

## 纺织服装

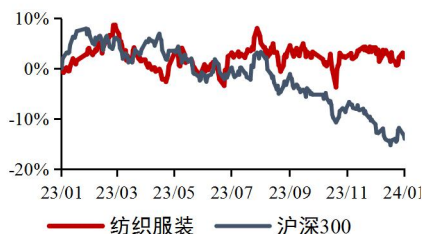
## 纺织服饰行业 2024 年度策略 同步大市-A(维持)

高 ROE&amp;高股息寻找性价比，关注制造订单拐点与品牌消费机遇

2024 年 1 月 4 日

行业研究/行业年度策略

## 纺织服装板块近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

首选股票		评级
09896.HK	名创优品	买入-A
01361.HK	361度	买入-B
03998.HK	波司登	买入-A
02020.HK	安踏体育	买入-A
02331.HK	李宁	买入-A
02313.HK	申洲国际	买入-A
300979.SZ	华利集团	买入-A
002003.SZ	伟星股份	买入-B
002345.SZ	潮宏基	增持-A
002867.SZ	周大生	买入-B

## 分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

## 投资要点：

➢ 2023 年 SW 纺织服饰板块显著跑赢大盘，弱复苏贯穿全年国内消费市场。2023 年，SW 纺织服饰板块上涨 0.34%，SW 轻工制造板块下跌 7.25%，跑赢沪深 300 指数 11.72pct、4.13pct，位居三十一个申万一级行业的第十位、第十七位。分子版块看，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品、SW 家居用品板块涨幅分别为 1.96%、-0.04%、-0.69%、-9.76%。截至 2023 年 12 月 29 日，SW 纺织服饰 PE-TTM 为 23.0 倍，处于近三年估值水平 38%分位；SW 家居用品 PE-TTM 为 21.4 倍，处于近三年估值水平 3.7%分位。国内消费市场弱复苏主旋律贯穿全年，23Q1/23Q2/23Q3/23 年 10-11 月国内社零 2021-2023 年 CAGR 分别为 4.5%、2.8%、3.9%、2.6%。分品类看，体育娱乐用品与黄金珠宝品类表现靓丽，但较 2019-2021 年期间复合增速放缓，家具品类规模持续收缩。

➢ 板块估值走势与 ROE 走势基本一致，运动服饰公司估值与 ROE 走势显著分化。回顾 2017 年-2023 年前三季度，各板块的 PE 走势与 ROE 走势基本一致。SW 纺织制造板块的 ROE 修复至 2021 年八成左右，估值水平修复至 2021 年九成左右，估值水平处于较合理区间。SW 饰品、SW 服装家纺、SW 家居用品的 ROE 修复较好，但估值水平修复程度不及 ROE，估值水平偏低。具体到公司层面，运动服饰公司 PE（2023E）与 ROE 走势存在显著分化，2023 年运动服饰公司 ROE 走势上行，但估值水平持续下行。

➢ 重视高股息资产配置。国内经济发展从高速增长阶段步入高质量增长阶段，业绩稳健且具有稳定高股息回报的公司预计进一步受到市场重视。我们计算 SW 纺织服饰板块和 SW 家居用品板块公司的 2023 年预期股息率，选出股息率不低于 5%且过去三年派息持续性较好的公司为罗莱生活、森马服饰、报喜鸟、海澜之家、富安娜、地素时尚、百隆东方、潮宏基、欣贺股份。

➢ 品牌服饰：消费 K 型分化趋势明朗，运动服饰步入稳健增长阶段。2023 年前三季度，主要品牌服饰公司营收与归母净利润相较 2021 年同期的恢复情况看，收入恢复角度，男装>家纺>中高端女装>大众休闲，归母净利润恢复角度，男装>家纺>大众休闲>中高端女装。疫后理性消费观念强化，多数消费者对做出科学消费决策的信念感较强，具体表现之一为线下渠道客流恢复，但不同业态恢复不均衡，奥莱聚客能力最为突出，好于百货、购物中心业态。运动服饰后续仍为优选品类，根据欧睿国际，我国运动服饰市场规模 2019-2021 年 CAGR 为 5.3%，2021-2023 年 CAGR 为 4.3%，增速虽较疫情前有明显放缓，但增长仍较为稳健，预计 2024 年我国运动服饰市场规模将达到 4210 亿元，同比增长 9.1%，2023-2028 年 CAGR 有望达到 7.7%。近两年我国运动服饰市场集中度有所松动，品牌 CR5 与 CR10 从



2021年的59.5%、80.1%下滑至2023年的54.6%、77%，运动服饰消费市场同样演绎K型分化，平价运动与高端户外小众品牌市占率呈现稳中有升趋势。

➤ **纺织制造：短期订单拐点已至，中长期凭借全球产能布局与生产效率突围。**短期看，多数国际运动品牌经历一年时间，库存去化取得显著效果，营收与库存相较2019年增速基本匹配；美国服装消费韧性较强，国际运动品牌后续展望稳中向好；23Q4纺织制造企业出货启动，儒鸿、丰泰企业单月营收增速分别于10月、11月首次转正，裕元制造业务10-11月营收降幅连续收窄，同时2024年板块迎来低基数。中长期看，品牌供应链全球化布局、生产成本优势背景下，纺织制造企业全球化产能布局仍为关键，终端需求不确定性提升背景下，快速响应及生产效率要求提升，品牌战略合作伙伴有望获得更高订单份额，FY2023，耐克品牌前四大鞋履供应商承担了品牌58%的鞋履产量，前五大服装供应商承担了品牌52%的服装产量，订单头部集中效应明显。

➤ **黄金珠宝：看好投资及悦己需求释放，产品研发能力考验加大。**黄金首饰兼具投资与消费属性，金价上涨对黄金首饰消费量支撑性强。2019年前三季度-2023年前三季度黄金首饰消费额CAGR为11.8%。2019年金价重回300元/克，持续上涨至2023年的约450元/克，黄金首饰产品的投资属性再次凸显，但实际黄金首饰消费量受疫情反复扰动。根据世界黄金协会《2022年中国金饰市场趋势洞察》，“自戴”已成为消费者最重要的珠宝消费场景。在消费者金饰消费预算下降及新型黄金工艺持续推出背景下，低克重、低客单价的产品有望继续受到消费者青睐，悦己需求对珠宝企业产品研发考验加大。2023年黄金珠宝品牌门店拓展速度有所分化，龙头周大福拓店速度放缓，老凤祥与豫园保持拓店速度，潮宏基、周生生拓店速度有所加快。头部珠宝品牌门店规模在5000家左右，后续单店经营效率提升为继续获取市场份额关键。

➤ **家居用品：关注行业弱市下龙头家居企业份额提升，智能家居产品渗透率提升可期。**2023年家居卖场量价均承压，我国家具制造业营收增速与住宅竣工增速在消费者收入承压背景下，二者走势分化。2023年1-11月，我国家具制造业营业收入同比下降5.5%，而我国住宅竣工面积同比增长18.5%，短期看，竣工数据有望支撑今年家装需求。同时，行业集中度继续向上市公司集中，2023年前三季度，SW家居用品板块营收同比下降0.5%，表现好于家具制造业整体（-7.8%）。智能家居方面，预计2023-2024年我国智能晾衣机行业在销量带动下，保持20%的增长，均价基本处于1450元左右，保持平稳；智能门锁产品在渗透率提升驱动下，市场规模有望从2022年的1760万台增至2027年的3102万台，CAGR为12.0%。

➤ **投资建议：品牌服饰板块，**推荐名创优品，361度，波司登，安踏体育，李宁。**纺织制造板块，**推荐申洲国际，华利集团，伟星股份。**黄金珠宝板块，**推荐潮宏基，周大生。**家居用品板块，**建议关注欧派家居，索菲



亚，志邦家居，喜临门，好太太。

➤ **风险提示：**国内消费者需求不及预期；海外终端消费需求恢复不及预期；黄金价格大幅波动；原材料价格大幅波动。

## 目录

1. 板块及行业回顾.....	9
1.1 2023 年 SW 纺织服饰显著跑赢指数，SW 家居用品板块估值绝对低位.....	9
1.2 弱复苏为国内消费市场主旋律，线上消费习惯疫后未改.....	10
2. ROE 角度衡量估值合理性，重视高股息资产配置.....	12
2.1 板块估值走势与 ROE 走势趋同，运动服饰公司 PE 走势与 ROE 分化明显.....	12
2.2 重视业绩稳健且具有稳定高股息回报的个股配置.....	15
3. 品牌服饰：消费 K 型分化趋势明朗，运动服饰保持稳健增长.....	15
3.1 2023 年前三季度，男装和家纺表现较优，女装后续业绩弹性可期.....	15
3.2 疫后消费理念发生变化，产品质价比重视程度提升.....	16
3.3 我国运动服饰有望保持稳健增长，平价运动与高端户外小众均具机遇.....	17
4. 纺织制造：短期订单拐点已至，中长期全球产能布局和生产效率突围.....	21
4.1 短期：去库基本结束，行业迎来订单拐点及 2024H1 低基数.....	21
4.2 中长期：全球化产能布局仍为关键，快速响应及生产效率要求提升.....	25
5. 黄金珠宝：看好投资及悦己需求释放，产品研发能力考验加大.....	29
5.1 黄金产品份额预计继续提升，金价上涨有望带动投资需求持续释放.....	29
5.2 低客单轻量化黄金饰品满足悦己需求，产品研发创新能力为制胜关键.....	30
5.3 黄金珠宝龙头拓店有所放缓，精细化运营夯实单店效率.....	33
6. 家居用品：关注行业弱市下龙头突围，智能家居渗透率提升可期.....	35
6.1 关注行业弱市下龙头家居企业份额提升，多渠道获客能力为关键.....	35
6.2 智能家居渗透率提升可期，好太太为智能晾晒绝对龙头.....	38
7. 投资建议.....	40
8. 风险提示.....	41

## 图表目录

图 1：2023 年 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	9
图 2：SW 纺织服饰和 SW 家居用品板块累计涨跌幅（单位：%）.....	9

图 3: SW 纺织服饰板块估值 PE-TTM.....	10
图 4: SW 家居用品板块估值 PE-TTM.....	10
图 5: 典型可选品类年度社零累计同比增速.....	11
图 6: 实物商品网上零售额占商品零售比重呈上升趋势.....	11
图 7: 2023 年双十一, 各平台竞相加码低价策略.....	11
图 8: SW 纺织制造板块 PE 与 ROE 走势.....	12
图 9: SW 服装家纺板块 PE 与 ROE 走势.....	12
图 10: SW 饰品板块 PE 与 ROE 走势.....	12
图 11: SW 家居用品板块 PE 与 ROE 走势.....	12
图 12: 运动服饰公司 PE (2023E) 与 2023 年年化 ROE 走势分化.....	14
图 13: 王府井分业态营收同比增速.....	16
图 14: 百联股份分业态营收同比增速.....	16
图 15: 个人消费理念疫情后得到重新调整.....	17
图 16: 多数消费者有信心未来一年坚持科学消费.....	17
图 17: 各项社零年度累计同比增速 (单位: %) .....	18
图 18: 各项社零当月同比增速 (单位: %) .....	18
图 19: 我国运动服饰市场规模及同比增速.....	18
图 20: 我国运动服饰市场规模分渠道增速.....	18
图 21: 2023 年我国运动服饰前五大品牌历年市占率变化 (单位: %) .....	19
图 22: 本土平价运动品牌 2023 年市占率 (单位: %) 稳中有升.....	20
图 23: 高端户外小众运动品牌 2023 年市占率 (单位: %) 提升明显.....	20
图 24: 美国服装及服装面料批发商库销比.....	21
图 25: 美国服装及服装配饰店零售库销比.....	21
图 26: 国际运动品牌期末库存及营业收入同比增速.....	21
图 27: 国际运动品牌期末库存及营业收入与 2019 年同期相比.....	22
图 28: 美国/日本/我国服装零售额月度同比增速.....	23



图 29: 美国服装及服装配饰店当月销售额(单位: 百万美元)同比增速.....	23
图 30: 日本面料服装及配件当月销售额(单位: 十亿日元)同比增速.....	23
图 31: 纺织制造台企月度营收及同比增速.....	24
图 32: 主要国家纺织品出口占比.....	25
图 33: 主要国家服装出口占比.....	25
图 34: 耐克品牌鞋履产量占比——分国家.....	26
图 35: 耐克品牌服装产量占比——分国家.....	26
图 36: 实现供应链安全的应对措施占比.....	28
图 37: 纺织制造企业垂直一体化产业链.....	28
图 38: 耐克品牌头部制造商占据大部分采购份额.....	28
图 39: 我国珠宝市场规模——分品类占比.....	29
图 40: 不同品类珠宝市场规模年均复合增速.....	29
图 41: 金价(单位: 元/克)与黄金首饰消费量(单位: 吨)的变化.....	30
图 42: 我国黄金珠宝市场份额——分品类占比.....	30
图 43: 零售商黄金产品库存分类(按价值).....	30
图 44: 按照计价方式分类的零售商金饰产品库存.....	32
图 45: 零售商销售的超过半数硬足金产品为“按克计价”.....	32
图 46: 不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献.....	33
图 47: Z 时代更愿意为兴趣买单.....	33
图 48: 按重量划分的黄金饰品对收入的贡献.....	33
图 49: 不同价格带产品对销售的贡献.....	33
图 50: 我国珠宝市场品牌 CR5.....	34
图 51: 各黄金珠宝品牌期末门店数量.....	34
图 52: 主要珠宝品牌.....	34
图 53: 与 2022 年相比, 客单价下降的店铺占比六成.....	35
图 54: 与 2022 年相比, 客单量下降的店铺占比六成.....	35



图 55: 我国家具制造业营收(亿元)及同比增速(%) .....	35
图 56: 住宅竣工数据与家居公司营收走势分化.....	35
图 57: 定制家居企业大宗业务营收同比增速.....	36
图 58: 精装修开盘项目套数及同比增速.....	36
图 59: 定制家居企业整装业务营收(亿元)及同比增速.....	37
图 60: 2024 年存量房装修套数预计占据家装市场一半份额.....	37
图 61: 家居用品企业季度营业收入及同比增速.....	37
图 62: 家居用品企业季度归母净利润及同比增速.....	37
图 63: 家居用品企业季度毛利率和净利率.....	38
图 64: 家居用品企业季度期间费用率.....	38
图 65: 我国智能晾衣机市场规模及同比增速.....	38
图 66: 我国智能晾衣机销售均价及同比增速.....	38
图 67: 我国智能门锁线上销量及同比增速.....	39
图 68: 我国智能门锁渗透率为 13%.....	39
图 69: 我国智能晾衣机各品牌市场份额.....	39
图 70: 我国智能门锁线上市场前十大品牌.....	39
表 1: 各子板块 ROE 与 PE.....	13
表 2: 公司 ROE 与 PE 对比.....	13
表 3: 建议关注高股息率公司.....	15
表 4: 品牌服饰公司营收与归母净利润(单位: 亿元)相比 2021 年同期的恢复情况.....	16
表 5: 本土运动品牌零售终端流水及国际运动品牌大中华区汇率中性收入同比增速.....	19
表 6: 运动服饰品牌期末库销比.....	20
表 7: 国际运动品牌收入指引.....	23
表 8: 纺织制造企业季度营收同比增速.....	24
表 9: 纺织制造产业链公司出海情况.....	26



表 10: 主要纺织制造企业营业成本结构.....	27
表 11: 主要纺织制造国家生产要素及企业所得税率.....	27
表 12: 黄金首饰新型工艺.....	31
表 13: 推荐及建议关注标的估值表.....	40

