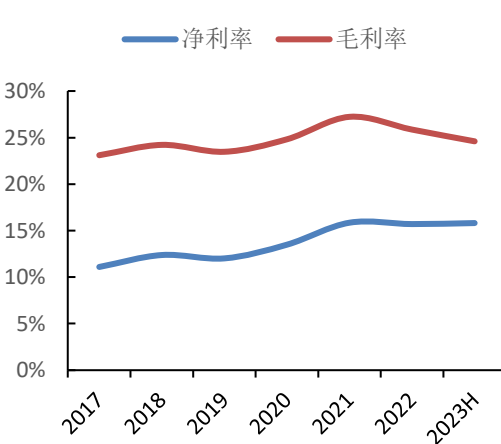
5.1 华利集团：壁垒深筑的鞋履制造龙头

- **23H1业绩预告**：23H1营收为 92.12 亿元/-6.9%，归母净利润为 14.56 亿元/-6.8%；其中 23Q2 营收为 55.5 亿/-3.9%（Q1:-11%），归母净利润为 9.75 亿/+6.6%（Q1:-25.7%）。Q2单季度环比改善趋势明显，表现超预期，较同业公司也处于较好水平。
- **盈利能力快速修复，业绩亮眼**。公司 Q2毛利率同比/环比-1.38/+2.09pct 至 25.43%，Q2 毛利率在产能利用率提升+客户结构优化下快速修复，目前公司产能利用率已经恢复到 86%的水平。
- **营收表现优于同业制鞋商**：1) 不同客户库存去化短期呈现差异化；2) 工厂反应运营能力；3) 客户结构变化带来产品单价提升，Q1/2 美元口径的单价均提升~9%，均价高的客户占比提升带来整体均价的提升，预计下半年均价会继续提升。
- **当前观点**：23Q2 是公司在行业去库过程中的超预期季度，新客户如 Reebok、Lululemon、Allbirds 等品牌订单量产出出货，部分老客户去库存进展超预期，同时公司新工厂爬坡与新产能建设稳步推进，预计下半年 Q3 末到 Q4 将成为重点窗口期，我们预计制造端下半年股价将先于基本面有所体现，主要原因需求边际向好+库存改善+估值修复，华利作为第一梯队标的重点关注，估值已经进入配置区间。
- **盈利预测与估值**：我们预计 2023-24 年归母净利润为31.24/37.96亿元（+22%），EPS分别为2.68/3.25元，对应24年PE分别为16X。考虑到公司作为鞋履制造龙头企业，凭借不断强化在规模/客户/管理的优势，未来将持续兑现稳健的成长，给出目标市值在 949 亿元，对应 24 年的估值在25x，给予“买入”评级。

