

困境反转，变中求进

纺织服装行业2024年度投资策略报告

陈梦 首席分析师

SAC执证编号：S0110521070002

chenmeng@sczq.com.cn

电话：010-81152649

郭琦 纺织服装行业分析师

SAC执证编号：S0110523070001

guoqi@sczq.com.cn

电话：010-81152647

➤ 我们关于纺服行业2024年度投资策略为：困境反转，变中求进

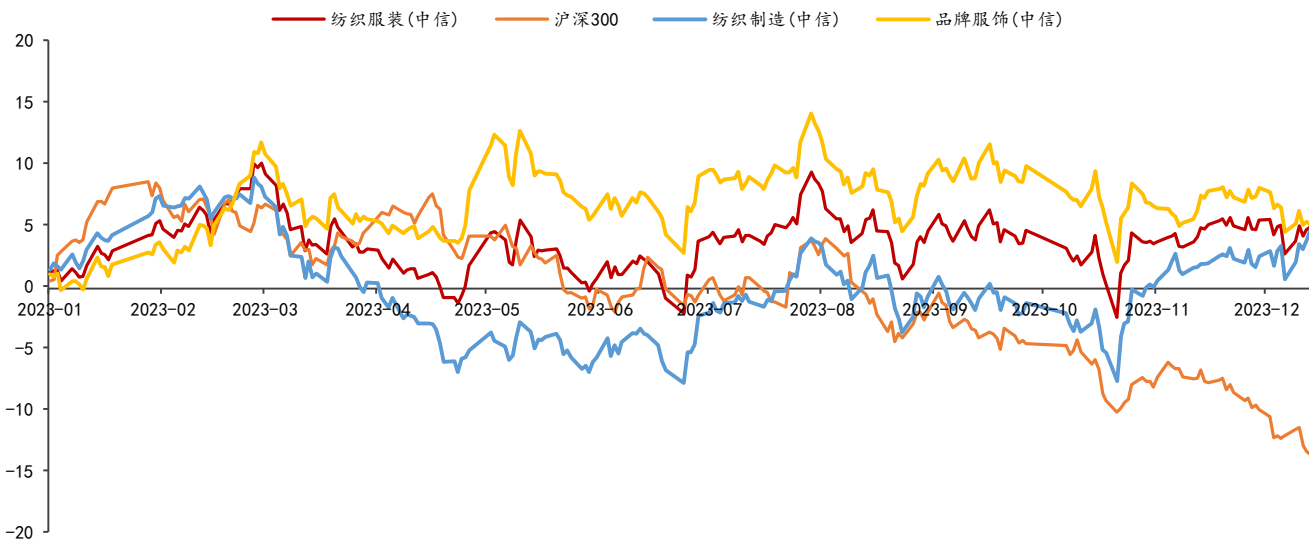
- **我们关于纺织服装2024年度投资策略为：困境反转，变中求进。**2023年纺服板块虽然涨幅跑赢大盘，但各细分板块估值仍低于历史均值。我们认为经历三年复杂零售环境变化、国内外消费复苏节奏波动以及产业链上下游各环节价值重塑，积极创新求变、深化内功修炼的头部企业有望率先实现业绩及估值修复，并在新一轮竞争中遥遥领先。
- **纺织制造：去库接近尾声，补库预期现曙光。**纺织制造原料价格已处近年低位，需求的边际改善有望带动纺企盈利能力提升；国际品牌连续五个季度去库，后续预计迎来补库需求；制造端集中度逐步提升，在快速响应、客户服务、产能布局建立壁垒的头部企业订单有望优先回暖。纱线及面辅料环节重点推荐**新澳股份、伟星股份**，关注相关标的**台华新材**。成衣及鞋类制造环节推荐**华利集团**，关注相关标的**申洲国际**。
- **品牌服饰：消费演绎K型分化，细分领域现机遇。**疫后消费弱复苏成常态，消费力分化对品牌运营能力提出新挑战，其中运动户外细分领域展现高景气；头部企业积极拥抱变革，在渠道、商品、供应链等多维度具备了应对复杂零售环境、穿越景气周期的能力。运动户外板块重点推荐**安踏体育、特步国际、波司登**，建议关注**361度、滔搏**。男装板块推荐**比音勒芬、海澜之家**，建议关注**报喜鸟**。女装板块推荐**歌力思**。童装板块建议关注**森马服饰、稳健医疗**。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率大幅波动；市场竞争加剧风险。

一、纺织服装板块行情回顾：板块涨幅跑赢大盘，估值处于低位

1.1 A股行情回顾：纺服板块跑赢大盘，估值低于近五年历史中枢

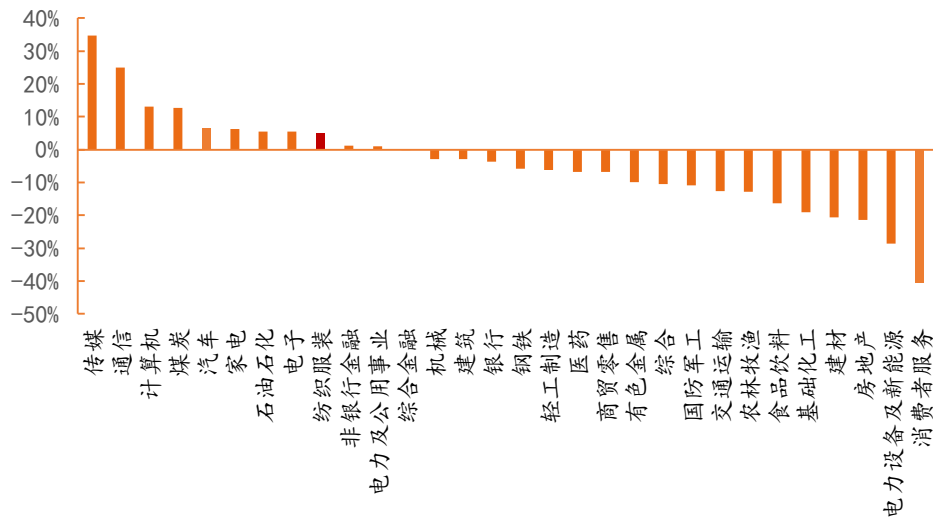
- ✓ 今年年初以来（截至12月15日收盘）纺织服装板块上涨4.82%，跑赢大盘18.51pct，在30个一级子行业中位列第9名。其中，品牌服饰上涨5.06%，纺织制造板块上涨4.44%。具体来看：
- ✓ **品牌服饰板块**：2022年底防疫政策出现重大调整，市场对消费复苏持有较强信心，年初纺服板块整体呈现增长态势；2月以来线下客流复苏明显，服装企业客流量逐步恢复，且社交场景恢复带动部分服装细分板块（如男装）需求提升；3月-5月受低基数影响，服装社零增速走高，5月板块有所反弹；从企业端看，重点服装公司整体为弱复苏趋势。6-9月受基数走高、异常天气等因素影响，服装社零数据走弱，重点服装公司月度数据波动，品牌服饰板块呈现波动态势。10月再次进入低基数期，行业零售增长进入加速期。
- ✓ **纺织制造板块**：2023年前三季度人民币持续贬值使出口型纺企形成汇兑收益；但国际品牌去库进展分化，尽管库存环比改善，但同比仍维持在高位；欧美CPI增速有所放缓，但仍在高位；叠加国际局势复杂、多变，板块整体回落幅度较大。Q4以来国际品牌陆续发布最新财报，库存管理成效显著，进入去库尾声；美国通胀率明显改善；重点出口型纺企订单逐季改善趋势明显，市场对2024年出口企业订单具有较好预期，带动板块逐步回暖。

图表1：年初以来纺织服装板块跑赢大盘



资料来源：Wind，首创证券

图表2：年初以来纺织服装板块涨幅位列第九

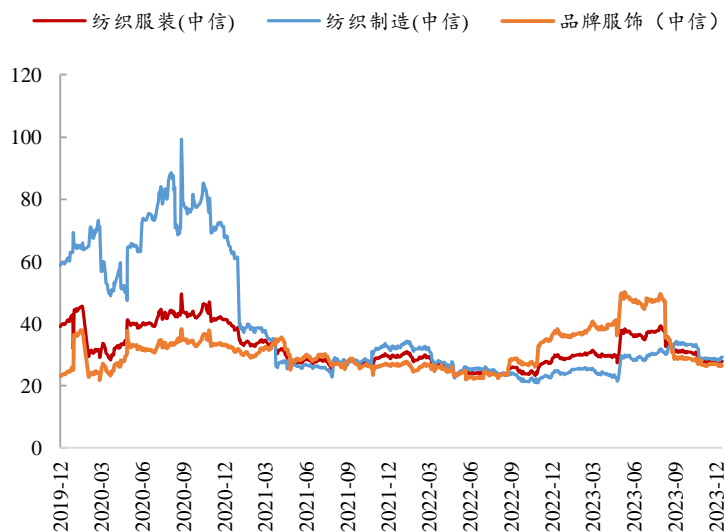


资料来源：Wind，首创证券

1.1 A股行情回顾：纺服板块跑赢大盘，估值低于近五年历史中枢

✓ **纺织服装各子板块估值水平均低于近五年历史均值。**截至2023年12月15日收盘，纺织服装板块市盈率（TTM）水平为27.76，低于2018年1月以来的市盈率历史平均值。其中，品牌服饰板块市盈率（TTM）水平为26.42，低于2019年12月以来的市盈率历史平均值；纺织制造板块市盈率（TTM）水平为29.3，低于2018年1月以来的市盈率历史平均值。品牌服饰市盈率水平低于纺织制造板块。

图表3：纺服各板块PE（TTM）走势



资料来源：Wind，首创证券

图表4：品牌服饰板块估值水平低于历史中枢



资料来源：Wind，首创证券

图表5：纺织制造板块估值水平低于历史中枢

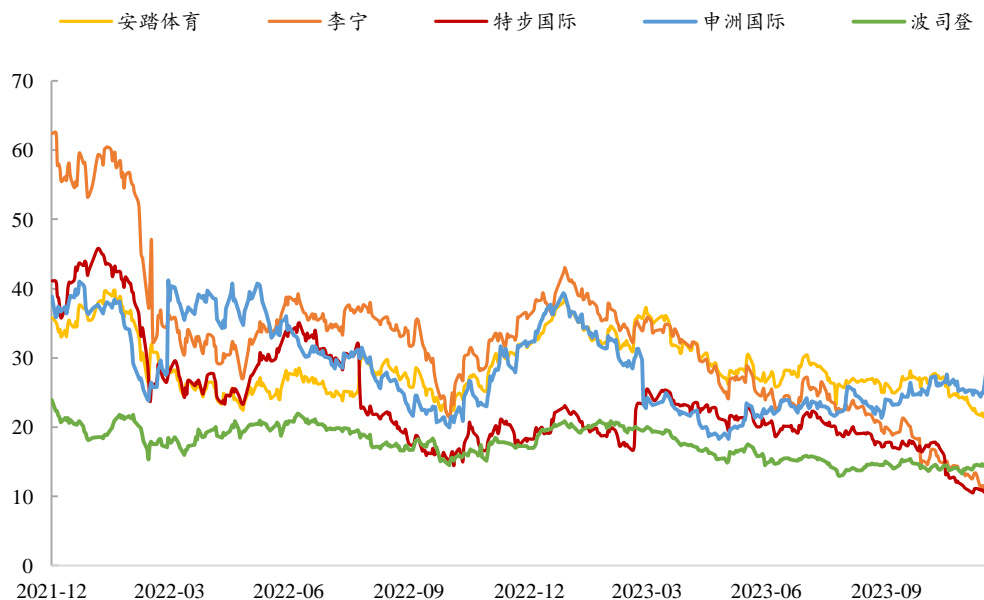


资料来源：Wind，首创证券

1.2 港股行情回顾：重点公司股价高位回落，市盈率低于近五年历史均值

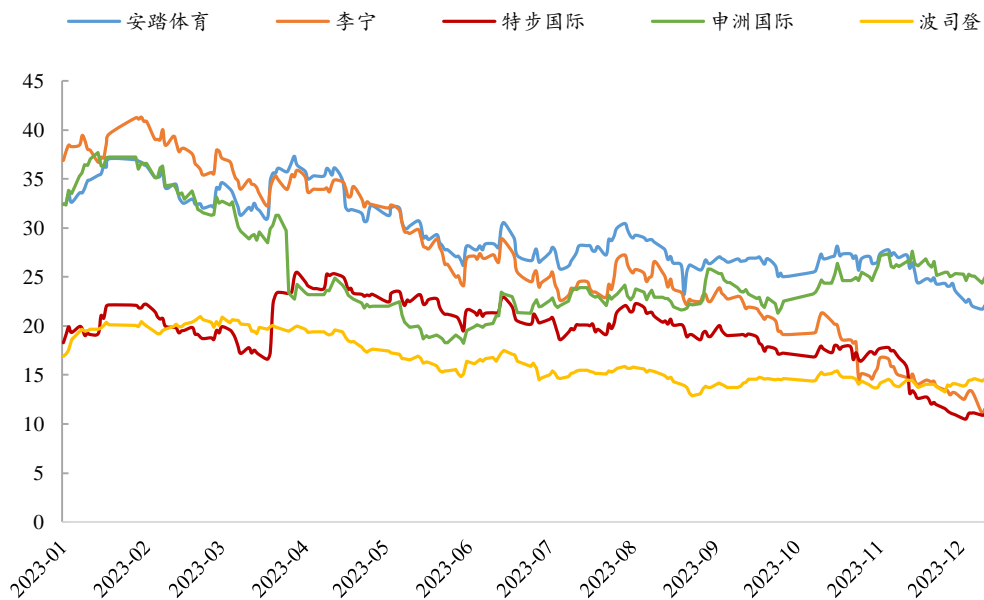
✓ **从港股情况看**，品牌服饰类重点公司股价及估值水平均从高点持续回落。截至2023年12月15日，安踏体育/李宁/特步国际/波司登股价较年初跌幅分别为25.5%/71.4%/47.7%/3%，市盈率（TTM）分别为22.4/11.5/10.8/14.6，均低于2018年以来的历史均值（分别为35.82/42.79/21.15/21.5）。李宁受短期内渠道货品管控及零售流水放缓等因素影响，股价跌幅较高。申洲国际股价较年初基本持平（+0.4%），截至2023年12月15日，市盈率（TTM）为27.57，低于历史均值，受下游品牌去库进入尾声，订单预期逐步回暖等因素影响，股价及估值水平自下半年均稳步回升。

图表6：港股纺织服装重点公司股价走势



资料来源：Wind，首创证券

图表7：港股纺织服装重点公司PE(TTM) 走势

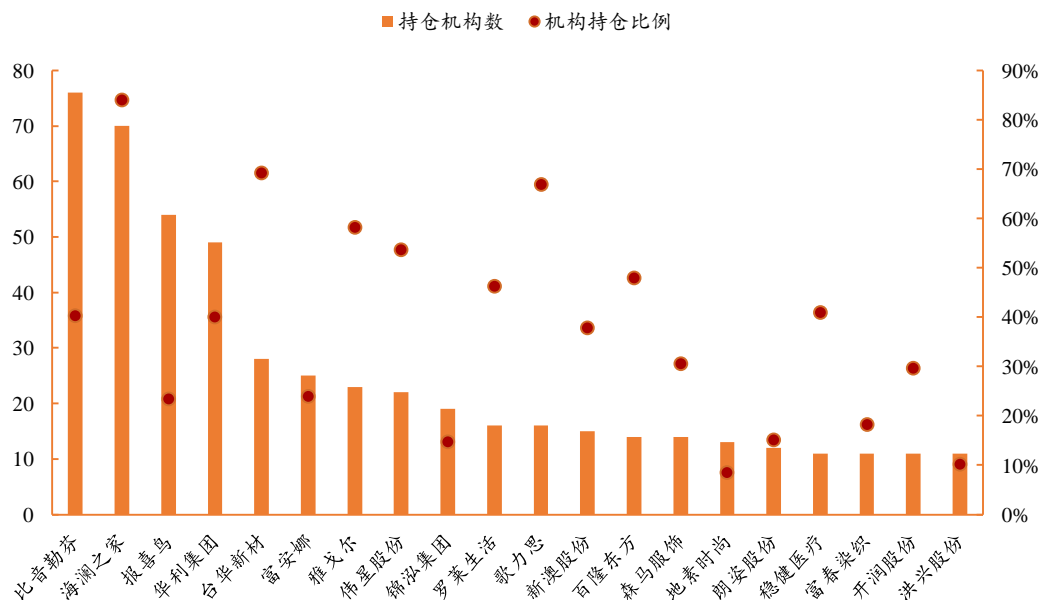


资料来源：Wind，首创证券

1.3 机构持仓：比音勒芬获最多机构持仓

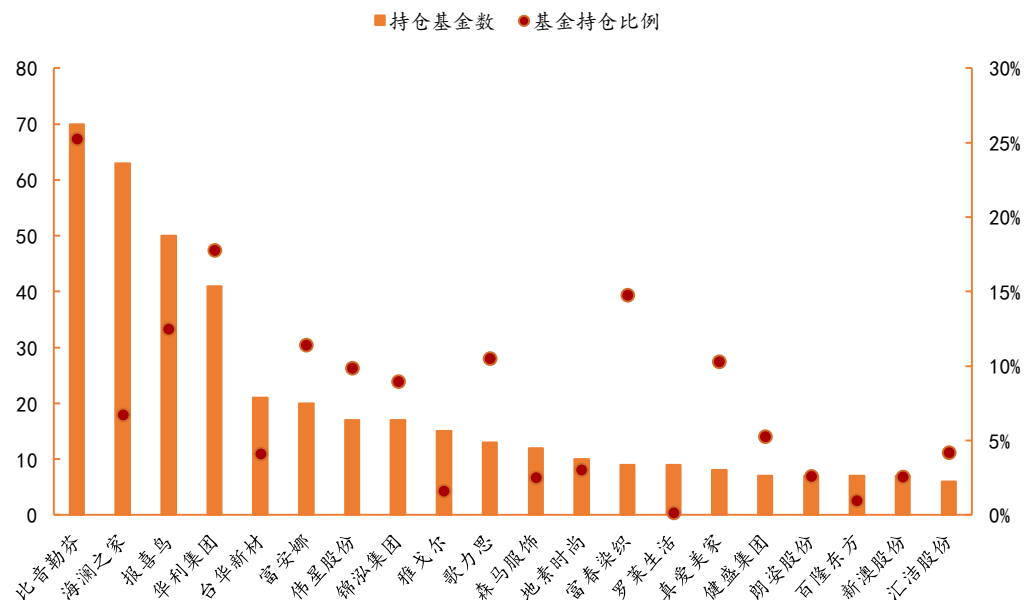
- ✓ **机构持仓更青睐业绩确定性更强的细分板块头部企业。**机构持仓方面，截至2023年9月30日，比音勒芬（76）、海澜之家（70）、报喜鸟（54）、华利集团（49）、台华新材（28）为纺服板块持仓机构数量的前5名（同时为持仓基金数量的前5名），机构持仓比例分别为40.26%/84.08%/23.48%/40.1%/69.17%。在经济环境波动的情况下，机构及基金持仓主要集中在业绩增长确定性强的细分龙头。

