

## 纺织服装

2024年01月07日

## 越南出口回暖&Q4 流水靓丽，优选高股息优质龙头

——行业周报

投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

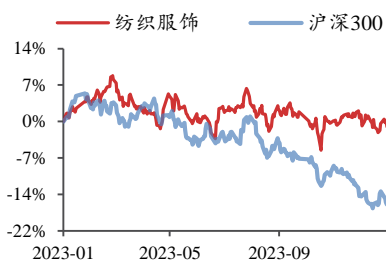
wuchenxi@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《Nike 下调 FY2024 全年指引，全国性低温利好板块——行业周报》

-2023.12.24

《海外品牌假日旺季消费强劲，优选具有α的运动&制造龙头——行业周报》

-2023.12.17

《11月低基数下品牌及出口均改善，优选具有α的龙头标——行业周报》

-2023.12.10

### ● 12月越南纺织品/鞋类出口回暖，2023Q4部分品牌流水靓丽

**重点推荐：**滔搏&安踏体育&名创优品&报喜鸟&申洲国际&华利集团&兴业科技&锦泓集团

- 1、运动&户外品牌：滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361度、波司登；
- 2、男装&休闲品牌：报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、锦泓集团、森马服饰；
- 3、运动代工龙头拐点组合：申洲国际、华利集团、开润股份；
- 4、纺服+汽零标的：兴业科技；
- 5、性价比主线：名创优品。

**建议关注：**业绩稳健增长且具有高股息的优质龙头罗莱家纺、报喜鸟、海澜之家、特步国际、滔搏，以及受益标的富安娜、百隆东方。

### ● 重点公司观点更新：运动鞋服链龙头、高股息标的α收益更显著

**滔搏：** FY2024Q3 流水低双增长，折扣&库销&面积&开店等经营指标全面改善，头部及后进品牌增速差异收窄，受益于国际品牌复苏、新品牌成长，长期结构性效率优化带动盈利稳健提升。**安踏体育：** 11月进入低基数后主品牌及 FILA 流水增长强劲，α来源于优秀的国际品牌资产相互协同、强零售管理力、全球化运营和资源整合力，安踏品牌 2023 年控货积蓄能量，FILA 一流店效及盈利能力有望延续，其他品牌切入小众细分赛道预计持续高增。**名创优品：** FY2024Q1 业绩超预期，收入端看好国内开店加速、海外直营高增；利润端看好产品组合&业务结构优化带动盈利能力提升。**报喜鸟：** 11月低基数下流水环比提速，作为多品牌战略成功，主品牌年轻化转型并向中南市场拓展；哈吉斯品牌势能提升下稳步扩店&单店成长，我们认为业绩确定性部分来自于 2023 年开店兑现度高且 2024 年预计仍保持 10-15%净开店的积极拓店计划。**申洲国际：** 由于服装季节性 & 品牌客户新品需求，下游仍有补库需求，但 Nike 下调指引加剧市场对补库程度的担心。公司的α来自于新品类下老客户份额提升、新客户逐渐放量，2024Q1 进入低基数，2024 年订单稳健向好，预计 Lulu 高增长、优衣库/阿迪达斯双位数增长、Nike 单-双位数增长、国内品牌持平。**华利集团：** Nike 下调主要系对大中华区和 EMEA 宏观经济悲观，而公司以外销为主。订单趋势向好，Nike、Puma、VF 库存逐步改善，新客户爬坡并不断开发新客户，预计元旦前后越南和印尼新产能投产，预计 2024 年精细化管理下盈利稳健。**兴业科技：** 鞋包带主业出清后集中度提升；汽车革 Q3 量价齐升，预计 Q4 理想每月交付量突破 4 万台，并开始交付奇瑞旗下星纪元轿车，预计 2024 年改款及新车型、新客户支撑高增长势头。**锦泓集团：** 品牌层面：Teenie Weenie 短期来看向上态势确立，长期来看具备成长空间；VGRASS 直营店效处于稳步恢复中；云锦未来将保持较快增速。公司层面：2022 年底债务置换，利息费用大幅下降 1 亿左右；2023 年初股权激励，业绩增长信心较足。