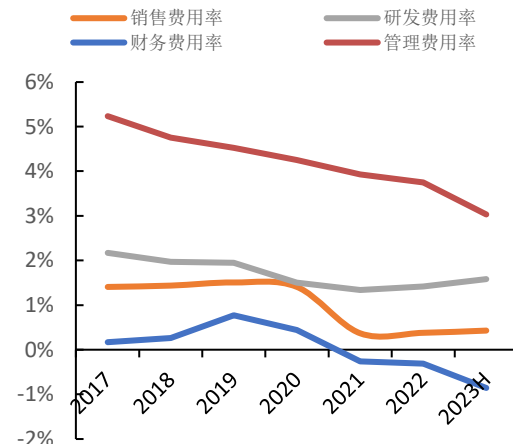
图表：公司2017-23H营收及净利润增速



图表：公司2017-23H的毛利率/净利率



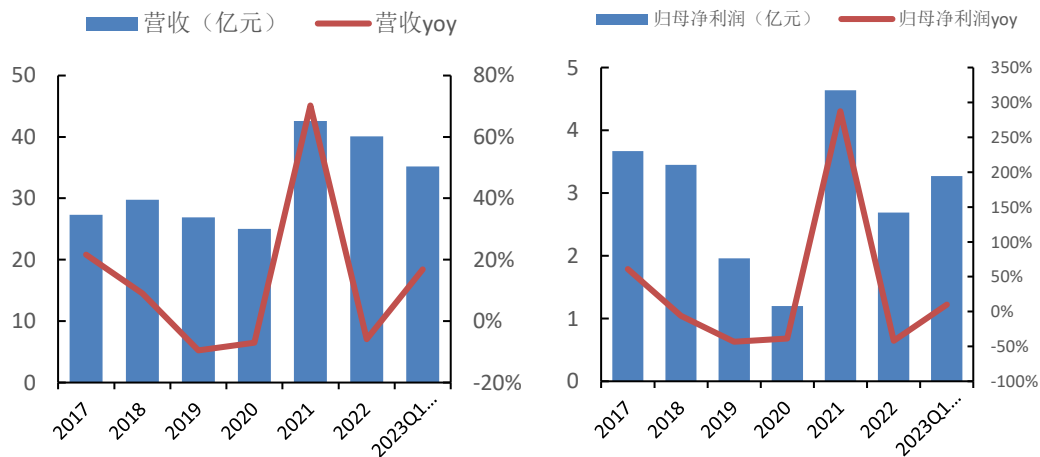
图表：公司2017-23H的期间费用率



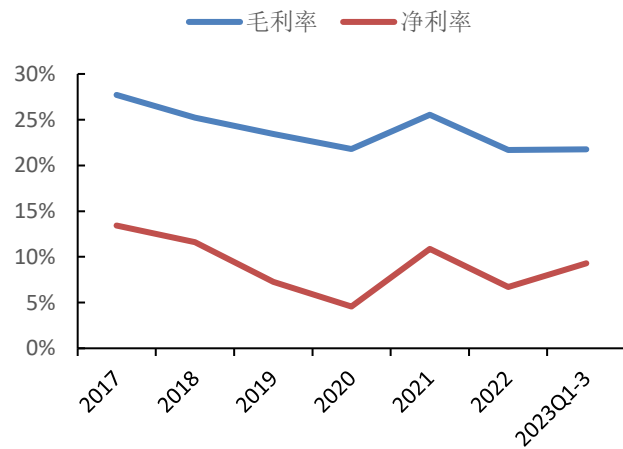
5.2 台华新材：民用锦纶产业链一体化领先企业，24年产能释放业绩弹性可期

- **民用锦纶产业链一体化领先企业**：自2001年创立以来便深耕锦纶行业，2007年以来逐步建立起集纺丝、织造、染色及后整理为一体的完整产业链。公司产品主要包括锦纶长丝（收入占比超50%）、坯布以及成品面料。公司产品主要包括锦纶长丝（收入占比超50%）、坯布以及成品面料。
- **己二腈国产化突破，产能放量在即，PA66随着己二腈突破而进行产能扩张**。2021年以前，我国PA66产能及产量基本保持稳定，2021年产能59万吨，产量为39万吨。2022年PA66产能同比提升27%至75万吨，产量提升至49万吨。在己二腈国产化突破的推动下，国内下游PA66产能扩张项目同步扩张。2022年以来PA66价格已从4.9万元/吨的高点回落至2.45万元/吨左右。后续随着新增产能放量，有望推动PA66下游渗透率提升。
- 公司作为国内少数的锦纶全产业链覆盖企业，全产业链布局实现上下游协同，重视研发构筑自身技术壁垒，在产业链各环节保持技术领先。
- **产能扩张**：截至2022年末，公司拥有产能规模锦纶长丝18.5万吨、坯布5.6亿米、成品面料染色1.6亿米、成品面料后整理8000万米。淮安项目进入产能释放阶段，其中一期项目年产10万吨再生差别化锦纶丝项目及6万吨PA66差别化锦纶丝项目，预计于2024年产能逐步释放。
- **23Q1-3公司营收同增17%至35亿元，归母净利润同增10%至3亿元，呈逐季改善趋势。**
- **盈利预测与估值**：预计2023/24年净利润分别为4.56/7.05亿元（+55%），对应EPS为0.51/0.79元，当前股价对应24年PE为14X。

