

# 纺织服装行业2024年度策略： 制造订单修复确定性较强，品牌结构性机会持续

证券分析师：李婕

执业证书：S0600521120003

联系邮箱：[lijie@dwzq.com.cn](mailto:lijie@dwzq.com.cn)

证券分析师：赵艺原

执业证书：S0600522090003

联系邮箱：[zhaoyy@dwzq.com.cn](mailto:zhaoyy@dwzq.com.cn)

研究助理：郗越

联系邮箱：[xiy@dwzq.com.cn](mailto:xiy@dwzq.com.cn)

二零二四年一月二日

## ➤ 2023年A股纺服板块表现亮眼，主要受基本面修复、低估值、高分红、低持仓四大因素驱动。

- 截至23/12/20纺服板块涨幅1.2%、跑赢沪深300指数15.1pct，在31个申万一级行业中排名第7、在消费行业中排名第1，这一排名为近20年以来仅次于2015年的次好成绩。我们分析纺服板块2023年的亮眼表现主要受基本面修复（品牌端）、低估值、高分红、低持仓四大因素驱动。
- 展望2024年，纺服板块低估值、高分红、低持仓特点延续，基本面如何变化将成为影响2024年纺服板块投资逻辑的关键因素。我们预计2024年品牌服饰和纺织制造业绩表现分化，整体可能呈现制造提速、低基数因素消失后的品牌增速放缓的特点。

## ➤ 品牌服饰：关注修复+新趋势两大主线。23年受益于疫后修复、业绩靓丽，24年由于基数提升、整体消费环境仍较低迷，我们认为整体服装消费将呈现如下特点：整体增速较23年放缓、结构性修复仍继续、新趋势带来新机会。

- **关于修复**：2024年仍处于疫后业绩修复期、但2023已完成修复弹性最大阶段，24年将呈现结构性修复机会。
- **关于新趋势**：建议关注四个维度：**1) 定位角度**，国内消费短期以降级为主旋律，定位性价比、下沉市场的服装品牌与当前消费环境更加匹配；**2) 渠道角度**，品牌服饰对线下渠道依赖度较高，外延开店对业绩增长的拉动最为直接，因此24年有望顺利拓店的品牌有望获得较好表现；**3) 赛道角度**，虽然2024年服装的换新需求边际放缓，但功能性服饰需求偏刚性，有望继续受益于渗透率提升（如跑步、户外、防晒鞋服等）；**4) 市场角度**，国内消费疲软+国内品牌竞争力提升+海外市场空间广阔，带来服装品牌出海新机会。

## ➤ 纺织制造：预计内外销订单均呈向好态势。23年需求疲软致业绩承压，目前部分海外品牌去库结束、行业逐渐进入补库周期，叠加内需回暖逐步传导，24年制造龙头订单修复确定性较强。

- **出口市场展望**：我们认为24年核心变量为下游海外品牌去库周期结束，同时美国消费仍较为韧性，出口有望释放较大业绩弹性。通过复盘国际品牌及海外服装行业近20年历史去库情况，发现国际品牌基本能在7个季度以内完成去库，整个行业层面去库周期较个体品牌时长更久、最长达2-2.75年，同时从传导经验上来看海外公司/行业去库结束基本能够对应上游制造出口同比回正。本轮美国服装行业自22年中开始去库、至23年底已经历1.5年、23年11月零售及批发商库存增速趋势筑底回升，我们认为目前国际龙头品牌将率先完成去库、进度领先行业，行业层面去库逐渐进入尾声，有望促制造出口订单加速同步回暖。
- **内销市场展望**：受益于23年下游品牌销售表现较好、产业链库存消化较为顺利，24年国内市场修复将逐步传导至上游制造企业。

## 投资建议：

### ➤ 品牌服饰：建议从两条主线筛选标的：

- **修复主线：**1) **正常增长：**23年归母净利润水平同时超过21年和19年水平，基本走出疫情影响、表现领先同业，说明公司自身基本面相对优质、长期成长性较好，24年预期进入正常状态下的较快增长。包括安踏体育、特步国际、361度、波司登、比音勒芬、报喜鸟、锦泓集团。2) **继续修复弹性仍较大：**23年归母净利润水平均不及19年和21年水平，24年有望继续修复、修复弹性相对较大。包括森马服饰、地素时尚、歌力思等。
- **新趋势主线：**1) **定位角度，**当前国内消费呈现整体偏弱、结构特点复杂的特征，我们认为符合降级趋势的品牌具有相对优势，如海澜之家、水星家纺、戎美股份、361度、特步国际；2) **渠道角度，**不同品牌所处生命周期不同，有充足的开店空间和明确开店指引的公司有望获得高于行业的增速，其中比音勒芬、哈吉斯（报喜鸟）、TW（锦泓）、罗莱生活、歌力思具有相对优势；3) **赛道角度，**布局功能性服饰赛道的公司有望受益于渗透率提升驱动（如跑步、户外、防晒鞋服等），主要包括安踏、李宁、特步、361、比音勒芬、波司登；4) **市场角度，**在国内市场之外，出海逻辑获得新的增长机会。当前服饰品牌龙头安踏、李宁、海澜、森马均已开始或计划启动出海计划，有望带来新的增长。
- **标的筛选：**上述6个方向叠加结合低估值、高股息特点，合计共8条标准进行标的筛选，符合4条标准的公司包括海澜之家、报喜鸟、森马服饰、361度、特步国际，符合3条的包括安踏体育、比音勒芬、歌力思、锦泓集团、地素时尚，符合2条的包括李宁、波司登、罗莱生活、水星家纺，2024年建议重点关注以上公司。

### ➤ 纺织制造：去库或即将完成，24年需求逐渐回暖制造龙头反弹可期

- **出口型：**目前部分国际龙头品牌率先完成去库、进度领先行业，根据我们复盘结论，深度绑定国际品牌的上游制造企业亦有望率先营收同比转正，推荐制造龙头公司申洲国际、华利集团、健盛集团等。伴随24年海外行业去库完成、制造整体持续回暖，我们认为进入补库周期后长鞭效应下产业链上游业绩弹性亦较大，关注百隆东方、鲁泰A等。
- **内销型：**国内品牌复苏逐步传导至制造端、订单有望改善，海外品牌进入补库周期后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如台华新材（技术突破）、伟星股份（国产替代）、新澳股份（份额提升）等。

**风险提示：**终端消费疲软、棉价大幅波动、汇率大幅波动等。



- 1、板块回顾：23年超额收益显著，24年能否延续佳绩？

---
- 2、品牌服饰：基数提升后业绩如何展望？修复+新趋势两条主线

---
- 3、纺织制造：海外去库结束在即，订单修复确定性较强

---
- 4、风险提示

---
- 5、附录

---

## 1. 板块回顾：2023年超额收益显著，24年能否延续佳绩？

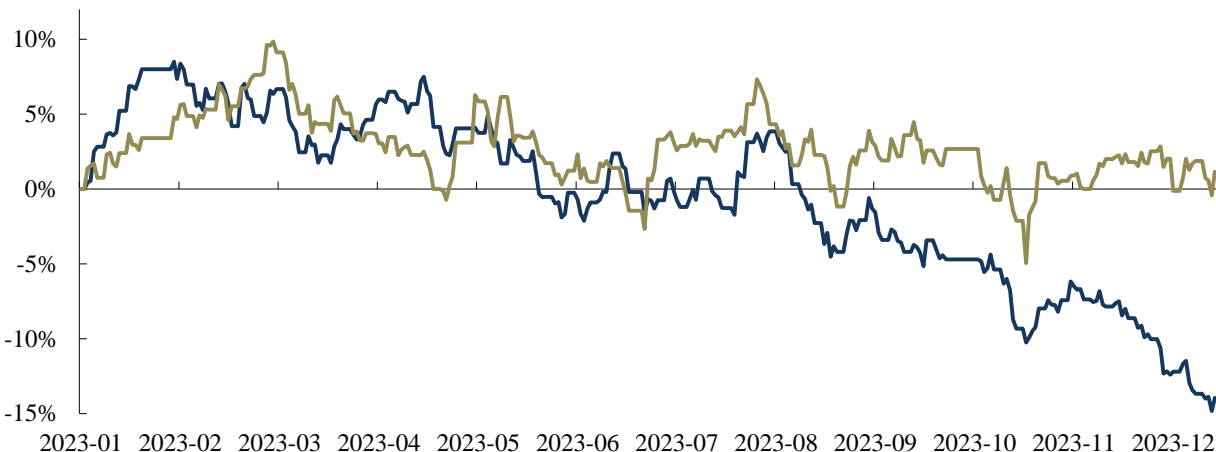
## 1.1 2023年纺服板块获领先超额收益

# 1.1 2023年回顾：纺服板块获领先超额收益、消费行业中排名第一

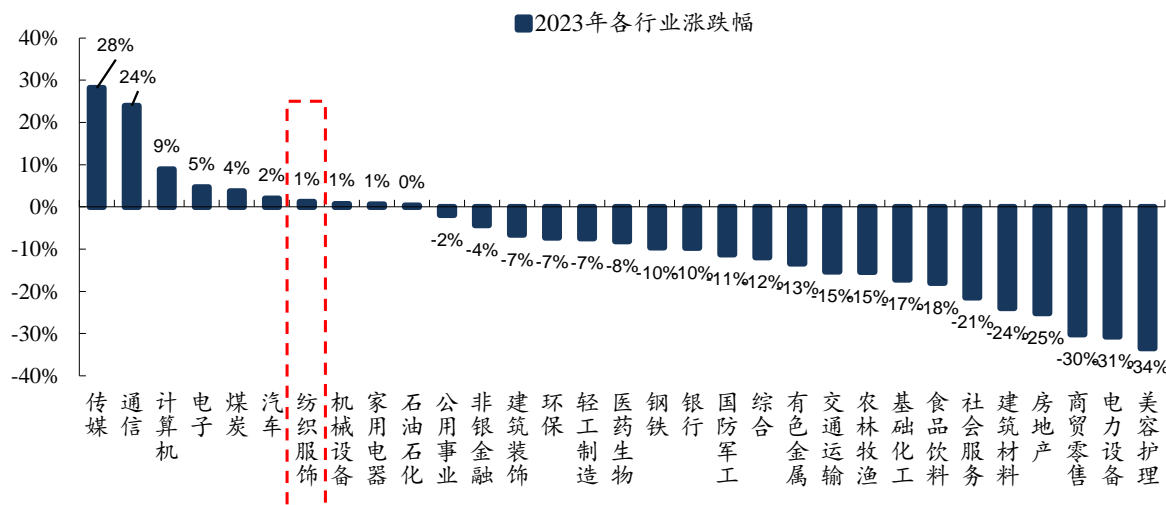
- **2023年A股纺织服饰涨幅跑赢大盘。**2023年A股纺服板块表现亮眼，截至2023/12/21（全文交易截止日期均为2023/12/21）板块涨跌幅+1.2%、跑赢沪深300指数15.1pct。
- **截至2023/12/21，2023年纺织服饰板块涨幅在31个申万一级行业中排名第7、在消费行业中排名第1。**

2023年纺服板块涨跌幅跑赢大盘

2023年纺服板块及大盘走势： — 沪深300 — SW 纺织服装



2023年纺服板块涨跌幅为全行业第7、消费行业第1名



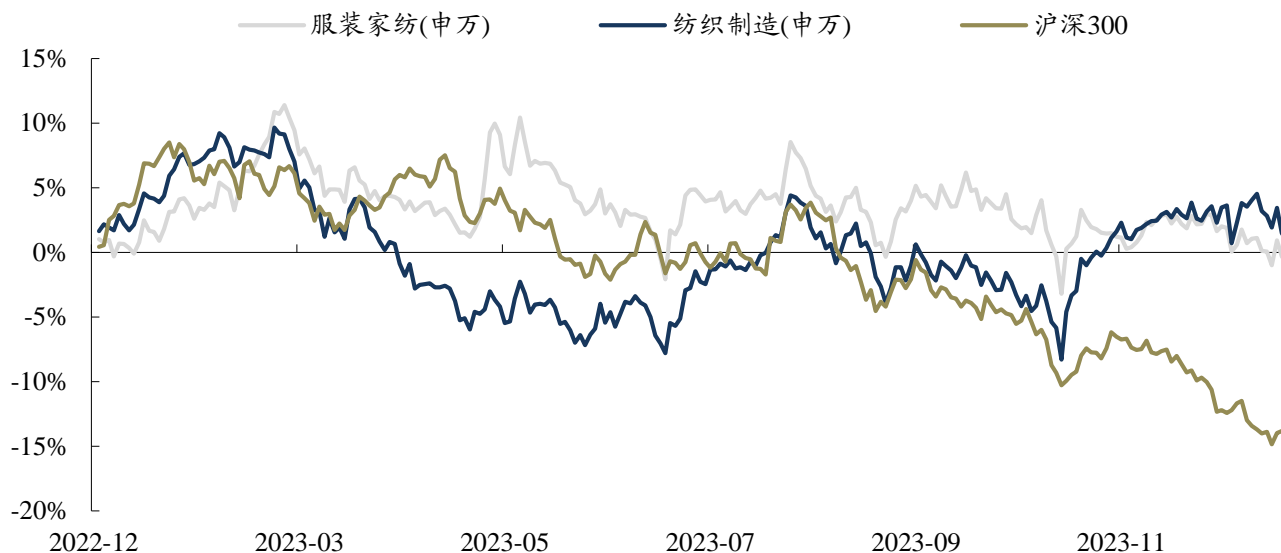


# 1.1 2023年回顾：上下游子板块均表现突出、大幅跑赢大盘

➤ 纺服子板块来看，1-10月服装家纺好于纺织制造，11月以来纺织制造实现反超。

- 2023年初至今（截至2023/12/21）服装家纺累计涨跌幅+0.92%、较沪深300超额收益为14.82%；纺织制造累计涨跌幅+3.44%、较沪深300超额收益为17.41%。
- 1-10月品牌端好于制造端，11月以来制造端表现反超品牌、出口数据好转催化下制造端表现较好。

### 2023年服装家纺、纺织制造子板块涨幅均跑赢大盘

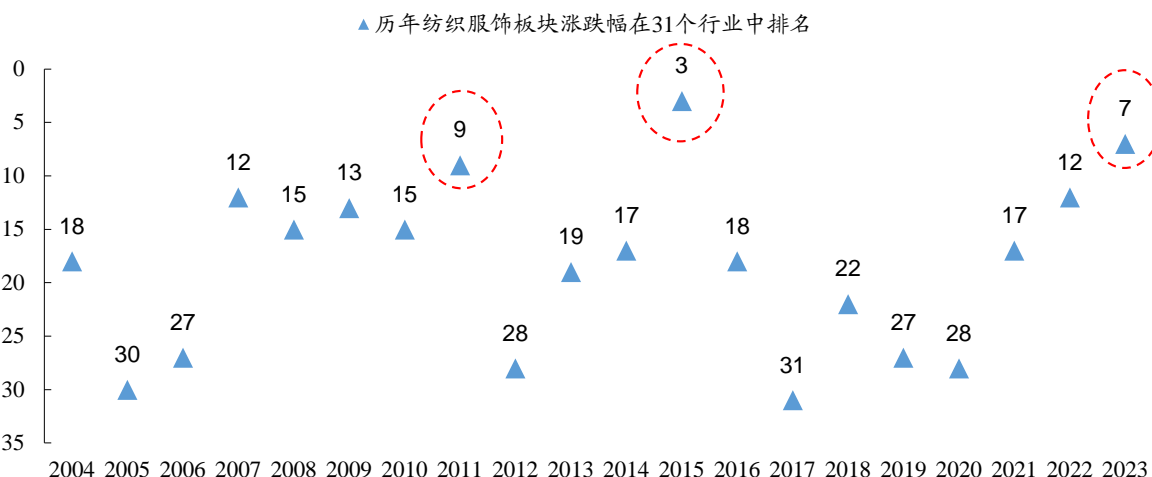




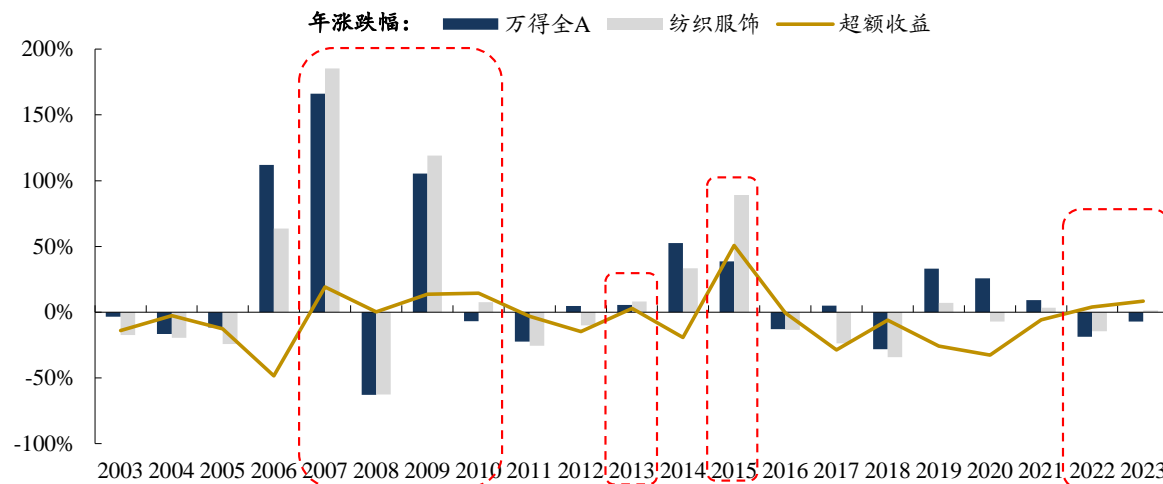
# 1.1 2023年回顾：纺服板块表现处近20年较好水平

- **2023年纺织服饰板块涨幅在31个申万一级行业中的排名为近20年次好水平。** 2004年以来纺织服饰板块在31个申万一级行业中表现相对落后，仅2011、2015、2023年排名进前10名，今年的第9名为近20年次好水平。
- **近20年纺织服饰板块有8次年涨跌幅跑赢大盘（万得全A），2023年较万得全A超额收益6.3%，在近20年中为第5好水平。**

### 2023年纺织服饰板块涨幅排名为近20年次好水平



### 2023年纺服板块超额收益在近20年中表现较好



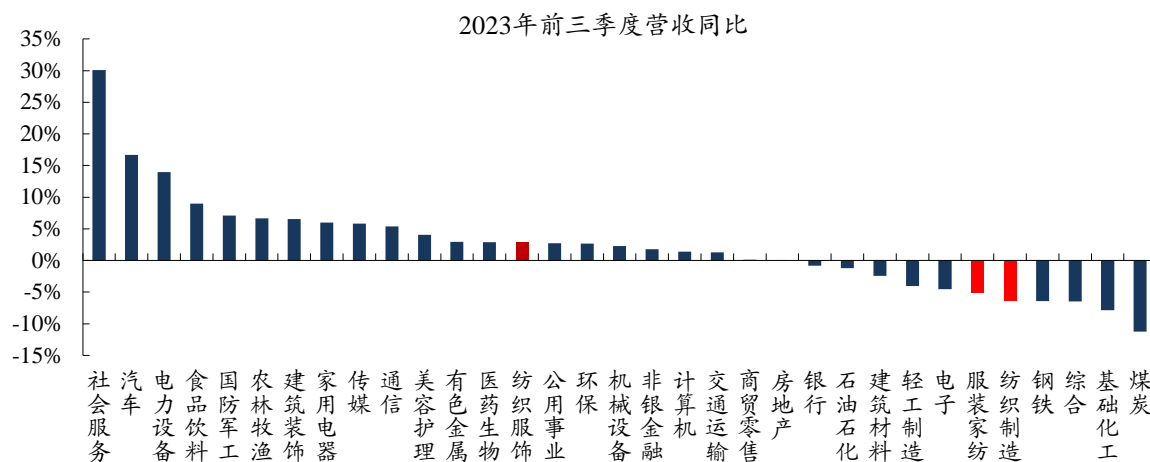
## 1.2 纺服行业超额收益四大驱动： 基本面修复、低估值、高分红、低持仓

## 1.2 纺服行业超额收益四大驱动：基本面修复、低估值、高分红、低持仓

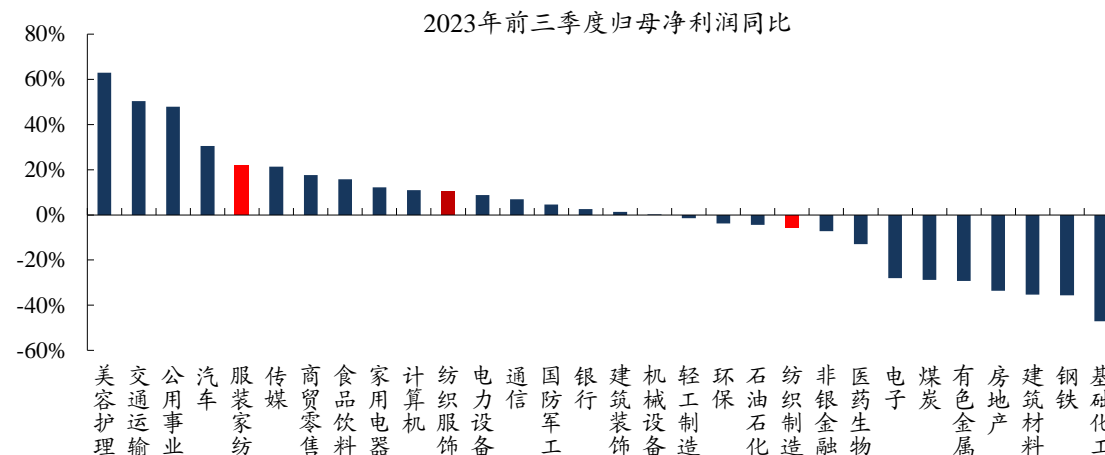
➤ 我们认为2023年服装板块超额收益主要来自四大驱动：**基本面修复**、低估值、高分红、低持仓。

- **基本面修复**：2023年前三季度板块营收同比+2.9%（其中服装家纺/纺织制造/饰品分别同比-5.1%/-6.4%/+17.5%）、归母净利润同比+10.5%（其中服装家纺/纺织制造/饰品分别同比+21.8%/-5.5%/+13.3%），归母净利润同比增速在31个行业中排名第10，有14个板块（如基础化工、钢铁、建筑材料等）归母净利润为同比下滑或亏损。其中，服装家纺收入整体同比下降主因个别规模较大公司个体因素影响（如雅戈尔、际华集团收入下滑幅度较大）、但归母净利润同比增速排名靠前。
- **服装家纺业绩弹性主要来自其可选+线下依赖+社交消费品属性**。服装家纺板块作为对线下消费场景依赖程度较高、具有一定社交属性的可选消费品，在2022年受国内疫情反复影响冲击较大、基数较低，2023年消费场景的恢复对终端需求有直接带动作用，净利润在正向经营杠杆带动下反弹幅度较大。

### 2023Q1-Q3纺服板块整体营收正增长



### 服装家纺板块2023Q1-Q3归母净利润同比表现靠前





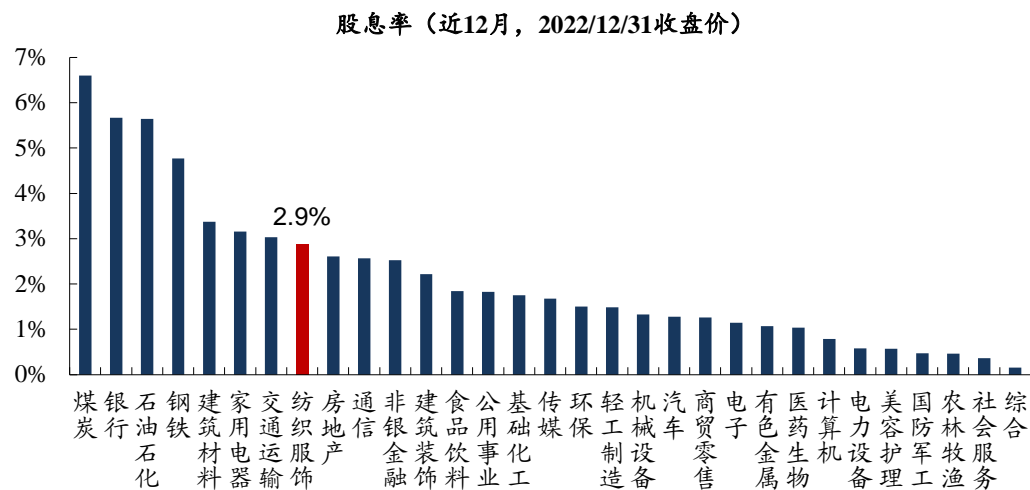
## 1.2 纺服行业超额收益四大驱动：基本面修复、低估值、高分红、低持仓

➤ 我们认为2023年服装板块超额收益主要来自四大驱动：基本面修复、低估值、**高分红**、低持仓。

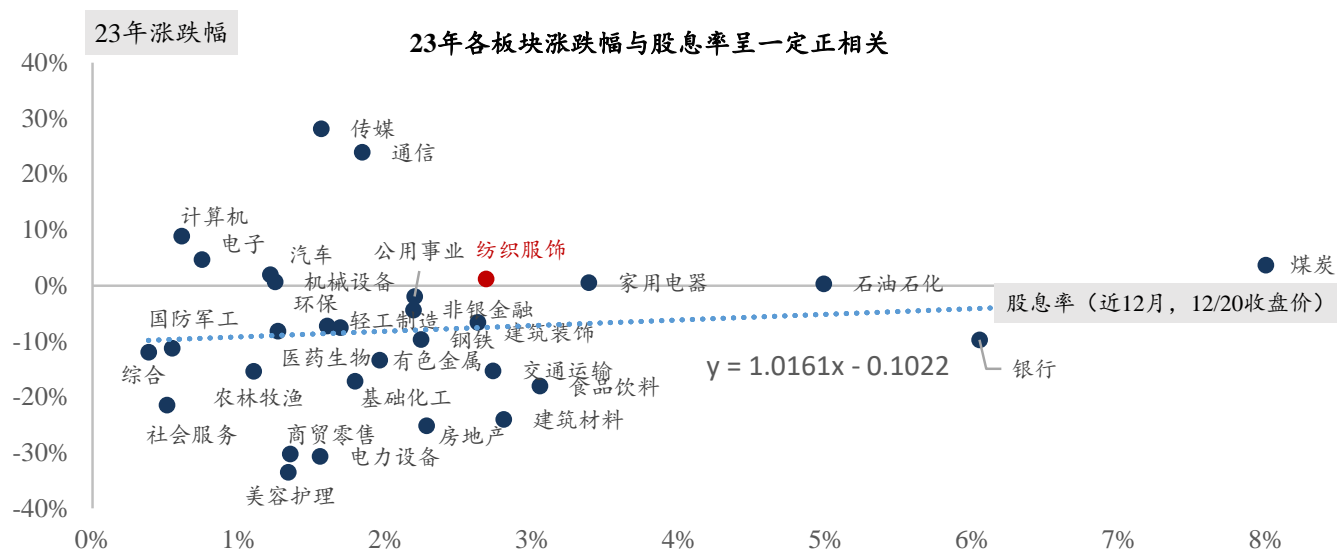
■ **高分红**：2023年初纺织服饰板块股息率2.9%，在31个行业中排名第8、排名靠前。

■ **2023年各板块涨跌幅与股息率呈一定正相关关系**。在经济复苏偏弱的环境下，资金配置偏好防御性品种，因此今年高股息板块市场表现相对较好，纺服板块股息率较高、涨幅靠前。

纺服行业股息率在各行业中领先



2023年各板块涨跌幅与股息率呈一定正相关

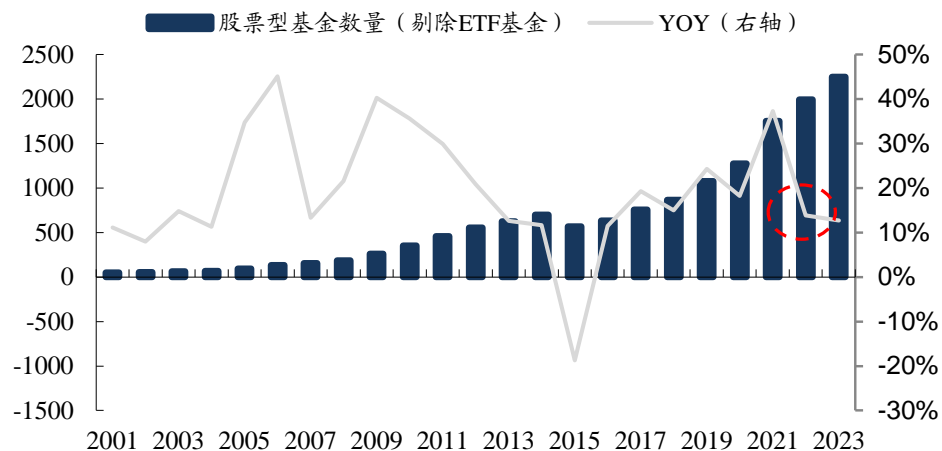


# 1.2 纺服行业超额收益四大驱动：基本面修复、低估值、高分红、低持仓

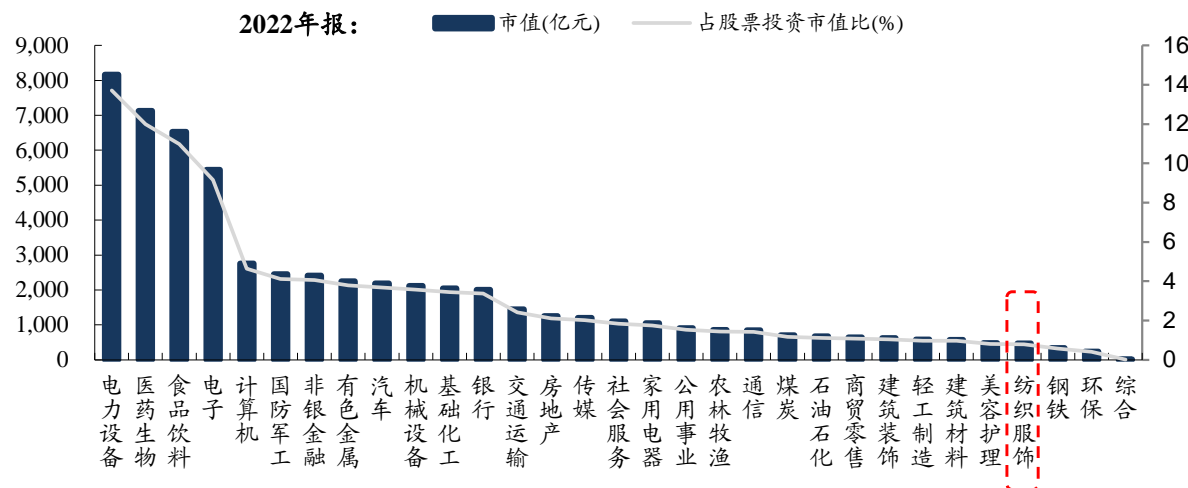
我们认为2023年服装板块超额收益主要来自四大驱动：**基本面修复、低估值、高分红、低持仓**。

- 低持仓**：2022年纺织服饰板块的基金投资市值占比仅0.8%，仅高于钢铁、环保和综合行业，位于倒数第四行业。
- 23年各板块涨跌幅与年初基金持仓呈一定负相关**。2023年股票型基金数量同比增长12.7%（其中包含较往年更多的指数型基金），增长幅度在历年来看偏低（2000-2021年股票型基金数量从45增至2248，CAGR19%）。在基金规模增长放缓环境下，机构配置低的行业相对来说较机构重仓的行业更容易在存量资金交易中获得资金配置占比的提升。纺服板块机构持仓较低、涨幅靠前。

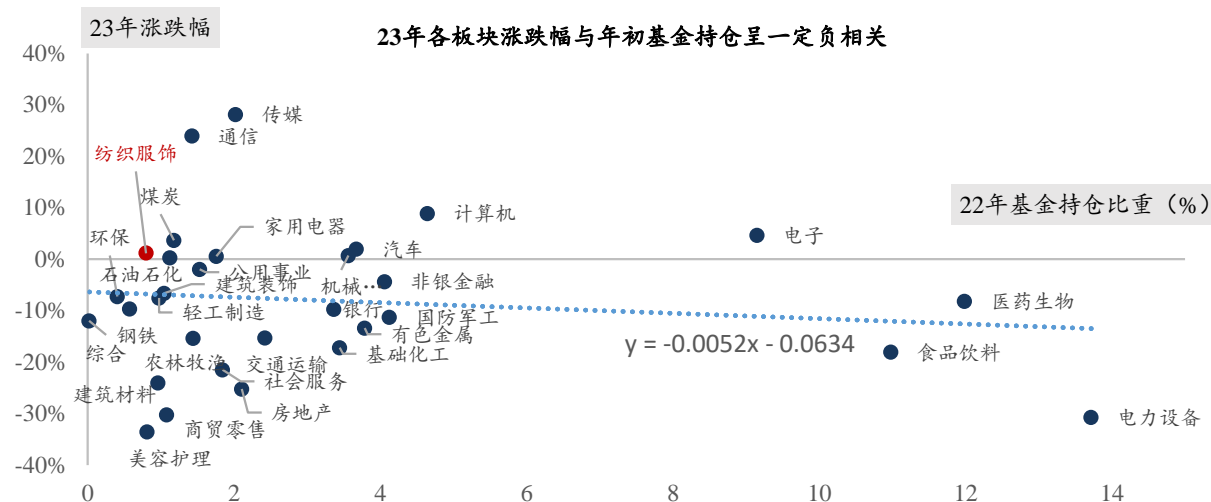
2023年股票型基金数量同比增长幅度较小



2022年纺织服饰板块的基金投资市值占比仅0.8%



23年各板块涨跌幅与年初基金持仓呈一定负相关



## 1.3 2024年能否延续佳绩？四大驱动有何变化？



## 1.3 2024年四大驱动将继续影响纺服板块表现

- **展望2024年，纺服板块能否延续佳绩？取决于四大驱动因素有何变化，以及是否存在新的驱动。**
- **据东吴证券宏观预测，2024年国内经济预计延续弱复苏趋势。**同时我们统计了8家头部外资行及国内券商宏观团队对2024年的中国经济展望，多数表述相对中性，认为2024年国内经济预计延续弱复苏趋势。据此，我们认为对纺服板块而言2024年面临的国内经济环境与2023年较为相似。
- 因此从投资逻辑上看，我们认为2023年纺服板块超额收益的四大驱动因素如何变动，将继续影响2024年纺服板块的市场表现。

**据东吴证券宏观预测，2024年国内经济预计延续弱复苏趋势**

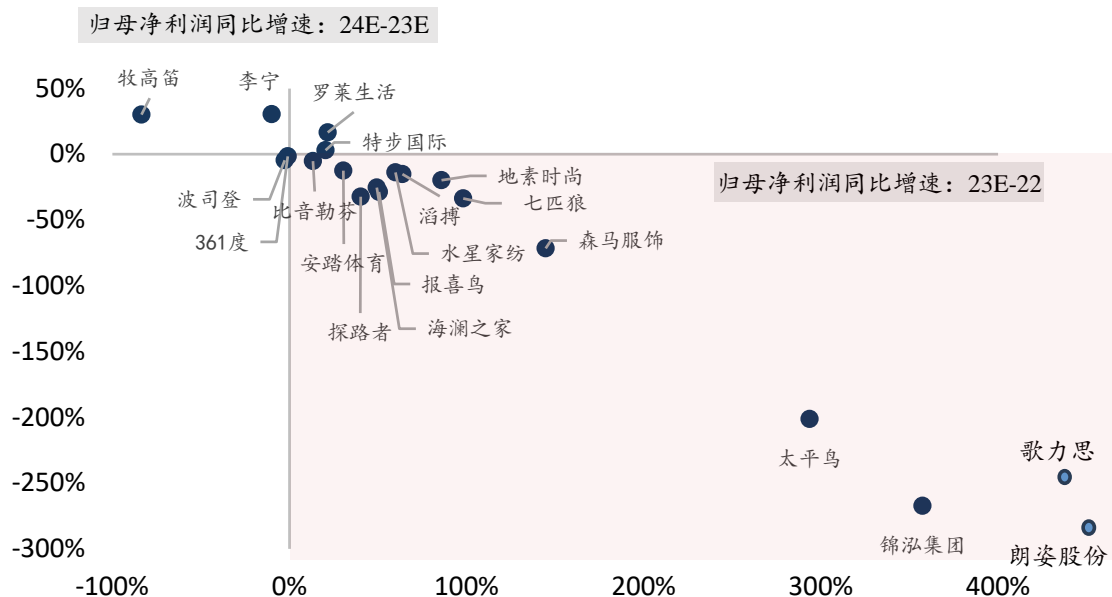
|                    | 2023E | 2024E       | 表述   |
|--------------------|-------|-------------|--|
| <b>GDP增速预测 (%)</b> | 5.2   | 4.2         | 2024年地产投资与净出口仍是拖累，而基建与消费能够提供一定的支撑和对冲。                      |
| <b>消费增速预测 (%)</b>  | 6.6   | 4.5/6.1/9.3 | 消费这一经济“慢变量”在2024年或更多是回归正轨，修复至潜在增长趋势，积蓄后续发力的动能，而超预期走强的概率较小。 |