### ● 行业方面：12月纺织品出口同比降幅收窄，鞋类出口同比转正

12月越南纺织品出口金额为 28 亿美元，10月/11月/12月出口金额分别同比 -3.6%/-7.1%/-1.8%，12月同比降幅收窄。12月越南鞋类出口金额为 20 亿美元，10月/11月/12月出口金额分别同比 -28.9%/-10.0%/+5.3%，12月同比转正。

● **风险提示：**消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复&门店扩张不及预期。

## 目录

1、行情回顾与下周推荐	3
1.1、业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑赢大盘、H 股跑输大盘	3
1.2、重点推荐：滔搏&安踏体育&名创优品&报喜鸟&申洲国际&兴业科技&华利集团&锦泓集团	4
1.2.1、滔搏：FY2024Q3 经营指标全面向好，看好国际品牌复苏及盈利能力提升	4
1.2.2、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌回归大众值得期待	4
1.2.3、报喜鸟：多品牌战略的成功典范，主品牌年轻化、哈吉斯品牌势能上升期	6
1.2.4、名创优品：品牌升级稳步推进，看好海内外扩张&盈利能力持续提升	6
1.2.5、申洲国际：订单稳步向好，2024Q1 进入低基数，看好盈利改善后估值回升	7
1.2.6、华利集团：老客稳健、新客爬坡配合产能投放，精细化管理下业绩稳健	7
1.2.7、兴业科技：主业行业出清后集中度提升，开辟汽车革及宝泰新业务贡献增量	8
1.2.8、锦泓集团：品牌向上势头确立，轻装上阵稳步增长	9
1.3、建议关注：看好高股息优质龙头标的	9
2、本周重点公司信息更新	10
2.1、安踏体育：2023Q4 各品牌流水靓丽，延续稳健高质量增长	10
3、本周行业：12 月越南纺织品/鞋类出口稳步回暖	10
3.1、越南出口：12 月纺织品出口同比降幅收窄，鞋类出口同比转正	10
4、重点推荐公司盈利预测	11
5、风险提示	12

## 图表目录

图 1：近 1 月 A 股纺服板块跑赢沪深 300	3
图 2：纺服板块本周下跌 0.67%	3
图 3：三夫户外、浙江自然、达芙妮国际涨幅居前三	3
图 4：佐丹奴国际、慕尚集团控股、特步国际跌幅居前三	3
图 5：季度收入增速：2024Q1 进入低基数	7
图 6：季度毛利率：盈利能力连续多个季度受压制	7
图 7：宏兴盈利能力爬坡超预期，主业及宝泰净利率明显提升	8
图 8：新业务支撑规模和利润较快增长	9
图 9：2023Q1-Q3 盈利能力进入稳步爬升期	9
图 10：12 月越南纺织品出口金额同比-1.8%	11
图 11：12 月越南鞋类出口金额同比+5.3%	11
表 1：各品牌 2023Q4 流水表现靓丽	5
表 2：建议关注高股息优质龙头标的	9
表 3：重点推荐公司盈利预测与估值	11

## 1、行情回顾与下周推荐

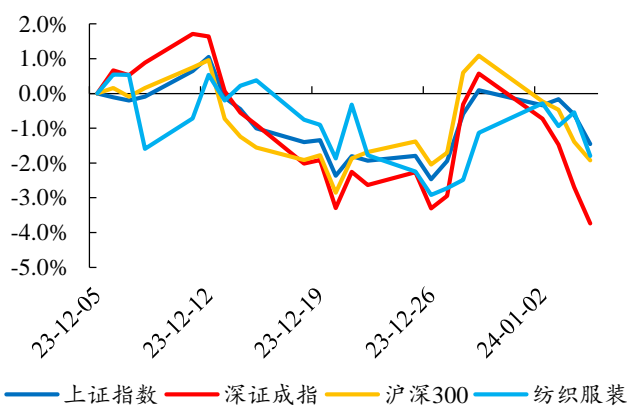
### 1.1、业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑赢大盘、H 股跑输大盘

本周（2024 年 1 月 2 日-2024 年 1 月 5 日）

A 股板块表现：纺织服装板块下跌 0.67%，沪深 300 下跌 2.97%，跑赢大盘 2.3pct，在 31 个一级行业中排名 19，子行业表现来看，纺织制造下跌 0.95%，跑赢大盘 2.0pct；服装家纺下跌 0.56%，跑赢大盘 2.4pct。