图表8：截止2023年Q3纺服板块机构持仓前20名



资料来源：Wind，首创证券

图表9：截止2023年Q3纺服板块基金持仓前20名



资料来源：Wind，首创证券

二、纺织制造：去库临近尾声，补库预期现曙光

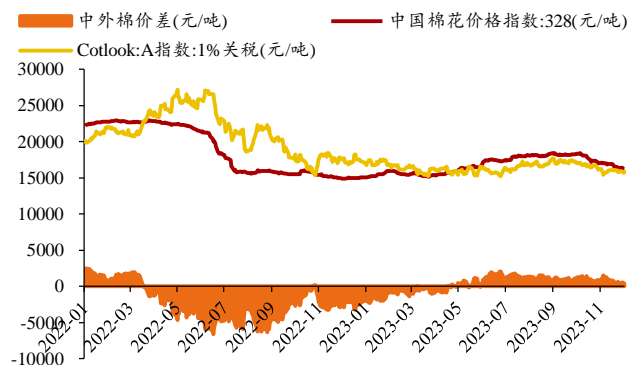
2.1 供给端：原料价格尚处低位，需求改善有望带动盈利能力提升

✓ 原材料价格尚处低位，纺织制造企业毛利率承压。

具体来看：

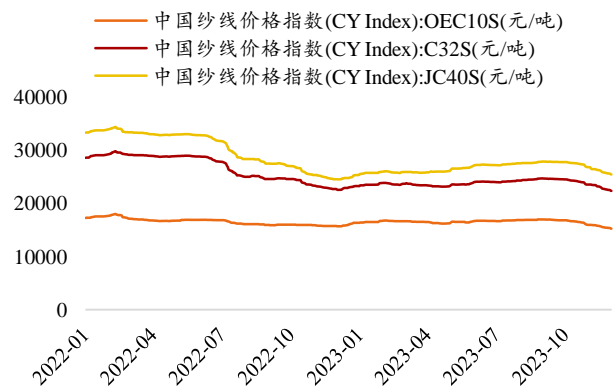
- ✓ (1) 棉花价格自2022年下半年自高点回落，2023年维持低位震荡，叠加需求不足致使产能利用率处于较低水位，上游棉纱企业的产品售价及毛利率承压。但去年的高价库存在前三季度逐渐转销，我们预计棉纺企业的售价及毛利率有望环比改善。
- ✓ (2) 澳大利亚羊毛价格自2022年下半年以来持续回落（23Q1短暂回暖，Q4于低位企稳），2023年截至11月累计跌幅约12%，致使毛纺企业产品售价及利润端承压。当前澳毛价格已跌落至近10年的低点，考虑到供给端（若售价低于盈亏平衡点，则羊毛供给或降减少）及需求端（环保、户外运动、静奢风等时尚风向）的匹配，我们认为澳毛价格继续大幅下跌的可能性较小，价格回暖空间较大。待下游迎来补库需求，毛纺企业盈利能力有望逐季改善。
- ✓ (3) 锦纶价格于2022年下半年明显回落，并于今年小幅回暖。以锦纶DTY为例，2022年跌幅约13%，2023年截至11月涨幅约9%。相关企业毛利率逐季改善趋势明确，盈利能力预计稳步回升。

图表10：2020年以来棉花价格走势



资料来源：Wind，首创证券

图表12：2022年以来纱线价格走势



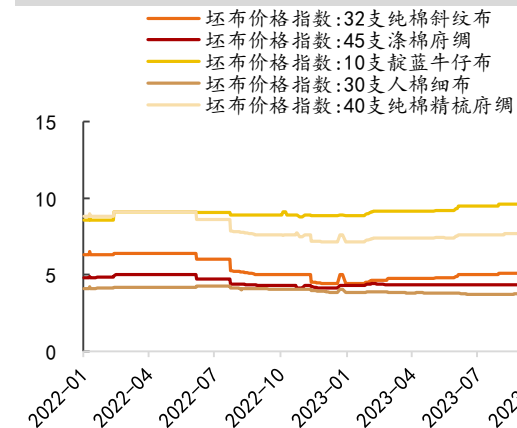
资料来源：Wind，首创证券

图表11：2020年以来棉花期货价格走势



资料来源：Wind，首创证券

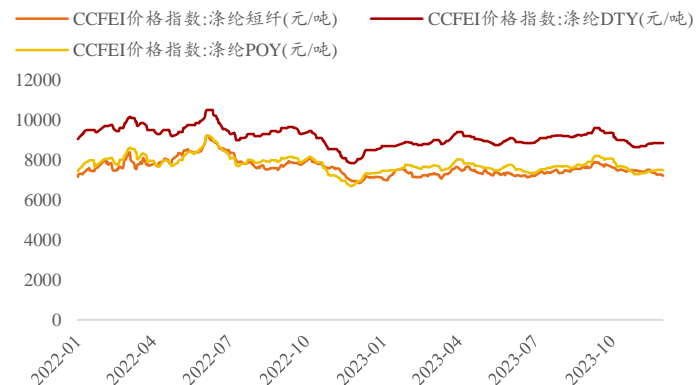
图表13：2022年以来坯布价格走势



资料来源：iFind，首创证券

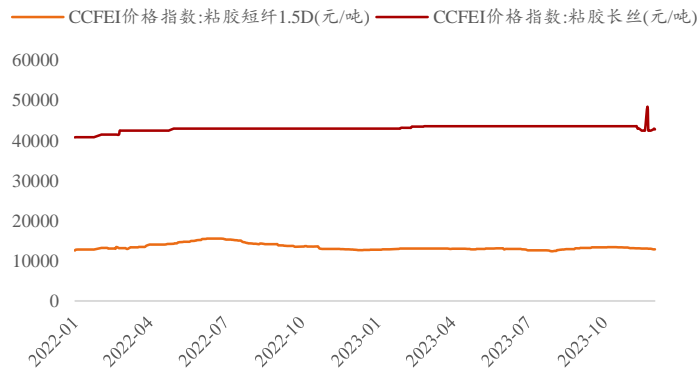
2.1 供给端：原料价格尚处低位，需求改善有望带动盈利能力提升

图表14：2022年以来涤纶价格走势



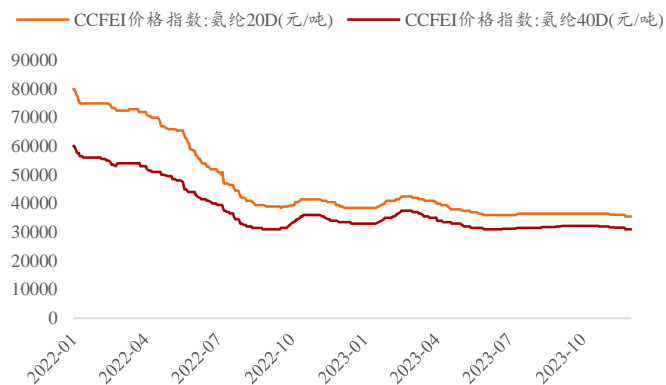
资料来源：Wind，首创证券

图表15：2022年以来粘胶价格走势



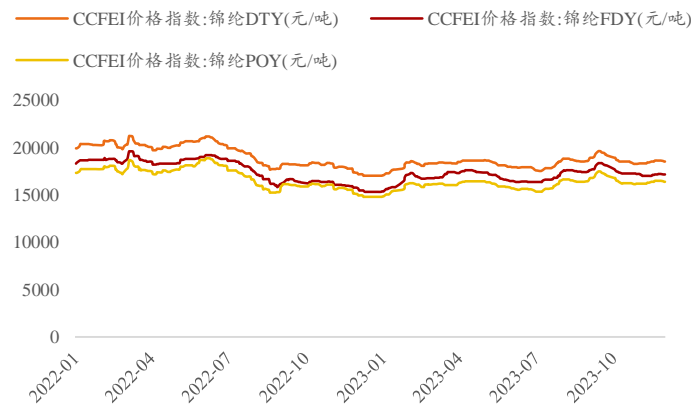
资料来源：Wind，首创证券

图表16：2022年以来氨纶价格走势



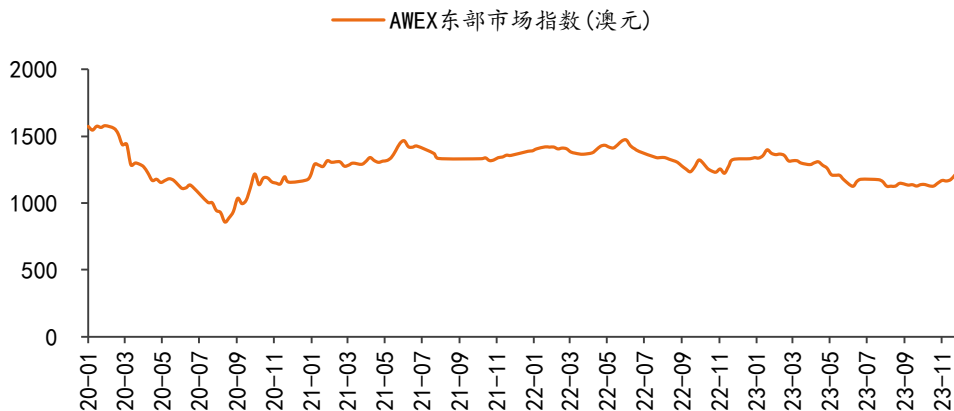
资料来源：Wind，首创证券

图表17：2022年以来锦纶价格走势



资料来源：Wind，首创证券

图表18：2020年以来澳大利亚羊毛价格走势

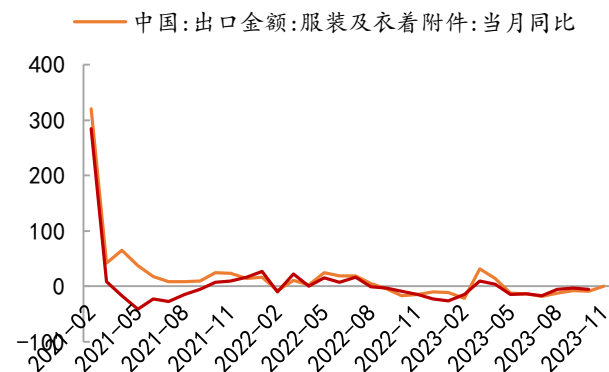


资料来源：iFind，首创证券

2.2 供给端：纺服出口年内承压，订单边际改善趋势显现

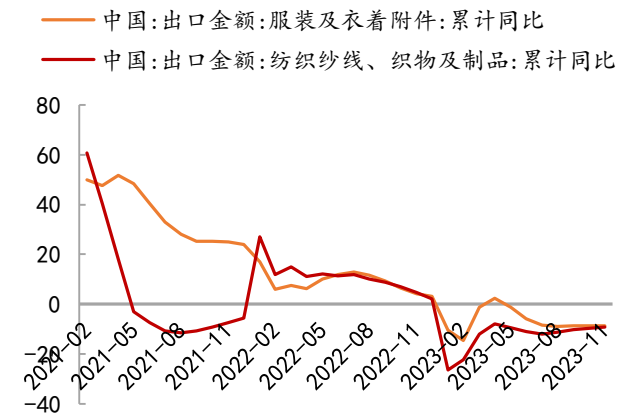
- ✓ **2023年海外需求放缓，品牌客户对上游制造企业快反能力提出更高要求。**2023年以来，受俄乌冲突、欧美通胀、品牌进入清库存周期等因素影响，海外需求明显放缓。下游客户普遍存在下单谨慎及订单推迟的现象，下单节奏呈现小批量、多批次的特点，对上游供应商的供应链快反能力提出更高要求。
- ✓ **出口数据分地区看：2023年我国纺织品服装出口承压，但降幅明显收窄。**根据海关总署数据，2023年1-11月我国服装出口额同比下降8.6%，其中9月/10月/11月分别同比下降7.9%/8.7%/2.8%；纺织品出口额累计同比下降9.2%，其中9月/10月/11月分别同比下降2.9%/5%/0.5%，出口形势仍存在一定压力，但降幅已有明显收窄。
- ✓ **东南亚纺织品及鞋类出口承压，鞋类降幅高于纺织品。**以越南为例，1-11月，越南纺织品出口额同比下降12.5%，其中9月/10月/11月分别同比+5.3%/-3.6%/-7.1%；鞋类出口额累计同比下降20.2%，其中9月/10月/11月分别同比下降16.7%/29%/10%，出口仍延续下滑趋势，但降幅有所收窄。

图表19：中国纺织服装出口额当月同比增速（单位：%）



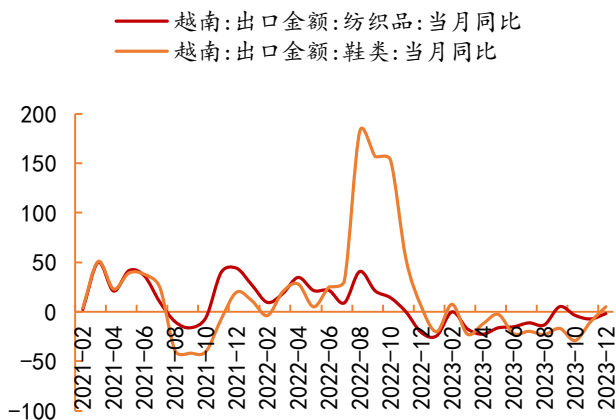
资料来源：Wind，首创证券

图表20：中国纺织服装出口额累计同比增速（单位：%）



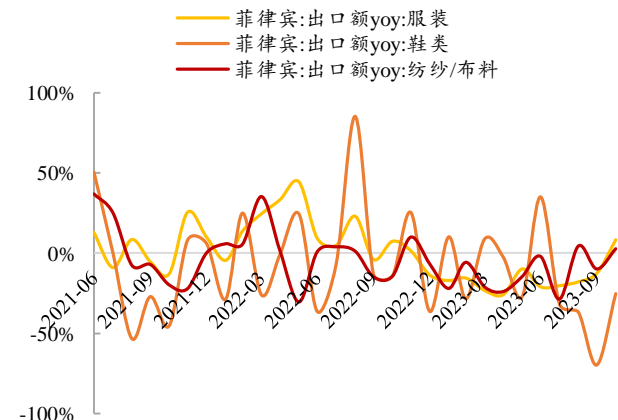
资料来源：Wind，首创证券

图表21：越南纺织品及鞋类出口额当月同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，首创证券

图表22：菲律宾纺织品、服装及鞋类出口额当月同比增速

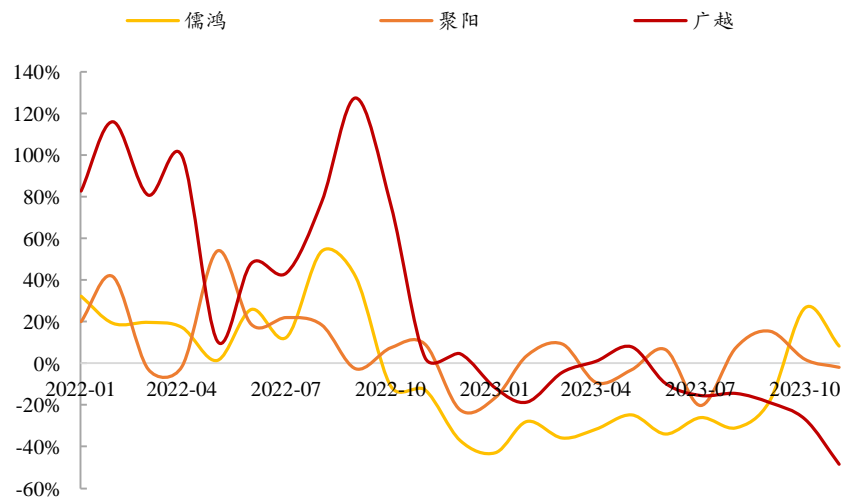


资料来源：Wind，首创证券

2.2 供给端：纺服出口年内承压，订单边际改善趋势显现

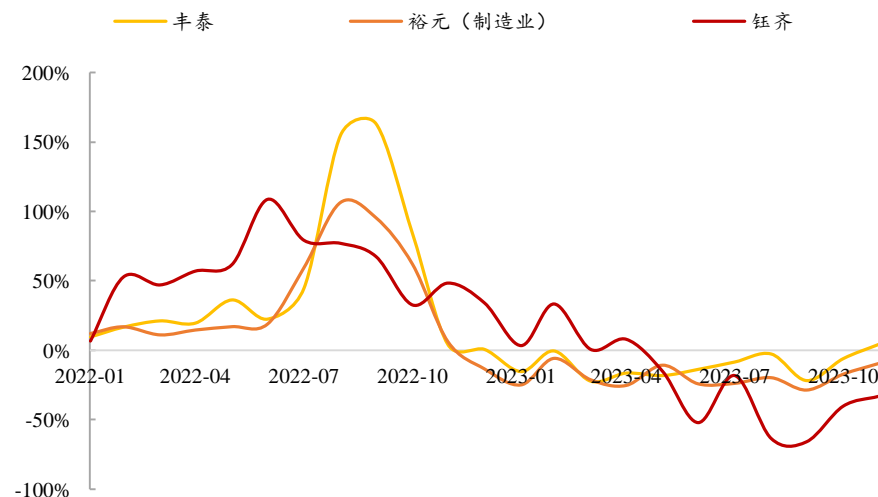
✓ 中国台湾地区运动制造企业月度表现分化，运动制造龙头经营韧性凸显。从中国台湾地区主要运动鞋履及服装制造商月度收入数据看，2023年8月/9月/10月，丰泰收入分别同降2.6%/21.7%/6%，裕元制造业务收入分别同降19.8%/28.7%/17.3%，钰齐收入分别同降63.3%/65.7%/40.1%，儒鸿收入分别同比-30.9%/-17.9%/+26.7%，聚阳收入分别同增7.5%/15.4%/1.9%，广越收入分别同降14.4%/18.9%/26.9%。当前运动品牌处于去库存的后期，各品牌去库进展不同，使得各制造商月度表现分化，但服装类制造企业月度订单恢复情况好于鞋类。2023年11月耐克的核心供应商丰泰企业收入增速转正，10月及11月Lululemon的核心面料供应商儒鸿收入均维持增长，部分印证头部运动品牌相对前期更积极的下单节奏。中国大陆运动鞋履制造龙头华利集团2023Q3收入同比下降6.9%，销售表现强于同业，主要受益于公司新客户拓展放量、核心客户供应链份额提升以及优秀的订单快反能力。

图表23：中国台湾地区服装制造企业月度收入同比增速



资料来源：各公司官网，首创证券

图表24：中国台湾地区鞋履制造企业月度收入同比增速

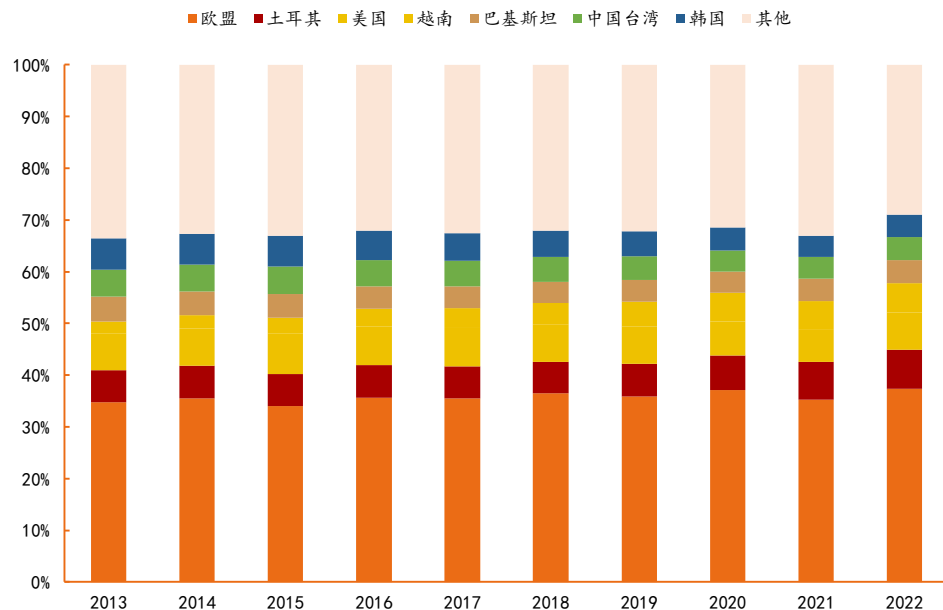


资料来源：各公司官网，首创证券

2.2 供给端：纺服出口年内承压，订单边际改善趋势显现

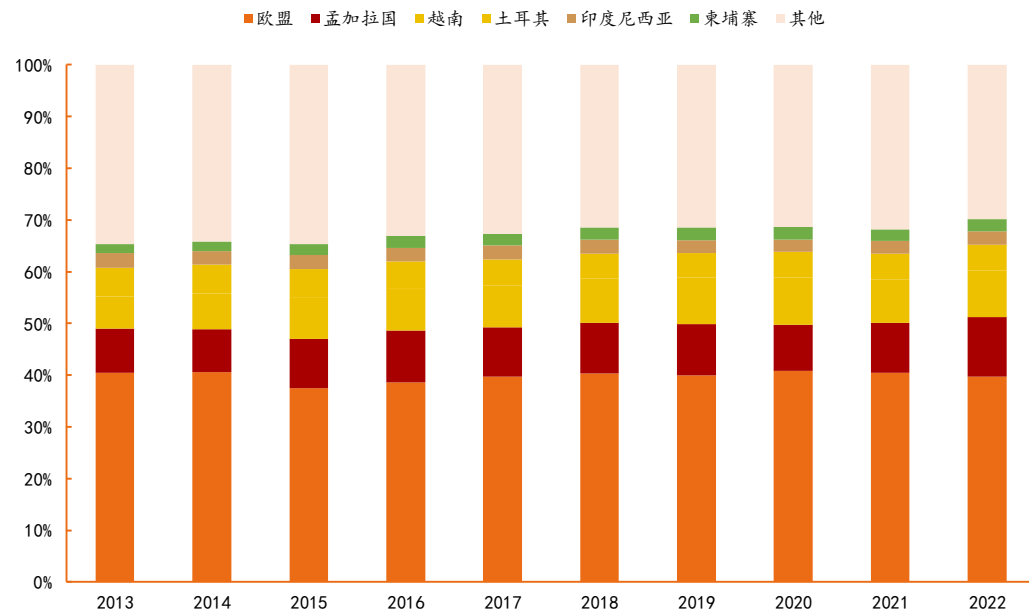
- ✓ **服装出口产业转移趋势不变，龙头企业海外产能布局完善。**从服装出口来看，受劳动力、土地租金等资源成本上涨、国际贸易环境紧张等多重因素影响，我国服装产业出口占全球出口份额从2013年的39.2%降至2022年的32%，东南亚地区在政策及资源成本优势下承接了我国服装出口订单的转移。伴随着产业转移大潮，我国纺织制造龙头较早开始布局东南亚生产基地，利用当地劳动力、税收政策优势加快产能扩张，目前已形成较为完备的生产制造体系，先发优势显著。从纺织品出口来看，我国企业在服装面料、辅料方面具有显著的人才及技术优势，在全球纺织制造的中间环节占据核心地位，纺织品出口占据全球出口额由2013年的35%提升至2022年的44%。纺织面料及辅料细分领域龙头有望凭借较强的研发、快反、交期、服务等优势提升供应链地位，进一步实现国产替代。