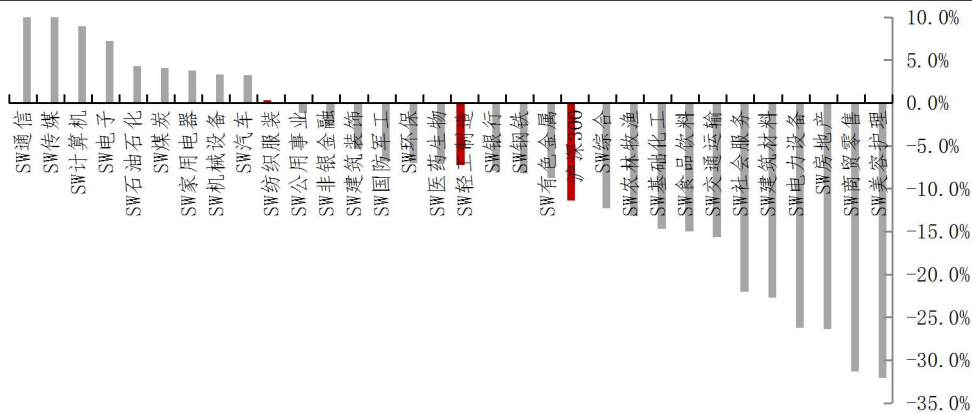


## 1. 板块及行业回顾

### 1.1 2023 年 SW 纺织服饰显著跑赢指数，SW 家居用品板块估值绝对低位

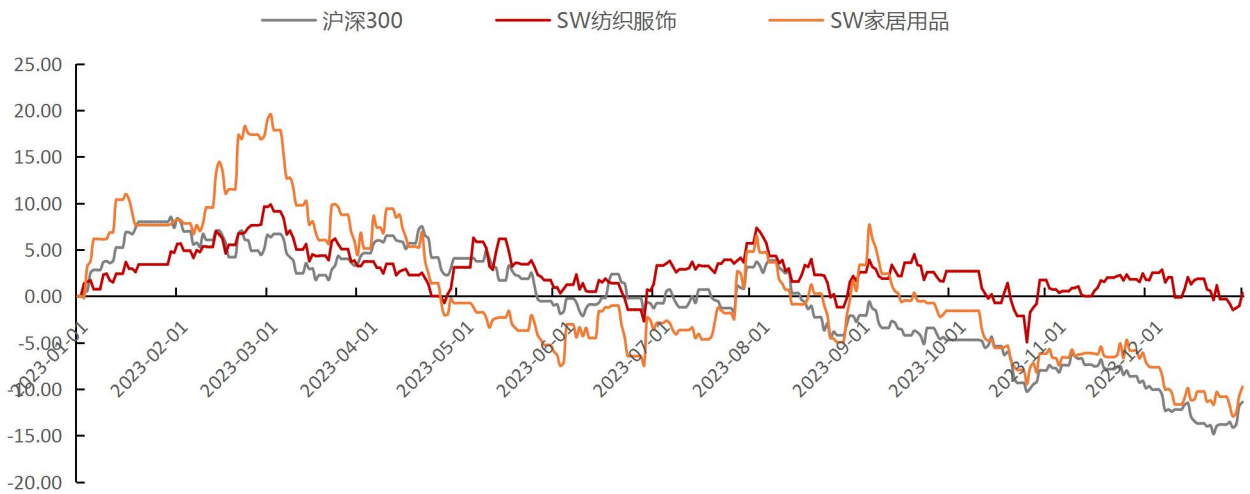
2023 年纺织服饰及家居用品板块均跑赢大盘，家居用品板块估值处于历史低位。2023 年，SW 纺织服饰板块累计上涨 0.34%，SW 轻工制造板块累计下跌 7.25%，跑赢沪深 300 指数 11.72pct、4.13pct，位居三十一个申万一级行业的第十位、第十七位。分子板块看，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品、SW 家居用品板块累计涨幅分别为 1.96%、-0.04%、-0.69%、-9.76%。整体来看，SW 纺织服饰板块在疫后线下客流恢复、冬季降温带动下，线下流水呈现短期高增长；SW 家居用品板块在家装需求回补、新房及二手房市场交易热烈带动下，门店接单快速增长，叠加估值处于历史低位，2023 年前两个月上述两板块均实现显著超额收益；后续由于国内消费复苏力度走弱，板块持续回调，SW 家居用品板块走势和沪深 300 指数趋同，SW 纺织服饰板块 3 季度表现好于大盘。截至 2023 年 12 月 29 日，SW 纺织服饰 PE-TTM 为 23.0 倍，较 2023 年初的 23.1 倍基本持平，处于近三年估值水平 38%分位；SW 家居用品 PE-TTM 为 21.4 倍，较 2023 年初的 28.5 倍下降 25%，处于近三年估值水平 3.7%分位。

图 1：2023 年 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



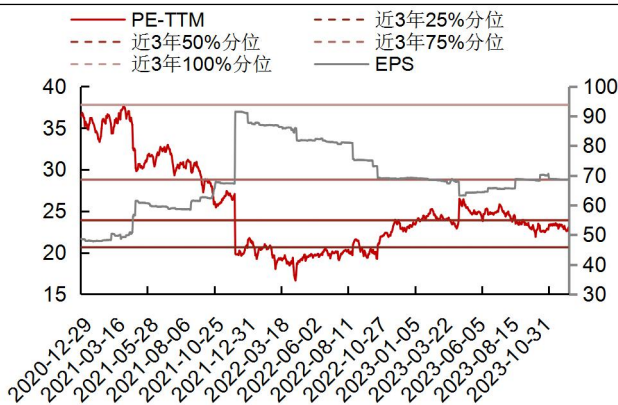
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：SW 纺织服饰和 SW 家居用品板块累计涨跌幅（单位：%）



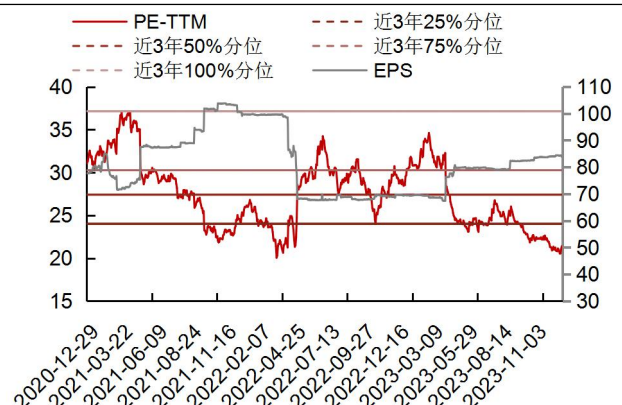
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：SW 纺织服装板块估值 PE-TTM



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：SW 家居用品板块估值 PE-TTM



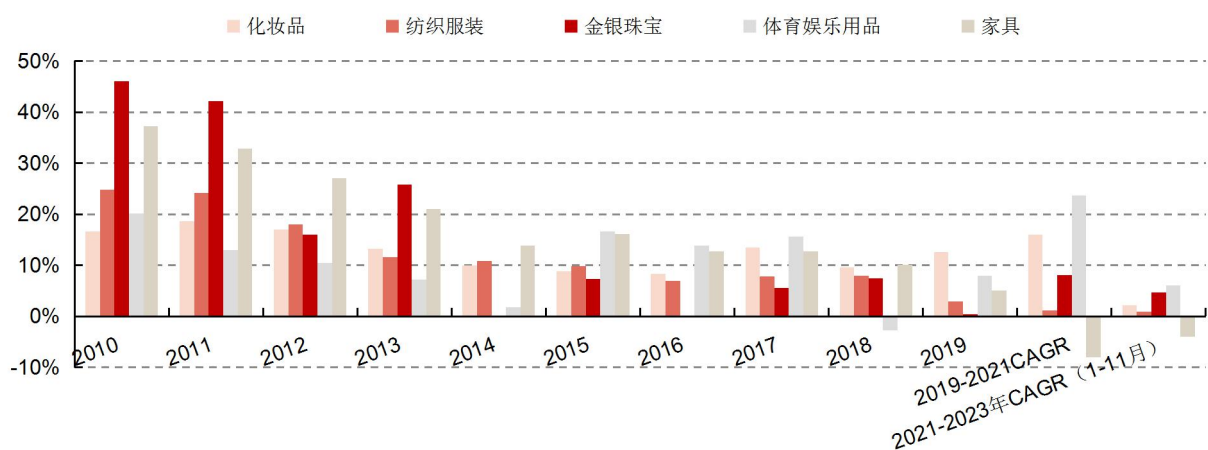
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 1.2 弱复苏为国内消费市场主旋律，线上消费习惯疫后未改

弱复苏贯穿全年消费市场，线上消费习惯未因疫情结束而改变。2023 年 1-11 月，国内实现社会消费品零售总额 42.79 万亿元，同比增长 7.2%，国内消费规模较 2021 年同期的 39.96 万亿元增长 7.1%，其中 23Q1/23Q2/23Q3/23 年 10-11 月社零 2021-2023 年 CAGR 分别为 4.5%、2.8%、3.9%、2.6%，弱复苏旋律贯穿国内消费市场全年。分渠道看，疫情后消费者线上消费习惯未改，线上渠道表现持续优于线下，2023 年 1-11 月，实物商品网上零售额实现 11.77 万亿元，同比增长 8.3%，经历疫情三年，我国实物商品网上零售额规模持续扩大，2021-2023 年 CAGR 为 9.6%，快于同期商品零售的 3.2%，实物商品网上零售额占商品零售额比重由 2019 年的 23.4%提升到 2023 年 1-11 月的 30.9%。一方面，消费者线上消费习惯呈现不可逆态

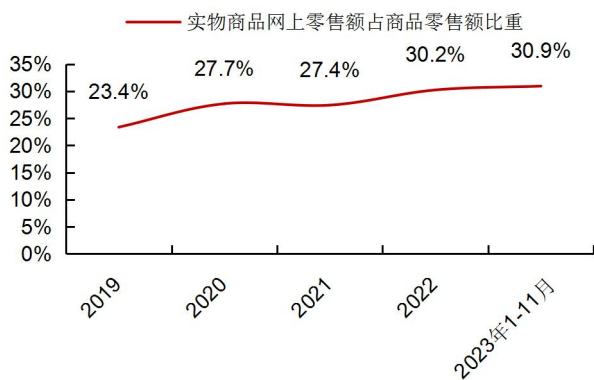
势，另一方面，电商折扣力度加大，疫后直播电商业态快速崛起。分品类看，2023年1-11月，限额以上化妆品、纺织服装、金银珠宝、体育娱乐用品、家具零售额分别为3843、12595、3024、1080、1377亿元，2021-2023年CAGR分别为2.2%、0.9%、4.7%、6.0%、-4.0%，横向对比来看，体育娱乐用品与黄金珠宝表现靓丽，但较2019-2021年期间增速放缓，家具规模持续收缩。

图5：典型可选品类年度社零累计同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所（注：2021-2023年CAGR为1-11月）

图6：实物商品网上零售额占商品零售比重呈上升趋势



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图7：2023年双十一，各平台竞相加码低价策略



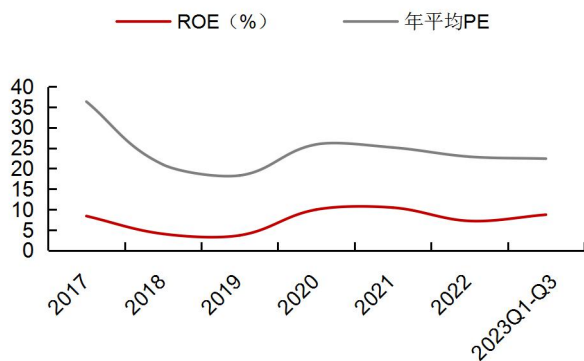
资料来源：星图数据《2023年双十一全网销售数据解读报告》，山西证券研究所

## 2. ROE 角度衡量估值合理性，重视高股息资产配置

### 2.1 板块估值走势与 ROE 走势趋同，运动服饰公司 PE 走势与 ROE 分化明显

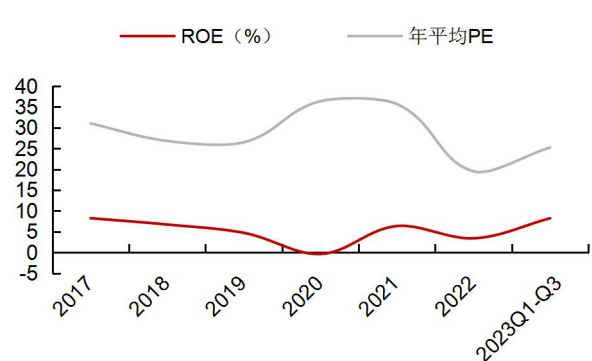
回顾 2017-2023 年前三季度，各板块的 PE 走势与 ROE 走势基本一致。将 2023 年前三季度年化后的 ROE 与历史高点水平、及 2021 年水平分别比较，SW 饰品、SW 服装家纺、SW 家居用品的 ROE 修复较好，但估值水平修复程度不及 ROE，估值水平偏低；SW 纺织制造板块的 ROE 修复至八成左右，估值水平修复至九成左右，估值水平处于较合理位置。具体到各板块主要公司来看，运动服饰公司 PE（2023E）与 ROE 走势存在显著分化，运动服饰公司的 ROE 水平走势上行，但 PE 下行。

图 8：SW 纺织制造板块 PE 与 ROE 走势



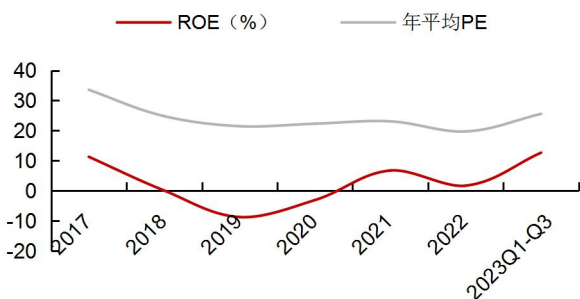
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：SW 服装家纺板块 PE 与 ROE 走势



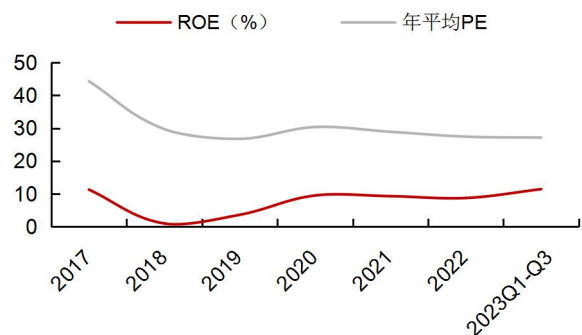
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：SW 饰品板块 PE 与 ROE 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：SW 家居用品板块 PE 与 ROE 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：各子板块 ROE 与 PE

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 Q1-Q3	与 ROE 高点相比	与 2021 年相比
<b>SW 纺织制造</b>									
ROE	8.39	4.04	3.67	9.96	10.45	7.19	8.72	83.4%	83.4%
销售净利率	7.23	3.67	3.14	8.14	7.50	5.82	7.51		
总资产周转率	0.61	0.59	0.65	0.68	0.79	0.71	0.51		
资产负债率	47.77	50.53	44.18	42.21	41.48	40.12	40.37		
年平均 PE	36.33	20.96	18.30	25.88	25.13	22.89	22.40	89.1%	89.1%
<b>SW 服装家纺</b>									
ROE	8.22	6.70	4.70	-0.38	6.34	3.39	8.22	99.9%	129.6%
销售净利率	7.41	5.36	2.81	-0.50	5.96	3.63	9.96		
总资产周转率	0.63	0.76	0.81	0.61	0.55	0.50	0.35		
资产负债率	42.97	38.78	52.18	40.16	45.81	44.32	42.25		
年平均 PE	31.02	26.81	26.49	36.35	35.69	19.50	25.23	81.3%	70.7%
<b>SW 饰品</b>									
ROE	11.28	0.06	-8.77	-3.12	6.72	1.68	12.64	112.0%	188.3%
销售净利率	5.31	0.18	-3.38	-1.25	2.27	0.87	3.53		
总资产周转率	0.98	0.98	0.98	0.99	1.79	1.72	1.55		
资产负债率	55.7	56.4	57.92	50.13	44.25	47.21	47.76		
年平均 PE	33.58	24.82	21.46	22.30	23.08	19.72	25.57	76.1%	110.8%
<b>SW 家居用品</b>									
ROE	11.29	0.99	3.63	9.51	9.30	8.75	11.43	101.3%	123.0%
销售净利率	7.37	0.56	2.17	5.94	6.19	6.25	8.97		
总资产周转率	0.83	0.82	0.80	0.85	0.82	0.74	0.52		
资产负债率	45.84	49.82	50.32	44.39	46.42	44.7	44.56		
年平均 PE	44.27	29.71	26.75	30.35	28.90	27.42	27.13	61.3%	93.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：2023Q1-Q3 为年化 ROE；ROE/销售净利率/资产负债率单位为：%；灰色底色数据为各板块 2017-2022 年 ROE 高点）