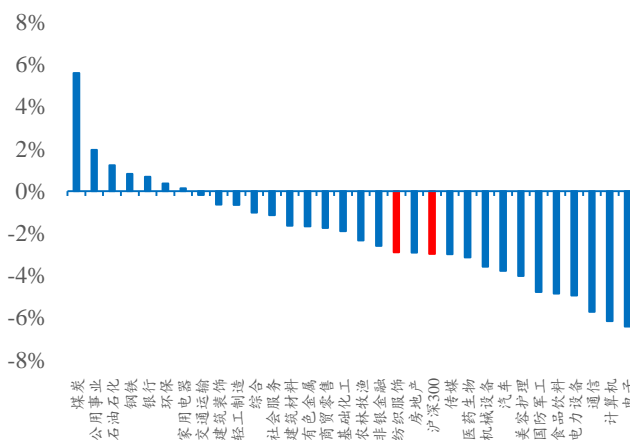
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块下跌 4.67%，恒生指数下跌 3.00%，跑输大盘 1.7pct。

图1：近 1 月 A 股纺服板块跑赢沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所

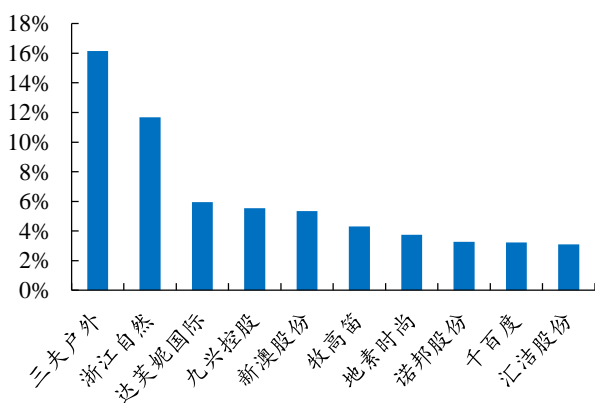
图2：纺服板块本周下跌 0.67%



数据来源：Wind、开源证券研究所

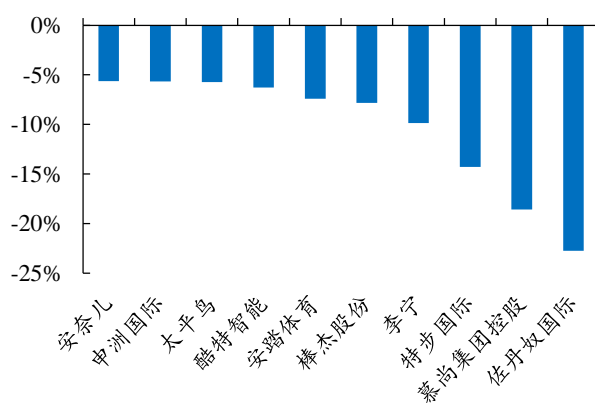
个股表现，三夫户外、浙江自然、达芙妮国际涨幅居前三，涨幅分别为 16.1%、11.7%、5.9%；佐丹奴国际、慕尚集团控股、特步国际跌幅居前三，跌幅分别为 22.7%、18.6%、14.3%。

图3：三夫户外、浙江自然、达芙妮国际涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：佐丹奴国际、慕尚集团控股、特步国际跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、重点推荐：滔搏&安踏体育&名创优品&报喜鸟&申洲国际&兴业科技&华利集团&锦泓集团

### 1.2.1、滔搏：FY2024Q3 经营指标全面向好，看好国际品牌复苏及盈利能力提升

**FY2024Q3 经营指标全面向好。**FY2024Q3 流水实现低双增长，其中零售流水由同店驱动录得高双增长，主力和非主力品牌、线上及线下同比均有双位数增长。FY2024Q3 新品销售占比持续提升驱动折扣同比持续改善，库存金额同比双位数下降，库销比略低于 4，库存金额及库销比环比 FY2024H1 基本持平。**FY2024Q3 直营门店面积同比环比改善：**2023H2 毛开店加速，因此截至 11 月底环比 8 月底增长 0.5%（FY2024Q2 环比基本持平），同比下降 1.7%（FY2024Q1 同比下降 3.5%）。

