

纺织服装

行业中期策略

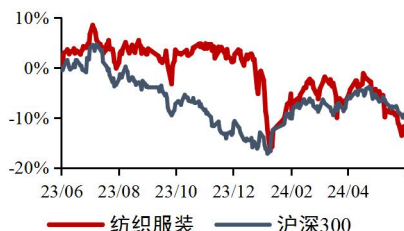
同步大市-A(维持)

制造订单强恢复，品牌消费弱复苏

2024年6月28日

行业研究/行业中期策略

纺织服装板块近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

首选股票		评级
300979.SZ	华利集团	买入-A
02313.HK	申洲国际	买入-A
002003.SZ	伟星股份	买入-B
01361.HK	361度	买入-B
03998.HK	波司登	买入-A
02020.HK	安踏体育	买入-A

资料来源：最闻，山西证券研究所

相关报告：

【山证纺织服装】5月化妆品/纺织服装增速转正，体育娱乐品类景气延续-【山证轻纺】5月社零数据点评 2024.6.17

【山证纺织服装】纺织制造台企公布2024年5月营收数据，本周金价调整幅度加大-【山证轻纺】行业周报 2024.6.16

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➢ 2024H1 纺织服饰板块跑输大盘，纺织制造龙头与红利股超额收益显著。2024H1（截至6/21日，下同），SW 纺织服饰板块累计下跌14.45%，跑输沪深300指数16.33pct，位居三十一个申万一级行业的第二十三位。分子板块看，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品累计跌幅分别为14.23%、14.53%、14.65%。截至6/21日，SW 纺织服饰PE-TTM为17.4倍，处于近三年估值水平25%分位以下。2024H1，SW 纺织制造板块中，共有6只个股取得正收益，分别为华利集团(+30.66%)、伟星股份(+22.33%)、百隆东方(+11.99%)、新澳股份(+9.61%)、健盛集团(+8.26%)、鲁泰A(7.85%)。SW 服装家纺板块中，共有7只个股取得正收益，分别为开润股份(+47.17%)、海澜之家(+29.21%)、水星家纺(+21.91%)、富安娜(+21.50%)、雅戈尔(+16.67%)、森马服饰(+8.34%)、报喜鸟(+4.40%)。SW 饰品板块中，中国黄金取得正收益(+4.37%)。港股纺织服饰板块中，裕元集团、波司登、361度涨幅领先，其次为特步国际、安踏体育、申洲国际，李宁、赢家时尚、周大福表现居后。

➢ 纺织制造：库存回归健康，看好纺企订单逐季向好。行业经历一年多去库存后，2024年初至今主要国家纺织服装出口及纺企出货实现修复。以美元计，2024年1-5月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别同比增长2.6%、0.2%，越南纺织服装、制鞋出口金额分别同比增长4.2%、7.3%，2024Q1，孟加拉服装出口金额同比增长0.8%。聚阳/儒鸿/丰泰季度营收增速分别于2023Q3/2023Q4/2024Q1由负转正，裕元鞋履制造业务营收2024Q1基本持平，鞋履出货量增速由负转正。2024年4-5月，纺织制造台企营收增速环比进一步提升，且伴随产能利用率回升，毛利率持续修复。库存角度看，美国服装零售商库存水平已处于历史正常区间，批发商库存水平仍待进一步改善。截至2024/4末，我国纺织服装产成品存货同比增长2.2%，结束连续十二个月的下滑，行业走出主动去库阶段。截至2024Q1末，除VF公司，主要国际运动品牌公司库销比处于2019年至今50%以下水平，国际运动品牌公司库存整体健康，多数品牌已走出主动去库阶段。国际运动品牌销售展望有所分化，整体偏谨慎乐观，我们预计纺企今年营收增速回正，主要为品牌恢复正常下单，若后续终端销售向好，品牌公司有望上调业绩指引，受益于去库阶段品牌供应商调整，头部制造商营收增速预计好于品牌自身。

➢ 品牌服饰：终端弱复苏，低基数影响预计社零数据环比好转。2024年初至



今，我国消费者信心指数缓慢修复，2024年5月，国内实现社零总额3.92万亿元，同比增长3.7%，环比提升1.4pct，从限上纺织服装商品销售额当月增速来看，23Q1终端开始迅速恢复，2023年3-5月增速分别为17.7%、32.4%、17.6%，随后明显放缓，伴随高基数影响逐步减弱，后续终端数据有望平稳回升。纺织服装中，运动服饰景气持续，社零增速表现持续好于纺织服装品类及商品零售大盘。叠加即将开幕的巴黎奥运会，有望提升民众体育运动参与率，进一步催化体育终端消费。今年天猫618全周期，运动户外行业破亿品牌数29家，耐克、FILA、阿迪达斯、李宁、安踏品牌位居前五名，头部品牌依旧取得高速增长，lululemon、可隆等品牌销售同比增长超过100%，迪桑特、361度、SALOMON等销售同比增长超80%。截至2024Q1末，本土运动服饰公司库存水平均处于正常可控水平，伴随运动服饰需求持续景气，品牌营收有望稳健增长。

➤ **黄金珠宝：金价上涨对黄金首饰消费支撑性强，短期关注金价变化。**长周期角度，黄金首饰兼具投资与消费属性，金价上涨对黄金首饰消费量支撑性强。从长时间维度来看，黄金价格上涨，黄金首饰需求增加，二者正相关性明显。短期终端销售层面，2024Q1，我国黄金首饰消费量为183.92吨，同比下降3.00%，上海金交所AU9999黄金现货收盘均价为489.18元/克，同比增长16.35%。结合黄金首饰消费量与金价变化，我们估算，2024Q1，我国黄金首饰消费额同比增长12.9%。进入二季度，金价开启高位波动，终端消费者观望情绪加重，限额以上金银珠宝零售额当月增速由正转负，2024年4-5月，限额以上金银珠宝零售额同比下降0.1%、11%。周大福4月1日至5月31日中国大陆同店销售同比下降27.6%、39.7%，其中黄金产品、镶嵌产品同店销售同比分别下降29.8%、32.9%。

➤ **投资建议：（一）建议积极关注板块高股息率公司。**我国品牌服饰行业发展成熟，资本开支有限，自由现金流充裕，行业内公司股息率普遍较高，建议积极关注基本面稳健的高股息率公司配置价值，海澜之家、富安娜、百隆东方、森马服饰、水星家纺等。（二）**继续推荐中游纺织制造龙头。**看好在核心客户供应链中地位稳固、份额持续提升，新客户拓展取得积极成果的中游纺织制造龙头，推荐华利集团、申洲国际、伟星股份，建议关注南山智尚、健盛集团、浙江自然。（三）**看好下半年运动服饰景气持续。**2024Q1，运动服饰行业折扣稳中向好，各品牌库存回归健康水平，其中大众运动服饰公司361度零售流水超预期。2024年初至今，体育娱乐品类社零在上年同期高基数情况下，持续快速增长，需求韧性较强，伴随奥运催化，运动服饰景气有望持续。推荐361度、波司登、安踏体育，建议关注李宁。（四）**关注金价变化及黄金珠宝终端消费。**继续跟踪金价变化及终端黄金珠宝销售情况。看好头部黄金珠宝公司品牌势能提升及渠道开拓能力，建议关注老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基。

风险提示：国内消费信心恢复不及预期的风险；行业价格竞争加剧的风险；金价剧烈波动的风险；原材料价格大幅上涨的风险。

目录

1. 2024 年上半年板块行情回顾.....	7
1.1 2024 年上半年纺织服饰板块跑输大盘，板块估值回到历史低位.....	7
1.2 2024 年上半年纺织制造龙头与红利股超额收益显著.....	8
2. 纺织制造：库存回归健康，看好纺企订单逐季向好.....	9
2.1 纺服出口及纺企营收增速逐步改善，纺企盈利能力持续修复.....	9
2.2 我国及海外服装行业结束去库，国际运动品牌公司销售展望谨慎乐观.....	11
3. 品牌服饰：终端弱复苏，低基数影响预计社零数据环比好转.....	14
3.1 消费者信心小幅恢复，低基数下社零数据有望好转.....	14
3.2 体育消费景气持续，品牌端库存优化，关注下半年奥运赛事催化.....	17
3.3 618 电商大促：平台间低价之争加剧，直播电商渗透率继续提升.....	22
4. 黄金珠宝：金价上涨对黄金首饰消费支撑性强，短期关注金价变化.....	25
4.1 长周期：金价上涨对黄金首饰消费支撑性强.....	25
4.2 短期：24Q1 黄金珠宝消费高基数下稳健增长，2 季度以来金价高位波动影响终端需求.....	26
5. 投资建议.....	27
6. 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 2024 年上半年 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	7
图 2： SW 纺织服饰各子版块和沪深 300 指数走势（单位：%）.....	7
图 3： 2024 年上半年港股纺织服饰公司涨跌幅.....	9
图 4： 我国/越南/孟加拉纺织服装出口金额累计同比增速.....	10
图 5： 丰泰企业季度美元营收同比增速与毛利率.....	10

图 6: 裕元制造业务季度营收同比增速与毛利率.....	10
图 7: 聚阳实业季度美元营收同比增速与毛利率.....	11
图 8: 儒鸿季度美元营收同比增速与毛利率.....	11
图 9: 美国零售与批发商服装库销比.....	11
图 10: 我国服装产成品存货与营业收入同比变化 (单位: %)	11
图 11: 国际运动品牌公司 2024Q1 库销比分位值.....	12
图 12: 申洲国际来自前四大客户收入增速 VS 前四大客户自身收入增速.....	13
图 13: 裕元、丰泰来自大客户收入增速 VS 客户自身收入增速.....	14
图 14: 消费者信心指数与社零增速走势对比.....	15
图 15: 相较一年前, 整体消费者情绪更为乐观 (2024/05)	15
图 16: 社零大盘与纺织服装社零单月同比增速.....	15
图 17: 2024 年全国购物中心客流同比变化——分城市.....	15
图 18: 2024H1 体育/娱乐用品社零保持高增.....	17
图 19: 2024H2 体育赛事.....	18
图 20: 本土运动服饰公司毛利率.....	20
图 21: 安踏体育分品牌毛利率.....	20
图 22: 本土运动公司存货周转天数.....	21
图 23: 李宁全渠道存货及库销比.....	21
图 24: 李宁全渠道存货库龄结构.....	22
图 25: 李宁公司存货库龄结构.....	22
图 26: 2024 年 618 消费者问卷调查.....	错误! 未定义书签。
图 27: 2024“618”天猫护肤类目品牌榜.....	25
图 28: 2024“618”天猫运动户外品牌销售前十名.....	25