表 2：公司 ROE 与 PE 对比

		2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	对比
申洲国际	ROE	19.2%	20.4%	20.2%	18.7%	12.1%	14.8%	13.5%	72.2%
	PE	23.99	29.97	29.82	29.48	43.19	31.27	23.88	81.0%
华利集团	ROE	29.2%	103.9%	43.7%	32.7%	25.3%	24.5%	22.2%	87.6%
	PE					47.40	26.85	19.49	41.1%
伟星股份	ROE	15.2%	13.1%	12.0%	15.7%	16.7%	16.9%	19.7%	118.3%
	PE	20.49	17.01	16.24	14.93	15.48	22.29	22.78	147.1%
开润股份	ROE	27.3%	27.3%	27.1%	4.9%	10.7%	2.7%	9.0%	84.5%
	PE	61.75	56.30	38.00	41.23	51.81	25.22	22.77	44.0%
361 度	ROE	8.0%	5.3%	6.8%	6.3%	8.5%	9.4%	16.7%	198.1%
	PE	12.06	8.82	8.13	5.44	12.00	10.48	6.88	57.3%
安踏体育	ROE	22.5%	26.0%	26.6%	21.5%	26.7%	22.1%	22.9%	85.6%
	PE	25.45	27.99	31.66	38.56	59.27	28.43	20.11	33.9%
李宁	ROE	10.2%	12.3%	21.1%	19.6%	19.0%	16.7%	17.1%	89.8%
	PE	26.06	25.50	39.42	48.43	78.45	37.68	12.90	16.4%

特步国际	ROE	7.8%	12.3%	10.6%	7.1%	11.5%	11.2%	15.7%	136.9%
	PE	11.15	19.08	15.62	10.31	34.14	27.50	9.66	28.3%
莱百股份	ROE	17.9%	19.3%	18.8%	16.9%	11.3%	13.5%	22.4%	197.1%
	PE					26.54	20.56	15.58	58.7%
潮宏基	ROE	8.3%	2.1%	2.4%	4.1%	10.0%	5.6%	11.5%	115.8%
	PE	37.53	25.70	65.13	60.95	18.66	12.89	15.12	81.1%
周大生	ROE	17.5%	20.5%	21.0%	18.8%	21.2%	18.0%	23.9%	113.1%
	PE	30.49	23.16	17.77	18.39	19.18	12.58	12.01	62.6%
老凤祥	ROE	20.3%	19.5%	20.1%	19.9%	20.4%	16.8%	24.4%	119.6%
	PE	19.75	17.00	18.94	17.76	15.08	12.38	15.54	103.0%
欧派家居	ROE	20.9%	20.8%	19.2%	17.3%	18.5%	16.3%	18.1%	97.9%
	PE	44.39	36.95	27.79	32.52	38.00	27.65	13.72	36.1%
索菲亚	ROE	20.3%	19.8%	19.8%	19.5%	2.2%	18.4%	21.4%	983.7%
	PE	46.27	28.87	17.91	21.18	18.52	128.71	11.62	62.8%
志邦家居	ROE	13.8%	14.6%	17.1%	17.7%	19.5%	18.6%	15.8%	80.8%
	PE	37.22	29.87	16.02	23.29	20.96	14.96	11.82	56.4%
喜临门	ROE	10.5%	-19.2%	14.3%	10.7%	17.5%	6.8%	14.5%	83.0%
	PE	30.50	22.89	17.41	19.14	25.05	21.98	12.10	48.3%
好太太	ROE	18.9%	20.3%	19.1%	16.0%	16.0%	10.7%	15.0%	93.6%
	PE	52.17	36.63	25.86	22.24	17.64	18.99	19.27	109.3%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：2023年 ROE 为年化 ROE，2023 年 PE 为截至 2023/12/29 日 Wind 一致预期；申洲国际对比 2020 年，其余公司对比 2021 年）

图 12：运动服饰公司 PE（2023E）与 2023 年年化 ROE 走势分化



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：2023年 ROE 为年化 ROE，2023 年 PE 为截至 2023/12/29 日 Wind 一致预期）

## 2.2 重视业绩稳健且具有稳定高股息回报的个股配置

国内经济发展从高速增长阶段步入高质量增长阶段，业绩稳健且具有稳定高股息回报的公司预计进一步受到市场重视。上市公司分红比例取决于公司经营所处阶段、盈利能力、经营质量，公司的分红意愿等因素。我们计算 SW 纺织服饰板块和 SW 家居用品板块公司的 2023 年预期股息率（2023 年 Wind 一致预期归母净利润\*过去三年平均分红比例/总股本/股价），对于无 Wind 一致预期数据的公司，赋值为最新一期净利润(TTM)，选出股息率不低于 5%且过去三年派息持续性较好的公司为罗莱生活、森马服饰、报喜鸟、海澜之家、富安娜、地素时尚、百隆东方、潮宏基、欣贺股份。

表 3：建议关注高股息率公司

证券代码	证券简称	归母净利润		分红比例			总股本 (亿)	收盘价 (元)	预期股息率 (2023E)
		(2023E)	2022A	2021A	2020A	三年平均			
002154.SZ	报喜鸟	6.77	127.2%	124.2%	19.9%	90.5%	14.59	5.68	7.4%
002293.SZ	罗莱生活	6.38	87.9%	141.1%	84.9%	104.6%	8.35	9.29	8.6%
002327.SZ	富安娜	5.81	93.2%	91.2%	80.1%	88.2%	8.27	8.95	6.9%
002345.SZ	潮宏基	4.00	89.2%	50.7%	127.2%	89.0%	8.89	6.81	5.9%
002563.SZ	森马服饰	11.58	84.6%	135.9%	83.7%	101.4%	26.94	5.77	7.6%
003016.SZ	欣贺股份	1.86	98.0%	88.9%	96.9%	94.6%	4.30	8.17	5.0%
600398.SH	海澜之家	29.33	86.2%	88.4%	62.0%	78.9%	43.20	7.42	7.2%
601339.SH	百隆东方	7.56	47.4%	53.8%	80.5%	60.6%	15.00	4.87	6.3%
603587.SH	地素时尚	5.56	86.1%	69.6%	61.0%	72.2%	4.77	13.11	6.4%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：Wind 一致预期、总股本、收盘价数据为截至 2023/12/29 日；归母净利润单位为：亿元。）

## 3. 品牌服饰：消费 K 型分化趋势明朗，运动服饰保持稳健增长

### 3.1 2023 年前三季度，男装和家纺表现较优，女装后续业绩弹性可期

2023 年男装公司表现优异，实现营收规模和利润率双升。2023 年前三季度，主要品牌服饰公司营收与归母净利润相较 2021 年同期的恢复情况看，收入恢复角度，男装>家纺>中高端女装>大众休闲，归母净利润恢复角度，男装>家纺>大众休闲>中高端女装。今年以来男装品类表现优异，并且品牌公司普遍实现利润率的提升；家纺公司营收与业绩的恢复程度基本一致，利润率保持稳定；三家大众休闲服饰品牌表现分化，海澜之家表现领先，太平鸟业绩受损严重，森马服饰营收与业绩的恢复程度基本匹配；女装公司营收的恢复好于业绩，后续伴随终端需求恢复，业绩端有望展现更高弹性。

表 4：品牌服饰公司营收与归母净利润（单位：亿元）相比 2021 年同期的恢复情况

公司	品类	2023Q1-Q3 营收	2021Q1-Q3 营收	恢复度	2023Q1-Q3 归母净利润	2021Q1-Q3 归母净利润	恢复度
罗莱生活	家纺	37.5	40.0	93.9%	4.2	4.9	84.7%
富安娜	家纺	19.2	19.9	96.7%	3.5	3.2	109.1%
水星家纺	家纺	27.5	24.6	112.1%	2.5	2.5	100.8%
行业整体		84.3	84.4	100.9%	10.1	10.6	98.2%
七匹狼	男装	23.8	23.8	99.7%	2.0	0.9	227.7%
报喜鸟	男装	36.7	29.7	123.4%	5.6	3.7	151.2%
比音勒芬	男装	28.0	19.7	142.0%	7.6	4.6	165.1%
九牧王	男装	21.4	21.7	98.4%	1.0	0.5	183.5%
行业整体		109.8	95.0	115.9%	16.1	9.7	181.9%
森马服饰	大众休闲	89.0	100.2	88.8%	8.3	9.4	88.2%
太平鸟	大众休闲	52.2	74.1	70.5%	2.1	5.5	37.8%
海澜之家	大众休闲	155.7	141.6	110.0%	24.5	20.5	119.7%
行业整体		296.9	315.9	89.8%	34.9	35.4	81.9%
欣贺股份	中高端女装	13.0	15.1	86.1%	1.2	2.5	47.6%
锦泓集团	中高端女装	31.0	28.2	109.8%	1.9	1.4	135.5%
地素时尚	中高端女装	18.5	20.2	91.2%	4.1	5.6	74.5%
歌力思	中高端女装	20.7	16.7	123.5%	1.4	2.4	56.0%
安正时尚	中高端女装	17.8	22.1	80.7%	0.3	1.2	25.5%
行业整体		100.9	102.3	98.3%	8.9	13.0	67.8%

资料来源：Wind，山西证券研究所

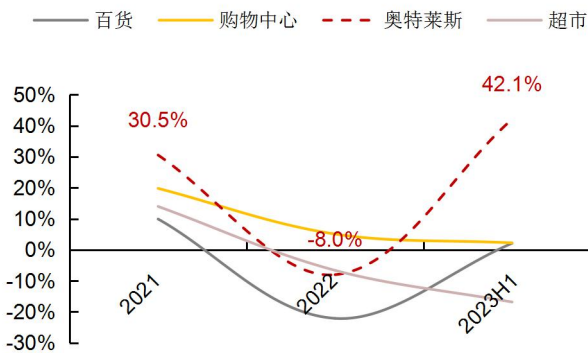
### 3.2 疫后消费理念发生变化，产品质价比重视程度提升

疫后理性消费观念强化，多数消费者对做出科学消费决策的信念感较强。根据艾瑞咨询于 2023 年 5 月发布的《2023 年中国消费者洞察白皮书》，疫后消费者的消费态度普遍更加冷静，只有 4.4% 的消费者表示要增加消费及行乐，而超过 92% 的消费者表示自己的消费观念更加保守，需要更精细的规划或减少消费，在这样的变化下，有 85.2% 的消费者相信，自己未来一年能够继续保持科学消费。“精细化”成为疫后消费关键词，多数消费者已经形成自己的购物风格，看重性价比、按计划购物的消费者占比达到 80.4%。在消费观念转变的背景下，线下渠道客流恢复，但不同业态恢复不均衡，奥莱聚客能力最为突出，好于百货、购物中心业态。王府井 2021H1-2023H1 奥莱业态营收复合增速为 13.8%，快于同期的百货（-7.0%）与购物中心（+4.7%）；百联股份 2021 年前三季度-2023 年前三季度奥莱业态营收复合增速为 10.7%，而同期百货与购物中心分别为-9.3%、-9.7%。

图 13：王府井分业态营收同比增速

图 14：百联股份分业态营收同比增速





资料来源：王府井 2021-2023H1 财报，山西证券研究所

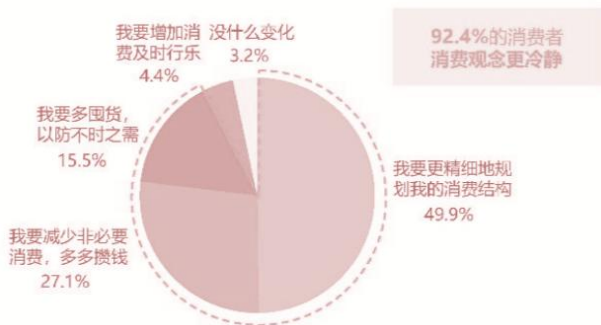
图 15：个人消费理念疫情后得到重新调整



资料来源：百联股份 2021-2023 前三季度财报，山西证券研究所

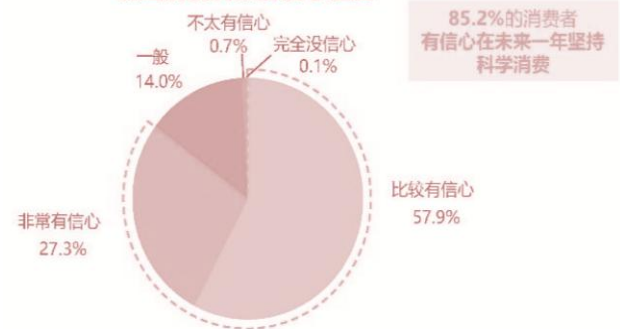
图 16：多数消费者有信心未来一年坚持科学消费

#### 疫情为消费者的消费观念带来的变化



资料来源：艾瑞咨询《2023 年中国消费者洞察白皮书》，山西证券研究所（注：N=1500，问题：下列哪一项最符合疫情给您消费观念带来的变化？）

#### 未来一年，消费者对自己能够更加科学理性地做出消费决策的信心程度



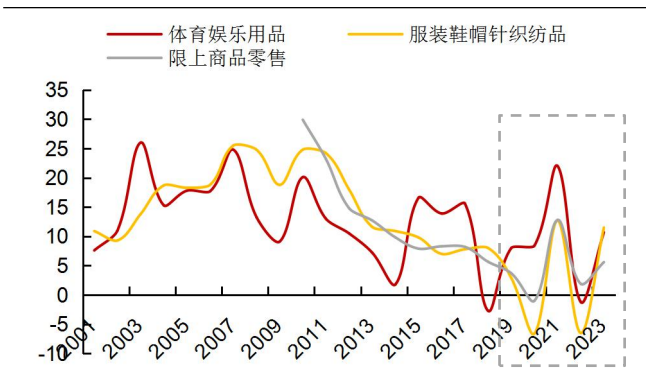
资料来源：艾瑞咨询《2023 年中国消费者洞察白皮书》，山西证券研究所（注：N=1500，问题：未来一年，您对自己能够更加科学理性的做出消费决策的信心程度是？）

### 3.3 我国运动服饰有望保持稳健增长，平价运动与高端户外小众均具机遇

运动服饰需求韧性较强，未来五年行业有望实现高单位数复合增长。2020 年至今，体育娱乐用品类社零增速波动显著小于纺织服装类社零，显示运动服饰需求韧性更强。2023 年 1-11 月，体育娱乐用品类社零为 1080 亿元，2021-2023 年年均复合增速为 6.0%，而同期纺织服装类社零、限上商品零售复合增速分别为 0.9%、4.0%。展望后续，在我国运动渗透率提升、人均运动消费金额增长带动下，预计我国运动服饰依旧为增量市场。根据欧睿国际，我国运动服饰市场规模 2019-2021 年 CAGR 为 5.3%，2021-2023 年 CAGR 为 4.3%，增速虽较疫情前有明显放缓，但增长仍较为稳健，预计 2024 年我国运动服饰市场规模将达到 4210

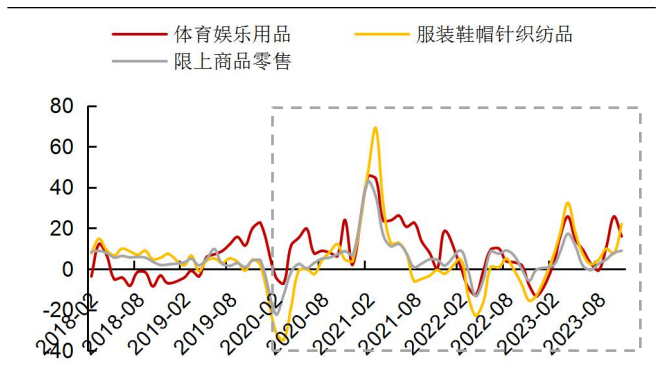
亿元，同比增长 9.1%，2023-2028 年 CAGR 有望达到 7.7%。分渠道看，2020 年疫情后我国运动服饰线上渠道占比稳定在 30%以上，2023 年线上渠道与线下渠道增速表现趋同，同比增长 15.9%、13.4%，线上渠道占比约 35%。

图 17：各项社零年度累计同比增速（单位：%）



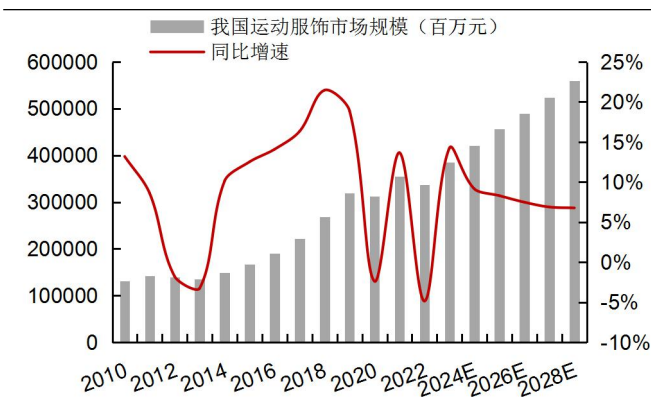
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所（2023 年为 1-11 月）