**头部及后进品牌之间增速差异逐渐缩窄。**FY2024Q3 滔搏流水低双增长（FY2024H1 为 7.3%），以低双增长为切线，增速为低双以上的品牌加权平均增速为高双（FY2024H1 为中双），切线以下的品牌加权平均增速为低单（FY2024H1 为中单下降），剔除负面因素后为低双增长（FY2024H1 为略微增长）。

**预计业绩端由国际品牌复苏、新品牌合作、经营效率进一步提升带动。**中长期看好公司大店资源、私域运营的核心竞争力，深化现有品牌合作的同时加大 HokaOneone、凯乐石等新品牌及新领域的合作，强劲的现金创收能力预计高派息持续。

**收入端受益于国际品牌复苏：（1）Nike，**剔除汇率下大中华区连续四个季度正增长，新品售罄率表现较好，预计势头延续。**（2）阿迪达斯：**中国的库存结构和总量状况持续向好、全期货模式增加 30%快反订单、产品创新能力提升、营销资源改善后品牌市场声量开始逐步放大、2023 年渠道调整接近尾声，预计阿迪达斯在 FY2025 的销售改善。

**大店资源之下货品及营销丰富，精准单店&全域新零售提升单店辐射能力：（1）大店资源：**FY2024H1 单店销售面积同比+7.7%，其中主力和非主力品牌及不同面积类型门店的单店面积均增长，凭借丰富的高级别大店资源，滔搏新品供应、营销资源丰富，有望持续抢占市场份额。**（2）全域零售：**FY2024H1 传统平台维持增长、私域增速持续亮眼，包含单店小程序、旗舰店及私域的离店销售占比预计 10%+。滔搏以品牌以及品牌的用户属性做单店的细化划分，未来单店辐射能力的提升有望进一步增厚单店产出。

**长期结构性效率优化带动费用率下降：（1）渠道改扩优化带动租售比下降，**预计新开店平均店效是关店店效的 3 倍，改店的店效平均提升大于 30，FY2024H1 渠道的优化带动估测租金费用率同比-0.5pct 至 13.3%。**（2）数字化赋能带动人效提升，**员工费用率-1.3pct 至 10.0%。

### 1.2.2、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌回归大众值得期待

**a 来源：**优秀的国际品牌资产相互协同、强零售管理力、全球化运营和资源整合力。

**安踏：**2023 年控货积蓄能量，目标 2023-2026 流水年复合增长 10%-15%。

➢ **产品及品牌力向上：**看好商品调整（军转民思路转变重塑冠军系列、推出户外系列打造平替）、奥运等营销资源强化篮球跑步品类。2024 升 5 破 8，小票数升 5.05%、客单价突破 800（鞋占比提升、打造商品 IP，提升商品效

率)。

- **市场拓展同步向下：**渠道分级改革，线下渠道分为五等级以及线上 60% 专供款，面对不同层级消费者，DTC 利润率有望提升。

#### FILA：一流店效及盈利能力，产品调整&渠道优化进入收获期。

- 鞋和专业运动收入占比提升显著，一方面鞋 2023H1 收入增速 20%+占比提升至 40%左右，另一方面精准聚焦客群发展菁英运动，网球、高尔夫专业运动心智逐渐展现，2023H1 专业运动服双位数增长。
- 渠道优化进入收获期，折扣&店效恢复下，经营杠杆带动租售比下降及人效提升，OPM 预计维持 25-30%高水平。

**其他品牌：**Descente 2023 年流水超 50 亿，2023H1 店效超 180 万，通过领先心智运动、迭代专业产品、深耕专业圈层，至 2026 年成为集团第三个百年品牌。Kolon 定位高端品质户外的生活方式品牌，2020 年扭亏为盈，2023H1 店效 90w+，同比翻倍，通过产品突围、版图向新、文化扎根，目标 2023-2026 流水复合增长 30-35%。