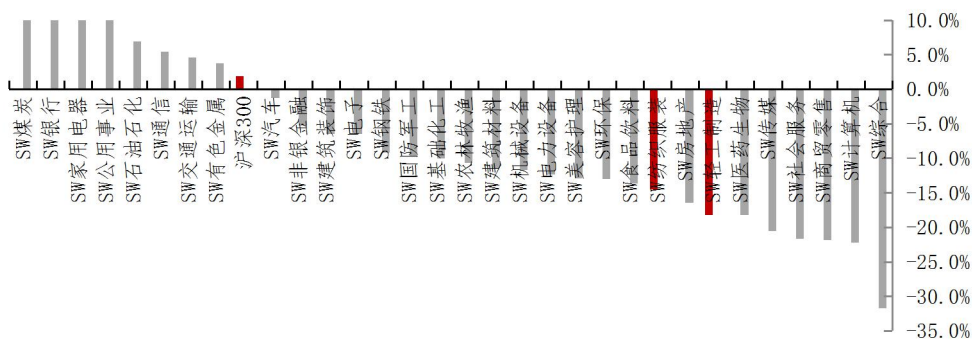
图 29: 2004-至今上海金交所黄金现货价格与国内限额以上珠宝销售月度变化.....	25
图 30: 我国黄金首饰季度消费量(单位:吨)及同比增速.....	26
图 31: 上金所 AU9999 收盘价(元/克)	26
表 1: SW 纺织服饰板块 2024 年上半年录得正收益个股.....	8
表 2: 国际品牌服饰公司收入指引梳理.....	13
表 3: 服装品牌上市公司单季度营收增速.....	16
表 4: 2023Q1 以来单季度营收相较于 2021 年同期的恢复程度.....	16
表 5: 本土运动服饰公司零售终端流水表现.....	18
表 6: 本土运动服饰公司门店数量(单位:家)	20
表 7: 特步主品牌零售折扣表现.....	21
表 8: 特步主品牌渠道存货周转表现.....	22
表 9: 各电商平台 2024 年“618”表现.....	24
表 10: 纺织服饰板块相关标的.....	28

1. 2024 年上半年板块行情回顾

1.1 2024 年上半年纺织服饰板块跑输大盘，板块估值回到历史低位

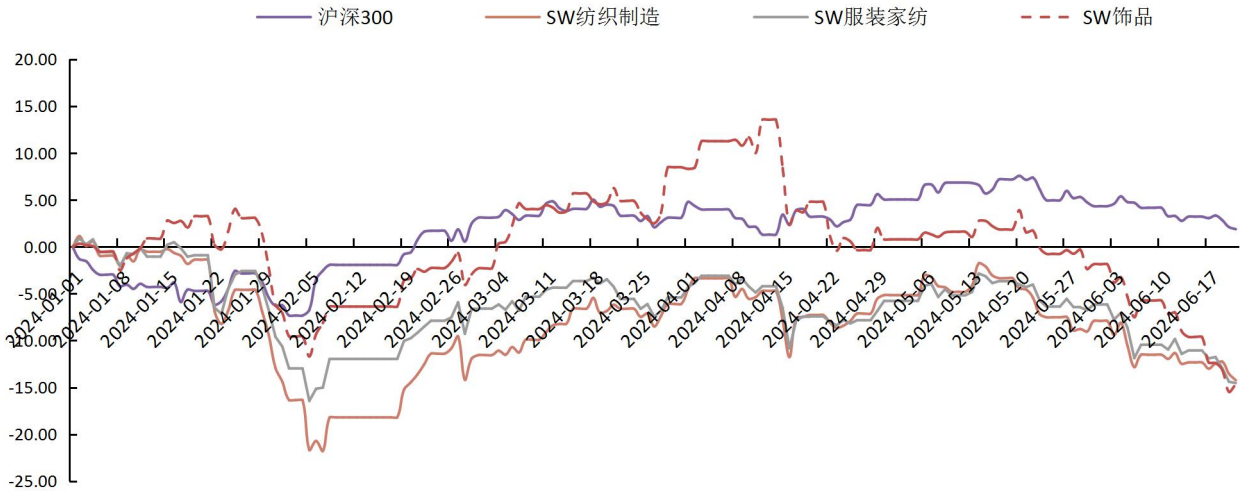
2024 年上半年（截至 6 月 21 日），SW 纺织服饰板块累计下跌 14.45%，跑输沪深 300 指数 16.33pct，位居三十一个申万一级行业的第二十三位。分子板块看，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品累计跌幅分别为 14.23%、14.53%、14.65%。SW 饰品板块在金价稳步上涨、旺季终端销售带动下，2024 年 1 季度实现显著超额收益；后续由于金价开启高位波动，终端观望情绪加重，加盟商进货意愿下降，板块持续回调。SW 纺织制造板块和 SW 服装家纺板块走势基本趋同，2 季度国内消费复苏不及预期，叠加上年同期社零高基数，板块持续回调。截至 2024 年 6 月 21 日，SW 纺织服饰 PE-TTM 为 17.4 倍，较 2024 年初的 23.2 倍有所下降，处于近三年估值水平 25%分位以下。

图 1：2024 年上半年 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：SW 纺织服饰各子版块和沪深 300 指数走势（单位：%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 2024 年上半年纺织制造龙头与红利股超额收益显著

个股层面看，2024 年上半年（截至 6 月 21 日），SW 纺织制造板块中，共有 6 只个股取得正收益，分别为华利集团（+30.66%）、伟星股份（+22.33%）、百隆东方（+11.99%）、新澳股份（+9.61%）、健盛集团（+8.26%）、鲁泰 A（7.85%）。SW 服装家纺板块中，共有 7 只个股取得正收益，分别为开润股份（+47.17%）、海澜之家（+29.21%）、水星家纺（+21.91%）、富安娜（+21.50%）、雅戈尔（+16.67%）、森马服饰（+8.34%）、报喜鸟（+4.40%）。SW 饰品板块中，中国黄金取得正收益（+4.37%），其它黄金珠宝公司年初至今均录得负收益，其中，周大生（-9.62%）、菜百股份（-10.54%）、老凤祥（-13.19%）、潮宏基（-22.82%）、曼卡龙（-32.27%）。港股纺织服饰板块中，裕元集团、波司登、361 度涨幅领先，其次为特步国际、安踏体育、申洲国际，李宁、赢家时尚、周大福表现居后。

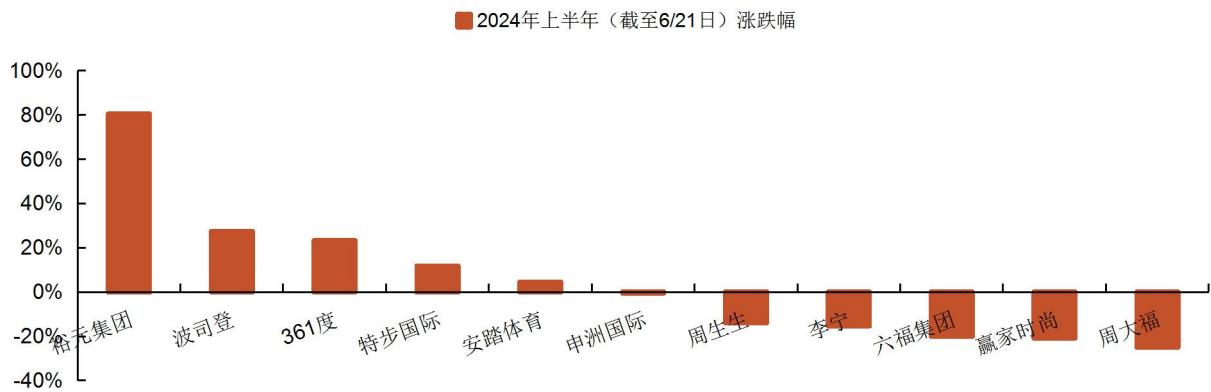
表 1：SW 纺织服饰板块 2024 年上半年录得正收益个股

证券代码	证券简称	2024 年上半年涨幅	市值(亿元)	净利润(2024E)	派息率(2023)	股息率(2024E)	PE(2024E)
300577.SZ	开润股份	47.2%	51.56	2.63	19.4%	1.0%	19.6
300979.SZ	华利集团	30.7%	788.54	38.31	43.8%	2.1%	20.6
600398.SH	海澜之家	29.2%	433.69	33.28	91.1%	7.0%	13.0
002003.SZ	伟星股份	22.3%	149.43	6.51	94.3%	4.1%	23.0
603365.SH	水星家纺	21.9%	46.06	4.30	62.4%	5.8%	10.7
002327.SZ	富安娜	21.5%	85.69	6.33	95.1%	7.0%	13.5
600177.SH	雅戈尔	16.7%	330.96	-	67.3%	-	-
601339.SH	百隆东方	12.0%	77.40	5.99	88.6%	6.9%	12.9

证券代码	证券简称	2024 年上半年涨幅	市值(亿元)	净利润(2024E)	派息率(2023)	股息率(2024E)	PE(2024E)
603889.SH	新澳股份	9.6%	54.80	4.63	54.2%	4.6%	11.8
002563.SZ	森马服饰	8.3%	160.84	13.17	72.1%	5.9%	12.2
603558.SH	健盛集团	8.3%	37.87	3.22	68.0%	5.8%	11.8
000726.SZ	鲁泰 A	7.9%	56.07	6.17	26.3%	2.9%	9.1
002154.SZ	报喜鸟	4.4%	82.89	8.13	52.3%	5.1%	10.2
600916.SH	中国黄金	4.4%	165.82	12.01	77.7%	5.6%	13.8

资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 2024 年上半年为截至 6/21 日, 市值为截至 2024/6/21 日数据, 净利润为截至 2024/6/21 日 Wind 一致预测)