# 1.3 2024年四大驱动有何变化?

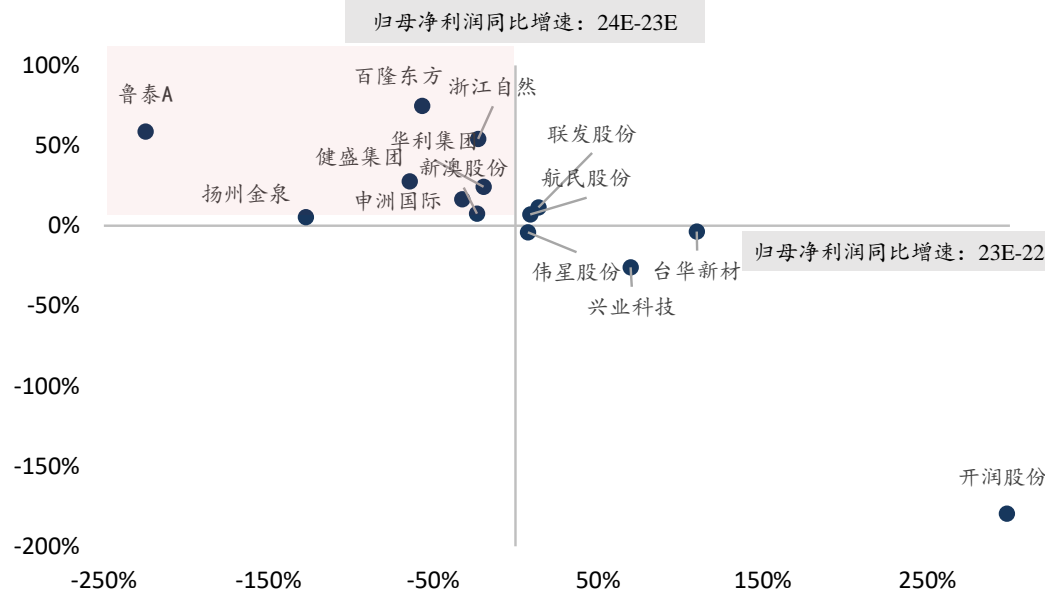
➤ **四大驱动——基本面：预计2024年品牌服饰和纺织制造表现分化，整体呈现品牌减速、制造提速趋势。**

- **品牌服饰：**基数提升后，预计多数品牌服饰2024年业绩增速较23年放缓，据我们目前预测情况来看，除李宁、特步、罗莱、牧高笛外，其他重点公司24年归母净利润同比均低于23年（位于左图坐标轴第四象限）。
- **纺织制造：**23年受下游去库影响业绩承压，但24年有望在海外走出去库周期后增长提速（位于右图坐标轴第二象限）。
- **下图说明：**横轴为预测的23年归母净利润增速与22年归母净利润增速之差，纵轴为预测的24年与23年归母净利润增速之差。第一象限表示预计24年增速好于23年、23年增速好于22年；第二象限表示预计23年增速不如22年，但24年增速好于23年；以此类推。

据我们预测，24年多数品牌服饰公司归母净利润增速将较23年放缓



据我们预测，24年多数纺织制造公司归母净利润增速将较23年提速

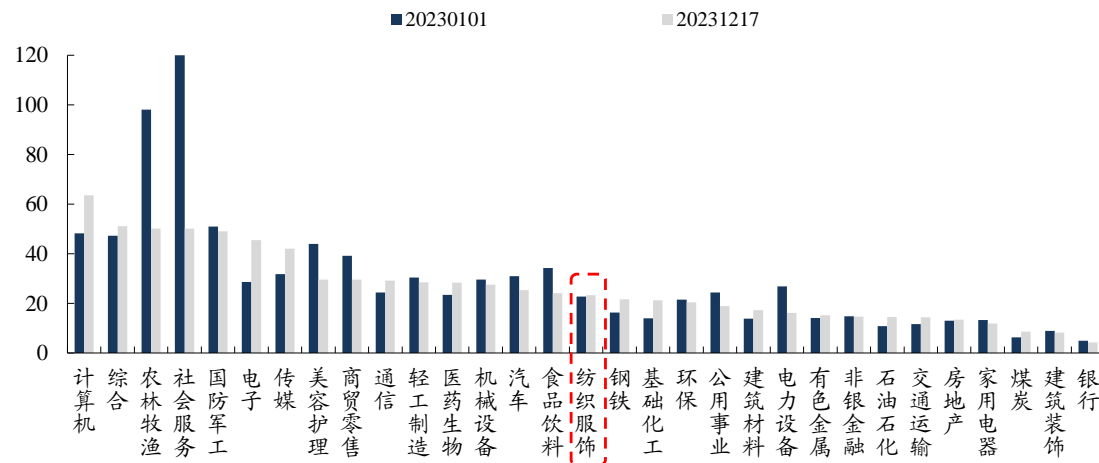


# 1.3 2024年四大驱动有何变化?

## 四大驱动——低估值、高分红、低配置特征延续:

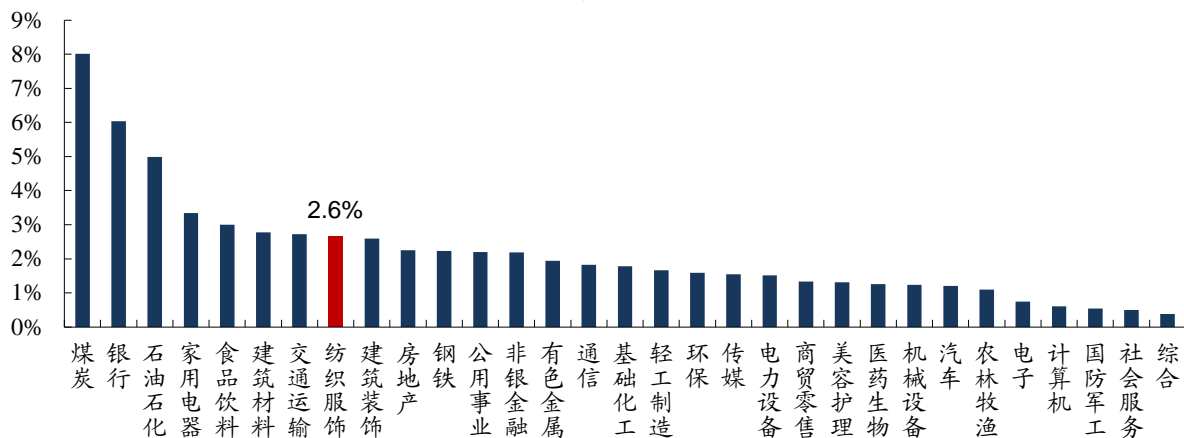
- **估值较年初持平略升，在31个行业中仍位于中等水平。**截至最新交易日纺织服装板块PETTM23.4X、较年初持平略升，在31个行业中排名第16、仍位于中等水平。
- **最新股息率排名仍靠前。**纺服板块最新股息率2.6%，在全行业中排名第8。
- **持仓较年初持平略降，排名仍靠后。**2023H1纺服行业机构持仓占比0.78%、较22年的0.8%有小幅下降，机构持仓占比排名从22年的倒数第4前进为倒数第7，仍排名靠后。

## 当前纺服板块估值PE-TTM仍位于中等水平



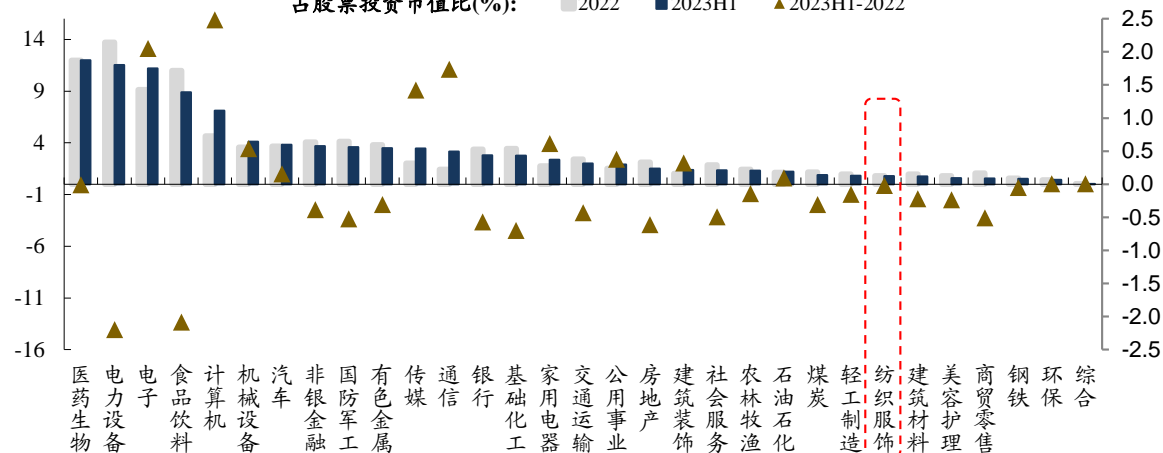
## 当前纺服板块股息率排名靠前

股息率（近12月，2023/12/21收盘价）



## 2023年纺服板块机构持仓比例仍较低

占股票投资市值比(%)：2022 2023H1 2023H1-2022



## 1.3 2024年能否延续佳绩？四大驱动有何变化、有何新驱动？

### ➤ 展望2024年，纺服板块能否延续佳绩？主要取决于四大驱动因素有何变化。

- 总结而言，我们认为在2023年驱动纺服板块取得亮丽市场表现的四大因素中，2024年低估值、高分红、低持仓三大特征仍在延续，仅基本面这一因素可能存在变化，因此基本面如何变化将成为影响2024年纺服板块投资逻辑的一个关键因素。
- 基本面方面，我们预计2024年品牌服饰和纺织制造表现分化，整体可能呈现品牌减速、制造提速的特点。
  - ✓ 从大方向上，2024年上游纺织制造有望在下游客户去库完成后迎来订单的逐步恢复，该因素可能对板块而言是一个新的驱动，因此有望迎来板块性行情，我们预计Q1将是上游企业订单恢复情况的重要观测窗口。
  - ✓ 品牌服饰板块虽然整体面临增速放缓的压力，但我们认为2024年仍处于疫后修复阶段、业绩修复结构性机会仍存，同时从中期视角建议关注新趋势带来的机会，从定位、赛道、渠道、市场四个维度，我们在后文挖掘了中期视角下均具备增速快于行业平均水平潜力的标的、有望在2024年获得超额收益。

## 2. 品牌服饰：基数提升后业绩如何展望？修复+新趋势两条主线

# 基数提升后，2024年板块业绩如何展望？

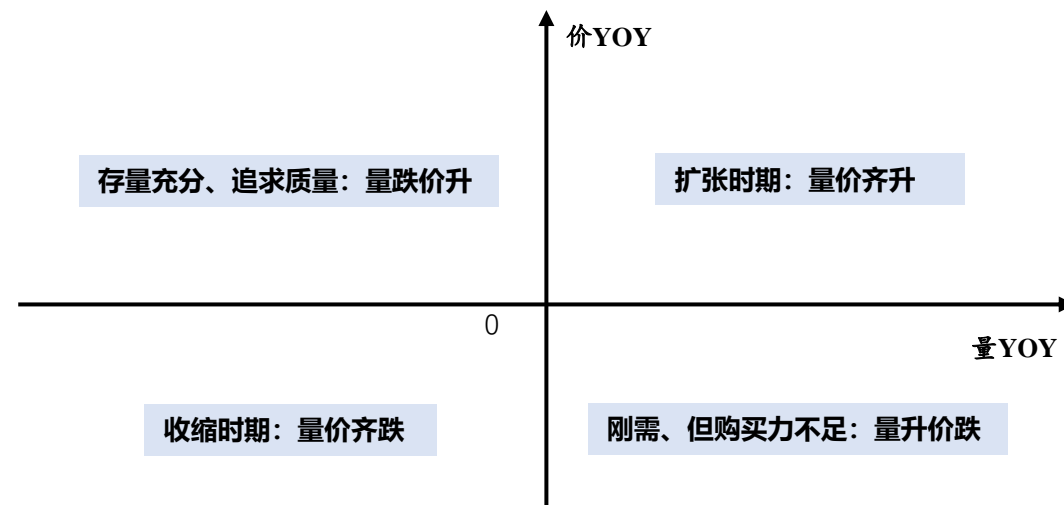
## ➤ 简单拆分：品牌服饰行业规模=销量\*价格

- 量增驱动：基本换新+功能性需求
- 价增驱动：购买力、需求驱动

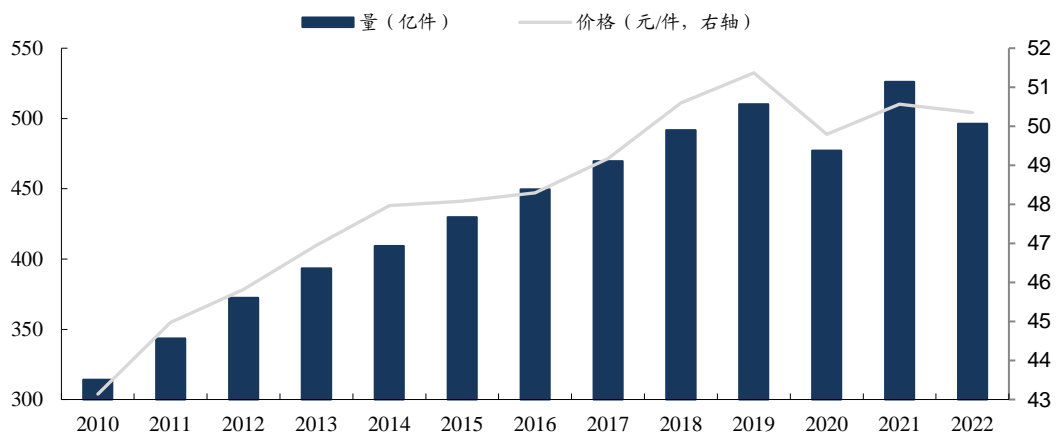
➤ **量和价的变化趋势通常是同步的：**从2009-2022年国内鞋服消费市场表现来看，量价变化趋势通常是同步的，除2020、2022年量价同步下滑外，其余年份同步上升。我们认为这主要是由于需求是核心驱动力，需求景气时量价齐升，需求低迷时销量受阻、同时为了促销产品价格往往下降。

➤ 我们试图总结不同经济环境下的四种量价表现：①需求扩张时期：量价齐升（常见情形）；②需求收缩时期：量价齐跌；③存量充分、追求质量：量跌价升；④刚需、但购买力不足：量升价跌。

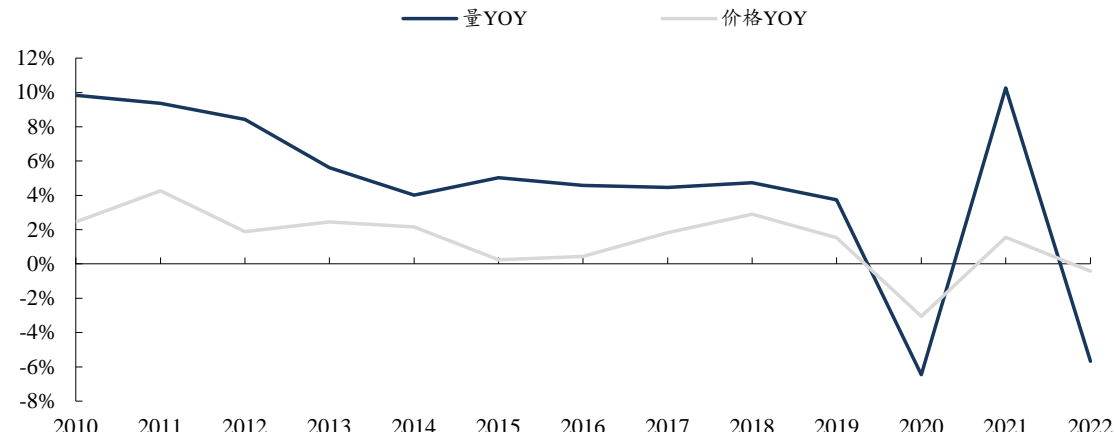
### 服装消费量价变化对应的消费环境



### 2010-2022年国内鞋服整体呈现量价齐升趋势



### 2020、2022年量价同步下滑



## ➤ 我们判断2023-2024均为业绩修复年，但2023年为修复弹性最大阶段，2024年服装消费量价增速均可能较23年减缓：

- 疫情3年对服装影响较大，我们判断2023-2024年均处于修复周期。但由于2023年为2020年以来疫情之后放开的首年、修复弹性明显，2024年随着部分公司完成修复，行业整体增速将放缓，体现为结构上的进一步修复。
- 量价层面变化驱动2024年增速将较2023年放缓：服装消费的换新需求多数于23年集中释放，24年在此基础上增加的空间有限，因此整体的购买量增幅可能较23年减缓、有一定概率出现回落；在相对谨慎的经济预期下，消费者可能倾向于更加理性地支配可选消费品支出，服装企业也可能顺应市场环境调整商品结构，因此24服装消费平均价格的增幅可能较23年减缓、也有一定概率回落。

## ➤ 2024年，我们建议在修复视角和寻找新趋势两条主线下展望品牌服饰业绩：

- **修复视角：结构性修复机会仍存。** 2023年品牌服饰板块整体呈修复趋势，但不同个股的修复速度存在差异。我们判断2023年部分公司业绩有望超过2021年和2019年水平、基本完成疫后修复；而部分公司较2021年或2019年水平仍存差距，2024年将继续完成修复进程。
- **新趋势视角：定位、赛道、渠道、市场四维度看新趋势。** 由于基数提升、整体消费环境仍较低迷，我们认为2024年整体服装消费增速可能较23年存在放缓压力。整体增长放缓的背景下，除了结构性修复机会，我们还建议从以下四个维度看新趋势下的机会：
  - ✓ **定位角度**，理性消费、性价比定位的品牌有向上抢占市占率的逻辑；
  - ✓ **赛道角度**，功能性服饰需求是渗透率提升驱动逻辑、而非换新逻辑（如跑步、瑜伽、户外、滑雪、防晒鞋服等）；
  - ✓ **渠道角度**，不同品牌所处生命周期不同，有充足的开店空间和明确开店指引的公司有望获得高于行业的增速；
  - ✓ **市场角度**，在国内市场之外，出海逻辑获得新的增长机会。



## 2.1 关于修复：结构性修复机会仍然存在

## 2.1 关于修复：23年初步修复，24年进一步修复

### ➤ 如何看待2024年不同公司的业绩修复：预计呈现不同表现，分为正常增长、继续修复两大类

- 为更好横向比较品牌服饰重点公司的复苏节奏差异、并作为对23-24年业绩预测的参考，我们以19年、21年归母净利润分别作为疫情前、剔除22年基数的基准比较口径，以我们预测的23年归母净利润与之比较，并分别作为纵坐标值、横坐标值作图，则重点公司根据不同的复苏节奏，分布于四个象限中。

### ➤ 从业绩修复角度，我们看好2024年两大类公司的表现：

- **第一类分布于第一象限**，表示我们预期其23年基本走出疫情影响，说明公司自身基本面相对优质、长期成长性较好，24年预期进入正常状态下的较快增长。包括安踏体育、特步国际、361度、波司登、比音勒芬、报喜鸟、锦泓集团。
- **第二类分布于第三象限**，表示我们预期其23年业绩仍未恢复至19年或21年水平，意味着24年仍将进一步修复、且修复的空间较大，业绩增长弹性较大。包括森马服饰、地素时尚、歌力思等。
- 此外，第二、四象限公司表示有所修复，但距离19或21年高点仍有差距，故24年有望进一步修复。包括李宁、太平鸟、滔搏、水星家纺、罗莱生活、海澜之家、九牧王、七匹狼等。

## 2.1 关于修复：23年初步修复，24年进一步修复

### ➤ 如何看2024年：预计呈现不同表现，分为正常增长、继续修复两大类

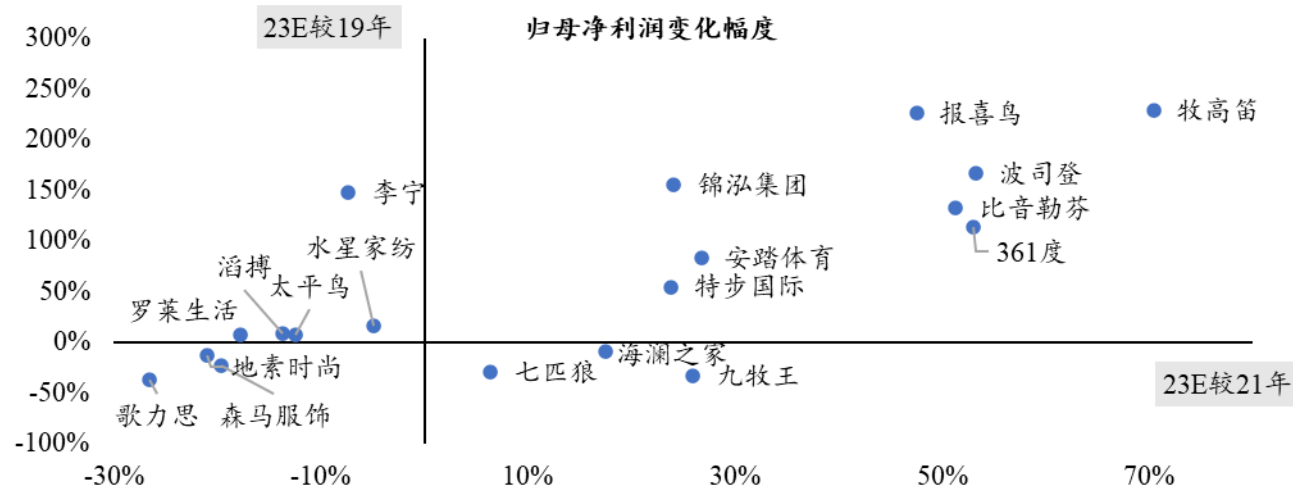
➤ **第一象限（正常增长）**：表示23年归母净利润水平同时超过21年和19年水平，可以理解为基本已经走出疫情影响。23年位于第一象限公司包括港股运动服饰、波司登、比音勒芬、报喜鸟、牧高笛、锦泓集团，我们认为这类公司在24年将进入正常状态下的增长，如我们预计24年安踏归母净利润同比（下同）+16.5%、特步+25.2%、361度+21.8%、波司登+16%、比音+24.9%、报喜鸟+20.6%、锦泓+21.9%。

➤ **第二象限（继续修复）**：23年归母净利润水平超过19年、但不及21年水平，可以理解为公司在疫情影响程度有限情况下业绩弹性较大、21年曾大幅反弹，但受第二波疫情冲击以及公司经营策略的影响，23年业绩不及21年。包括李宁、罗莱、太平鸟、滔搏、水星家纺，我们认为这类公司在24年有望进一步修复至21年水平以上，我们预计24年李宁+22%、太平鸟+19.7%、滔搏+15.1%、水星+18.3%、罗莱+18.9%。

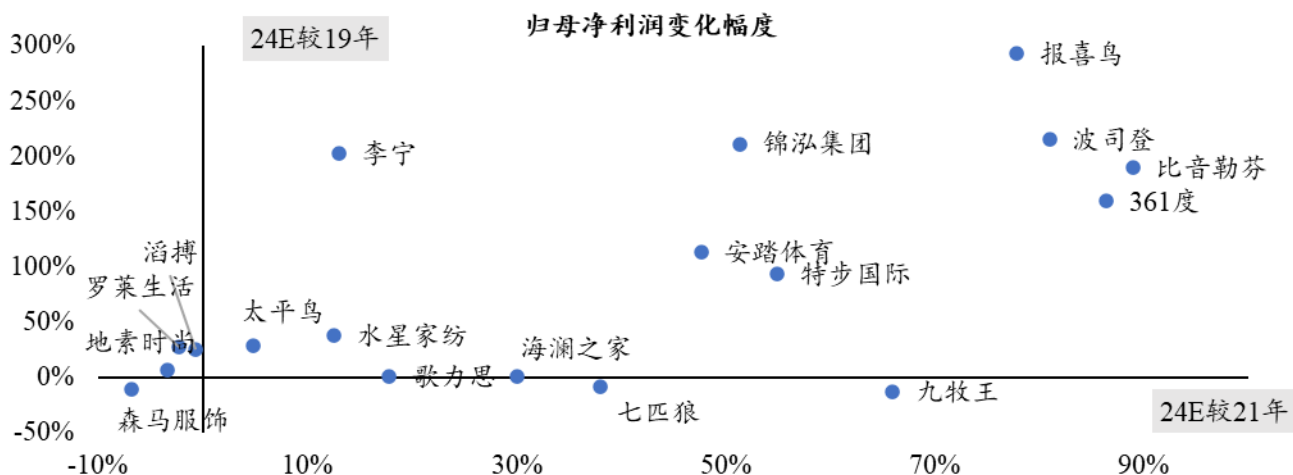
➤ **第三象限（继续修复）**：23年归母净利润水平均不及19年和21年水平，可以理解为受疫情影响较大，复苏相对较慢。公司包括森马服饰、地素时尚、歌力思，我们认为这类公司在24年有望恢复至21年水平、有可能进一步恢复至19年水平、弹性相对较大。我们预计24年森马服饰+16%、地素时尚+22.2%、歌力思+60.5%。

➤ **第四象限（继续修复）**：23年归母净利润水平超过21年、但不及19年水平，可以理解为公司有一定业绩弹性、但距疫情前水平仍有一定差距、有待进一步复苏。公司包括七匹狼、海澜之家、九牧王，我们认为这类公司在24年有望接近或达到19年水平。我们预计24年海澜之家+10.6%、九牧王+31.8%、七匹狼+29.7%。

品牌服饰重点公司23年归母净利润预测值与19、21年比较情况



品牌服饰重点公司24年归母净利润预测值与19、21年比较情况



## 2.2 关于新趋势机会之一——定位：升级还是降级？

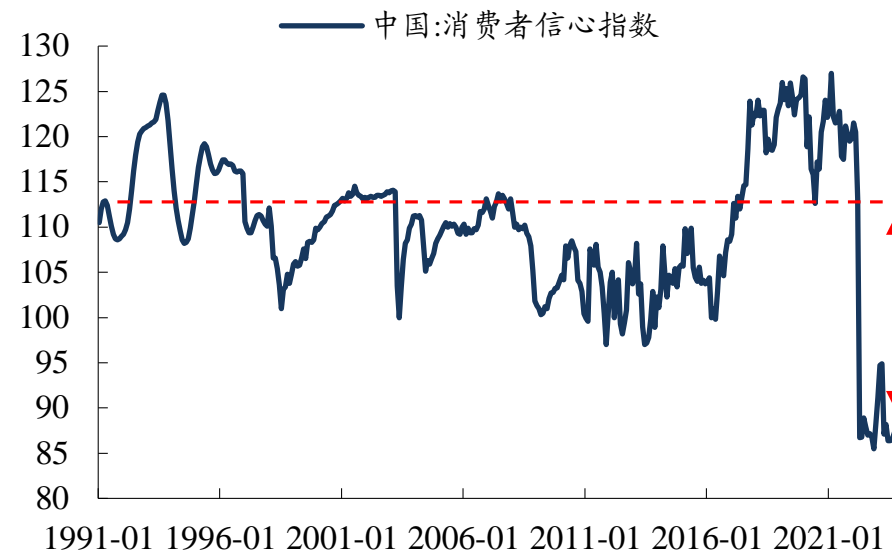
## 2.2.1 国内消费弱复苏，结构特点复杂

- 2023年为疫情放开首年，国内消费在22年基础上开启复苏，但复苏力度偏弱。
- 以社零两年复合增速来看，2023年以来社零两年复合增速位于1%-5%区间，较疫情前的2019年7%-10%的平均增速仍有明显的差距。
- 以消费者信心指数来看，22年4月以来国内消费者信心指数位于85-95区间，处于1991年以来的历史低位（1991-2019年消费者信心指数平均水平110）。

### 2023年以来社零两年复合增速位于1%-5%区间



### 国内消费者信心指数位于1991年以来的历史低位



## 2.2.1 国内消费弱复苏，结构特点复杂

➤ 从结构上看，2023年国内消费的结构特点较为复杂，我们总结了如下三个特点：

➤ 其一为农村表现好于城镇：

■ 2023年以来农村消费表现好于城镇。2023年1-11月城镇/农村社零分别累计同比+6.9%/+7.6%，农村消费在相对较高基数上仍然增长快于城镇（22年1-11月城镇/农村社零分别同比-0.1%/+0.2%）。

■ 农村居民人均可支配收入同比增速持续高于城镇。2014年以来国内农村居民人均可支配收入增长快于城镇，疫情后仍延续这一趋势。23Q1/Q2/Q3农村居民人均可支配收入分别同比+6.1%/+10.3%/+7.1%，城镇居民分别同比+4.0%/+7.1%/+4.7%。

■ 疫情后农村居民消费倾向较城镇的领先性加大。由于农村居民收入水平较低（22年城镇/农村居民人均可支配收入分别为4.9/3.0万元）、而必选消费存在刚性，农村居民消费倾向（消费支出/可支配收入）一直以来都显著高于城镇居民，疫情后这一领先性有所加强（23Q3农村/城镇消费倾向分别为86%/65%、相差21pct，19Q3农村/城镇消费倾向分别为79%/64%、相差15pct）。

➤ 我们分析，今年以来农村消费好于城镇，或主因疫情三年期间城镇居民受疫情封控影响更大、同时也体现了下沉市场的消费韧性。

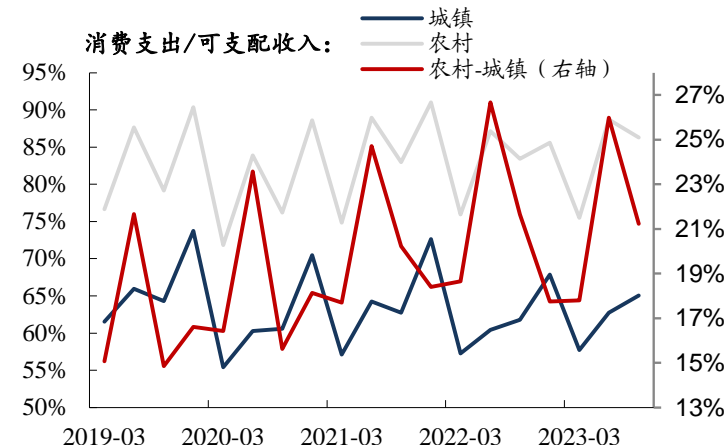
### 23年1-11月农村消费表现整体好于城镇



### 农村居民人均可支配收入同比增速持续高于城镇



### 疫情后农村居民消费倾向较城镇的领先性加大

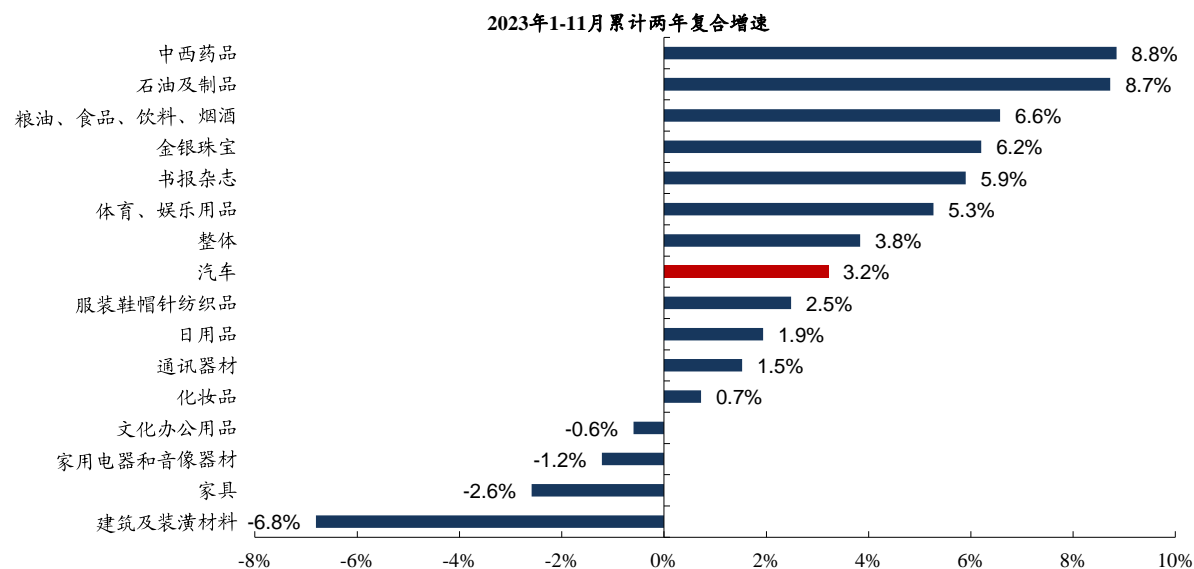


## 2.2.1 国内消费弱复苏，结构特点复杂

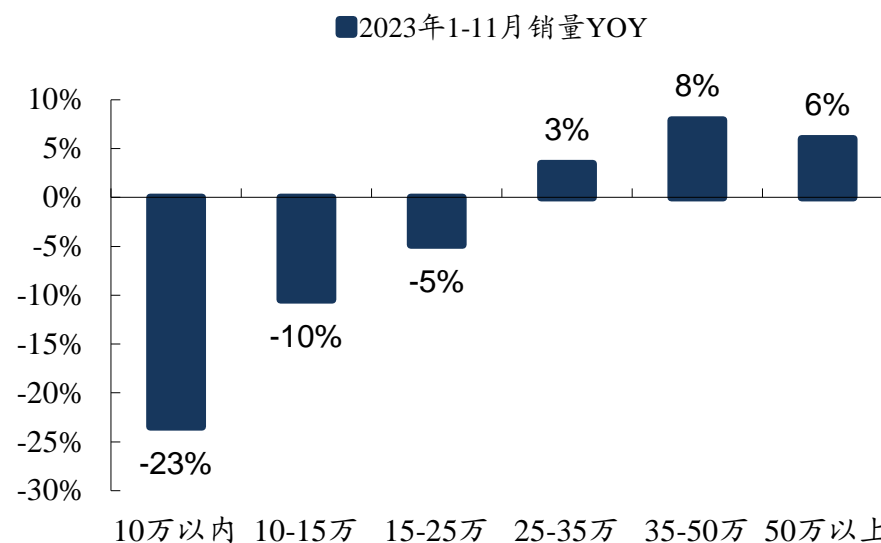
### 其二为汽车消费22/23年保持正增长、且高价位车型表现好于低价位：

- 汽车作为大宗消费品在可选消费中表现较好。23年1-11月汽车/金银珠宝/服装/通讯器材/化妆品/家电/家具消费额累计两年复合增速分别为3.2%/6.2%/2.5%/1.5%/0.7%/-1.2%/-2.6%，汽车在可选消费品中表现领先。
  - 高价位车型销售表现好于低价位。根据汽车之家数据，23年1-11月25-35万元/35-50万元/50万元以上车型销量分别同比+3%/+8%/+6%，而25万元以内的车型销量为下滑趋势。
- 我们认为这一现象不能简单理解为消费升级，而是可能体现了消费者的消费偏好变得更加注重**体验感、实用性**。在整体消费复苏偏弱的背景下，汽车作为大宗商品表现好于其他多数可选消费品，或主因一方面住房支出减少（2023年全国房价下行压力较大），另一方面也来自汽车行业本身的技术快速进步，近几年新能源车渗透率提升较快，汽车网联化、智能化水平亦快速提升，消费者可以用更高的价格得到大幅提升的性能参数和乘驾体验。

### 2023年汽车在可选消费品中表现较好



### 中高价位车型销量表现好于低价位车型



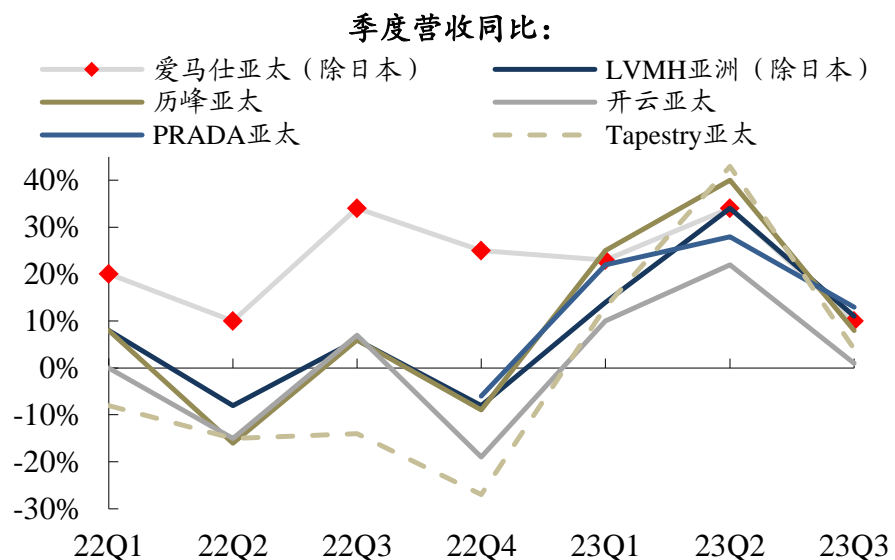


## 2.2.1 国内消费弱复苏，结构特点复杂

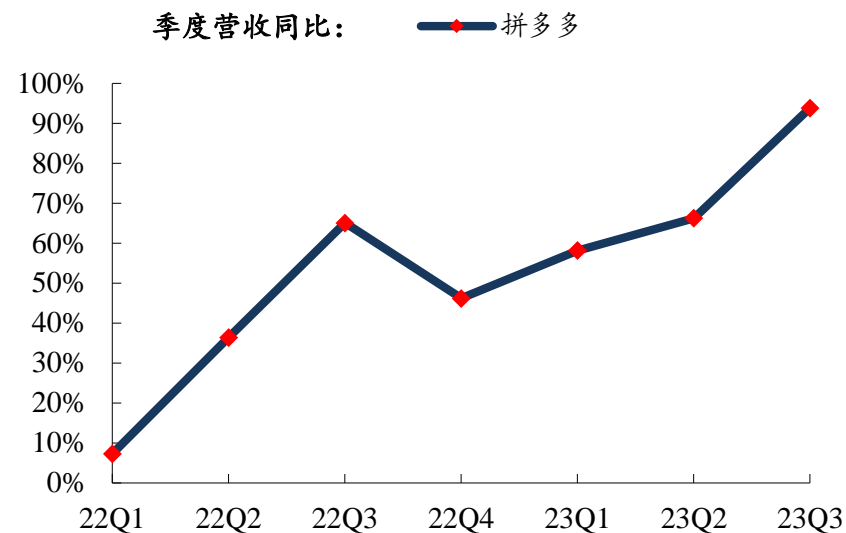
### 其三为高端奢侈品以及代表下沉市场的拼多多业绩均展现超强韧性：

- **奢侈品消费中，顶奢表现好于轻奢。** 22Q1以来在所有奢侈品集团中，只有爱马仕亚太区域营收同比增速持续保持正增长，其他集团均受一定程度疫情冲击出现过下滑。
- **23Q1-Q3年拼多多营收同比逐季提速、持续高增。** 23Q1-Q3拼多多单季度营收分别同比+58.2%/+66.3%/+93.9%，展现超强韧性。
- 我们认为这种极致分化背后的原因在于，经历了疫情三年影响后，国内居民普遍对经济前景展望相对保守，这导致各阶层消费者消费倾向趋于谨慎，**理性消费、性价比消费**成为消费的重要趋势。奢侈品的顶奢品牌爱马仕具有较强的保值属性，符合高净值人群的理性消费选择；拼多多商品在所有电商平台中售价偏低，符合中低收入人群的性价比消费选择。