表1：各品牌 2023Q4 流水表现靓丽

	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
安踏品牌	20-25%负增长	低单位数	低单位数	低单位数	40-45%	35-40%	10-20%低段	10-20%中段
大货	20%+负增长	负低单位数	正增长	低单位数	35-40%		低双位数	中单位数
儿童	25%+负增长	单位数增长	低双位数	低单位数	45-50%		低双位数	中双位数
电商	中单增长	40%+	近 50%	正增长	60%+	40%+	25-30%	30-35%
FILA	中单负增长	10-20%	20-25%	25-30%	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数
classic	20%+负增长	中单位数		中双位数	80%+	20%+		持平
fusion	正增长	70%+	双位数	50%+	150%	80%+		低双位数
kids	低单负增长	30%+		20%+	100%	40%+		中双位数
电商						40%+	20-25%	25-30%
其他品牌	高单负增长	25-30%	50-55%	55-60%	115-120%		35-40%	30-35%
迪桑特				80%+	150%		50%	40%-45%
可隆体育				30-40%	75%+		30%	高双位数
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏品牌	10-20%高段	低单下滑	中单	高单	中单	高单	高单	高双
大货	10-20%		中单		中单	高单	高单	高双
儿童	20-25%		高单		中单	高单	中单位数	20-25%
电商	40%+	高单增长	高单		负增长	中单	低单	中单
FILA	中单增长	高单下滑	10-20%低段	负 10-20%低段	高单	10-20%高段	10-20 中段	25-30%
classic			中单	高单下滑	双位数	20%	线下高单	30%+
fusion	20%+		双位数	中单增长	单位数	中双	线下高单	低双
kids	10-20%		双位数	高双	单位数	低双	线下高单	25-30%
电商			65%	40%	~40%	60-65%	中双	中双
其他品牌	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%
迪桑特					70%+	60-65%	40-45%	50-55%
可隆体育					100%+	95-100%	65-70%	65-70%

资料来源：安踏体育公司公告、开源证券研究所

### 1.2.3、报喜鸟：多品牌战略的成功典范，主品牌年轻化、哈吉斯品牌势能上升期

11月增速环比10月提速，直营渠道表现好于加盟，线下好于线上。我们认为2024年业绩确定性部分来自于2023年哈吉斯品牌开店兑现度高且2024年预计仍保持10-15%净开店的积极拓店计划。

**报喜鸟以商务为支点年轻化转型，中南区域具备展店空间：**通过产品面料&色彩&设计感提升品质、大规模全品类定制优势突出、针对商务新场景需求推出轻商务及运动西装年轻化系列。自2020年推出轻商务后主品牌市占率自2019年0.3%逐年提至0.5%。运动西装面料及设计具备休闲属性同时定价较低有利于把握年轻客群，且报喜鸟门店数量在中高端品牌中仍为较低水平，同时中南为弱势区域，预计公司将凭借价格相对较低的运动西服及轻正装向中南市场拓展。

**成功打造旗下第二品牌哈吉斯，品牌势能提升下扩店&单店成长：**(1) **扩店：**2022年门店为417家，2023年新开店数(不含闭店)约为15%，净开店预计为10%，未来将加大三四线城市加盟力度提升规模，经测算中长期门店空间为829家。(2) **同店：**品牌势能向上提高客流及进店率、多品类多系列(箱包配饰)提升转化率及连带率，单店年店效仍有提升空间。截止2023年前三季度，哈吉斯单店月均较2022、2021年均实现增长，主要系不断提升产品力、渠道力、品牌力、运营力，并通过渠道升级、控制终端销售折扣、加强会员销售管理、数字化营销、销售激励等方式积极提升店效，截止2023年前三季度，新会员数量增长良好，较2022、2021年均实现增长。

**职业装宝鸟稳健，新品牌培育中：**国内职业装集中采购模式的发展、招标日益规范化趋势，对标圣凯诺2022年22.5亿元规模，宝鸟仅9.0亿元，成长空间广阔。此外，公司储备新品牌中，具有大众衬衫品牌恺米切、户外休闲品牌乐飞叶、英伦高尔夫品牌亨利格兰等潜力品牌。

### 1.2.4、名创优品：品牌升级稳步推进，看好海内外扩张&盈利能力持续提升

**近况更新：**国内MINISO：FY2024Q1营收+36%，单店GMV+22%（量/价分别+17%/3%），10月平均单店GMV+11%，线下门店GMV+41%；海外MINISO：FY2024Q1营收+41%；其中直营/代理市场营收分别同增89%/16%，10月GMV同比增长约30%。