图 3: 2024 年上半年港股纺织服饰公司涨跌幅



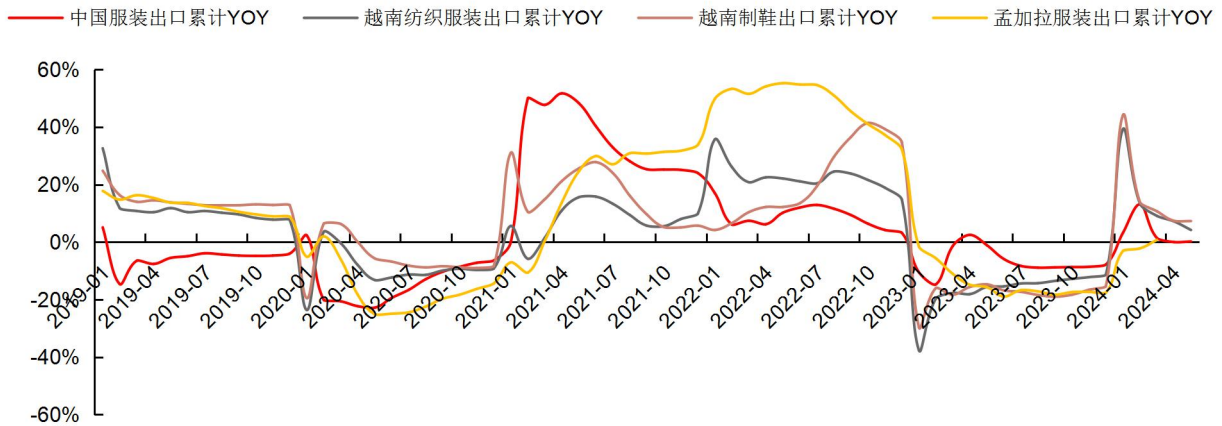
资料来源: Wind, 山西证券研究所

2. 纺织制造: 库存回归健康, 看好纺企订单逐季向好

2.1 纺服出口及纺企营收增速逐步改善, 纺企盈利能力持续修复

行业经历一年多去库存后, 2024 年初至今主要国家纺织服装出口实现修复。以美元计, 2023 年, 我国服装及衣着附件、越南纺织服装、越南制鞋、孟加拉服装出口金额同比下降 7.8%、11.3%、15.3%、17.6%。2024 年 1-5 月, 我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为 571.26、587.16 亿美元, 累计同比增长 2.6%、0.2%, 恢复至 2022 年同期的 90.9%、94.4%。越南纺织服装、制鞋出口金额分别为 131.82、86.40 亿美元, 累计同比增长 4.2%、7.3%, 恢复至 2022 年同期的 88.0%、91.6%。2024 年 1-3 月, 孟加拉服装出口金额为 85.94 亿美元, 累计同比增长 0.8%, 恢复至 2022 年同期的 89.6%。

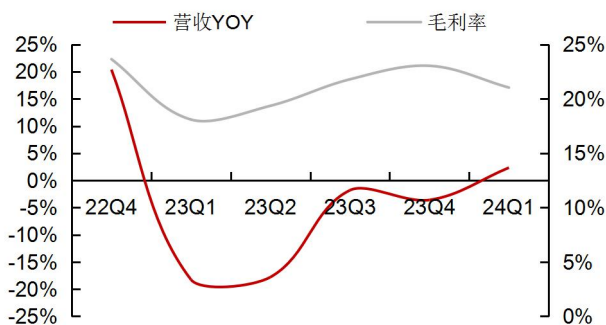
图 4：我国/越南/孟加拉纺织服装出口金额累计同比增速



资料来源：Wind, 海关总署, 越南海关, 孟加拉国央行, 山西证券研究所

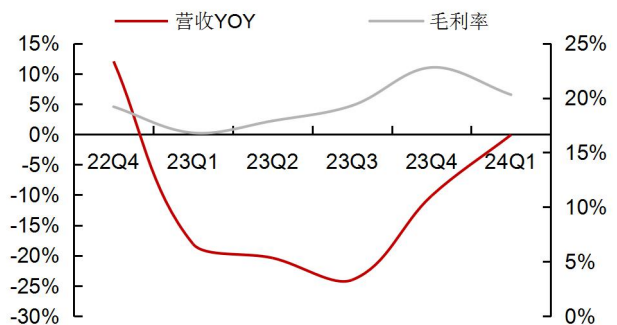
主要纺织制造台企营收增速逐季改善，产能利用率回升带动毛利率修复。以美元计，聚阳/儒鸿/丰泰季度营收增速分别于 2023Q3/2023Q4/2024Q1 由负转正，裕元鞋履制造业务营收 2024Q1 基本持平，鞋履出货量增速由负转正。2024 年 4-5 月，主要纺织制造台企营收增速环比进一步提升。伴随产能利用率回升，主要纺织制造台企毛利率持续修复，2024Q1，丰泰/裕元/聚阳/儒鸿毛利率分别为 21.0%/20.3%/27.0%/29.6%，同比提升 2.9/3.5/1.7/1.1pct。

图 5：丰泰企业季度美元营收同比增速与毛利率



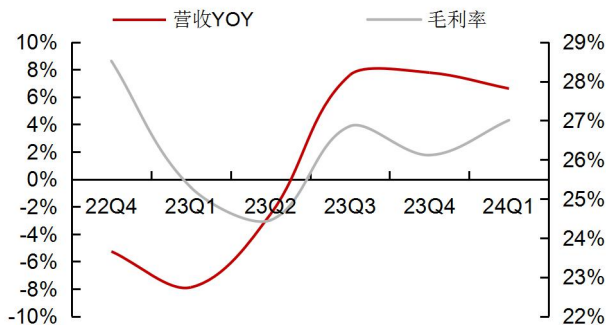
资料来源：Wind, 山西证券研究所

图 6：裕元制造业务季度营收同比增速与毛利率



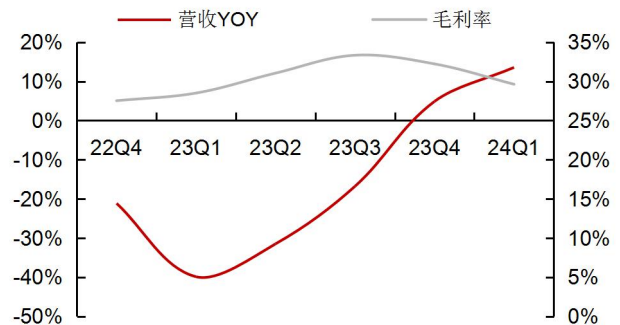
资料来源：裕元 2024 年第一季度业绩公司简报, 山西证券研究所

图 7：聚阳实业季度美元营收同比增速与毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：儒鸿季度美元营收同比增速与毛利率



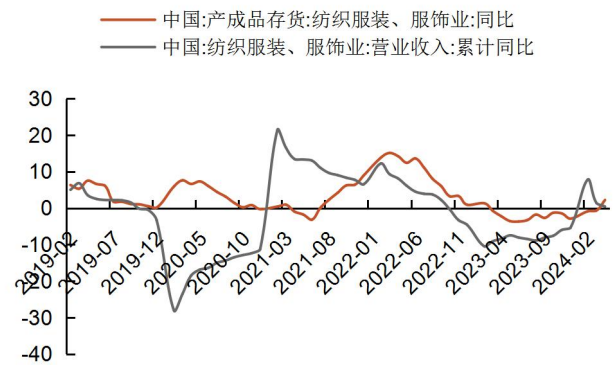
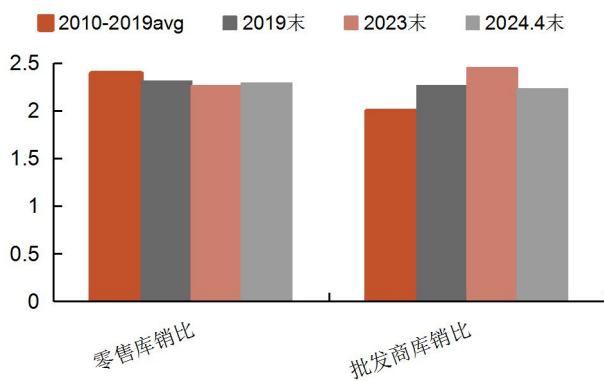
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 我国及海外服装行业结束去库，国际运动品牌公司销售展望谨慎乐观

美国服装批发商库存水平有待进一步改善，我国纺织服装行业结束去库阶段。海外服装库存方面，2023年末，美国服装零售商库销比、美国服装批发商库销比分别为 2.26、2.45，较疫情前 2019 年末相比，分别下滑 0.05、上升 0.19；2024 年 4 月末，美国服装零售商库销比、美国服装批发商库销比分别为 2.29、2.23，较疫情前 2019 年末相比，分别下滑 0.02、0.03，美国服装批发商去库存进度稍慢于零售商。从目前库销比水平看，美国服装零售商库存水平已处于历史正常区间，批发商库存水平仍待进一步改善。我国服装库存方面，自 2020 年开始疫情对我国纺织服装销售节奏带来扰动，且服装产品具有明显季节属性，因此 2020 年-2024 年初期间，我国纺织服装行业陆续经历“被动补库—>被动去库—>主动补库—>主动去库”阶段。2024 年 1-4 月，我国纺织服装营业收入累计同比增长 0.4%，期末产成品存货同比增长 2.2%，产成品存货结束连续十二个月的下滑，我国纺织服装行业结束主动去库阶段。

图 9：美国零售与批发商服装库销比

图 10：我国服装产成品存货与营业收入同比变化(单位：%)