图表：公司2017至23Q1-3营收及净利润增速



图表：公司2017至23Q1-3的毛利率/净利率

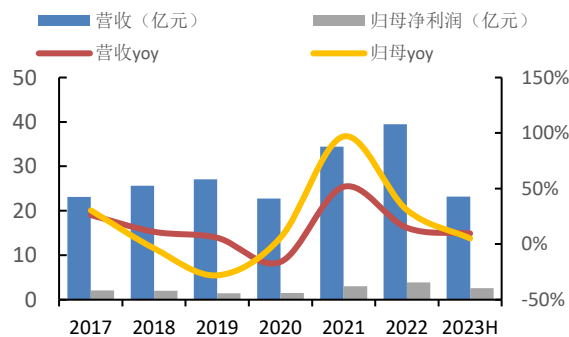


5.3 新澳股份：全球毛纺龙头，产能&品类扩张驱动成长

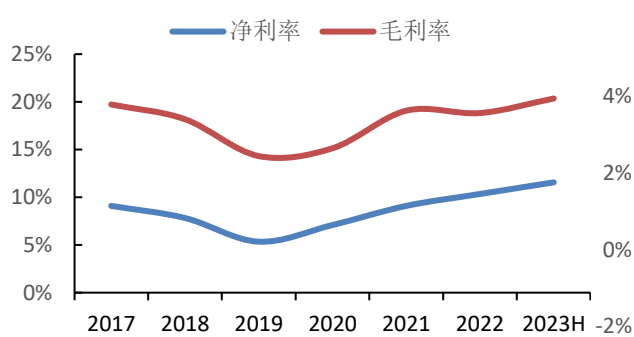
- **全球毛纺龙头**：公司目前已搭建覆盖中端、高端、奢侈端及针织服饰、运动休闲、家纺类等多品种、多档次、系列化的纱线产品结构体系。2022年公司羊毛业务中国/全球市占率分别12.46%/3.99%，排名第一/第二；羊绒业务中国/全球市占率分别为11.47%/4.65%，排名分别为第二/第三。
- **行业持续出清，供给格局优化，高品质羊毛需求提升，公司份额提升确定性高，长期成长性明确**：1) 羊毛/羊绒纱线业务生产规模优势显著，伴随着产能稳步扩张，生产成本将进一步降低；2) 注重研发投入，产品技术领先，并围绕客户进行产品研发。
- 23H1公司实现营收/归母净利润分别为23.2/2.55亿元，同比分别+5%/+5.1%，2017-2022年营收/归母净利润CAGR分别为11.3%/13.5%。
- **国内和越南产能建设稳步推进**：①**国内**：浙江桐乡正在推进60,000锭高档精纺生态纱二期项目（3万锭），21年投入建设、其中1.3万锭预计23H2陆续投产、剩余产能预计24H1投产。②**越南**：越南工厂规划5万锭产能，其中一期项目（2.2万锭）预计24年末-25年将开始投产。目前规划产能全部投产后公司毛精纺纱线产能将达到21万锭左右、较当前的13万锭将增加8万锭（国内二期的3万锭+越南的5万锭，增幅为62%）。
- **盈利预测与估值**：预计2023/24年净利润分别为4.23/4.95亿元（+17%），对应EPS为0.59/0.69元，当前股价对应24年PE为11X。

年份	资金来源	项目名称	推进情况
2014	IPO募资	• 20,000锭高档毛精纺生态纱项目	• 于2015年10月顺利完工并达产。
2017	定增募资	• 30,000锭紧密纺高档生态纺织项目； • 年产15,000吨生态毛染整搬迁建设项目	• 一期20,000锭于2017年下半年建成投产，二期10,000锭于2018年上半年完成安装调试、实现投产。2020年4月全部实施。 • 2020年4月全部实施完毕。
2020	自有资金和自筹资金	• 60,000锭高档精纺生态纱项目（二期）； • 年新增6,000吨毛条和12,000吨功能性纤维改性处理生产线项目	• 二期项目（3万锭）于2021年投入建设，其中1.3万锭预计在2023年下半年投产，剩余产能预计2024H1投产。 • 截至2022H1，一期涉及3,000吨毛条和6,000吨功能性纤维改性处理产能逐步投产。
2023	自有资金和自筹资金	• 越南投资建厂，50,000锭高档精纺生态纱纺织染整项目	• 预计一期项目（2.2万锭）2024年底至2025年开始投产。