### 奢侈品消费中，顶奢表现好于轻奢



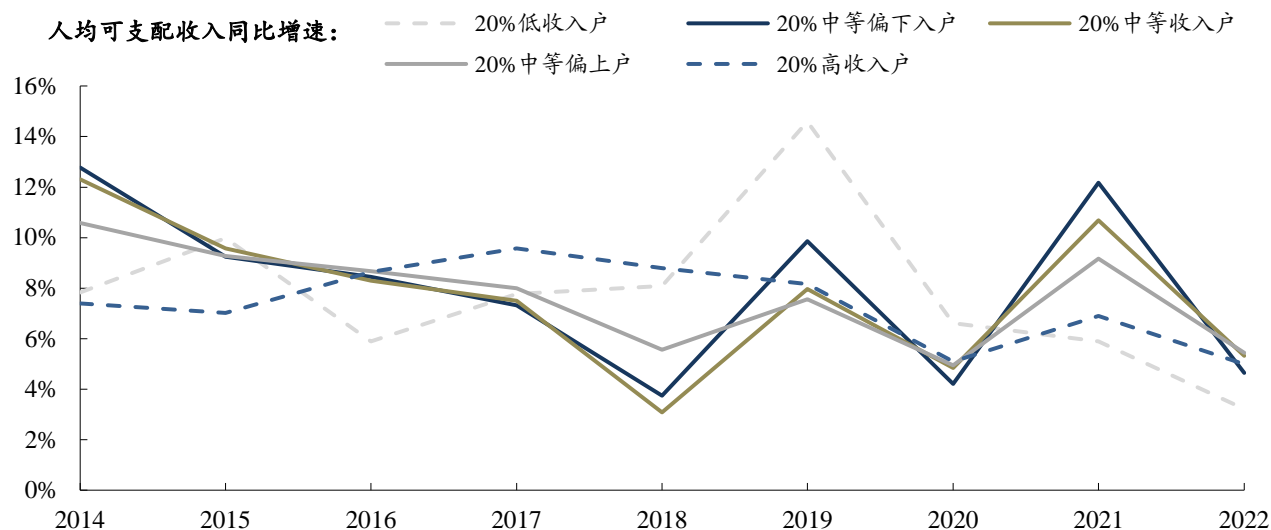
### 23Q1-Q3年拼多多营收同比逐季提速、持续高增



## 2.2.2 居民收入预期趋紧，贫富人群各有所忧

- **2021-2022年五等分类下20%高收入和20%低收入人群的可支配收入表现不如中间人群。**从居民收入角度来看，20%高收入/20%中等偏上/20%中等/20%中等偏下/20%低收入户在21-22年人均可支配收入的复合增速分别为5.9%/7.3%/8.0%/8.3%/4.6%，即最高和最低收入人群的收入增长情况不如中间人群。（这一现象是否与前述“农村居民收入表现好于城镇”是否存在矛盾？我们认为并非矛盾，两组数据的差异可能是由于：虽然整体来看城镇居民收入高于农村居民，但国内贫富差距较大，在进行五等分时，城乡居民在五类人群中可能存在较大的交叉，按收入分组的数据能更直观展示不同人群的收入表现差异。）
- **国内消费者收入信心指数自22年4月以来降至历史低位水平。**我们认为上述现象表明贫富两端人群收入增长均存在一定制约因素、中间人群相对缓和。如高收入人群收入在房价下降、股价下跌影响下财富效应收缩；低收入人群收入受就业情况影响。虽然中间人群相对缓和、当前收入表现相对稳健，但我们认为前述影响因素可能影响中间人群的收入预期。国内消费者收入信心指数自22年4月以来降至历史低位水平。

### 2021-2022年最高和最低收入人群的可支配收入表现不如中间人群



### 消费者收入信心指数位于历史低位



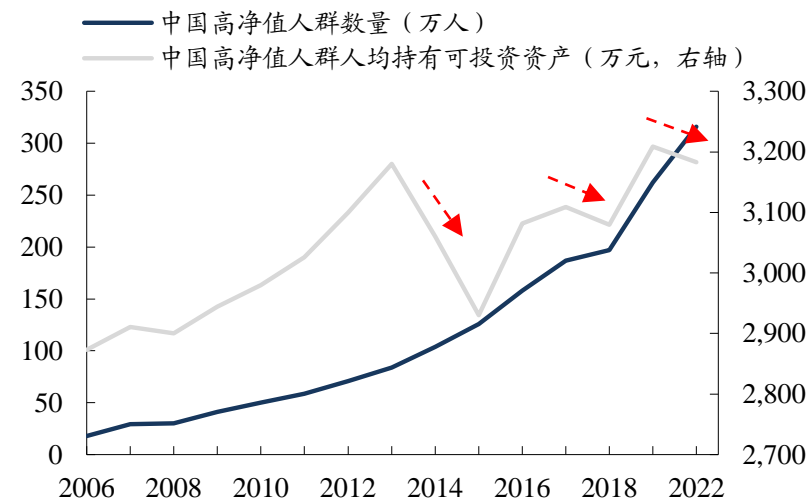
## 2.2.2 居民收入预期趋紧，贫富人群各有所忧

### ➤ 高低收入人群收入分别受到哪些因素影响？

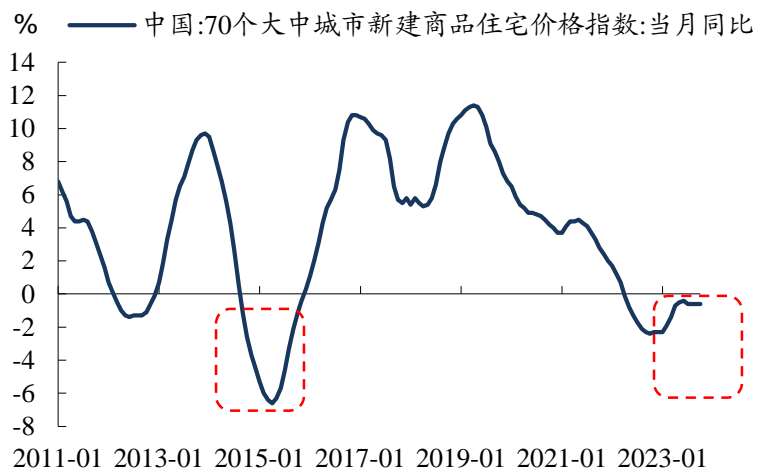
#### ■ 高收入人群：房价下行、股市下跌，导致财富效应收缩。

- 虽然中国高净值人群数量仍在持续创新高，但高净值人群人均可投资资产规模在2022年出现下滑（2020/2022年分别为3209/3183万元，该数据为两年一统计）。
- 我们认为这主要是由于房价下行、股价下跌导致财富效应收缩，22年4月以来国内70个大中城市新房价格指数持续同比下滑，沪深300指数自2021年年中以来整体下跌、累计跌幅近40%。从历史上看，在2015年国内同时出现房价下行、股市下跌时期，国内高净值人群的人均资产也出现过较大幅度下滑。

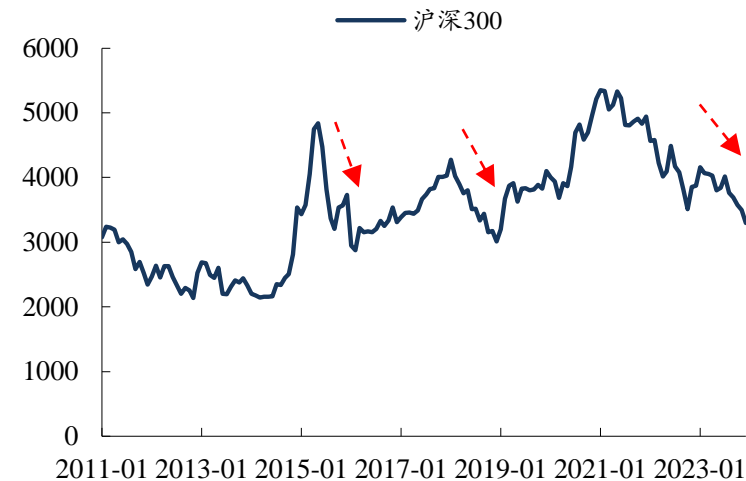
#### 2022年高净值人群人均可投资资产下滑



#### 22年4月以来国内70个大中城市新房价格指数持续同比下滑



#### 沪深300指数自2021年年中以来整体下跌、累计跌幅近40%



## 2.2.2 居民收入预期趋紧，贫富人群各有所忧

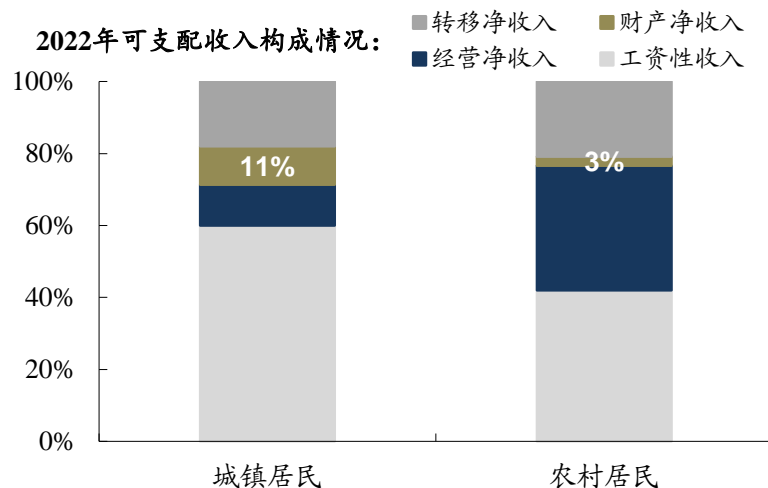
### ➤ 高低收入人群收入分别受哪些因素影响？

#### ■ 低收入人群：收入来源相对单一，受就业影响较大。

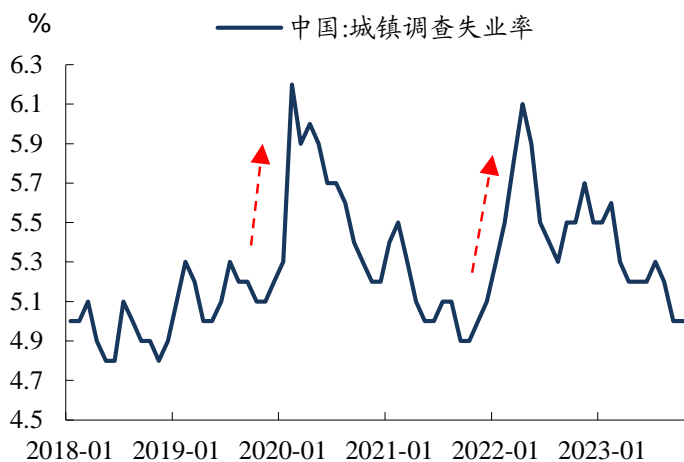
■ 低收入人群的收入来源相对单一（主要为工资性收入和经营性收入，财产性收入占比较低。以城镇、农村对比作为参考，2022年城镇/农村居民的财产性收入占可支配收入比重分别为11%/3%，由此推测若以收入口径衡量这一差距将会更大），因此收入受就业情况的影响程度较大，2020、2022年国内失业率均出现过短期冲高，2020年2月达6.2%、2022年4月达6.1%高位。

■ 失业率与学历有较强的相关性，低学历人群失业率整体高于高学历人群，由此可以判断相对低学历、低收入人群在近三年期间就业相对困难，对其收入形成较大影响。

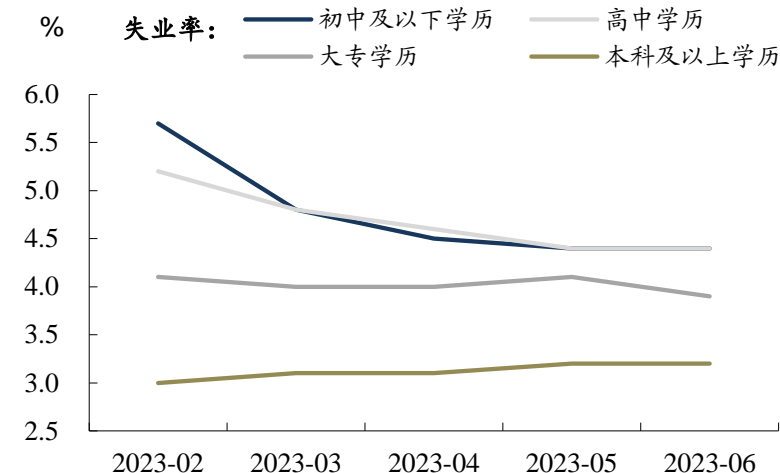
#### 农村居民收入财产性收入占比较低



#### 2020、2022年国内失业率大幅提升



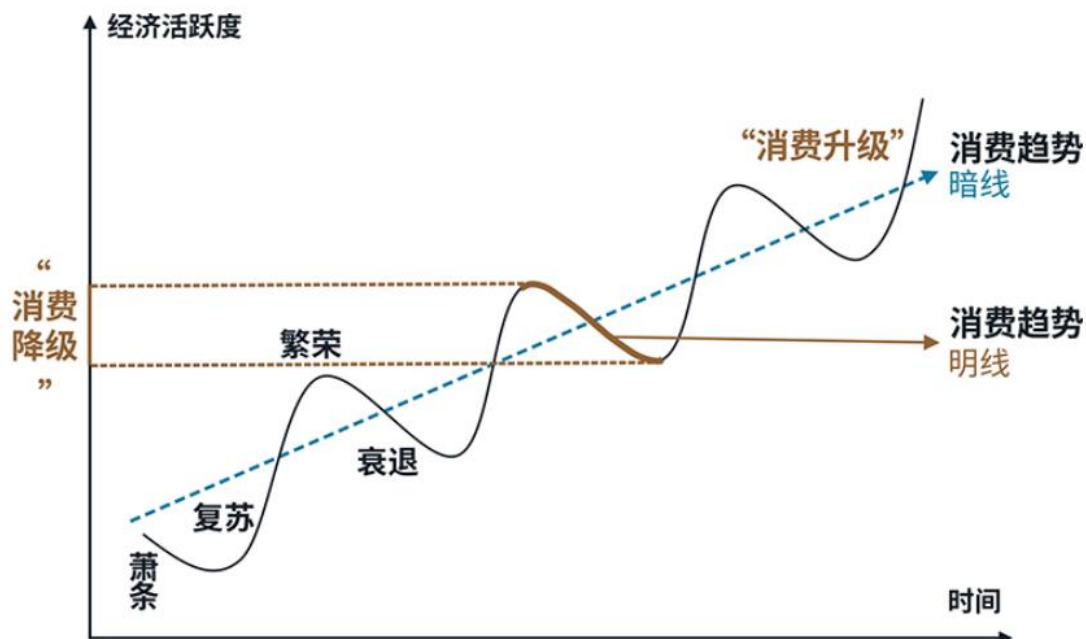
#### 低学历人群失业率高高于高学历人群



## 2.2.3 服装消费：升级还是降级？

- **长周期波动升级背景下的降级周期。**从前述消费特点和居民收入预期来看，我们认为之所以呈现前述较为复杂的结构特点，主因国内消费处于长周期消费升级大背景下的阶段性降级时期，即升级与降级周期叠加。一方面，长周期视角下伴随国内经济水平提升，居民处在消费波动升级的大背景下；另一方面，受三年疫情影响，当前国内居民收入信心及消费信心不足，消费短期面临降级压力。
- 由此，我们认为当前时期的消费趋势将以“性价比”、“下沉市场”为代表的降级为主导，伴随“体验感消费”、“实用型消费”、“理性消费”为代表的升级趋势。

### 消费升级和降级明暗线共存



## 2.2.3 服装消费：升级还是降级？

➤ 由此，我们认为从定位的角度来看，符合“下沉市场、性价比消费”、或“实用型消费、体验感消费、理性消费”定位特点的服装家纺品牌在当前的市场环境下可能表现更好。

■ 从加价倍率角度，海澜之家（2.5-3倍）、戎美股份（2-3倍）、水星家纺（2-3倍）为比较典型的低倍率品牌，符合“下沉市场、性价比消费”特点。

■ 从定价角度，361度（50-1000元）、特步（50-1500元）为运动品牌中价格带偏低的品牌，其70%以上门店布局在三线及以下城市，符合“下沉市场”定位特点。

■ 对于价格带较宽的中档品牌而言，在货渠匹配上做得更加精细化的品牌，也可能获得不同市场消费者的选择。例如安踏（70-3500元）、李宁（80-2300元）、太平鸟（60-5100元）。

■ 除此以外，罗莱生活作为定位中高端的家纺品牌，可能符合部分中高收入人群的“体验感消费”需求；波司登作为定位中高端的羽绒服品牌、比音勒芬作为定位高端的高尔夫运动服装品牌，可能一定程度符合中高收入人群的“实用型消费”需求。

重点服装家纺品牌加价倍率及产品价格带情况

| 定位  | 服装品牌       | 加价倍率  | 产品价格带     | 目标客群  |
|-----|------------|-------|-----------|---|
| 大众  | 海澜之家       | 2.5-3 | 50-1500   | 25-40岁男性  |
|     | 戎美股份       | 2-3   | 100-5500  | 25-45岁都市女性                                      |
|     | 水星家纺       | 2-3   | 50-9000   | 二三线城市的高端消费群体为主，追求产品的附加值、注重生活风格和品位               |
|     | 森马         | 3.5-4 | 25-1400   | 16-30岁的青少年学生群体以及刚踏入社会的年轻群体                      |
| 中档  | 361度       | /     | 50-1000   | 三线及以下城市、16-28岁热爱运动的年轻人                          |
|     | 巴拉巴拉       | 4-4.5 | 30-1100   | 精致妈妈与新锐白领，一群拥有强烈购买欲望、热衷为孩子创造更优质的更潮流的生活体验        |
|     | 特步         | 4.5   | 50-1500   | 三四线城市运动人群                                       |
|     | 李宁         | 4-6   | 80-2300   | 一二线城市年轻运动人群                                     |
|     | 安踏         | 4-6   | 70-3500   | 集中在二三线城市、18-35岁、爱好运动的年轻人群体                      |
|     | 太平鸟        | 4-4.5 | 60-5100   | 20-30岁时尚休闲人群                                    |
|     | 九牧王        | 4-6   | 250-9400  | 25-50岁精英白领人士、80-90后年轻男性消费者                      |
| 中高端 | TW         | /     | 100-3200  | 中高端的新复古学院风格标志性品牌，目标客群覆盖Z世代年轻消费者及儿童              |
|     | 地素时尚       | 7-8   | 250-4000  | 25-40岁自信独立、追求时尚与独立的都市女性                         |
|     | 波司登        | /     | 100-7500  | 注重功能性、中高端时尚人群                                   |
|     | 哈吉斯        | 7-8   | 350-8500  | 追求时尚和品味的25-40岁的都市精英                             |
|     | 报喜鸟        | 7.5   | 200-12000 | 30-50岁、注重事业与生活的中年成功人士                           |
|     | 罗莱生活       | 6-8   | 50-10000  | 22-55岁中等收入以上人群、一、二线城市的消费群体，追求较高品质，崇尚舒适、温馨、豪华的生活 |
| 高端  | 比音勒芬       | 7-9   | 500-8100  | 高尔夫爱好者以及认同高尔夫文化、着装倾向于高尔夫风格的中产收入以上消费人群           |
|     | 歌力思        | 7-9   | 250-25500 | Z世代年轻女性   |
|     | 欣贺 (JORYA) | 12    | 300-30000 | 覆盖了18-45岁年龄段的主力消费人群、中高端女装                       |



## 2.3 关于新趋势机会之二——渠道： 开店空间充足+开店意愿积极的品牌具有相对优势



## 2.3.1 不同品牌所处生命发展周期不同、开店表现亦不同

- 品牌服饰对线下渠道依赖度较高，外延开店对业绩增长的拉动最为直接，因此预计24年顺利拓店的品牌有望获得较好表现。
- 从渠道角度，我们认为根据品牌自身定位以及当前门店保有量，可以粗略判断不同品牌处于不同的生命发展周期，从而增长速度也存在差异。我们统计了19个重点品牌的历史门店数量情况。按照最新年份门店数是否为历史新高可以分为两大类：
  - 2022年门店数为历史新高的品牌，表明公司在疫情环境下仍保持净开店，可能侧面反映该品牌具有比较充足的开店空间，包括迪桑特、比音勒芬、哈吉斯、海澜之家；
  - 其他品牌2022年门店数非历史新高，表明疫情期间开店受阻，这可能是疫情反复环境导致的、也可能反应出品牌本身开店空间有限。

重点服装品牌历史门店数量情况

| 细分领域 | 品牌     | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 折线图 | 2022年门店数/最高值 |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-----|--------------|
| 运动品牌 | 安踏主品牌  | 4,108 | 4,716 | 5,667 | 6,591 | 7,549 | 7,778 | 8,075 | 7,757 | 7,622 | 7,031 | 8,860 | 9,467 | 10,057 | 10,516 | 9,922 | 9,403 | 9,603 |     | 91%          |
|      | 迪桑特    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 6     | 64    | 117    | 136    | 175   | 182   | 191   |     | 100%         |
|      | 可隆     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 181    | 185    | 157   | 152   | 161   |     | 87%          |
|      | 李宁     | 4,287 | 5,233 | 6,245 | 7,249 | 7,915 | 8,255 | 6,434 | 5,915 | 5,626 | 6,133 | 6,440 | 6,262 | 6,344  | 6,449  | 5,912 | 5,935 | 6,295 |     | 76%          |
|      | 特步主品牌  |       | 4,380 | 5,056 | 6,103 | 7,031 | 7,596 | 7,510 | 7,360 | 7,110 | 7,000 | 6,800 | 6,000 | 6,230  | 6,379  | 6,021 | 6,151 | 6,313 |     | 83%          |
|      | 361度   |       |       |       | 6,693 | 7,263 | 7,865 | 8,082 | 7,299 | 7,319 | 7,208 | 6,357 | 5,808 | 5,539  | 5,519  | 5,165 | 5,270 | 5,480 |     | 68%          |
| 羽绒服  | 波司登    |       | 7,117 | 5,662 | 5,620 | 7,579 | 8,344 | 5,102 | 4,771 | 4,197 | 3,839 | 3,392 | 3,337 | 3,443  | 3,811  | 3,686 | 3,484 | 3,183 |     | 38%          |
| 运动休闲 | FILA   |       |       |       |       |       | 220   | 300   | 416   | 519   | 591   | 802   | 1,086 | 1,652  | 1,951  | 2,006 | 2,054 | 1,946 |     | 95%          |
|      | 比音勒芬   |       |       |       |       |       |       |       | 520   | 559   | 601   | 602   | 652   | 764    | 894    | 979   | 1,100 | 1,191 |     | 100%         |
| 休闲   | 哈吉斯    |       |       |       |       |       |       | 144   | 176   | 204   | 230   | 268   | 303   | 365    | 392    | 393   | 401   | 417   |     | 100%         |
|      | 锦泓TW   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 1,307 | 1,449 | 1,232  | 1,272  | 1,160 | 1,212 | 1,222 |     | 84%          |
|      | 太平鸟    |       |       |       |       |       |       |       | 3,045 | 3,421 | 3,794 | 4,279 | 4,251 | 4,594  | 4,496  | 4,616 | 5,214 | 4,653 |     | 89%          |
|      | 森马品牌   |       |       |       |       |       | 4,000 | 4,420 | 4,029 | 3,628 | 3,830 | 3,674 | 3,628 | 3,830  | 3,766  | 3,091 | 2,823 | 2,751 |     | 62%          |
| 男装   | 报喜鸟主品牌 | 551   | 585   | 637   | 665   | 715   | 821   | 875   | 902   | 871   | 791   | 704   | 718   | 740    | 797    | 779   | 796   | 804   |     | 89%          |
|      | 海澜之家   |       |       |       | 903   | 1,314 | 1,919 | 2,390 | 2,887 | 3,348 | 3,517 | 4,237 | 4,503 | 5,297  | 5,598  | 5,543 | 5,672 | 5,942 |     | 100%         |
| 女装   | 歌力思主品牌 |       |       |       |       |       | 292   | 327   | 362   | 361   | 347   | 341   | 322   | 312    | 306    | 289   | 276   | 297   |     | 82%          |
|      | 地素时尚   |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 1,051 | 992   | 1,038 | 1,062  | 1,104  | 1,154 | 1,199 | 1,123 |     | 94%          |
| 童装   | 巴拉巴拉   |       |       |       |       |       | 3,000 | 3,308 | 3,471 | 4,795 | 6,075 | 4,578 | 4,795 | 6,075  | 6,491  | 5,634 | 5,744 | 5,389 |     | 83%          |
| 家纺   | 罗莱生活   |       |       |       | 1,810 | 2,085 | 2,371 | 2,737 | 2,849 | 2,825 | 2,600 | 2,442 | 2,663 | 2,700  | 2,700  | 2,236 | 2,481 | 2,662 |     | 93%          |

## 2.3.2 门店创新高品牌的开店空间测算

➤ 针对22年门店数创新高的品牌，我们进行远期开店空间的量化测算。

- **测算方法：“分区域开店密度短板补齐法”**。我们选取区域人口和当地商业综合体数量分别作为消费者数量和消费水平的参考指标，以该品牌在东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南七大区域中，开店最为充分的地区的开店密度（即门店/人口、或门店/商业体数量）的最高值作为参考，推算其他区域开店密度若达到该水平、理想的开店数量，然后取两者的平均数，最后加总得到该品牌在全国范围的开店空间。（备注：由于各公司对门店数量分布情况披露较少，我们使用区域收入占比对门店区域分布进行估测）
- **我们对比音勒芬、哈吉斯（报喜鸟）、海澜之家进行测算**（迪桑特未公布分区域情况），**远期看分别具有109%、91%、34%的开店空间**。其中海澜之家开店空间低于另外两个品牌，我们认为这说明公司渠道虽然发展相对成熟，但由于渠道管理能力较强、因此过去也很少出现净关店的情况、处于持续净开店状态。

**比音勒芬、哈吉斯（报喜鸟）、海澜之家开店空间测算**

| 各品牌开店空间测算    |            | 东北         | 华北  | 华东   | 华南   | 华中   | 西北   | 西南  | 合计   | 开店空间 |      |
|--------------|------------|------------|-----|------|------|------|------|-----|------|------|------|
| 比音勒芬         | 门店数 (2022) | 125        | 200 | 245  | 251  | 103  | 58   | 209 | 1191 |      |      |
|              | 最高开店数      | 按人口测算      | 129 | 225  | 570  | 251  | 299  | 139 | 274  | 1887 |      |
|              |            | 按商业综合体数量测算 | 125 | 342  | 1090 | 530  | 395  | 182 | 430  | 3094 |      |
|              |            | 均值         | 129 | 289  | 845  | 398  | 353  | 163 | 358  | 2490 | 109% |
| 哈吉斯<br>(报喜鸟) | 门店数 (2022) | 37         | 45  | 241  | 28   | 35   | 26   | 36  | 448  |      |      |
|              | 最高开店数      | 按人口测算      | 55  | 95   | 241  | 106  | 126  | 59  | 116  | 798  |      |
|              |            | 按商业综合体数量测算 | 203 | 232  | 241  | 129  | 211  | 182 | 195  | 1392 |      |
|              |            | 均值         | 46  | 98   | 281  | 131  | 122  | 56  | 121  | 856  | 91%  |
| 海澜之家         | 门店数 (2022) | 309        | 705 | 2513 | /    | 1338 | 400  | 677 | 5942 |      |      |
|              | 最高开店数      | 按人口测算      | 569 | 994  | 2513 | /    | 2423 | 611 | 1210 | 8320 |      |
|              |            | 按商业综合体数量测算 | 309 | 844  | 2688 | /    | 2283 | 449 | 1060 | 7634 |      |
|              |            | 均值         | 439 | 919  | 439  | /    | 2353 | 530 | 1135 | 7977 | 34%  |

## 2.3.2 开店意愿积极品牌的开店空间测算

### ➤ 针对22年门店数未创新高的品牌，我们认为可以继续细分为三类：

- ① 最新年份门店数量距最高值相差较大，可能是由于品牌发展战略的变化，导致开店空间出现变化。例如波司登品牌高端升级、361度主动缩减海外业务、森马处置法国KIDILIZ集团，均导致品牌开店空间本身缩小，2022年前三品牌门店数距最高值分别存在62%、32%、38%的缺口。
- ② 最新年份门店数量距最高值相差不大，门店的收缩主因疫情影响，品牌本身具有较强的拓店意愿，据我们调研，TW（锦泓）、罗莱、歌力思主品牌，均符合这一特点。
- ③ 最新年份门店数量距最高值相差不大，门店的收缩主因当前开店空间有限，品牌在渠道端的拓展空间主要来自渠道优化，如提升大店占比、提升店效等，如安踏品牌、李宁、特步、报喜鸟等。

### ➤ 我们对开店意愿较积极的TW（锦泓）、罗莱、歌力思的开店空间进行测算，远期看分别具有71%、54%、130%的开店空间。

TW（锦泓）、罗莱生活、歌力思开店空间测算

| 各品牌开店空间测算 |           | 东北         | 华北  | 华东   | 华南   | 华中  | 西北  | 西南  | 合计   | 开店空间 |      |
|-----------|-----------|------------|-----|------|------|-----|-----|-----|------|------|------|
| TW（锦泓）    | 门店数（2022） | 103        | 128 | 497  | 100  | 109 | 101 | 184 | 1222 |      |      |
|           | 最高开店数     | 按人口测算      | 113 | 197  | 497  | 219 | 261 | 121 | 240  | 1647 |      |
|           |           | 按商业综合体数量测算 | 103 | 281  | 893  | 435 | 324 | 149 | 352  | 2537 |      |
|           |           | 均值         | 108 | 239  | 695  | 327 | 292 | 135 | 296  | 2092 | 71%  |
| 罗莱生活      | 门店数（2022） | 152        | 264 | 1330 | 203  | 337 | 68  | 308 | 2662 |      |      |
|           | 最高开店数     | 按人口测算      | 301 | 526  | 1330 | 585 | 697 | 324 | 641  | 4405 |      |
|           |           | 按商业综合体数量测算 | 153 | 418  | 1330 | 647 | 482 | 222 | 525  | 3778 |      |
|           |           | 均值         | 227 | 472  | 1330 | 616 | 590 | 273 | 583  | 4091 | 54%  |
| 歌力思       | 门店数（2022） | 17         | 39  | 85   | 102  | 24  | 6   | 24  | 297  |      |      |
|           | 最高开店数     | 按人口测算      | 53  | 92   | 232  | 102 | 122 | 56  | 112  | 769  |      |
|           |           | 按商业综合体数量测算 | 24  | 66   | 210  | 102 | 76  | 35  | 83   | 596  |      |
|           |           | 均值         | 38  | 79   | 221  | 102 | 99  | 46  | 97   | 683  | 130% |

## 2.3.2 开店空间充足+开店意愿积极的品牌具有相对优势

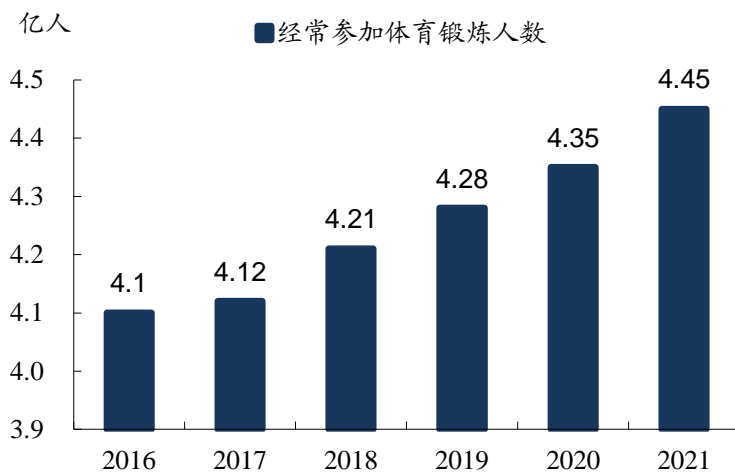
- 服装家纺品牌作为对线下渠道依赖度较高的消费品，渠道数量是影响销售额的重要变量。是否存在充足的开店空间、品牌是否有积极拓店意愿，均是影响品牌发展速度的重要因素。
- **开店空间方面，由于不同品牌成立时间不同、选择的赛道不同，因此在当前时点面临的开店空间差异较大。**例如比音勒芬成立于2003年，而安踏、李宁分别成立于1991、1990年，相差了10余年的发展。因此从单一的渠道角度来看，当前安踏、李宁渠道铺设相对成熟，而比音勒芬仍处渠道拓展红利期，因此比音勒芬在开店空间和开店速度方面均具有优势。
- **拓店意愿方面，不同品牌的发展战略差异，决定了拓店意愿的强弱。**例如罗莱生活作为国内家纺市占率第一的龙头品牌，在公司董事长完成二代接班后，确立“高举高打”战略，目标是巩固和强化行业龙头地位，并提出较为积极的开店战略。在疫情反复环境下，2021/2022年分别新开店452/399家、净开店245/181家。
- 总结来看，我们认为开店空间充足是外延驱动的前提条件，在此基础上品牌战略的制订也较为重要，具有充足的开店空间和明确开店指引的公司有望获得高于行业的增速。从开店角度看比音勒芬（*预计2024年开店速度保持双位数增长*）、哈吉斯（报喜鸟）（*预计开店速度双位数增长*）、海澜之家（*预计开店速度低个位数增长*）、TW（锦泓）（*预计开店速度双位数增长*）、罗莱（*预计开店速度双位数增长*）、歌力思在服装家纺品牌中具有相对优势。

## 2.4 关于新趋势机会之三——赛道：功能性服饰大有可为

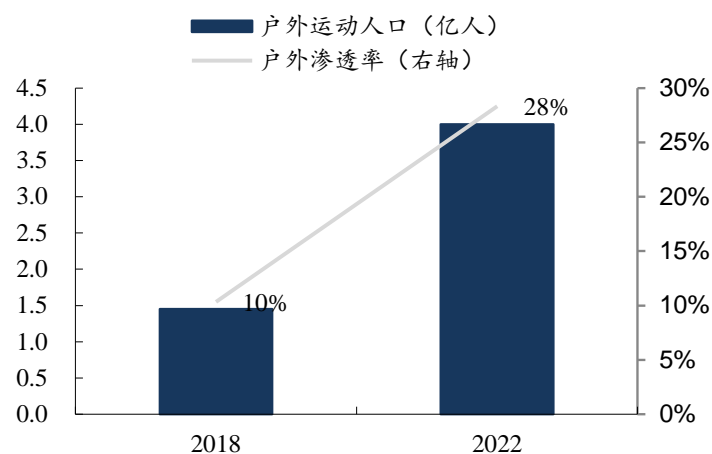
## 2.4.1 功能性服饰规模受消费人群扩大驱动

- **功能性服饰规模受消费人群扩大驱动。**鞋服从穿着场景上通常被分为正装、休闲装、运动装三大类，其中运动装相对具有专业性、功能性。我们将一些特殊场景下需要穿着的、具有一定功能的鞋服定义为“功能性鞋服”，如在运动、户外等对着装要求相对专业的场景下所需穿着的服饰产品，或应对特定气候所需穿着的具有防晒、保暖等功能的服饰产品。在基本的换新需求外，功能性服饰需求受参与体育运动或户外活动人群数量扩大（即渗透率提升）、以及防晒保暖等功效需求增加驱动，因此也存在超过行业的增长机会。
- 据《2022全民跑步运动健康报告》，2016-2021年国内经常参加体育锻炼人数从4.1亿人增至4.45亿人，呈现持续增加趋势。
- 据体育总局及体育用品业联合会，2018-2022年国内参与户外运动的人数从1.45亿人增至4亿人、CAGR达29%，渗透率从10%提升至28%。
- 据美修大数据，2019-2021年消费者防晒品类搜索量从577万次增至4953万次、提升了7.6倍。