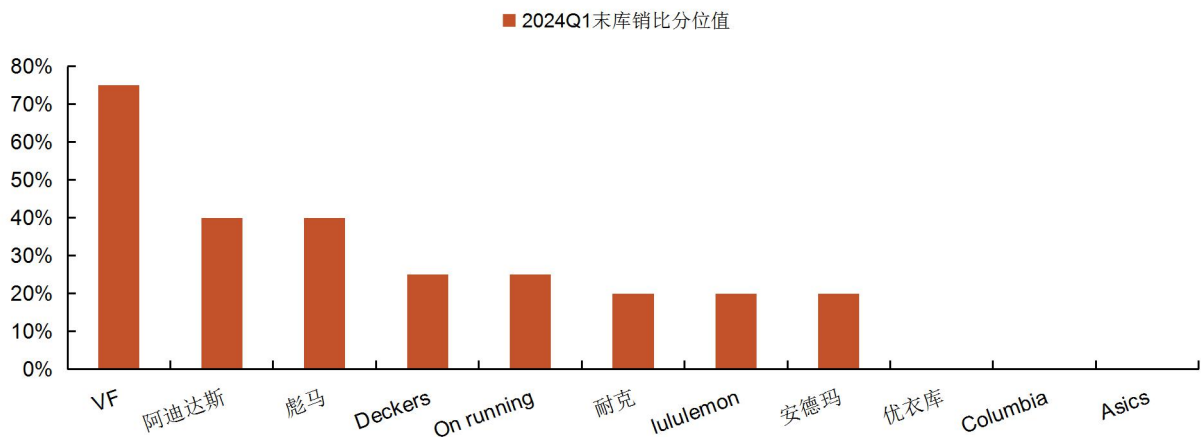


资料来源: Wind, 美国商务部普查局, 山西证券研究所

资料来源: Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

国际运动品牌公司库存整体健康，多数品牌已走出主动去库阶段。截至 2024Q1 末，除 VF 公司，主要国际运动品牌公司库销比处于 2019 年至今 50%以下水平，优衣库库存水平表现为此段区间最佳水平，因此我们认为国际运动品牌公司库存整体健康。结合最新季度营业收入与库存同比增速情况，彪马/安德玛/VF/Columbia 公司营业收入与库存同比均处于下降状态，仍处于主动去库状态；其它国际运动品牌公司普遍连续三个季度实现营业收入增长，而库存下降，已由主动去库过渡到被动去库状态。

图 11: 国际运动品牌公司 2024Q1 库销比分位值



资料来源: Wind, On running 官网, 山西证券研究所 (注: 使用 2019-2024Q1 区间数据计算分位值)

国际运动品牌销售展望有所分化，整体偏谨慎乐观。我们认为，品牌客户库存整体处于健康状态，是否会开启积极主动补库，取决于品牌端对于后续终端销售的展望。我们梳理主要国际运动品牌公司对于 2024 年营业收入的展望：（一）安德玛展望 2025 财年（2024.4.1-2025.3.31，下同）营收降低低双位数，Columbia 展望 2024 自然年营收下降 2%-4%，VF 未提出 2025 财年营收指引，以上三家品牌公司对于后续销售展望偏

弱。（二）2023 年实现较快增长的运动品牌公司，On running/迅销/Lululemon/Deckers/Asics 对于后续营收增速展望虽然有所放缓，但仍有较好水平，On running 预计 2024 自然年汇率中性营收同比增长至少 30%，迅销预计 2024 财年（2023.9.1-2024.8.31）营收同比增长 9.5%，Lululemon 预计 2024 财年（2024.1.29-2025.1.31）营收同比增长 11%-12%，Deckers 预计 2025 财年营收同比增长 10%，Asics 预计 2024 自然年营收同比增长低单位数。（三）阿迪达斯展望 2024 年汇率中性营收增长中至高单位数，较 2023 年的同比持平有所好转。

（四）彪马展望 2024 年汇率中性营收增长中单位数，较 2023 年的同比增长 6.6%有所放缓。耐克展望 2024 财年（截至 2024.5.31 日）营收同比增长约 1%，较 2023 财年的同比增长 9.6%有所放缓。

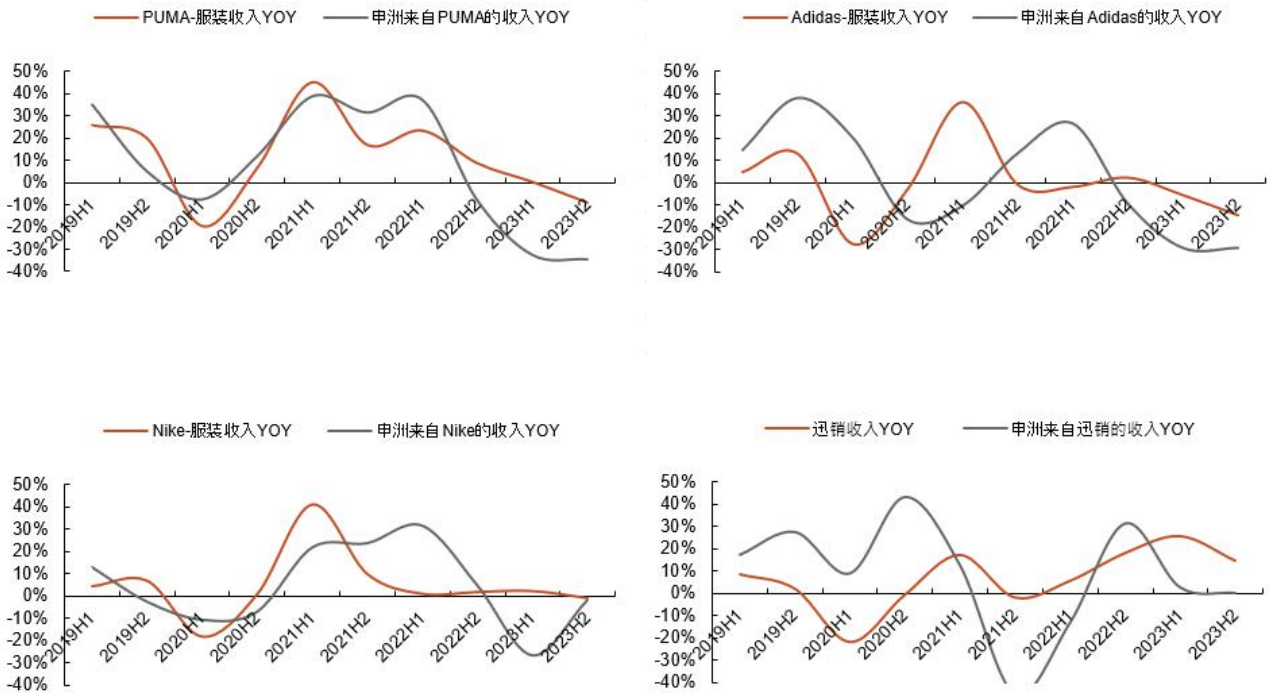
表 2：国际品牌服饰公司收入指引梳理

品牌公司	2023A	2024E	口径	2024E 指引对应时间	最新季报	最新季度增速
On running	46.6%	增长 27.80%	报表层面	2024.1.1-2024.12.31	2024/3/31	21%
迅销	20.2%	增长 9.5%	报表层面	2023.9.1-2024.8.31	2024/2/29	5%
Lululemon	18.6%	增长 11%-12%	报表层面	2024.1.29-2025.1.31	2024/4/28	10%
Deckers	18.2%	增长 10%	报表层面	2024.4.1-2025.3.31	2024/3/31	21%
Asics	17.7%	增长 3.4%	报表层面	2024.1.1-2024.12.31	2024/3/31	14%
Adidas	0.0%	增长中高单位数	汇率中性	2024.1.1-2024.12.31	2024/3/31	8%
Puma	6.6%	增长中单位数	汇率中性	2024.1.1-2024.12.31	2024/3/31	0.5%
Nike	9.6%	增长 1%	报表层面	2023.6.1-2024.5.31	2024/2/29	0.3%
Columbia	0.7%	下降 2%-4%	报表层面	2024.1.1-2024.12.31	2024/3/31	-6%
安德玛	-3%	下降低双位数	报表层面	2024.4.1-2025.3.31	2024/3/31	-5%
VF	-10.0%	未提出指引	报表层面	2024.4.1-2025.3.31	2024/3/31	-13%

资料来源：各公司官网，山西证券研究所（Adidas/Puma 的 2023A 营收增速、最新季度增速均为汇率中性口径）

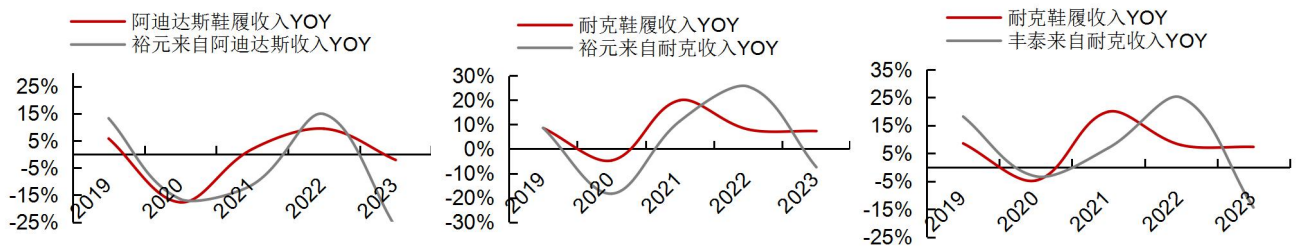
品牌公司供应商持续集中，若终端销售后续向好，预计头部制造商营收增速好于品牌自身。回溯制造商与品牌公司营收增速表现，制造商营收增速波动一般较品牌公司更为剧烈，主要源于品牌公司基于对后续销售展望带来的提前备货或减少下单。同时，品牌公司经历去库阶段时，往往存在供应商调整，份额向优质头部供应商及战略合作供应商进行集中。在 2023 年去库阶段，头部制造商未停止产能扩张，如华利集团在越南、印尼扩产，伟星股份建设越南工业园，申洲国际柬埔寨、印尼产能扩张。结合品牌库存情况及对后续销售展望，我们预计纺企今年营收增速回正，主要为品牌恢复正常下单，若后续终端销售向好，品牌公司有望上调业绩指引，头部制造商营收增速预计好于品牌自身。