图表25：中国纺织品出口市场结构



资料来源：WTO，首创证券

图表26：中国服装出口市场结构

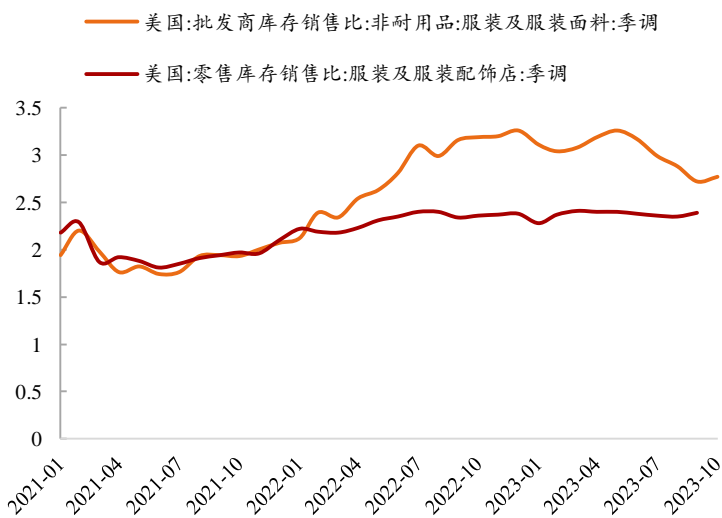


资料来源：WTO，首创证券

2.3 需求端：美国通胀回落带动零售回暖，国际品牌去库成效显著

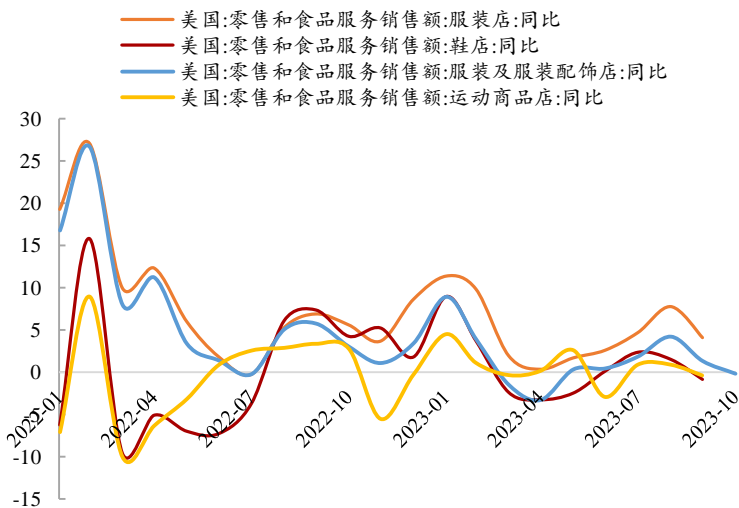
- ✓ 美国通胀降温有望带动零售端回暖，服装渠道商库存持续改善。
- ✓ 从行业数据来看：从库存情况看，根据美国商务部数据，美国服装及配饰店库存量自2022年以来基本维持稳定，但库销比较为良性、健康；服装及面料批发商库存自2023年下半年以来以持续回落，改善趋势明显。从零售端看，美国服装店零售额今年各月度均维持较好的增长势头，增速强于鞋店及运动商品店。从价格端看，根据美国劳工部数据，受能源价格持续回落等因素影响，美国月度CPI及服装CPI同比增速自今年以来持续回落，11月美国CPI及服装CPI增速进一步回落至3.1%/1.2%，受打折季影响，服装CPI增速回落幅度更大。从线上消费看，根据Adobe Analytics数据，2023年“黑五”购物节，美国电商消费额同比增长7.5%至98亿美元，消费者对于性价比的追求使得各大电商平台加大了折扣力度。我们认为，美国的通胀降温以及明年预期降息有望带动零售端回暖，可选消费品需求预计逐步修复，并进一步带动行业库存水平回归良性。

图表27：美国服装及配饰店库存情况



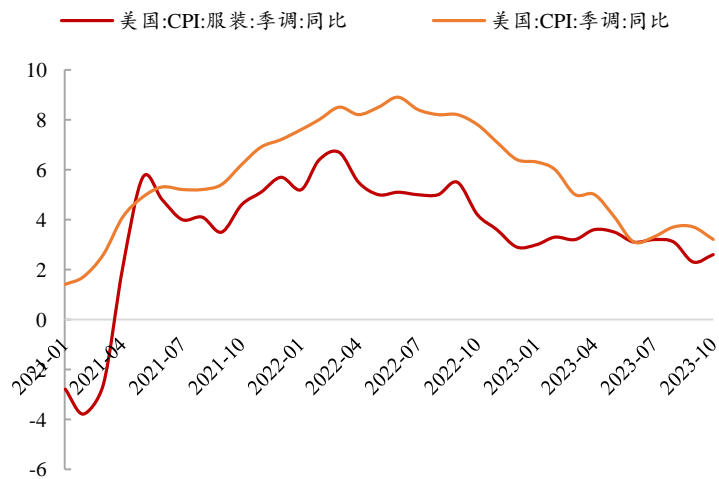
资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

图表28：美国服装及配饰店月度销售情况（单位：%）



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

图表29：美国CPI同比变动情况（单位：%）



资料来源：美国劳工部，Wind，首创证券

2.3 需求端：美国通胀回落带动零售回暖，国际品牌去库成效显著

- ✓ 国际运动品牌去库成效显著，2024年有望迎来补库需求。
- ✓ 从企业端数据来看：国际运动品牌去库进程分化，整体已接近尾声，补货需求有望逐步体现。根据头部国际运动品牌最新发布的财报，大部分企业存货已有明显改善，同比呈现不同程度的下降趋势。以Nike和Lululemon为例，截至8月31日（Nike的Q1FY24），Nike存货额同降10%，包含经销商在内的存货量同降双位数，存货与零售表现匹配；截至10月29日（Lululemon的Q3FY23），Lululemon存货额同降4%，收入增速维持在20%左右。我们认为国际运动品牌已经连续5个季度放缓补货节奏，23Q4又迎来“黑五”、圣诞节等大促节日，新品、常青款、爆款等产品预计将迎来补库需求。根据国际品牌的供应商策略，核心供应商的订单有望优先转暖。

图表30：国际运动品牌库存情况

公司	存货指标	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
Nike	存货额 (亿美元)	77.0	84.2	96.6	93.3	89.1	84.5	87.0
	同比	15%	23%	44%	43%	16%	0%	-10%
	环比	18%	9%	15%	-3%	-5%	-5%	3%
Adidas	存货额 (亿欧元)	45.4	54.8	63.2	59.7	56.8	55.4	48.5
	同比	15%	35%	72%	49%	25%	1%	-23%
	环比	13%	21%	15%	-5%	-5%	-2%	-12%
PUMA	存货额 (亿欧元)	16.2	19.8	23.5	22.5	21.5	21.5	18.7
	同比	32%	43%	72%	50%	33%	8%	-20%
	环比	8%	23%	18%	-4%	-4%	0%	-13%
Lululemon	存货额 (亿美元)	12.8	14.6	17.4	14.5	15.8	16.6	16.6
	同比	74%	85%	85%	50%	24%	14%	-4%
	环比	32%	15%	19%	-17%	9%	5%	0%
Deckers	存货额 (亿美元)	5.1	8.4	9.3	7.2	5.3	7.4	7.3
	同比	82%	83%	45%	31%	5%	-12%	-22%
	环比	-8%	66%	10%	-22%	-26%	39%	-2%
Under Armour	存货额 (亿美元)	8.2	9.5	10.8	12.2	11.9	13.2	11.4
	同比	-3%	8%	29%	50%	44%	38%	6%
	环比	2%	16%	13%	13%	-2%	11%	-13%

图表31：国际运动品牌收入情况

公司	收入指标	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
Nike	收入 (亿美元)	108.7	122.3	126.9	133.2	123.9	128.3	129.4
	同比	5%	-1%	4%	17%	14%	5%	2%
	环比	5%	-1%	4%	17%	14%	5%	2%
Adidas	收入 (亿欧元)	53.0	56.0	64.1	52.1	52.7	53.4	60.0
	同比	1%	10%	11%	1%	-1%	-5%	-6%
	环比	1%	10%	11%	1%	-1%	-5%	-6%
PUMA	收入 (亿欧元)	19.1	20.0	23.5	22.0	21.9	21.2	23.1
	同比	23%	26%	24%	24%	14%	6%	-2%
	环比	23%	26%	24%	24%	14%	6%	-2%
Lululemon	收入 (亿美元)	16.1	18.7	18.6	27.7	20.0	22.1	22.0
	同比	32%	29%	28%	30%	24%	18%	19%
	环比	32%	29%	28%	30%	24%	18%	19%
Deckers	收入 (亿美元)	7.4	6.1	8.8	13.5	7.9	6.8	10.9
	同比	31%	22%	21%	13%	8%	10%	25%
	环比	31%	22%	21%	13%	8%	10%	25%
Under Armour	收入 (亿美元)	13.0	13.5	15.7	15.8	14.0	13.2	15.7
	同比	3%	0%	2%	3%	8%	-2%	0%
	环比	3%	0%	2%	3%	8%	-2%	0%

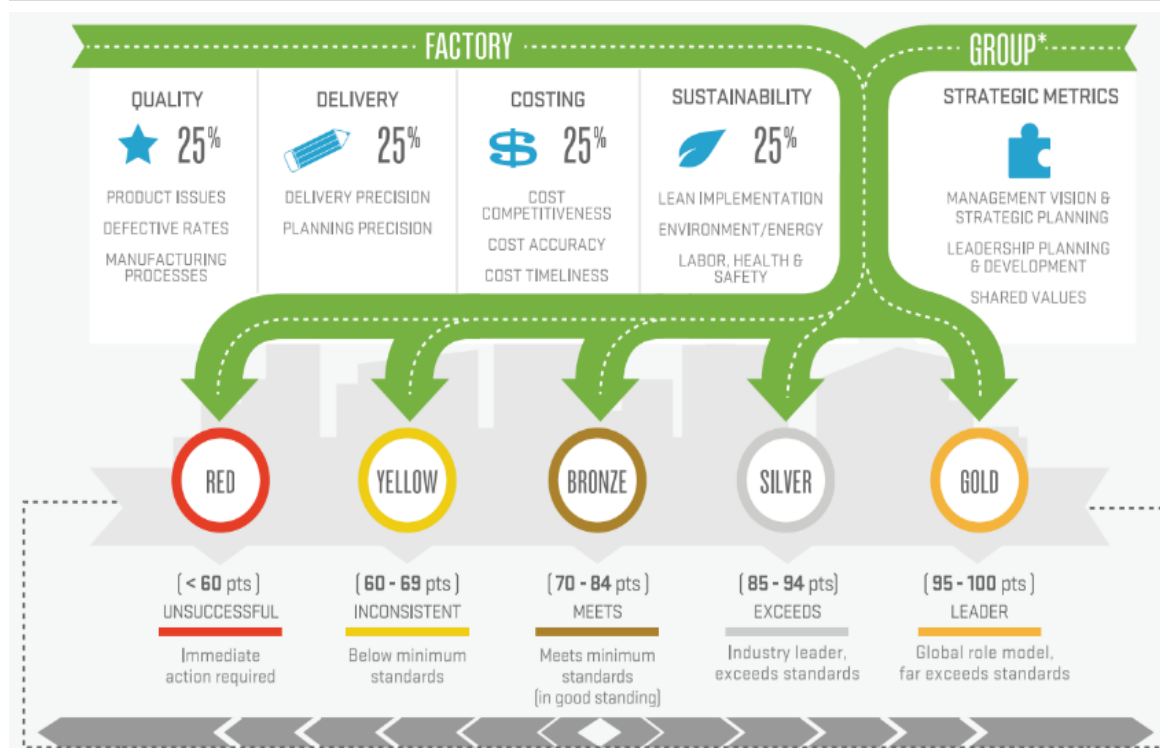
资料来源：各公司公告，Wind，首创证券 注：由于各公司财报周期不同，例如上表23Q3对应Nike的Q1FY24（截至8月31日），Lululemon的Q3FY23（截至10月29日），其余公司对应的财季截止日均为9月30日。

资料来源：各公司公告，Wind，首创证券

2.4 竞争格局：供应商考察标准严格，纺织制造企业集中度提升

- ✓ **知名运动品牌供应商筛选严格。**全球头部运动品牌商对供应商的筛选标准十分严格。除制造成本外，品牌方还要考虑供应商的开发设计能力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量及交付及时性等多个维度，并进行1年左右的考察和验厂。通过筛选后，制造商初期仅能获取少量订单，并受到品牌方在生产技术和产品质量标准方面的严格管控。Adidas从1997年起贯彻制造商指导方针，使用和正式合作伙伴同等严格的标准对准制造商进行两轮考察，其中约有三至四成在第一轮评选中被淘汰。Nike对其上游合作制造商实行评级制度，通过考察厂商在“产品质量、采购成本、交付及时性与可持续性”四个方面的综合表现，并作为订单分配的重要参考。
- ✓ **头部运动品牌订单向核心供应商倾斜，上游制造端集中度提升。**近年来Nike、Adidas等头部品牌商采取核心供应商策略，订单向优质供应商倾斜。**Adidas:** Adidas合作制造商由2014年的340家减少至2022年的117家。合作关系超过20年的制造商占比已从2020年的30%提升至2022年的37%。**Nike:** Nike合作工厂总数由2014年的580家减少至2022年的414家。Nike的前五大运动服装供应商产量占比从2014年的34%提升至2022年的52%，鞋履供应商占比自2019年起披露口径由Top5改为Top4，2022年合计占比58%，前4/5大供应商占比均大于10%。从产品类别来看，由于鞋类制造工艺更为复杂、自动化程度相对更低、技术壁垒更高，鞋类合作厂商数量远小于成衣，制造端集中度更高。

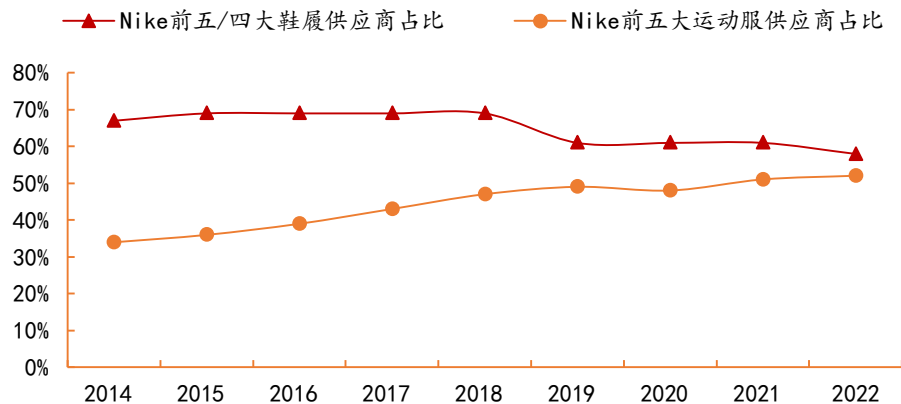
图表32: Nike供应商考察标准



资料来源: Nike公司公告, 首创证券

2.4 竞争格局：供应商考察标准严格，纺织制造企业集中度提升

图表33: Nike核心供应商占比



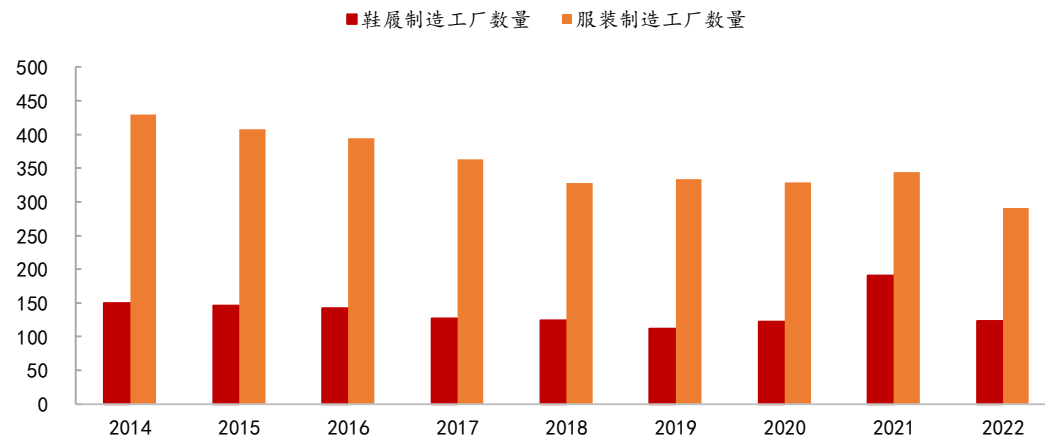
资料来源: Nike公司公告, 首创证券

图表35: Adidas合作供应商数量



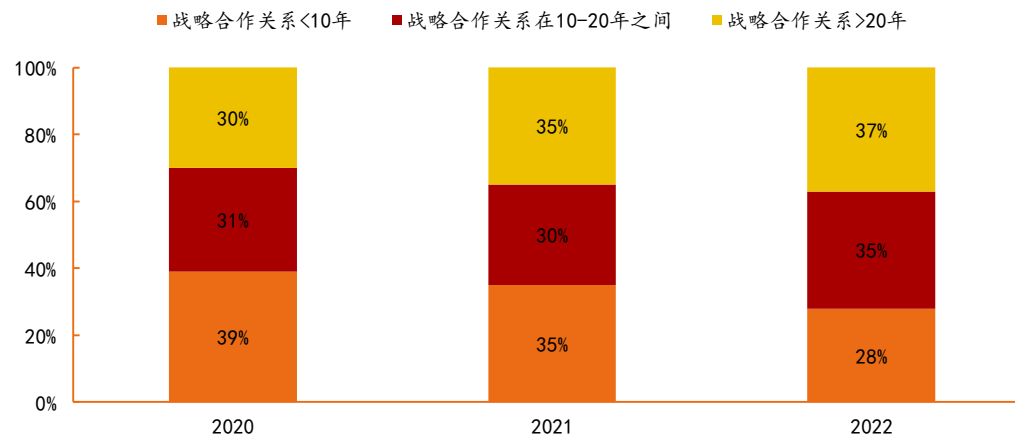
资料来源: Adidas公司公告, 首创证券

图表34: Nike服装及鞋履制造工厂数量 (单位: 个)



