

# 纺织服装海外跟踪系列二十六

## 阿迪达斯业绩下滑 71%，展望今年夏季库存明显改善

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 纺织服饰

### ◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

联系人: 刘璨

0755-81982887

liucan5@guosen.com.cn

### 事项:

公司公告: 2023年3月8日, 阿迪达斯披露2022年及第四季度业绩。2022全年实现收入225.1亿欧元, 货币中性收入增加1%, 归母净利润6.1亿欧元, 同比下降71%。第四季度实现收入52.1亿欧元, 货币中性收入同比下降1%; 归母净利润-5.1亿欧元。

**国信纺服观点:** 1) 2022年业绩: 全年收入增长6%, 归母净利润下滑71%, 大中华区负增长; 2) 2022年第四季度业绩: 受Yeezy系列合作停止影响, 收入货币中性口径同比下降1%; 3) 2022年分地区: 大中华区收入双位数下滑, 拉美增长强劲, 其他市场均实现正增长; 4) 2022年第四季度分地区: 大中华区营业利润率转负, 北美营业利润率下降近15个百分点, 亚太与拉美地区盈利能力同比改善; 5) 未来展望: 预计2023全年收入货币中性口径下滑高单位数, 营业亏损7亿欧元; 6) 投资建议: 未来伴随消费复苏与促销环境改善看好中国头部运动品牌份额提升, 库存如期改善关注供应商估值提振与零售商基本面修复。1. 品牌商: 阿迪达斯大中华区客流回暖尤其对运动表现系列需求增多并将加大市场投入加速市场复苏, 转变至拉式补货模式后有望推动市场促销环境改善, 本土品牌在消费复苏与促销环境改善的情况下有望加速增长, 继续看好本土品牌份额提升, 重点推荐李宁、安踏体育、特步国际。2. 供应商: 2023财年阿迪达斯将加大库存清理力度, 库存预计将于2023年夏季得到较好改善, 看好下游边际改善提振核心供应商估值, 重点推荐申洲国际、华利集团。3. 零售商: 品牌大中华区2022年底至今库存已有较大幅度改善, 2023财年持续库存清理, 强化批发渠道服务导向, 重视批发渠道本土化运营, 建议关注未来库存去化和客流回暖趋势下的基本面修复, 重点推荐滔搏、宝胜国际。7) 风险提示: 疫情反复, 下游需求不及预期, 市场的系统性风险, 国际政治经济风险。

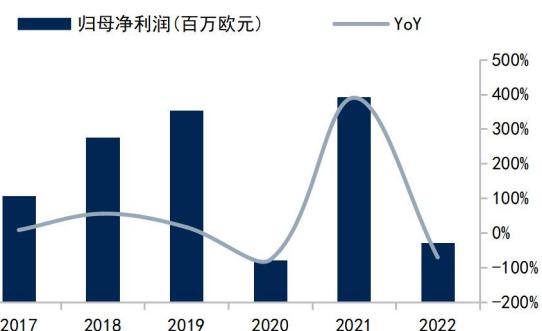
### 评论:

#### ◆ 2022年业绩: 全年收入增长6%, 归母净利润下滑71%, 大中华区负增长

全年收入225.1亿欧元, 在货币中性条件下实现1%增速; 归母净利润同比下降71%。公司2022年实现收入225.1亿元, 同比增长16%, 货币中性口径同比增加1%, 大中华区因疫情市场环境疲软、公司自身层面兼具挑战、大规模库存回购等多重原因收入同比下滑36%, 其他市场均实现正增长。分品类看, 鞋、服收入货币中性口径分别同比+3%、-5%, 运动表现系列同比增长19%, 休闲生活系列同比-5%。分渠道看, 货币中性口径批发渠道同比增长1% (其中ENEA、北美、拉美双位数增长), 直营渠道同比增长2%, 其中电商收入同比增长4% (其中北美和拉美电商收入双位数增长), 线下直营门店因俄罗斯业务停止同比持平。

**图1: 公司历年收入与变化情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图2: 公司历年归母净利润与变化情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**多重因素下毛利率同比下降 3.4 个百分点，一次性事项致营业利润率同比下降 6.4 个百分点。**公司 2022 年毛利率下降 3.4 个百分点至 47.3，主要原因包括：1. 产品提价（正面影响 2.2 个百分点）难以抵消供应链成本上涨（负面影响 4 个百分点），海运成本第三季度达到顶峰，四季度小幅回落，2. 销售端折扣力度尤其在下半年加大（负面影响 0.4 个百分点），市场、产品、渠道组合不利变化（负面影响 0.5 个百分点），汇率不利波动（负面影响 0.2 个百分点）为公司毛利率带来压力，3. 存货减值（负面影响 0.5 个百分点）；毛利润受一次性事项（俄罗斯业务停止、海关风险等）影响约 590 万欧元。费用率方面，营业管理费用率为 33.3%，同比增加 3.4 个百分点，主要因期间内发生一次性费用（俄罗斯业务关闭、法律纠纷结案、公司业务改进项目中重组成本）合计约 2.53 亿欧元；营销推广费用率为 12.3%，同比小幅增加 0.3 个百分点，期间公司持续投入运动赛事项目（包括 2022 北京冬奥会、2022 年欧洲女子足球锦标赛、2022 年卡塔尔世界杯等）和新品发售活动，此外数字化和线下体验加强也是公司的重点营销投入之一。2022 年公司营业利润率下降 6.4 个百分点至 3.0%，其中一次性事项对营业利润的负面影响合计约 3.12 亿欧元。