图 12：申洲国际来自前四大客户收入增速 VS 前四大客户自身收入增速



资料来源：Wind，申洲国际 2019-2023 年报/半年报，山西证券研究所（注：均剔除汇率影响）

图 13：裕元、丰泰来自大客户收入增速 VS 客户自身收入增速



资料来源：Wind，裕元集团/丰泰企业 2018-2023 年报，山西证券研究所

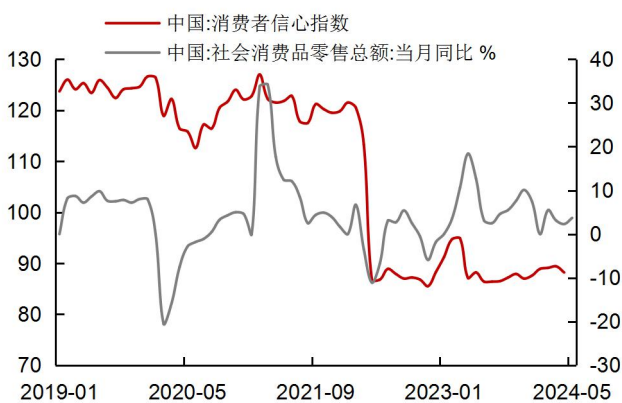
3. 品牌服饰：终端弱复苏，低基数影响预计社零数据环比好转

3.1 消费者信心小幅恢复，低基数下社零数据有望好转

消费者信心指数与社零增速呈现较强正相关，2024 年前 4 个月，消费者信心指数缓慢恢复。2024 年 5

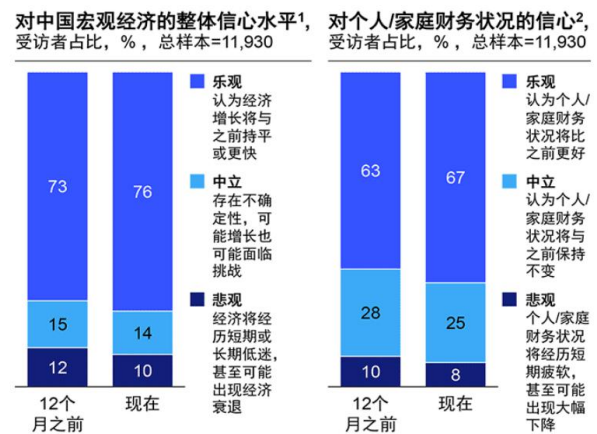
月，国内实现社零总额 3.92 万亿元，同比增长 3.7%，表现低于市场一致预期（根据 Wind，2024 年 5 月社零当月同比增速预测平均值为+4.5%）。5 月社零增速较 4 月（+2.3%）环比提升 1.4pct。2024 年初至今，我国消费者信心指数缓慢修复，4 月消费者信心指数环比有所下滑（2024 年 1 月、2 月、3 月、4 月消费者信心指数分别为 88.9、89.1、89.4、88.2，环比分别增长 1.3、0.2、0.3、-1.2），叠加上年同期基数较高（2023 年 5 月，社零同比增长 12.7%），社会消费品零售总额整体增长较为平稳。从麦肯锡 2024 年 5 月发布的《2024 中国消费趋势调研：预期谨慎存在潜力》中的数据来看，同样显示出受访者对于宏观经济的整体信心水平乐观的占比由 12 个月前的 73% 上升至 76%；对个人/家庭财务状况的信心乐观的占比由 63% 上升至 67%。

图 14：消费者信心指数与社零增速走势对比



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 15：相较一年前，整体消费者情绪更为乐观（2024/05）

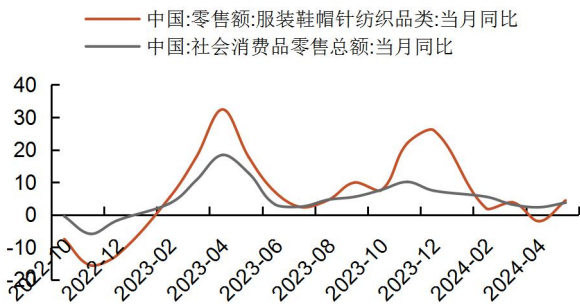


资料来源：麦肯锡全球研究院《2024 中国消费趋势调研：预期谨慎存在潜力》，山西证券研究所

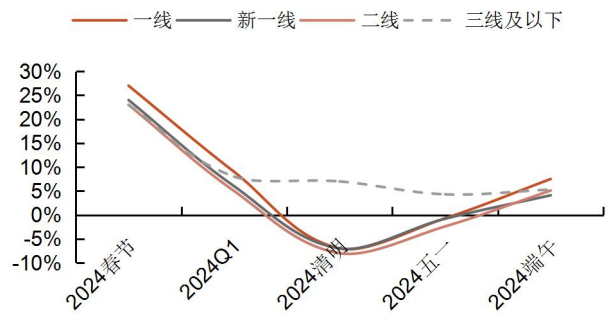
伴随社零数据上年同期基数的逐步回落，2024H2 社零增速有望平稳复苏。从限上纺织服装商品销售额当月增速来看，2023Q1 终端开始迅速恢复，2023 年 3-5 月增速分别为 17.7%、32.4%、17.6%，随后明显放缓，我们认为随着高基数影响逐步减弱，终端数据有望平稳回升。

图 16：社零大盘与纺织服装社零单月同比增速

图 17：2024 年全国购物中心客流同比变化——分城市



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所



资料来源：汇客云，山西证券研究所

从上市公司 2023 年以来的单季度收入变化来看，我们将 2023 年的单季度收入与 2021 年对应季度进行比较，23H2 较 23H1 的终端表现略有回落。

表 3：服装品牌上市公司单季度营收增速

证券简称	子品类	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
罗莱生活	家纺	-3.62%	11.02%	-2.81%	-2.20%	-12.26%
富安娜	家纺	-7.57%	-1.88%	0.88%	0.68%	5.20%
水星家纺	家纺	1.45%	17.01%	11.93%	24.97%	11.84%
七匹狼	男装	2.75%	11.29%	3.34%	10.48%	-1.80%
报喜鸟	男装	11.49%	40.77%	14.80%	24.46%	4.84%
比音勒芬	男装	33.13%	20.25%	22.04%	12.14%	17.55%
九牧王	男装	0.84%	20.61%	10.97%	37.09%	21.70%
森马服饰	大众休闲	-9.29%	9.71%	1.11%	8.52%	4.58%
太平鸟	大众休闲	-15.83%	-11.86%	-19.96%	8.01%	-12.92%
海澜之家	大众休闲	9.02%	28.19%	5.07%	21.93%	8.72%
欣贺股份	中高端女装	-10.54%	13.52%	-1.64%	5.16%	-19.06%
锦泓集团	中高端女装	8.05%	23.17%	14.52%	21.46%	-1.24%
地素时尚	中高端女装	2.27%	26.50%	-3.28%	17.87%	-11.98%
歌力思	中高端女装	5.99%	30.22%	20.59%	30.88%	12.47%
安正时尚	中高端女装	4.80%	46.16%	-23.45%	-32.73%	-15.66%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：2023Q1 以来单季度营收相较于 2021 年同期的恢复程度

证券简称	子品类	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
罗莱生活	家纺	93.98%	100.80%	88.18%	88.59%	82.46%
富安娜	家纺	98.75%	95.82%	95.82%	92.86%	103.88%
水星家纺	家纺	113.95%	108.53%	114.41%	108.49%	127.43%
七匹狼	男装	97.38%	103.13%	99.92%	94.39%	95.63%

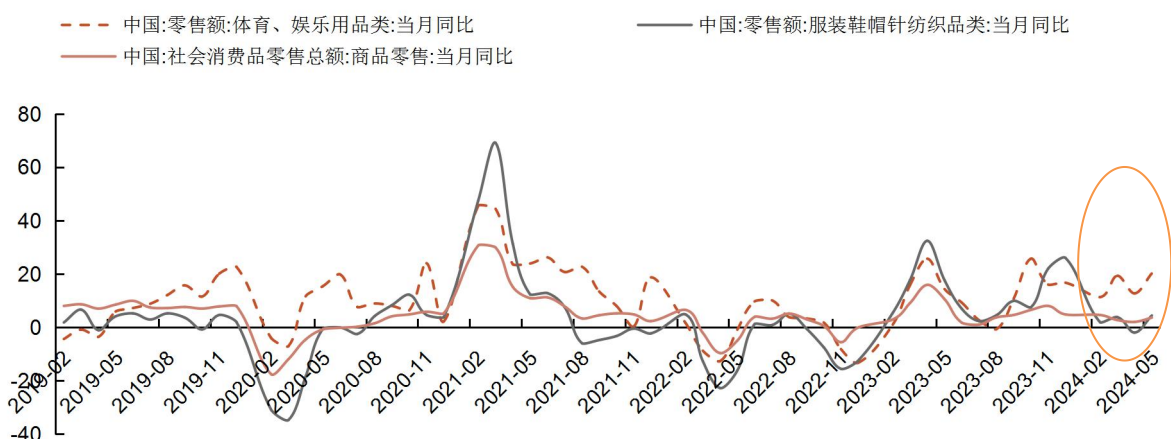
证券简称	子品类	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
报喜鸟	男装	129.67%	120.41%	119.96%	107.29%	135.95%
比音勒芬	男装	173.28%	103.02%	146.56%	98.50%	203.69%
九牧王	男装	95.18%	107.44%	95.03%	104.42%	115.83%
森马服饰	大众休闲	90.68%	79.79%	95.26%	88.21%	94.83%
太平鸟	大众休闲	77.66%	65.16%	67.75%	73.14%	67.63%
海澜之家	大众休闲	103.41%	118.90%	108.67%	98.78%	112.42%
欣贺股份	中高端女装	82.81%	88.98%	86.81%	77.59%	67.02%
锦泓集团	中高端女装	108.84%	106.02%	115.08%	96.21%	107.50%
地素时尚	中高端女装	92.98%	91.55%	89.16%	91.86%	81.84%
歌力思	中高端女装	124.22%	125.42%	120.89%	123.13%	139.71%
安正时尚	中高端女装	73.51%	95.81%	73.47%	44.40%	62.00%

资料来源：Wind, 山西证券研究所

3.2 体育消费景气持续，品牌端库存优化，关注下半年奥运赛事催化

2024年上半年体育娱乐用品消费持续高增，运动赛事大年有望催化终端景气。2024年1-2月、3月、4月、5月，我国限额以上体育用品零售额同比增长11.3%/19.2%/12.7%/20.2%，持续好于纺织服装品类及商品零售大盘表现。2024年是“体育大年”，下半年，除了世界上规模最大的综合性运动会——第33届夏季奥运会将在法国巴黎举行之外，单项世界顶级赛事也陆续开始，有望提升民众体育运动参与率，催化体育终端消费。