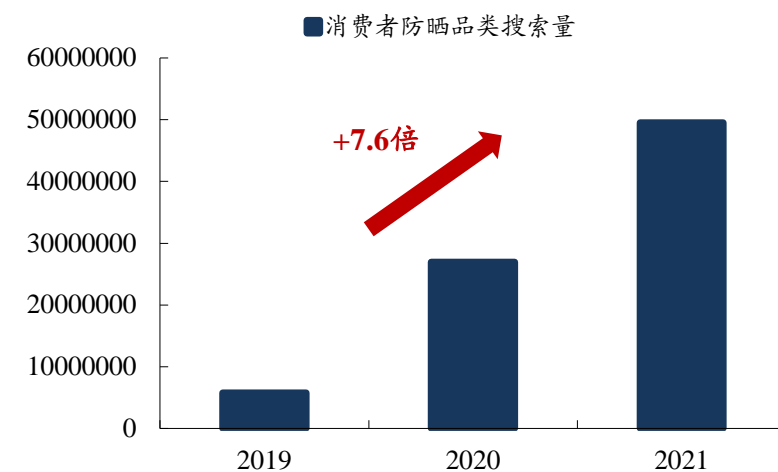
### 国内经常参加体育锻炼的人数持续增加



### 2018-2022年国内参与户外运动人数快速增加



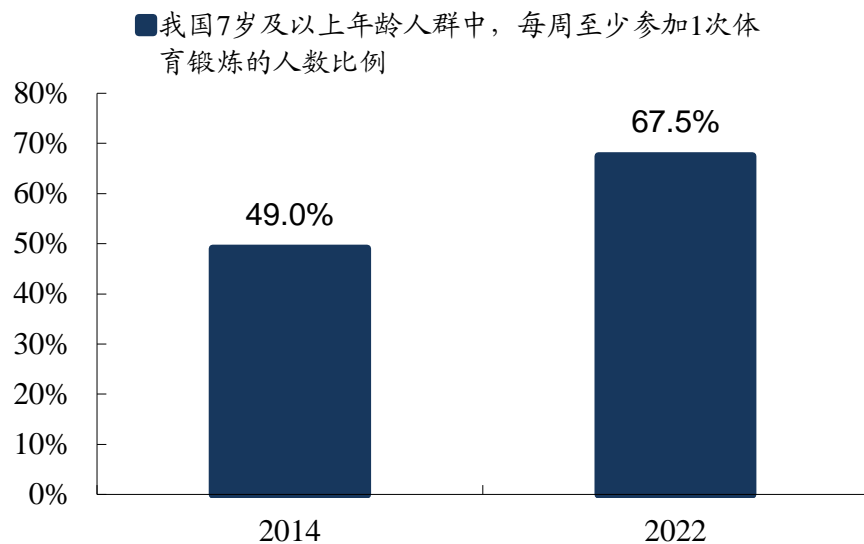
### 消费者对防晒需求的关注度大幅提升



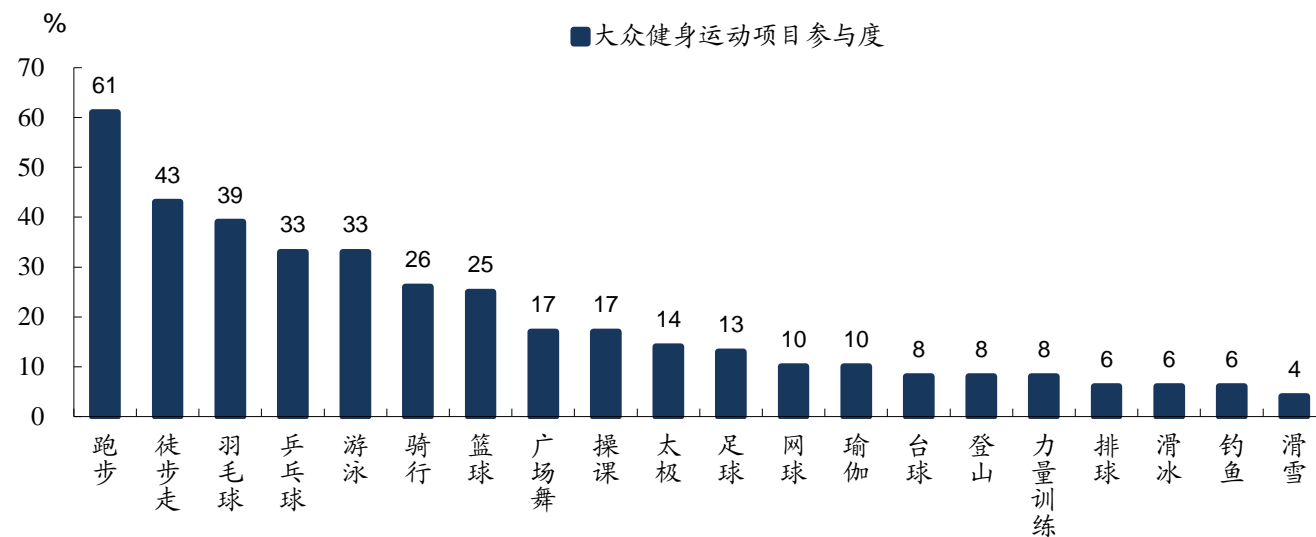
## 2.4.2 运动——跑步：参与度最高的运动项目，驱动跑鞋销售快增

- **体育运动参与人群增加、渗透率持续提升。**据《2022国民健身趋势报告》，2022年我国7岁及以上年龄人群中，每周至少参加1次体育锻炼的人数比例为67.5%，较2014年调研增长18.5pct，仍有进一步提升空间。
- **跑步是参与度最高的大众健身运动项目。**常见的运动细分领域主要有跑步、篮球、羽毛球、乒乓球等，据《2022全民跑步运动健康报告》，跑步/徒步走/羽毛球/乒乓球/游泳为参与度最高的前五项目大众健身运动项目，参与度分别为61%/43%/39%/33%/33%。

### 2014-2022年参加体育锻炼人数比例明显提升



### 跑步是参与度最高的大众健身运动项目

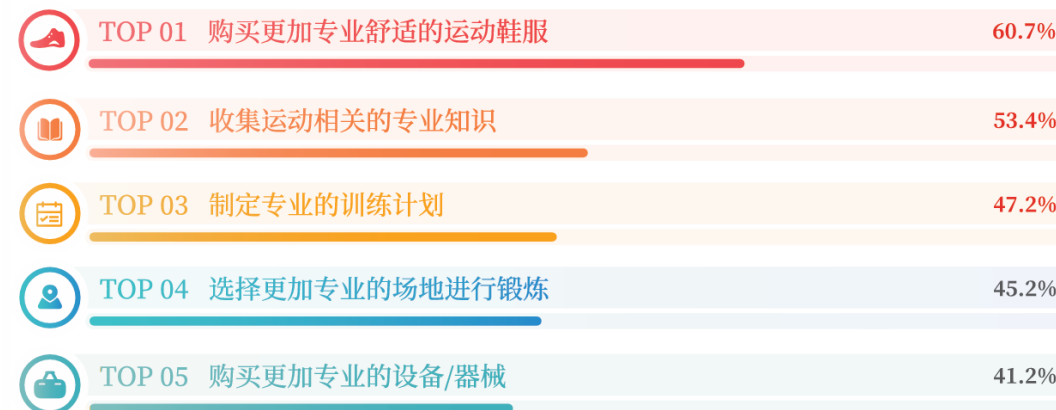




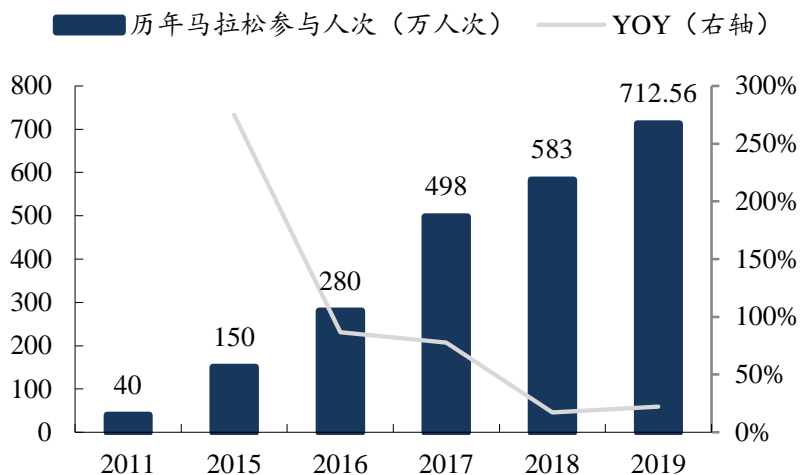
## 2.4.2 运动——跑步：参与度最高的运动项目，驱动跑鞋销售快增

- 国内马拉松参与人次快速增加。2011-2019年国内马拉松参与人次从40万人次提升至723万人次，CAGR高达43%。
- 近年来跑鞋销售表现亮眼。在“跑者如何提升跑步专业性方式”调查中，“购买更专业舒适的运动鞋服”排名第一、比例达60.7%。因此在跑步人次增加驱动下，近年来跑鞋销售表现亮眼。22年以来深耕跑步品类的特步品牌季度流水在几大港股运动龙头中表现最好（除22Q4外、其余6个季度增速均排第一），特步品牌约30-35%比例为跑步品类（李宁跑步品类占比20-25%）。23H1李宁跑步/篮球/综训/运动生活流水分别变动+33%/+6%/+12%/-2%，跑鞋销售亦领先于其他品类。

### 跑者如何提升跑步专业性的方式TOP5



### 2011-2019年国内马拉松参与人次快速增加



### 港股体育服饰龙头季度流水同比 (除注明下滑外, 其余默认正增长)

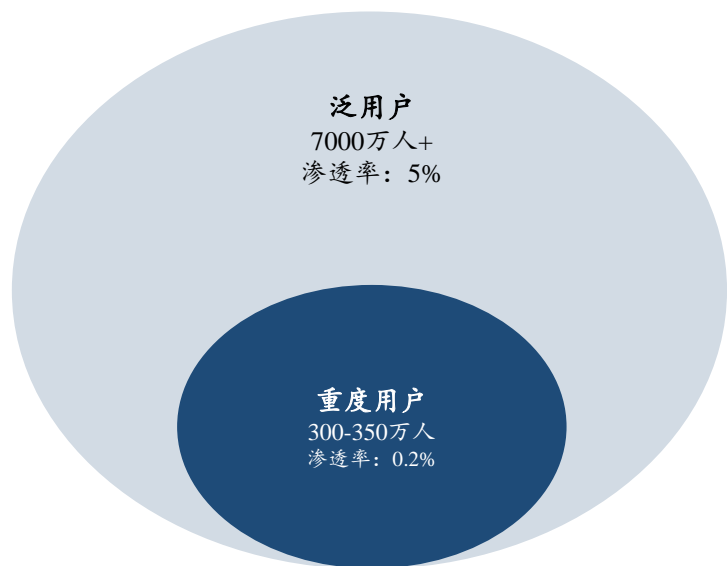
|         | 2022Q1    | 2022Q2 | 2022Q3   | 2022Q4     | 2023Q1 | 2023Q2   | 2023Q3   |
|---------|-----------|--------|----------|------------|--------|----------|----------|
| 安踏主品牌   | 10-20%高段  | 中单位数下滑 | 中单位数     | 高单位数下滑     | 中单位数   | 高单位数     | 高单位数     |
| FILA    | 中单位数      | 中单位数下滑 | 10-20%低段 | 10-20%低段下滑 | 高单位数   | 10-20%高段 | 10-20%低段 |
| 李宁      | 20%-30%高段 | 高单位数下滑 | 10-20%中段 | 10-20%低段下滑 | 中单位数   | 10-20%低段 | 中单位数     |
| 特步主品牌   | 30%-35%   | 中双位数   | 20-25%   | 高单位数下滑     | 约20%   | 高双位数     | 高双位数     |
| 361度主品牌 | 高双位数      | 低双位数   | 中双位数     | 持平         | 低双位数   | 低双位数     | 约15%     |

## 2.4.2 运动——瑜伽：渗透率较低，市场规模快速增长

➤ 在基础的体育运动项目外，其他小众运动（例如瑜伽）渗透率较低、市场规模快速增长。

- 瑜伽：2021年国内泛瑜伽用户人群渗透率约5%。据艾瑞咨询统计，国内泛瑜伽用户7000万人以上、渗透率约5%，以20岁以上的城市女性居民为主。
- 瑜伽用品市场规模快速增长。2016-2020年国内瑜伽用品市场规模从82亿元增至187亿元、CAGR23%。

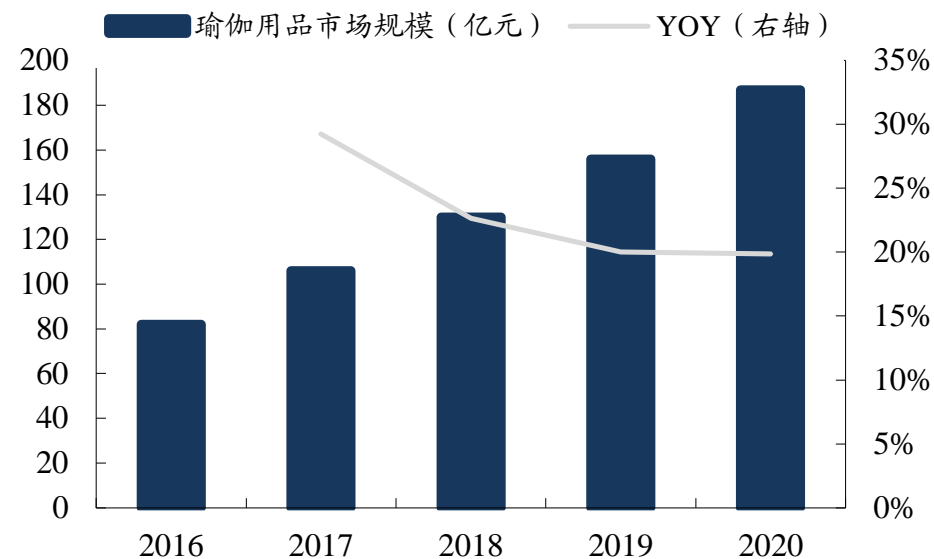
### 国内瑜伽渗透率较低



- 以20岁以上的城市女性居民为主泛用户
- 对瑜伽有一定认知和兴趣;通过免费课程、瑜伽视频等任何方式接触过瑜伽，甚至有习练行为;在瑜伽用品方面有过消费
- 中国瑜伽泛用户规模庞大，2021年至少7000万人以上

- 以25-40岁区间，高收入、高消费的城市女性居民为主
- 线下瑜伽馆会员。有稳定的瑜伽习练习惯，对瑜伽有更深层次追求，“一般对教练和瑜伽品牌要求较高，课程年消费水平高
- 核心瑜伽用户的粘性高，头部瑜伽场馆的会员续费率能达70%以上
- 核心用户群规模较小，2021年或在300-350万人水平

### 瑜伽用品市场规模及增速



## 2.4.3 户外——整体：关注度大幅提升，户外鞋服快速增长

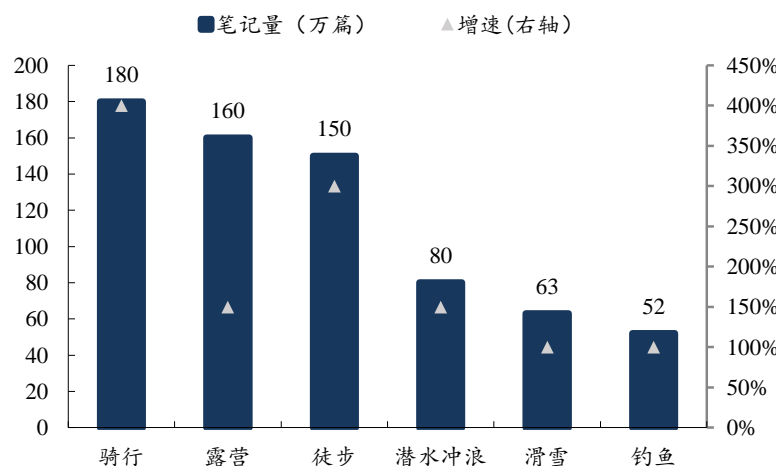
➢ 在大众体育运动项目之外，户外运动参与人数呈现快速提升趋势。

- 户外运动可以按照自然环境分为陆/山/水/空四个细分市场：①陆地：包括徒步（跑步、定向越野），骑行（山地车越野、速降、公路车长途）、野营露宿；②山地：包括登山（徒步登山、山地穿越），速降（滑雪、滑草、岩降），攀岩（攀岩、攀石）；③航空飞行：包括跳伞、滑翔伞、热气球、滑翔机；④水上：包括潜水（潜泳、漂流、跳水），航海（冲浪、滑水、帆船、游艇）。
- 据小红书《2023户外生活趋势报告》，2023年最受关注的TOP6户外运动方式分别为骑行、露营、徒步、潜水冲浪、滑雪、钓鱼，其中骑行相关笔记量同比增速高达400%，体现户外关注度正在快速提升。
- 2021年国内户外用品市场规模近2000亿元。据Statistics，2019-2021年国内户外用品市场规模从1591亿元增至1831亿元，CACR约8%。

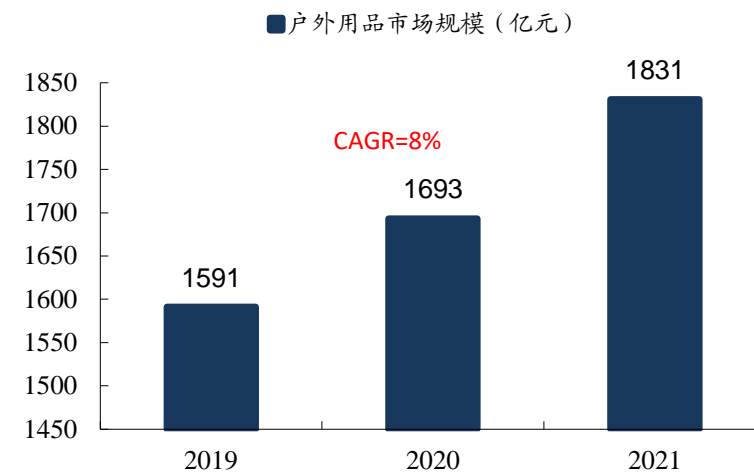
户外运动细分项目众多

| 分类 | 户外运动细分领域                             |
|----|--------------------------------------|
| 陆地 | 徒步（跑步、定向越野），骑行（山地车越野、速降、公路车长途），野营露宿  |
| 山地 | 登山（徒步登山、山地穿越），速降（滑雪、滑草、岩降），攀岩（攀岩、攀石） |
| 航空 | 跳伞、滑翔伞、热气球、滑翔机                       |
| 水上 | 潜水（潜泳、漂流、跳水），航海（冲浪、滑水、帆船、游艇）         |

2023户外生活趋势TOP6户外活动项目



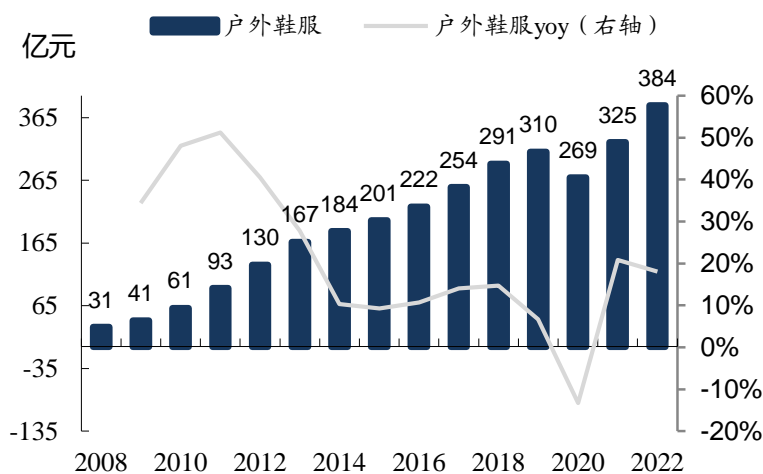
国内户外用品市场规模近2000亿元



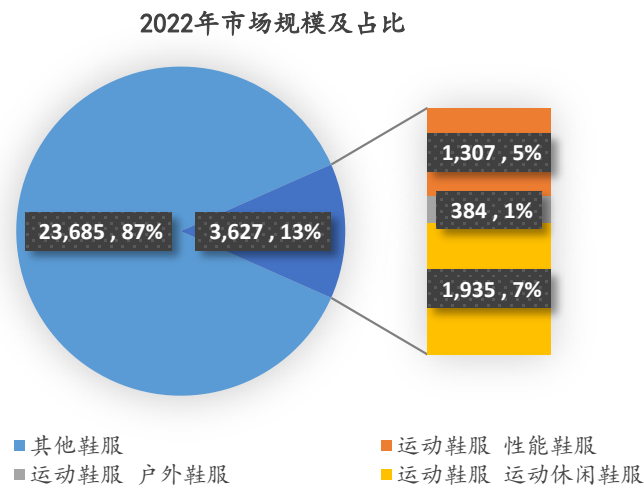
## 2.4.3 户外——整体：关注度大幅提升，户外鞋服快速增长

- 户外鞋服市场规模增长迅速，2022年国内户外鞋服市场规模384亿元。据欧睿，2008-2022年国内户外鞋服市场规模从31亿元增至384亿元，CAGR达20%。
- 户外鞋服市场规模在整体鞋服中占比仅约1%，提升空间较大。由于目前国内户外运动渗透率偏低，户外鞋服占整体鞋服市场规模的比重仅1%，提升空间较大。
- 国内户外运动渗透率较发达国家有较大差距。2021年中国户外运动参与人数达4亿人，测算得到市场渗透率达到约28%，较发达国家50%以上的渗透率提升空间大。

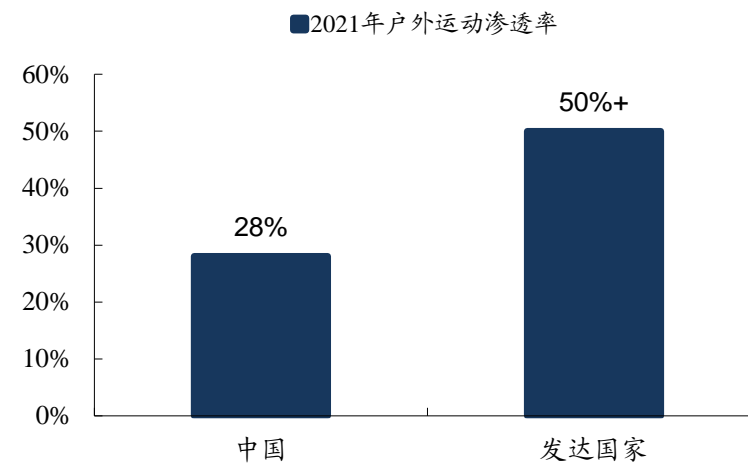
### 2008-2022年国内户外鞋服市场规模快速增长



### 2022年国内户外鞋服市场规模在整体鞋服中占比仅1%



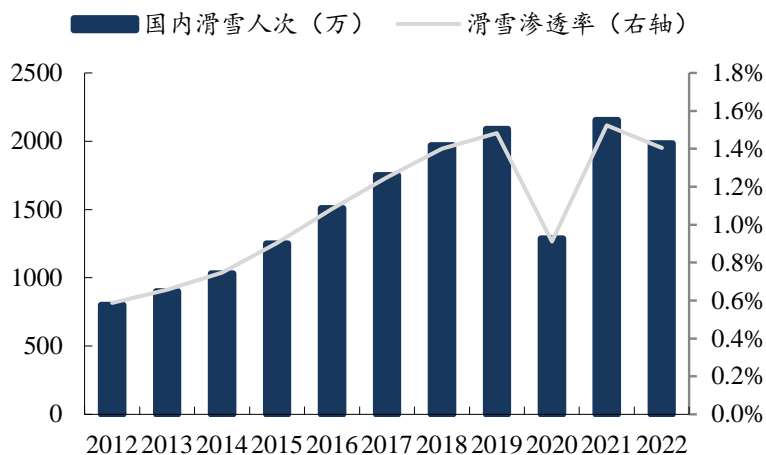
### 国内户外运动渗透率较发达国家有较大差距



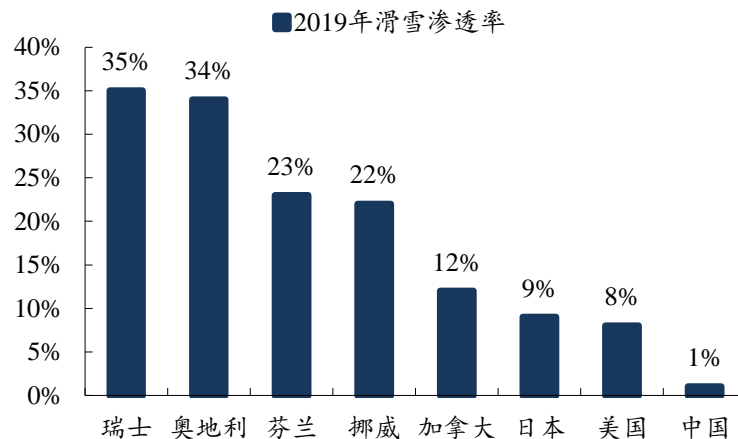
## 2.4.3 户外——滑雪：渗透率较低，增长空间广阔

- **国内滑雪渗透率快速提升。**2012-2019年国内滑雪人次从800万人次提升至2090万人次、CAGR15%，渗透率从0.6%提升至1.5%。2020年以来受疫情影响有所波动，2022年国内滑雪人次1983人次、渗透率1.4%。
- **国内滑雪渗透率较发达国家有较大提升空间。**2019年中国滑雪运动渗透率仅1%，明显低于发达国家如瑞士35%、奥地利34%、日本9%、美国8%。
- **国内滑雪用品市场规模增长迅速，2022年约156亿元。**2017-2022年我国滑雪用品市场规模从85.1亿元提升至155.5亿元，CAGR13%。随滑雪运动渗透率提升，未来国内滑雪用品（包含滑雪服）的需求具有较大的提升空间。

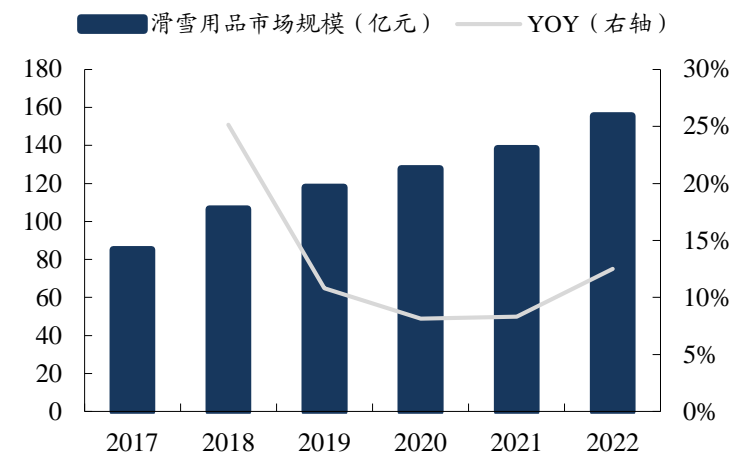
### 2012-2019年国内滑雪人次大幅提升



### 2019年国内滑雪渗透率显著低于发达国家



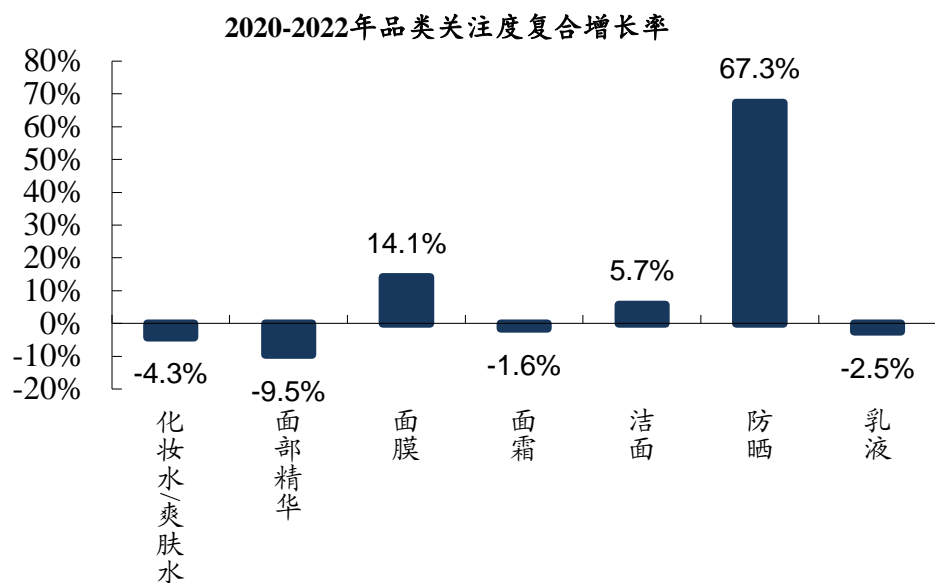
### 2022年国内滑雪用品市场规模约156亿元



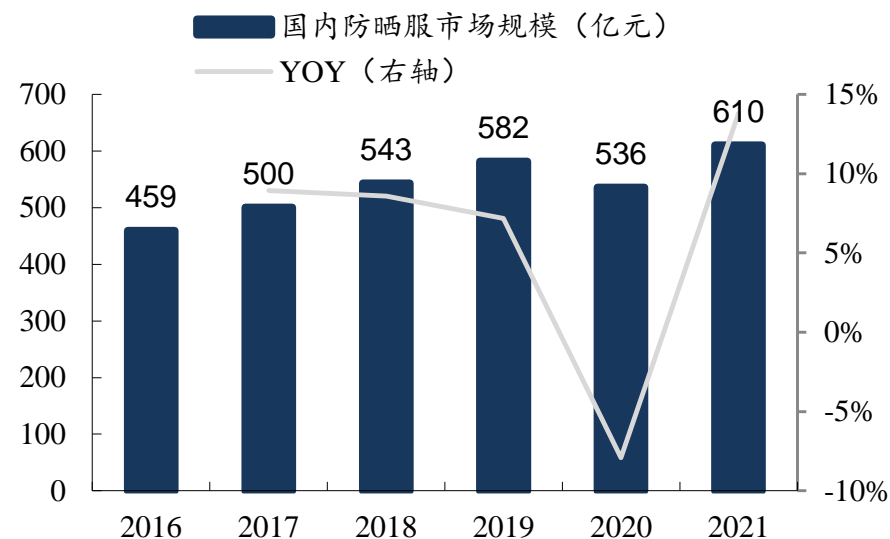
## 2.4.4 防晒防寒——防晒服：关注度提升，市场潜力较大

- ▶ **近年来防晒关注度大幅提升。**据美丽修行大数据，2020-2022年在护肤领域中，防晒关注度复合增速遥遥领先。2020-2022年防晒品类关注度复合增速67.3%，远高于面膜（14.1%）、洁面（5.7%）、乳液（-2.5%）等护肤品类。
- ▶ **伴随消费者防晒理念加强，防晒用品（包含防晒服和防晒霜）需求快速增加。**与化学防晒的防晒霜相比，防晒服可以提供全方位、全天候防晒，且不存在化学品对皮肤的伤害，因此逐渐成为消费者防晒的优选。
- ▶ **防晒服市场规模增长快于服装整体。**2016-2021年国内防晒服市场规模从459亿元增至610亿元、CAGR5.9%，增长快于国内服装整体（16-21年CAGR3.9%）。

### 防晒在护肤品类中关注度增速遥遥领先



### 防晒服市场规模及增速

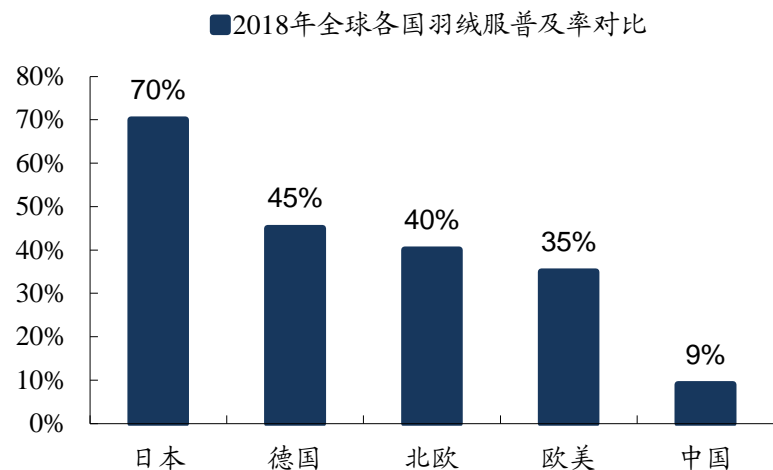




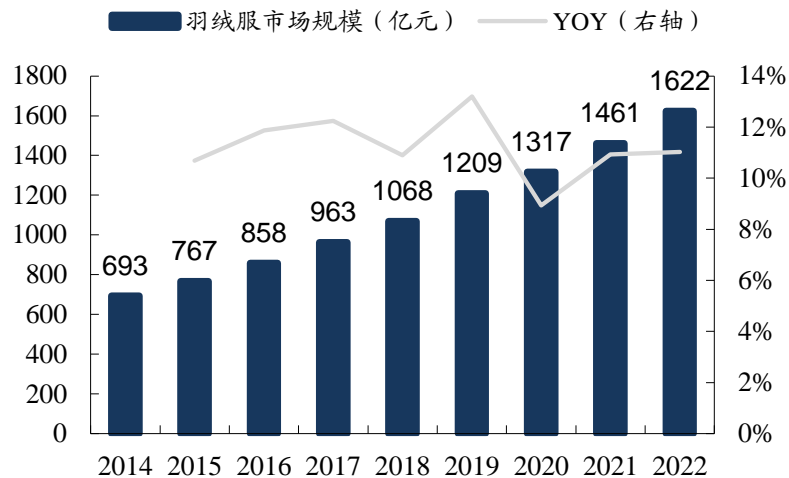
## 2.4.4 防晒防寒——羽绒服：国内普及率低于发达国家，增长较快

- **国内羽绒服普及率较低。**2018年中国羽绒服普及率9%，显著低于海外发达国家，如欧美35%、北欧40%、德国45%、日本70%。
- **国内羽绒服市场规模快速增长。**2014-2022年国内羽绒服市场规模从693亿元增至1622亿元、CAGR11%，增长快于服装整体水平。
- **羽绒服单价持续提升。**2015-2020年国内羽绒服平均单价从432元升至656元、CAGR8.7%。

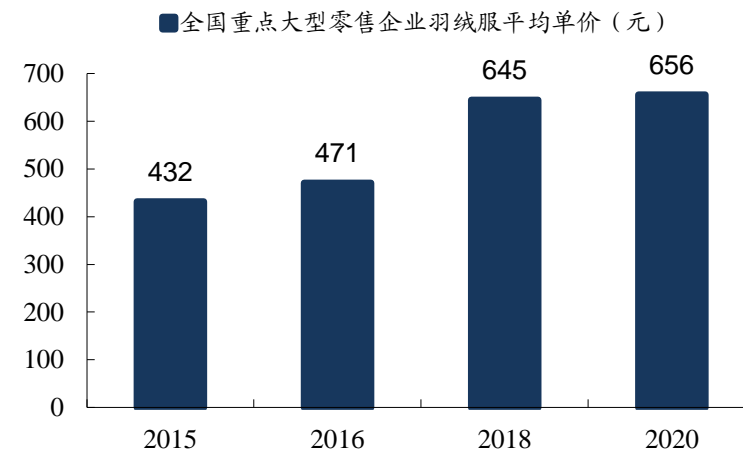
### 中国羽绒服普及率较低



### 国内羽绒服市场规模快速增长



### 国内羽绒服单价持续提升





## 2.4.5 赛道：布局功能性赛道的公司表现有望领先行业

➤ **20-22年布局功能性服饰赛道的公司营收增速表现较好。**从重点服装家纺上市公司近年营收表现来看，布局户外、运动、防晒服、羽绒服赛道的功能性服饰公司20-22年营收复合增速领先于其他品类。如露营装备生产及品牌商牧高笛20-22年营收CAGR49.5%，体育服饰龙头安踏/李宁/特步/361度20-22年营CAGR分别为23%/34%/25.8%/16.9%。

➤ **功能性服饰有望在渗透率持续提升驱动下保持快于行业增长水平。**如前述分析，我们预计2024年国内服装消费可能呈现量价增长均放缓的局面，这主要是由于2023年为疫情放开首年，服装换新需求存在集中释放。但功能性服饰并不仅受换新需求驱动，而更多受相关参与人群数量扩大（即渗透率提升）驱动。因此我们认为2024年来看，布局相关领域的公司仍然可能获得超出行业的增长。包括户外领域的牧高笛、探路者、三夫户外，运动服饰品牌安踏体育、李宁、特步国际、361度，运动休闲服饰比音勒芬，功能性服饰龙头波司登。

20-22年布局功能性服饰赛道的公司营收增速表现较好

| 服装品牌 | 赛道      | 16-19年营收CAGR | 20-22年营收CAGR |
|------|---------|--------------|--------------|
| 水星家纺 | 家纺      | 14.9%        | 9.9%         |
| 罗莱生活 | 家纺      | 15.5%        | 4.0%         |
| 九牧王  | 男裤      | 7.9%         | -1.0%        |
| 海澜之家 | 男装      | 8.9%         | 1.7%         |
| 报喜鸟  | 男装      | 17.7%        | 6.7%         |
| 戎美股份 | 女装      |              | 5.6%         |
| 地素时尚 | 女装      | 9.4%         | -3.2%        |
| 歌力思  | 女装      | 32.1%        | 10.5%        |
| 欣贺股份 | 女装      | 9.5%         | -2.5%        |
| 锦泓集团 | 女装      | 57.6%        | 8.1%         |
| 森马服饰 | 休闲装     | 21.9%        | -6.4%        |
| 太平鸟  | 休闲装     | 7.8%         | -4.3%        |
| 比音勒芬 | 高尔夫男装   | 29.4%        | 11.9%        |
| 波司登  | 羽绒服/防晒服 | 21.4%        | 15.2%        |
| 361度 | 运动服饰    | 3.9%         | 16.9%        |
| 特步国际 | 运动服饰    | 15.0%        | 25.8%        |
| 李宁   | 运动服饰    | 20.0%        | 34.0%        |
| 安踏体育 | 运动服饰    | 36.5%        | 23.0%        |
| 牧高笛  | 户外      | 7.1%         | 49.5%        |
| 探路者  | 户外      | -19.3%       | 11.7%        |
| 三夫户外 | 户外      | 4.4%         | 9.7%         |

## 2.5关于新趋势机会之四——市场：扬帆出海正当时

## 2.5.1 部分服装品牌近年开始布局海外市场

- **部分服装品牌近年开始布局海外市场。** 中国多数服装家纺上市公司已经经历数十年发展，品牌运营能力逐步提升，国内线下、线上市场布局较为完备，随国内市场竞争愈发激烈、部分品牌渠道趋于饱和，部分公司近年来初步尝试布局海外市场。如森马服饰、海澜之家分别于2016、2017年开启海外门店布局，佐丹奴、安踏体育亦于2020、2021年重启出海。从出海区域来看，海澜之家选择东南亚、森马服饰选择中东&非洲&东南亚、安踏选择东南亚。
- 我们认为在经济全球化背景下，随着中国“一带一路”和“双循环”战略不断加深，中国企业出海在诸多领域迎来发展红利，未来将有越来越多服装家纺企业走向“出海”，寻找新的市场机遇。