图 18：各项社零当月同比增速（单位：%）



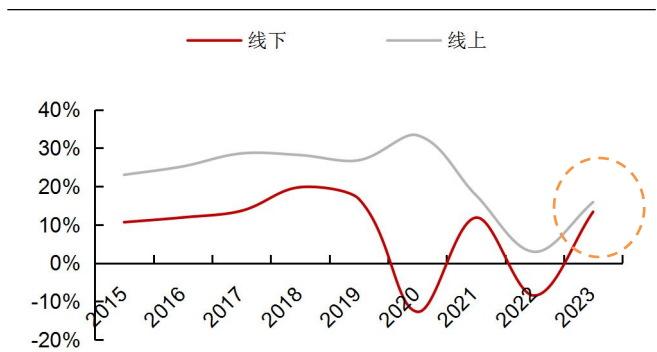
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 19：我国运动服饰市场规模及同比增速



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 20：我国运动服饰市场规模分渠道增速



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

2023 年本土平价运动品牌零售流水表现更优，国际头部运动品牌有所恢复。回顾 2023 年以来运动服饰品牌的零售流水表现，平价运动品牌 361 度、特步表现优于安踏、李宁品牌，安踏体育旗下的迪桑特、可隆同样有较好表现。国际头部运动品牌耐克、阿迪达斯今年在我国运动服饰市场有所恢复，2023 年三季度，两大品牌汇率中性下营收同比增长 12.0%、5.7%，剔除 Yeezy 产品影响，阿迪达斯汇率中性下营收同比增长 10%。

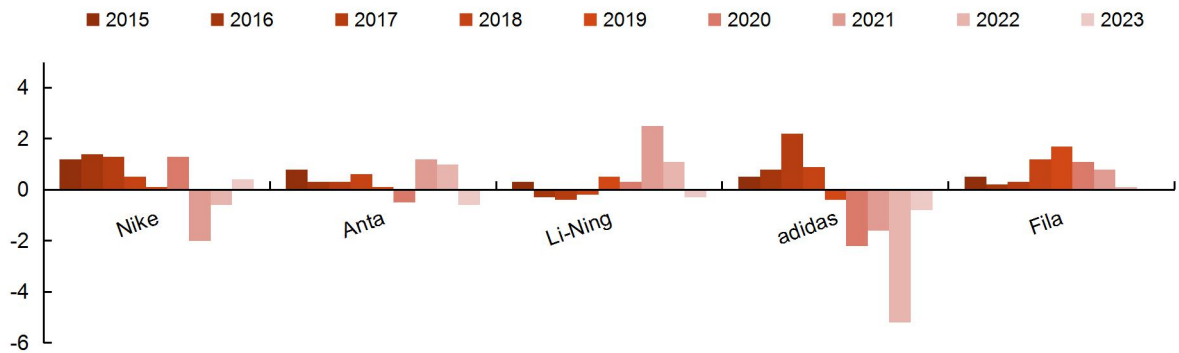
表 5：本土运动品牌零售终端流水及国际运动品牌大中华区汇率中性收入同比增速

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
<b>安踏体育</b>							
安踏	10%-20%高段正增	中单负增	中单正增	高单负增	中单正增	高单正增	高单正增
FILA	中单正增	高单负增	10%-20%低段正增	10%-20%低段负增	高单正增	10%-20%高段正增	10%-20%低段正增
所有其他品牌	40%-45%正增	20%-25%正增	40%-45%正增	10%-20%低段正增	75%-80%正增	70%-75%正增	40%-45%正增
<b>李宁</b>							
直营零售	30%-40%中段正增	高单负增	20%-30%低段正增	10%-20%中段负增	10%-20%中段正增	20%-30%高段正增	20%-30%低段正增
批发经销商	20%-30%低段正增	高单负增	10%-20%低段正增	20%-30%低段负增	中单正增	10%-20%中段正增	低单正增
电子商务	30%-40%中段正增	中单正增	20%-30%中段正增	中单正增	10%-20%低段负增	10%-20%低段正增	低单负增
<b>特步国际</b>							
特步主品牌	30%-35%正增	中双正增	20%-25%正增	高单负增	20%正增	高双正增	高双正增
<b>361 度</b>							
主品牌	高双正增	低双正增	中双正增	大致持平	低双正增	低双正增	15%正增
童装品牌	20%-25%正增	20%-25%正增	20%-25%正增	低单正增	20%-25%正增	20%-25%正增	25%-30%正增
电子商务	50%正增	40%正增	45%正增	25%正增	35%正增	30%正增	30%正增
<b>国际运动品牌</b>							
阿迪达斯大中华区	-34.60%	-35.10%	-26.60%	-49.70%	-9.40%	16.40%	5.70%
耐克大中华区	-8.00%	-20.00%	-13.00%	6.00%	1.00%	25.00%	12.00%

资料来源：安踏体育/李宁/特步国际/361 度 22Q1-23Q3 季度运营数据，阿迪达斯 22Q1-23Q3 季报，耐克 FY22Q3-FY24Q1 季报，山西证券研究所（注：耐克 Q1 为 12-2 月，Q2 为 3-5 月，Q3 为 6-8 月，Q4 为 9-11 月）

近两年我国运动服饰市场集中度有所松动，平价运动与高端户外品牌均具机遇。2022 开始，我国运动服饰市场竞争格局有所松动，CR5 与 CR10 从 2021 年的 59.5%、80.1% 分别下滑至 2023 年的 54.6%、77%。分品牌看，2023 年我国运动服饰市场前五大品牌市占率表现分化，耐克市占率结束 2021-2022 连续两年的下滑，2023 年提升 0.4pct；FILA 市占率为 7.4%，保持稳定；而阿迪达斯、安踏、李宁市占率下滑 0.8、0.6、0.3pct，导致品牌 CR5 下滑 1.3pct。今年，我国运动服饰市场同样演绎消费 K 型分化，高端户外小众运动品牌与本土平价运动品牌均有自己的坚实拥趸，2023 年市占率呈现上升趋势。

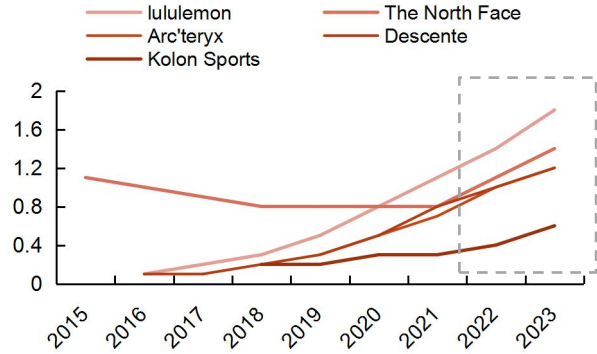
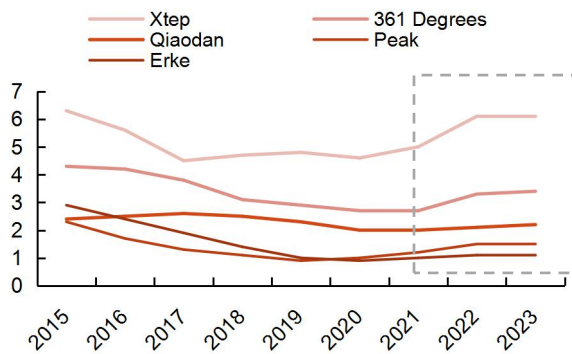
图 21：2023 年我国运动服饰前五大品牌历年市占率变化（单位：%）



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 22：本土平价运动品牌 2023 年市占率（单位：%）稳中有升

图 23：高端户外小众运动品牌 2023 年市占率（单位：%）提升明显



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

短期关注行业库存去化与零售折扣回升。2023 年三季度，在终端需求放缓，品牌备货年末销售旺季背景下，运动服饰公司期末库销比环比普遍有所提升，终端零售折扣延续 7-75 折水平。短期关注运动服饰品牌库存去化和零售折扣回升情况。

表 6：运动服饰品牌期末库销比

存货周转	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
安踏品牌	5	5	5	<5	5	5+	5+	5+	<5	<5	5
FILA 品牌	6	6	6~7	6~7	6~7	7~8	7~8	7~8	<5	<5	>5
李宁品牌		3.1		3.9	4	3.6	4+	4.2	4~4.5	3.8	接近 5
特步品牌	4.5	4	4	4	4	4.5	4.5-5	5.5	<5	<5	4.5-5

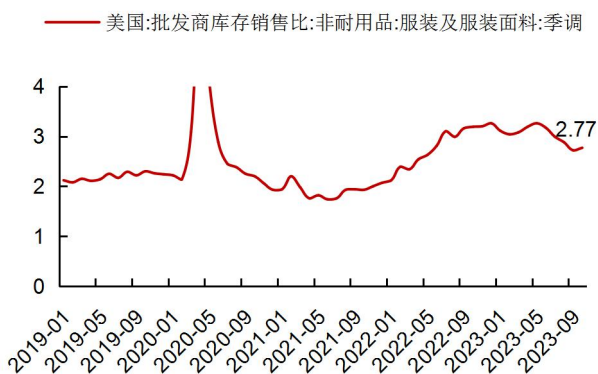
资料来源：安踏体育/李宁/特步国际/361 度 21Q1-23Q3 季度运营数据，山西证券研究所

## 4. 纺织制造：短期订单拐点已至，中长期全球产能布局和生产效率突围

### 4.1 短期：去库基本结束，行业迎来订单拐点及 2024H1 低基数

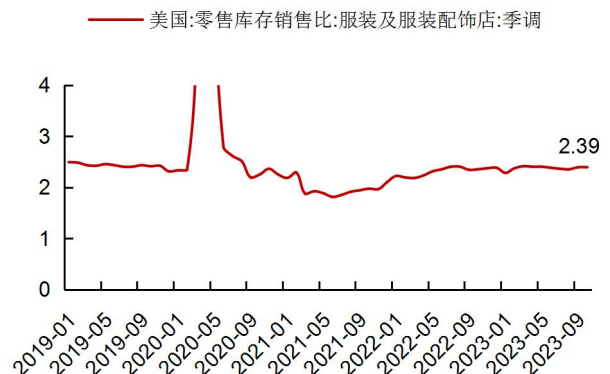
多数国际运动品牌经历一年时间，库存去化取得显著效果。美国批发商、零售商的服装产品库销比正常均在 2 倍左右，2023 年 10 月，美国服装及服装面料批发商库销比为 2.77 倍，美国服装及服装配饰店库销比为 2.39 倍，2023 年下半年以来，批发商库存环比持续改善，零售商库存基本回到历史正常水平。具体到主要国际运动服饰品牌，结合最新季度末存货金额和营业收入同比变化、以及期末库存和营业收入较 2019 年同期的情况，不同运动品牌库存压力程度有所分化，我们判断 Deckers、优衣库、彪马、耐克库存压力相对较小，其中 Deckers、优衣库更为突出；Lululemon、安德玛有一定程度库存压力，季度环比改善延续；VF、阿迪达斯库存压力较大，2024 年上半年预计继续去库动作。

图 24：美国服装及服装面料批发商库销比



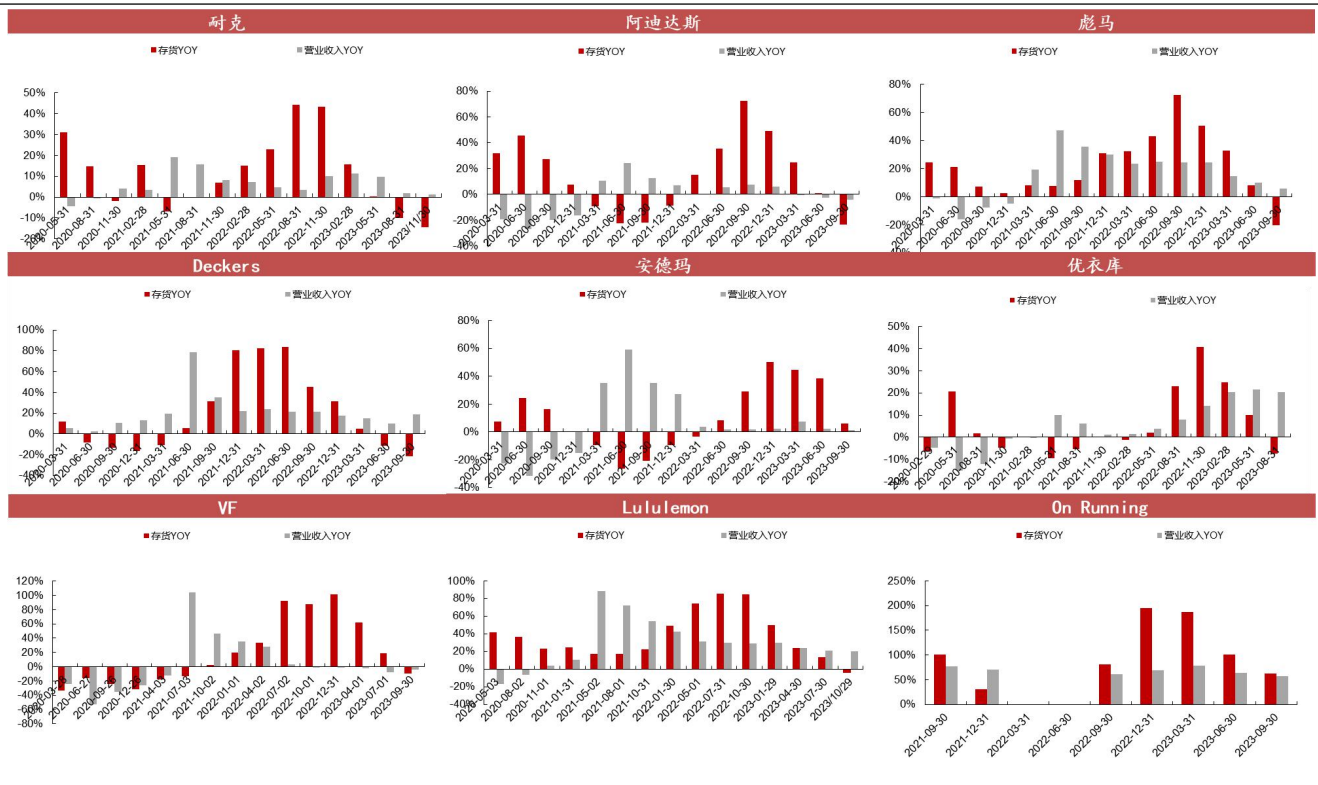
资料来源：Wind，美国商务部普查局，山西证券研究所

图 25：美国服装及服装配饰店零售库销比



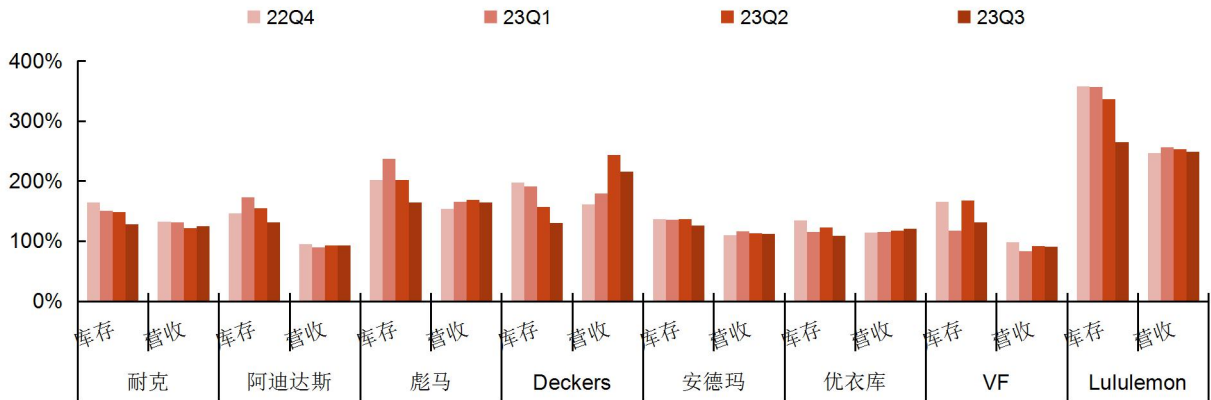
资料来源：Wind，美国商务部普查局，山西证券研究所

图 26：国际运动品牌期末库存及营业收入同比增速



资料来源: Wind, On Running 官网, 山西证券研究所

图 27: 国际运动品牌期末库存及营业收入与 2019 年同期相比

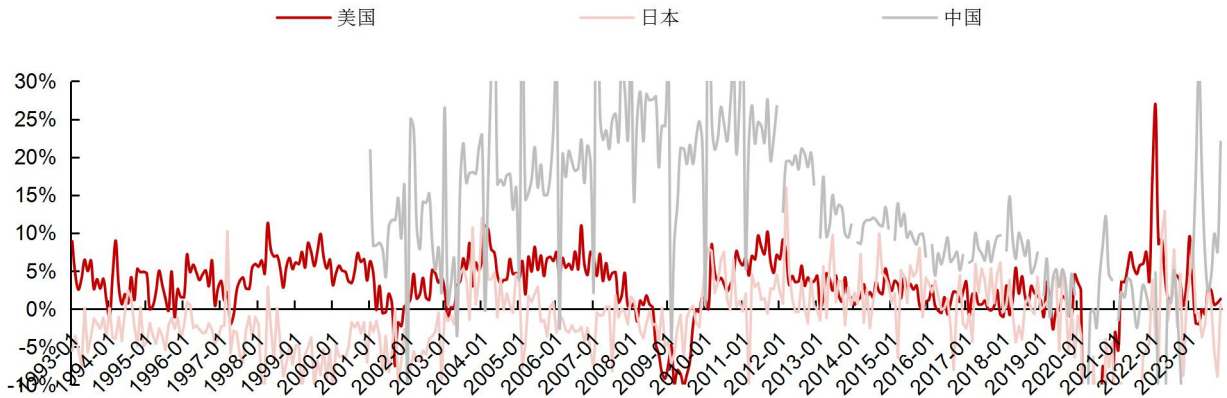


资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 耐克四个季度为 2022 年 12 月-2023 年 2 月、2023 年 3-5 月、2023 年 6-8 月、2023 年 9-11 月; Lululemon 四个季度为 2022 年 11 月-1 月、2023 年 2-4 月、2023 年 5-7 月、2023 年 8-10 月)