资料来源: Nike公司公告, 首创证券

图表36: Adidas独立供应商战略合作年限结构



资料来源: Adidas公司公告, 首创证券

2.5 关键趋势：面料的环保及功能性需求提升，相关领域存增长潜力

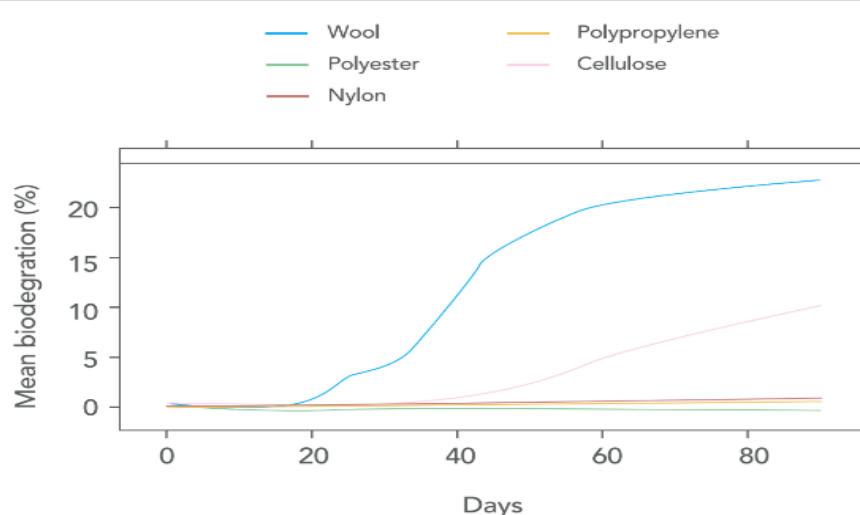
- ✓ **可持续理念在时尚产业的普及、落地有望带动可持续纤维需求增长。**2018年以来，“绿色”“环保”“可持续”成为时尚产业的风向标，ESG对投资决策的重要性也明显提升。涵盖奢侈品、运动、快消等多个领域在内的国际时尚品牌公司大力提倡绿色环保理念，开始采用可持续材料替代传统化学纤维，并陆续提出品牌的可持续发展目标及时间表。从国内情况看，为实现碳中和战略目标，针对纺织行业推出的相关指导意见及发展纲要也对循环再利用纤维及生物纤维的使用量提出了更高要求。我们认为，时尚产业环保理念的普及以及其对绿色供应链不断提升的需求有望带动天然纤维（如羊毛）及可再生化学纤维面料（如再生尼龙）的增长。
- ✓ **以羊毛为例，羊毛作为应用最广泛的天然纤维之一，具备区别于其他天然及合成纤维的独特性能。**（1）绿色、环保、可持续：根据IWTO报告，羊毛纤维的降解速度快于各类化学纤维；在理想条件下，羊毛制品在地下6个月后即可完全降解。（2）吸湿、透气、保温、防辐射：羊毛可吸收最多35%于自身重量的水分，显著高于棉花（24%）、尼龙（7%）、涤纶等纤维，从而帮助保持皮肤的干爽、透气；同时，羊毛的天然卷曲使其形成空气屏障，从而起到保暖功能；除此之外，羊毛也具备防紫外线的功能，以上特性使得羊毛制品适用于多种运动及户外场景。（3）易打理、服适性强：羊毛的特殊物化结构使其可以防污、防皱、抗异味，同时其质感、贴合度、色牢度及耐磨度等也受到设计师的青睐。

图表37：部分国际服装品牌2025年可持续发展目标

品牌2025年可持续发展目标	
Nike	2025年Nike所有关键材料中50%为环保材料，减少50万吨温室气体排放；供应链中100%的垃圾从填埋场转移，至少80%的垃圾被回收用于Nike的产品；纺织染整每公斤淡水用量减少25%。
Adidas	2025年Adidas 90%的产品是可持续的，很大程度上由环保材料制成。
Puma	2025年Puma会为皮革、橡胶、棉花和PU开发回收材料选项；从经过认证的来源采购100%棉、聚酯、皮革和羽绒；90%的鞋类至少包含一种可持续成分。
Zara	2025年Zara所有系列都将采用100%可持续面料制成。
H&M	2025年H&M30%的商品采购材料将经过认证回收。

资料来源：各品牌公司官网，首创证券

图表38：羊毛制品的降解速度领先各类化学纤维



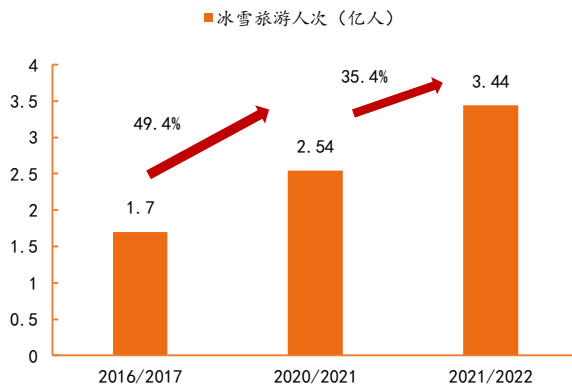
资料来源：IWTO，首创证券

2.5 关键趋势：面料的环保及功能性需求提升，相关领域存增长潜力

✓ **以滑雪为代表的户外运动热潮带动功能性面料需求增长。**由于专业户外运动所处环境相对恶劣，其对装备的防寒、保暖、吸湿、耐磨等性能要求较高，带动功能性面料及性能优良的高档面料的需求提升。以冰雪运动为例，根据中国旅游研究院数据，2021-2022冰雪季我国冰雪休闲旅游人次3.44亿，是2016-2017冰雪季1.7亿人次的2倍多，2024-2025冰雪季我国冰雪休闲旅游人数有望达到5.2亿人次。从滑雪运动来看，2021/2022雪季，国内滑雪场滑雪人次为2154万，同比增长3.76%，较2019/2020雪季滑雪人次增长超过一倍。滑雪人次的增加有效带动了包括滑雪服、滑雪鞋在内的滑雪装备市场的增长，2021年国内滑雪装备市场规模137.5亿元，同比增长8.4%，2016年-2021年CAGR为15.1%。

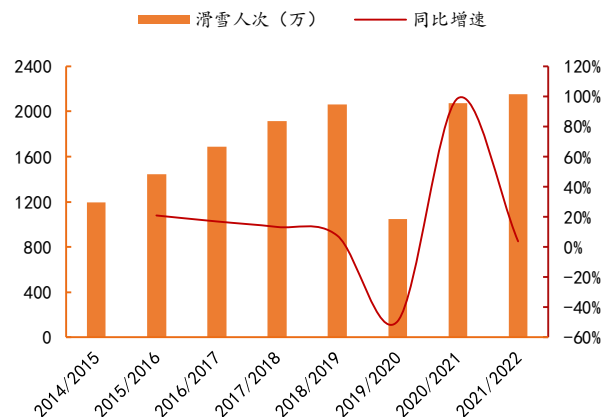
✓ **我国滑雪人口渗透率及人均滑雪频次仍有较大提升空间。**尽管近年来国内冰雪运动参与热度明显提升，但由于我国冰雪运动发展时间较晚且受限于自然环境，与冰雪大国相比渗透率仍然较低。根据Laurent Vanat《2019全球滑雪市场报告》，中国的滑雪人口渗透率为1%，瑞士/日本/美国的渗透率则分别达到35%/9%/8%。从我国滑雪人群的滑雪频率来看，2020/2021雪季滑雪者在国内雪场的人均滑雪次数由上一年度的1.6次上升为1.91次，但目前我国滑雪人群仍以滑雪体验者为主（占比77.4%），每年滑雪6次以上的滑雪爱好者仅占比8.7%。由此，我国滑雪人口的渗透率及人均滑雪频次仍有较大提升空间，随着滑雪人群对该项运动的粘性提升，滑雪产品的消费转化率有望持续提升。

图表39：我国冰雪旅游人次变化



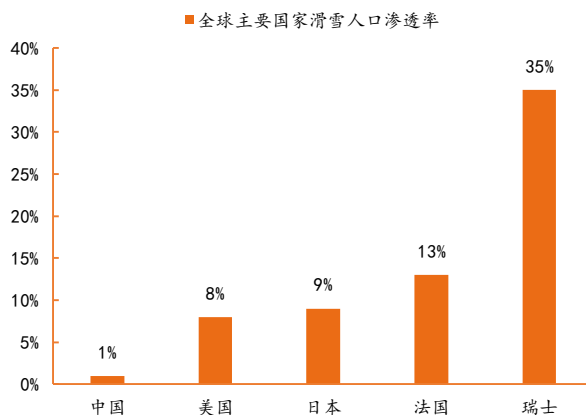
资料来源：中国体育旅游研究中心，首创证券

图表40：2014-2021雪季财年国内滑雪人次



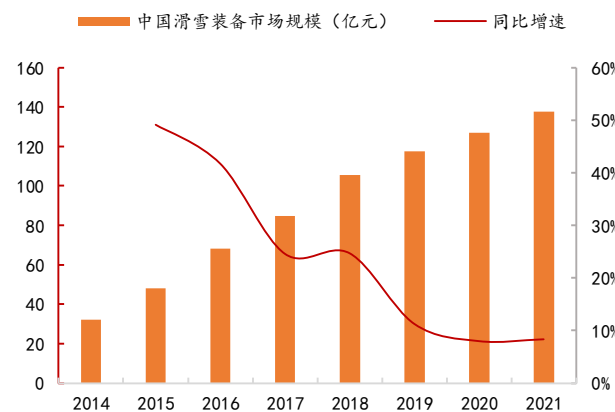
资料来源：2021中国滑雪产业白皮书（伍斌著），首创证券

图表41：全球主要国家滑雪人口渗透率



资料来源：Laurent Vanat《2019全球滑雪市场报告》（转引自华经产业研究院《2022年中国滑雪市场规模、人次、人数及发展趋势》），首创证券

图表42：2014年-2021年中国滑雪装备市场规模



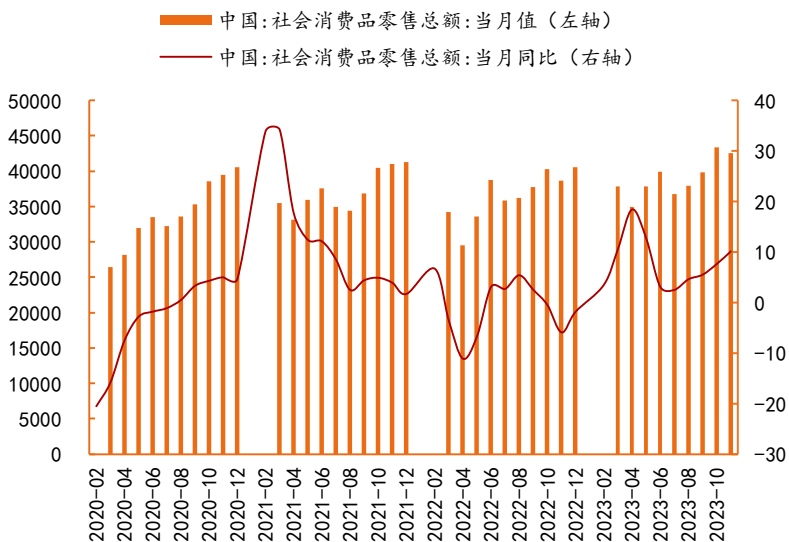
资料来源：中商产业研究院《2022年中国滑雪装备行业发展现状分析》，首创证券

三、品牌服饰：消费演绎K型分化，细分领域现机遇

3.1 国内服装零售弱势复苏为常态

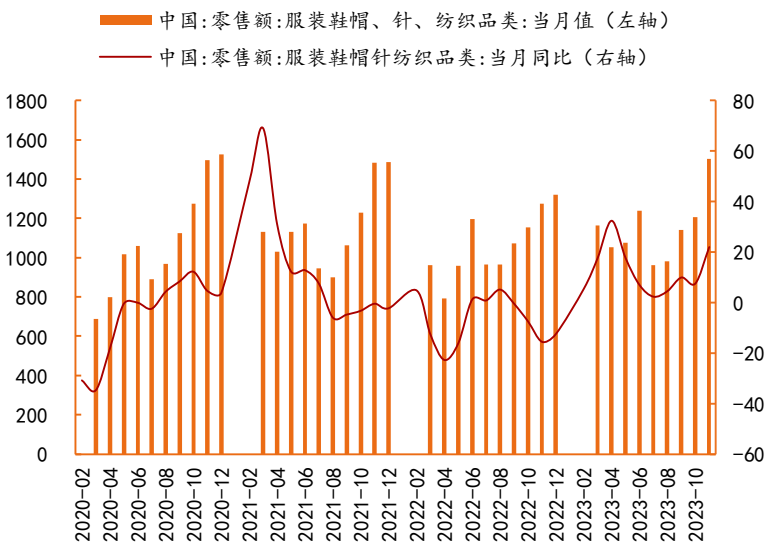
✓ **服装消费弱势复苏，天气偏暖影响秋冬产品销售进展。**2023年1-11月，我国社会消费品零售总额427945亿元，同比+7.2%，较2021年同期+7.1%；分月度看，9/10/11月，我国社零总额分别同增5.5%/7.6%/10.1%。从服装行业来看，1-11月我国服装鞋帽、针、纺织品类零售额12595亿元，同比+11.5%，较2021年同期+1.9%；分月度看，9/10/11月，服装类社零总额分别同增9.9%/7.5%/22%；分渠道看，1-11月，网上穿类商品零售额同比+9.2%，疫后客流量逐步恢复，对线上销售产生分流，线下增速快于线上。服装消费额整体呈现弱势复苏，月度增速波动主要受基数影响，且Q3气温偏高对秋冬装销售产生一定压制，Q4受基数影响增长进入加速阶段。

图表43：中国社会消费品零售总额（单位：亿元；%）



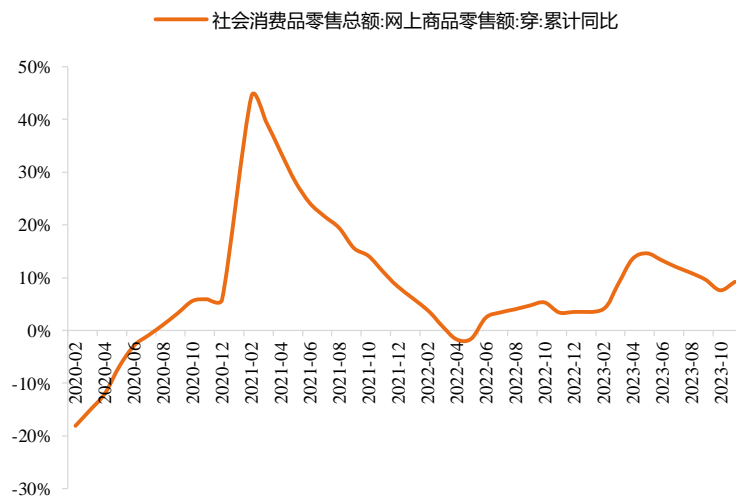
资料来源：Wind，首创证券

图表44：中国服装鞋帽、针、纺织品类零售总额（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，首创证券

图表45：网上穿类商品零售总额同比增速

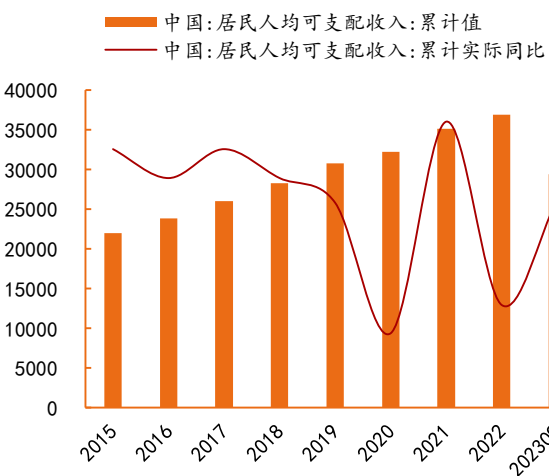


资料来源：Wind，首创证券

3.2 消费演绎K型分化，“升级”与“降级”需求并存

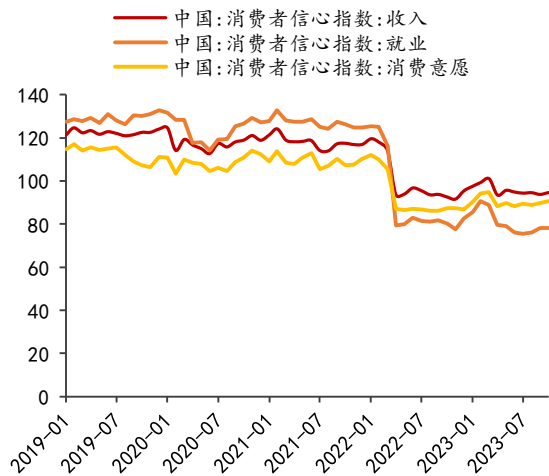
- ✓ **疫后消费信心仍待恢复，“性价比”成消费决策重要考量因素。**从宏观数据来看，近年来，受疫情等多重因素影响，我国居民实际人均可支配收入增速放缓，消费者对未来的收入、就业及消费信心自2022年以来明显下降。在经济压力之下，从业人员的平均工作时间持续增加，居民储蓄存款的意愿有所提升。**从消费行为来看**，消费者更加审视自己的实际需求、更精细的预算规划、更理性的做出购买决策，“性价比”成为购物的重要考量因素。但重视性价比并不代表单纯追求低价，根据品创&Marketing《2023中国消费者洞察报告》，在可负担范围下，消费者乐于为显著提升生活质感、获得更高幸福感、品质有突出优势的品类支付溢价，产品的灵活性、耐用性、持久性成为消费者产生购买行为时的重要消费考量因素。
- ✓ **消费者分化趋势加深，消费升级与消费降级并存。**根据要客研究院《2022中国高净值消费者洞察报告》，近年来消费群体两级分化加深，中产阶级的消费力被削弱。根据其调研数据，近五年约6%的高端市场边缘消费者（净资产100万以上）成为了核心消费者（净资产1000万以上的高净值消费者），约7%的边缘消费者降低成为了高端消费市场的潜在消费者。而占人口总数千分之三的高净值消费者贡献了中国奢侈品消费额的82%。我们认为近年来各大奢侈品的涨价潮、以及静奢风取代更年轻化的街头、运动休闲的时尚趋势也部分印证了，在消费分化的背景下，奢侈品更加聚焦对核心消费群体的维护。

图表46: 居民人均可支配收入情况 (单位: 元)



资料来源: 国家统计局, Wind, 首创证券

图表47: 中国消费者信心指数



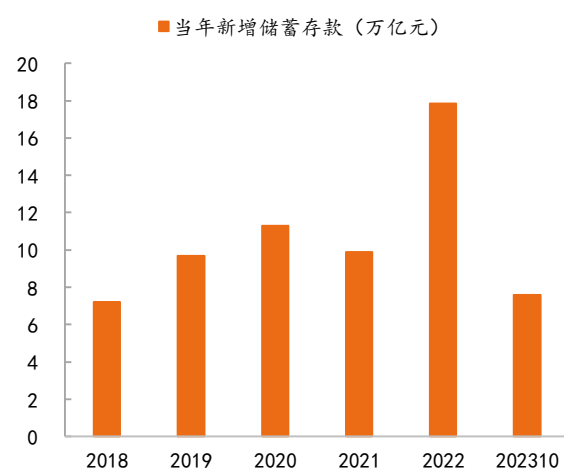
资料来源: 国家统计局, Wind, 首创证券

图表48: 中国就业人员平均工作时间 (小时/周)