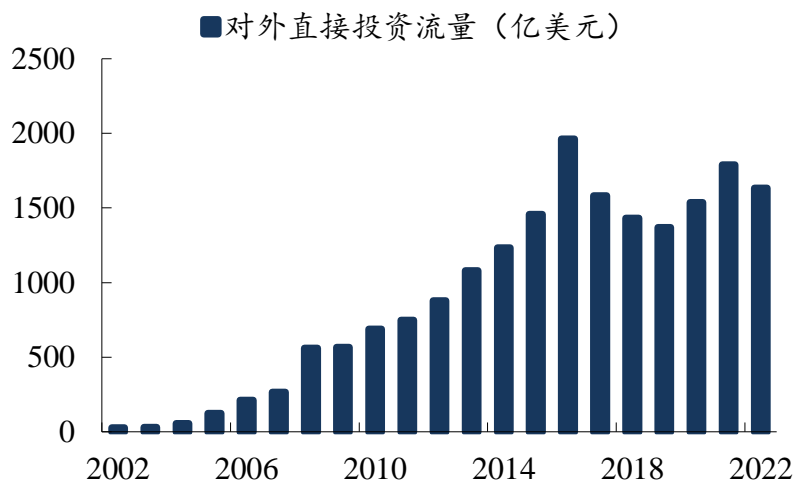
部分中国服装品牌龙头的出海布局情况

| 公司名称  | 开始时间       | 海外门店数量（截至2022年底）  | 海外主要分布国家&地区  | 2022年海外业绩表现  |
|-------|------------|---|--|--|
| 海澜之家  | 2017       | 53  | 主要分布在泰国、马来西亚、新加坡、越南等东南亚国家。                           | 2022年海外市场53家门店实现营收2.19亿元/yoy+154.10%。  |
| 森马服饰  | 2016       | 61  | 首先进入中东、东南亚市场，门店主要分布在中东、非洲、东南亚，截至22年底共在13个国家开设了61家门店。 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2022年海外营业收入3695.2万元/yoy+1.64%。</li> <li>• 森马主品牌：90%业务在沙特，沙特11家店平均单店店效500万，平均单店面积300平方米。</li> <li>• 巴拉巴拉：2023年有望实现整体盈利。</li> </ul> |
| 佐丹奴国际 | 新一轮出海：2020 | 882：东南亚及欧洲/海湾阿拉伯国家合作委员会/南韩分别有567/172/143家,直营/加盟分别523/359家   | 东南亚及澳洲、海湾阿拉伯国家合作委员会、南韩。                              | 2022年东南亚及欧洲/海湾阿拉伯国家合作委员会/南韩分别实现销售额15.4亿港元/6.3亿港元/1904.3亿港元，分别同比+39.3%/+20.2%/+4.6%。  |
| 安踏体育  | 新一轮出海：2021 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 海外店铺主要是安踏、安踏儿童、斐乐品牌；</li> <li>• 收购的AMERSPORTS业务布局全球</li> </ul> | 新加坡  | /  |

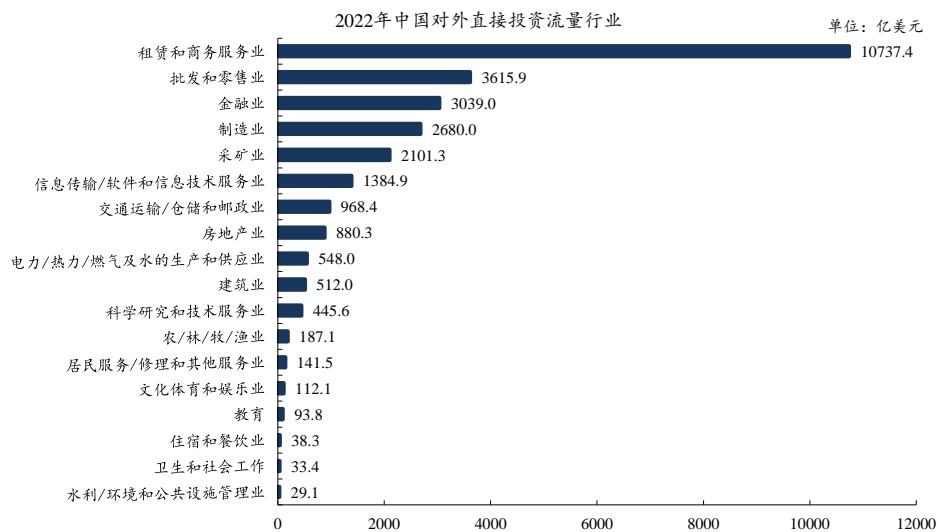
## 2.5.2 中国企业出海全貌：2002年以来快速扩张

- **中国企业出海全貌：2002年以来中国对外直接投资流量整体呈现快速扩张趋势。**其中2002-2016年中国对外直接投资流量从27亿美元增长至1962亿美元，CAGR36%；2016-2019年在中美贸易摩擦影响下降至1369亿美元；2019年以来重启增长趋势，2022年中国对外直接投资流量提升至1631亿美元。
- **2022年中国对外直接投资涵盖了国民经济的18个行业大类。**其中流向租赁和商务服务、制造、金融、批发零售、采矿、交通运输等领域的投资均超过百亿美元。
- **2022年末中国境内投资者共在全球190个国家和地区设立境外企业4.7万家。**从区域分布来看，近60%分布在亚洲，北美洲占13%，欧洲10.2%，拉丁美洲7.9%，非洲7.1%，大洋洲2.6%。其中，在共建“一带一路”国家设立境外企业1.6万家。

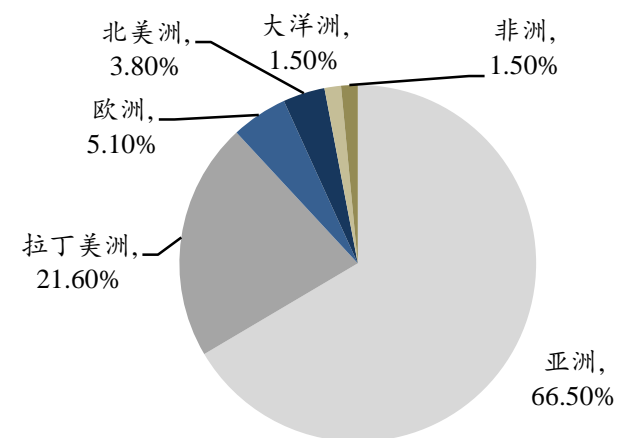
### 2002-2022年中国对外直接投资流量整体快速扩张



### 2022年中国对外直接投资流量行业分布



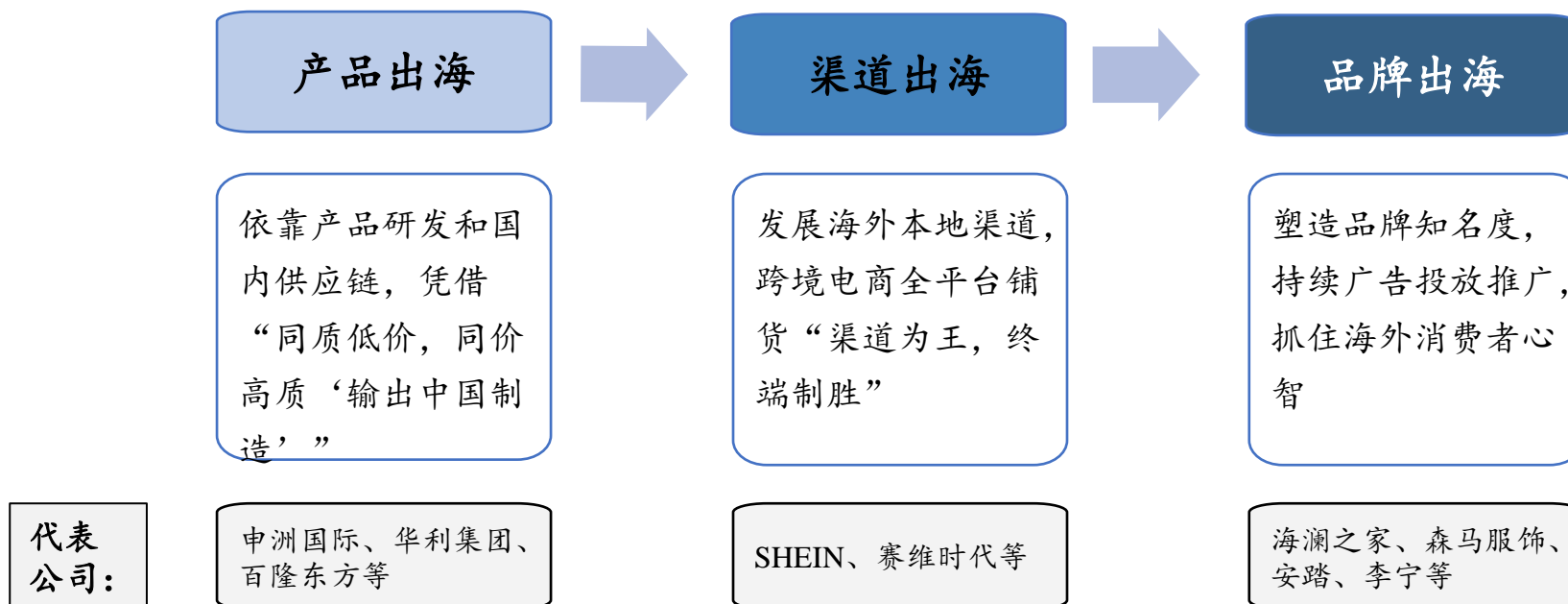
### 2022年中国对外直接投资流量市场分布



## 2.5.3 纺织服装出海：从产品到品牌，本轮出海瞄准新兴市场

- 从全国出海企业结构分布来看，目前中国企业大多处于初级出海阶段。当前大多数企业仍处于初级的产品出海阶段，即以外贸、国际工程承包为主的出口型企业。
- 纺织服装行业出海正在经历从产品出海到品牌出海的转变。我国纺织服装企业出海大体上分为产品出海→渠道出海→品牌出海三个阶段。从服装行业来看，中国纺织制造企业从2000年以来陆续布局东南亚等国家，实现产能出海，主要为给欧美鞋服品牌代工生产，真正品牌出海的较少。近年来随着国内企业供应链信息化能力提升，在完善的供应链优势下，服装行业涌现如SHEIN这样的渠道出海企业；与此同时，随着服装品牌综合竞争实力的加强，品牌出海也开始崭露头角。
- 如2.5.1梳理，本轮品牌出海的服装企业，多将目标标准了新兴市场，如东南亚、中东。

### 我国纺织服装企业出海大体上分为产品出海→渠道出海→品牌出海三个阶段



## 2.5.3 为什么服装品牌优先选择新兴市场作为重点出海区域？

### ➤ 新兴市场服装品牌机会多——经济增速较快、人口基础庞大、政策支持、文化亲和力

- **经济层面：**新兴市场GDP增速超全球水平，并且35岁以下人口占主导，增量市场特征明显。
- **人口层面：**消费品市场空间高度依赖人口数量，新兴市场人口数量庞大，足以支撑广阔的消费空间。
- **政策支持层面：**中国提出“一带一路”倡议，涵盖东亚、东南亚、南亚、西亚、中亚和中东欧等国家和地区，有利的政策支持促使我国企业将出海重点向新兴市场转移。并且新兴市场为了自身的发展和转型，也为中国提供了较多促贸和投资的政策。
- **文化层面：**东南亚文化与中国相对接近，消费习惯较为相似，对于消费品行业而言，进入门槛相对较低。

### 主要新兴市场特征总结

| 特征      | 东南亚                                      | 中东                                  | 非洲                                |
|---------|--|-------------------------------------|-----------------------------------|
| 人均GDP增速 | 5.0%                                     | 5.0%                                | 4.1%                              |
| 经济发展前景  | 总GDP全球第五<br>数字经济前景广阔                     | 国际油价攀升<br>经济增长空间大                   | 非洲经济增长是全球的近2倍<br>经济前景乐观           |
| 人口数量    | 6.7亿                                     | 4.9亿                                | 13.5亿                             |
| 人口结构    | 人口较稠密<br>15岁以下人口占比20%-35%                | 人口年轻化<br>30岁以下人口占比60%至80%           | 人口年轻化<br>30岁以下人口占比70%             |
| 政策支持    | 中国-东盟自由贸易区<br>“一带一路”倡议<br>越南、泰国等国家设立经济特区 | “一带一路”倡议<br>双边投资协定<br>沙特等国家设立经济特区   | “一带一路”倡议<br>中非合作论坛<br>与毛里求斯签订自贸协定 |
| 优势      | 劳动力成本低<br>地理临近性<br>文化亲和力强<br>网络和智能设备发展迅速 | 消费能力强<br>市场前景好<br>自然资源充足<br>数字化转型发展 | 劳动力成本低<br>自然资源丰富<br>消费潜力巨大        |
| 主要国家    | 10个国家，包括马来西亚、印度尼西亚、越南、泰国                 | 沙特、卡塔尔、科威特、阿联酋                      | 尼日利亚、南非肯尼亚、摩洛哥、埃及                 |

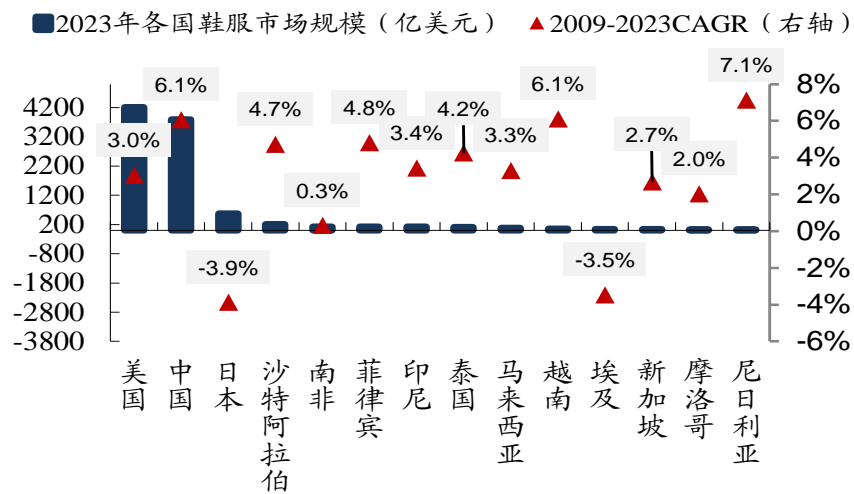


## 2.5.3 为什么服装品牌优先选择新兴市场作为重点出海区域？

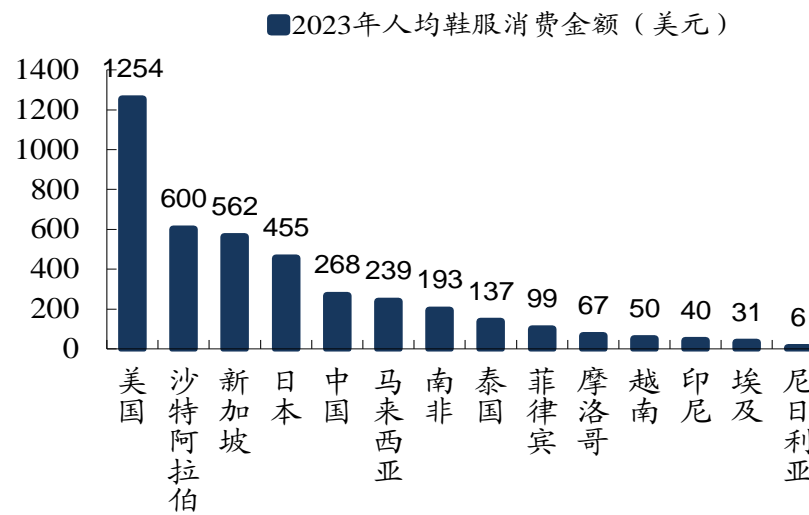
### ➤ 新兴市场服装品牌机会多——服装消费增长较快、人均消费金额有较大提升空间

- **新兴市场国家鞋服市场规模较小，但多数增长快于美日。**2023年沙特阿拉伯（中东）/南非（非洲）/菲律宾（东南亚）/印尼（东南亚）/泰国（东南亚）鞋服市场规模分别为196/116/116/112/98亿美元，与美国4200亿美元、中国的3786亿美元相比规模非常小（最大的沙特阿拉伯市场规模约为中国的5.2%）。但从增长趋势的角度看，新兴市场发展趋势较好，2009-2023年上述国家鞋服市场规模的CAGR分别为4.7%/0.3%/4.8%/3.4%/4.2%，除南非外均高于发达国家美国的3.0%、日本的-3.9%。
- **中东地区的沙特阿拉伯、东南亚的新加坡人均鞋服消费金额较高，其他区域人均消费金额有较大提升空间。**从人均消费金额来看，2023年沙特阿拉伯/新加坡人均鞋服消费金额分别为600/562美元，低于美国的1254美元、但高于日本的455美元和中国的268美元，可见这两个国家的消费力水平较高。其他新兴市场国家中，马来西亚、南非、泰国人均鞋服消费金额相对较高，2023年分别为239/193/137美元，菲律宾、摩洛哥、越南等人均消费金额不足100美元。

#### 新兴市场国家鞋服市场规模较小，但多数增长快于美日



#### 中东地区的沙特阿拉伯、东南亚的新加坡人均鞋服消费金额较高





## 2.5.3 为什么服装品牌优先选择新兴市场作为重点出海区域？

### ➤ 新兴市场服装品牌机会多——服装市场竞争相对缓和

- **沙特阿拉伯、新加坡、南非鞋服市场集中度高高于中国，竞争程度相对缓和。** 2023年南非/新加坡/沙特阿拉伯/中国鞋服市场公司CR10分别为47.7%/34.8%/19.1%/15.3%，沙特阿拉伯、新加坡、南非市场集中度高高于中国。从前十大鞋服企业来看，南非多为本土鞋服企业，可见国际品牌进入较少；新加坡、沙特阿拉伯前十大鞋服公司则多为国际企业，但除SHEIN外（位列沙特阿拉伯前十）目前尚无其他中国品牌进入当地前十大鞋服公司。从发达国家的经验来看，服装市场的集中度可能会伴随经济水平发展经历从高集中（竞争不充分）到分散（竞争充分）、再走向集中（龙头格局稳固）的过程，我们判断当前新兴市场国家多数仍处于集中度较高的早期阶段，这也为中国品牌的进入提供了竞争机会。
- **中国作为全球第二大鞋服消费市场，前十大鞋服公司中有5家本土企业，充分体现了中国品牌竞争实力较强。** 随着中国品牌发展愈发成熟，我们认为进入新兴市场后仍将在品牌、产品方面保持较强的竞争力。

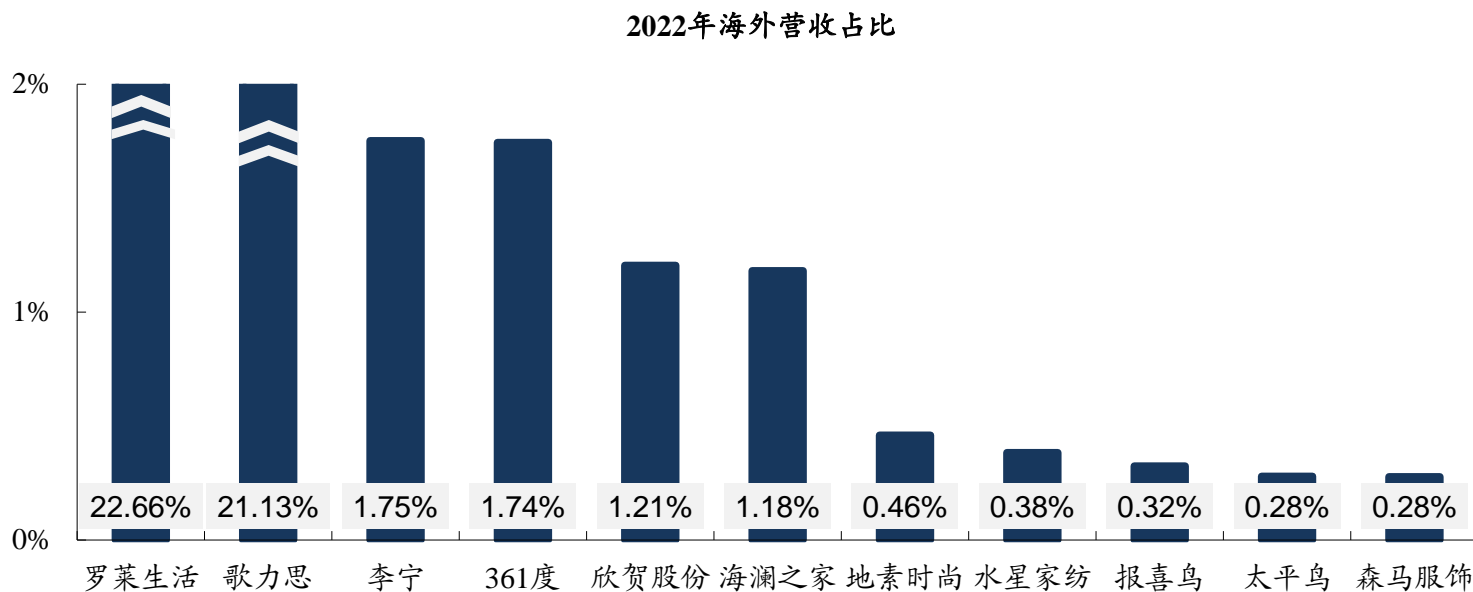
#### 沙特阿拉伯、新加坡、南非鞋服市场集中度高高于中国，竞争程度相对缓和

| 中国          |    |             | 沙特阿拉伯                          |     |             | 新加坡                            |     |             | 南非            |    |             |
|-------------|----|-------------|--------------------------------|-----|-------------|--------------------------------|-----|-------------|---------------|----|-------------|
| 公司名称        | 国家 | 市占率 (%)     | 公司名称                           | 国家  | 市占率 (%)     | 公司名称                           | 国家  | 市占率 (%)     | 公司名称          | 国家 | 市占率 (%)     |
| 耐克          | 美国 | 3.4         | 兰玛秀集团                          | 本土  | 7.4         | 迅销                             | 日本  | 6.9         | Pepkor        | 本土 | 7.9         |
| 安踏          | 本土 | 3.0         | Inditex                        | 西班牙 | 3.0         | 耐克                             | 美国  | 6.1         | 耐克            | 美国 | 7.4         |
| 李宁          | 本土 | 1.5         | 阿迪达斯                           | 德国  | 1.9         | 阿迪达斯                           | 德国  | 5.1         | MrPrice       | 本土 | 6.9         |
| 迅销          | 日本 | 1.4         | 耐克                             | 美国  | 1.5         | 香奈儿                            | 法国  | 3.7         | Foschini      | 本土 | 6.7         |
| 阿迪达斯        | 德国 | 1.3         | BMA                            | 本土  | 1.3         | Inditex                        | 西班牙 | 3.4         | Truworths     | 本土 | 4.9         |
| 海澜之家        | 本土 | 1.2         | H&M                            | 瑞典  | 1.2         | 爱马仕                            | 法国  | 2.8         | Woolworths    | 本土 | 4.8         |
| Bestseller  | 丹麦 | 0.9         | Roadget (SHEIN)                | 中国  | 1.0         | 开云集团                           | 法国  | 2.7         | 阿迪达斯          | 德国 | 3.4         |
| 特步国际        | 本土 | 0.9         | Puma                           | 德国  | 0.8         | Charles&Keith                  | 本土  | 1.5         | Retailability | 本土 | 2.6         |
| 斯凯奇         | 美国 | 0.9         | Mothercare                     | 英国  | 0.5         | H&M                            | 瑞典  | 1.5         | Pick'n'Pay    | 本土 | 2.0         |
| 波司登         | 本土 | 0.8         | PVH(CalvinKlein&TOMMYHILFIGER) | 美国  | 0.5         | PVH(CalvinKlein&TOMMYHILFIGER) | 美国  | 1.1         | Bata          | 本土 | 1.1         |
| <b>CR10</b> |    | <b>15.3</b> | <b>CR10</b>                    |     | <b>19.1</b> | <b>CR10</b>                    |     | <b>34.8</b> | <b>CR10</b>   |    | <b>47.7</b> |

## 2.5.4 国内服装品牌出海处于初期，发展前景广阔

- 国内服装家纺公司出海处于初期，海外营收占比非常低。我们统计了重点服装家纺上市公司海外营收情况，其中罗莱、歌力思由于收购海外品牌，海外营收占比均在20%以上，其余公司（在披露海外收入的公司中）海外营收占比均不超过2%。李宁/361度/欣贺/海澜海外营收占比分别为1.75%/1.74%/1.21%/1.18%，占比在同业中相对较高，其他品牌海外收入占比均不超过0.5%，可见我国服装家纺公司出海尚处发展初期。

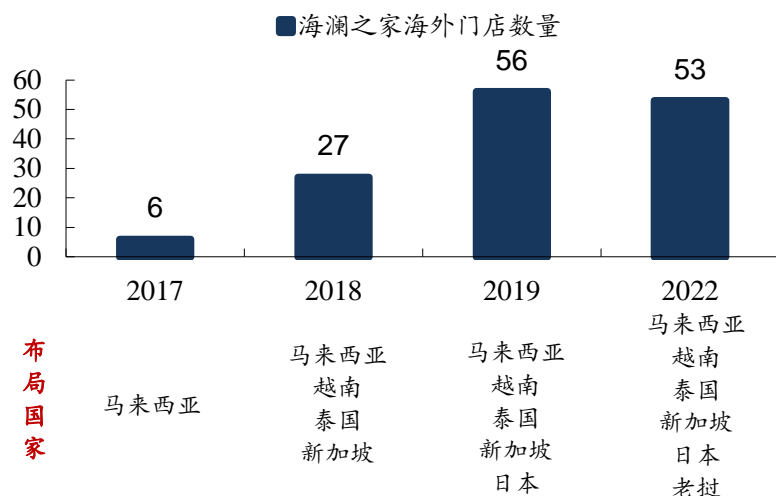
### 除罗莱、歌力思外，国内多数品牌服饰海外营收占比不足2%



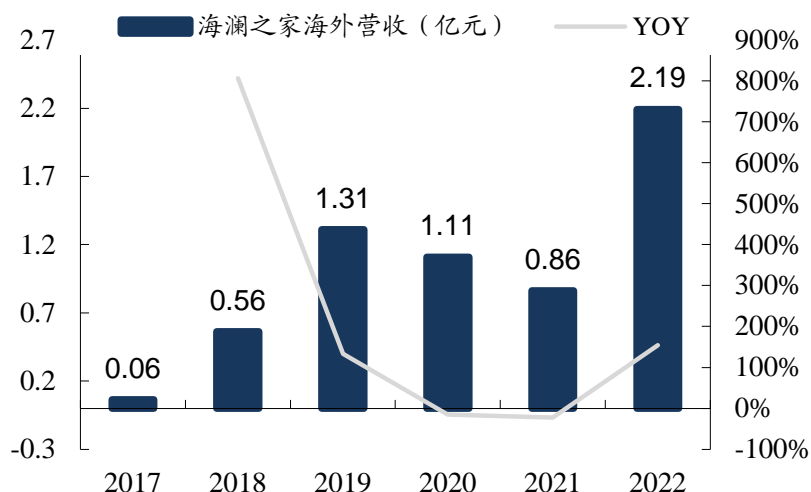
## 2.5.4 国内服装品牌出海处于初期，发展前景广阔

- **海澜之家：2017年开始出海，以东南亚市场为主。**海澜之家2017年开始在马来西亚部署门店，开启出海之路，2017-2019年期间门店数增长速度较快，实现两年翻8倍以上。2020年以来受疫情影响门店数量小幅调整截至2022年海外门店数53家，目前布局国家包括马来西亚、越南、泰国、新加坡、日本、老挝。
- **2017-2022年海澜之家海外营收CAGR达104%。**2017-2022年海澜之家海外营收从600万元增至2.19亿元、CAGR高达104%。公司预计23年海外净开店几十家门店、业绩实现两位数以上增长。未来预计进军中东、非洲等市场。
- **海澜出海重视本土化运营。**海澜之家拥有成熟的直营店管理经验，为配合海外战略，组建了专门的海外团队，在海外自主拓展门店、招募并管理海外员工，进行本土化运营。并且海外门店区别于国内门店风格，如泰国门店采用简约轻快设计，黑灰线条搭配白色主色调，更具国际质感，在产品结构上开发更符合泰国潮流的国际款式，尤其加大了T恤和轻薄夹克等热带国家消费者更为青睐的产品的开发力度。

海澜之家2017年起布局海外市场



海澜之家2017-2022年海外营收大增



海澜之家泰国曼谷CentralwOrld门店形象



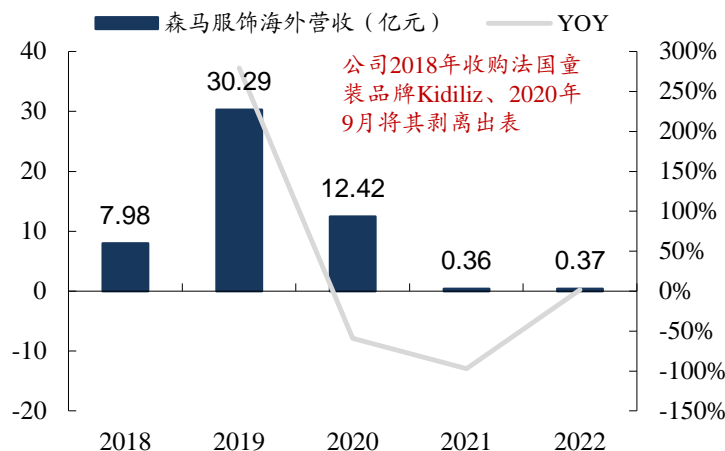
## 2.5.4 国内服装品牌出海处于初期，发展前景广阔

- **森马服饰：2016年启动出海，2019年成立海外业务中心。**2016年森马服饰启动出海，最初和中东当地电商平台合作，在建立起一定知名度后逐渐开设线下门店，2018年在沙特阿拉伯开设首家门店、10月进入印尼市场。截至2022年森马品牌进入沙特、印尼、老挝、尼泊尔4个国家共计开设25家门店，其中沙特有11家。巴拉巴拉品牌2016年启动布局国际市场计划，2017年2月在沙特首都利雅得开设第一家门店，并于2018年6月进驻中国香港市场，截至2022年进入12个国家共计开设36家门店，其中沙特有10家，蒙古有5家，越南有6家。2022年海外营收3700万元，占比0.28%。
- **森马为何将中东和东南亚作为海外市场的拓展重点？**基于国家的“一带一路”倡议，以及森马公司中长期亚洲战略，中东及东南亚两个区域市场在经济、人口等综合评估下是两个总量具有较大规模效应的市场，与同在亚洲的中国具有一定的需求共性和产品适应性。
- **展望未来：**1) 公司预计中长期海外营收占比达30%；2) 未来中东、非洲和东南亚将会是森马服饰重要的海外市场（将深耕非洲的埃及、摩洛哥、南非、尼日利亚等7个国家，中东的沙特、阿联酋，东南亚的越南、印尼、菲律宾、马来西亚）；3) 将中国香港、迪拜、新加坡作为战略辐射市场，建立品牌影响力和知名度。

森马服饰海外市场拓展情况

| 品牌   | 海外市场拓展情况                               |
|------|--|
| 森马品牌 | 进入沙特、印尼、老挝、尼泊尔4个国家共计开设25家门店，其中沙特有11家。  |
| 巴拉巴拉 | 进入12个国家共计开设36家门店，其中沙特有10家，蒙古有5家，越南有6家。 |

森马服饰2018-2022年海外营收调整较大



森马在沙特首都利雅得开设第一家门店

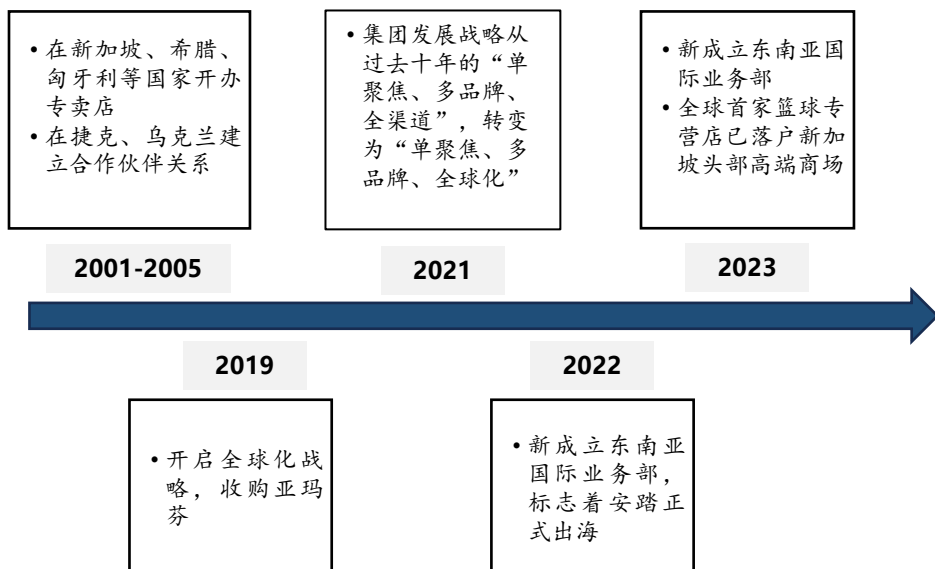




## 2.5.4 国内服装品牌出海处于初期，发展前景广阔

- **安踏体育：2001年起尝试国际化布局，2011年后重心回到国内市场。** 2001年安踏曾初步制定国际化战略基本原则“扎根中国、布局亚太、展望全球”，并正式设立俄罗斯分公司。04-05年，安踏在俄罗斯共开设了100多家专卖店；与此同时04年安踏在新加坡开设30多家专卖店、05年正式设立新加坡代表处。截至06Q3安踏海外事业部销售额占比达到20%左右。2011年开始由于国内业务面临渠道和营销模式转变，国际业务拓展困难，公司重新把发展重心放回国内。
- **2019年以收购形式重启全球化战略，2023年重启主品牌出海。** 2019年安踏集团重启全球化战略，3月联合其他投资者完成对AmerSports（亚玛芬）的收购。2021年3月在公司成立30周年之际，集团发展战略从过去十年的“单聚焦、多品牌、全渠道”，转变为“单聚焦、多品牌、全球化”。2023年1月，公司大规模人事调整，核心调整包括新成立东南亚国际业务部，任命集团零售总裁王华友为负责人，负责集团内各品牌在东南亚市场的业务，标志着安踏主品牌正式出海；10月在全球投资者大会上，公司公布东南亚作为安踏品牌全球化第一站，未来5年流水目标15亿美金。截至2023年10月安踏品牌在东南亚的专卖店数量已从2022年底132家扩张到220家左右，扩张速度较快。

### 安踏主品牌出海历程



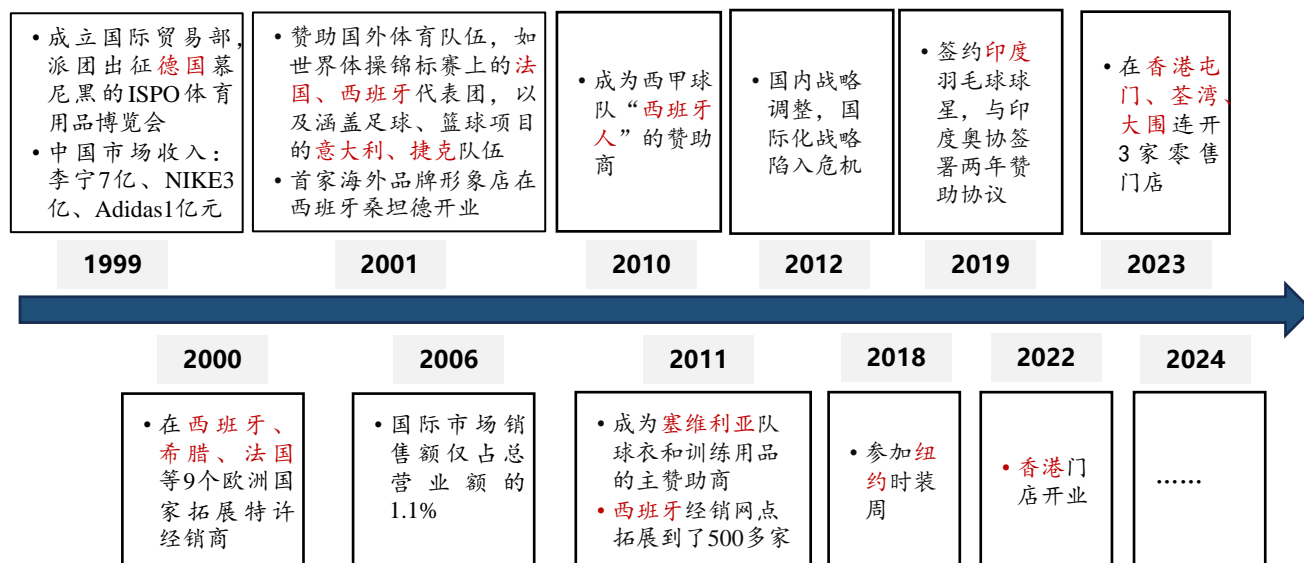
### 安踏主品牌在新加坡百丽宫商场开设门店



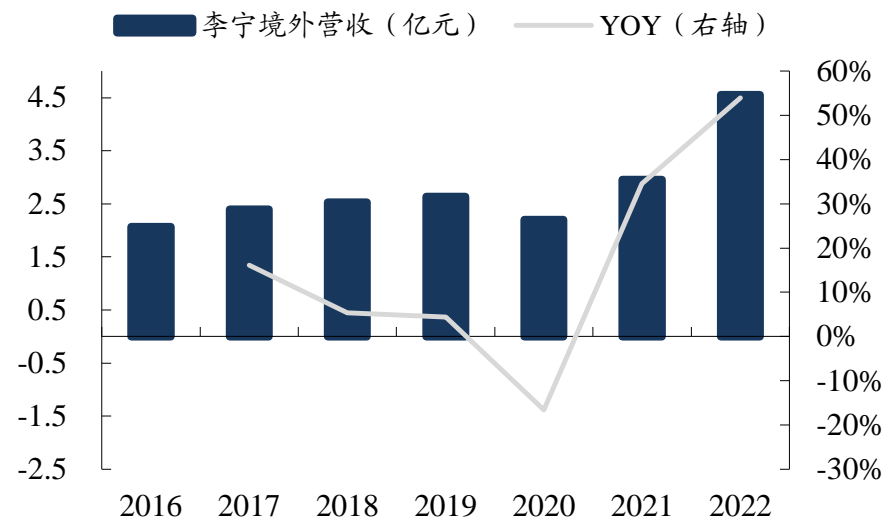
## 2.5.4 国内服装品牌出海处于初期，发展前景广阔

- **李宁：1999年开始尝试国际化业务，2009年启动第二次国际化战略，2012年遭遇危机、重心回到国内市场。** 1999年公司提出品牌国际化战略，2000年在西班牙、希腊、法国等9个欧洲国家拓展特许经销商，西班牙桑坦德成为李宁海外首家品牌形象店的落地城市。经过多年发展，2010年以前李宁国际市场收入占比一直低于1.5%，主因一方面缺少海外经验，另一方面国际化战略相对保守、拓店速度较慢。得益于08年北京奥运会李宁点燃主火炬的成功品牌宣传，09年李宁启动了第二次国际化战略，定下2018年跻身世界五大体育用品品牌、实现20%收入来自海外的目标。2010年，李宁鞋服在西班牙的销售额超过600万欧元、经销网点达到500多家。2012年，西班牙市场陷入财务危机，而国内市场正经历品牌重塑和库存危机，公司重心重回国内市场。
- **李宁预计2024年全面启动海外业务拓展。** 2016-2022年李宁境外营收从2.1亿元增至4.6亿元，CAGR14%，22年境外营收占比1.75%。22年底，李宁位于香港尖沙咀的旗舰店正式开业；23年7月，李宁在香港屯门、荃湾、大围连开3家零售门店；23年12月，公司公告拟以22.1亿港币购买恒地旗下香港北角物业港汇东，用作香港总部，收购主要考虑到香港业务营运有助扩展国际业务；与此同时公司宣布预计2024年全面启动海外业务拓展，希望在海外通过品牌运营，建立海外消费者的品牌认知，建立海外品牌经营的模式，为未来更广阔的海外市场拓展打下基础，使之成为李宁集团的成长引擎之一。