**公司净利率因财务费用率和所得税率增加下降 7.2 个百分点。**2022 年公司因借贷利率增加、汇兑损失、高通胀地区的货币贬值等影响财务费用约 2.8 亿欧元，同比增长 111%；所得税率增加 15 个百分点至 34.5%，主要因俄罗斯市场产生不可抵扣费用以及递延所得税资产减少所致。净利润端，一次性事项影响总计约 3.5 亿欧元。

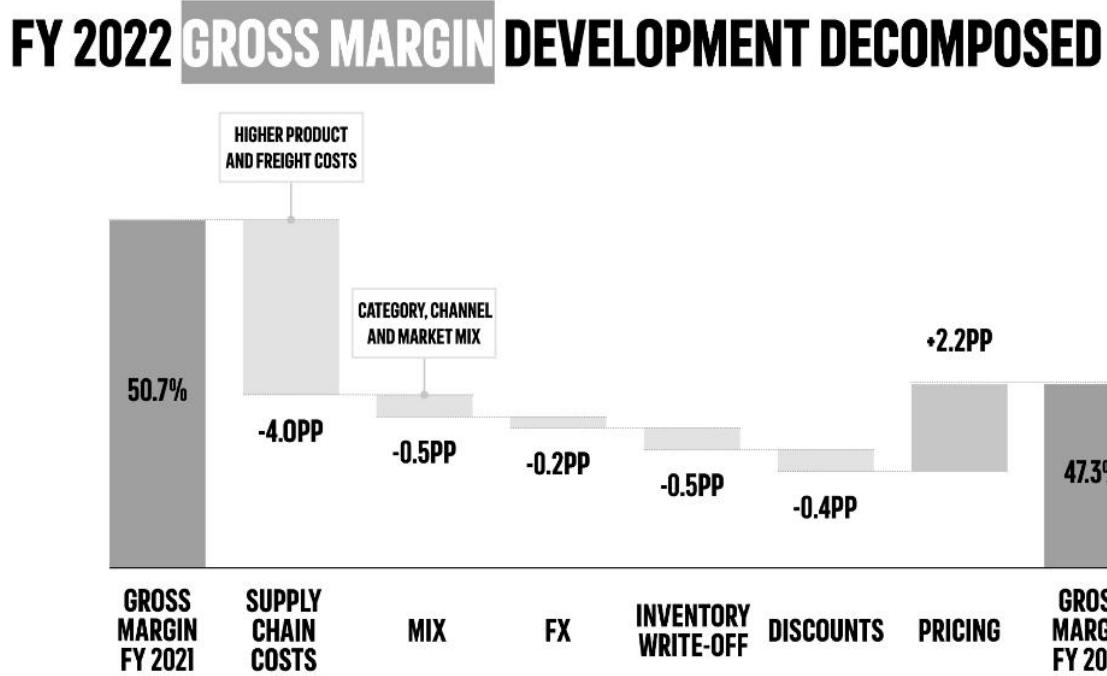
**图3: 公司历年利润率与变化情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图4: 公司历年费用率与变化情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

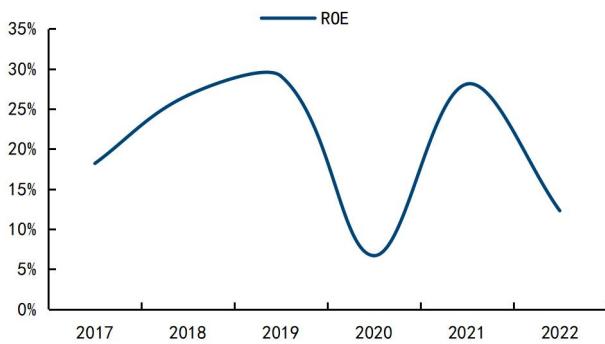
图5: 阿迪达斯 2022 年毛利率变动因素拆解



资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

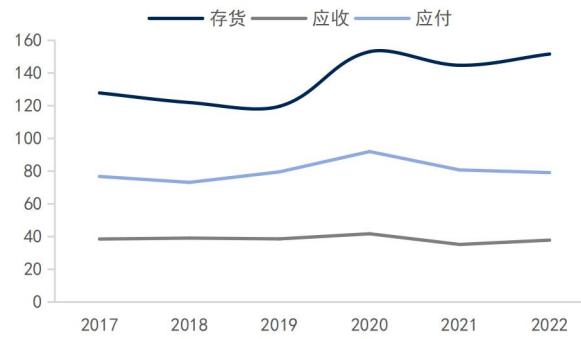
ROE 下降 15.8 个百分点至 12.3%，库存压力（尤其在大中华区、北美、欧洲）较大。公司 2022 年 ROE 为 12.3%，同比下降 15.8 个百分点。周转方面，公司 2022 年的存货周转天数为 145 天，同比上升 7 天；库存于 2022 财年第三季度达到顶峰，四季度末货币中性库存金额同比增加 49%，库存量增小于金额增幅，主要因 1) 原材料成本和运费上升导致单件库存品价格提升，2) 运输时长不确定导致备货提前，订单节奏与去年不同，3) Yeezy 合作停止，库存约 4 亿欧元，4) 去年越南工厂停产造成低基数。库存分地区来看，北美压力最大，其次是中国，分品类来看，公司优先清理服饰库存，鞋类季节性不强，对此公司 2023 财年将减少采购，加大既有库存尤其是鞋类销售并转移至需求较好的市场进行售卖，预期年内库存将回归正常。应收账款周转天数为 38 天，同比增加 3 天；应付账款周转天数为 79 天，同比减少 2 天。