资料来源: 国家统计局, Wind, 首创证券

图表49: 金融机构当年新增储蓄存款



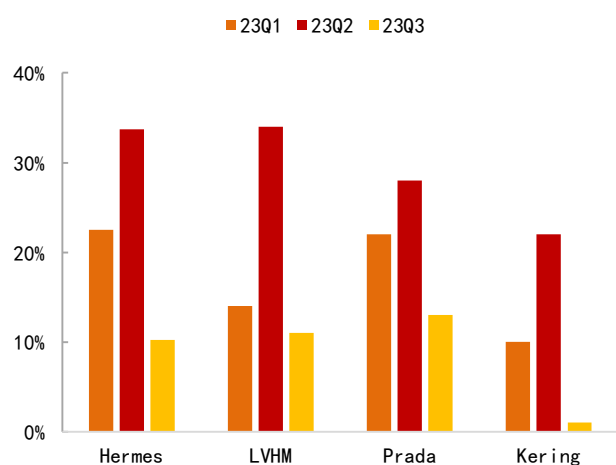
资料来源: 中国人民银行, Wind, 首创证券

3.2 消费演绎K型分化，“升级”与“降级”需求并存

✓ 从企业层面来看：

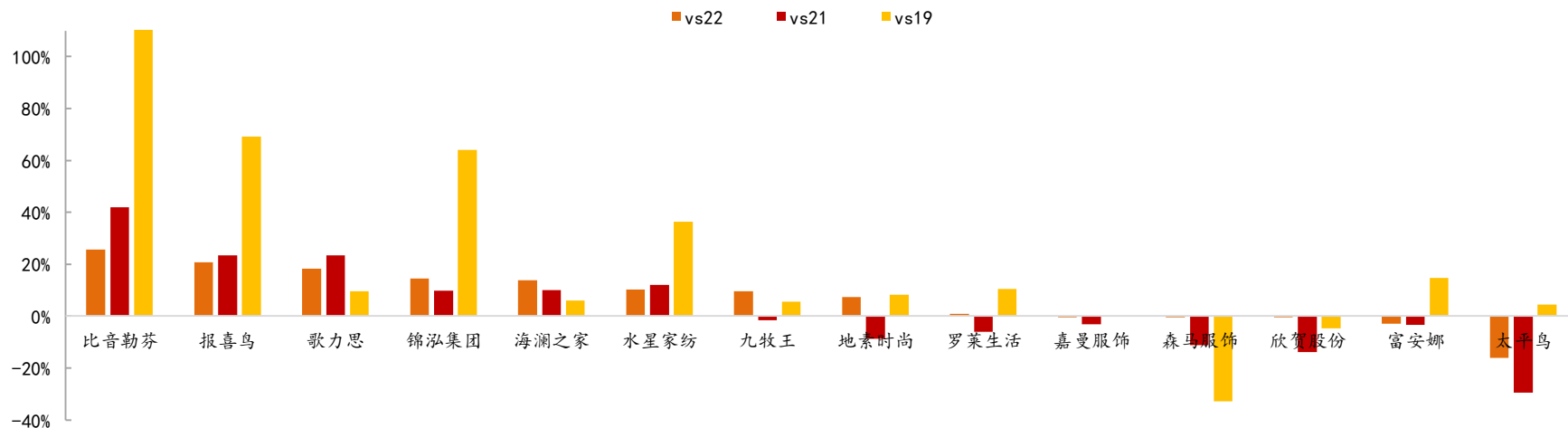
- ✓ **奢侈品品牌在消费疲软的背景下展现出较强韧性。** 23Q1-Q3 Hermes集团/LVHM集团/Prada集团/Kering集团（此处用主品牌Gucci数据替代）亚太（不含日本）地区收入分别同比增长21.2%/19%/21%/6%，其中23Q3以上集团收入分别同比+10.2%/+11%/+13%/-3%，奢侈品集团凭借高收入人群稳定的购买力，收入仍维持较快增长。但受基数较高、旅游消费的结构变化以及“中产阶级”购买力疲软等因素影响，各奢侈品集团/品牌第三季度的收入增速明显放缓，其中品牌力及资产属性更强的“顶奢”品牌经营表现韧性更强。
- ✓ **高端及大众男装企业增长势头较强，女装及中端品牌公司暂未恢复至2021年水平。** 从纺服A股上市公司情况看，定位高端运动休闲男装的比音勒芬（23Q1-Q3收入同增25.7%，业绩同增32.2%）及报喜鸟（23Q1-Q3收入同增20.7%，业绩同增44.4%）前三季度经营表现显著领先同业，定位高性价比大众男装的海澜之家（23Q1-Q3收入同增13.8%，业绩同增40.1%）实现了稳健增长。国内女装市场竞争更为激烈，且消费的可选性更强，在消费弱复苏环境下整体表现弱于男装。其中高端女装公司歌力思在多品牌战略下收入实现较快增长，但利润较2021年仍有差距，地素时尚、欣贺股份收入暂未恢复至2021年同期水平。定位中端服装市场的太平鸟及定位大众休闲及中高端童装市场的森马服饰收入均未恢复至2021年同期水平。

图表50：各奢侈品集团2023年前三季度亚太地区增速



资料来源：各公司财报，首创证券

图表51：A股部分服装家纺上市公司23Q1-Q3收入较往年对比情况

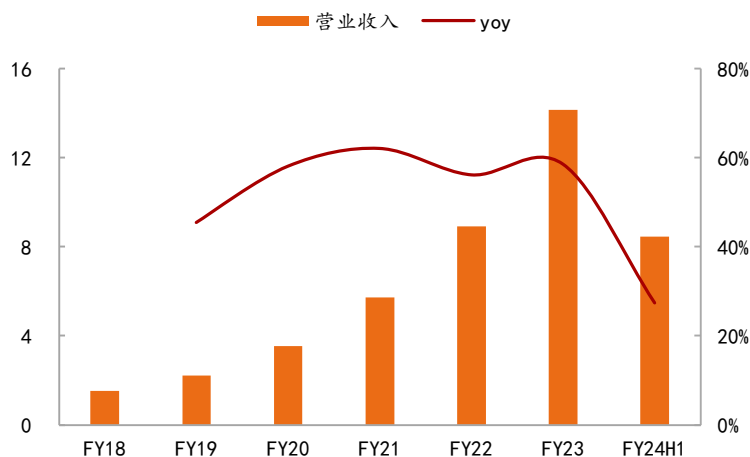


资料来源：Wind，首创证券

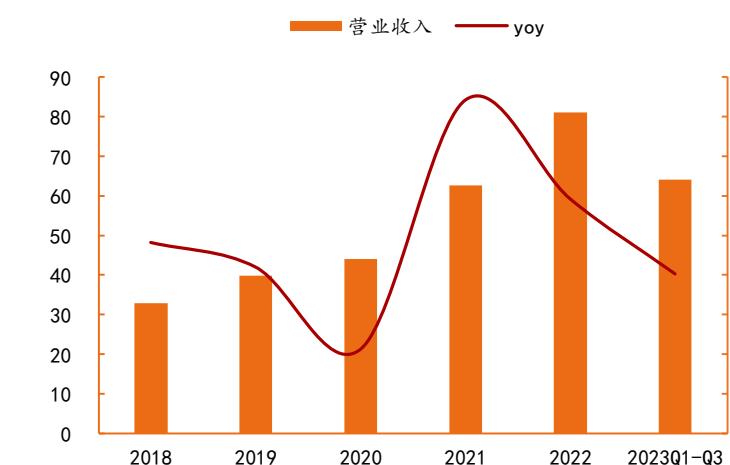
3.3 运动户外市场细分化，垂类产品表现强劲

- ✓ **运动消费市场细分化，垂类品牌销售表现强劲。**与消费增长放缓形成对比，近年来运动户外领域涌现多匹黑马，收入增长领先同业。以高性能越野跑鞋出圈的Hoka品牌近5年收入端均保持强劲增长，其中FY23/FY24H1收入分别增长58.5%/27.4%；从核心产品瑜伽裤拓展至全品类的运动龙头Lululemon近五年收入端均保持超于同业的增长，其中FY22/FY23Q1-Q3收入分别同增29.6%/20.2%；昂跑凭借设计简约且富有科技感的功能性跑鞋迅速获得“中产阶级”的青睐，自2021年上市以来收入始终保持高增，FY22/FY23Q1-Q3收入分别同增68.7%/46.5%。
- ✓ **我们认为，运动户外细分领域多个品牌逆势崛起，主要由于以下原因：**
 - 从行业层面看：**（1）运动鞋服行业集中度高，龙头保持多年稳定增长，但近年鲜有技术突破，大众审美追求“新鲜感”；（2）疫情加强消费者对运动健康的重视，骑行、露营、越野跑、徒步等户外运动景气度提升，多元消费场景激发多元消费需求。
 - 从企业层面看：**（1）新兴运动品牌在发展初期，会绕开老牌龙头的强势领域，通过差异化实现错位竞争；（2）品牌发展初期会将细分品类做到极致，通过产品力建立品牌口碑，提高客户粘性；（3）新兴品牌的营销方式更灵活、精准、有效，取代大资金投入的体育赛事赞助、流量明星代言，新兴品牌更擅长通过社群营销及社交媒体营销，建立忠实的粉丝群体；（4）新兴品牌更注重精细化运营、管理客户需求，丰富产品矩阵，提升产品连带率，比如昂跑的产品由跑步场景拓展到了日常通勤、登山越野、训练健身、网球等领域。

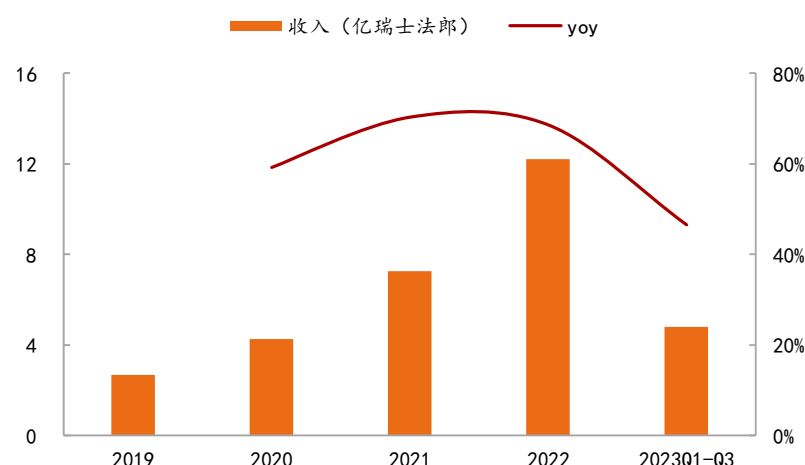
图表52: Hoka品牌各财年收入表现 (亿美元)



图表53: Lululemon各财年收入表现 (亿美元)



图表54: 昂跑各财年收入表现 (亿瑞士法郎)



资料来源: Deckers公司年报, 首创证券

资料来源: Lululemon公司年报, Wind, 首创证券

资料来源: 昂跑公司年报, Wind, 首创证券

3.4 国际运动品牌自低点复苏，本土品牌轻装上阵

✓ **国际品牌处于复苏阶段，国产运动品牌表现有所分化。国际品牌呈现复苏态势：**近年来国际运动品牌陆续经历了疫情、“新疆棉”事件、东南亚供应链迟滞及库存积压等多重事件影响，其中Nike大中华区零售流水连续四个季度下滑并于自然年的22Q4转正，Adidas大中华区零售流水连续八个季度下滑并于23Q2转正。**本土品牌增速存在分化：**各品牌表现存在一定分化，渠道更下沉、“性价比”优势更明显的特步及361度前三季度零售流水均保持双位数增长；Fila品牌产品及渠道调整成效显现，增长势头向好；定位高端户外运动赛道，并在各自细分领域具有较强品牌影响力的迪桑特及可隆品牌延续高增态势。从库存情况看，受22Q4疫情影响，各运动品牌普遍面临库存高企的问题，2023年以来通过小幅加深零售折扣，加大电商及奥莱渠道销售力度，调整经销商供货节奏，提高快反比例等方式减轻库存压力。我们认为，经过一年的调整，各运动品牌的库销比基本恢复至良性、健康水平，助力明年轻装上阵。

图表55：国际/国内头部运动品牌各季度经营数据

品牌	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
安踏	70-75%增长	10-20%低段增长	10-20%中段增长	10%-20%高段增长	中单位数下降	中单位数增长	高单位数下降	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长
FILA	30-35%增长	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	高单位数下降	10-20%低段增长	10-20%低段增长	高单位数增长	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长
迪桑特&可隆	70-75%增长	35-40%增长	30-35%增长	40-45%增长	20-25%增长	40-45%增长	10-20%低段增长	75%-80%增长	70%-75%增长	45%-50%增长
李宁	90%-100%低段增长	40%-50%低段增长	30%-40%低段增长	20%-30%高段增长	下降高单位数	10%-20%中段增长	10%-20%低段下降	中单位数增长	10%-20%中段增长	中单位数增长
特步	30% - 35%增长	中双位数增长	20%-25%增长	30%-35%增长	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数下降	20%增长	高双位数增长	高双位数增长
361度	15%-20%增长	低双位数增长	高双位数增长	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	同比持平	低双位数增长	低双位数增长	15%增长
Nike	9.0%	1.0%	-24.0%	-8.0%	-20.0%	-13.0%	6.0%	1.0%	25.0%	12.0%
Adidas	-15.9%	-14.6%	-24.3%	-34.6%	-35.1%	-26.6%	-49.7%	-9.4%	16.4%	5.7%

资料来源：各公司公告，首创证券

注：Nike和Adidas的数据为其大中华区剔除汇率影响的经营数据，Nike财年度和其他公司不同，上表2023Q3对应NikeFY24Q1（截至2023年8月31日的3个月）

3.5 头部企业拥抱变革，抗风险能力升级

✓ 疫情对商品流通环节、大众购买力和消费信心造成一定冲击，消费结构、消费偏好也经历了重塑。为应对复杂的零售环境，头部服装企业积极求变、强化内功修炼，在产品研发、供应链管理、组织架构优化、渠道管理、品牌运营及数字化管理等多个维度创新和变革。具体来看：

✓ (1) 渠道管理：

1) **加大DTC渠道建设：**安踏体育自2020年以来持续推进DTC建设，以加强终端市场把控，提升门店运营效率和库存管理能力，截至23H1，约5500家安踏DTC大货门店中，约有43%由公司直营，57%由加盟商按照公司的运营标准运营，DTC业务收入占总收入的57.1%。

2) **新零售建设：**森马服饰持续推进数字化门店建设，打造门店“六结构及五化”（六结构包括：实体业务、直播业务、微信生态业务、本地生活业务、O2O业务和内容种草导流业务；五化：全域效率化、品牌一致化、零售数字化、公私域互转化、服务标准化），具有三种结构以上的数字化门店已超千家。

3) **门店分层分级：**根据安踏体育投资者大会，安踏渠道矩阵分为竞技场级、殿堂级、精英级、标准级和基础级，未来5年AES500（属于精英级）及以上店铺数占比将由14%提升至50%；波司登通过打造超250个标杆门店（Top店）项目，聚焦资源精准投放，其中Top店体系中涵盖了品牌Top店、区域Top店、城市Top点及生意Top店。

4) **拓展海外市场：**安踏体育于2019年年联合投资者财团收购Amer Sports，开启全球化进程，目前公司已成立了东南亚国际事业部，未来5年流水目标15亿美元。海澜之家持续深耕马来西亚、越南、新加坡等成熟海外市场，同时积极探索菲律宾等新市场，2022年海外地区实现收入2.19亿元，同比增长154.1%。361度于2015年布局国际市场，积极开拓欧洲、一带一路等国家，海外市场的销售网点数量达到1187加，2023H1公司海外业务收入同比增长66.9%，占集团总收入的1.9%。

✓ (2) 供应链管理：

控制首单规模，加大快反比例：例如波司登将首期订单比例控制在40%左右，其他货品持续根据市场终端销售数据及趋势预测，在销售旺季进行滚动下单，通过拉式补货、快速上新及小单快返的形式推动存货周转效率的提升，23/24上半财年公司库存周转天数同比下降21天至160天。

3.5 头部企业拥抱变革，抗风险能力升级

✓ (3) 多品牌管理：

多品牌管理：特步国际在主品牌之外，已构建户外运动（索康尼及迈乐品牌）及时尚运动（盖世威及帕拉丁品牌）品牌矩阵，经过三年的发展，索康尼品牌已实现盈利。滔搏已与Nike、Adidas、Converse、Skechers等14个领先运动品牌合作，覆盖多项主流及细分运动赛道，在户外运动热潮之下，公司于2023年与Hoka及凯乐石达成合作，并积极布局冷山、Mounster等品牌。比音勒芬于2023年4月完成收购全球知名奢侈品牌CERRUTI 1881和KENT&CURWEN的全球商标所有权，推进公司品牌多样化、国际化、高端化布局。歌力思下涵盖中国高端时装品牌 ELLASSAY、德国高端女装品牌 Laurel、美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy、法国设计师品牌 IRO Paris、英国时尚品牌 self-portrait 五大品牌，覆盖不同细分市场需求，疫情期间门店逆势增长，多品牌驱动收入持续增长。安踏体育已建立完善的品牌矩阵，专业运动品牌群、时尚运动品牌群、户外运动品牌群覆盖了旗下15个品牌，在多品牌协同管理、全球化运营及全渠道零售管理方面壁垒深厚。

✓ (4) 组织架构管理：

推进大中台建设：太平鸟于2022年底对公司组织架构进行调整，由2020年的六大事业部“女装、男装、乐町、童装、鸟巢、物流”及线上运营平台调整为三大职能中心，即产品研发中心，供应链管理中心、零售运营中心，以进一步优化资源配置。

✓ (5) 商品管理：

1) 强化科技性及功能性：近年来各本土运动品牌加强运动鞋科技提升，在跑鞋领域，李宁形成了以“超轻”、“赤兔”、“飞电”为核心的专业跑鞋矩阵，三款产品全部搭载“䨻”高性能中底科技；安踏体育于2021年推出氮科技，并将其应用于马赫系列等专业竞速跑鞋；2023年上半年，特步国际“160X”碳板跑鞋继续成为中国马拉松男子百强运动员的首选运动鞋；361度于2022年推出适应顶级跑者需求的“飞飏”跑鞋，是国内首款采用前后脚掌分离设计的碳板跑鞋。

2) 拓品类：波司登持续对轻薄款羽绒服进行第二次创新迭代，赋予羽绒服更多样、更轻暖、更时尚的属性，同时迎合户外运动热潮，推出一衣三穿的冲锋衣羽绒服及新一代滑雪羽绒服，拓展羽绒服的穿着场景及穿着周期。

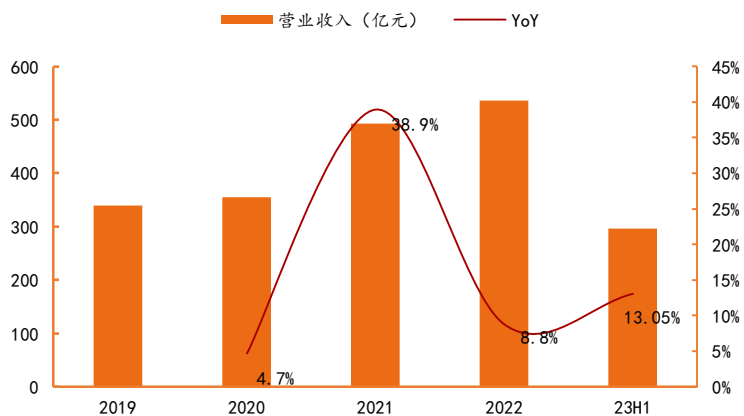
3) 优化商品结构：安踏体育通过顶级品牌、顶级商品、顶级渠道策略助力Fila品牌高质量增长，商品方面提升鞋品类占比，打造爆款并主攻跑鞋增量。同时提升专业产品占比，推进户外、网球、高球等专业运动领域的品类拓展。

四、纺织服装行业重点公司经营情况复盘

4.1 安踏体育：DTC转型赋能效率提升，多品牌共振驱动长期成长

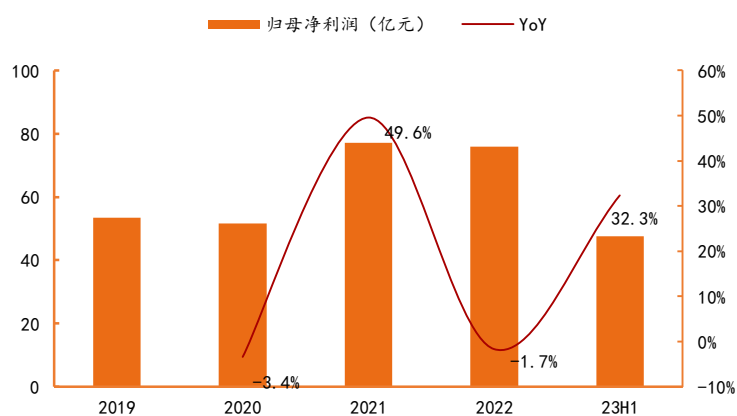
- ✓ **安踏品牌流水增长稳健，欧文中国行提振品牌声量。**零售额：23Q3安踏品牌零售流水同比增长高单位数，增速较Q2环比持平。其中，大货/儿童分别增长高单位数/中单位数，疫后线下场景恢复，线下增速快于线上。**折扣**：23Q3安踏品牌零售折扣72折，同比有所加深。**库存**：23Q3渠道库存周转5个月以内，维持稳定。**营销**：9月，安踏篮球代言人欧文完成签约后的首次中国行，进一步提升了品牌在篮球领域的影响力。
- ✓ **23Q3Fila品牌流水增长稳健。**零售额：23Q3 Fila品牌零售额同增10%-20%低段。其中，线下Fila大货/儿童/潮牌同比均实现高单位数增长。分渠道看，23Q3线上零售额同增中双位数，略快于线下，预计主要由于公司加大电商布局，抖音等新兴平台快速增长，且线上渠道弥补了部分下沉市场的需求。**库存**：23Q3 Fila品牌库销比略高于5倍，较Q2环比小幅提升。**折扣**：23Q3 Fila品牌零售折扣约为7.6折，同比有所改善。
- ✓ **23Q3户外运动品牌延续高增**：23Q3其他品牌流水延续高增，其中Descente品牌同比增长40%-45%，Kolon品牌同比增长65%-70%，户外运动品牌保持高端定位，折扣维持稳定。
- ✓ **投资建议**：公司已建立完善的多品牌矩阵，且具备较强的品牌运营能力及零售管理能力，产品、渠道及营销共振助力长期高质量成长。我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为96.8/115.1/131.4亿元，对应2023年12月15日市值PE分别为20/17/15倍，维持“买入”评级。