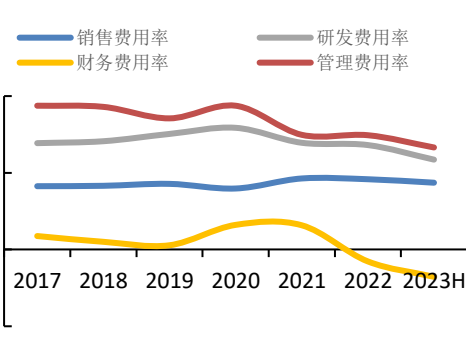
图表：公司2017-23H营收及净利润增速



图表：公司2017-23H的毛利率/净利率



图表：公司2017-23H的期间费用率



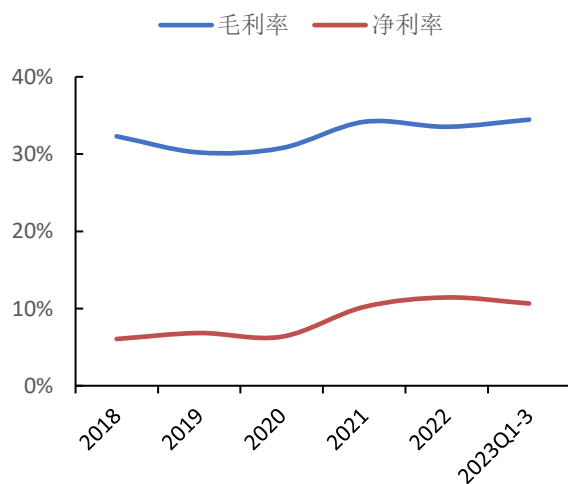
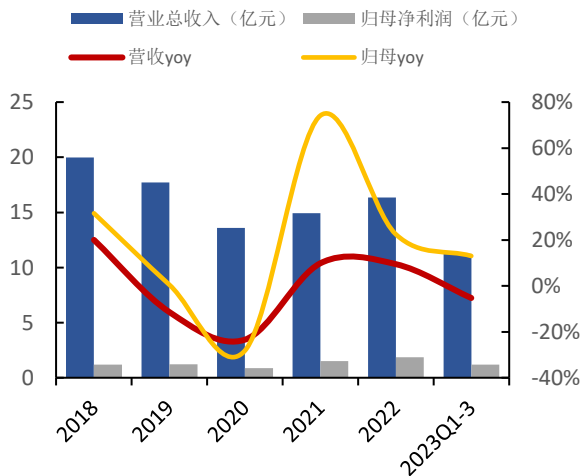
5.4 南山智尚：承接技术优势建设新材料平台，打开成长天花板

- **业绩保持双位数增长，精纺服饰进口替代全速挺进。** 23Q1-Q3营收同减5.2%至11.24亿元，归母净利润同增13.1%至1.2亿元，扣非归母净利润同增18.5%至1.2亿元。单Q3收入同减2.0%至3.97亿元，归母净利润同增17.4%至4273万元，扣非归母净利润同增21.8%至4250万元。
- **新材料业务逻辑持续兑现，一期满负荷，二期项目8月底实现满产。** 公司的超高分子量聚乙烯一期600吨/年已于2022年6月投产，22年10月实现满产。23Q1-3新业务UHMWPE纤维贡献收入4500万左右（产量在1000吨左右）。23H1主要以一期产能为主，毛利率为33%-34%，随着Q3二期项目投产，受产品品质调整、机器设备运转调整和产能爬坡等，毛利率在26%左右。现阶段超高材料受到政策管控影响，短期有一定限制，公司积极拓展超高材料的中高端领域如海洋网箱等，过去军用:民用=7:3，现在民用比例有所提升。
- **其他新材料的探索：PA6和PA66也在逐步开展布局，在筹划4万吨的PA66和4万吨的PA6，目前正在筹划一期的8万吨。**
- **公司深耕精纺服饰业务，功能性面料研发夯实毛精纺龙头行业地位，在主业上稳扎稳打实现稳健增长；新材料业务空间广阔，从“0”到“1”的突破，并逐步进入“从有到优”的发展阶段，我们看好新材料业务作为公司的第二增长曲线，为公司打开成长的天花板。我们预计2023-2024年净利润2.08亿/2.7亿（+30%），EPS分别为0.58/0.75元，当前股价对应24年的估值在14X。**