美国服装消费韧性较强，国际运动品牌后续展望稳中向好。长周期看，美国服装消费韧性较强，在 2001 年互联网泡沫破裂、2008 年金融危机、2020 年疫情后，服装零售均有迅速恢复；日本服装消费 2011 年后整体企稳；我国服装消费已从高速增长过渡到个位数增长，2023 年受益于低基数，有较大涨幅。根据主要国际运动服饰品牌对最新财年收入展望，除阿迪达斯、安德玛、VF 以外，其它运动品牌对全年收入

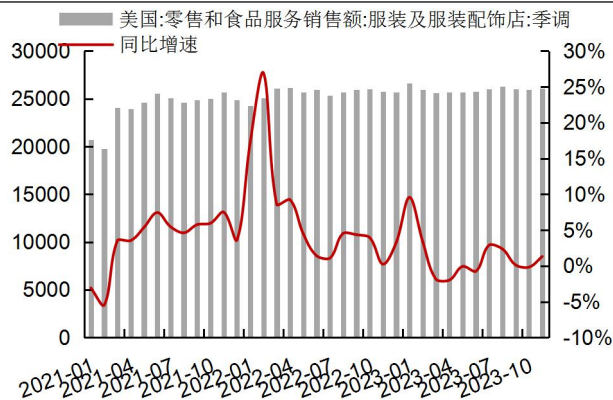
展望稳中向好，新兴运动品牌如昂跑、Lululemon、Deckers 连续两个季度上调财年收入指引。

图 28：美国/日本/我国服装零售额月度同比增速



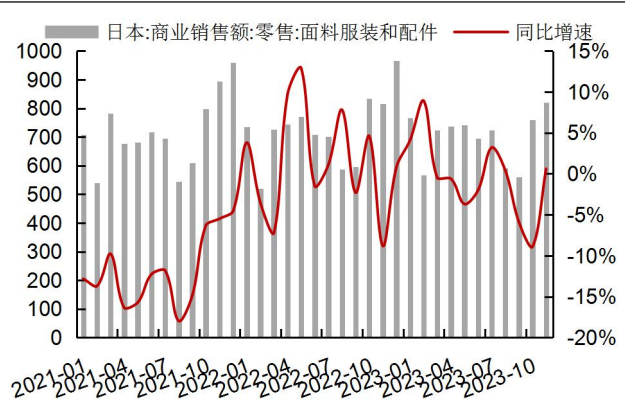
资料来源：Wind，山西证券研究所（注：2021 年各月同比增速为 2019-2021 年 CAGR）

图 29：美国服装及服装配饰店当月销售额（单位：百万美元）同比增速



资料来源：Wind，美国商务部普查局，山西证券研究所  
（注：2021 年各月同比增速为 2019-2021 年 CAGR）

图 30：日本面料服装及配件当月销售额（单位：十亿日元）同比增速



资料来源：Wind，日本经济产业省，山西证券研究所  
（注：2021 年各月同比增速为 2019-2021 年 CAGR）

表 7：国际运动品牌收入指引

品牌	收入最新指引	对应时间	指引变化	指引来源	对应时间
ON	预计 2023 财年收入为 17.9 亿瑞士法郎， <b>同比增长 46.5%</b>	2023.1.1-2023.12.31	FY23Q3 季报， <b>再次上调</b> 2023 财年收入指引（FY23Q2 预计收入为 17.6 亿瑞士法郎，同比增长 44%）	FY23Q3	2023/9/30
Lululemon	预计 FY23Q4 收入 31.35-31.70 亿美元，同比增长 13%-14%；预计 FY2023 收入为 95.49-95.84 亿美元， <b>同比增长 18%</b>	2023.2.1-2024.1.31	FY23Q3 季报， <b>再次上调</b> 2023 财年指引（FY23Q2 预计收入同比增长 17%-18%）	FY23Q3	2023/10/29

Adidas	预计 2023 年汇率中性下收入同比下滑低单位数	2023.1.1-2023.12.31	再次上调对 2023 年指引 (23Q2 季报预计, 同比收入汇率中性下滑中单位数)	FY23Q3	2023/9/30
Deckers	预计 FY2024 收入为 40.25 亿美元, 同比增长 11%	2023.4.1-2024.3.31	再次上调对 2024 财年指引 (FY24Q1 预计收入为 39.8 亿美元, 同比增长 9.7%)	FY24Q2	2023/9/30
Puma	预计 2023 年汇率中性下收入同比增长高单位数	2023.1.1-2023.12.31	维持上季对 2023 年指引	FY23Q3	2023/9/30
VF	暂无	2023.4.1-2024.3.31	考虑 Vans 品牌预计在 FY24H2 不会改善以及更加艰难的美国批发环境, FY24Q2 公司撤销对 FY2024 的收入和业绩指引, FY24Q1 预计 FY2024 收入同比持平或略有下滑	FY24Q2	2023/9/30
Nike	预计 FY2024 收入同比增长 1%	2023.6.1-2024.5.31	下调此前 FY2024 指引 (此前预计同比增长中单位数)	FY24Q2	2023/11/30
安德玛	预计 FY2024 收入同比下降 2%-4%	2023.4.1-2024.3.31	下调收入指引, 此前 FY24Q1 预计收入持平至略有增长	FY24Q2	2023/9/30
优衣库	预计 FY2024 收入同比增长 10.2%	2023.9.1-2024.8.31	新增对 FY2024 的收入指引	FY23Q4	2023/8/31

资料来源: 各公司财报, 山西证券研究所

**23Q4 纺织制造企业出货启动, 2024 年板块迎来低基数。**2023 年第三季度, 伟星股份/健盛集团/百隆东方/儒鸿/丰泰企业营收增速环比均有改善。根据纺织制造台企披露的单月营收数据, 儒鸿、丰泰企业单月营收增速分别于 10 月、11 月首次转正, 裕元制造业务 10-11 月营收降幅连续收窄。伴随库存去化基本结束 2023 年第四季度以来, 纺织制造企业出货端启动。

表 8: 纺织制造企业季度营收同比增速

	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
申洲国际			4.1%	23.7%	29.7%	-0.9%	-18.0%	-11.0%	-
华利集团	31.5%	33.5%	11.4%	28.5%	23.3%	7.4%	-11.2%	-3.9%	-6.9%
伟星股份	29.1%	44.8%	33.6%	17.4%	11.5%	-17.8%	-3.6%	2.4%	8.7%
浙江自然	53.2%	38.3%	46.6%	13.2%	-1.2%	-19.8%	-27.2%	-5.1%	-15.8%
健盛集团	44.5%	22.8%	28.5%	45.3%	-7.7%	1.1%	-6.6%	-15.4%	-2.2%
百隆东方	5.7%	13.4%	5.4%	-2.8%	7.8%	-43.1%	-24.8%	-12.8%	6.2%
儒鸿	10.8%	3.4%	23.6%	1.4%	1.4%	-21.2%	-39.9%	-31.5%	-16.8%
丰泰企业	-23.4%	8.8%	16.1%	19.5%	88.3%	8.4%	-20.3%	-19.5%	-14.5%
裕元集团	-17.1%	-0.8%	12.2%	16.6%	84.6%	12.1%	-18.1%	-20.4%	-24.0%

资料来源: Wind, 申洲国际/裕元/丰泰企业官网, 申洲国际 2023H1 公开业绩交流, 山西证券研究所 (注: 儒鸿, 丰泰企业均为美元口径营收 YOY, 裕元集团仅统计制造业务)

图 31: 纺织制造台企月度营收及同比增速



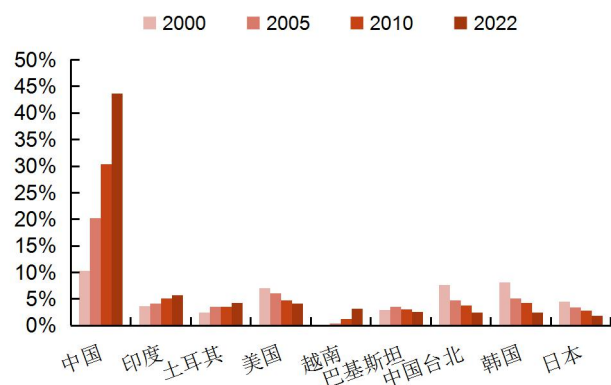


资料来源：丰泰企业官网，儒鸿官网，裕元集团官网，山西证券研究所

## 4.2 中长期：全球化产能布局仍为关键，快速响应及生产效率要求提升

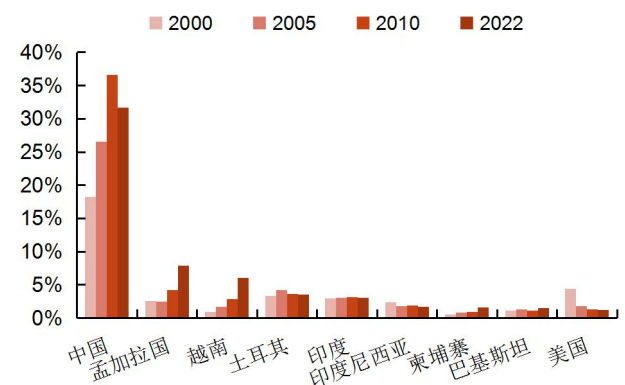
我国纺织品出口占据绝对地位，孟加拉国/越南服装出口持续崛起。根据 WTO 统计，纺织品出口方面，我国占比持续提升，2022 年我国纺织品出口占全球比重为 43.6%，印度、土耳其、越南纺织品出口逐步提升。服装出口方面，我国占比有所下滑，2022 年我国服装出口占全球比重为 31.7%，较 2010 年下滑 4.9pct，孟加拉国、越南、柬埔寨份额快速上升，2022 年服装出口占比较 2010 年分别提升 3.7、3.2、0.7pct。我国纺织制造产业链不同环节的公司，产能出海程度不同，鞋履箱包成品制造公司基本完成产能出海，国内产能占比较低；上游纱线纺织品公司出海程度居中；服装辅料公司目前仍以国内产能为主，正在布局海外产能。我们认为不同环节出海程度不同，主因生产成本结构差异、终端品牌对原材料要求。

图 32：主要国家纺织品出口占比



资料来源：WTO 《World Trade Statistical Review 2023》，山西证券研究所

图 33：主要国家服装出口占比



资料来源：WTO 《World Trade Statistical Review 2023》，山西证券研究所

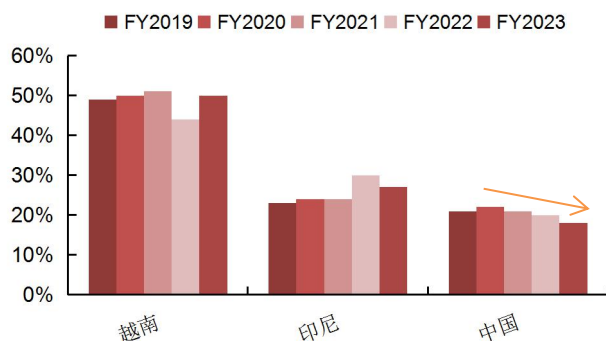
表 9：纺织制造产业链公司出海情况

	纺织品制造	辅料制造	鞋服包成品制造
产业性质	资本密集型	资本密集型	劳动密集型
我国出口占比（2022 年）	43.6%	47.7%	31.7%
出海程度	中等	正在出海	基本完成出海
代表企业	百隆东方（越南产能占比 74%） 华孚时尚（越南产能占比 14%） 天虹纺织（越南纱线产能占比 40%+）	伟星股份（国内产能占比 85%，孟加拉产能占比 15%） 浔兴股份（暂无海外产能）	申洲国际（越南面料产能占比 50%，成衣产能占比 25%，柬埔寨成衣产能占比 17%） 健盛集团（棉袜越南产能占比约 60%，无缝越南产能占比约 30%） 华利集团（境外产能占比 100%，主要在越南） 丰泰企业（越南产能占比 48%，印度占比 28%，印尼占比 14%） 裕元集团（越南占比 35%，印尼占比 48%） 开润股份（印尼与印度共占比 67.5%） 鲁泰 A（越南面料产能占比 20%，服装海外产能占比 56%）

资料来源：WTO，Wind，各公司 2022 年年报，裕元集团 2023 年前 9 个月业绩 PPT，搜狐网，山西证券研究所

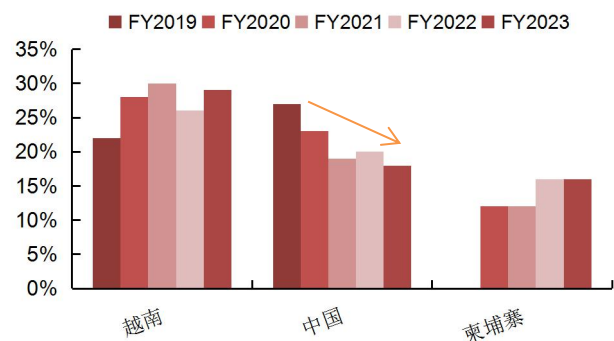
**品牌供应链全球化布局，带动纺织制造企业出海。**品牌企业为应对日益加剧的地缘政治紧张局势，提升供应链安全性和稳固性，倾向供应链全球化布局。FY2023，越南/印尼/中国占据耐克品牌鞋履产品 95% 的产量，越南/中国/柬埔寨占据耐克品牌服装产品 63% 的产量，与疫情前的 FY2019 相比，来自中国的耐克品牌鞋履、服装产量占比分别下跌 3 个百分点、9 个百分点。此外，品牌进入部分消费潜力较大的新兴市场国家市场发展，由于当地政府本地化采购要求，品牌也需进行相应供应链布局。

图 34：耐克品牌鞋履产量占比——分国家



资料来源：耐克 FY2019-FY2023 年报，山西证券研究所

图 35：耐克品牌服装产量占比——分国家



资料来源：耐克 FY2019-FY2023 年报，山西证券研究所

**生产成本优势促进纺织制造企业自主出海。**从纺织制造企业成本结构来看，原材料为主要生产成本，产业链环节越靠近下游，人工成本占比越高，企业会重点考量产能地的人口结构、劳动力成本、劳动力素质。主要纺织制造国家在劳动力成本、制造成本方面较我国均有优势。在企业所得税方面，不考虑税收优惠，相较中国 25%的企业所得税率，多数国家所得税率为 20%。关税方面，根据华利集团招股说明书，美国鞋履进口的关税采用基准税率加额外税率税制，美国鞋履主要依赖于从中国、越南等国进口，美国对进口原产于越南的鞋履产品采用基准税率（纺织橡胶类鞋为 0%-37.5%，合成皮革类鞋为 8.5%-10%），而对原产于中国的鞋履产品关税采用基准税率加额外税率（额外税率为 7.5%-15%）。

表 10：主要纺织制造企业营业成本结构

	百隆东方	鲁泰面料	健盛集团 (运动袜)	健盛集团 (无缝运动服)	伟星股份	华利集团	鲁泰服装	申洲国际
直接材料	73.0%	49.5%	60.4%	57.6%	56.1%	61.7%	62.7%	60.0%
直接人工	8.3%	17.0%	17.5%	19.7%	19.0%	25.0%	26.5%	34.0%
制造费用	18.8%	33.5%	22.1%	22.6%	21.7%	13.3%	10.9%	6.0%