图6: 公司历年 ROE 与变化情况



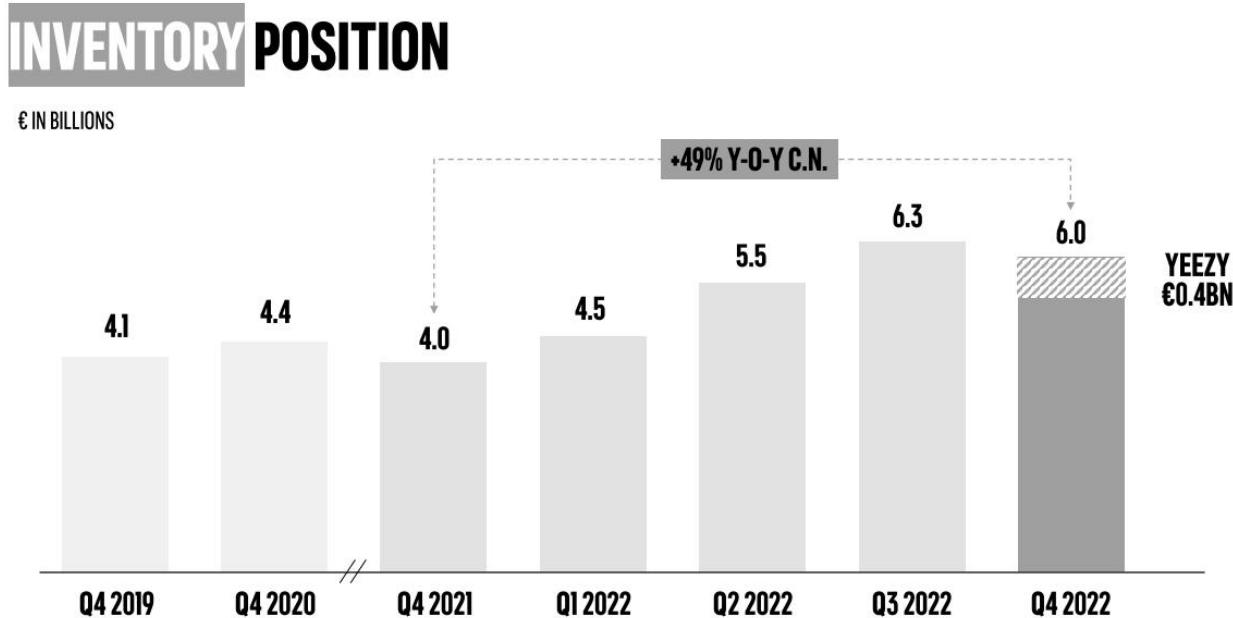
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年营运资金周转天数与变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图8: 阿迪达斯分季度库存变化



资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 2022 年第四季度业绩: 受 Yeezy 系列合作停止和大中华区承压影响, 收入货币中性口径同比下降 1%

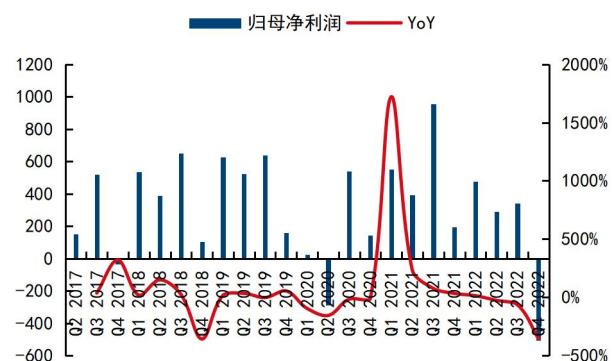
单看第四季度, 收入货币中性口径同比下降 1%, 净亏损约 5.12 亿欧元。公司 2022 年 Q4 实现营收 52.05 亿欧元, 同比增长 1%, 货币中性口径同比下降 1%, 主要原因包括: (1) 2022 年 10 月公司决定停止 Yeezy 系列产品合作, 对收入影响约 6 亿欧元, (2) 大中华区因市场环境疲软、公司自身挑战、库存回购等收入显著下滑约 50%。分渠道看, 货币中性口径下批发业务增长 4%, 直营业务下降 1%, 其中电商收入下滑 4%、直营线下增长 1%。公司第四季度净亏损约 5.12 亿欧元, 去年同期为净利润 2.02 亿欧元。毛利率下降 9.9 个百分点至 39.1%。毛利率下降 9.9 个百分点至 39.1%, 主要因供应链成本大幅上升、促销力度加大所致, 零售价格提升、有利的汇率变动及渠道/市场组合难以抵消前述负面影响。营业管理费用率增加 4.8 个百分点至 39.5%; 营销推广费用率增加 0.8 个百分点至 14.7%。