图表56：2019年-2023H1安踏体育营业收入



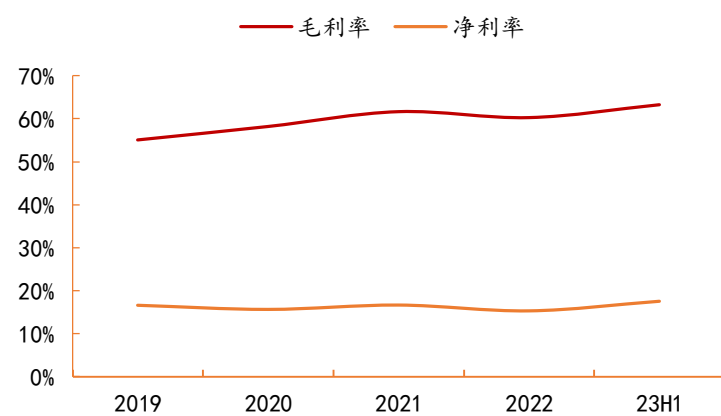
资料来源：Wind，首创证券

图表57：2019年-2023H1安踏体育归母净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表58：2019年-2023H1安踏体育毛利率及净利率

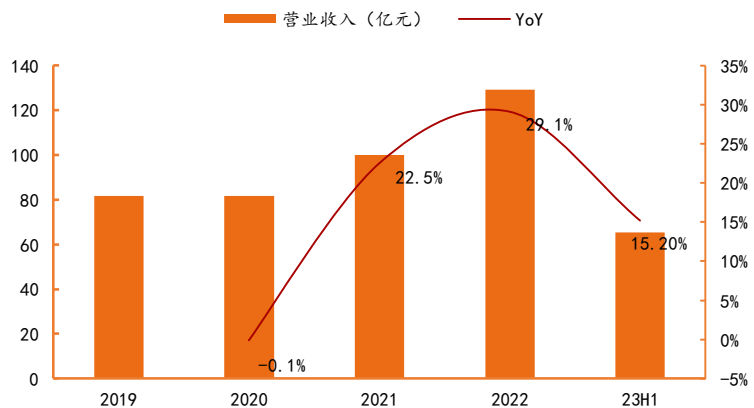


资料来源：Wind，首创证券

4.2 特步国际：跑步赛道优势显著，新品牌培育成效显著

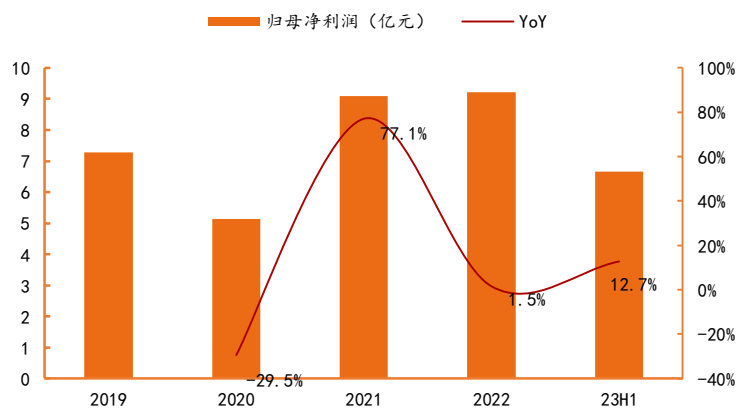
- ✓ **23Q3零售表现势头向好，童装及线下增速快于整体。零售额：**23Q3特步主品牌全渠道零售流水同比增长高双位数，其中线下增速快于线上，儿童业务流水增长约30%。7月受异常天气影响，流水增速偏缓；9月受中秋及国庆气氛带动，增长明显提速；10月黄金周流水增长30%以上。**库存：**截至23Q3公司渠道库存周转为4.5-5个月，较Q2环比改善，年底预计回归4个月左右的健康水平。**折扣：**23Q3零售折扣为七到七五折，环比Q2小幅加深，预计主要由于公司加大存货在电商及奥莱渠道的销售力度。考虑到促销季及行业去库需求，23Q4折扣水平预计有所加深。
- ✓ **索康尼继续贡献盈利，盖世威及帕拉丁海外业务短期波动。专业运动：**索康尼及迈乐品牌23Q3零售流水预计维持高增。其中，索康尼品牌上半年已实现盈利，下半年预计继续贡献利润；渠道拓展方面，索康尼门店全年预计达到100家，其中20家左右为加盟店，月均店效超过30万元（若剔除新店爬坡影响，店效更高），部分门店月店效达到100万元。**时尚运动：**盖世威及帕拉丁品牌国内零售表现较好，月均店效均达到30万元以上；海外业务受消费需求疲软影响，零售表现预计偏弱。
- ✓ **投资建议：**公司在跑步领域优势显著，品牌定位大众与当前消费注重性价比趋势契合，新品牌培育成效显著，多品牌矩阵助力长期成长。我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为11.3/13.7/16.4亿元，对应2023年12月15日市值PE分别为9/8/6倍，维持“买入”评级。

图表59：2019年-2023H1特步国际营业收入



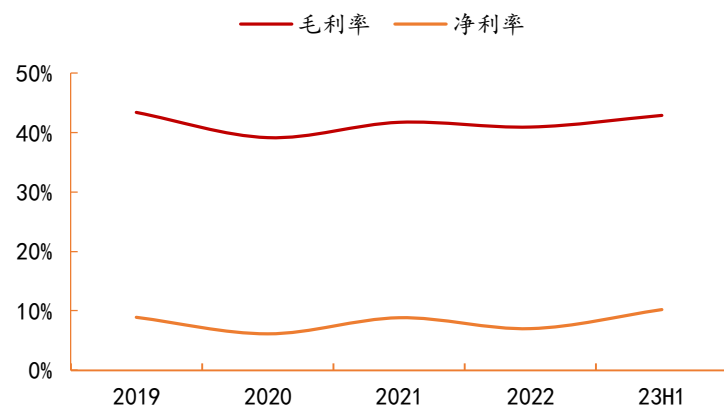
资料来源：Wind，首创证券

图表60：2019年-2023H1特步国际净利润情况



资料来源：Wind，首创证券

图表61：2019年-2023H1特步国际毛利率及净利率

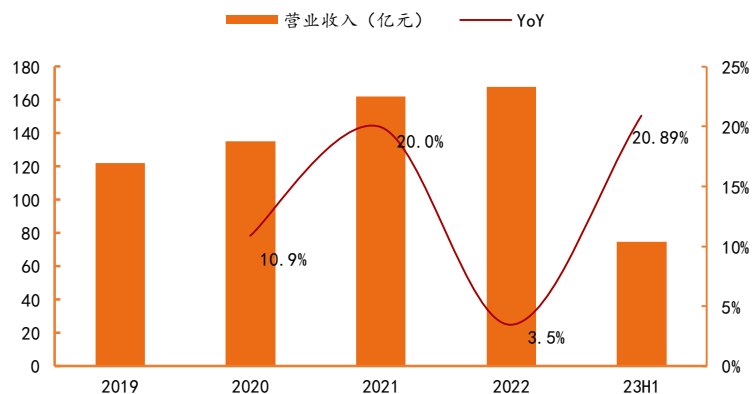


资料来源：Wind，首创证券

4.3 波司登：供应链管理能力强，品牌影响力持续提升

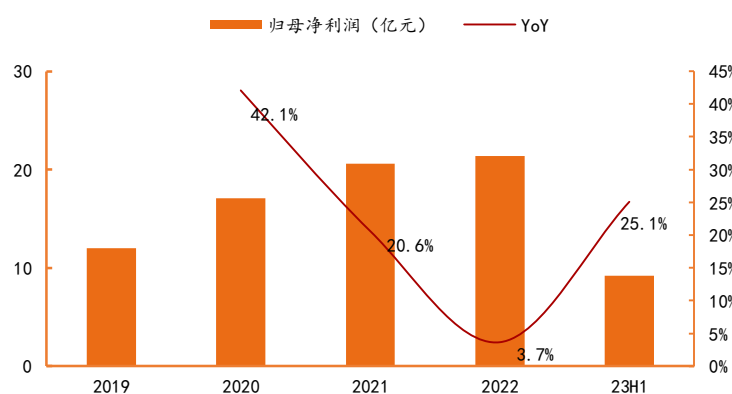
- ✓ **羽绒服业务增速亮眼，精细化运营推进店效提升。** FY23/24H1羽绒服业务收入同比+28.1%至49.4亿元，毛利率-2.4pct至61.2%，毛利率下降主因公司调整产品结构，防晒服及轻薄羽绒服收入占比提升。分品牌看，波司登/雪中飞/冰洁分别实现收入44.21/2.65/0.13亿元，分别同比+25.5%/+52.2%/-65.3%。分渠道看，自营/批发业务收入分别同增35.6%/21.1%，直营/加盟分别-193/+83家至1206/2107家。
- ✓ **贴牌加工业务经营稳健，女装业务盈利能力改善。** FY23/24H1贴牌加工/女装/多元化业务收入分别同增7.8%/15.4%/9.8%；毛利率分别持平/+1.5/-0.6pcts至20.4%/67.7%/26.3%。贴牌加工核心客户订单稳健增长，成本管控有效，受出货节奏影响下半财年收入增速预计快于上半年；女装业务收入及盈利能力均实现恢复性增长；飒美特校服业务持续推进渠道升级、提升品牌覆盖率，收入同比增长11.7%。
- ✓ **经营利润率再创新高，运营效率持续提升。盈利能力：** FY23/24H1公司毛利率50%，同比持平；分销开支率+0.9pct至27.2%，主因公司开展系列品牌建设活动及门店翻新装修工作；行政开支率-0.7pct至7.8%。经营利润率+1.2pcts至16.5%，再创新高。**营运能力：** 存货额同比+12.8%至26.9亿元，存货周转天数-21天至160天，公司控制首次订单比例，拉式补货、小单快反机制对库存水平及结构进行有效管理。
- ✓ **投资建议：** 尽管外部环境波动，公司经营表现靓丽，品牌力及产品力凸显。渠道精细化运营及供应链快反推动经营质量持续提升，业绩高质量增长可期。我们预计公司FY23/24/25年归母净利润为26/30.5/35.6亿元，对应2023年12月15日市值PE为13/11/9倍，维持“**买入**”评级。

图表62：2019-2023H1波司登营业收入



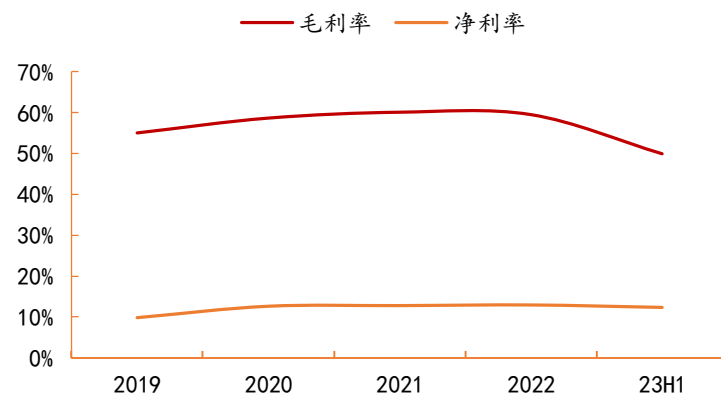
资料来源：Wind，首创证券

图表63：2019-2023H1波司登净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表64：2019-2023H1波司登毛利率和净利率

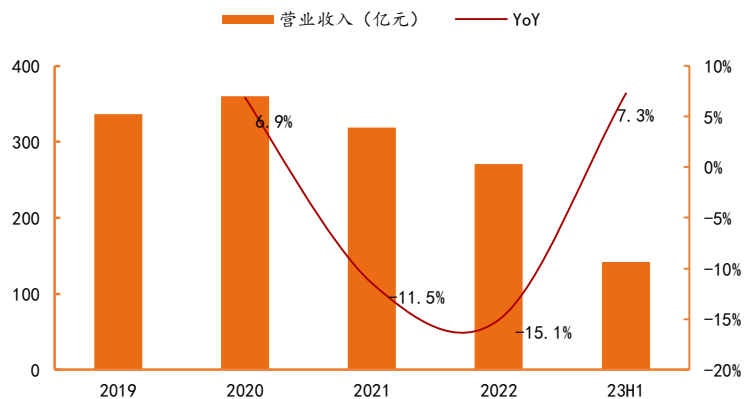


资料来源：Wind，首创证券

4.4 滔搏：主力品牌复苏在即，渠道提效推动利润率改善

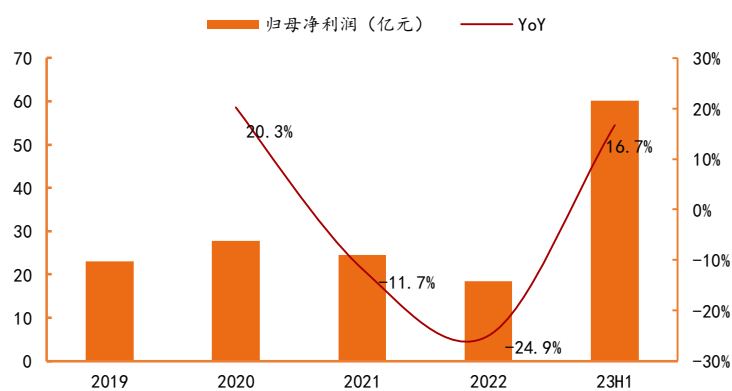
- ✓ **收入稳健增长，消费复苏节奏短期波动。**分季度看，FY24Q1/Q2/Q3公司零售及批发业务总销售额同比分别增长20%-30%低段/下跌低单位数/10%-20%低段增长。阿迪达斯旗下品牌门店调整预计对公司零售额产生一定影响。
- ✓ **渠道运营提效推动费率优化，经营利润率改善明显。**盈利能力：FY24H1公司毛利率同比-0.9pct至44.7%，主要由于品牌合作伙伴在疫情期间提供的特殊支持在疫后逐步减弱。销售及分销开支率/一般及行政开支率分别同降1.9/0.4pcts 至29%/3.9%。其中，店效及坪效修复带动租金费率-0.5pct至13.3%，人效提升带动员工费率同降1.3pct至10%。综合影响下，核心经营利润率+1.5pcts至11.8%，净利率+0.7pcts至9.4%。营运能力：公司存货余额同比下降10.1%至57.54亿元，存货周转天数-26.7天至141天。中期派息率为74.2%，高于去年同期的70.4%。
- ✓ **门店数量下降幅度边际放缓，多品牌合作助力长期成长。**从渠道端看，截至FY24H1公司直营门店6209家（较财年初净减少356家），店数同降10.4%，毛销售面积同降3.5%，单店面积同增7.7%，店数及总销售面积下降幅度边际放缓，与市场回暖趋势一致。从品牌端看，期内公司开启与和凯乐石的品牌合作，并投资了“冷山”及户外内容机构“Mounster山系文化”。
- ✓ **投资建议：**公司是国内头部运动鞋服零售商，渠道运营提效推动费用率改善，多品牌合作奠定长期成长，伴随消费复苏，盈利能力有望持续改善。我们预计公司FY24/25/26财年归母净利润为23.6/ 27.6/31.2亿元，对应2023年12月15日市值PE为15/13/11倍，维持“买入”评级。

图表65：2019年-2023H1滔搏营业收入



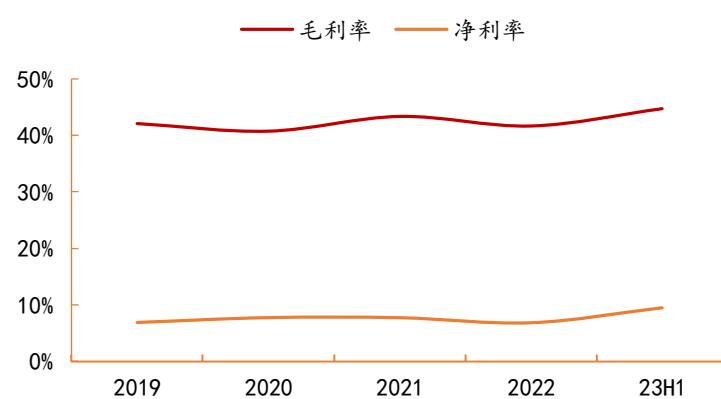
资料来源：Wind，首创证券

图表66：2019年-2023H1滔搏净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表67：2019年-2023H1滔搏毛利率和净利率

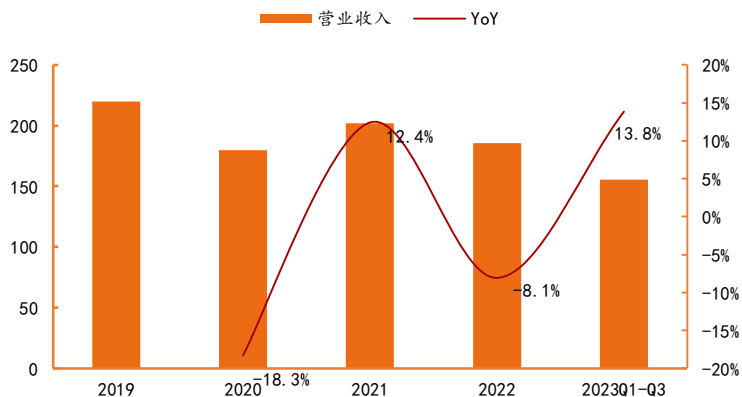


资料来源：Wind，首创证券

4.5 海澜之家：“国民品牌”性价比优势明显，电商及海外业务增长潜力大

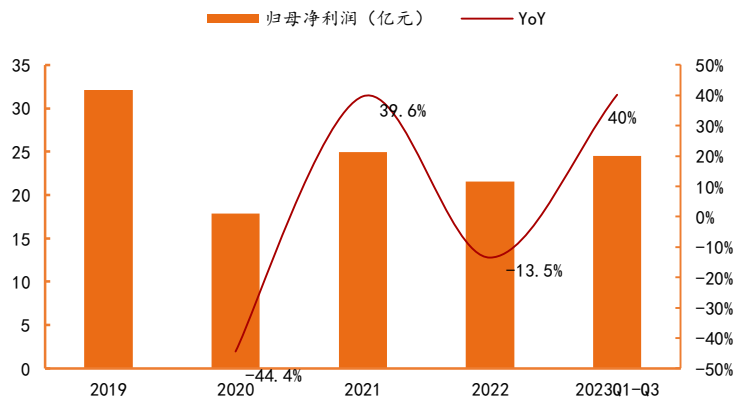
- ✓ **主品牌稳健增长，其他品牌下滑主因优化品牌矩阵。**分季度看，23Q1/Q2/Q3公司营收分别同增9%/28.2%/5.1%；归母净利润分别同增11.1%/58.5%/63.1%，利润改善趋势明显。**分品牌看**，23Q3海澜之家/团购定制/其他品牌收入分别同比+10%/+42%/-20%。主品牌增速放缓主因基数较高及主动调整线上奥莱渠道；团购业务快速增长主因客户提货需求加强以及合同签约量增加；其他品牌下滑主因男生女生出表。
- ✓ **毛利率同比改善，投资收益增厚利润。**盈利能力：23Q1-Q3公司毛利率+1.4pct至44.8%，净利率+3.2pcts至15.6%。**单季度看**，23Q3毛利率同增1.9pcts至43.9%，其中，直营/加盟/线上毛利率分别同比-11.4/+2.8/+18.5pcts；投资收益1.6亿元，主要为联营企业斯搏兹投资收益844万元及男生女生品牌股权处置收益；资产减值损失转回3879万元（去年同期计提1.32亿元）；净利率同增6.5pcts至17.5%。
- ✓ **直营门店稳健拓展，线上下滑为短期因素影响。**分渠道看，23Q1-Q3直营/加盟/线上收入分别同增43.8%/6.6%/3.5%，其中23Q3直营/加盟/线上收入分别同比+19.5%/+2%/-8%，线上同比下降主因23Q3未开展线上奥莱业务，若剔除该影响，线上预计保持快速增长。**从门店数量看**，截至23Q3海澜之家品牌直营/加盟门店分别+170/-66家至1224/4822家；其他品牌直营/加盟分别-99/-1340家至425/413家。
- ✓ **投资建议：**公司以高品质和性价比强化消费者心智，多品牌打造第二增长曲线，业绩持续改善可期。我们预计公司23/24/25年归母净利润29.6/33.2/37.2亿元，对应2023年12月15日市值PE为11/10/9倍，维持“买入”评级。