图表：南山智尚营收/净利润（亿元）及增速

图表：南山智尚的毛利率和净利率

图表：南山智尚新材料的产业链



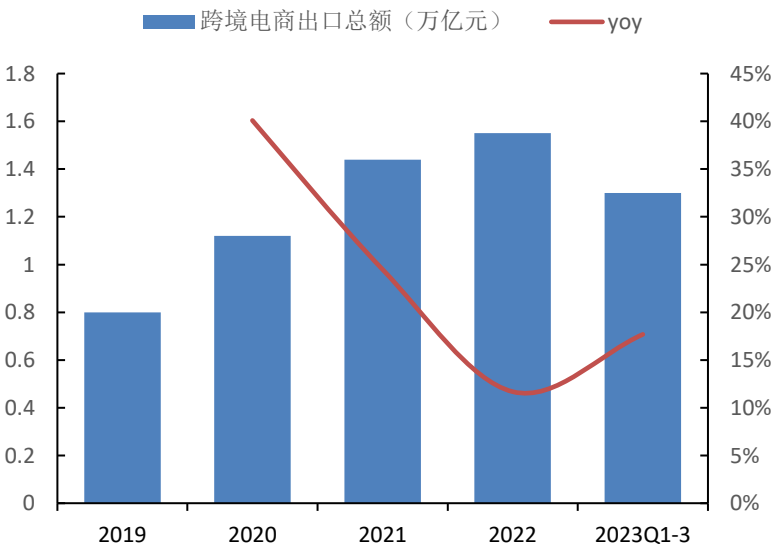
第四部分 跨境电商

重张旗鼓，蓄势待发

1. 跨境电商：行业加速发展，多家公司上市带动板块关注度提升

- **23Q1-3跨境电商行业加速发展。**23年前三季度中国进出口总值达到30.8万亿元，同比下降0.2%，分别看，其中出口总值增长0.6%，进口总值下滑1.2%。与此同时，跨境电商实现逆势增长。我国跨境电商进出口额达1.7万亿元，同比增长14.4%，其中出口1.3万亿元，同比增长达17.7%，跨境电商显著领先于外贸整体增长。
- **出口跨境电商产业发展多年，已经形成较为成熟的格局，23年多家优质的跨境电商公司上市，带动板块关注度提升。**比如主营服饰的赛维时代、家居类品牌电商致欧科技，以及主营泛品销售和跨境物流的三态股份等。

图表：2023Q1-Q3，跨境电商行业加速发展



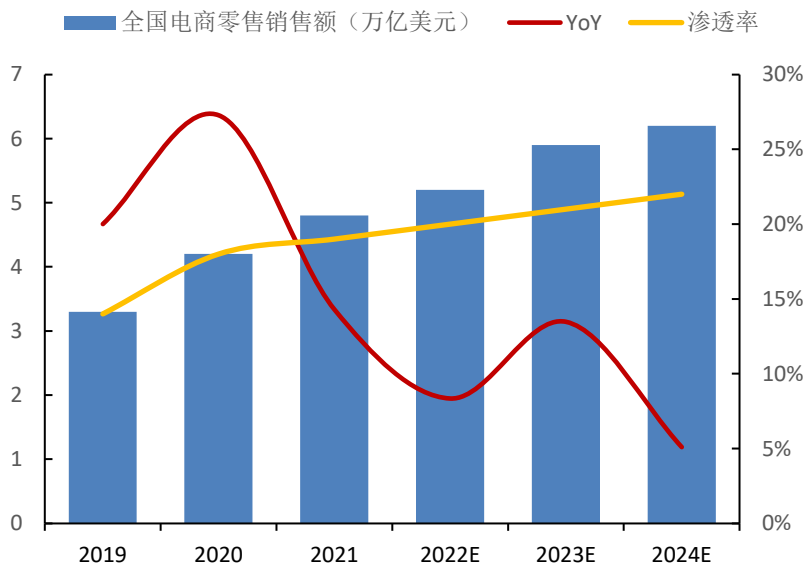
图表：出口跨境电商产业链已经形成成熟的格局



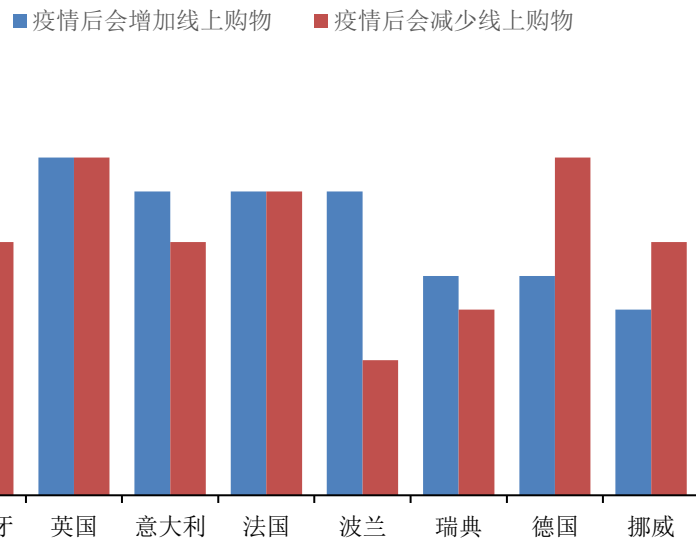
2. 需求端：后疫情时代下线上化趋势延续

- **疫情培养消费者线上消费习惯，疫后线上化趋势延续。**疫情改变了欧美消费者的消费习惯，使其线下的消费行为转移到了线上，加速了跨境电商的渗透。2020年全球电商销售额激增27.6%，平均在线购物时长增长47%。从网购渗透水平来看，据Google&德勤统计，疫情期间有12%海外消费者首次开启线上购物，55%拓宽线上购买品类。
- **后疫情时代线上化趋势延续，跨境电商维持高速增长。**据eMarketer，2021年全球电商销售额达4.9万亿美元（+14%），保持稳步上升趋势，预计2022年有望达5.4万亿美元；全球购物应用时长超1000一小时，同增18%，可见消费者线上消费习惯已逐渐养成，线上化趋势不可逆，支持跨境电商持续增长。