图9: 单季度收入与增长情况

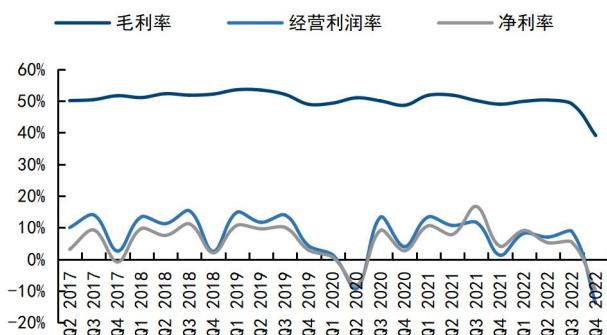


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

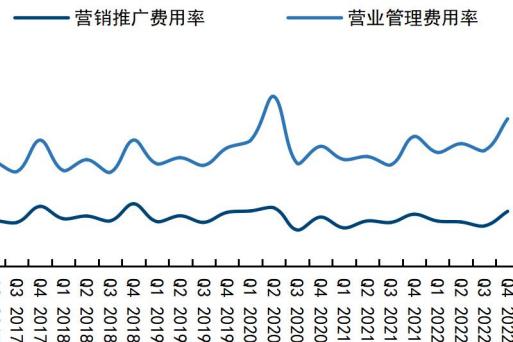
图10: 单季度净利润与增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

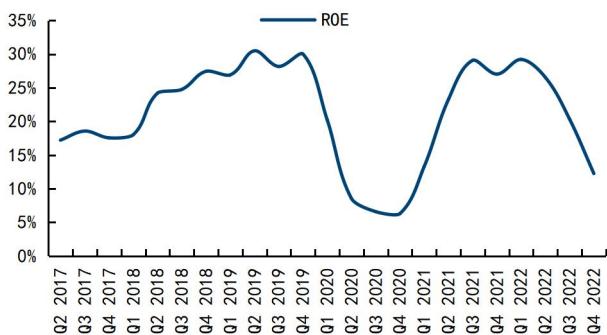
**图11: 公司历年分季度利润率与变化情况**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

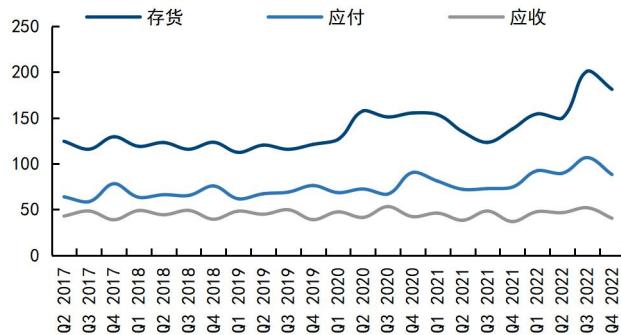
**图12: 公司历年费用率与变化情况**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**四季度末库存金额环比三季度末改善，库存压力依旧较大。**Q4 季度末存货周转天数为 181 天，同比增加 43 天，环比下降 20 天，库存金额环比三季度末下降 5.5%；应收账款周转天数增加 4 天至 40 天，环比下降 12 天。应付账款周转天数同比上升 14 天至 88 天。

**图13: 单季度 ROE 情况**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图14: 单季度营运资金周转天数**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 2022 年分地区：大中华区收入双位数下滑，拉美增长强劲，其他市场均实现正增长

**大中华区收入下降 31%，主要因疫情扰动所致，存货减值计提、促销力度加深以及供应链成本上升致区域盈利承压；EMEA、北美市场收入双位数增长，毛利率均受到供应链成本压力及促销力度加深的不利影响；亚太地区、拉丁美洲则受益于定价提升、促销活动较少的积极因素利润率有所改善，拉美收入实现 46% 的强劲增长。分地区看：**

**大中华区：**收入 31.8 亿欧元（占比 14%），同比下降 31%，货币中性收入下降 36%，运动表现系列中除了足球录得高单位数增长、高尔夫双位数增长外，主要品类收入基本为双位数下滑，休闲生活系列收入亦为双位数下滑。目前中国市场释放部分积极信号：1. 客流回暖，对运动表现系列的购买需求增多；2. 公司在运动表现系列投资签约多名运动员，因新疆棉事件仍有部分影响公司将从影响力较小的明星签约开始测试。该地区的毛利率减少 5.1 个百分点至 46.7%，主要是由于存货减值损失计提、促销力度大幅提升、供应链成本所致，汇率及定价的积极影响不能完全抵消前述负面影响。营业利润率下降 15.8 个百分点至 10.1%。2022 年及 2023 年前几个月大中华区库存改善明显，并将推式订货模式改为拉式补货模式，未来将会减少回购和库存积压问题。