图 18：2024H1 体育/娱乐用品社零保持高增



资料来源：Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图 19：2024H2 体育赛事



资料来源：人民网，山西证券研究所

2024Q1，361 度终端流水表现超预期，其它国产运动品牌流水符合预期。从品牌公司层面看，李宁品牌、安踏品牌、特步品牌、FILA 品牌、361 度主品牌、迪桑特及可隆品牌零售流水同比分别增长低单位数、中单位数、高单位数、高单位数、高双位数、25%-30%，361 度品牌受益于大众运动高性价比产品，流水表现超预期，其它运动品牌零售流水表现符合公司自身预期。

表 5：本土运动服饰公司零售终端流水表现

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
安踏体育								
安踏	中单负增	中单正增	高单负增	中单正增	高单正增	高单正增	10%-20% 高段正增	中单正增
FILA	高单负增	10%-20% 低段正增	10%-20% 低段负增	高单正增	10%-20% 高段正增	10%-20% 低段正增	25%-30% 正增	高单正增
所有其他品牌	20%-25% 正增	40%-45% 正增	10%-20% 低段正增	75%-80% 正增	70%-75% 正增	40%-45% 正增	55%-60% 正增	25%-30% 正增
李宁								
直营零售	高单负增	20%-30% 低段正增	10%-20% 中段负增	10%-20% 中段正增	20%-30% 高段正增	20%-30% 低段正增	50%-60% 低段正增	中单正增
批发经销商	高单负增	10%-20% 低段正增	20%-30% 低段负增	中单正增	10%-20% 中段增长	低单正增	10%-20% 高段正增	中单负增
电子商务	中单正增	20%-30% 中段正增	中单正增	10%-20% 低段负增	10%-20% 低段增长	低单负增	中单正增	20%-30% 低段正增
特步国际								
特步主品牌	中双正增	20%-25% 正增	高单负增	20% 正增	高双正增	高双正增	30%+ 正增	高单正增
361 度								
主品牌	低双正增	中双正增	大致持平	低双正增	低双正增	15% 正增	20%+ 正增	高双正增

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
童装品牌	20%-25% 正增	20%-25% 正增	低单正增	20%-25% 正增	20%-25% 正增	25%-30% 正增	40% 正增	20%-25% 正增
电子商务	40% 正增	45% 正增	25% 正增	35% 正增	30% 正增	30% 正增	30%+ 正增	20%-25% 正增

资料来源：安踏体育、李宁、特步国际、361 度季度运营情况公告，李宁 2022-2023 年报，山西证券研究所

2023 年线上渠道营收增速普遍慢于线下，特步与 361 度童装业务开店增速超过双位数。疫情后，线下客流恢复常态，线上渠道稳健增长，2023 年各运动服饰公司线下渠道表现优于线上渠道。线上渠道方面，2023 年，安踏体育电商渠道收入同比增长 11.0%，占集团收入比重为 32.8%；李宁电商渠道实现收入 75.31 亿元，同比增长 0.9%，占集团收入比重为 27%；361 度电商渠道实现收入 23.26 亿元，同比增长 38.0%，占集团收入比重为 27.6%。线下渠道方面，安踏体育与李宁开店贡献有限，特步国际与 361 度整体开店增速为中单位数。

李宁：开设直营门店战略布局高层级市场。截至 2023 年末，公司直营门店 1498 家，同比增加 68 家，加盟门店 4742 家，同比减少 123 家。2023 年公司店铺总面积增长中单位数，平均单店面积达到 245 平方米，平均面积为 410 平方米的大店超过 1660 家，高层级市场流水贡献稳中有升。2024Q1，李宁（不含李宁 YOUNG）直营门店较年初净开 1 家，加盟门店较年初净减少 27 家。

安踏体育：主品牌直营占比接近 90%，FILA 品牌单店效益提升显著。截至 2023 年末，安踏成人、安踏儿童门店分别为 7053、2778 家，同比增加 129、99 家。截至 2023 年末，公司在全国 24 个地区对安踏品牌采用混合经营模式，安踏成人门店，5400 家门店采取混合运营模式，其中 44%由公司直营，56%由加盟商按照公司运营标准经营。安踏儿童门店，2300 家门店采取混合运营模式，其中 64%由公司直营，36%由加盟商按照公司运营标准经营。安踏品牌 DTC、电商、批发渠道收入占比为 56.1%、32.8%、11.1%。公司预计 2024 年末，安踏成人、安踏儿童门店分别为 7100-7200 家、2800-2900 家。FILA 品牌，2023 年，实现营收 251.03 亿元，同比增长 16.6%，而期末门店数量为 1972 家，同比减少 12 家，通过单店效益提升，实现营收增长。公司预计 2024 年末，FILA 品牌门店为 2100-2200 家。

特步国际：特步儿童外延拓店增速超过双位数。截至 2023 年末，中国内地及海外的特步成人品牌店共 6571 家，同比增加 258 家。中国内地特步儿童门店 1703 家，同比增加 183 家，同比增速为 12.0%。

361 度：门店净开数量超预期，单店面积持续扩大。截至 2023 年末，中国内地门店共 5734 家，同比增加 254 家，平均单店面积同比提升 9 平米至 138 平米。361 度儿童门店数量 2545 家，同比增加 257 家，同比增速为 11.2%，平均单店面积同比提升 11 平米至 103 平米。

表 6：本土运动服饰公司门店数量（单位：家）

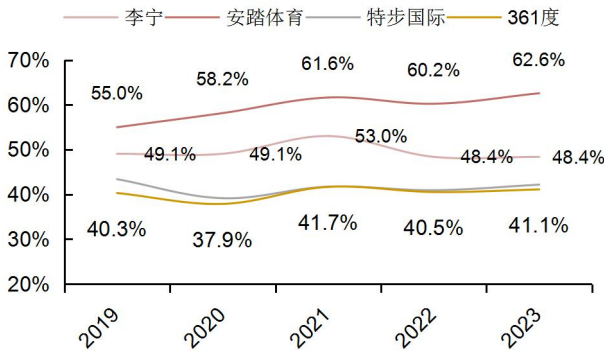
门店数量	2022H1	2022	2023H1	2023	较年初变化	同比增速
安踏成人	6660	6924	6941	7053	129	1.86%
安踏儿童	2563	2679	2692	2778	99	3.70%
FILA	2021	1984	1942	1972	-12	-0.60%
迪桑特	182	191	183	187	-4	-2.09%
可隆	153	161	160	164	3	1.86%
安踏体育总计	11579	11939	11918	12154	215	1.80%
直营	1265	1430	1423	1498	68	4.76%
批发	4672	4865	4744	4742	-123	-2.53%
李宁 YOUNG	1175	1308	1281	1428	120	9.17%
李宁总计	7112	7603	7448	7668	65	0.85%
特步成人	6251	6313	6443	6571	258	4.09%
特步儿童	1480	1520	1588	1703	183	12.04%
特步总计	7731	7833	8031	8274	441	5.63%
361 度成人	5365	5480	5642	5734	254	4.64%
361 度儿童	2097	2288	2448	2545	257	11.23%
361 度总计	7462	7768	8090	8279	511	6.58%

资料来源：安踏体育/李宁/特步国际/361 度 2022-2023 年报、2022-2023 中报，山西证券研究所

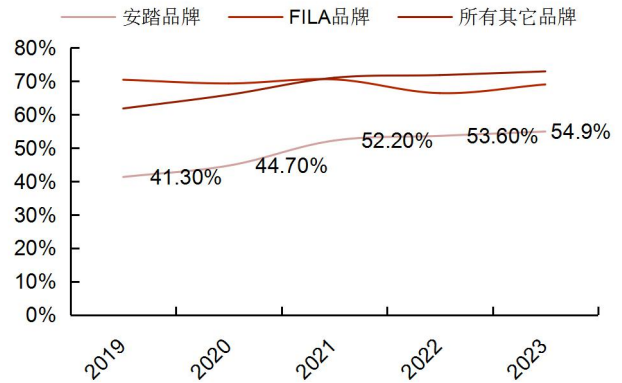
2023 年终端零售折扣改善推动销售毛利率提升，2024Q1 零售折扣稳中向好。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 62.6%、48.4%、42.2%、41.1%，同比变化为+2.4、持平、+1.2、+0.6pct。盈利能力普遍稳中有升，主要受益于品牌零售折扣改善。安踏品牌毛利率同比提升 1.3pct 至 54.9%，主要由于品牌 DTC 转型持续推进。2024Q1，各运动品牌公司零售折扣保持稳中向好，2024Q1，特步主品牌零售折扣为 7-75 折，较 2023Q4 的约 7 折水平环比改善，与 2023 年同期水平基本一致。根据安踏体育 2024Q1 业绩交流会，2024Q1，安踏品牌线上零售折扣改善、线下零售折扣稳定，FILA 品牌线上与线下渠道零售折扣均有所改善。根据李宁 2024Q1 业绩交流会，2024Q1，李宁品牌线上与线下渠道零售折扣均改善低单位数，线下折扣为 6 折高段。根据 361 度 2024Q1 业绩交流会，2024Q1，361 度品牌零售折扣维持 7 折左右。

图 20：本土运动服饰公司毛利率

图 21：安踏体育分品牌毛利率



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: 安踏体育 2019/2021/2023 全年业绩简报, 山西证券研究所

表 7: 特步主品牌零售折扣表现

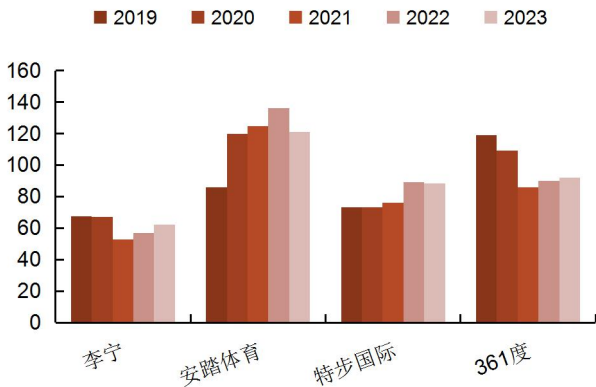
特步主品牌	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
零售折扣水平	七至七五折	七至七五折	约七折	七至七五折	约七五折	七至七五折	约七折	七至七五折