图表68：2019-2023Q1-Q3海澜之家营业收入



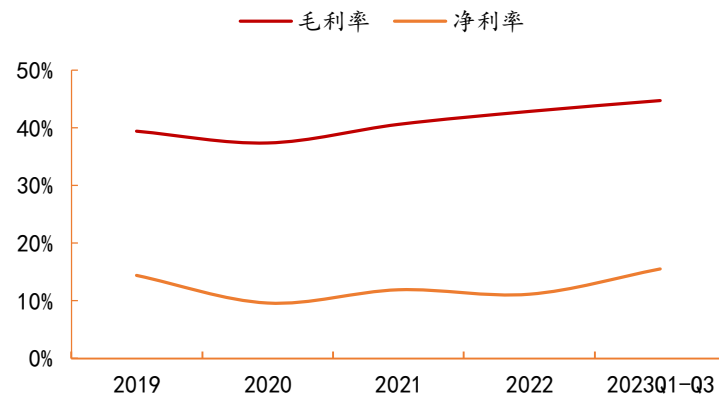
资料来源：Wind，首创证券

图表69：2019-2023Q1-Q3海澜之家归母净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表70：2019-2023Q1-Q3海澜之家毛利率及净利率

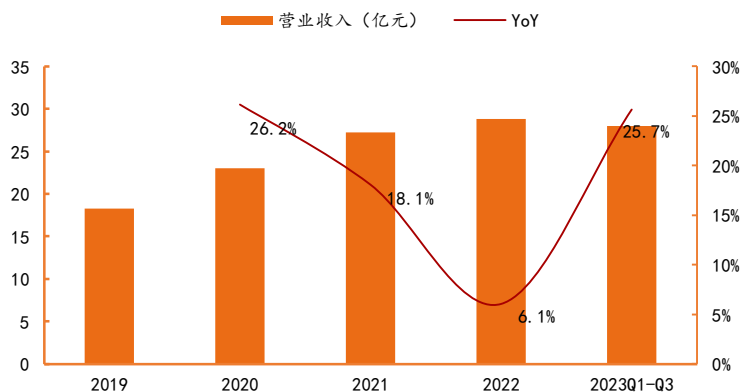


资料来源：Wind，首创证券

4.6 比音勒芬：业绩靓丽穿越周期，品牌收购开启国际化新征程

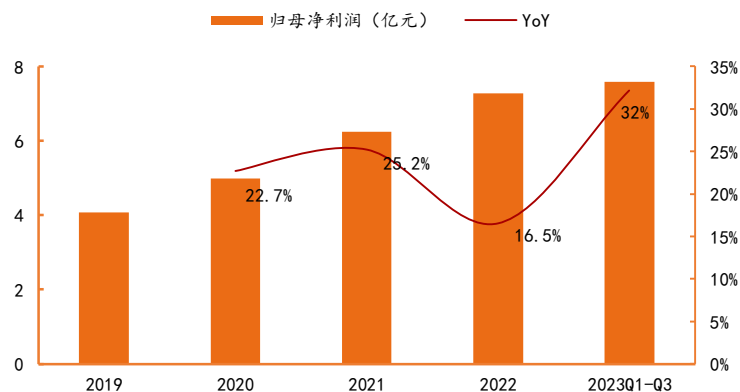
- ✓ **业绩表现靓丽，经营韧性凸显。**分季度看，23Q1/Q2/Q3公司收入分别同增33.1%/20.3%/22%，归母净利润分别同增41.4%/40.2%/22.8%，在消费弱势复苏背景下，公司经营韧性凸显。分渠道看，23H1公司直营/加盟/线上收入分别同增30.8%/19.7%/10.6%，直营/加盟分别净开0/2家门店至579/614家，疫后客流复苏，直营渠道表现亮眼。上半年，公司完成对英国品牌KENT & CURWEN及意大利品牌CERRUTI 1881的收购，正式进军国际市场，以多品牌驱动长期可持续增长。公司将对CERRUTI 1881进行品牌重塑，以定制和销售高端西服等为核心业务，同时采用开设大型旗舰店模式进行扩张，2024年秋冬产品将全新亮相。
- ✓ **毛利率同比改善明显，费用管控良好。**23Q1-Q3公司毛利率同比+1.8pcts至76.6%，预计主因折扣改善及直营收入占比提升，销售/管理/财务/研发费率分别同比-1.2/+1.3/-0.4/+0.2pcts。综合影响下，净利率同比+1.3pcts至27.1%。单季度看，23Q3毛利率同增2pcts至75.8%，销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.6/+1.6/-0.3/+1pcts至27.5%/ 5.7%/-0.8/3.6%，净利率同比+0.2pct至30.8%，盈利能力保持稳定。
- ✓ **投资建议：**公司实施多品牌发展战略和差异化市场定位，深耕优质细分赛道，并通过渠道优化及商品升级带动经营质量持续提升，业绩增速领跑同业。我们预计公司23/24/25年归母净利润为9.6/12/14.6亿元，对应2023年12月15日市值PE为19/16/13倍，维持“买入”评级。

图表71：2019-2023Q1-Q3比音勒芬营业收入



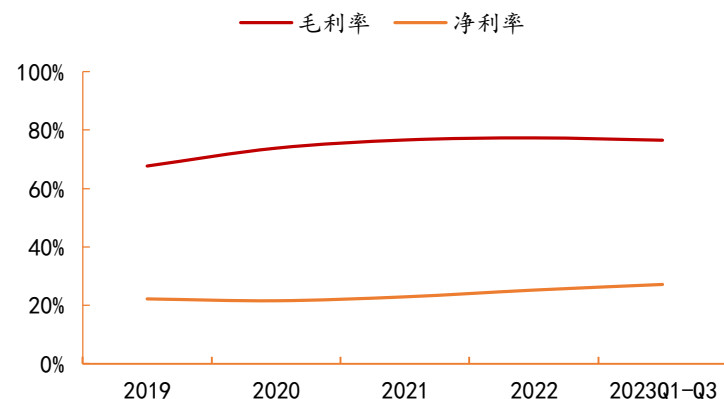
资料来源：Wind，首创证券

图表72：2019-2023Q1-Q3比音勒芬归母净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表73：2019-2023Q1-Q3比音勒芬毛利率及净利率

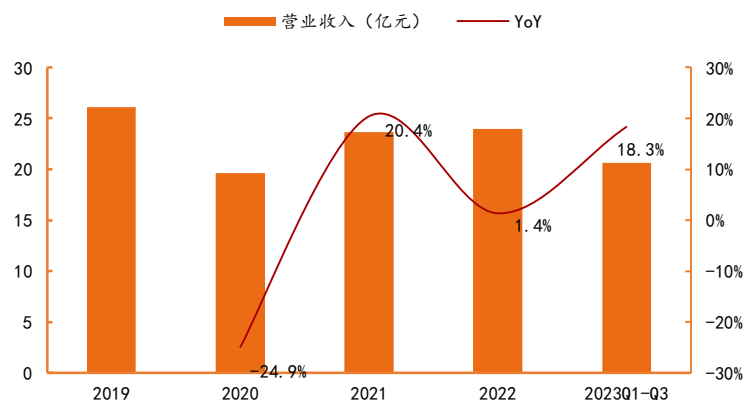


资料来源：Wind，首创证券

4.7 歌力思：多品牌多点开花，门店培育助力盈利能力改善

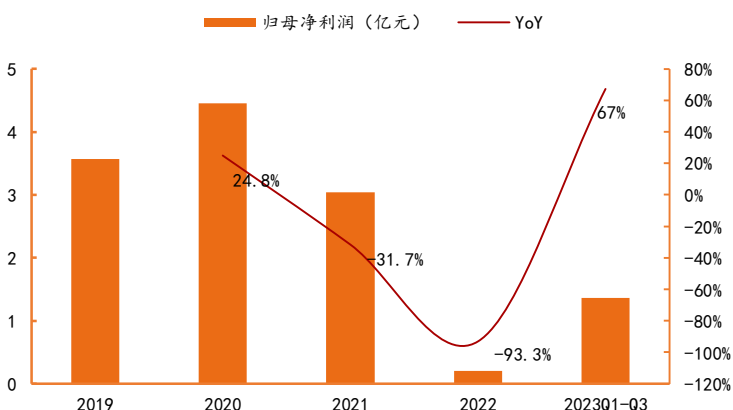
- ✓ **多品牌多点发力，主品牌增长稳健。**分品牌看，23Q1-Q3 Ellassay/Laurel/EdHardy/IRO/Self-Portrait 品牌收入分别同增 10.3%/35.3%/0.6%/18.1%/51%，店效及门店数量提升共同驱动收入增长。23Q3 单季度以上品牌收入分别同增 22%/31%/-8%/29%/20%。Ellassay 收入增长提速由于加盟渠道基数较低；Ed 品牌收入下降主因公司主动收缩折扣较高的直播渠道；S-P 品牌增速放缓主要由于线上基数较高；其他品牌均维持较快增长。从门店数量看，期内五大品牌分别净开店 8/9/2/14/12 家。单季度看，23Q3 公司收入及归母净利润分别 +20.6%/-14.4%，收入维持亮眼表现，利润下滑主因海外经济环境波动造成一定亏损以及投资收益下降，但国内业务利润同比实现快速增长。
- ✓ **各渠道毛利率改善，投资收益及海外业务拖累净利率。**盈利能力：2023Q1-Q3 公司毛利率 +2.8pcts 至 66.9%，直营/加盟/线上毛利率分别同增 3.4/1.9/0.7pcts，主要由于折扣管控较好及新品销售占比提升。销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.4/-1/+0.02/+0.5pct 至 45.4%/8.4%/2.5%/1.1%；净利率 +2.2pcts 至 8.6%。单季度看，23Q3 毛利率同比 +1pct 至 65.6%；投资收益 138 万元，同比减少 2318 万元，主因参股公司百秋尚美股份支付费用摊提；受投资收益减少及海外业务亏损影响，净利率同比 -2.1pct 至 5.5%。
- ✓ **投资建议：公司多品牌多点开花，成长期品牌增势亮眼，毛利率及费用率改善推动盈利能力提升。**考虑到海外业务拖累整体表现，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润为 2.2/3.4/4.2 亿元，对应 2023 年 12 月 15 日市值 PE 为 16/10/8 倍，维持“买入”评级。

图表 74：2019-2023Q1-Q3 歌力思营业收入



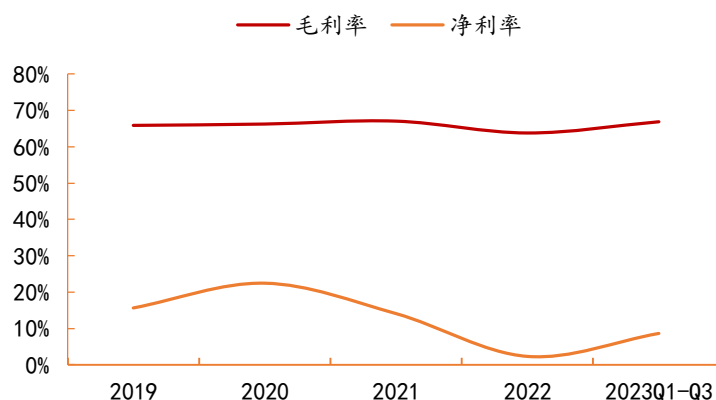
资料来源：Wind，首创证券

图表 75：2019-2023Q1-Q3 歌力思归母净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表 76：2019-2023Q1-Q3 毛利率和净利率

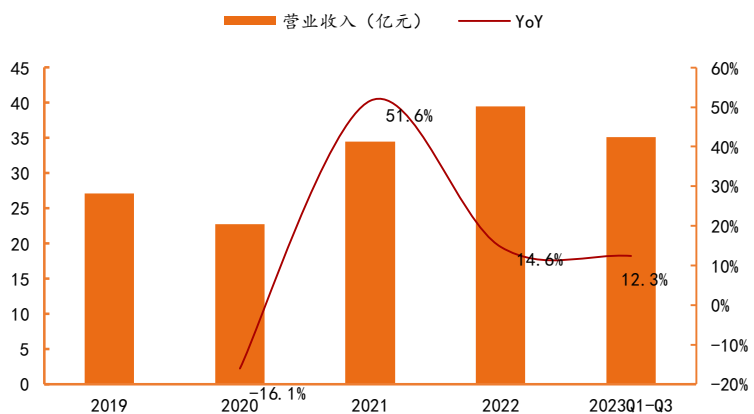


资料来源：Wind，首创证券

4.8 新澳股份：宽带战略拓宽成长空间，产销两旺实现逆势增长

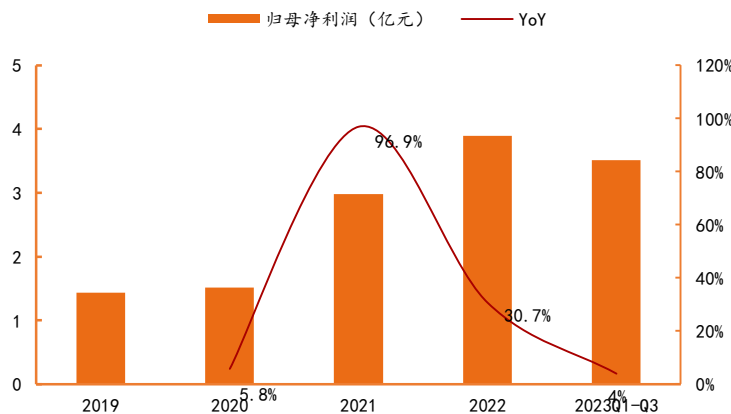
- ✓ **产销两旺助力收入稳健增长，原材料下跌致使利润短期波动。**分业务看，受羊毛价格的持续下跌影响（前三季度澳毛价格累计跌幅达20%左右），毛精纺纱线均价预计有所下滑，销量预计稳健增长；羊绒纱线业务受益于产能利用率提升及客户持续拓展，销售收入预计实现较快增长；羊毛毛条业务产能提升预计推动销量稳健增长，但受原材料下跌影响，利润端预计承压。单季度来看，23Q3实现营业收入11.9亿元，同比+18.32%，产销两旺助力收入增长亮眼；实现归母净利润0.96亿元，同比+1.05%。
- ✓ **羊毛价格下跌致使毛利率下降，费用率基本维持稳定。**23Q1-Q3公司毛利率同比+0.2pcts至19.4%，净利率同比-0.66pct至10.62%。单季度来看，23Q3公司毛利率同比-2.03pcts至17.6%，主要受羊毛价格下跌影响，销售费率提升主因公司营销活动集中在23Q3，差旅及推广费用增加，财务费用率提升预计由于欧元汇率波动，产生汇兑损失；净利率同比-1.3pcts至8.8%。
- ✓ **投资建议：公司是毛纺细分领域龙头，具备交期、服务、品质优势，近年来践行宽带战略引领业务多元化拓展，越南建厂助力突破产能瓶颈。**短期受原材料价格波动影响利润波动，长期高质量成长趋势不变。我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为4.2/4.8/5.6亿元，对应2023年12月15日市值PE分别为12/10/9倍，维持“买入”评级。

图表77：2019-2023Q1-Q3新澳股份营业收入



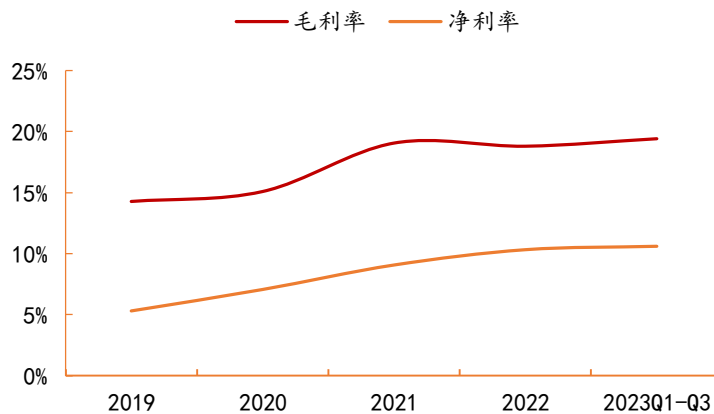
资料来源：Wind，首创证券

图表78：2019-2023Q1-Q3新澳股份归母净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表79：2019-2023Q1-Q3新澳股份毛利率及净利率

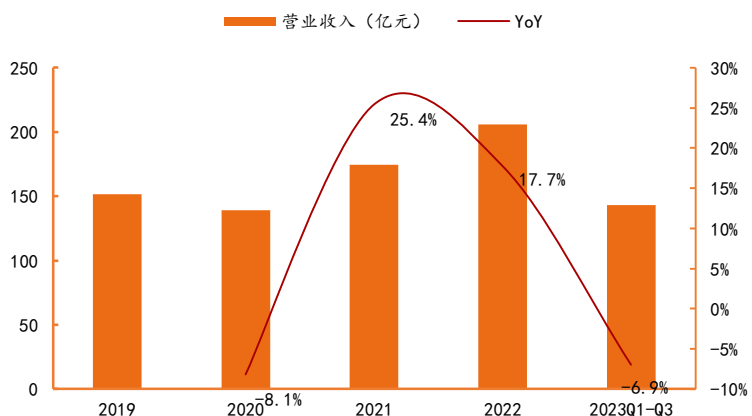


资料来源：Wind，首创证券

4.9 华利集团：客户优质、结构完善，经营韧性彰显龙头本色

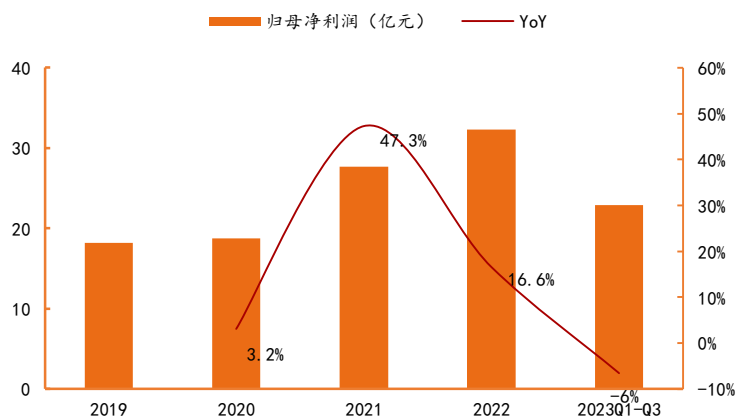
- ✓ **价增势头延续，经营韧性凸显。拆分量价看**，23Q1-Q3运动鞋销量1.36亿双，同比-19.64%，测算均价105.2元/双，同比+15.7%。除汇率影响外，均价提升预计主因公司承接更复杂的鞋型使得单价提升以及高单价品牌客户收入占比提升。分季度看，23Q1/Q2/Q3收入分别同降11.2%/3.9%/6.9%，销量分别同降24.7%/17.8%/16.7%，净利润分别-25.8%/+6.7%/-5.9%。下游客户仍处于去库存尾声，且不同客户去库速度有所差异，公司Q3销量下滑环比收窄。公司受益于锐步等新客户拓展以及核心客户的合作深入，展现出更强的经营韧性。
- ✓ **Q3毛利率改善带动净利率稳中有升，汇兑收益同比减少。盈利能力**：2023Q1-Q3毛利率同比-0.63pcts至25.27%。财务费用率提升主因外币余额同比减少，汇率波动致使汇兑收益同比减少。期内公司计提资产减值损失1.1亿元（去年同期计提1.58亿元），主因公司有效管控原材料库存。净利率同比+0.08pct至15.98%。**单季度看**，23Q3公司毛利率同比+1.35pct至26.5%，同比改善明显；净利率同比+0.17pcts至16.3%。
- ✓ **新工厂布局有序推进，产能储备充足**。截至2022年底，公司总产能2.38亿双/年。2023年，公司预计在越南、印尼将陆续有新工厂投产。
- ✓ **投资建议：公司与核心客户合作深入，新客拓展贡献增量，外部环境波动中凸显经营韧性**。我们预计公司23/24/25年归母净利润31.3/36.8/42.9亿元，对应2023年12月15日市值PE为19/17/14倍，维持“买入”评级。