资料来源：各公司 2022 年年报，华利集团招股说明书，山西证券研究所（注：华利集团为 2019 年数据，其它公司为 2022 年）

表 11：主要纺织制造国家生产要素及企业所得税率

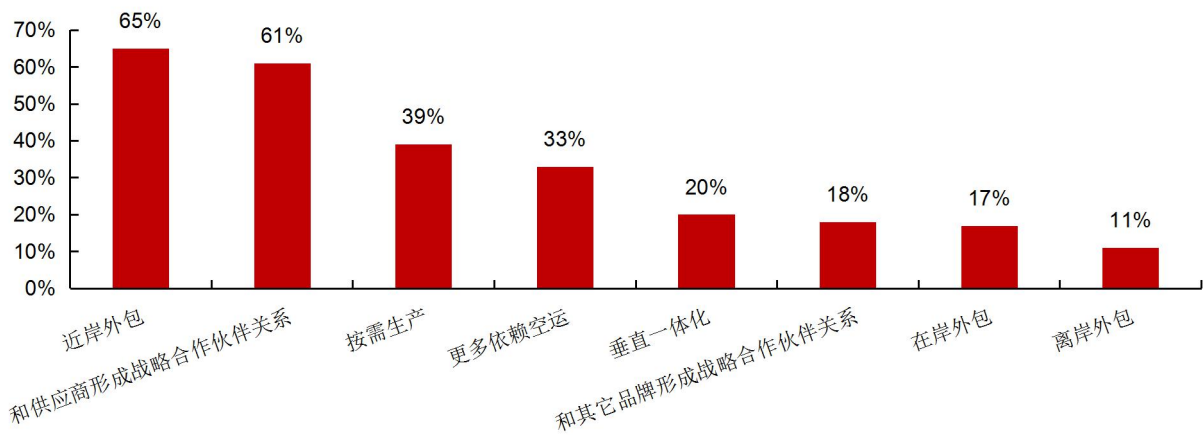
	15-60 岁人口数量 (亿人)	占比	名义平均工资 (美元/月)	工业用水 (美元/立方米)	工业用电 (美元/度)	企业所得税率
中国	9.08	63.7%	1380	0.61	0.20	25%
印度	9.20	64.4%	228	0.73	0.10	40%
越南	0.63	63.5%	282	0.47	0.07	20%
柬埔寨	0.10	61.4%	305	0.50	0.25	20%
孟加拉	1.12	64.9%	159	0.32	0.06	成衣制造企业 15%，纺织品生产企业 20%
印尼	1.78	64.0%	191	0.42	0.03	20%

资料来源：population pyramid, ILO, Wind, 商务部《对外投资合作国别（地区）指南》，华律网，山西证券研究所（注：人口数据为 2023 年；柬埔寨名义工资为 2019 年，其它国家名义工资为 2021 年；印度工业用水/工业用电为德里首都区；印尼工业用水为雅加达地区）

**终端需求不确定性提升背景下，快速响应和全球化产能布局突围。**根据麦肯锡，品牌为了实现更安全的供应链，重点关注近岸外包（将制造环节转移到离消费更近的地方）、与供应商建立战略合作伙伴关系、按需生产、垂直一体化措施。近岸外包方面，超过 75%的北美受访者表示，他们预计会增加来自中美洲的采购份额，而超过 35%的北美受访者会增加来自墨西哥的采购份额。在欧洲，土耳其正成为首选的更接近

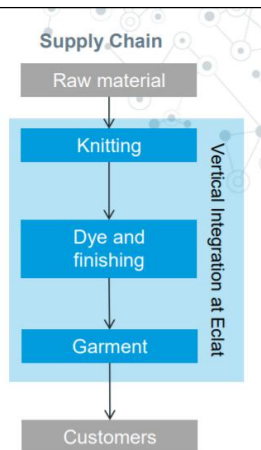
本土的枢纽，85%的西欧受访者预计将增加从该国的供应，其次是东欧和北非。同时，品牌端倾向与核心供应商建立战略合作伙伴关系，FY2023，耐克品牌前四大鞋履供应商承担了品牌 58%的鞋履产量，前五大服装供应商承担了品牌 52%的服装产量，订单头部集中效应明显。品牌按需生产的诉求考验供应商的生产效率和快速响应能力，供应商可以凭借垂直一体化能力，实现快速响应，例如申洲国际、山东鲁泰、上海嘉乐、儒鸿，都已建立面料和成衣垂直一体化产业链，工序涉及面料织造、染色与后整理、印绣花、裁剪及缝纫。

图 36：实现供应链安全的应对措施占比



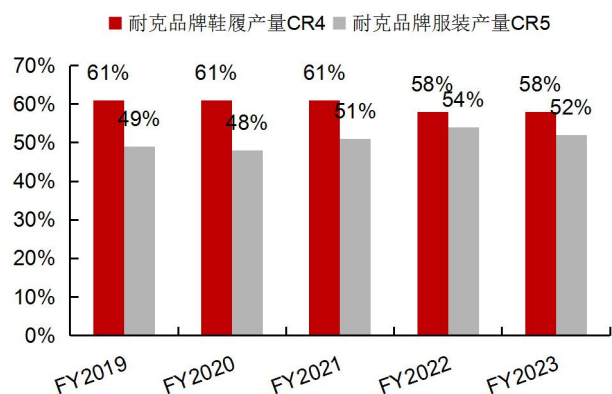
资料来源：麦肯锡《The State of Fashion 2023》，BoF-Mckinsey State of Fashion 2023 Survey，山西证券研究所

图 37：纺织制造企业垂直一体化产业链



资料来源：儒鸿 2023Q3 财报 PPT，山西证券研究所

图 38：耐克品牌头部制造商占据大部分采购份额



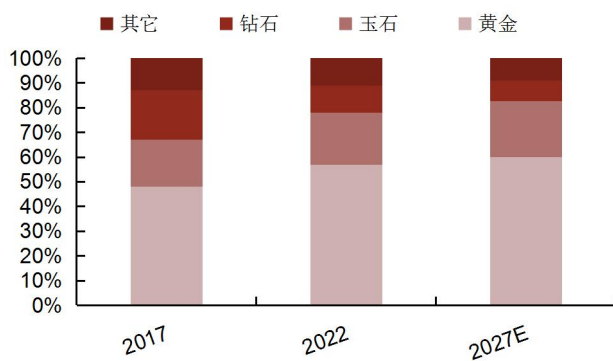
资料来源：耐克 FY2019-FY2023 年报，山西证券研究所

## 5. 黄金珠宝：看好投资及悦己需求释放，产品研发能力考验加大

### 5.1 黄金产品份额预计继续提升，金价上涨有望带动投资需求持续释放

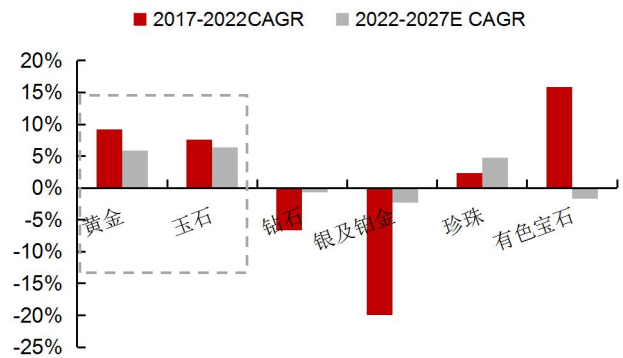
我国珠宝市场未来五年预计中单位数复合增长，黄金珠宝占比将进一步提升。根据老铺黄金招股说明书援引的弗若斯特沙利文数据，我国珠宝市场规模由 2017 年的 5500 亿元稳步增长至 2022 年的 7190 亿元，年均复合增速为 5.5%，预计 2027 年行业规模达到 9094 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 4.8%。分材质看，2022 年黄金珠宝、玉石珠宝、钻石珠宝分别占据我国珠宝市场 57%、21%、11% 的份额，预计 2027 年黄金珠宝、玉石珠宝占比进一步提升至 60%、23%，而钻石珠宝占比预计下滑至 8%。

图 39：我国珠宝市场规模——分品类占比



资料来源：老铺黄金招股说明书，弗若斯特沙利文，山西证券研究所

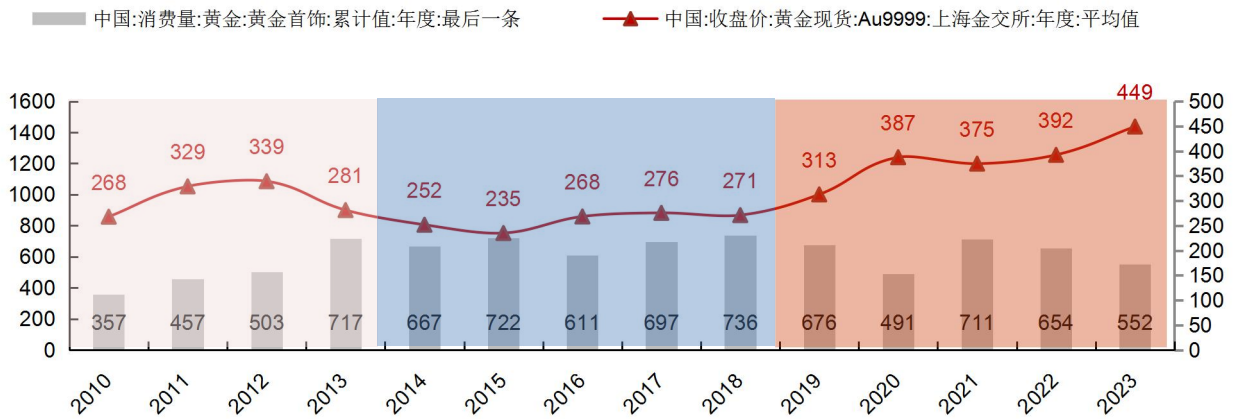
图 40：不同品类珠宝市场规模年均复合增速



资料来源：老铺黄金招股说明书，弗若斯特沙利文，山西证券研究所

**黄金首饰兼具投资与消费属性，金价上涨对黄金首饰消费量支撑性强。** 1) 2010-2013 年，我国黄金首饰消费额持续上涨，CAGR 为 28.2%，整体呈量价齐升趋势，金价持续上涨及我国结婚登记人数持续增加背景下，黄金首饰的投资需求及婚庆需求充分释放。2013 年金价下跌，基于金价长期上涨逻辑，黄金首饰消费量达峰。在此期间，行业内“千足金”、“万足金”说法盛行，反映消费者更多关注黄金首饰的品质而非设计。2) 2014-2018 年，我国黄金首饰消费额增速放缓，CAGR 为 4.4%，量价均表现平稳。金价由 2012 年的高点回落，在 230-280 元/克波动，伴随金价结束大幅上涨及我国结婚登记人数开始下滑，年度黄金首饰消费量平稳波动。在此阶段，行业取消“千足金”、“万足金”纯度标准，统称为足金；同时，3D 电铸硬金、古法黄金等新型黄金首饰工艺开始出现。3) 2019 年-至今，我国黄金首饰消费额增速提升，2019 年前三季度-2023 年前三季度 CAGR 为 11.8%。2019 年金价重回 300 元/克，持续上涨至 2023 年的约 450 元/克，黄金首饰产品的投资属性再次凸显，但实际黄金首饰消费量受疫情反复扰动。在此期间，5G 黄金，5D 硬金，黄金镶嵌等黄金首饰工艺持续推陈出新，激发黄金首饰悦己需求。

图 41：金价（单位：元/克）与黄金首饰消费量（单位：吨）的变化



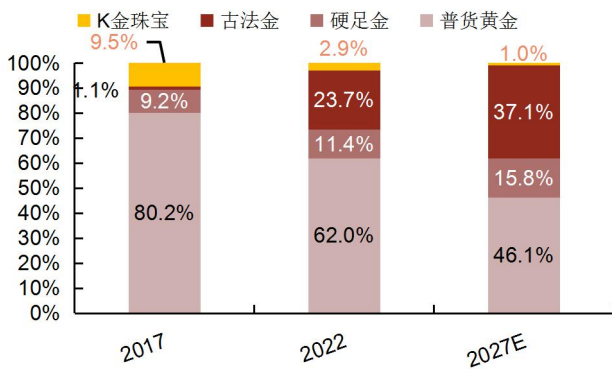
资料来源：Wind，上海黄金交易所，中国黄金协会，山西证券研究所（注：2023 年黄金首饰消费量为前三季度数据）

## 5.2 低客单轻量化黄金饰品满足悦己需求，产品研发创新能力为制胜关键

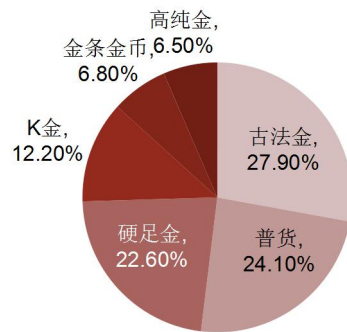
供需共振，带动高附加值的新型黄金工艺产品占比不断提升。按照黄金纯度分类，黄金珠宝分为足金和 K 金，足金珠宝按照工艺进一步划分，包含普通黄金、古法黄金和硬足金。根据老铺黄金招股说明书援引的弗若斯特沙利文数据，2022 年，普通黄金珠宝、古法黄金珠宝、硬金珠宝、K 金珠宝占我国黄金珠宝市场比重分别为 62.0%、23.7%、11.4%、2.9%。从需求角度看，硬足金工艺的衍变，使黄金首饰坚硬且柔韧，时尚感加强，迎合年轻消费群体；从供给角度看，高附加值的古法金产品和硬足金产品能给零售企业带来较好的利润空间，各大零售品牌纷纷将该产品作为企业主要的利润增长点，主动调高配货比例，加大推广力度。根据世界黄金协会《2023 年中国金饰零售市场洞察》，古法金饰是零售商库存中占比最大的黄金品类，占总库存的 28%，普货金饰占比 24%，硬足金饰品占比达到 23%。预计到 2027 年，古法黄金、硬足金市场规模占黄金珠宝市场规模的比重进一步提升至 37.1%、15.8%，而普货黄金、K 金占比预计下滑至 46.1%、1.0%。

图 42：我国黄金珠宝市场份额——分品类占比

图 43：零售商黄金产品库存分类（按价值）



资料来源：老铺黄金招股说明书，弗若斯特沙利文，山西证券研究所



资料来源：世界黄金协会《2023年中国金饰零售市场洞察》，中国黄金社，山西证券研究所

表 12：黄金首饰新型工艺

黄金工艺	特点	图示	产品价格
3D 硬金	采用先进中空的纳米电铸技术；空心，立体感强，硬度高，耐磨性强，克重小，显大		约 1.4g，按件计价，券后 1148 元
古法金	哑光，厚实，不易变形，更具文化内涵		30.18g 券后 16804.62 元（含工费 960 元）
5G 黄金	在黄金生产加工的融金过程中添加了一定量的稀有元素，使黄金分子结构更加紧密。设计感突出，更闪亮，实心，重量轻，韧性更好，不易断裂		9.03g 券后 5199.27 元（含工费 500 元）
5D 硬金	在足金的基础上，运用无氰电铸工艺制作而成；集 3D 硬金和 5G 黄金两者的优点于一体的总和，是最佳的选择		约 1.9g，计件定价，1753.3 元/件
黄金镶嵌	黄金与钻石、玉石等珠宝进行镶嵌，设计、款式新颖，产品精致		金重约 0.95g，金镶玉，按件计价，券后约 1579 元

黄金工艺	特点	图示	产品价格
6G 鎏光金	高硬度、高耐磨、高纯度、够新潮、够精致、够炫亮		-
花丝工艺	将"花丝"进行再加工的制作过程,即:掐、填、攒、焊、堆、垒、织、编、点翠等。做工精细,富丽堂皇,古色古香,有浓厚的宫廷气息。		1.85g, 券后 1142.97 元 (含工费 360 元)

资料来源: CRD 克徕帝官网, 周大生天猫旗舰店, 潮宏基天猫旗舰店, 周大生微信公众号, 山西证券研究所 (注: 产品价格为 2023.12.21 日统计)

**黄金首饰产品价格透明度要求提升, 差异化产品设计有望获得溢价。**根据世界黄金协会调研, 2023 年在零售商的金饰库存中, 66%为按克计价, 34%为按件计价, 鉴于越来越多的年轻消费者要求看到更高的价格透明度, 与 2021 年相比, 零售商越来越多的采用按克计价模式。对于以往普遍采用按件计价的低克重硬足金产品, 2023 年, 在零售商所售的产品中, 超半数的硬足金产品采用了按克计价的模式。我们预计一方面, 行业按克计价趋势延续, 另一方面, 品牌商可以通过提升产品设计创新能力, 获得消费者青睐。透明的价格结构、合理的工费以及符合消费者品味的设计会令消费者和零售商共同受益。