资料来源: 特步国际季度运营情况公告, 山西证券研究所

运动服饰公司库销比均回到 5 倍以下。2023 年, 安踏体育、李宁、特步国际、361 度存货周转天数分别为 121、62、89、92 天, 同比变化为-15、+5、-1、+2 天。截至 2023 年末, 安踏品牌、FILA 品牌、361 度、特步库销比均小于 5 个月。李宁全渠道库销比为 3.6 个月, 较 2022 年末的 4.2 个月明显改善。2024Q1, 各运动品牌公司库销比保持稳中下降, 其中特步品牌库销比为 4-4.5 个月, 环比持平, 同比改善; 安踏品牌库销比为过去几个季度中最好水平; 361 度库销比为 4.5-5 个月; 李宁库销比略高于 4 个月, 同比改善。

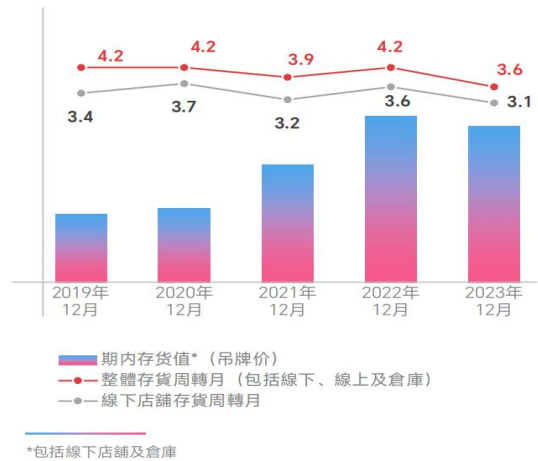
图 22: 本土运动公司存货周转天数

图 23: 李宁全渠道存货及库销比



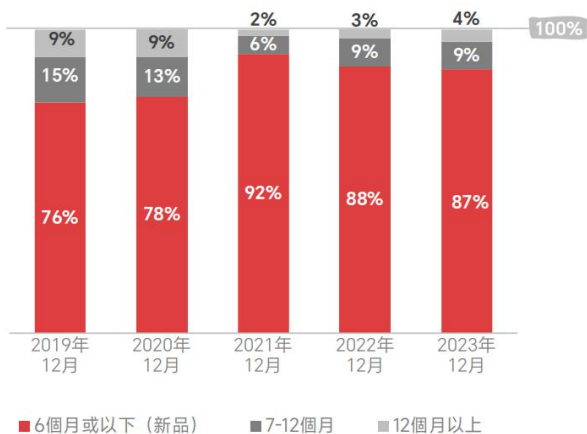
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 24: 李宁全渠道存货库龄结构

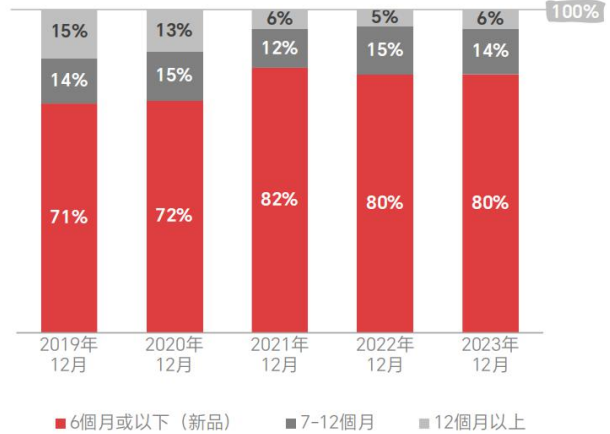


资料来源: 李宁 2023 年业绩 PPT, 山西证券研究所

图 25: 李宁公司存货库龄结构



资料来源: 李宁 2023 年业绩 PPT, 山西证券研究所



资料来源: 李宁 2023 年业绩 PPT, 山西证券研究所

表 8: 特步主品牌渠道存货周转表现

特步主品牌	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
渠道存货周转	约四个半月	四个半月至五个月	约五个半月	少于五个月	少于五个月	四个半月至五个月	四至四个半月	四至四个半月

资料来源: 特步国际季度运营情况公告, 山西证券研究所

3.3 618 电商大促: 平台间低价之争加剧, 直播电商渗透率持续提升

618 大促热度有所降低, 直播平台增速放缓但渗透率持续提升。根据 21 世纪经济报道发起的《2024 年

618 消费者问卷调查》，消费者对 618 期间购物欲望有所降低，对电商大促的态度和行为模式发生变化，更注重实用性和个人需求，而不是促销驱动。从大促结果看，结合星图数据与易观数据，我们认为：（一）2024 年“618”期间，直播电商渠道增速较上年同期有所放缓，但增速仍快于传统电商平台，渗透率仍保持继续提升。根据星图数据，2024 年“618”电商大促期间，综合电商平台销售额为 5717 亿元，直播电商平台销售额为 2068 亿元，我们测算，综合电商平台销售额占比由 2021 年的 89.97% 下降至 2024 年的 73.44%，直播电商平台销售额占比由 2021 年的 10.03% 上升至 2024 年的 26.56%。（二）各电商平台竞争格局方面，传统电商平台中，淘天仍然为首位，其次为京东、拼多多；直播电商平台中，抖音占据首位。根据易观数据，2024 年“618”全周期，淘天、京东、抖音、拼多多、快手成交额占比分别为 49.5%、19.0%、16.6%、11.3%、3.6%。

图 26：2024 年 618 消费者问卷调查



资料来源：21 世纪经济报道，山西证券研究所

淘宝/京东直播增长快于大盘，抖音超值购频道颇受欢迎：（1）京东：618 成交额、订单量齐创新高，新品放量明显，服饰、美妆、运动等品类新品数量同比增长超 380%，京东直播订单量同比增长超 200%。（2）天猫：365 个品牌在天猫 618 成交破亿，88VIP 新增会员人数同比增长 65%，会员规模创历史新高，淘宝直播破亿直播间同比增长 53%。（3）抖音：抖音电商整体动销商品数同比增长 50%，抖音电商美妆产品销量同比增长 107%，户外服饰、运动鞋销量同比增长 127%、140%。（4）快手：平台动销商家数同比增长 26%，平台泛货架支付订单量同比增长 65%，泛货架支付用户数同比增长 57%；搜索支付订单量同比增长 55%，搜索支付用户数同比增长 58%。

表 9：各电商平台 2024 年“618”表现

平台	2024 年“618”战报
天猫	截至 6 月 18 日 24 点，365 个品牌在天猫 618 成交破亿，超 36000 个品牌成交翻倍。88VIP 新增会员人数同比增长 65%，会员规模创历史新高。淘宝直播加速爆发，破亿直播间数同比去年增长 53%，其中产生了 34 个破亿的达人直播间，47 个破亿店铺直播间。
京东	根据电商报，截至 6 月 18 日 23:59，京东 618 成交额、订单量齐创新高。在线商品数同比增长超 100%，百亿补贴用户数、订单量同比增长均超 150%；9.9 包邮成交订单量同比增长超百倍。京东直播订单量同比增长超 200%。服饰、美妆、运动等品类新品数量同比增长超 380%。
抖音	5 月 24 日至 6 月 18 日，抖音电商整体动销商品数较去年同期提升 50%，动销商家数量较去年同期增长 35%。在货架场，超值购频道颇受欢迎，成交额同比增长 150%，万人团活动订单量环比 4 月增长 101%。抖音电商美妆产品整体销量对比去年活动期间增长 107%，最受欢迎的国货美妆品牌前三名为珀莱雅、韩束、可复美。户外服饰销量同比增长 127%，运动鞋销量同比增长 140%。
快手	在 5 月 20 日-6 月 18 日活动期间，平台动销商家数同比增长 26%，动销中小商家数同比增长 28%，动销中小商家订单量同比增长 25%。平台泛货架支付订单量同比增长 65%，泛货架支付用户数同比增长 57%；搜索支付订单量同比增长 55%，搜索支付用户数同比增长 58%。

资料来源：电商报，文汇报，快手电商微信公众号，抖音电商微信公众号《“抖音商城 618 好物节”消费数据报告》，山西证券研究所

从消费趋势上看，低价仍是重点、提升消费体验的新品也表现亮眼。（一）2024 年“618”电商大促期间，各大电商平台取消预售环节、拉长活动时间、聚焦用户体验提升、加码优惠策略，平台间“低价之争”加剧。代表理性需求的低价商品仍是平台重点发力的方向，理性消费、追求低价，京东百亿补贴在线商品数同比增长超 100%，百亿补贴用户数、订单量同比增长均超 150%。9.9 包邮频道全周期在线商品数逾百万，用户数、订单量同比增长均超百倍。此外，2 元包邮的商品销售数量同比增长数百倍；同时提升消费者体验的新品也表现亮眼，（二）新品也受消费者青睐，京东小魔方新品成交用户数同比增长超 70%，订单量同比增长超 130%。

美妆品类增长稳健，运动户外品类表现领先。（一）美妆品类，根据青眼情报，天猫 618 大促（5 月 20 日-6 月 18 日），护肤类目销售额同比增长 2%，彩妆类目增长 7.5%。天猫护肤品类其中前十大品牌中，国货品牌占据 2 位，国际大牌虽增长乏力，但仍占据较大份额，珀莱雅位居第一名，同比增长 30.7%，可复美位居第五名，同比增长 190.2%。2024 年抖音 618 大促期间（5.24-6.18）美容护肤类目 GMV 在 110-150 亿元之间，去年同期为 113 亿元；彩妆类目 GMV 在 35-45 亿元之间，去年同期为 34.9 亿元，均相较于去年同期有所增长。抖音美容护肤品类中，韩束、珀莱雅位列前两名，排名较去年上升 7、5 名。（二）服装品类，根据天下网商，天猫 618 全周期（5 月 20 日-6 月 20 日），天猫服饰品牌也迎来爆发式增长，截止 6 月 20 日，5847 个品牌成交同比增速翻倍，优衣库、Bananain 蕉内、UR 分别获得服饰店铺销售榜前三名。今年天