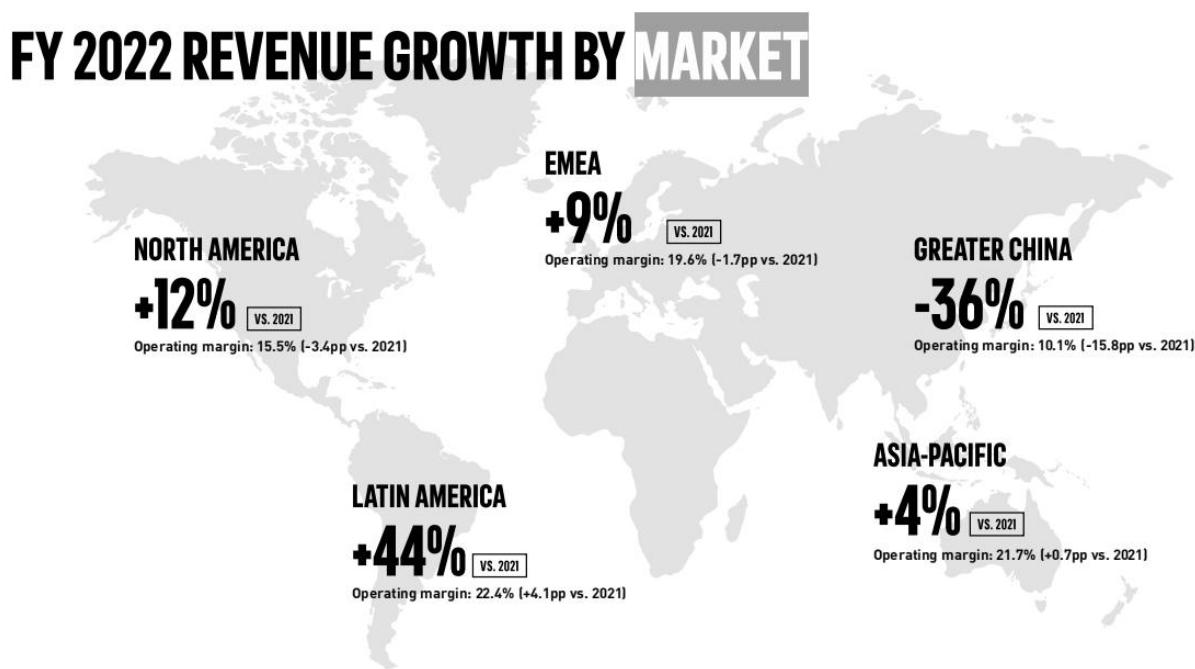
EMEA：收入 85.5 亿欧元（占比 38%），同比增长 10%，货币中性收入增长 9%，如剔除俄罗斯影响同比增长 14%，主要是由运动表现系列强劲双位数增长驱动，其中足球与跑步增速亮眼、户外双位数增长、训练中单位数增长，休闲生活系列中单位数增长。该地区的毛利率小幅下降 0.3 个百分点至 50.5%，供应链成本显著上升、折扣力度加深、市场与渠道组合不利变动抵消了零售价格提升、汇率有利变动的积极影响。营业利润率下降 1.7 个百分点至 19.6%。目前欧洲行业库存压力高企，零售商因覆盖广泛储备库存量大，叠加产品定价偏高、通胀仍具不确定性，促销折扣恶性加深。

北美：收入 64.0 亿欧元（占比 28%），同比增长 25%，货币中性收入增长 12%，主要是运动表现系列强劲双位数增长驱动，其中足球表现亮眼、跑步次之、户外强劲双位数增长，生活休闲系列高单位数增长。该地区的毛利率下降 3.3 个百分点至 42.9%，促销力度加大、渠道组合的不利变动以及供应链成本上升被定价提升、品类组合的有利变化及汇率正面变动部分抵消。营业利润率下降 3.4 个百分点至 15.5%。北美库存压力高于欧洲，促销折扣恶性加深，对 2023 财年下半年订单造成压力。

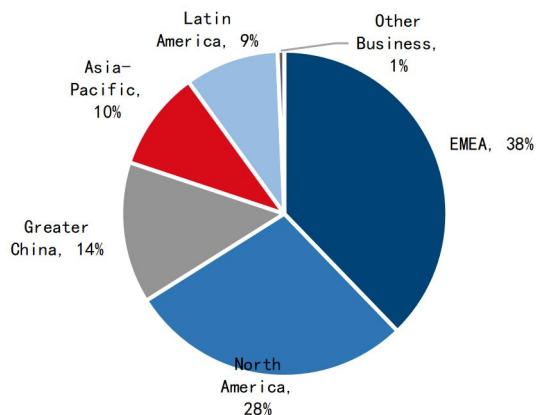
亚太地区：收入 22.4 亿欧元（占比 10%），同比增长 3%，货币中性收入增长 4%，运动表现系列在户外、足球和跑步品类的驱动下实现强劲双位数增长，休闲生活系列收入为低单位数下滑。该地区的毛利率提升 1.6 个百分点至 52.9%，主要因促销活动较少、汇率与定价带来的积极影响所致。营业利润率小幅上升 0.7 个百分点至 21.7%。

拉丁美洲：收入 21.1 亿欧元（占比 9%），同比增长 46%，货币中性收入增长 44%，运动表现和休闲生活系列均实现强劲的双位数增长。该地区的毛利率小幅提升 0.7 个百分点至 47.5%，主要因定价提升的积极因素被汇率不利变动、供应链成本压力部分抵消。营业利润率小幅上升 4.1 个百分点至 22.4%。

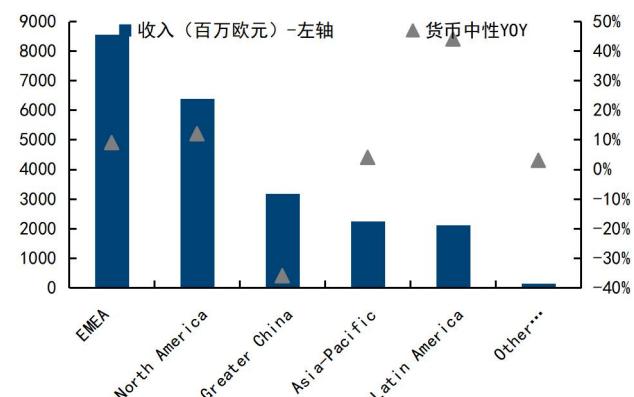
图15: 2022 年阿迪达斯分地区货币中性收入增速



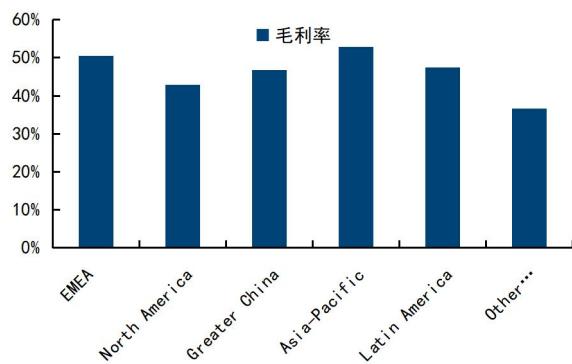
资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