图表：2019-2024E全球电商零售规模及增速



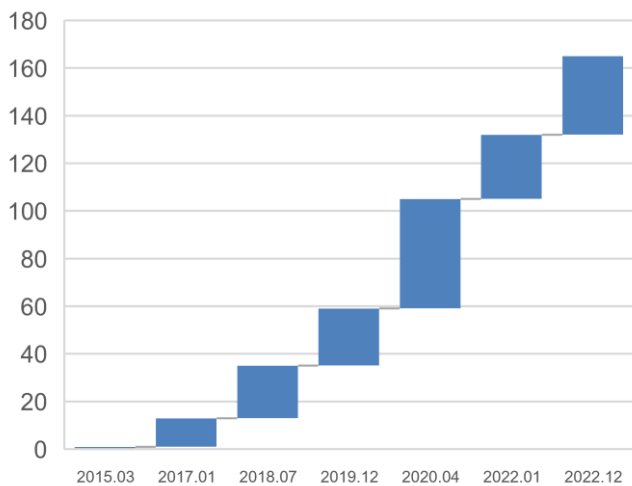
图表：欧洲后疫情时代电商渗透情况的变化调查



3. 供给端：国内供应链效率领先，外部环境优化带动行业扩容

- **国内领先的供应链效率为跨境电商提供底层的支撑逻辑。**跨境电商绝不是低成本，而是用相对低的研发和制造成本去解决全球消费者、全球顾客的痛点。通过数字化的工具捕捉消费者新出现的痛点，进而开发迭代产品，并以最快的速度送到消费者面前。其中跨境电商崛起的底层逻辑是中国供应链强大的支撑，中国是唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，40%以上的产品产量居世界第一，这背后是200多条非常有特色的中国产业带，这些产业带可以说是中国制造的一个脊梁。
- **外部环境优化：**①**政策出台：**中国海关总署6月12日推出16条优化营商环境新举措，促进进出口物流畅通和跨境贸易便利化，包括促进进出口物流畅通、促进跨境贸易便利化、促进企业减负增效、促进外贸创新发展等，多方面优化跨境电商的营商环境。②**服务生态系统持续完善：**跨境电商行业支撑体系朝着多样化、数字化、智能化方向发展，跨境电商物流、跨境支付、SaaS 服务、数字营销等支持服务商大规模涌现。③**技术突破革新：**以AIGC为代表的多类型人工智能应用取得突破，AIGC技术在跨境电商领域应用空间广阔，未来有望带来包括宣传材料、智能客服、智能推荐等运营能力的全面提升，已有企业积极探索布局。
- **跨境电商零售试点、综试区范围扩大、数量扩增，形成东西双向互济的发展格局。**2022年12个省区新增跨境电商综试区，作为我国跨境电商先行试验田引领全国各地跨境电商行业发展。

图表：我国跨境电商综试区数量逐年增长



图表：我国跨境电商行业有望政策持续支持

时间	发布部门	政策名称	内容
2020年1月	商务部、发改委、财政部等	《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》	将石家庄等 50 个城市和海南岛全岛纳入跨境电子商务零售进口试点范围，其中广西、北海、钦州、崇左纳入试点范围
2020年5月	国家外汇管理局	《关于支持贸易新业态发展的通知》	优化贸易新业态外汇结算模式，扩大账户收支范围，推动更多网上业务办理
2020年6月	海关总署	《关于在全国海关复制推广跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》	在全国海关复制推广跨境电商 B2B 出口监管试点，实现跨境电商 B2B 出口业务通关全国一体化
2021年7月	国务院	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	完善跨境电商发展支持政策，扩大跨境电子商务综合试验区试点范围，鼓励传统外贸企业、跨境电商等参与海外仓建设，力促外贸跨境电商等新业态新模式发展
2021年10月	商务部、网信办等	《“十四五”电子商务发展规划》	规划提出到 2025 年跨境电子商务交易额达到 2.5 万亿元，支持跨境电商高水平发展，加快在重点市场海外仓布局，巩固壮大一批具有国际竞争力的跨境电商龙头企业和产业集群，鼓励金融机构与跨境电商配套服务企业开展合作
2022年4月	税务总局等	《关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知》	便利跨境电商进出口退换货管理，鼓励跨境电商出口企业积极适用出口退税政策
2022年6月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策
2023年1月	财政部、海关总署、税务总局	《关于跨境电子商务出口退税商品税收政策的公告》	规定自出口之日起 6 个月内因滞销、退货退运进境的商品免征进口关税和进口环节增值税、消费税