图 44: 按照计价方式分类的零售商金饰产品库存

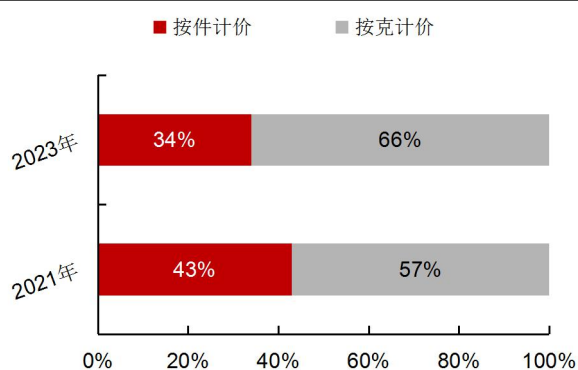
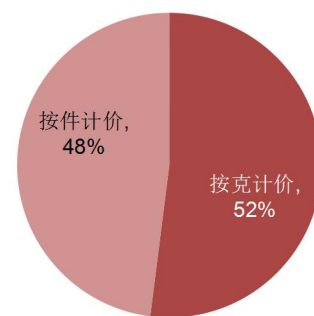


图 45: 零售商销售的超过半数硬足金产品为“按克计价”



资料来源: 世界黄金协会《2023 年中国金饰零售市场洞察》, 中国黄金社, 山西证券研究所

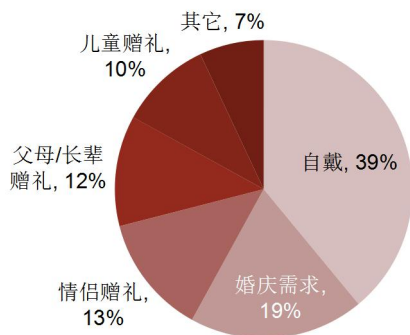
资料来源: 世界黄金协会《2023 年中国金饰零售市场洞察》, 中国黄金社, 山西证券研究所

**金价上涨背景下, 预计低客单轻量化产品有效满足悦己需求。**根据世界黄金协会《2022 年中国金饰市场趋势洞察》, 以“自戴”为目标的消费者为受访零售商贡献约 40% 的收入, “自戴”已成为消费者最重要



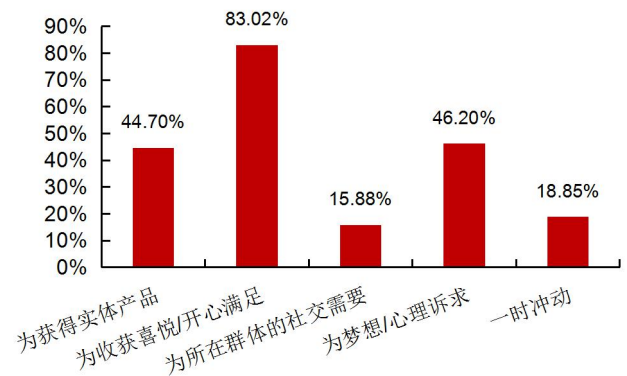
的珠宝消费场景。1995年-2009年出生的Z世代年轻人群，虽然在购买必需品时注重性价比，但大部分会为收获喜悦和内心满足而为悦己需求买单。2023年，金价飙升和经济复苏的不确定性令许多消费者削减了金饰消费预算，重量低于10g的产品是零售商上半年收入的最大来源，单价低于2000元的产品对零售商收入贡献由2022年的18%提升至2023年的35%，在消费者金饰消费预算下降及新型黄金工艺持续推出背景下，低克重、低客单价的产品受到消费者青睐。

图 46：不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献



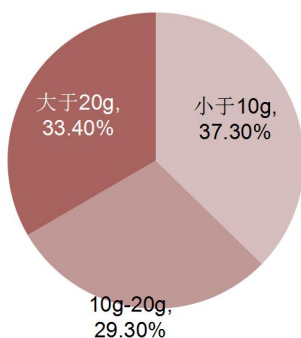
资料来源：世界黄金协会《2022年中国金饰市场趋势洞察》，山西证券研究所

图 47：Z时代更愿意为兴趣买单



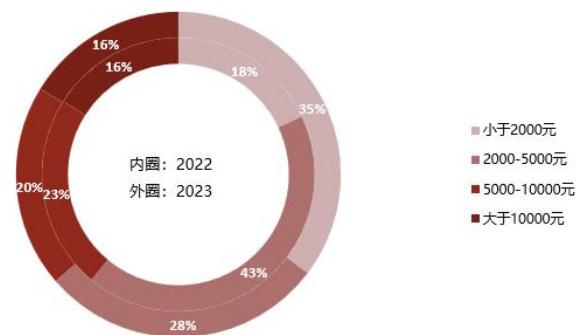
资料来源：网易，中青校媒，山西证券研究所

图 48：按重量划分的黄金饰品对收入的贡献



资料来源：世界黄金协会《2023年中国金饰零售市场洞察》，中国黄金社，山西证券研究所

图 49：不同价格带产品对销售的贡献



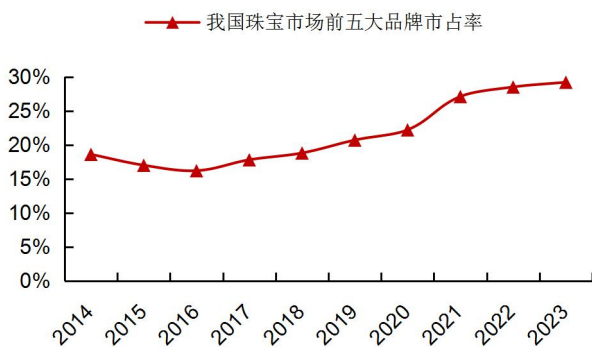
资料来源：世界黄金协会《2023年中国金饰零售市场洞察》，中国黄金社，山西证券研究所

### 5.3 黄金珠宝龙头拓店有所放缓，精细化运营夯实单店效率

我国珠宝市场集中度水平仍然较低，头部珠宝品牌疫情期间逆势拓店。我国珠宝市场前五大品牌市占率2014-2016年持续下滑，行业集中度自2016年开始逐年提升，根据欧睿国际，2023年我国珠宝市场前五

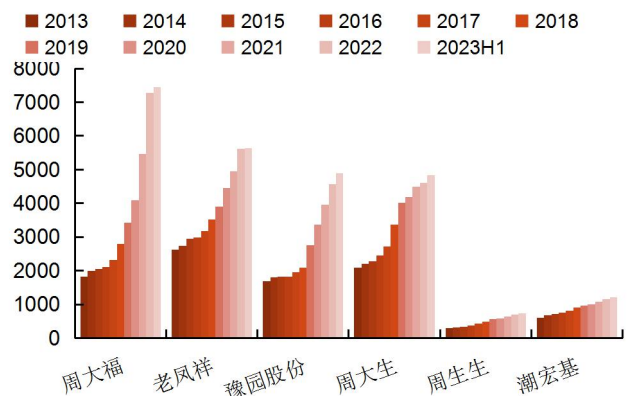
大品牌市占率为 29.2%。行业集中度提升主要伴随头部珠宝企业 2017 年-2022 年加快线下渠道布局，2023 年黄金珠宝品牌门店拓展速度有所分化，龙头周大福拓店速度放缓，老凤祥与豫园保持拓店速度，潮宏基、周生生拓店速度有所加快。截至 2023Q3 末，周大福、周大生门店数量分别为 7458、4831 家，截至 2023H1 末，老凤祥、豫园股份、潮宏基、周生生门店数量分别为 5631、4892、1218、727 家。头部珠宝品牌门店规达到 5000 家左右，后续单店经营效率提升为继续获取市场份额关键。

图 50：我国珠宝市场品牌 CR5



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 51：各黄金珠宝品牌期末门店数量



资料来源：各公司年报，山西证券研究所（注：周大福和周大生 2023 年门店数量为截至 2023Q3 末，其它公司为截至 2023H1 末）

图 52：主要珠宝品牌



资料来源：上海钻石交易所《中国钻石 2022 年鉴》，山西证券研究所

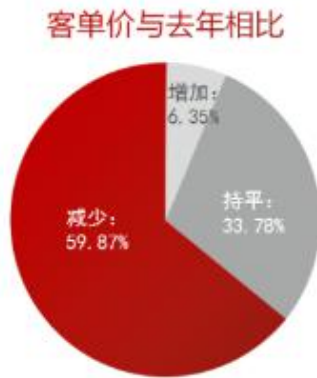
## 6. 家居用品：关注行业弱市下龙头突围，智能家居渗透率提升可期

### 6.1 关注行业弱市下龙头家居企业份额提升，多渠道获客能力为关键

2023 年家居卖场量价均承压，家具公司营收与住宅竣工数据表现分化。根据中国建筑材料流通协会家居建材市场专委会对 2023 年建材家居卖场入驻商户经营状况的调研，家居卖场商户的客单量和客单价与去年相比，下降的占比都达到了六成，2023 年我国家居行业量价均有所承压，近九成卖场商户希望卖场帮助引流。

我国家具制造业营收增速走势与住宅竣工走势基本一致，但 2023 年在消费者收入承压情况下，装修延迟，二者走势分化。2023 年 1-11 月，我国家具制造业营业收入为 5796.60 亿元，同比下降 5.5%，我国住宅竣工面积为 4.76 亿平方米，同比增长 18.5%。同时，行业集中度继续向上市家居公司集中，2023 年前三季度，SW 家居用品板块实现营收 1711.26 亿元，同比下降 0.5%，表现好于家具制造业整体（-7.8%）。

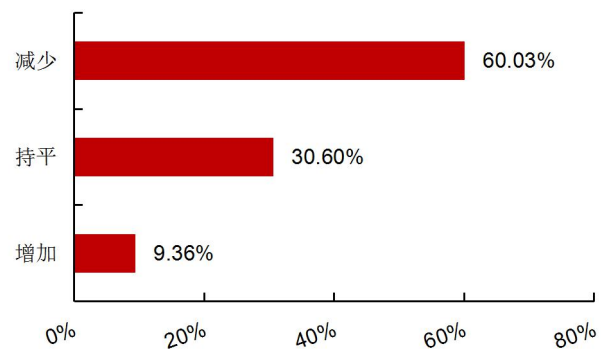
图 53：与 2022 年相比，客单价下降的店铺占比六成



资料来源：家居市场微信公众号，中建协家居市场委《2023 年建材家居卖场入驻商户经营情况调研报告》，山西证券研究所（N=796）

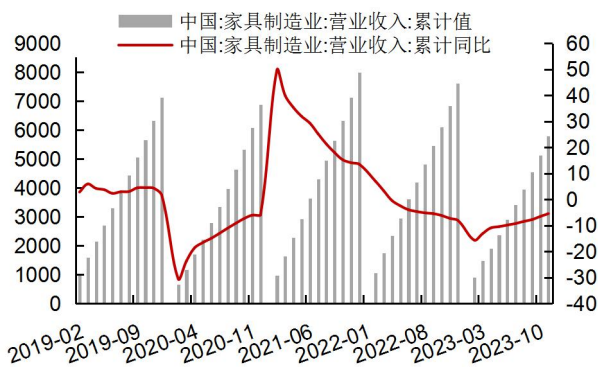
图 55：我国家具制造业营收（亿元）及同比增速（%）

图 54：与 2022 年相比，客单量下降的店铺占比六成

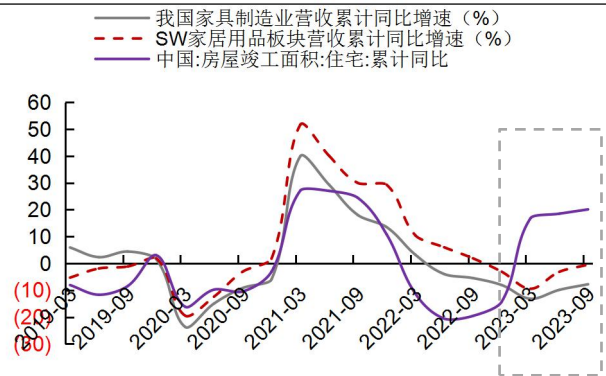


资料来源：家居市场微信公众号，中建协家居市场委《2023 年建材家居卖场入驻商户经营情况调研报告》，山西证券研究所（N=796）

图 56：住宅竣工数据与家居公司营收走势分化



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

**整装渠道逆势增长，预计存量房装修套数将对家装市场产生重要贡献。**

分渠道看，1) 整装业务方面，近年来家居行业的流量入口快速切换，有明显的碎片化趋势，整装业渠道作为更前置的需求流量入口，对家具行业传统的零售渠道需求客流的冲击、分流越发明显。2023年上半年，欧派家居、索菲亚整装渠道业务实现收入 12.7、6.8 亿元，同比增长 22%、89%。根据奥维云网，近年来，受到疫情反复、房地产市场萎靡、终端消费不振等多重叠加因素影响，家装市场规模处于低位盘整阶段，在 2000 万套左右波动，预计 2023-2025 年，以二手房和存量房带动的老房翻新或将对家装市场产生更加重要的贡献。

2) 大宗业务方面，2023 年前三季度，欧派家居、志邦家居大宗业务实现营收 26.78、10.95 亿元，同比增长 10.1%、28.0%，表现优于公司整体营收增速。展望后续，根据奥维云网，2023 年 1-10 月，我国商品住宅精装开盘项目总计 1193 个，同比下降 25.1%，精装规模 73.39 万套，同比下降 38.0%，精装项目渗透率为 37.8%，精装新开盘规模总体收缩。家居企业在大宗业务方面预计将继续聚焦优质地产企业，开发非地产类客户，坚守信用风险底线，实现业务稳健发展。

图 57: 定制家居企业大宗业务营收同比增速

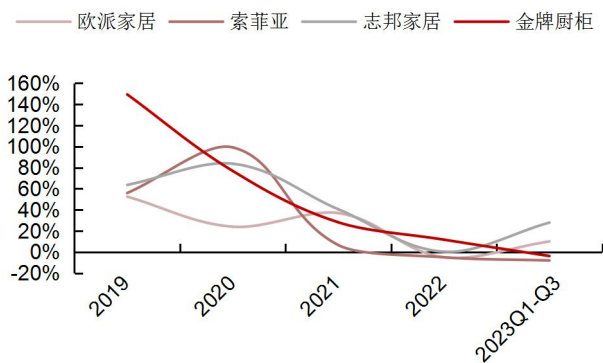
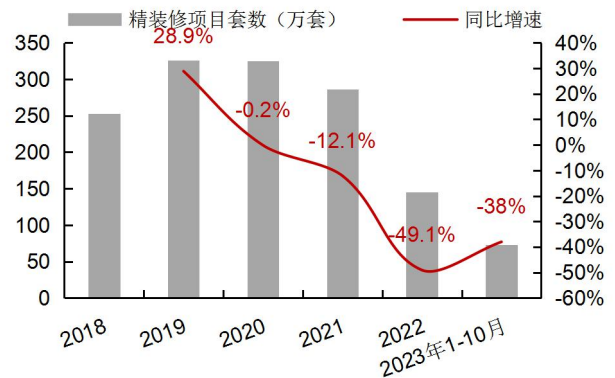


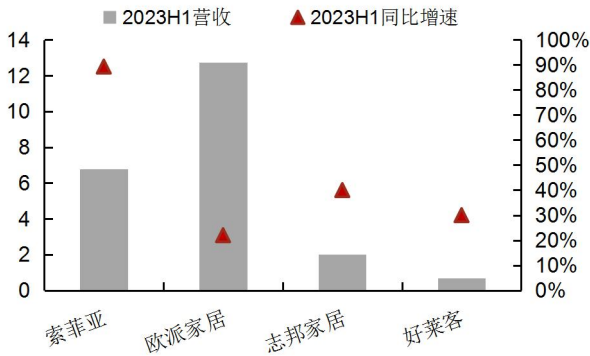
图 58: 精装修开盘项目套数及同比增速





资料来源：各公司 2019-2022 年报，各公司 2023 年三季报，索菲亚 2023 半年报，山西证券研究所（注：索菲亚 2023 年为 H1 数据）

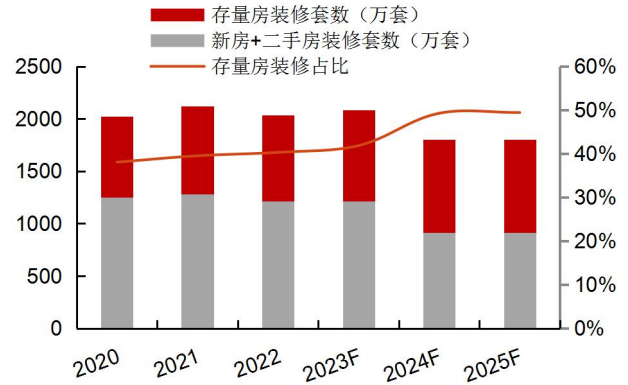
图 59：定制家居企业整装业务营收（亿元）及同比增速



资料来源：各公司 2023 年三季报，山西证券研究所

资料来源：奥维云网，山西证券研究所

图 60：2024 年存量房装修套数预计占据家装市场一半份额



资料来源：奥维云网，山西证券研究所

企业降本增效叠加原材料价格低位，2023 年家居企业盈利能力有所提升。2023 年前三季度，家居用品企业<sup>1</sup>实现营收 579.94 亿元，同比增长 1.8%，实现归母净利润 66.04 亿元，同比增长 9.3%。虽然营收端增速表现较弱，但受益于生产经营原材料的价格水平持续下降，以及企业全方位控本降费提效措施的积极效果显现，家居用品行业的毛利率同比有所提升，2023 年前三季度，家居用品企业毛利率为 35.4%，同比提升 2.2pct。同时，伴随需求较弱，行业竞争有所加剧，多家企业陆续推出低价引流套餐，销售费用率有所上行，2023 年前三季度，家居用品企业销售费用率为 13.8%，同比提升 0.8pct，使得行业归母净利率提升幅度不及毛利率，2023 年前三季度，家居用品企业归母净利率为 11.4%，同比提升 0.8pct。