**图16: 2022年分地区收入占比**


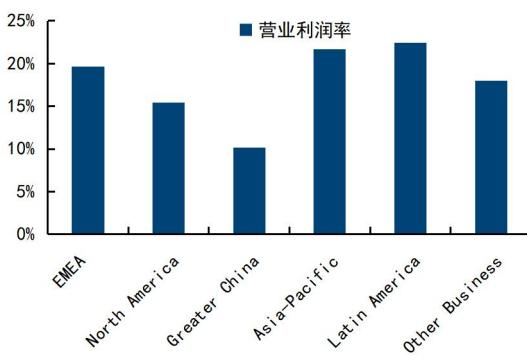
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图17: 2022年分地区收入及同比情况**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图18: 2022年分地区毛利率**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图19: 2022年分地区营业利润率**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2022年第四季度分地区：大中华区营业利润率转负，北美营业利润率下降近15个百分点，亚太与拉美地区盈利能力同比改善

单看第四季度，大中华区收入增长承压，拉美延续三季度双位数强势增长。盈利方面，大中华区、北美地区营业利润率同比下滑幅度较大，其中大中华区利润率为负；亚太、拉美地区营业利润率同比提升1.4、2.5个百分点。具体看：

大中华区：收入5.2亿欧元（占比10%），同比减少50%；货币中性收入同比减少50%，比第三季度降幅扩大23.4个百分点；营业利润率为-41.4%，去年同期为12.5%。

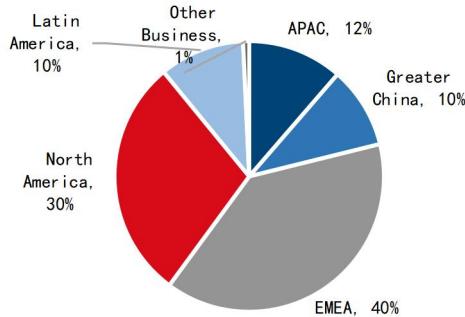
EMEA：收入20.7亿欧元（占比40%），同比增长13%；货币中性收入同比增长12%，比第三季度增幅扩大4.6个百分点；营业利润率为16.4%，同比小幅下滑1.8个百分点。

北美：收入15.4亿欧元（占比30%），同比增长18%；货币中性收入同比增长6%，比第三季度增幅小幅收窄2.2个百分点；营业利润率下降14.9个百分点至2.8%。

亚太地区：收入6.1亿欧元（占比12%），同比增长12%；货币中性收入同比增长16%，比第三季度增幅扩大1.4个百分点；营业利润率为16.6%，同比提升1.4个百分点。

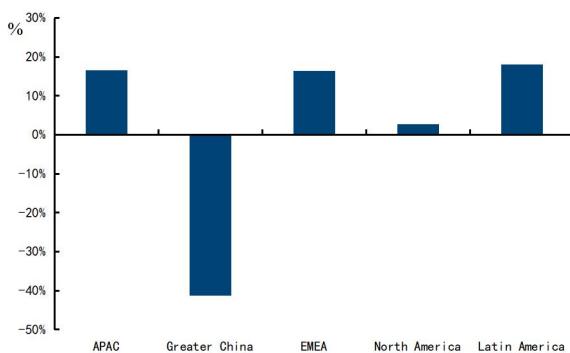
拉丁美洲：收入 5.4 亿欧元（占比 10%），同比增加 37%；货币中性收入同比增加 47%，延续三季度双位数增速；营业利润率为 18.0%，同比提升 2.5 个百分点。

图20: 2022 年第四季度分地区收入占比



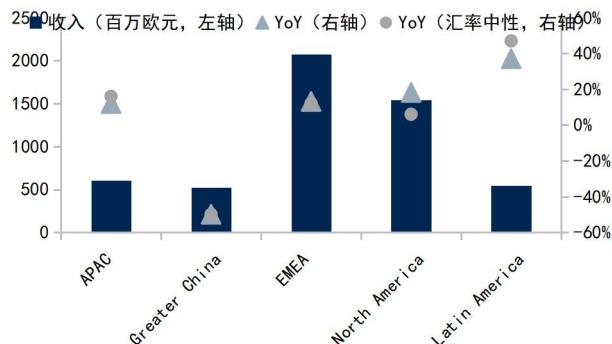
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 2022 年第四季度分地区营业利润率



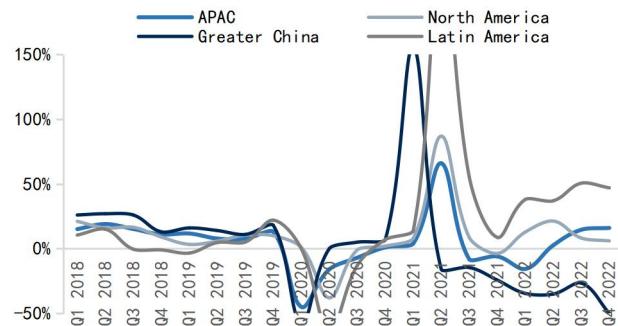
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 2022 年第四季度分地区收入及同比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23: 公司历年分地区单季度收入同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## ◆ 未来展望：预计 2023 全年收入货币中性口径下滑高单位数，营业亏损 7 亿欧元