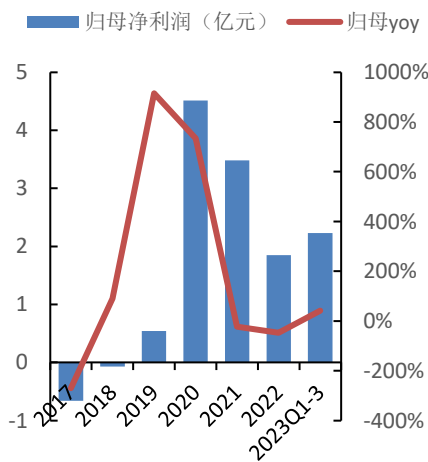
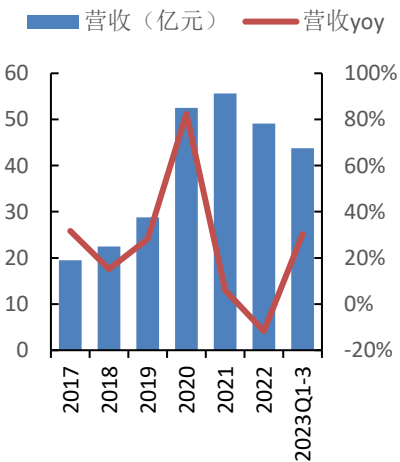
4.1. 赛维时代：B2C跨境电商龙头，品牌化发展战略持续推进

- **赛维时代成立于2012年**，是一家以亚马逊平台销售为主的 B2C 跨境品牌电商公司，公司已孵化 63 个营收过千万的自有品牌，占 2022 年公司商品销售收入的比重为 88.07%。其中，家居服品牌 Ekouaer、男装品牌 Coofandy、内衣品牌 Avidlove、运动器材品牌 ANCHEER 等 21 个品牌 2022 年营业收入过亿，占商品销售收入比重为 77.38%。2023Q1-3 营收同增 30% 至 43.7 亿元。
- **竞争优势**：1) **柔性供应链**：公司自研柔性供应链，全链路数字化管理贯穿选品、智能制造、营销多环节，降本增效；目前已开放给 30 余家第三方外协加工厂。2) **品牌培育能力**：公司多个品牌有多款产品居于 Amazon BestSellers 细分品类前五，品牌培育不仅需依赖亚马逊站内爆款打造，亦需要站外营销、品牌形象打磨、时间沉淀；3) **流量逻辑**：公司销售工具可实现站内 CPC 广告的自动投放，可根据日均量、综合毛利率、退款率、库存等信息自动选择有潜力的产品，结合不同店铺的广告策略，通过 Amazon 平台开放的 API 接口自动投放广告。
- **盈利预测与估值**：预计 2023/24 年净利润分别为 3.67/5.01 亿元 (+37%)，对应 EPS 为 0.92/1.25 元，当前股价对应 24 年 PE 为 27X。