### 李宁国际化历程



### 李宁2016-2022年海外营收及增速



## 2.5.4 国内服装品牌出海处于初期，发展前景广阔

- **总结来看，国内服装品牌出海处于初期，当前出海时机趋于成熟，未来发展前景广阔。**
- **在经历产品出海、渠道出海后，国内服装品牌有望进入品牌出海阶段。**从四个品牌服饰龙头的出海复盘及出海规划来看，我们认为当前可能是服装品牌龙头布局海外市场的良好机遇。
  - **一方面，当前国内消费市场疲软、竞争激烈，海外市场可能成为新的增长点。**如前文分析，当前国内消费信心低迷、竞争激烈，此时布局海外市场有望一定程度减弱国内市场疲软对公司业绩的影响。
  - **另一方面，中国企业出海经历数十年发展后，综合实力加强。**随着国内品牌自身实力提升，以及对海外市场、营商环境的熟悉程度提升，国内品牌也更具有出海能力、并且在市场选择上更加科学理性。例如，安踏、李宁、361度等品牌早年国际化均将视线瞄准欧洲，然而品牌认可度并不高，加上国内市场也面临发展困境，导致早年的国际化尝试效果甚微；当前服装品牌出海的市場选择从欧美转向新兴市场，新兴市场经济增长快于发达国家，且中国品牌在品牌认可度、相关政策支持方面在当地具有较大优势，有望分享新兴市场人口及经济增长红利、并且进一步抢占市场份额。



## 2.6 总结：综合两大主线筛选标的

## 2.6 总结：综合两大主线+低估值高股息特征筛选标的

➤ 我们从修复和新趋势两大主线，分析了2024年在服装消费面临增速减缓压力下，哪些公司有望获得超出行业的增长，主要结论如下：

➤ 修复主线：

- **正常增长**：23年归母净利润水平同时超过21年和19年水平，基本已经走出疫情影响。包括港股运动服饰、波司登、比音勒芬、报喜鸟、牧高笛、锦泓集团，我们认为这类公司基本面优秀，在24年将进入正常状态下的增长。
- **继续修复**：23年归母净利润水平均不及19年和21年水平，可以理解为受疫情影响较大，复苏相对较慢。包括森马服饰、地素时尚、歌力思，我们认为这类公司在24年有望继续修复、且修复弹性相对较大。

➤ 新趋势主线：

- **定位角度**，当前国内消费呈现整体偏弱、结构特点复杂的特征，居民消费倾向于理性消费、性价比消费、下沉市场、体验型消费、实用型消费，我们认为符合降级趋势品牌具有相对优势，如海澜、戎美、水星、361、特步；
- **渠道角度**，不同品牌所处生命周期不同，有充足的开店空间和明确开店指引的公司有望获得高于行业的增速，其中比音勒芬、哈吉斯、TW（锦泓）、罗莱、歌力思在服装家纺品牌中具有相对优势；
- **赛道角度**，布局功能性服饰赛道的公司有望受益于渗透率提升驱动（如跑步、户外、瑜伽、滑雪、防晒鞋服等），主要包括安踏、李宁、特步、361、比音勒芬、波司登；
- **市场角度**，在国内市场之外，出海逻辑获得新的增长机会。当前服饰品牌龙头安踏、李宁、海澜、森马均已开始或计划启动出海计划，有望带来新的增长。

➤ **结合低估值+高股息特点（筛选标准参考备注）**，符合8条筛选标准中的4条的公司包括海澜之家、报喜鸟、森马服饰、361度、特步国际，符合3条的包括安踏体育、比音勒芬、歌力思、锦泓集团、地素时尚，符合2条的包括李宁、波司登、罗莱生活、水星家纺，建议2024年重点关注以上公司。

重点品牌公司在两大视角下的符合筛选情况

|      | 新趋势视角 |    |    |    | 修复视角 |      | 低估值 | 高股息 |
|------|-------|----|----|----|------|------|-----|-----|
|      | 定位    | 渠道 | 赛道 | 市场 | 正常增长 | 继续修复 |     |     |
| 水星家纺 | √     |    |    |    |      |      | √   |     |
| 罗莱生活 |       | √  |    |    |      |      |     | √   |
| 海澜之家 | √     |    |    | √  |      |      | √   | √   |
| 报喜鸟  |       | √  |    |    | √    |      | √   | √   |
| 戎美股份 | √     |    |    |    |      |      |     |     |
| 地素时尚 |       |    |    |    |      | √    | √   | √   |
| 歌力思  |       | √  |    |    |      | √    | √   |     |
| 欣贺股份 |       |    |    |    |      |      |     | √   |
| 锦泓集团 |       | √  |    |    | √    |      | √   |     |
| 森马服饰 |       |    |    | √  |      | √    | √   | √   |
| 太平鸟  |       |    |    |    |      |      | √   |     |
| 比音勒芬 |       | √  | √  |    | √    |      |     |     |
| 波司登  |       |    | √  |    | √    |      |     |     |
| 361度 | √     |    | √  |    | √    |      | √   |     |
| 特步国际 | √     |    | √  |    | √    |      | √   |     |
| 李宁   |       |    | √  | √  |      |      |     |     |
| 安踏体育 |       |    | √  | √  | √    |      |     |     |

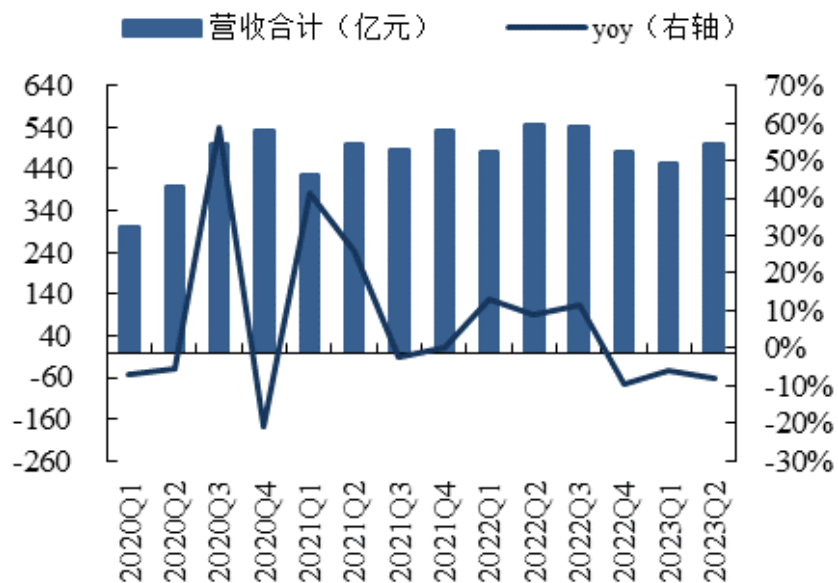
### 3 纺织制造：海外去库结束在即，订单修复确定性较强

## 3.1 2023年纺织制造业绩关键影响因素分析

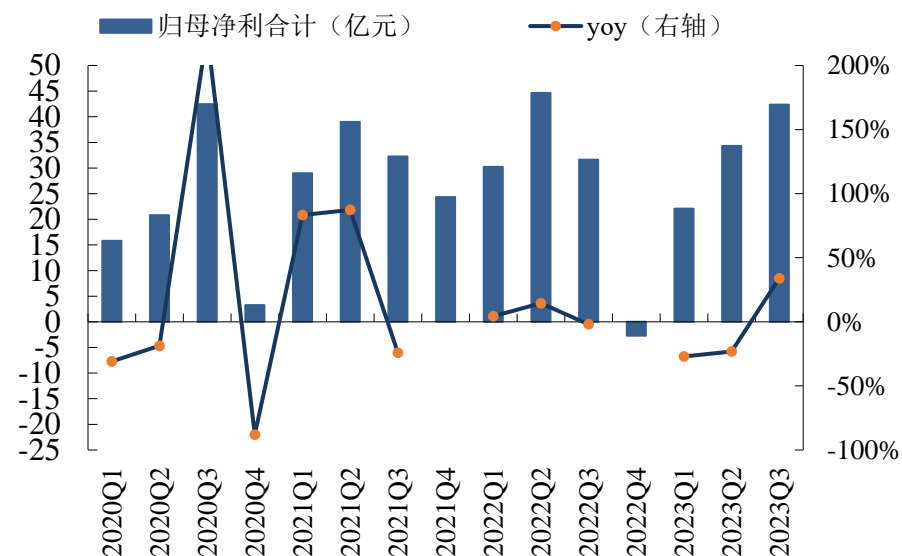
### 3.1.1 22年下半年以来纺织制造板块业绩承压

- **22年下半年以来受品牌去库、外需偏弱影响，纺织制造板块业绩承压。**22年上半年受益于外需景气度较高、品牌补库，叠加人民币贬值等利好因素，纺织制造板块营收利润均表现较好，22H2外需走弱后业绩增速开始放缓。23Q1-Q3受外需偏弱，叠加下游品牌仍处去库周期，营收仍承压、净利回落幅度仍较大，板块（仅A股）营收同比-7.3%，Q1/Q2/Q3板块（A股）营收分别同比-6.0%/-7.9%/-8.0%。

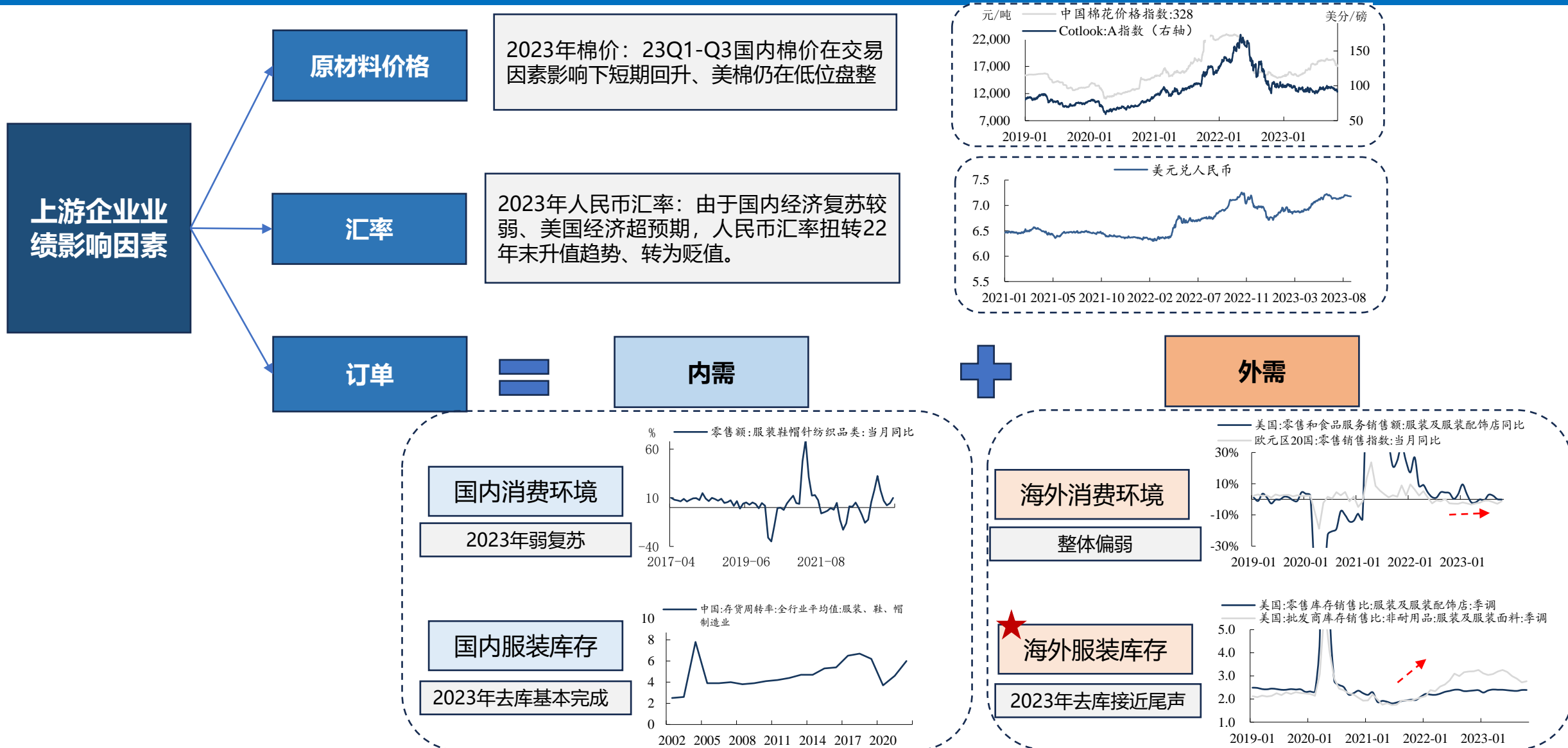
#### 20Q1-23Q3纺织制造板块（A股）营收及增速



#### 20Q1-23Q3纺织制造板块（A股）归母净利及增速



### 3.1.2 上游企业业绩影响因素：原材料价格、汇率、订单

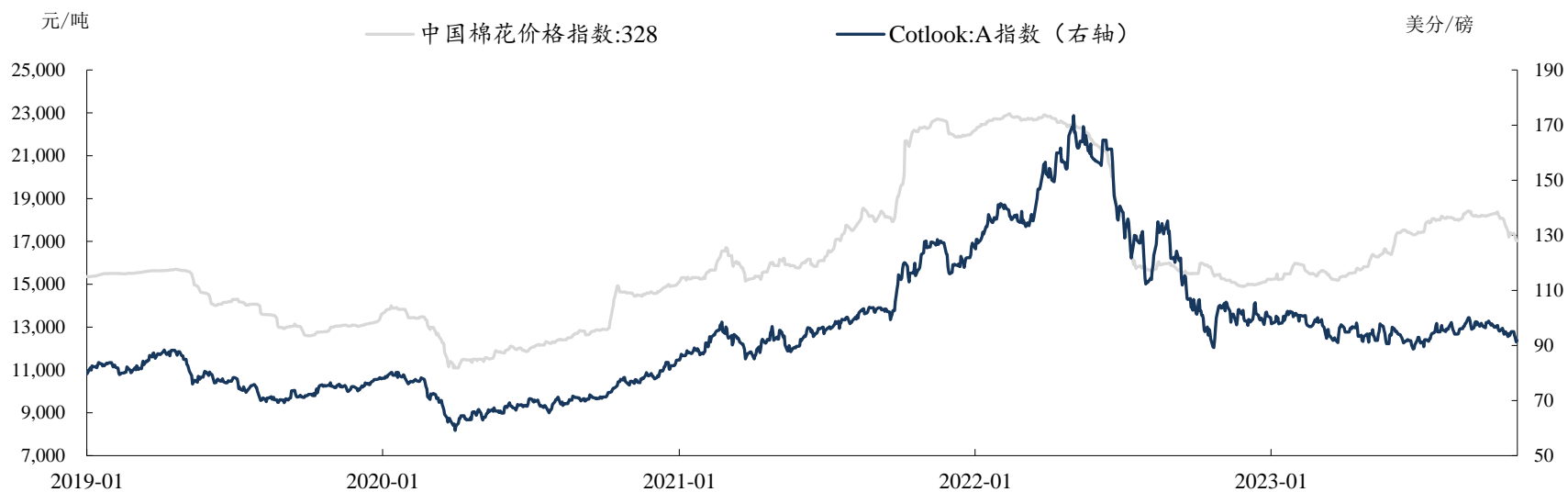


## 3.1.2 原材料价格：近年棉价波动幅度较大，目前处于相对低位

### ➤ 23年国内棉价有所上涨，内外棉价仍处于相对低位。

- **22年国内、国际棉价大幅回落，内棉价格23年有所上涨、美棉维持棉价低位震荡。** 21年国内棉价大幅上涨，21/11-22/05期间国棉维持在22,000-23,000元/吨区间高位盘整、国外棉价自20年4月开启上涨行情后持续涨至22年5月中下旬的169美分/磅的高点，年中国内、国外棉价随需求走弱较快回落，22年5月至12月降幅分别为-33%/-43%。国内棉价23年4月在减产预期影响下走强，但23年9月以来受需求较弱影响逐渐走弱、由18,400元/吨下降至10月末17,300元/吨，国际棉价持续在90-100美分/磅区间低位震荡，23Q3国内/美棉均价同比分别+12.2%/-22.5%。
- **棉价变动对上游棉纺织及中下游成衣生产企业业绩产生不同影响。** 例如棉价上涨对棉纺织企业而言为利好（低价库存受益逻辑）、但对成衣生产商而言为业绩受损（成本增加），因此在2021年棉价大幅上涨时期上游棉纺织企业鲁泰、百隆东方等公司业绩大幅受益，而成衣生产商申洲国际业绩受损，2022年以来该现象有所反转。

2018年以来国内/国际棉价走势





## 3.1.2 汇率：23年人民币大幅贬值利好纺服出口企业

### ➤ 23年美元兑人民币汇率高企、人民币呈贬值。

- 由于国内经济复苏较弱、美国经济超预期，人民币汇率扭转22年末升值趋势、转为贬值。从23年1月最高点6.1贬至8月最低点突破7.3、跌幅20%。9、10月在7.2左右波动，11、12月中人民币汇率逐步升值至7.1。整体看23年人民币汇率呈贬值。
- 随人民币汇率贬值，我国作为纺织品第一大生产国和出口国，出口型纺织企业有望因：①外币收入折算本币、本币贬值带动收入增长、②期末外币资产调整为本币产生汇兑损益两方面而从中受益，有望增厚出口型纺织企业业绩。

23年以来人民币大幅贬值

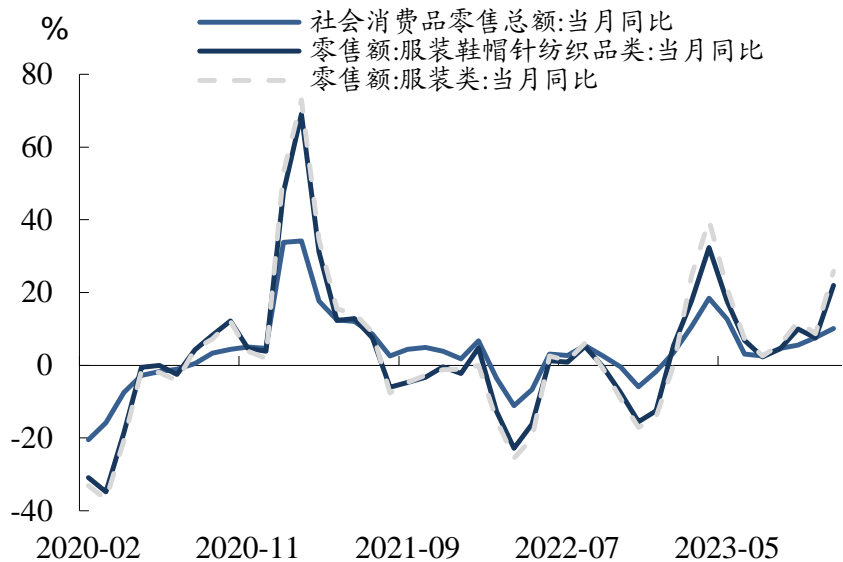


### 3.1.2 订单——内需：23年国内消费弱复苏，品牌库存承压拖累订单传导

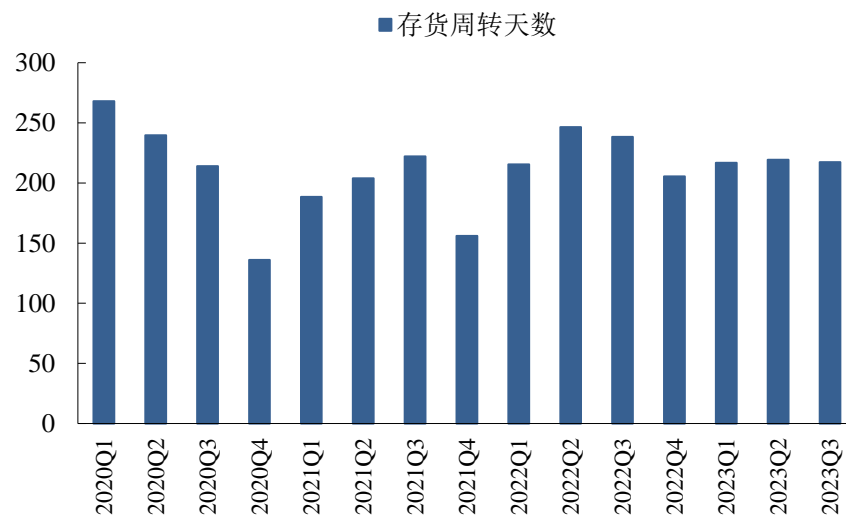
#### ➤ 23年国内消费弱复苏，品牌存货周转承压下向上游订单传导缓慢。

- 23年国内消费弱复苏，服装消费表现较好。如前所述，2023年国内消费呈弱复苏趋势，1-11月全国社零累计同比+7.2%，其中服装消费由于具有一定的社交属性、对线下场景依赖度较高，复苏好于整体水平，1-11月服装类零售额累计同比+13.8%。
- 23Q1-Q3品牌服饰存货周转承压、需求改善向上游订单传导缓慢。17-20年板块（A+H股）存货周转天数整体在161-167天、21年随销售改善优化至157天、22年受疫情反复影响升高至176天。23年前三季度板块（仅A股）存货周转天数232天、处于较高水平，导致终端需求好转向上游制造的订单传导缓慢。

#### 2023年国内服装消费呈弱复苏态势



#### 20Q1-23Q3品牌服饰板块（A股）存货周转天数



### 3.1.2 订单——外需：经济低迷+品牌去库下，23年海外订单承压

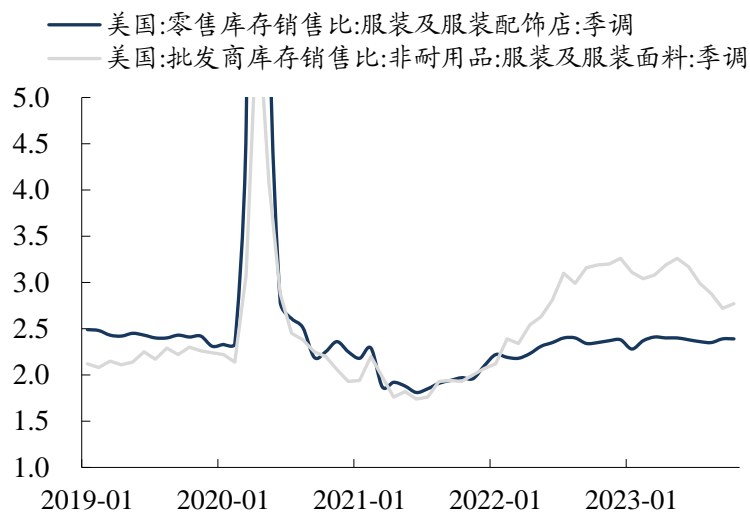
#### ➤ 23年海外经济整体低迷+海外品牌推进去库，拖累上游订单承压

- **欧美零售环境整体偏低迷，短期呈波动特点。** 通胀影响下欧美地区消费走弱趋势明显，美国服装消费22年3月增幅回落明显、23年3月转负、23年5-7月重新小幅回正、并逐月增速小幅提升，23年8、9月增速持续放缓回落，10月增速回落至-0.2%，11月服装消费增速回正、同比+1.3%；欧元区20国零售销售指数22年6月起同比转负、23年10月降幅收窄，海外经济环境仍呈短期波动。
- **海外服装品牌从22年下半年开启去库周期，迄今尾声渐近。** 由于全球供应链扰动，欧美品牌22年上半年加大库存采购，而终端需求在通胀、地缘摩擦等因素影响下转弱，导致年中下游库存积压，品牌普遍开启去库周期。截至23年10月美国服装零售商/批发商库销比分别为2.77/2.39，批发商库存仍高于疫情前2-2.5水平，零售商库存已回到疫情前健康水平。

#### 欧美消费处于小幅波动环境



#### 美国服装库销比2022年以来冲高回落 (单位:月)



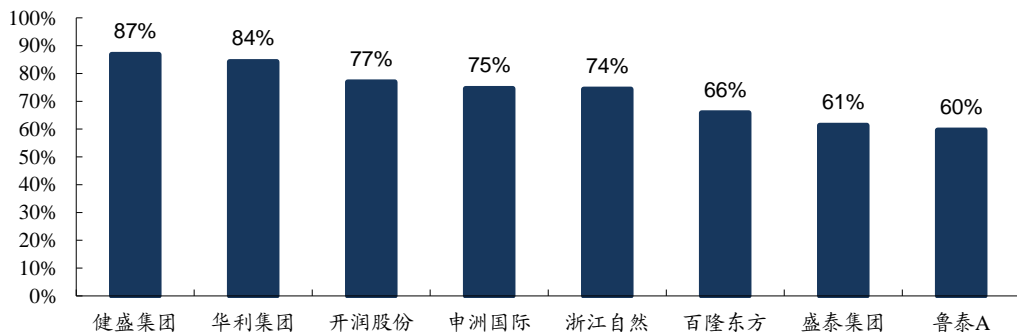
#### 国内出口自23年7月以来虽仍较弱、但整体呈改善趋势



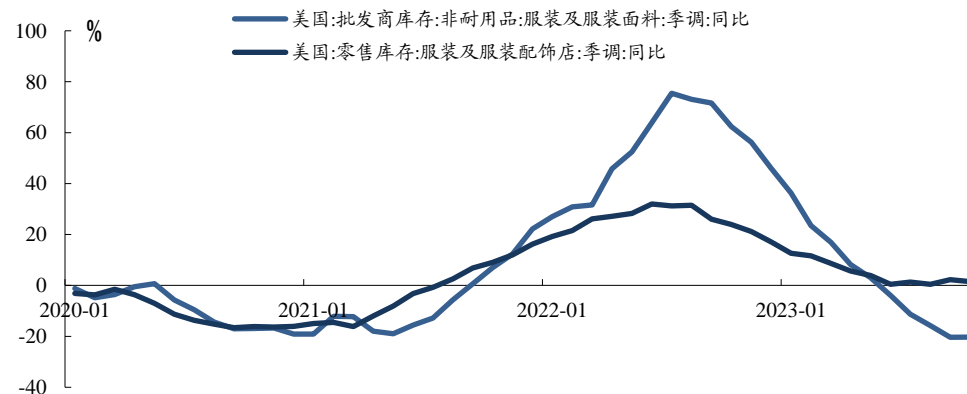
### 3.1.3 24年纺织制造核心变量：海外去库何时结束？

- **出口市场影响大：**我国多数纺织制造上市公司通常为海外品牌代工生产鞋服产品、营收出口占比较高，业绩受出口订单变动影响较大。此外如伟星股份、台华新材等以内销为主的制造企业（22年内销营收占比分别为69%/83%）穿透至终端需求，亦存在较多间接出口、对业绩影响仍较大。
- **海外去库进程成为24年影响纺织制造业绩的核心变量。**根据前述分析制造企业需求受到内需+外需的影响，23年以来国内市场疫情开放后服装消费复苏较好、但受到库存略有积压影响向上游订单传导缓慢，预计经过一年库存逐渐去化后，24年下游市场状况将顺利传导至订单端；但海外市场方面外需走弱叠加海外服装库存去化影响，需求较为疲软，纺织制造企业出口订单量受影响较大。从而我们判断压制24年纺织制造企业业绩表现的因素主要是海外需求，从消费环境看欧美零售环境自2022年3月以来持续处于小幅波动、相对稳定的状态。因此，海外去库过程何时结束将成为判断上游企业订单拐点的关键指标，我们下节专门对此通过历史复盘进行研究和判断。

22年我国制造公司上市公司海外营收占比情况



2020年来美国零售/批发商库存同比波动较大



## 3.2 海外服装去库周期多长、如何影响上游订单？ ——复盘历史，以史为鉴

为保证正常经营，品牌端库存通常表现为与营收增速相匹配，但在经营环境变动期可能出现库存积压问题。由于国际品牌发展历史较长，因此我们回溯复盘国际品牌历史较严重库存积压消化周期，对现阶段品牌去库周期进程的判断具有一定借鉴意义：

➤ **首先，复盘历史去库情况探讨去库需要多久。**

■ 我们选取全球运动赛道市占率前二的Nike、Adidas，瑜伽细分领域品牌势头向上的lululemon，以及大众休闲赛道龙头迅销集团作为国际龙头品牌，复盘近20年内品牌经历的去库周期、并寻找行业共性，总结国际服装龙头品牌及行业去库时长，以期对本次去库周期提供启示。

➤ **其次，进一步复盘研究下游去库对上游制造出口代工企业营收的传导情况。**

■ 公司层面：我们选择和品牌端较为紧密绑定的下游制造龙头丰泰/裕元/儒鸿/聚阳/申洲在品牌去库周期内营收表现情况，分析制造订单承压时长及传导至制造订单的节奏。

■ 行业层面：分析主要服装制造出口国中国及越南出口增速与美国服装行业去库节奏匹配情况。

➤ **最后，通过复盘总结历史去库进程，对当前品牌/行业去库进展、何时完成去库进行判断；并结合对上游制造的传导机制的复盘在3.3节中对国内制造商的24年订单进行预判。**

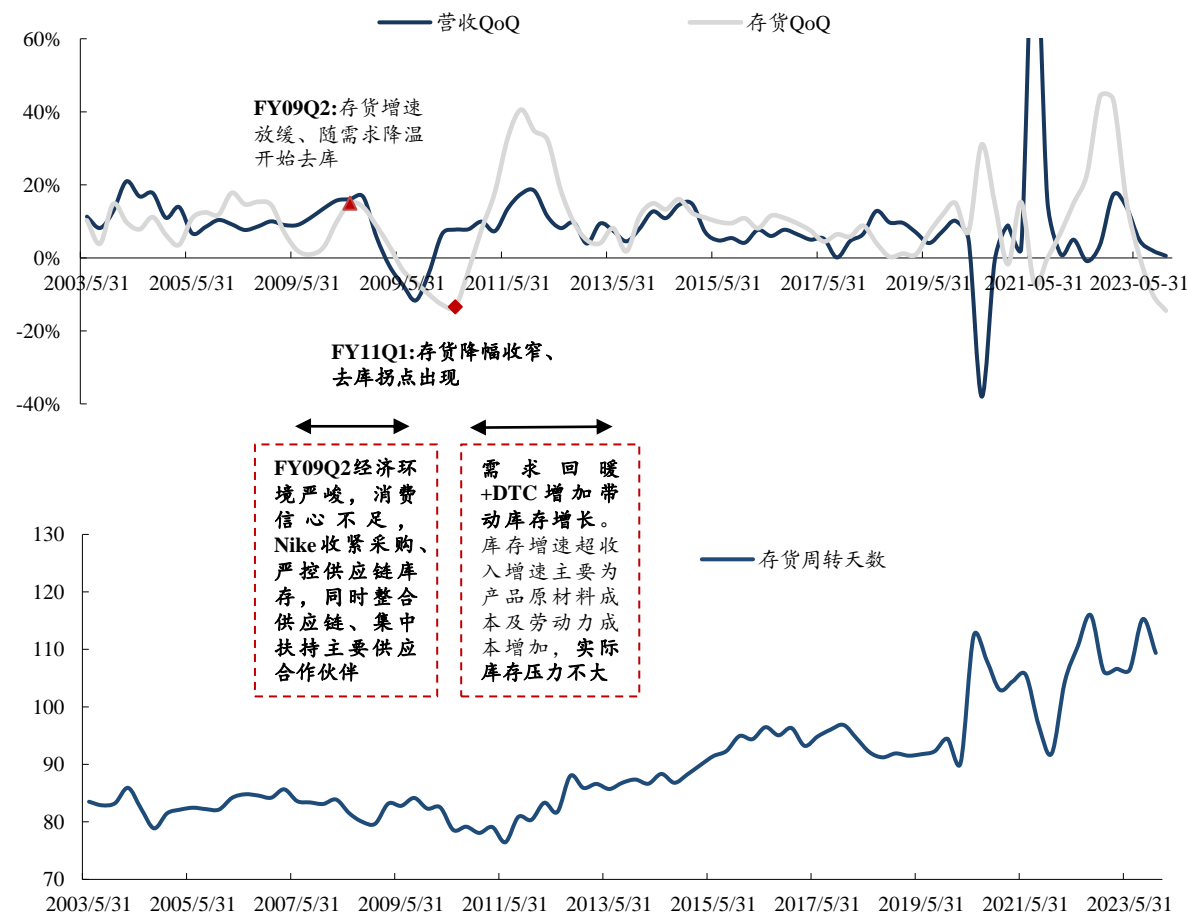
## 3.2.1 复盘Nike去库：08-10年需求承压，去库持续约1.75年

- **去库周期如何定义：**我们将国际品牌库存同比在某段时期内持续单边下行、期间增长快于营收的情况视作该品牌处于去库周期，去库的起始/结束时点分别为库存同比见顶、见底时点。
- **Nike：2008-2010年金融危机期间销售承压，公司库存管理较为及时，去库持续时间约1.75年（FY09Q2-FY11Q1、对应自然年2008年8月-2010年5月）。**
- **Nike应对措施：**持续完善产品创新满足消费者需求、增加促销活动，供给端精简供应链、收紧采购、缩小产品线。
- **收入及库存变动：**①**收入承压，**2008年中全球经济放缓，除中国外其他市场销售同比回落，2010年初销售恢复正增。②**库存管控较好，**一方面公司此前开始供应链优化、减少供应商数量有利于存货控制，另一方面公司对经济环境态度偏谨慎、对库存管控严格，存货绝对值、存货周转天数持续下降。

### FY09Q2-FY11Q1期间公司针对库存管理的态度一直较为谨慎

| 财报季    | 对应自然年          | 营收同比   | 库存同比    | Nike业绩交流针对库存方面的表述                                  |
|--------|----------------|--------|---------|--|
| FY09Q2 | 2008M6-8       | 16.7%  | 13.9%   | -  |
| FY09Q3 | 2008M9-11      | 5.8%   | 8.8%    | 全球经济放缓、新开门店增速降低，未来优化供应链、收紧采购                       |
| FY09Q4 | 2008M12-2010M2 | -2.3%  | 3.2%    | 大环境持续动荡，公司收紧供应链、谨慎采购，减少SKU总数                       |
| FY10Q1 | 2009M3-5       | -7.4%  | -3.3%   | 供应链风险抗性加强，鞋类、服装供应商明显减少，同时为主要合作伙伴开设数百家工厂            |
| FY10Q2 | 2009M6-8       | -11.7% | -6.7%   | 环境仍较为严峻，短期有所改善，但仍认为长期消费者会相对谨慎                      |
| FY10Q3 | 2009M9-11      | -4.0%  | -10.0%  | 销售回暖，继续严格管理供应链库存，与零售商同步保持销售渠道库存清理，由于缩小产品线，因此库存并未增加 |
| FY10Q4 | 2009M12-2010M2 | 6.6%   | -12.8%  | 全球消费者信心尚未完全恢复，未达到正常收入增长轨迹，预计FY09年底或FY10初绝对值逐渐趋于稳定  |
| FY11Q1 | 2010M3-5       | 7.7%   | -13.41% | 保持库存精简，减少折扣及清仓销售，建设产能以满足未来需求增长                     |