图表80： 2019-2023Q1-Q3华利集团营业收入



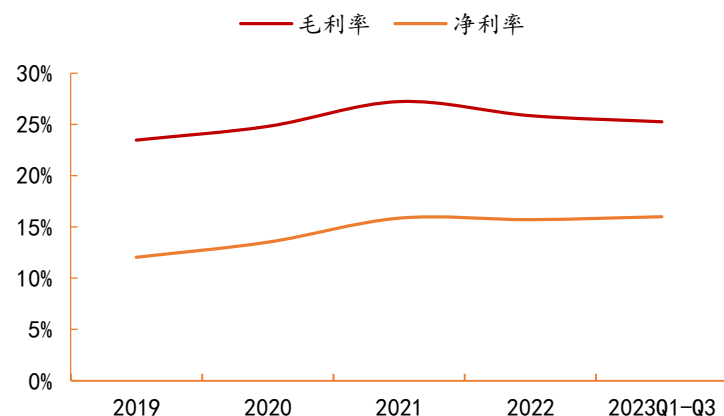
资料来源：Wind，首创证券

图表81： 2019-2023Q1-Q3华利集团归母净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表82： 2019-2023Q1-Q3华利集团毛利率及净利率

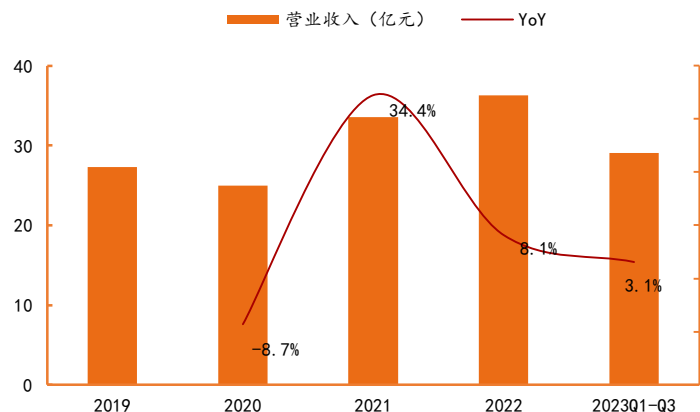


资料来源：Wind，首创证券

4.10 伟星股份:辅料市场空间广阔, 智能制造推动效率提升

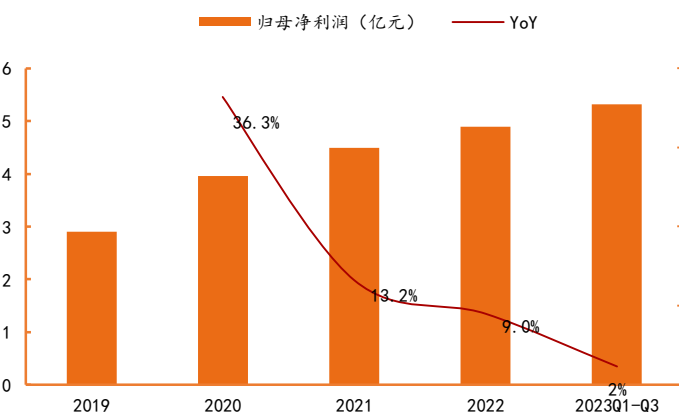
- ✓ **业绩增长逐季改善, 客户拓展助力订单稳健。**分季度看, 23Q1/Q2/Q3公司营收分别同比-3.6%/+2.37%/+8.68%, 归母净利润分别同比-17.74%/+0.64%/+10.57%, 收入及利润逐季改善趋势明显, Q4接单有望环比改善。
- ✓ **汇率波动致使财务费率提升, 资产处置收益增厚单季利润。**23Q1-Q3公司毛利率同比+1.1pcts至41.6%, 主因高附加值产品占比提升及原材料价格下降等; 净利率-0.09pct至18.32%。单季度看, 23Q3毛利率同比+0.8pct至42.2%, 财务费用率提升主因汇率波动致使Q3形成汇兑损失, 汇兑损益同比变动超4000万元; 公司实现资产处置收益2228万元(去年同期-51万元), 增厚单季度利润; 净利率同比+0.5pcts至21.5%。
- ✓ **定增落地, 产能布局有序推进。**公司于2023年10月完成定增, 发行股票1.32亿股, 发行价9.05元/股, 募集资金11.95亿元。募资将用于年产9.7亿米高档拉链配套织带搬迁及服饰辅料技改项目(一期)、年产2.2亿米高档拉链扩建项目、越南服装辅料生产项目等。其中, 越南工业园一期预计2024年初建成投产。本次募资将提升公司服务国际客户的能力, 进一步提高其在快速响应、数字化管理及产品品质的竞争优势。
- ✓ **投资建议:**公司持续推进营销网络及生产布局国际化, 并加快数字化智能制造及产品品质提升, 经济环境波动下业绩表现彰显韧性。我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为5.7/6.6/7.6亿元, 对应2023年12月15日市值PE分别为22/19/16X, 维持“买入”评级。

图表83: 2019-2023Q1-Q3伟星股份营业收入



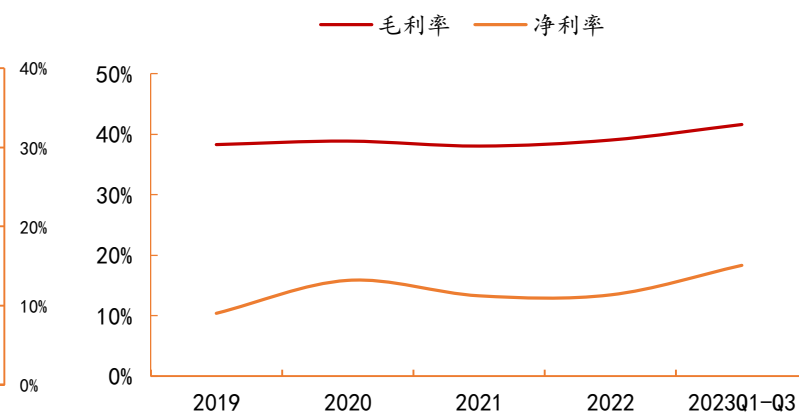
资料来源: Wind, 首创证券

图表84: 2019-2023Q1-Q3伟星股份归母净利润



资料来源: Wind, 首创证券

图表85: 2019-2023Q1-Q3伟星股份毛利率及净利率

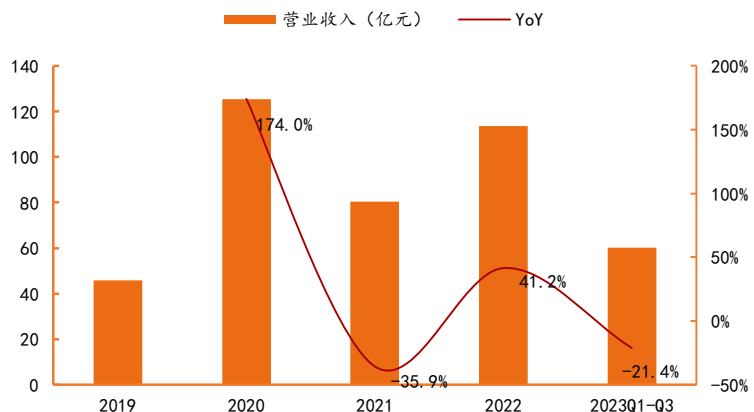


资料来源: Wind, 首创证券

4.11 稳健医疗：医疗&消费双轮驱动，品牌力构建长期壁垒

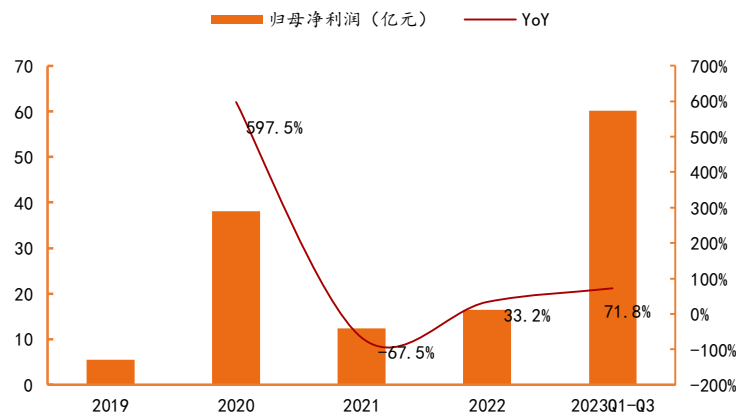
- ✓ **感染防护品拖累医疗业务表现，渠道及产品结构趋于均衡。** 23Q1-Q3公司医疗业务实现收入30.02亿元，同比下降38.32%，主要受感染防护产品需求大幅下降影响。分产品看，常规医用耗材产品累计实现收入21.78亿元，同增25.93%，其中手术组合包及健康个护产品预计收入增长较快。分渠道看，国内B端（医院及其他）/国外/C端（电商+药店）收入占比分别为38.07%/35.45%/26.48%，收入结构更加均衡、健康。
- ✓ **消费品业务增长稳健，积极推进品牌国际化。** 23Q1-Q3消费业务实现收入29.6亿元，同比增长9.22%。分产品看，核心爆品干湿棉柔巾销售额稳步提升，有纺品中成人服饰及其他纺织品增速较好。分渠道看，线下门店收入增长双位数，盈利能力逐步改善，线上渠道增长高个位数。
- ✓ **原料价格及库存处置短期影响毛利率，收入下降致使费率提升。** 23Q1-Q3公司毛利率+2.3pcts至50.2%，预计主因消费业务收入占比提升。期内，公司实现资产处置收益16亿元，主要源于城市更新改造项目。综合影响下，扣非归母净利率-4.7pcts至10.3%。单季度看，23Q3毛利率为47%，环比-5pcts，主要由于原材料棉花价格上涨以及防疫产品库存清理及置换。扣非净利率-9.1pcts至4.1%。
- ✓ **投资建议：防疫品需求调整使公司业绩短期波动，品牌向上及渠道提效驱动长期成长。** 我们预计公司23/24/25年归母净利润为23.6/15.6/18.3亿元，对应2023年12月15日市值PE为9/14/12倍，维持“买入”评级。

图表86：2019-2023Q1-Q3稳健医疗营业收入



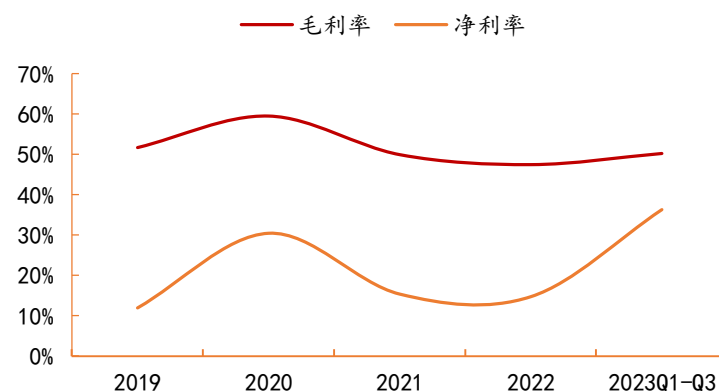
资料来源：Wind，首创证券

图表87：2019-2023Q1-Q3稳健医疗归母净利润



资料来源：Wind，首创证券

图表88：2019-2023Q1-Q3稳健医疗毛利率及净利率



资料来源：Wind，首创证券

五、投资策略：困境反转，变中求进

5.1 投资策略：困境反转，变中求进

➤ 纺织制造：

困境：欧美消费需求走弱，叠加国际品牌处于去库存周期，致使出口纺企订单承压。受需求影响，纺织服装主要原材料价格持续回落或在低位震荡，部分原料价格跌至历史低点，致使纺织制造上游（纱线等）企业产品售价及盈利能力承压。

转机：美国CPI增速走弱叠加降息预期有望带动需求提振，“黑五”“圣诞”等促销节日有望持续消化品牌商库存；国际品牌陆续进入清库存尾声，头部品牌去库成效显著；中国台湾地区纺织制造企业月度订单呈现转暖迹象，A股主要纺织制造企业收入端逐季改善；行业对服装环保、功能性的诉求有望带动细分领域需求提升。我们认为，伴随下游去库结束，2024年行业将迎来补库需求，纺织制造企业有望实现“困境反转”。在制造端集中度提升、供应链管控趋严的背景下，具备强大供应链快反能力、拥有充足国际产能储备、具备差异化客户服务能力的细分龙头业绩预计优先回暖。

➤ 品牌服饰：

新趋势：疫后消费信心恢复仍需时间，中短期内零售端预计维持弱复苏；消费演绎K型分化，高端消费韧性强，大众消费更重“性价比”；运动赛道稳增长，结构性机会涌现，小众运动等垂类领域增长势头强；国际运动品牌自低点复苏，国内运动品牌库存回归良性，助力轻装上阵；男装景气度提升明显，叠加人群高复购、高粘性特征，头部企业经营表现优异。

新面貌：经历三年疫情历练，头部服装企业在供应链管理、品牌管理、渠道管理、商品管理等方面进行了一系列创新与变革。例如：渠道精细化管理助力效率提升，积极布局海外探寻增长新动能；收购优质品牌资产，培养第二增长曲线，满足多层次多元化消费需求；强化供应链柔性快反，以供需匹配提升商品动销；拓品类、调结构，满足“品质、好价”需求，紧握时尚风口。我们认为，在复杂多变的零售环境下，定位成长性赛道、积极创新求变的企业具备市占率提升、穿越景气周期的能力，业绩表现预计领先同业。

5.1 投资策略：困境反转，变中求进

相关投资标的具体来看：

➤ 纺织制造：

纱线及面辅料环节：国际经济环境波动，制造商的国际化产能布局、快速响应能力、产品质量及交付及时性等维度成为品牌商考察重点；环保及功能性需求下，可持续、高性能面料增长空间广阔。重点推荐宽带化战略打开成长空间的**新澳股份**，品质升级、个性化服务及快速响应推动市占率提升的**伟星股份**。相关标的：**台华新材**。

成衣及鞋类制造环节：国际品牌去库进入尾声，美国通胀走弱有望带动零售回暖，2024年预计迎来补库需求，制造端集中趋势下，龙头订单有望优先回暖。推荐全球运动鞋制造龙头**华利集团**，相关标的：**申洲国际**。

➤ 品牌服饰：

运动户外：运动户外赛道韧性较强，长期保持稳健增长，细分户外领域机会涌现，高端小众运动引领风潮。重点推荐“单聚焦、多品牌、全球化”运营的**安踏体育**，新品牌潜力释放、主品牌影响力提升的**特步国际**，持续打造全球品牌羽绒服专家定位的**波司登**，建议关注深耕大众运动市场的**361度**、多品牌合作驱动长期成长的**滔搏**。

男装：男装客户粘性强、复购率高、需求偏刚性，头部企业历经外部考验，经营韧性凸显。推荐卡位优质赛道、多品牌驱动长期发展的**比音勒芬**，电商及海外市场齐发力、“低估值、高分红、稳增长”的**海澜之家**，建议关注渠道拓展的**报喜鸟**。

女装：女装市场流行趋势变换快、款式流行周期短、服装风格多样，单品牌天花板较低，多品牌运营能力是企业长期成长的关键。推荐多品牌多点开花、渠道拓展稳步推进的**歌力思**。

童装：童装的舒适性和安全性是消费决策的重要考量，深耕行业多年、具有供应链优势和品牌影响力的龙头具备市占率提升空间。建议关注医疗&消费双轮驱动的**稳健医疗**，国内童装龙头**森马服饰**。

5.2 主要纺服公司财务预测

图表89：主要纺织服装公司财务预测

公司名称	2022年营收规模 (亿元)	2022年归母净利润规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
安踏体育	536.5	75.9	17.5%	15.5%	13.3%	27.5%	18.9%	14.2%	买入
李宁	258.0	40.6	9.1%	13.1%	13.6%	-4.8%	18.4%	17.8%	
特步国际	129.3	9.2	19.1%	18.0%	15.5%	22.1%	21.4%	19.8%	买入
361度	69.6	7.5	18.0%	14.0%	11.5%	22.7%	18.8%	14.0%	买入
滔搏	270.7	18.4	14.6%	12.0%	8.6%	28.4%	17.1%	12.9%	买入
波司登	167.7	21.4	17.9%	14.9%	14.3%	21.7%	17.0%	17.0%	买入
申洲国际	277.8	45.6	-2.5%	14.5%	13.6%	0.9%	22.9%	18.3%	
华利集团	205.7	32.3	-3.3%	16.7%	14.8%	-3.1%	17.7%	16.6%	买入
新澳股份	39.5	3.9	13.0%	16.5%	15.5%	7.0%	15.1%	17.1%	买入
伟星股份	36.3	4.9	6.1%	16.2%	13.4%	16.6%	16.3%	13.9%	买入
健盛集团	23.5	2.6	-3.3%	18.1%	13.7%	-7.5%	20.7%	16.1%	买入
台华新材	40.1	2.7	17.7%	31.2%	18.6%	67.1%	56.4%	28.3%	
比音勒芬	28.8	7.3	24.5%	22.0%	19.1%	32.1%	24.6%	21.9%	买入
海澜之家	185.6	21.6	16.2%	12.6%	11.0%	37.5%	12.2%	11.9%	买入
报喜鸟	43.1	4.6	23.2%	16.6%	15.4%	47.7%	18.9%	17.5%	买入
歌力思	23.9	0.2	18.8%	18.3%	14.4%	980.6%	53.8%	23.5%	买入
太平鸟	86.0	1.8	-7.9%	15.0%	10.6%	129.0%	35.7%	19.9%	买入
森马服饰	133.3	6.4	2.7%	9.3%	8.1%	92.0%	14.3%	12.9%	买入
稳健医疗	113.5	16.5	-21.4%	16.7%	14.6%	43.0%	-34.0%	17.5%	买入
朗姿股份	38.8	0.2	28.41%	17.11%	16.07%	1461.34%	30.28%	24.46%	增持

资料来源：Wind，首创证券 注：李宁、申洲国际、台华新材、报喜鸟盈利预测为Wind一致预期，其他公司为首创证券预测

风险提示

- ✓ **原材料价格大幅波动风险。**服装的原材料主要为棉花、羊毛等天然纤维和涤纶、锦纶等化学纤维。原材料价格受大宗商品价格、供需关系、产业国政策、汇率变动等多因素影响，价格变动会影响纺服企业原材料成本以及产品价格。如果原材料价格大幅波动，将对纺织服装企业（尤其是上游纺织制造企业）的成本控制、存货管理以及定价体系造成不利影响。
- ✓ **终端需求萎靡风险。**服装市场需求与宏观经济形势、居民可支配收入以及消费习惯等密切相关。近年来，受国内经济增速放缓、国际贸易政策变化、新冠疫情、欧美通胀、国际局势变化等因素影响，全球零售环境更为复杂，服装市场需求波动。若未来宏观经济增速持续下滑或大幅波动，将对品牌服装及纺织制造企业的生产经营产生不利影响。
- ✓ **汇率大幅波动风险。**纺织制造企业多为出口型企业，商品销售和进口原材料的主要结算货币为美元（或欧元），因此人民币对美元、欧元的汇率波动对公司的财务状况和经营业绩会产生一定影响。如果汇率波动幅度加大，可能对公司盈利状况带来较大影响。
- ✓ **市场竞争加剧风险。**我国服装产业链成熟，普通服装企业门槛较低，市场竞争较为激烈。同时，服装行业具有市场流行趋势变化快、款式流行周期短、服装风格多样、消费需求复杂等特点，如果服装企业不能准确把握流行趋势，不能及时推出满足消费需求的产品，将会对公司品牌和销售业绩产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，分析师将对报告的内容和观点负责。分析师薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。

，首创证券不因收件人收到本报告而视其为首创证券的客户。本

报告所载的全部内容仅供客户做参考之用，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。客户需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经首创证券书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为股票投资评级和行业投资评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准。

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	减持	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业投资评级	看好	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	看淡	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

谢谢!