- 收入：**预计 2023 全年货币中性收入同比下滑高单位数，这一增长假设反映了宏观经济挑战与地缘政治冲突的潜在影响、欧洲与北美的经济衰退风险、大中华区的复苏不确定性、库存清理计划（尤其对于大中华区、北美、欧洲）对收入的负面影响、Yeezy 库存停止销售的 12 亿欧元影响。分地区来看，货币中性收入口径下 EMEA 和北美收入预期大幅下降，大中华区同比持平，亚太与拉美同比正增长。业务战略方面，公司将聚焦人与文化，产品为王；批发渠道强化服务导向，抓住各市场本土化趋势，预期批发占比将得到提升。
- 毛利率：**大中华区复苏、北美与欧洲经济衰退长短、市场促销环境、货币与运费等方面存在诸多不确定性，2023 财年毛利率预期波动较大。
- 营业利润：**2023 年持续性经营利润端预计处于盈亏平衡状态。营业利润端最坏情况预计亏损约 7 亿欧元，反映了：1) Yeezy 系列合作停止导致的 10 亿欧元不利影响（包括 5 亿欧元收入缺口、5 亿欧元存货减值损失，2) 与公司战略调整相关的一次性费用 2 亿欧元发生，3) 业务改进项目带来的 7 亿欧元正向影响。2024 财年预期盈利转正。
- 平均营运资本：**2022 年库存金额由于备货提前、采购量加大、原材料与运费成本上升等因素处于历史高位，平均营运资本占收入比例提升，2023 年预期该比例在 25%~26% 区间。公司 2023 春夏减少采购并持续全年，库存预计在 2023 年夏季得到较好改善，其中大中华区 2022 年及 2023 年前几月份库存改善明显，由推式订货的模式

改为拉式补货模式，未来将会减少回购和库存积压问题。

**5. 资本开支：**预计约 6 亿欧元。

图24: 阿迪达斯 2022 年财务指标与 2023 年预期

**2023 OUTLOOK**

	2022 <sup>1</sup>	2023 Outlook
Net sales (€ in millions)	22,511	to decline at a high-single-digit rate <sup>2</sup>
Operating margin/ operating profit/loss	3.0%	operating loss of € 700 million
Average operating working capital in % of sales	24.0%	to reach a level of between 25% and 26%
Capital expenditure (€ in millions) <sup>3</sup>	695	to reach a level of around € 600 million

1 Figures reflect continuing operations as a result of the reclassification of the Reebok business to discontinued operations.

2 Currency-neutral.

3 Excluding acquisitions and leases.

## 2023 WILL BE A TRANSITION YEAR

**OUTLOOK**

**NET SALES:  
HIGH-SINGLE-DIGIT  
DECLINE**  
**OPERATING PROFIT:  
BREAK-EVEN**

**OPERATING LOSS:  
-€700M**

**NEGATIVE IMPACT INCLUDED**

**NOT SELLING  
EXISTING YEEZY INVENTORY**

**WRITE-OFF  
EXISTING YEEZY INVENTORY**  
**ONE-OFF COSTS  
STRATEGIC REVIEW**

**NET SALES: -€1,200M  
OPERATING PROFIT: -€500M**

**OPERATING PROFIT: -€500M**  
**OPERATING PROFIT: -€200M**

资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

◆ **投资建议：**未来伴随消费复苏与促销环境改善看好中国头部运动品牌份额提升，库存如期改善关注供应商估值提振与零售商基本面修复。

1. 品牌商：阿迪达斯大中华区客流回暖尤其对运动表现系列需求增多并将加大市场投入加速市场复苏，转变至拉式补货模式后有望推动市场促销环境改善，本土品牌在消费复苏与促销环境改善的情况下有望加速增长，继续看好本土品牌份额提升，重点推荐李宁、安踏体育、特步国际。
2. 供应商：2023 财年阿迪达斯将加大库存清理力度，库存预计将于 2023 年夏季得到较好改善，看好下游边际改善提振核心供应商估值，重点推荐申洲国际、华利集团。
3. 零售商：品牌大中华区 2022 年底至今库存已有较大幅度改善，2023 财年持续库存清理，重视批发渠道本土化运营，建议关注未来库存去化和客流回暖趋势下的基本面修复，重点推荐滔搏、宝胜国际。