### Nike最近20年收入及库存同比、存货周转天数变动情况





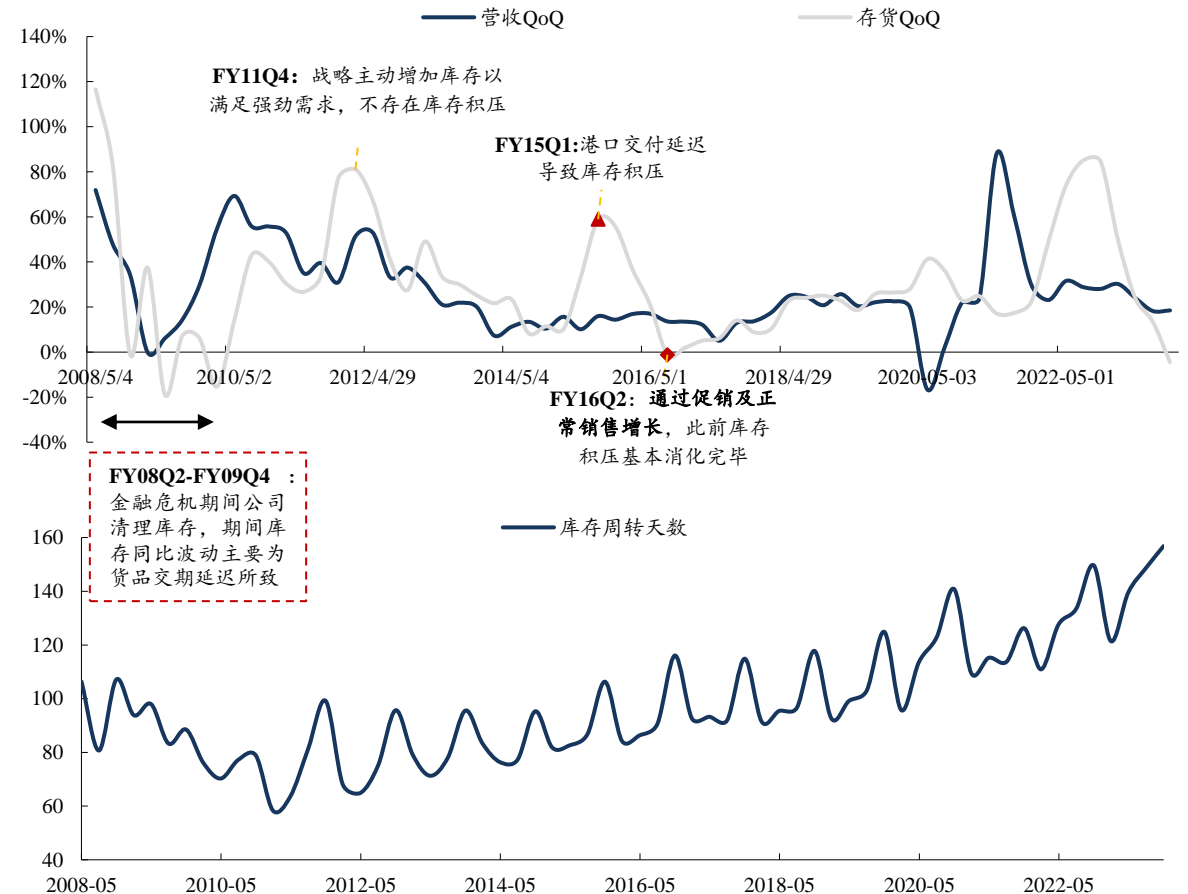
### 3.2.1 复盘Lululemon去库：15年港口交付导致库存积压，去库持续1.25年

- 2015年初港口交付延迟导致库存积压，lululemon品牌势能提升、需求旺盛，库存消化较为顺利，去库进程约1.25年（对应自然年2015年7月-2016年7月）
- **背景：**2015年初美国西海岸港口的劳资纠纷引起库存积压，lululemon产生过剩库存110万件。
- **lululemon应对措施：**约1/3通过开展线上及仓库促销活动清理，2/3通过正常销售消化，供给端提升供应链货品交期准确性。
- **收入及库存变动情况：**①收入稳健增长，品牌势头持续增强，营收表现强劲、维持双位数以上增速，持续进行国际化扩张。②强劲销售带动库存消化较快，FY15Q1港口延误+后续季节提前交货导致FY15库存水平维持高位，但下游销售增长趋势向好，多数货品以正价回流至FY15下半财年正常销售中。

#### FY15Q1-FY16Q2主要通过刺激销售消化库存

| 财报季    | 对应自然年          | 营收同比  | 库存同比  | lululemon业绩交流针对库存方面的表述  |
|--------|----------------|-------|-------|---|
| FY15Q1 | 2015M2-4       | 10.1% | 33.3% | 西海岸港口的劳资纠纷引起货物的积压及滞后,过剩库存预计通过正常出清渠道清理1/3(直销店、网上仓库销售和实体仓库销售), 2/3将纳入下半财年正常销售 |
| FY15Q2 | 2015M5-7       | 15.9% | 59.0% | 将首先解决库存清理问题, Q2进行线上仓库促销清理掉部分过剩库存, 计划在Q3、Q4进行2次实体仓库促销, 并开设8家工厂直销店            |
| FY15Q3 | 2015M8-10      | 14.4% | 55.6% | 对FY15Q4收入采取保守态度, 同时采取必要的措施来管理库存   |
| FY15Q4 | 2015M11-2016M1 | 16.9% | 36.5% | 降价处理部分前期库存积压  |
| FY16Q1 | 2016M2-4       | 17.0% | 21.0% | -   |
| FY16Q2 | 2016M5-7       | 13.6% | -1.2% | 此前库存过剩基本消除、库存重新平衡, 并优化产品供应  |

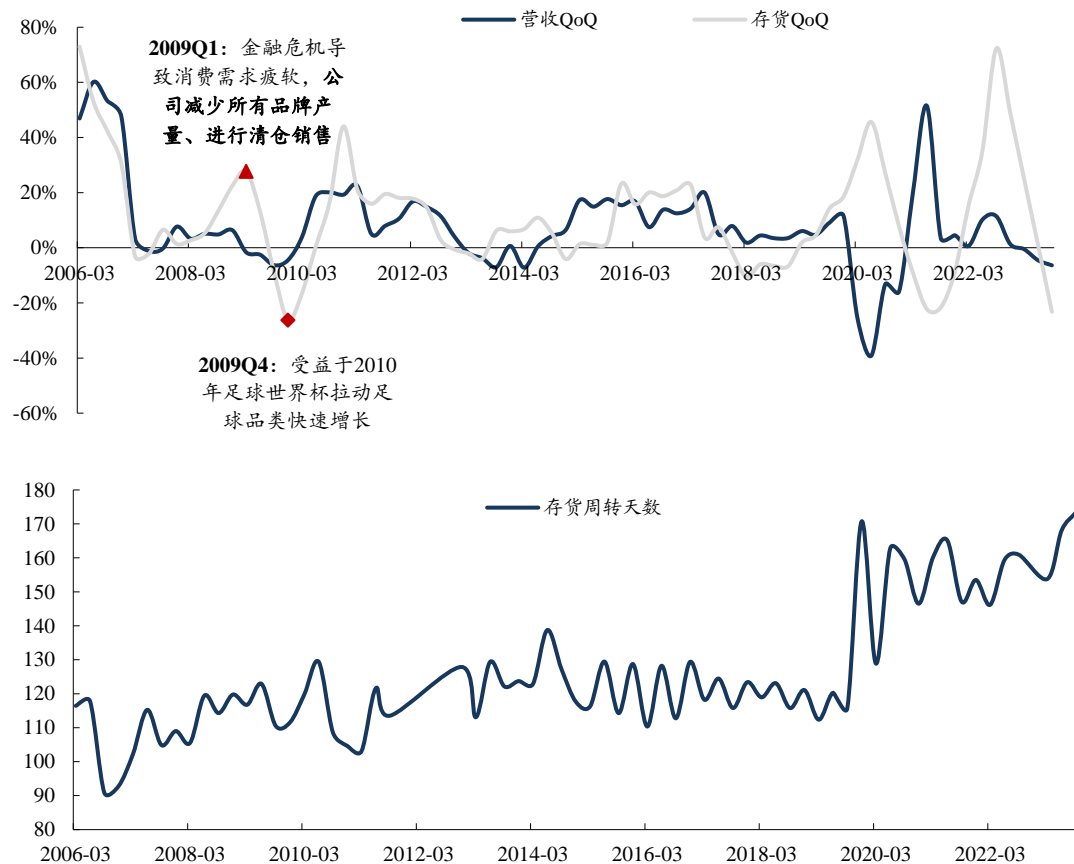
#### lululemon上市以来季度收入及库存同比、存货周转天数变动情况



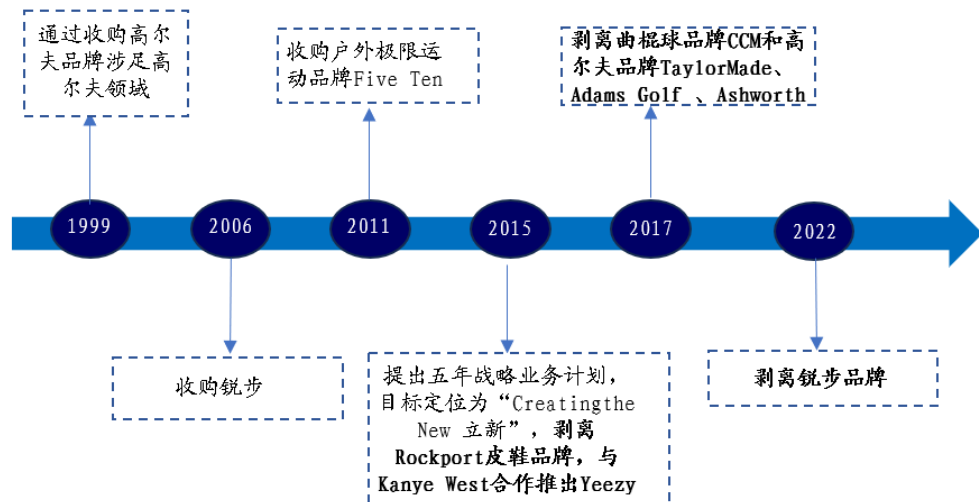
### 3.2.1 复盘Adidas去库：08-10年需求承压，去库持续1年

- 2009年受金融危机背景下消费疲软影响，致Adidas主品牌销售承压。2009Q1-2009Q4，持续时间1年，足球品类+新品牌表现较好加速库存消化：2008年底金融危机开始影响公司销售，公司需求端加大折扣力度、进行清仓销售，供给端减少所有品牌采购量。随2010年世界杯拉动优势足球品类增长、Reebok贡献增量，公司营收、库存恢复增长。

Adidas最近20年收入及库存同比、存货周转天数变动情况



Adidas品牌矩阵变动情况



### 3.2.1 复盘迅销集团去库：精细化运营实现库存高效控制，无明显库存危机

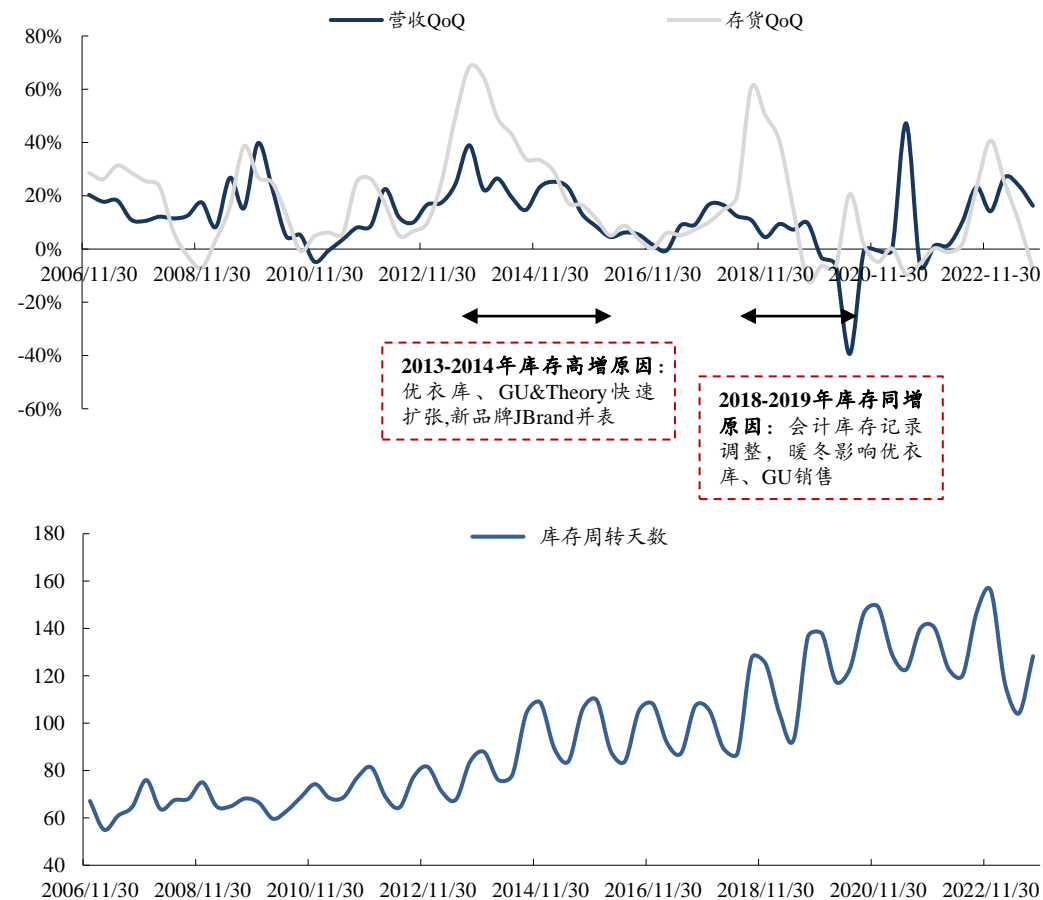
- 迅销集团旗下主品牌优衣库定位高性价比大众基本款，新品牌成长及海外扩张带动业绩稳健增长，并不断强化精细运营水平降低库存风险，因此近20年并未出现过明显的库存危机。
- 历史两次库存同比高增主要原因为品牌快速扩张或并表（2013-2014年优衣库、新品牌GU&Theory快速增长、JBrand并表）/会计记录变化（2018-2019年）等偶发原因导致，实际库存管控能力较强、供应链控制能力凸显。
- 采用SPA模式提升供应链掌控能力。优衣库SPA模式即全程参与商品设计企划、生产物流及销售环节，其中生产端外包但对供应链绝大多数环节和所有工厂进行自主管理，以周为单位缩短商品运营周期，及时调整SKU的生产计划以提高售罄率。

#### 优衣库SPA模式对供应链掌控能力较强

|           | 商品企划 | 原料 | 纤维 | 坯布 | 染色 | 裁剪 | 缝制 | 成衣 | 仓库 | 运输 | 店铺 |
|-----------|------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| 一般服装企业    | -    | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | ○  |
| SPA模式其他企业 | △    | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | ○  | △  | ○  |
| 优衣库       | ○    | -  | △  | △  | △  | △  | △  | △  | △  | △  | ○  |

注：-意为委托外包，△意为自己管理的外包，○意为自行掌控

#### 迅销集团最近20年收入及库存同比、存货周转天数变动情况



### 3.2.1 复盘美国行业去库：与公司层面基本对应，整体去库周期更长

- 从微观层面分析总结，我们发现多数品牌在2008-2010年受到金融危机导致经济衰退、需求萎靡、终端销售承压。
- 若将视角放大至中观层面，近20年来金融危机影响程度最大，期间美国服装行业去库周期较长、约2.5-2.75年。美国服装零售/批发商分别于2007年2月/2007年6月开始出现库存积压，库存去化周期分别为2.75/2.5年，于2009年10月/2009年12月出现库存拐点。相较于同期国际品牌1-2年去库时间，整体行业去库所需时间更长，凸显龙头品牌供应链优秀管理能力。我们认为行业层面去库周期更长，还由于各品牌去库起始时点、去库力度存在差异，因此在行业层面体现为更长的去库周期。

美国零售/批发商库存同比变动情况



## 3.2.1 海外去库复盘总结：1-2年龙头品牌完成去库，行业去库周期更长

➤ 通过复盘前述4个国际品牌及美国服装行业历史去库周期，我们得到以下结论：

- **第一，龙头品牌去库周期通常持续1-2年。**品牌服饰在经营过程中库存与营收变动通常是同步的，但外部环境的扰动、或经营策略的转变，都可能引起一定的库存变动。在面临较大的库存压力时，龙头品牌通常在1-2年内可以完成库存去化。我们认为由于服装产品具有明显的四季特征，并且消费者对服装产品存在时尚审美要求，因此1年左右对于品牌服饰而言也是一个理想的去库周期。
- **第二，不同品牌去库节奏存在差异。**从各品牌去库特点看，Nike去库反应迅速、库存管控力度大、补货态度较为谨慎，去库持续时间相对较长；lululemon主要依靠营收持续高增消化库存、去库持续时间相对较短；Adidas过去多次凭借足球核心优势系列及打造时尚创新爆款单品摆脱库存危机；优衣库偏向事前管理、对库存掌控能力强、仅新品牌并表等偶发事件导致库存高增。
- **第三，行业层面去库周期比龙头品牌更久。**由于各品牌去库起始时点、去库力度存在差异，且龙头公司体现了更强的库存消化能力，因此在行业层面体现为更长的去库周期。金融危机时期美国服装零售/批发商分别于2007年2月/2007年6月开始出现库存积压，库存去化周期分别为2.75/2.5年。

国际品牌历史去库情况及处理特点汇总

| 品牌        | 库存积压原因      | 历史去化库存时间         | 去库时长  | 去库特点  |
|-----------|-------------|------------------|-------|---|
| Nike      | 金融危机致终端消费疲软 | 2008年8月-2010年5月  | 1.75年 | <p><b>谨慎管理库存：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 去库初期，对需求变动较为敏感，收紧供应链采购、精简SKU总数。</li> <li>➤ 去库期间严格管理全渠道库存，同时优化供应链、扶持主要合作供应商。</li> <li>➤ 去库末期，营收恢复正增后仍维持谨慎态度，约保持2个季度低位库存。</li> </ul> |
| lululemon | 公司供应链交付延迟   | 2015年5月-2016年7月  | 1.25年 | <p><b>加大促销力度+转移至适销季正常销售消化过剩库存：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 去库期间通过降价处理+举办大型促销活动消化部分库存。</li> <li>➤ 由于多数库存转移至下一适销季销售、或减少供应商订单</li> </ul>  |
| Adidas    | 金融危机致终端消费疲软 | 2009年1月-2009年12月 | 1年    | <p><b>清仓销售+体育赛事催化足球需求：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 去库期间减少所有品牌产量，进行清仓销售</li> <li>➤ 通过世界杯赛事推动销售回暖</li> </ul>   |
| 迅销集团      | -           | -                | -     | <p><b>库存事前管理较好，全供应链精细化运营供应链掌控能力较强</b><br/>此前库存积压主要为新品牌并表或会计记录变动等偶发因素。</p>   |



## 3.2.2 对上游影响复盘—公司层面：制造订单承压时长与品牌去库时长较吻合，且提前于下游品牌表现

### ➤ 在对品牌库存周期分析基础上，我们进一步分析品牌去库周期如何传导至产业链上游制造龙头营收变动：

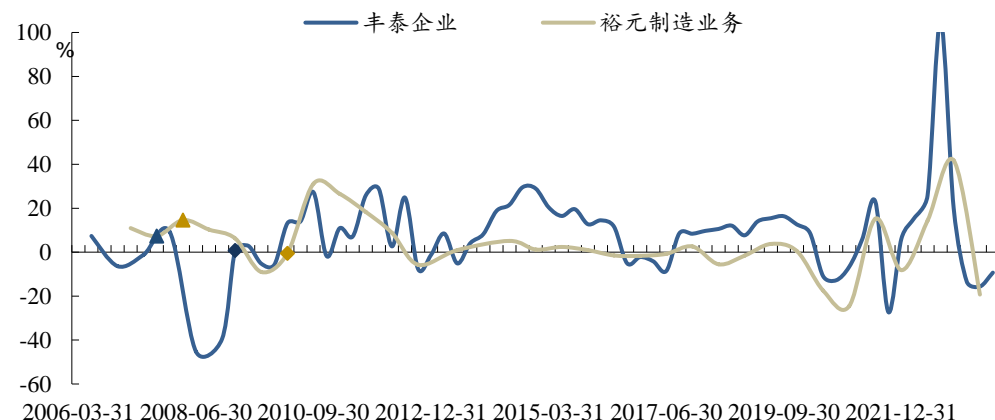
■ 我们选取上市较早、深度绑定品牌方的鞋类制造龙头丰泰（Nike收入贡献超80%）、全球最大的鞋类制造商裕元集团（代工Nike、Adidas等品牌）；与lululemon密切合作的成衣制造商儒鸿、全球最大的成衣制造龙头申洲国际（代工Nike、Adidas、优衣库等品牌）、以及美国市场占比超80%的成衣制造商聚阳（代工GAP、Target等），并将5家上游制造企业2008-2010年营收情况与同期品牌去库周期作对比。

### ➤ 结论：制造商受下游品牌去库影响时长与下游品牌去存周期吻合，且提前于下游品牌表现。

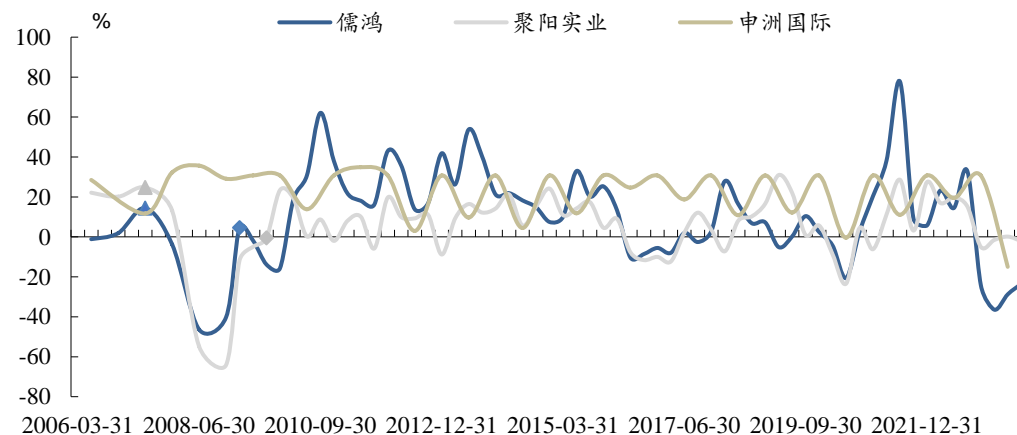
■ **结论一：制造企业营收承压时长与品牌去库时长基本一致，品牌扶持下部分制造企业表现逆势增长。**我们以“营收增速同比放缓-营收恢复正增”为制造企业订单承压周期。丰泰/裕元/儒鸿分别为1.25/2/1.75年，与国际品牌去库时长1-2年基本一致。另外申洲国际在品牌客户订单倾斜扶持下营收逆势维持超20%增长、订单受影响程度较低；聚阳由于客户结构偏休闲类、去库周期更长，营收承压时间达2.25年。

■ **结论二：节奏上，制造企业营收同比放缓早于品牌去库开始时间，营收恢复正增早于品牌去库结束时间。**丰泰/裕元营收同比放缓时间约为2007年年末；儒鸿/聚阳营收同比放缓时间约为2007年年中，早于品牌端2008年年中开始去库时间。我们复盘的国际品牌基本于2010年后完成去库，各制造企业基本均在此前实现营收同比回正。伴随整体供应链效率进一步提升，我们认为当前品牌去库传导至制造订单的节奏会更快、时间差更小。

### 鞋类制造龙头季度同比营收增速情况



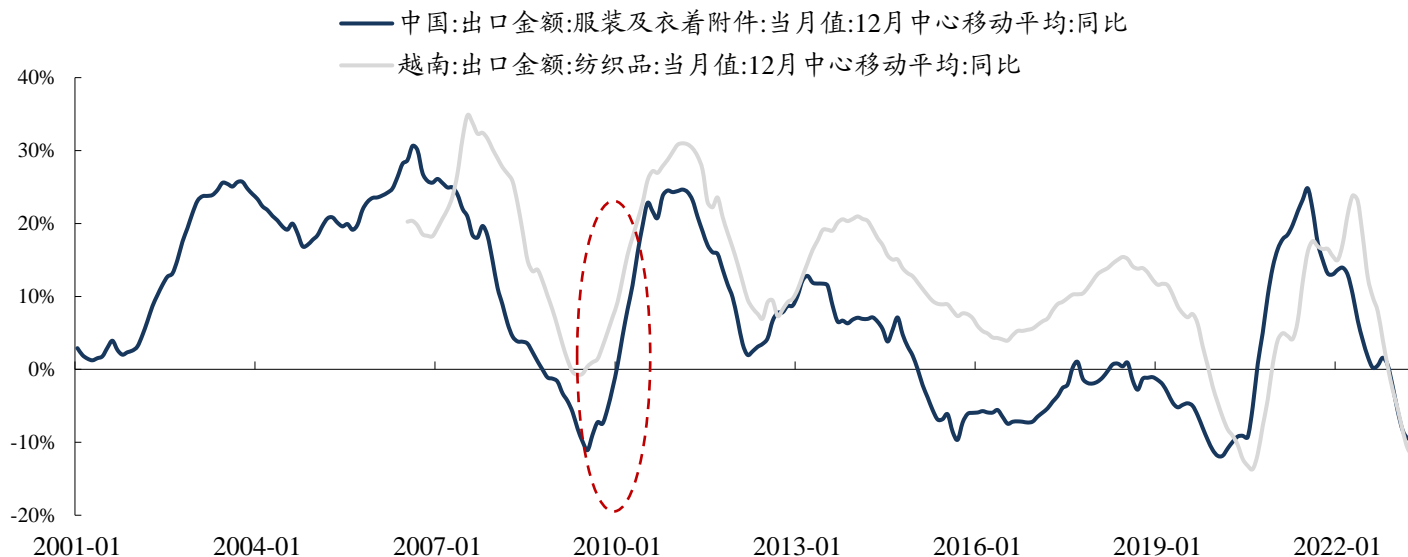
### 成衣制造龙头季度同比营收增速情况



## 3.2.2 对上游影响复盘—行业层面：品牌去库完成基本对应制造出口同比转正

- **行业去库完成是主要制造国家出口金额同比转正的信号。**根据全球鞋服主要制造国中国、越南月度服装出口金额同比数据，中国及越南服装出口增速分别于2007年初/2007年中开始持续放缓，至2009年中越南恢复向上正增通道、2010年初中国服装出口金额同比转正，出口承压周期约2-3年。与美国服装行业去库周期相对比，时间点基本一致，因此我们认为在一个去库周期中，中观层面纺服制造出口金额同比转正的风向标为下游出口市场行业去库完成。

### 中国、越南及中国台湾鞋服历史出口情况





### 3.2.3 对当前去库周期启示—公司层面：本轮国际龙头品牌进度有所不同，部分品牌已完成

➤ **多数龙头品牌完成或即将完成本轮去库。**根据我们上述复盘结论，海外品牌在金融危机、经济衰退背景下约经历1-1.75年（7个季度内）去库。本轮去库自22Q3开始，海外品牌普遍出现库存同比增速放缓，截至23年底约经历5-6个季度去库，根据品牌历史去库经验、以及服装品类适销季通常为2年，我们认为多数品牌基本完成或即将完成本轮去库。其中：

■ **库存处于正常水平/库存同比企稳向上的公司包括：Nike、lululemon、PUMA、Deckers、迅销集团。**

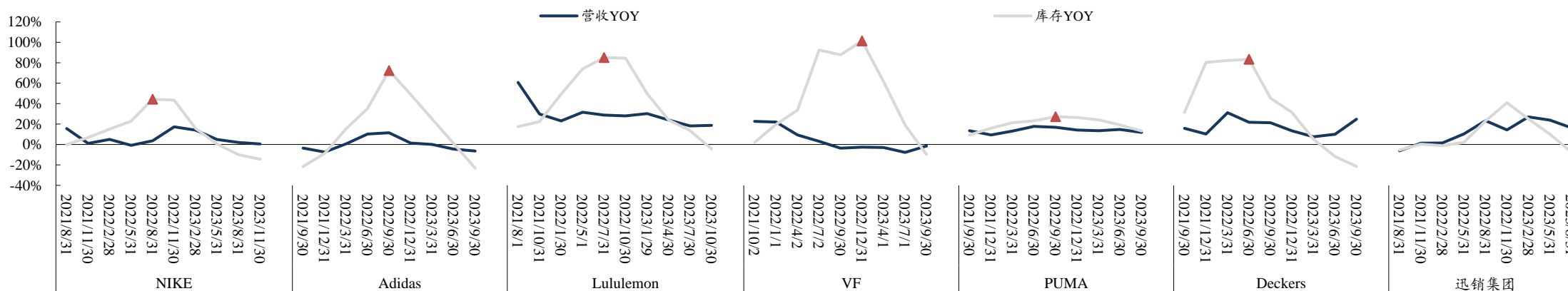
■ **未来库存压力较大、仍将继续消化库存的公司包括：Adidas（目前库存压力来自于Yeezy系列产品合作终止停止销售以及北美库存水平较高）、VF（VANS品牌及北美地区销售压力较大）。**

➤ **同时为验证我们【完成或即将完成去库】的判断，我们综合考虑①公司对库存状况表述及库存绝对值指引；②剔除基数影响、相较于19年正常经营周期的收入增长与库存增长匹配程度。**

#### 各国际品牌最新季报针对库存方面表述及指引

| 品牌        | 财报季    | 对应自然年     | 最新业绩交流针对库存方面的表述   |
|-----------|--------|-----------|---|
| Nike      | FY24Q2 | 2023M9-11 | 库存持续健康，经销商新品库存占比较大  |
| Adidas    | FY23Q3 | 2023M7-9  | 23年底库存将得到控制（美国除外、美国库存去化较其他地区落后6个月）。若提出Yeezy库存，整体库存较为健康    |
| lululemon | FY23Q3 | 2023M8-10 | 对库存的质量和数量保持满意，FY23Q4预计库存按美元计算将与去年持平或略有下降，单位数量持平或略有上升      |
| VF        | FY24Q2 | 2023M7-9  | 后续专注于减少库存，VANS品牌和美国批发库存消化低于预期，预计FY24年底下降中高单位数（此前为至少下降10%） |
| PUMA      | FY23Q3 | 2023M7-9  | 库存恢复正常水平，库龄结构有较大改善  |
| Deckers   | FY23Q2 | 2023M7-9  | 战略重心库存匹配为HOKA、UGG品牌增长，UGG精简SKU降低实现库存降低                    |
| 迅销集团      | FY23Q4 | 2023M6-8  | 库存处于正常水平  |

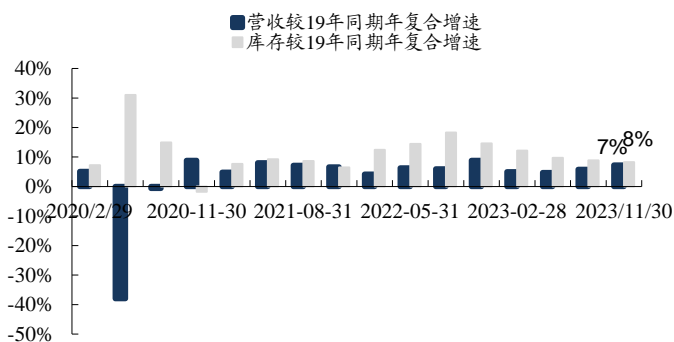
#### 国际鞋服品牌收入及库存同比变动情况



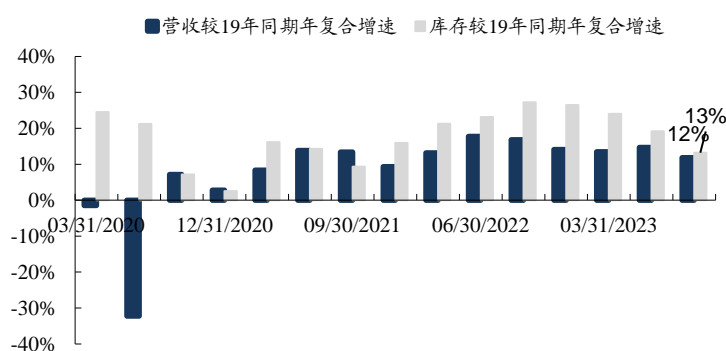
### 3.2.3 对当前去库周期启示—公司层面：国际龙头品牌进度有所不同，部分品牌已完成

- 由于2020年以来需求及供应链均受疫情阶段性影响同比波动较大，因此我们以2019年为基准，分别计算6家国际运动品牌营收/库存较19年同期复合增速情况，**反映品牌中长期销售增长与库存增长匹配程度**：
- **多数品牌 (Nike、lululemon、PUMA、Deckers) 营收及库存较19年CAGR基本一致**，即相比19年看，营收和库存增速匹配、维持同一成长水平，我们认为库存已经处于较为健康水平。
- **Adidas、VF营收及库存较19年CAGR仍有较大修复空间**，其中Adidas主要受到yeezy系列高基数影响，VF受VANS品牌销售疲软拖累。

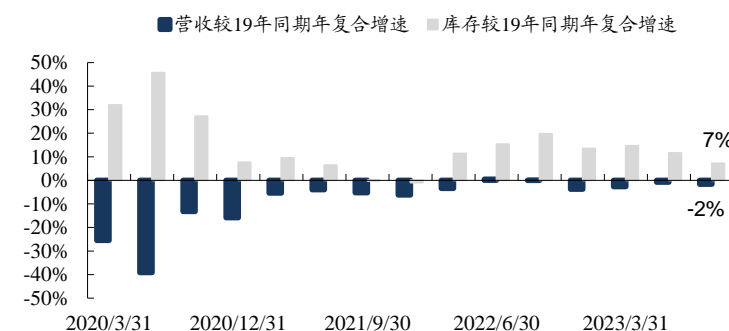
**Nike营收及库存较19年CAGR基本恢复一致**



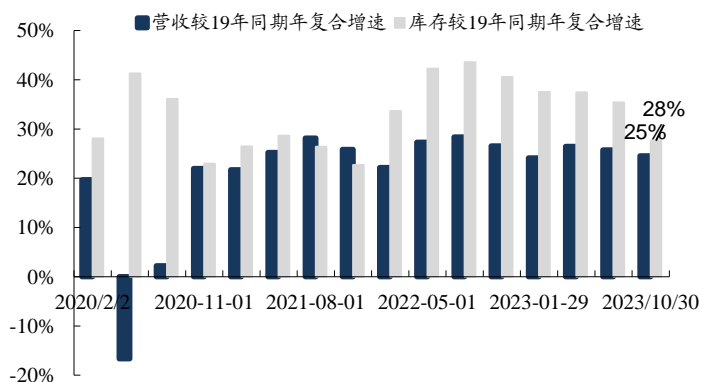
**PUMA营收及库存较19年CAGR基本恢复一致**



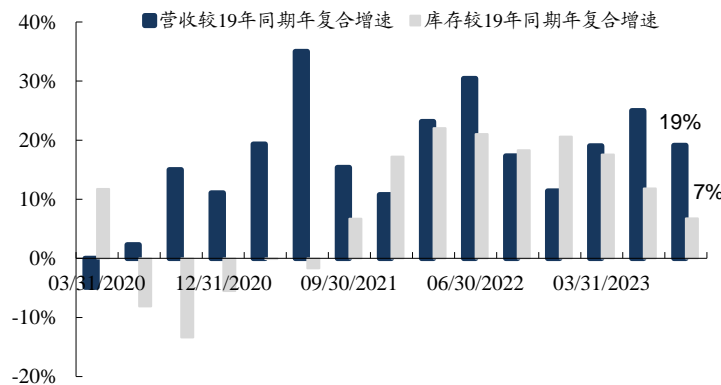
**Adidas营收及库存较19年CAGR仍有较大修复空间**



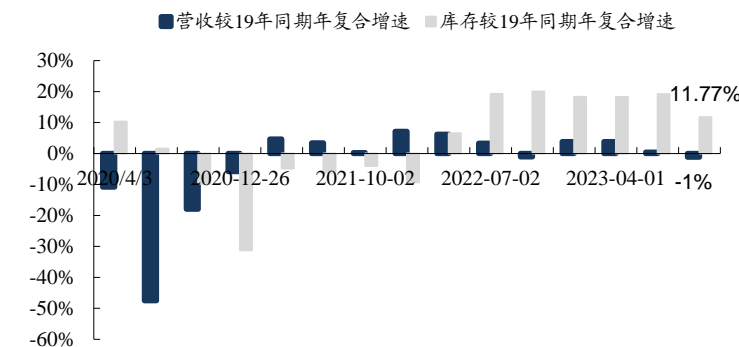
**lululemon营收及库存较19年CAGR基本恢复一致**



**Deckers营收及库存较19年CAGR基本恢复一致**



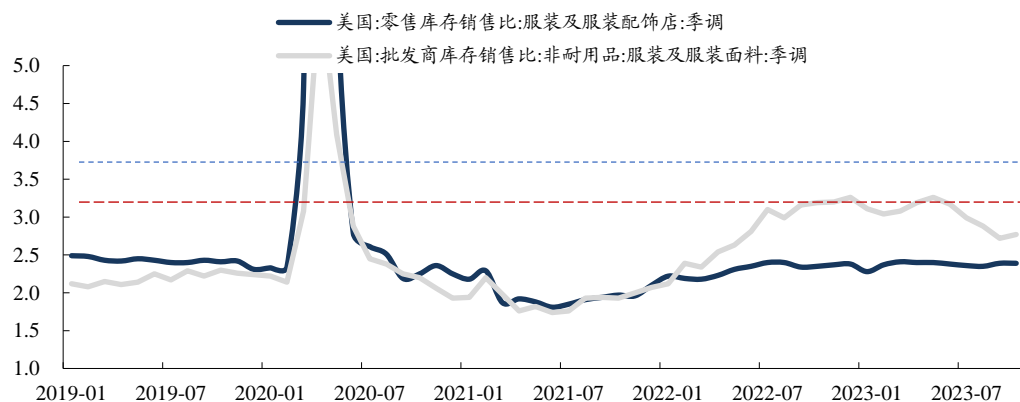
**VF营收及库存较19年CAGR仍有较大修复空间**



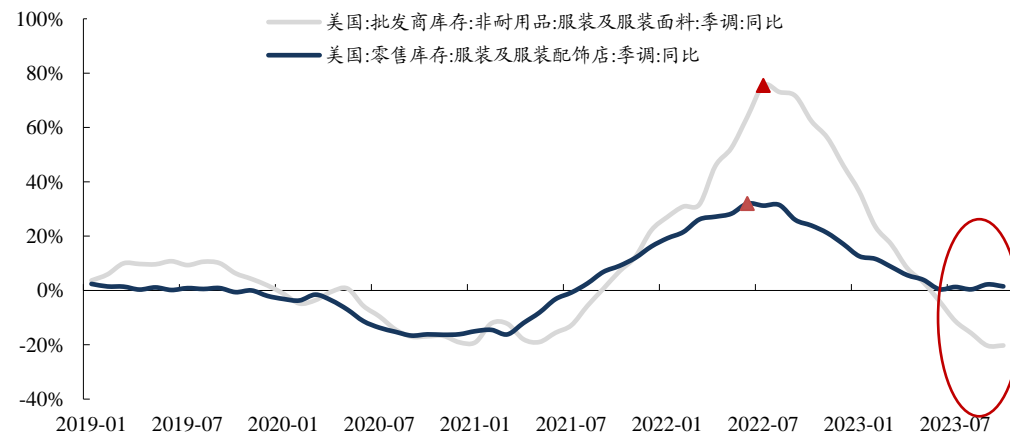
### 3.2.3 对当前去库周期启示—行业层面：美国库存周期有望逐渐转向补库

- 美国服装零售库销比已低于疫情前水平、批发商库销比相对较高，服装库存周期有望逐渐转向补库，利好上游制造出口订单回暖。
- 美国服装零售商库销比处于低位，批发商库销比逐渐下降。截至2023年10月美国服装零售商库销比为2.39个月、低于疫情前2019年同期的2.42个月，零售端库存水平较低；批发商经历供应链补库后提升备货水平，随库存消化，库销比逐渐由22年底3.26个月下降至23年10月的2.77个月、高于疫情前2.26个月。
- 美国服装行业去库进入尾声，有望逐渐进入补库周期。从美国服装零售/批发商库存同比增速的趋势上看，服装零售商库存稳定增长、与美国消费韧性较强相匹配，增幅自22年6月开始放缓、23年6月以来维持微增趋势；服装批发商22年7月开始增速放缓、23年6月转负、截至10月趋势上筑底有望回升，美国服装零售/批发商至今去库时长约为1.5年。参考此前中观行业层面复盘结论：从去库时长看，我们认为从经济环境看，当前美国进入衰退周期概率较低，因此本轮去库周期预计将快于2008年经济衰退时期去库进程（约2.5-2.75年）、同时目前部分国际龙头品牌已结束去库周期亦佐证我们对行业去库即将完成的判断。