#### 收入端：

(1) **开店加速：**截止FY2024Q1末，国内/海外门店数分别为3802/2313家，年初至今净增477/198家，国内提前完成全年350-450家净增目标，预计2023年内有望再净增100-200家，海外有望完成全年净增目标；中期开店空间分别为5000+/4000+家。此外，超级大店战略稳步推进，西安大唐不夜城店、武汉楚河汉街万达店、英国首家盲盒店、印尼三丽鸥IP限定主题店等大店陆续开业。

(2) **同店增长：**(1)国内MINISO：目前国内单店GMV恢复到2019年的85%，仍具备恢复空间；且随着ip联名产品占比提升和高频上新，有效带动店效提升。(2)海外MINISO：单店GMV恢复到2019年的103%，同比增长27%；其中印度、印尼等东南亚国家店效具备恢复潜力；重点发力北美，挖掘本土偏好优化产品，有望带动GMV持续高增，FY2024Q1北美GMV同比增长159%。

#### 利润端：

(1) 产品组合优化：国内品牌升级&海外 IP 产品占比从~3%提升至 4%+&TT 产品优化

(2) 业务结构优化：高贡献、高盈利海外直营市场占比持续提升，(1) 对海外收入贡献同比提升 12pct，(2) FY2024Q1 直营 OPM 大幅提升至中双位数。

**盈利预测与估值：**综合来看，净利率有望提升至 15%+，预计未来三年利润复合增速 20%+，成长确定性较高，看好品牌战略升级叠加海内外渠道扩张下，盈利能力持续提升。

### 1.2.5、申洲国际：订单稳步向好，2024Q1 进入低基数，看好盈利改善后估值回升

由于服装季节性 & 品牌客户对新品的需求较为刚性，下游存在补库存需求，但由于 Nike 下调指引，加剧了市场对于补库存需求程度的担心。我们认为，公司积极拓展梭织、经编等新品类，除 2024Q1 低基数外，公司的  $\alpha$  来自于老客户份额提升以及新客户逐渐放量，同时盈利能力改善。

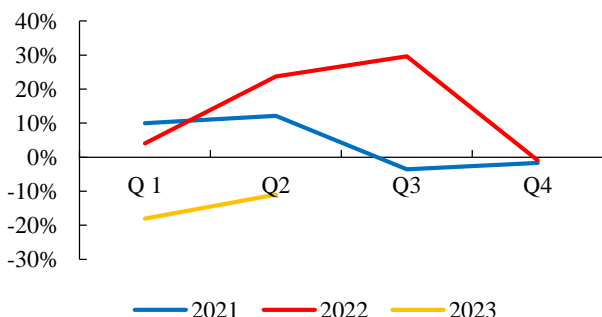
**9 月订单转正，国内产能利用率修复至 90%，订单需求稳步向好。**下游库存逐渐恢复正常，耐克（收入占比 30%）截至 11/30 报表存货 79.79 亿美元，同比-14%/环比-8%，库存周转天数 101 天（同比-5 天，环比-6 天）。预计随着服装季节性 & 品牌客户对新品的需求提升，下游客户根据去库节奏逐步进入补库阶段。截至 2023 年 11 月，Nike 大中华区连续五个季度剔除汇率下收入正增长，受益于本地化供应链需求，国内产能利用率预计已经恢复至 90%。

**基于产品多元化发展战略，老客户份额有望提升。**棉类/非棉产品结构过去 75:25，目前约为 6:4，发展功能性化纤、经编、梭织产品。同时，受益于阿迪达斯精简供应链战略，公司份额有望进一步自 20% 显著提升。

**新客户成长性好，Lulu 订单亮眼，一体化推进后有望提升盈利能力。**Lulu 柬埔寨供应商主要供给高档小量产品，公司凭借规模化+垂直一体化优势份额有望快速提升，目前自产面料~50%，未来有望提升至 100%。

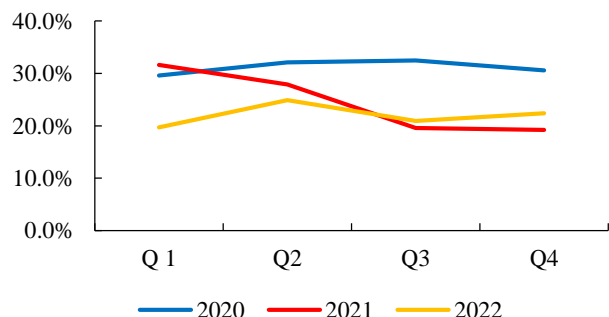
**预计估值随盈利能力压制因素消除而回升：**(1) 2024Q1 进入低基数；(2) 补库提升国内产能利用率后毛利率将逐季修复；(3) 原材料预计维持低位震荡阶段。