◆ 风险提示:疫情反复, 下游需求不及预期, 市场的系统性风险, 国际政治经济风险。

附表: 相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB2021
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
02020	安踏体育	买入	93.5	2.87	2.65	3.40	32.6	35.3	27.5	8.7
02331	李宁	买入	58.4	1.60	1.57	2.06	36.5	37.2	28.4	7.2
06110	滔搏	买入	6.2	0.39	0.35	0.41	15.7	17.4	15.1	3.6
03813	宝胜国际	买入	0.7	0.07	0.05	0.12	10.7	14.7	6.1	0.5
01368	特步国际	买入	7.9	0.36	0.34	0.45	21.7	23.2	17.5	2.6
01361	361度	无评级	3.4	0.29	0.32	0.35	11.8	10.7	9.8	1.0
03818	中国动向	无评级	0.3	-0.30	0.16	0.10	-1.1	2.1	3.2	0.2
NKE	耐克	无评级	833.2	26.07	21.13	26.78	32.0	39.4	31.1	12.9
LULU	露露乐蒙	无评级	2126.3	52.07	68.84	78.82	40.8	30.9	27.0	15.6
ADS	阿迪达斯	无评级	1086.5	54.85	23.33	-11.28	19.8	46.6	-96.3	3.8
02313	申洲国际	买入	75.4	2.24	3.22	3.53	33.7	23.4	21.3	4.1
00551	裕元集团	无评级	10.1	0.46	1.22	1.48	22.2	8.3	6.8	0.6
02232	晶苑国际	无评级	2.1	0.39	0.41	0.45	5.2	5.0	4.6	0.7
02678	天虹纺织	买入	6.0	2.93	1.97	2.12	2.0	3.0	2.8	0.5
300979	华利集团	买入	52.8	2.45	2.76	2.81	21.5	19.1	18.8	5.6
603055	台华新材	买入	11.5	0.55	0.41	0.79	20.9	28.0	14.6	2.7
002003	伟星股份	买入	10.6	0.58	0.73	0.80	18.3	14.6	13.3	3.1
605138	盛泰集团	买入	10.6	0.57	0.79	0.99	18.6	13.4	10.7	2.9
601339	百隆东方	增持	6.6	0.93	0.87	0.73	7.1	7.7	9.0	1.1
000726	鲁泰A	买入	8.4	0.39	1.07	1.03	21.5	7.9	8.1	0.9
300577	开润股份	增持	16.0	0.75	0.17	0.62	21.3	93.9	25.7	2.4
603558	健盛集团	买入	8.78	0.43	0.80	0.95	20.4	11.0	9.2	1.5
2199	维珍妮	买入	2.69	0.38	0.35	0.57	7.1	7.8	4.8	1.1
002042	华孚时尚	无评级	3.3	0.38	0.18	0.34	8.6	18.3	9.6	0.8
1476	儒鸿	无评级	114.6	4.32	6.24	6.01	26.5	18.4	19.0	6.5
1477	聚阳实业	无评级	52.6	2.70	3.21	3.31	19.5	16.4	15.9	4.0
9910	丰泰企业	无评级	44.3	1.19	2.27	2.40	37.4	19.5	18.5	9.4
300888	稳健医疗	买入	67.3	2.91	4.09	4.56	23.1	16.5	14.8	2.7
002563	森马服饰	增持	5.9	0.55	0.34	0.56	10.8	17.5	10.7	1.4
600398	海澜之家	增持	6.0	0.58	0.54	0.63	10.4	11.1	9.6	1.8
603877	太平鸟	增持	21.4	1.44	0.43	0.99	14.8	49.7	21.6	2.4
002154	报喜鸟	买入	5.2	0.32	0.36	0.45	16.2	14.4	11.5	1.5
002029	七匹狼	无评级	5.8	0.32	0.32	0.37	18.2	17.9	15.6	0.7
601566	九牧王	无评级	11.9	0.34	-0.16	0.44	35.0	-76.2	26.9	1.7
002293	罗莱生活	无评级	12.5	0.86	0.75	0.90	14.6	16.7	13.9	2.6
01234	中国利郎	买入	3.6	0.39	0.49	0.56	9.1	7.3	6.4	1.2
03998	波司登	买入	4.0	0.19	0.21	0.26	21.1	19.0	15.5	3.6
ITX.MA	Inditex	无评级	213.7	8.57	9.64	10.42	24.9	22.2	20.5	6.0
9983	迅销	无评级	1496.3	81.83	99.68	112.13	18.3	15.0	13.3	2.4
002832	比音勒芬	买入	30.8	1.15	1.38	1.71	26.7	22.3	18.0	5.3
603808	歌力思	增持	10.8	0.87	0.58	1.09	12.4	18.7	10.0	1.4
603587	地素时尚	买入	16.5	1.43	1.22	1.52	11.5	13.5	10.9	2.1
603839	安正时尚	无评级	7.4	0.18	0.00	0.00	41.0	-	-	1.1
03306	江南布衣	买入	8.7	1.08	0.94	1.18	8.0	9.2	7.3	2.6
03709	赢家时尚	无评级	9.4	0.84	1.11	1.28	11.2	8.5	7.3	1.7
01913	普拉达	无评级	47.8	0.83	0.99	1.18	57.6	48.4	40.5	5.4
MC.PA	LVMH	无评级	5991.9	150.79	167.86	186.63	39.7	35.7	32.1	8.9
KER.PA	Kering	无评级	4228.3	184.03	215.37	241.59	23.0	19.6	17.5	5.5
CFR.SIX	历峰集团	无评级	1097.0	16.86	26.30	31.68	65.1	41.7	34.6	4.1
RMS.PA	Hermes	无评级	12856.0	168.72	153.46	171.06	76.2	83.8	75.2	19.8
GOOS.N	加拿大鹅	无评级	130.1	4.42	4.90	7.56	29.4	26.5	17.2	6.3

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理。注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

## 相关研究报告：

- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202302 期-节后品牌营销积极，国际运动品牌热度回升》 ——2023-03-05  
《纺织服装 3 月投资策略-品牌服饰加速复苏，制造出口边际向好》 ——2023-03-03  
《纺织服装双周报（2304 期）-看好品牌服饰复苏加速，把握板块加仓良机》 ——2023-02-20  
《纺织服装双周报（2303 期）-春节拉动消费复苏，原材料价格有所上涨》 ——2023-02-12  
《纺织服装行业品牌力跟踪月报 202301 期-春节品牌营销加码，看好新一轮消费复苏》 ——2023-02-04

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032