美国零售商库销比降至疫情前水平（单位：月）



美国服装批发及零售商库存同比逐渐趋势向上



### 3.3 展望：如何判断24年纺织制造投资机会？

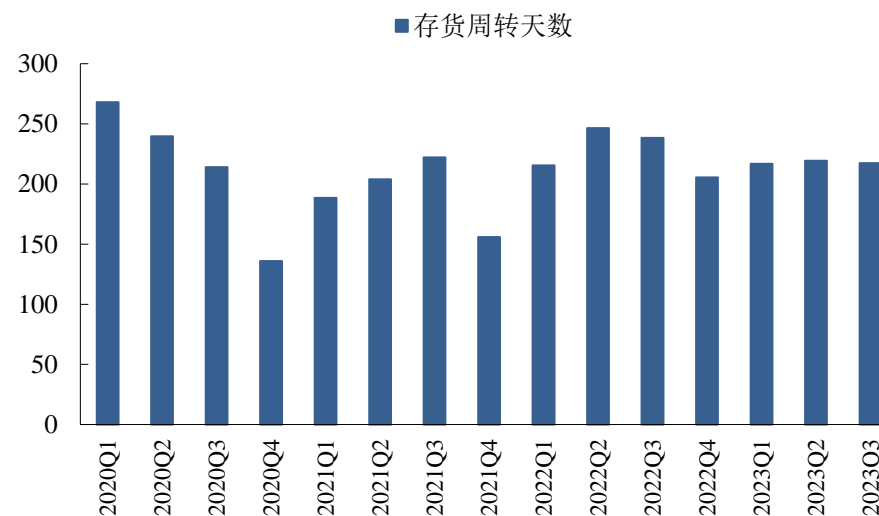
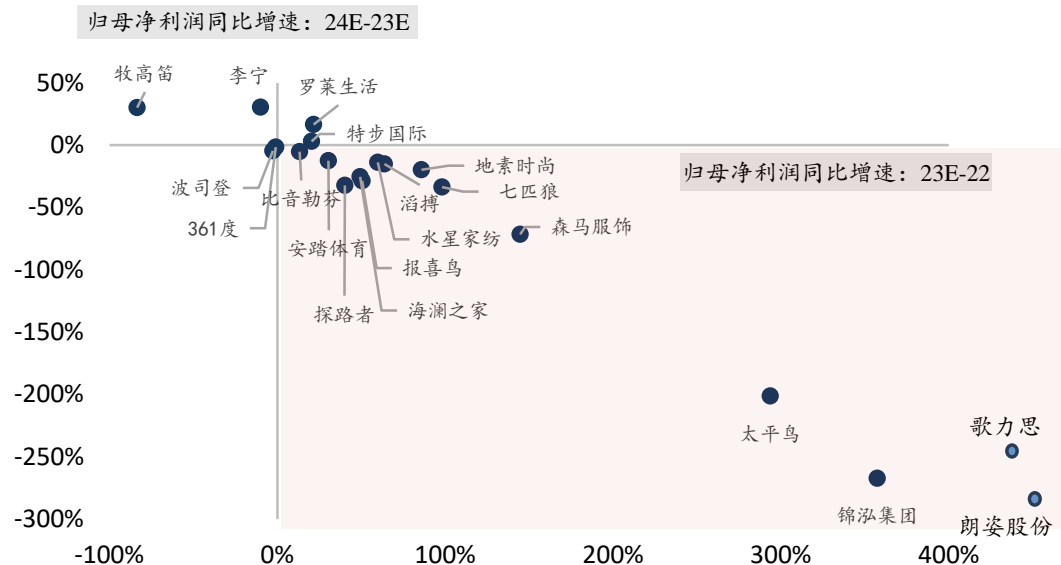
### 3.3.1 内需展望：24年预计国内服装消费增速放缓，但库存良性下有望促上游订单改善

➤ 内需情况：2024年国内服装消费整体可能增速放缓，但库存压力减轻有望有效带动订单改善。

- 国内消费环境：我们预计延续弱复苏趋势，如第二章分析，我们判断24年服装消费量价在相对高基数下可能增速放缓。
- 国内库存去化顺利利好订单改善：疫情导致23年国内品牌库存存在一定压力，经历23年疫情放开后终端消费的恢复，国内品牌服饰存货周转同比改善，23Q1/Q2/Q3存货周转天数（仅A股）分别为217/219/217天、同比分别+1天/-27/-21天。我们认为对于2024年上游订单而言，国内品牌客户去库的制约因素将有效解除，有望带动订单改善。

据我们预测，24年多数品牌服饰公司归母净利润增速将较23年放缓

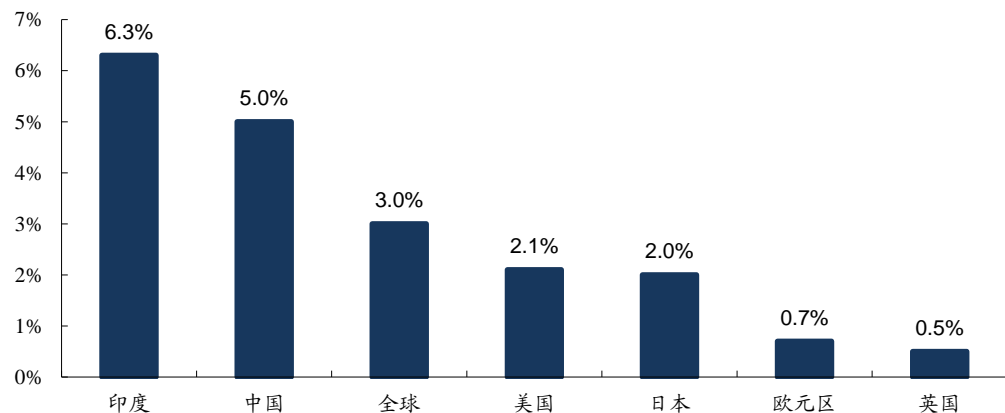
我国品牌服饰公司存货周转改善、逐渐回归良性



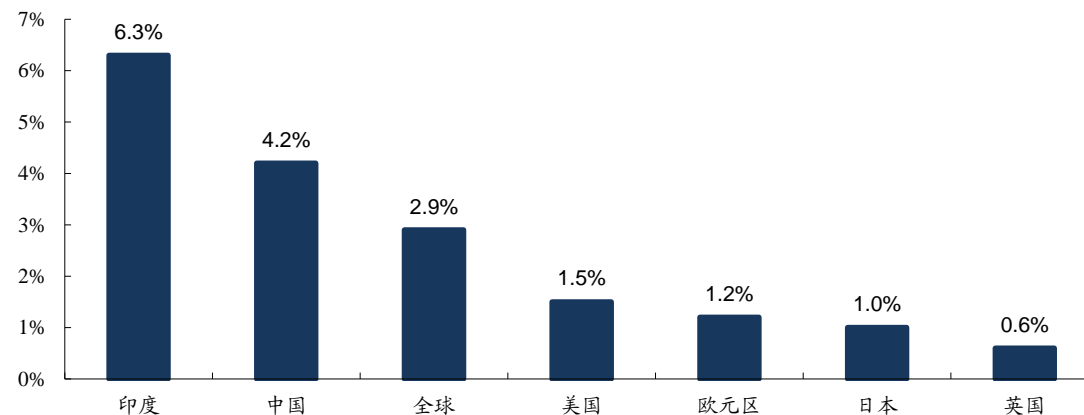
### 3.3.2 外需展望——消费环境：预计24年美国消费韧性较强，欧洲需求仍承压

- **欧美需求情况：**24年美国消费韧性仍较强、欧洲需求可能仍存在一定压力。根据国际货币基金组织预测，全球经济复苏呈现一定韧性，24年美国的经济衰退风险较小，我们认为24年下半年美国消费增长存在超预期的可能性。23年以来欧洲市场表现较为疲软，目前需求向上拐点暂未显现。

#### 23年全球经济持续复苏、但缓慢且不均衡



#### 2024年美国经济增速放缓、但软着陆可能性较强



### 3.3.2 外需展望——消费环境：多数国际品牌上调收入指引、市场回暖信心逐渐增强

- **国际品牌收入指引情况：多数品牌上调24年收入指引，我们认为品牌营收同比增速有望逐季提升。**
- 从24年品牌全年营收增长节奏上看，一方面24年上半年品牌刚刚经过去库周期，终端销售折扣收紧或影响收入增长；另一方面去年同期进行较多促销活动导致营收相对处于高基数，因此24年上半年品牌营收预期较为谨慎。随基数、折扣控制逐渐恢复常态，24年下半年有望实现较好增长。
- 多数品牌（PUMA、Adidas、Deckers、迅销集团）此前指引相对保守，随终端销售回暖最新季度上调营收指引，我们认为伴随品牌去库结束、库存恢复正常水平有望进一步催化终端销售回暖。

**国际品牌对未来营收增长指引情况**

| 品牌        | 当前财年营收表现                               | 上期季报对营收增长指引                  | 最新季度对营收增长指引                           | 营收调整方向                |
|-----------|--|------------------------------|---------------------------------------|-----------------------|
| Nike      | FY24Q1同比+2%、FY24Q2同比+1%                | 24财年（2023M6-2024M5）中单位数正增    | Q3营收略有下降，Q4营收低个位数速度增长                 | 下调                    |
| Adidas    | 23Q1/Q2/Q3同比分别-1%/-5%/-6%              | 23年中单位数下降                    | 23年低单位数下降，24年上半年预计仍为负增，24年下半年业绩展望积极乐观 | 上调                    |
| lululemon | FY23Q1/Q2/Q3同比分别+24%/+18%/+16%         | FY23(2023M2-2024M1)同增17%-18% | Q4预计同比+13%-14%，FY23同增18%              | 上调                    |
| VF        | FY24Q1/Q2同比分别-8%/-2%                   | FY24全年（2023M4-2024M3同比持平）    | -                                     | 撤销（VANS品牌及北美地区表现不及预期） |
| PUMA      | 23Q1/Q2/Q3同比分别+13%/+15%/+12%           | FY23同比高单位数增长                 | FY23同比高单位数增长                          | 维持                    |
| Deckers   | FY24Q1/Q2同比分别+10%/+25%                 | FY24（2023M4-2024M3）同比+10%    | FY24（2023M4-2024M3）同比+11%             | 上调                    |
| 迅销集团      | FY23Q1/Q2/Q3/Q4同比分别+14%/+27%/+24%/+16% | FY23（2022M9-2023M8）同比+18.6%  | 预计FY24（2023M9-2024M8）营收同比+10.2%       | 上调                    |



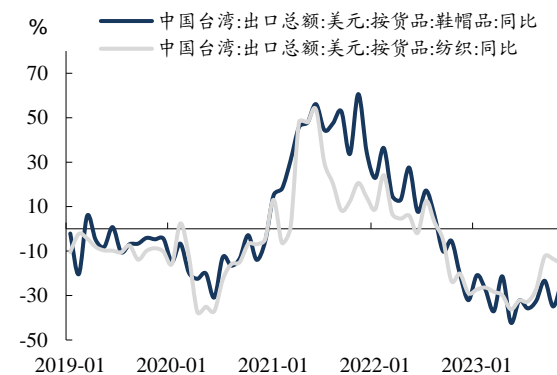
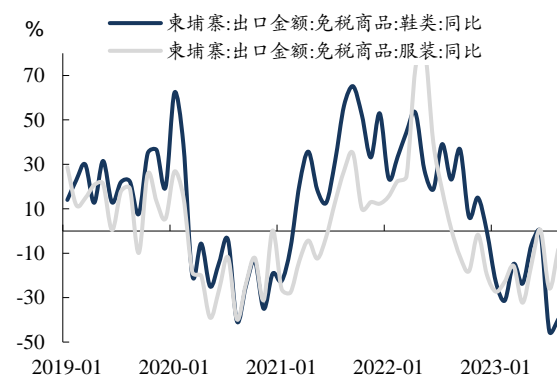
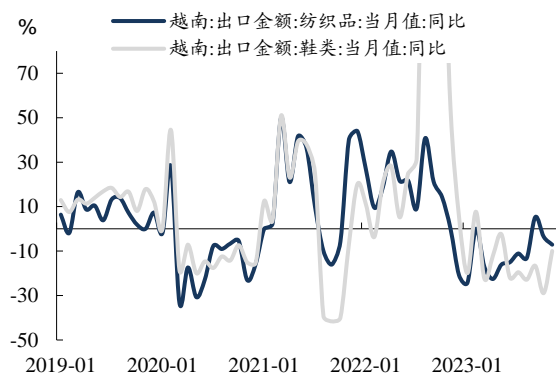
### 3.3.2 外需展望——海外库存：行业去库步入尾声、部分品牌已完成去库

- **结合上一章节我们针对历史国际品牌及行业去库的复盘，我们认为当前行业库存逐渐步入去库尾声、部分海外品牌已经完成去库，传导至制造端表现为部分制造龙头营收率先回正、制造行业出口转正在即。**
  
- **行业层面：目前海外服装行业去库进入尾声，纺织制造行业出口增速有望将同步转正。**
  - 库存复盘：复盘历史，金融危机期间海外经济衰退、需求萎靡、终端销售承压，服装行业经历约2.5-2.75年去库周期。
  - 历史海外去库传导至上游出口制造国家情况复盘：复盘历史，主要纺织制造国家出口承压周期约2-3年，与美国服装行业去库周期相对比，时间点基本一致，行业去库完成基本为主要制造国家出口金额同比转正的风向标。
  - 结合上述2个行业层面的历史经验，我们认为由于当前美国进入衰退周期概率较低、本轮去库周期预计将快于2008年经济衰退时期去库时长（2.5-2.75年），美国服装行业自22年中开始去库、至23年底已经历1.5年、23年11月零售及批发商库存增速趋势筑底回升，我们认为目前海外服装去库正处于尾声阶段、库存去化完成后制造出口整体订单有望同步回暖。
  
- **公司层面：部分国际品牌已完成去库，制造龙头营收有望率先回正。**
  - 库存复盘：复盘历史，国际品牌去库基本维持在7个季度内，不同品牌去库节奏存在差异，国际龙头去库通常快于行业。
  - 历史品牌去库传导至上游制造代工厂情况复盘：复盘历史，深度绑定国际品牌的制造商订单承压周期与下游品牌去存周期吻合，且提前于下游品牌表现。我们判断，伴随整体供应链效率进一步提升，我们认为本轮品牌去库传导至制造订单的节奏会更快、时间差更小。
  - 结合上述2个公司层面判断，我们统计的多数品牌当前已经历5-6季度去库周期，且结合各公司表述及较19年库存健康程度比较，部分龙头品牌如Nike、lululemon等已先于行业完成去库，龙头品牌深度绑定的制造龙头营收预计将于23Q4率先回正、表现亦有望领先行业。

### 3.3.2 外需展望——海外库存：出口数据好转验证行业去库尾声渐近

- 从东南亚及中国台湾鞋服出口数据角度看，供给端持续回暖验证外需好转趋势（由于欧美经济目前未发生较大变动，我们认为该指标亦是去库进入尾声的判断）。
- 越南：纺织品恢复快于鞋类。纺织制造出口金额22年8月后大幅回落、与我国纺织出口情况保持一致，至22年12月纺织品出现负增长，23年1月鞋类增速转负，但2023年下半年趋势总体降幅收窄。
- 柬埔寨及印尼：呈边际回暖趋势。柬埔寨/印尼于2022年下半年开始负增长。根据最新披露数据，柬埔寨/印尼分别于8月/10月继续延续边际回暖趋势。
- 中国台湾：呈筑底反弹趋势。自22年9月以来纺织品/鞋类持续负增长、23年8、9月降幅收窄，23年10、11月有所波动，趋势呈筑底反弹。

#### 东南亚及中国台湾鞋服出口情况



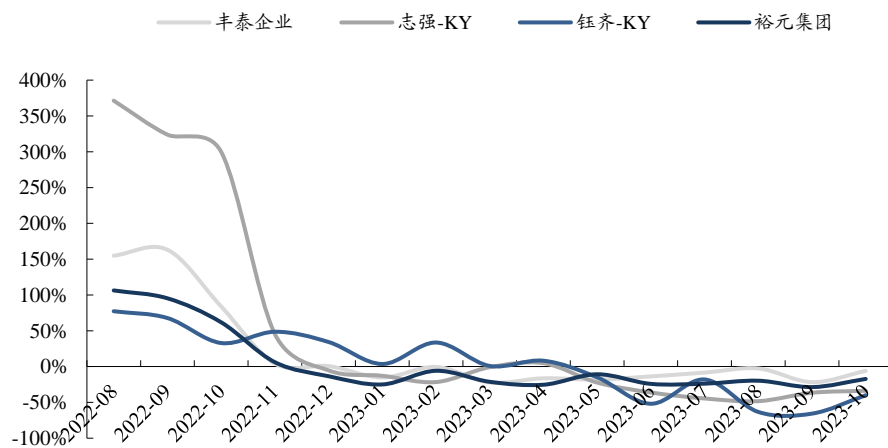
### 3.3.2 外需展望——海外库存：部分制造龙头营收改善至正增、印证部分品牌去库完成

- 从微观公司层面看，23年9月以来部分下游制造龙头月度订单改善至正增，印证部分品牌去库结束。
- 根据我们上一章节对海外品牌目前去库状态及去库特点的分析，Nike、lululemon、PUMA、Deckers、迅销等品牌基本完成本轮去库，除Nike下单意愿偏谨慎外、我们预计其他品牌将会恢复正常下单，Adidas、VF目前仍处去库阶段，我们预计下单意愿偏谨慎。
- 22年10月起各代工厂增速明显放缓，23年初基本增速转负，趋势上看9月以来各公司月度营收逐渐开始边际回暖，截至11月鞋类代工厂丰泰营收增速回正，成衣代工厂儒鸿10月恢复至正增。

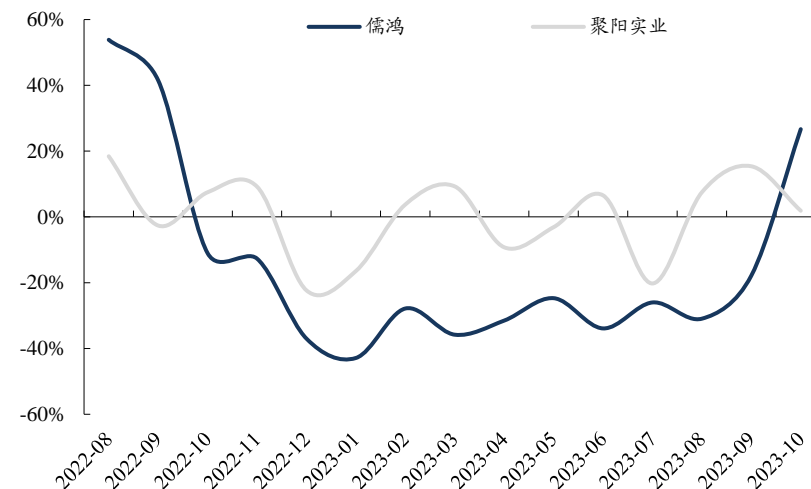
海外品牌及下游主要合作制造龙头情况

| 品牌        | 去库完成 | 订单态度 | 主要合作龙头制造商                                |
|-----------|------|------|--|
| Nike      | 完成   | 偏谨慎  | 申洲国际、丰泰企业、裕元集团、儒鸿、华利集团、志强、健盛集团、开润股份、维珍妮等 |
| Adidas    | 未完成  | 谨慎   | 申洲国际、裕元集团、志强、儒鸿、健盛集团、开润股份、维珍妮等           |
| lululemon | 完成   | 正常   | 儒鸿、申洲国际、维珍妮等                             |
| VF        | 未完成  | 谨慎   | 华利集团、开润股份等                               |
| PUMA      | 完成   | 正常   | 申洲国际、华利集团、志强、健盛集团、开润股份等                  |
| Deckers   | 完成   | 正常   | 华利集团、健盛集团等                               |
| 迅销集团      | 完成   | 正常   | 申洲国际、健盛集团、开润股份、维珍妮等                      |

鞋类制造龙头月度营收同比增速情况



服装制造龙头月度营收同比增速情况



### 3.3.3 投资建议：海外去库结束在即，制造订单修复确定性较强

#### ➤ 2023年总结：

- 纺织制造行业从22年下半年以来业绩承压，在行业几个重要影响因素（棉价、汇率、需求）中，需求疲软为主要压制因素。23年受益于疫情放开后消费场景常态化、需求回暖，国内消费呈弱复苏、下游龙头品牌业绩表现亮眼、但去库进程导致上游订单改善传导有限；海外市场受到经济疲软需求偏弱+海外品牌处于从22年下半年以来的去存周期，订单压力较大。

#### ➤ 2024年展望：

- **内销市场：**受益于23年下游销售表现较好、产业链库存消化较为顺利，24年国内市场修复将逐步传导至上游制造企业。
- **出口市场：**我们认为24年核心变量为下游海外品牌去库周期结束，同时美国消费仍较为韧性，出口有望释放较大业绩弹性。通过复盘国际品牌及海外服装行业近20年历史去库情况，发现国际品牌基本能在7个季度以内完成去库，整个行业层面去库周期较品牌个体时长更久、最长达2-2.75年，同时从传导经验上来看海外公司/行业去库结束基本能够对应上游制造出口同比回正。本轮美国服装行业自22年中开始去库、至23年底已经历1.5年、23年11月零售及批发商库存增速趋势筑底回升，我们认为目前海外服装去库正处于尾声阶段，完成后制造出口订单有望加速同步回暖。

#### ➤ 投资建议：

- **出口型：**根据我们复盘结论，目前部分国际龙头品牌已经历5-6季度去库，有望率先完成去库、进度领先行业，深度绑定国际品牌的上游制造企业亦有望率先营收同比转正，推荐制造龙头公司申洲国际、华利集团、健盛集团等。伴随24年海外行业去库完成、制造整体持续回暖，我们认为进入补库周期后长鞭效应下产业链上游业绩弹性亦较大，建议关注百隆东方、鲁泰A等。
- **内销型：**关注国内国外两个消费市场需求拐点的渐次出现，国内品牌复苏逐步传导至制造端、订单有望改善；海外品牌24年去库完成后订单进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如台华新材（技术突破）、伟星股份（国产替代）、新澳股份（份额提升）等。

## 4.风险提示

- **终端消费疲软：**国内外下游需求疲软影响服装终端销售，直接影响纺服企业收入及利润表现、加大其库存压力。
- **棉价大幅波动：**棉花为纺织服装行业的主要原材料，棉价大幅波动不利于棉纺企业的原材料成本控制。
- **人民币汇率波动：**纺织企业中出口导向公司较多，人民币汇率波动影响订单价格、毛利率、汇兑收益，从而影响业绩。

## 5.附录



# 附录1——品牌服饰板块重点公司估值表

| 证券代码      | 证券简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |        |        | PE     |       |       |       | 归母净利润YOY |       | PEG<br>23E |
|-----------|------|---------|------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|----------|-------|------------|
|           |      |         | 22A        | 23E   | 24E    | 25E    | 22A    | 23E   | 24E   | 25E   | 23E      | 24E   |            |
| 体育服饰      |      |         |            |       |        |        |        |       |       |       |          |       |            |
| 2020.HK   | 安踏体育 | 1,876   | 75.90      | 97.84 | 113.99 | 134.43 | 24.71  | 19.17 | 16.46 | 13.95 | 28.9%    | 16.5% | 0.91       |
| 2331.HK   | 李宁   | 470     | 40.64      | 37.14 | 45.31  | 54.34  | 11.56  | 12.65 | 10.37 | 8.64  | -8.6%    | 22.0% | 1.24       |
| 1368.HK   | 特步国际 | 102     | 9.22       | 11.24 | 14.07  | 17.17  | 11.10  | 9.10  | 7.27  | 5.96  | 21.9%    | 25.2% | 0.39       |
| 1361.HK   | 361度 | 61      | 7.47       | 9.21  | 11.22  | 13.47  | 8.13   | 6.59  | 5.41  | 4.51  | 23.3%    | 21.8% | 0.30       |
| 休闲服饰      |      |         |            |       |        |        |        |       |       |       |          |       |            |
| 3998.HK   | 波司登  | 341     | 21.39      | 26.20 | 30.94  | 35.28  | 15.94  | 13.02 | 11.02 | 9.67  | 22.5%    | 18.1% | 0.72       |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 157     | 6.37       | 11.94 | 13.85  | 15.91  | 24.70  | 13.18 | 11.36 | 9.89  | 87.4%    | 16.0% | 0.37       |
| 603877.SH | 太平鸟  | 77      | 1.85       | 5.93  | 7.10   | 8.57   | 41.63  | 12.97 | 10.83 | 8.97  | 221.0%   | 19.7% | 0.19       |
| 中高端女装     |      |         |            |       |        |        |        |       |       |       |          |       |            |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | 81      | 0.16       | 2.68  | 3.40   | 4.10   | 500.90 | 30.05 | 23.68 | 19.64 | 1567.1%  | 26.9% | 0.15       |
| 603587.SH | 地素时尚 | 62      | 3.85       | 5.45  | 6.66   | 7.78   | 16.01  | 11.30 | 9.25  | 7.92  | 41.7%    | 22.2% | 0.43       |
| 603808.SH | 歌力思  | 33      | 0.20       | 2.23  | 3.58   | 4.35   | 161.34 | 14.80 | 9.22  | 7.59  | 990.4%   | 60.5% | 0.08       |
| 603518.SH | 锦泓集团 | 34      | 0.71       | 2.78  | 3.39   | 4.46   | 48.00  | 12.33 | 10.11 | 7.68  | 289.3%   | 21.9% | 0.15       |
| 家纺        |      |         |            |       |        |        |        |       |       |       |          |       |            |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 76      | 5.74       | 5.86  | 6.97   | 8.14   | 13.22  | 12.93 | 10.87 | 9.31  | 2.2%     | 18.9% | 1.04       |
| 603365.SH | 水星家纺 | 37      | 2.78       | 3.67  | 4.34   | 4.93   | 13.17  | 9.99  | 8.45  | 7.43  | 31.9%    | 18.3% | 0.48       |
| 男装        |      |         |            |       |        |        |        |       |       |       |          |       |            |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 178     | 7.28       | 9.45  | 11.80  | 14.40  | 24.41  | 18.79 | 15.05 | 12.33 | 29.9%    | 24.9% | 0.74       |
| 600398.SH | 海澜之家 | 321     | 21.55      | 29.28 | 32.39  | 36.68  | 14.87  | 10.95 | 9.90  | 8.74  | 35.9%    | 10.6% | 0.56       |
| 002154.SZ | 报喜鸟  | 80      | 4.59       | 6.85  | 8.26   | 9.93   | 17.40  | 11.65 | 9.66  | 8.04  | 49.3%    | 20.6% | 0.40       |
| 601566.SH | 九牧王  | 57      | -0.93      | 2.45  | 3.23   | 3.96   | -      | 23.31 | 17.68 | 14.42 | 扭亏       | 31.8% | -          |
| 002029.SZ | 七匹狼  | 43      | 1.51       | 2.46  | 3.19   | 3.03   | 28.59  | 17.51 | 13.50 | 14.22 | 63.3%    | 29.7% | 0.67       |
| 户外        |      |         |            |       |        |        |        |       |       |       |          |       |            |
| 603908.SH | 牧高笛  | 24      | 1.41       | 1.34  | 1.68   | 2.00   | 17.13  | 17.98 | 14.34 | 12.05 | -4.7%    | 25.4% | 1.44       |
| 300005.SZ | 探路者  | 56      | 0.70       | 1.18  | 1.61   | 2.04   | 80.13  | 47.48 | 34.80 | 27.46 | 68.8%    | 36.4% | 1.11       |
| 002780.SZ | 三夫户外 | 20      | -0.33      | 0.31  | 0.61   | 0.90   | -      | 65.58 | 33.33 | 22.59 | 扭亏       | 96.8% | -          |
| 6110.HK   | 滔搏   | 342     | 18.37      | 23.90 | 27.51  | 31.49  | 18.63  | 14.32 | 12.44 | 10.87 | 30.1%    | 15.1% | 0.73       |

## 附录2——纺织制造板块重点公司估值表

| 证券代码          | 证券简称 | 市值（亿元） | 归母净利润（亿元） |       |       |       | PE     |       |       |       | 归母净利润YOY |       | PEG<br>23E |
|---------------|------|--------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|----------|-------|------------|
|               |      |        | 22A       | 23E   | 24E   | 25E   | 22A    | 23E   | 24E   | 25E   | 23E      | 24E   |            |
| <b>鞋服制造</b>   |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 2313.HK       | 申洲国际 | 1,174  | 45.63     | 46.94 | 56.10 | 68.01 | 25.73  | 25.01 | 20.93 | 17.26 | 2.9%     | 19.5% | 1.76       |
| 300979.SZ     | 华利集团 | 601    | 32.28     | 31.34 | 38.08 | 44.71 | 18.61  | 19.17 | 15.78 | 13.44 | -2.9%    | 21.5% | 1.67       |
| 603558.SH     | 健盛集团 | 36     | 2.62      | 2.41  | 2.89  | 3.63  | 13.62  | 14.79 | 12.34 | 9.82  | -7.9%    | 19.9% | 1.28       |
| <b>棉纺织</b>    |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 601339.SH     | 百隆东方 | 74     | 15.63     | 8.94  | 11.80 | 13.68 | 4.75   | 8.31  | 6.29  | 5.43  | -42.8%   | 32.0% | -          |
| 002042.SZ     | 华孚时尚 | 71     | -3.51     | 2.87  | 4.27  | 5.88  | -20.35 | 24.89 | 16.73 | 12.15 | 扭亏       | 48.8% | -          |
| 000726.SZ     | 鲁泰A  | 50     | 9.64      | 5.06  | 5.63  | 6.49  | 5.14   | 9.79  | 8.79  | 7.63  | -47.5%   | 11.3% | -          |
| 2678.HK       | 天虹国际 | 35     | 1.57      | -3.63 | 7.93  | 10.07 | 22.19  | -     | 4.39  | 3.46  | -331.2%  | 扭亏    | -          |
| <b>辅料</b>     |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 002003.SZ     | 伟星股份 | 125    | 4.89      | 5.69  | 6.39  | 7.19  | 25.54  | 21.95 | 19.54 | 17.37 | 16.4%    | 12.3% | 1.60       |
| <b>化纤及制品</b>  |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 603055.SH     | 台华新材 | 106    | 2.69      | 4.51  | 7.41  | 9.32  | 39.37  | 23.46 | 14.28 | 11.35 | 67.9%    | 64.3% | 0.46       |
| <b>户外用品代工</b> |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 605080.SH     | 浙江自然 | 29     | 2.13      | 1.58  | 2.03  | 2.45  | 13.63  | 18.38 | 14.30 | 11.85 | -25.8%   | 28.5% | 3.84       |
| 603307.SH     | 扬州金泉 | 30     | 2.39      | 2.62  | 3.01  | 3.44  | 12.42  | 11.35 | 9.88  | 8.64  | 9.4%     | 14.9% | 0.88       |
| <b>毛纺</b>     |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 603889.SH     | 新澳股份 | 52     | 3.90      | 4.18  | 4.80  | 5.53  | 13.44  | 12.53 | 10.91 | 9.47  | 7.3%     | 14.8% | 1.01       |
| <b>印染</b>     |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 600987.SH     | 航民股份 | 92     | 6.58      | 7.08  | 8.13  | 9.30  | 13.98  | 12.99 | 11.31 | 9.89  | 7.6%     | 14.8% | 1.06       |
| <b>毛皮</b>     |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 002674.SZ     | 兴业科技 | 35     | 1.51      | 2.30  | 2.92  | 3.76  | 23.28  | 15.24 | 12.00 | 9.32  | 52.8%    | 27.0% | 0.43       |
| <b>箱包制造</b>   |      |        |           |       |       |       |        |       |       |       |          |       |            |
| 300577.SZ     | 开润股份 | 34     | 0.47      | 1.52  | 2.20  | 2.76  | 72.55  | 22.37 | 15.46 | 12.32 | 224.3%   | 44.7% | 0.28       |

# 附录3——纺服板块2020-2022年平均股息率超过5%标的一览

| 证券代码      | 证券简称   | 股息率    |        |        |        | 2020-2022年平均<br>现金分红比例 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------------|
|           |        | 2020   | 2021   | 2022   | 股息率    |                        |
| 1382.HK   | 互太纺织   | 33.85% | 33.85% | 26.92% | 31.54% | 86%                    |
| 3818.HK   | 中国动向   | 0.00%  | 52.04% | 0.00%  | 17.35% | -                      |
| 0321.HK   | 德永佳集团  | 10.42% | 15.63% | 18.75% | 14.93% | 94%                    |
| 2678.HK   | 天虹纺织   | 4.58%  | 25.66% | 8.70%  | 12.98% | 38%                    |
| 2111.HK   | 超盈国际控股 | 6.67%  | 17.39% | 10.36% | 11.47% | 42%                    |
| 3306.HK   | 江南布衣   | 5.53%  | 14.73% | 9.83%  | 10.03% | 85%                    |
| 1234.HK   | 中国利郎   | 10.63% | 8.13%  | 7.73%  | 8.83%  | 77%                    |
| 002293.SZ | 罗莱生活   | 6.48%  | 13.22% | 6.48%  | 8.72%  | 107%                   |
| 6110.HK   | 滔搏     | 3.45%  | 12.16% | 8.40%  | 8.00%  | 102%                   |
| 601339.SH | 百隆东方   | 3.96%  | 10.10% | 9.90%  | 7.99%  | 54%                    |
| 603839.SH | 安正时尚   | 8.55%  | 5.92%  | 6.11%  | 6.86%  | -                      |
| 002563.SZ | 森马服饰   | 4.24%  | 12.84% | 3.39%  | 6.82%  | 110%                   |
| 0709.HK   | 佐丹奴国际  | 3.91%  | 6.25%  | 9.18%  | 6.45%  | 229%                   |
| 002327.SZ | 富安娜    | 5.54%  | 6.64%  | 6.64%  | 6.28%  | 88%                    |
| 603587.SH | 地素时尚   | 6.07%  | 7.75%  | 5.31%  | 6.37%  | 70%                    |
| 603001.SH | 奥康国际   | 8.76%  | 8.59%  | 0.00%  | 5.78%  | -                      |
| 002763.SZ | 汇洁股份   | 11.68% | 0.00%  | 5.84%  | 5.84%  | 99%                    |
| 1836.HK   | 九兴控股   | 0.00%  | 8.42%  | 9.22%  | 5.88%  | 81%                    |
| 600370.SH | 三房巷    | 4.18%  | 6.36%  | 6.28%  | 5.61%  | 76%                    |
| 600398.SH | 海澜之家   | 3.38%  | 6.87%  | 5.68%  | 5.31%  | 80%                    |
| 2232.HK   | 晶苑国际   | 4.78%  | 4.76%  | 5.81%  | 5.12%  | 37%                    |
| 003016.SZ | 欣贺股份   | 4.91%  | 7.51%  | 3.69%  | 5.37%  | 93%                    |
| 002154.SZ | 报喜鸟    | 1.08%  | 7.68%  | 7.19%  | 5.32%  | 96%                    |

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

# 东吴证券财富家园