猫 618 运动户外行业破亿品牌数 29 家，耐克、FILA、阿迪达斯、李宁、安踏品牌位居前五名，头部品牌依旧取得高速增长，lululemon、KOLONSPORT 可隆、喜德盛、伯希和等品牌销售同比增长超过 100%，尤尼克斯、迪桑特、361 度、SALOMON 萨洛蒙等同比增长超 80%。

图 27：2024 “618” 天猫护肤类目品牌榜

618 天猫护肤类目品牌榜			
看美肤数据 用青眼情报			
排名	品牌	销售额 (亿元)	同比
1	珀莱雅	10.14	30.7%
2	欧莱雅	8.72	-10.8%
3	兰蔻	7.48	3.9%
4	雅诗兰黛	5.54	-15.8%
5	可复美	4.88	190.2%
6	修丽可	4.69	19.7%
7	玉兰油	4.18	-23.9%
8	海蓝之谜	3.47	16.4%
9	赫莲娜	3.27	-3.1%
10	肌肤之钥	3.02	150.4%

资料来源：青眼情报，山西证券研究所

图 28：2024 “618” 天猫运动户外品牌销售前十名

1	Nike/耐克
2	FILA/斐乐
3	adidas/阿迪达斯
TOP4	Lining/李宁
TOP5	ANTA/安踏
TOP6	lululemon/露露乐蒙
TOP7	New Balance
TOP8	JORDAN
TOP9	361°
TOP10	ASICS/亚瑟士

资料来源：天下网商，TMALL 天猫，山西证券研究所

4. 黄金珠宝：金价上涨对黄金首饰消费支撑性强，短期关注金价变化

4.1 长周期：金价上涨对黄金首饰消费支撑性强

黄金首饰兼具投资与消费属性，金价上涨对黄金首饰消费量支撑性强。从长时间维度来看，黄金价格上涨，黄金首饰需求增加，二者正相关性明显。回顾 2008 年-2012 年黄金价格快速上涨阶段：

（一） 2008-2011 年上半年：黄金价格持续上升、珠宝销售上升。从细分阶段来看，黄金价格上升前期对珠宝销售有所抑制、后半段黄金价格继续上升，黄金珠宝销售加速上升，终端保持快速增长。

（二） 2011 年下半年-2012 年 10 月：黄金价格保持在高位波动、黄金珠宝销售增速放缓明显，但保持正增长。

（三） 2012 年 10 月-2014 年阶段：黄金价格开始出现明显下跌、前期刺激黄金珠宝销售快速回升；随后黄金价格继续下降、黄金珠宝销售放缓，甚至负增长。

图 29：2004-至今上海金交所黄金现货价格与国内限额以上珠宝销售月度变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 短期：24Q1 黄金珠宝消费高基数下稳健增长，2 季度以来金价高位波动影响终端需求

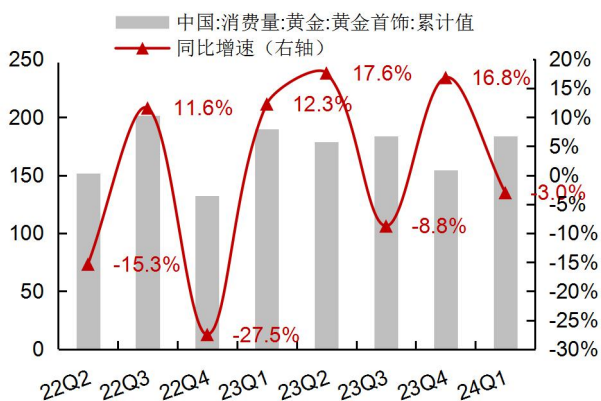
黄金首饰消费层面，2024Q1，我国黄金首饰消费量为 183.92 吨，同比下降 3.00%。2024Q1，上海金交所 AU9999 黄金现货收盘均价为 489.18 元/克，同比增长 16.35%。结合黄金首饰消费量与金价变化，我们估算，2024Q1，我国黄金首饰消费额同比增长 12.9%。2024Q1，限额以上金银珠宝零售额为 996 亿元，同比增长 4.5%。黄金珠宝上市公司层面，2024Q1，黄金珠宝板块¹实现营收 575.63 亿元，同比增长 11.3%，在上年同期高基数的情况下，今年一季度营收实现双位数以上的稳健增长。

进入二季度，金价开启高位波动，终端消费者观望情绪加重，限额以上金银珠宝零售额当月增速由正转负，2024 年 4-5 月，限额以上金银珠宝零售额同比下降 0.1%、11%。根据周大福 4 月 1 日至 5 月 31 日经营数据，集团零售额同比下降 20.2%，其中中国大陆零售额同比下降 18.8%，中国大陆同店销售和同店销量同比分别下降 27.6%、39.7%；中国大陆黄金产品、镶嵌产品同店销售同比分别下降 29.8%、32.9%。

图 30：我国黄金首饰季度消费量（单位：吨）及同比增速

图 31：上金所 AU9999 收盘价（元/克）

¹ 黄金珠宝板块公司包括：老凤祥/中国黄金/周大生/菜百股份/潮宏基/曼卡龙



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

5. 投资建议

(一) **建议积极关注板块高股息率公司。**我国品牌服饰行业发展成熟, 资本开支有限, 自由现金流充裕, 行业内公司股息率普遍较高, 建议积极关注基本面稳健的高股息率公司配置价值, 海澜之家、富安娜、百隆东方、森马服饰、水星家纺等。

(二) **继续推荐中游纺织制造龙头。**行业 2 季度订单延续复苏态势, 且环比向好, 纺织服装出口金额增速及主要纺织制造台企营收增速持续好转。库存角度看, 海外及我国纺织服装均已走出主动去库阶段, 库存压力基本解除, 多数国际运动品牌公司库存处于健康水平, 恢复正常下单。国际运动品牌销售展望有所分化, 整体偏谨慎乐观, 若后续终端销售向好, 品牌公司有望上调业绩指引, 受益于去库阶段品牌供应商调整, 头部制造商营收增速预计好于品牌自身。看好在核心客户供应链中地位稳固、份额持续提升, 新客户拓展取得积极成果的中游纺织制造龙头, 推荐华利集团、申洲国际、伟星股份, 建议关注南山智尚、健盛集团、浙江自然。

(三) **看好下半年运动服饰景气持续。**2024Q1, 运动服饰行业折扣稳中向好, 各品牌库存回归健康水平, 其中大众运动服饰公司 361 度零售流水超预期。2024 年初至今, 体育娱乐品类社零在上年同期高基数情况下, 持续快速增长, 需求韧性较强, 伴随奥运催化, 运动服饰景气有望持续。推荐 361 度、波司登、安踏体育, 建议关注李宁。

(四) **关注金价变化及黄金珠宝终端消费。**4 月中旬至今, 黄金价格波动程度有所加大, 终端消费者观望情绪加重, 2024 年 4-5 月, 限额以上金银珠宝零售额同比下降 0.1%、11%, 后续继续跟踪金价变化及终端黄金珠宝销售情况。看好头部黄金珠宝公司品牌势能提升及渠道开拓能力, 建议关注老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基。

表 10：纺织服饰板块相关标的

证券代码	证券简称	2024/6/21	净利润（亿元）		PE		派息率（2023）	股息率（2024E）
		市值（亿元）	2024E	2025E	2024E	2025E		
2313.HK	申洲国际	1,191	55.5	64.4	19.6	16.9	61.3%	3.1%
300979.SZ	华利集团	789	38.3	44.3	20.6	17.8	43.8%	2.1%
002003.SZ	伟星股份	149	6.5	7.5	23.0	19.9	94.3%	4.1%
300918.SZ	南山智尚	36	2.5	2.9	14.4	12.1	30.1%	2.1%
603558.SH	健盛集团	38	3.2	3.7	11.8	10.1	68.0%	5.8%
605080.SH	浙江自然	23	1.8	2.1	13.2	11.1	10.1%	0.8%
601339.SH	百隆东方	77	6.0	8.0	12.9	9.6	88.6%	6.9%
300577.SZ	开润股份	52	2.6	3.4	19.6	15.1	19.4%	1.0%
1361.HK	361 度	86	11.4	13.4	6.9	5.9	39.9%	5.8%
3998.HK	波司登	490	28.4	33.3	15.7	13.4	83.7%	5.3%
2020.HK	安踏体育	2,212	127.2	137.7	15.9	14.7	49.7%	3.1%
2331.HK	李宁	452	34.0	38.2	12.1	10.8	45.1%	3.7%
3709.HK	赢家时尚	74	10.0	12.0	6.7	5.7	53.6%	7.9%
600398.SH	海澜之家	434	33.3	37.3	13.0	11.6	91.1%	7.0%
002327.SZ	富安娜	86	6.3	6.9	13.5	12.3	95.1%	7.0%
002563.SZ	森马服饰	161	13.2	15.1	12.2	10.6	72.1%	5.9%
603365.SH	水星家纺	46	4.3	4.9	10.7	9.5	62.4%	5.8%
002293.SZ	罗莱生活	69	6.0	6.8	11.5	10.1	58.3%	5.1%
002154.SZ	报喜鸟	83	8.1	9.4	10.2	8.9	52.3%	5.1%
605599.SH	菜百股份	99	8.3	9.4	11.9	10.5	77.0%	6.5%
002345.SZ	潮宏基	45	4.2	5.0	10.6	8.9	66.6%	6.3%
002867.SZ	周大生	150	15.0	17.1	10.0	8.8	78.4%	7.8%
600612.SH	老凤祥	313	25.8	29.4	12.1	10.7	46.1%	3.8%

资料来源：Wind，山西证券研究所（净利润来自 Wind 一致预期，数据截至 2024/6/21 日）

6. 风险提示

国内消费信心恢复不及预期的风险。2024 年 1-4 月，国内消费者信心指数缓慢修复，若后续消费者信心恢复不及预期，将对品牌国内市场销售带来负面影响。

行业价格竞争加剧的风险。终端需求不足，将使得行业竞争加剧，或对品牌公司零售折扣与销售毛利率带来负面影响。

金价剧烈波动的风险。黄金珠宝终端需求和金价走势相关性较强，若金价后续剧烈波动，将对黄金珠宝终端需求和加盟商进货意愿有负面影响。

原材料价格大幅上涨的风险。原材料价格大幅上涨，将提升企业生产成本，对盈利能力造成负面影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