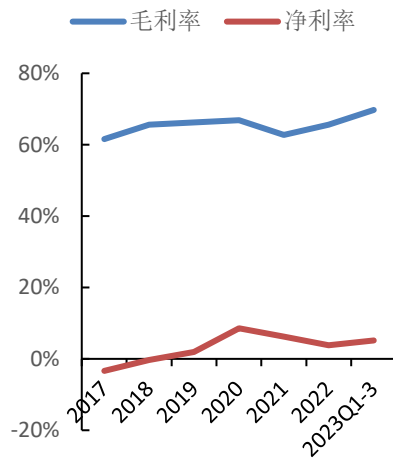
图表：公司的全链路数字化能力



图表：公司 2017 至 23Q1-3 营收及净利润增速



图表：公司的毛利率/净利率



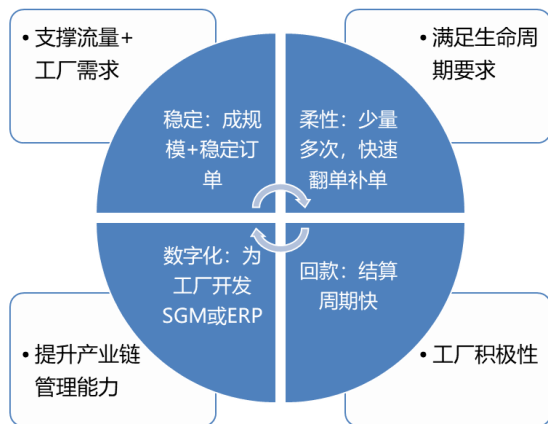
图表：公司的品牌金字塔



4.2 SheIn: 跨境快时尚品牌→跨境平台

- **成立15年的跨境服饰龙头。**SheIn 成立于 2008 年 10 月，时名为南京点唯信息技术有限公司。创始人许仰天持股 45% 的股份，两位合伙人（王小虎、李鹏）各占 45%/10% 的股份。作为跨境B2C互联网企业，主要经营女性快时尚领域，为全球消费者提供高性价比的时尚产品。
- **供应链是基础，跨境电商能力是乘数，流量红利是催化。**SHEIN的海外快速增长不仅只是流量端做的比较好，除了业界常说的其供应链是护城河之外，作为一家体量很大的独立站，其站内的运营端也是很强大，当海量的产品（有上百万个SKU）遇上海量的流量（每个月几千万的UV），通过算法进行产品展推荐，更多的需要站内收集用户数据，搭建用户成长体系，实现流量红利期的增长到流量红利后期流量的运营。
- **拓品类：**①**美妆：**2020年末SHEIN推出美妆独立站SHEGLAM，打法上沿用主站价格低廉、上新快产品多样的风格；②**宠物用品：**伴随宠物经济的兴起，SHEIN看准欧美快速发展的宠物市场，开辟宠物用品新类目，产品主要包括宠物服装、玩具等，较好地复用其在服装品类上的供应链及设计优势，价格上具备性价比。
- **平台化：**2020年末首次公开招商后，SHEIN逐渐启动平台化探索，旨在进一步扩张业务版图。目前SHEIN已于2022年7月开始招商，主要吸引女装及相关品类的二三线品牌入驻。招商品类包括服饰、美护、电子产品、汽车配件、运动户外、母婴产品、床上用品、宠物用品、办公学习等。
- **GMV情况：**据虎嗅APP，2022年GMV突破300亿美元，同比增长50%，计划到2025年实现585亿美元年营收及806亿元商品交易总额，对应3年内GMV增长超168%。

图表：SHEIN柔性供应链特点



图表：SHEIN的融资历程

时间	融资金额	投资机构	估值金额
2013.12	A轮 500万美元	集富亚洲	—
2016.07	B轮 3亿人民币	IDG资本、景林投资	15亿人民币
2018.07	C轮 数亿美元	顺为资本、红杉中国	—
2019.12	D轮 5亿美元	Tiger Global Management、红杉中国	—
2020.08	E轮 数亿美元	—	150亿美元
2022.04	F轮 超10亿美元	泛大西洋资本（领头），Tiger Global Management、红杉中国（跟投）	1000亿美元

图表：SHEIN的商品流转链条（生产→销售20-30天）



风险提示

品牌服饰:

- ✓ 市场竞争加剧;
- ✓ 消费复苏不及预期;
- ✓ 公司调整进展/改革成效不及预期;

纺织制造:

- ✓ 品牌客户去库存低于预期;
- ✓ 海外需求疲软超预期;
- ✓ 汇率剧烈波动: 多数出口企业以美元计价, 汇率波动可能会影响报表收入增速以及利润率;
- ✓ 供求关系及边缘政治等影响大宗商品价格剧烈波动, 进而导致原材料成本剧烈波动: 原料成本在生产成本中占比较大, 原料成本波动可能会影响毛利率水平;
- ✓ 产品扩张/释放节奏不及预期;

跨境电商:

- ✓ 海外贸易政策风险: 如亚马逊封号风险、关税、当地税收政策变化等;
- ✓ 竞争加剧风险;

太平洋纺织服装&商贸团队介绍

郭彬 纺织服装&商贸零售行业 首席分析师

中南财经政法大学工商管理学学士，悉尼大学金融学、经济学硕士。2019年加入太平洋证券，从事纺织服装及商贸零售行业研究。先后就职于国金证券，国泰君安证券，天风证券。多次作为团队核心成员获得金牛奖，水晶球，第一财经等卖方分析师评比奖项。擅长捕捉高景气度子行业的边际变化，从产业研判等多方角度综合验证，长期跟踪挖掘行业优质公司，深度覆盖电商、品牌服饰、化妆品、超市、珠宝等子行业。

销售团队

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	郭佳佳	18811762128	guojj@tpyzq.com
华东销售总监	杨晶	13851505274	yangjingsh@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com

投资评级说明及重要声明

➤ 行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 - 5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

➤ 公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。



研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。