图 61：家居用品企业季度营业收入及同比增速

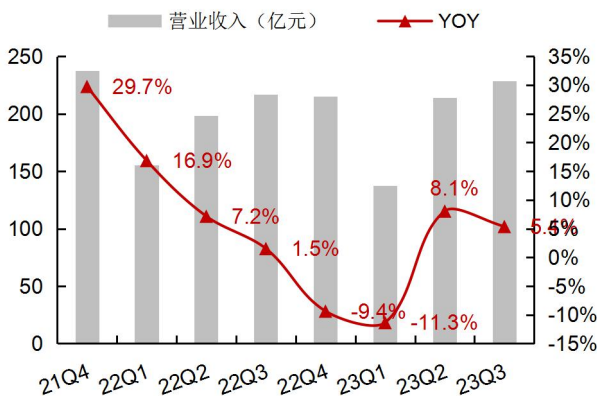


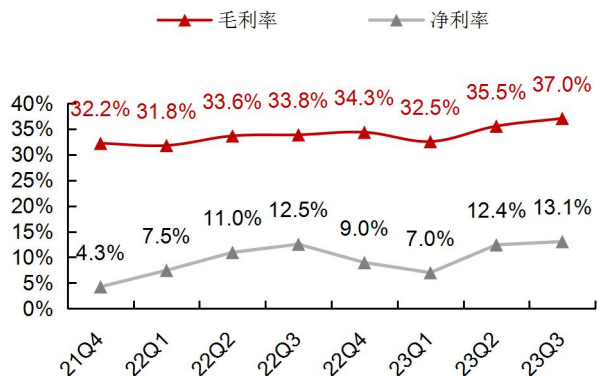
图 62：家居用品企业季度归母净利润及同比增速



<sup>1</sup> 统计范围包括：欧派家居，索菲亚，志邦家居，金牌厨柜，好莱客，喜临门，顾家家居，慕思股份，好太太。

资料来源：Wind，山西证券研究所

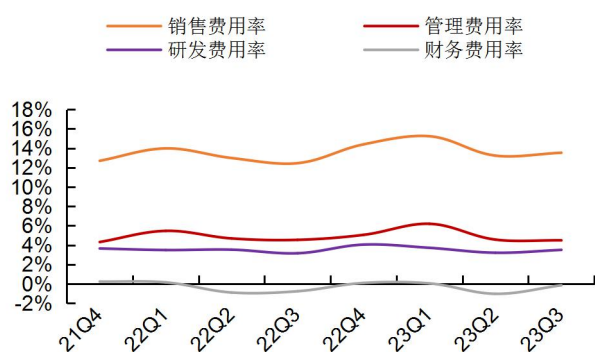
图 63：家居用品企业季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 64：家居用品企业季度期间费用率

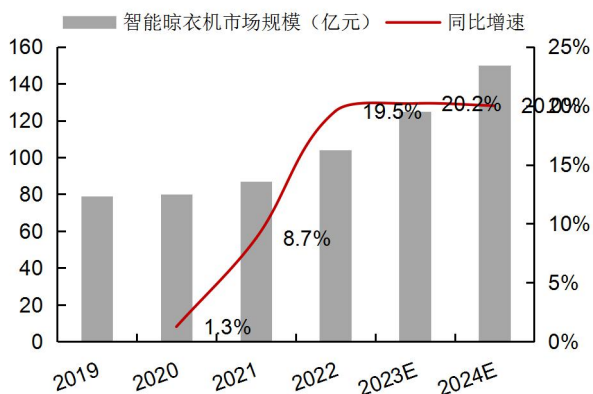


资料来源：Wind，山西证券研究所

## 6.2 智能家居渗透率提升可期，好太太为智能晾晒绝对龙头

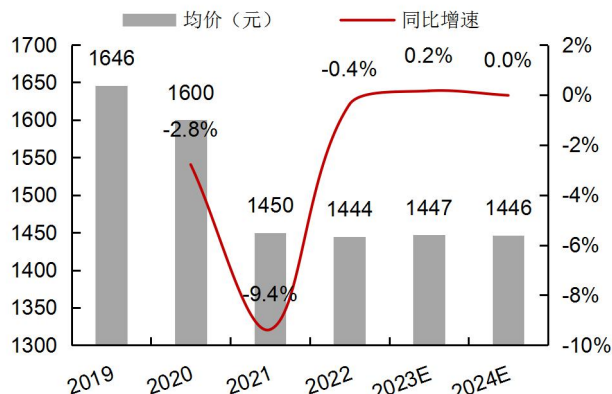
渗透率提升驱动智能晾晒与智能门锁行业增长，均价预计保持平稳。1) 智能晾晒产品方面，根据艾瑞咨询《阳台里的新美好—2023 年晾晒场景趋势洞察》，2022 年我国智能晾衣机销售总额为 104 亿元，销售量为 720 万台，同比增长均约 20%，预计 2023-2024 年行业在销量带动下，保持 20% 的增长，均价基本处于 1450 元左右，保持平稳。2) 智能门锁产品方面，随着居民安防意识的提升、智能家居应用的普及，智能门锁凭借其帮助保障家庭安全、提升居民生活便捷性的核心优势，市场规模有望从 2022 年的 1760 万台增至 2027 年的 3102 万台。2021 年我国智能门锁的渗透率只有 13%，较日本、韩国相比差距较大。

图 65：我国智能晾衣机市场规模及同比增速



资料来源：好太太官网，艾瑞咨询《阳台里的新美好—

图 66：我国智能晾衣机销售均价及同比增速



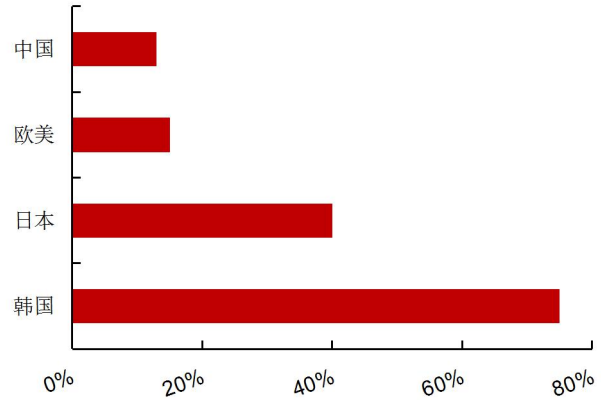
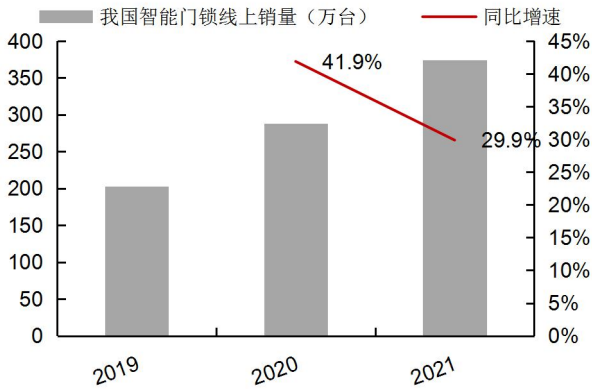
资料来源：好太太官网，艾瑞咨询《阳台里的新美好—

2023 年晾晒场景趋势洞察》，山西证券研究所

2023 年晾晒场景趋势洞察》，山西证券研究所

图 67：我国智能门锁线上销量及同比增速

图 68：我国智能门锁渗透率为 13%



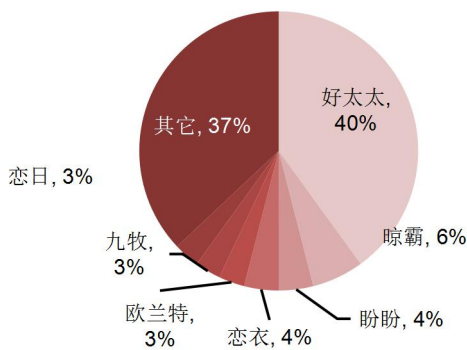
资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

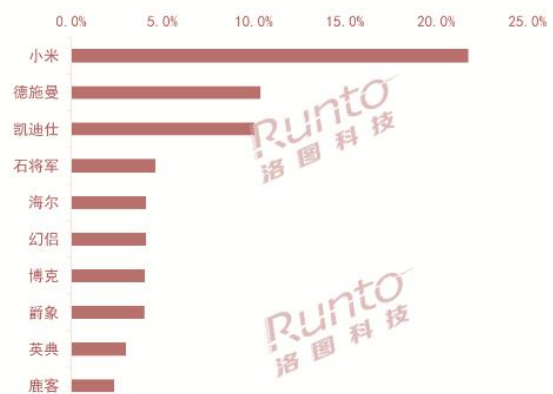
好太太为智能晾晒行业绝对龙头，智能门锁赛道入局者增加。根据艾瑞咨询，2023 年一线/新一线/二线城市智能晾衣机品牌购买率，以及我国智能晾衣机市场份额，好太太占比均接近四成，为行业绝对龙头，其它品牌竞争较为激烈。根据洛图科技《2023 年上半年中国智能门锁市场总结与展望》，2023H1，小米、德施曼、凯迪仕稳居我国智能门锁市场前三名。其中，小米的线上销量份额达到 21.8%，同比提升 2.9pct，排名第一；德施曼位居第二，由于重点布局高端市场，销额占有率正在逼近小米；凯迪仕排在第三，线上销量份额同比下降 1.3pct。2023 年上半年，线上在售智能门锁品牌数为 348 家，新进入品牌数量占线上在售品牌数的 18.7%。参与者的增多使得行业集中度呈现下降态势，2023H1，智能门锁线上市场前四大品牌份额同比下降 3.1pct。

图 69：我国智能晾衣机各品牌市场份额

图 70：我国智能门锁线上市场前十大品牌



2023H1 中国智能门锁线上市场TOP10品牌销量份额



资料来源：好太太官网，艾瑞咨询《阳台里的新美好—2023 年晾晒场景趋势洞察》，山西证券研究所

资料来源：洛图科技观研，山西证券研究所

## 7. 投资建议

**品牌服饰板块**，1) 我国品牌服饰行业发展成熟，行业内公司股息率较高，建议关注**高股息率公司**配置价值，具体标的包括罗莱生活、森马服饰、报喜鸟、海澜之家、富安娜、地素时尚、百隆东方、潮宏基、欣贺股份。2) 消费者疫后理性消费观念强化，对产品质价比重视程度提升，推荐平价品牌公司**名创优品**。3) 我国运动服饰需求韧性较强，行业 2023-2028 年有望实现高单位数复合增长，步入稳健增长阶段，大众运动服饰与高端户外小众运动品牌均具机遇。推荐**361 度、波司登、安踏体育、李宁**。

**纺织制造板块**，1) 短期，多数国际运动品牌经历一年去库时间，库存去化取得显著成果；长周期看，美国服装消费韧性较强，多数国际运动品牌后续收入展望稳中向好；从纺织制造台企月度营收看，23Q4 收入增速均已显著改善，同时纺织制造板块迎来低基数。2) 中长期，品牌供应链全球化布局、生产成本优势背景下，纺织制造企业产能全球化布局仍为关键；终端需求不确定性提升背景下，快速响应能力及生产效率要求提升，作为品牌战略合作伙伴的头部纺织制造企业有望获得更高订单份额。推荐**申洲国际、华利集团、伟星股份**。

**黄金珠宝板块**，我国珠宝市场规模 2022-2027 年 CAGR 预计为 4.8%，黄金珠宝占珠宝市场份额有望提升至 60%。黄金首饰兼具投资与消费属性，金价上涨对黄金首饰消费量支撑性强。1) 黄金价格上涨预期背景下，看好黄金珠宝投资需求释放。2) 年轻消费群体会为收获喜悦和内心满足而买单，金价上涨背景下，预计低客单、轻量化黄金首饰产品有效满足悦己需求，加大对珠宝公司产品设计能力考验。3) 2023 年黄金珠宝品牌门店拓展速度有所分化，头部珠宝品牌门店规在 5000 家左右，后续单店经营效率提升为继续获取市场份额关键。推荐**周大生、潮宏基**。

**家居用品板块**，1) 2023 年家居卖场量价均承压，同时行业集中度继续向上市家居公司集中。短期看，2023 年在消费者收入承压情况下，装修延迟，我国家具制造业营收增速走势与住宅竣工增速走势分化，2023 年 1-11 月我国住宅竣工面积同比增长 18.5%，有望对今年家居需求形成有效支撑，关注行业弱市下龙头家居企业份额提升，建议关注**欧派家居、索菲亚、志邦家居、喜临门**。2) 我国智能晾衣机与智能门锁产品在渗透率提升背景下，市场规模预计维持较快增长，好太太为智能晾晒行业绝对龙头，已着手布局智能门锁产品，完善智能家居产品布局。建议关注智能家居标的**好太太**。

表 13：推荐及建议关注标的估值表



证券代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
2313.HK	申洲国际	80.40	3.05	3.75	4.44	26.4	21.4	18.1
300979.SZ	华利集团	52.64	2.70	3.20	3.76	19.5	16.4	14.0
002003.SZ	伟星股份	10.85	0.48	0.56	0.65	22.8	19.4	16.7
002345.SZ	潮宏基	6.81	0.45	0.55	0.66	15.1	12.3	10.3
002867.SZ	周大生	15.18	1.26	1.50	1.74	12.0	10.1	8.7
2020.HK	安踏体育	75.75	3.41	4.08	4.77	22.2	18.6	15.9
1361.HK	361度	3.47	0.46	0.54	0.63	7.6	6.4	5.5
2331.HK	李宁	20.90	1.47	1.74	2.05	14.2	12.0	10.2
603833.SH	欧派家居	69.61	5.07	5.80	6.64	13.7	12.0	10.5
002572.SZ	索菲亚	15.95	1.37	1.59	1.83	11.6	10.0	8.7
603801.SH	志邦家居	16.77	1.42	1.65	1.91	11.8	10.1	8.8
603008.SH	喜临门	17.01	1.41	1.68	1.98	12.1	10.1	8.6
603848.SH	好太太	15.48	0.80	0.97	1.15	19.3	15.9	13.4
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
9896.HK	名创优品	40.15	1.85	2.26	2.66	21.7	17.8	15.1
3998.HK	波司登	3.51	0.24	0.28	0.33	14.8	12.5	10.8

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所（注：数据截至时间为 2023/12/29）

## 8. 风险提示

### 国内消费者需求不及预期。

当前国内消费者信心尚未完全恢复，若后续国内消费需求疲弱，将对可选消费品类公司销售带来负面影响。

### 海外终端消费需求恢复不及预期。

纺织制造企业订单与海外市场终端需求密切相关，若海外消费需求增长不及预期，将对纺织制造企业收入与产能利用率造成负面影响。

### 黄金价格大幅波动。

黄金首饰同时具备投资属性和消费属性，金价的大幅波动或将抑制消费者短期购金需求，同时将对黄金珠宝企业的营收及盈利能力带来不确定性。

### 原材料价格大幅波动。

原材料价格大幅波动，若中游制造企业价格传导滞后，将对自身盈利能力造成负面影响；若品牌商终端提价，或将抑制消费需求。

### 分析师承诺：

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

### 投资评级的说明：

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

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

### 评级体系：

#### ——公司评级

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

#### ——行业评级

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

#### ——风险评级

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

### 免责声明：

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

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

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

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

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

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

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