图5：季度收入增速：2024Q1 进入低基数



数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

图6：季度毛利率：盈利能力连续多个季度受压制



数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

### 1.2.6、华利集团：老客稳健、新客爬坡配合产能投放，精细化管理下业绩稳健

主要客户库存去化顺利，公司 2023Q4 及未来订单展望良好。耐克截至 11/30 报

表存货 79.79 亿美元，同比-14%/环比-8%，库存周转天数 101 天（同比-5 天，环比-6 天），以同行中丰泰企业看，11 月营收 73.29 亿元新台币，同比增长 4.26%。Puma 截至 9 月存货为 18.74 亿元，同比下降 20%。VF 截至 9 月底，存货近四个季度以来首次出现下降，同比下降 10% 至 24.8 亿美元，VF 虽仍处于调整期，Vans 换帅后有望改善业绩。

**高潜力新客户爬坡，并不断开发新客户。**公司 2021 年合作 NB、亚瑟士、ON，2023Q1 新增 Lululemon 和锐步出货，2023 年预计锐步、Lulu 分别达到中、低万级出货量，公司储备潜力客户，2024 年除新品牌爬坡外还将继续合作新品牌。预计 2024 年元旦前后越南和印尼新产能投产。

### 1.2.7、兴业科技：主业行业出清后集中度提升，开辟汽车革及宝泰新业务贡献增量

**鞋包带用皮革：**行业内部分小企业退出，采购集中度提升公司凭借 30 年的沉淀，拥有丰富的产品矩阵、原材料储备、分事业部对接客户加快交期，持续抢占份额，22 年市占率在 15% 左右。公司的品类较全，鞋面皮革领先行业。2023Q4 迎来国内消费旺季，下游客户存在补订单需求，预计 Q4 业绩好转，同时 2023 年加大开拓海外品牌（VF>哥伦比亚>Clark），现有海外收入占比约 10%，为 2024 年提供增量，供给端预计印尼工厂 2024H2 陆续投产。

**汽车内饰用皮革：**2023Q3 汽车内饰用皮革量价齐升。预计 Q4 理想每月交付量突破 4 万台，并开始交付奇瑞旗下星纪元轿车，预计 Q4 延续 Q3 高增长势头。预计 2024 年改款及新定点支撑较快增长，蔚来改款真皮选配变标配、问界 M5 改款升级，以及新定点理想 L6、奇瑞交付星纪元 SUV 车型。

**宝泰：**2023Q3 随着产销量稳定、生产效率提升及成本控制的改善，毛利率 15.5%，环比+4.3pct，净利率 10%，环比+7pct，盈利能力明显提升。在运动鞋和板鞋等对二层皮需求量提升以及胶原蛋白业务拓展下，预计 2024 年规模及盈利能力进一步提升。

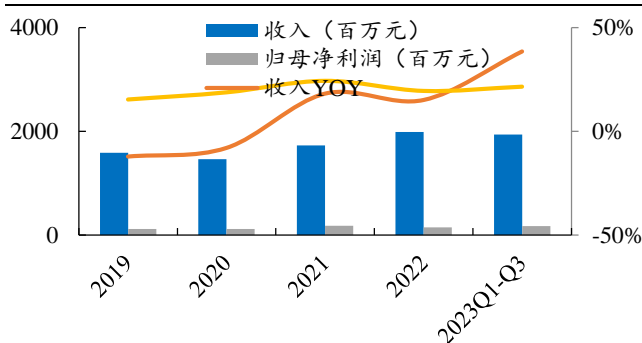
图7：宏兴盈利能力爬坡超预期，主业及宝泰净利率明显提升

主业	收入	YoY	毛利率	净利润	净利率
2023Q3	3.85	-11%	21.00%	59.00	12%
宏兴	收入	YoY	毛利率	净利润	净利率
2022	4.08	220%	23.85%	33.80	8%
2023Q1	1.10	163%	18.24%	15.40	14%
2023Q2	1.36	43%	34.62%	18.88	14%
2023Q3	1.71	33%	34.00%	33.96	20%
宝泰	收入	YoY	毛利率	净利润	净利率
2022.00	2.18	0.33	/	7.74	4%
2023Q1	0.68	0.35			
2023Q2	1.30	0.51	0.13	-0.16	-0.1%
2023Q3	1.36	0.26	15.50%	13.80	10%

数据来源：兴业科技公司公告、开源证券研究所

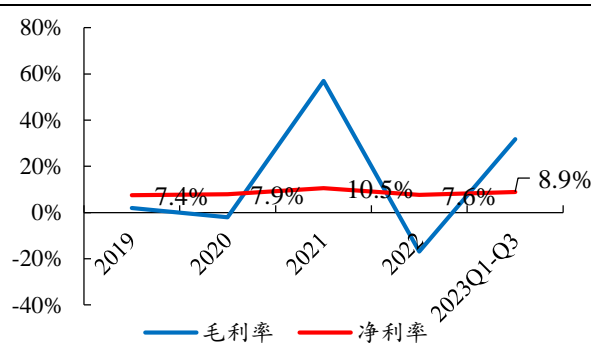


图8：新业务支撑规模和利润较快增长



数据来源：兴业科技公司公告、开源证券研究所

图9：2023Q1-Q3 盈利能力进入稳步爬升期



数据来源：兴业科技公司公告、开源证券研究所

### 1.2.8、锦泓集团：品牌向上势头确立，轻装上阵稳步增长

**Teenie Weenie：**短期来看向上态势确立，长期来看具备成长空间。2023Q1-3 营收同比+15.5%，年初至今/Q3 门店净关 99/19 家至 1123 家。分渠道来看，线上特别是抖音平台，占据先发优势已经积累了粉丝和规模，深入把握抖音的机制，运营效率比较高，在大盘增速放缓的情况下，也能维持较快增速。线下渠道是未来 2-3 年增速比较亮眼的部分，公司调整了线下拓展策略，发力加盟业务布局下沉渠道，同时恢复运营并且叠加新零售来赋能门店业绩。通过测算，我们预计 TW 的开店空间为 1920 家，现在的门店数仅 1123 家，线下规模天花板在 45 亿元左右。

**其他品牌：(1) VGRASS：**2023Q1-3 营收同比+7.7%，公司直营运营能力处于行业内较高水平，VGRASS 直营店效高于同行，处于稳步恢复中；**(2) 云锦：**2023Q1-3 营收同比+115.6%，这两年转亏为盈，未来将保持较快增速。

**公司层面：**一是公司 2022 年底做了债务置换，利息费用大幅下降 1 亿左右；二是公司 2023 年初做了股权激励，业绩增长的信心比较足；三是从公司经营来看，高端女装的规模增长主要是靠多品牌扩张，以小并大 TW、云锦转亏为盈都体现出锦泓整合资源和运营品牌的能力，从长期来看，公司具备继续进行多品牌扩张抢占市场份额的潜力。

### 1.3、建议关注：看好高股息优质龙头标的

**建议关注业绩稳健增长且具有高股息的优质龙头。**我们计算纺织服装板块内的公司预期股息率并进行排序，其中股息率较高且分红持续性较好的公司为中国利郎、罗莱家纺、森马服饰、报喜鸟、海澜之家、富安娜、特步国际、滔搏等标的，建议关注业绩稳健增长且具有高股息的优质龙头罗莱家纺、报喜鸟、海澜之家、特步国际、滔搏，以及受益标的富安娜、百隆东方。

表2：建议关注高股息优质龙头标的

公司名称	股息率				收盘价 (元)	每股分红 2023E (元)	每股净利润 2023E (元)	过去三年 平均分红比例	过去三年 净利润 CAGR	
	2020A	2021A	2022A	三年平均						
中国利郎	10.40%	8.04%	7.57%	8.67%	8.65%	3.85	0.33	0.44	75.7%	-10.33%
罗莱家纺	6.43%	12.86%	6.43%	8.57%	8.25%	9.33	0.77	0.74	104.6%	-0.99%
森马服饰	4.25%	12.76%	3.40%	6.80%	8.03%	5.88	0.47	0.47	101.4%	-11.08%
报喜鸟	1.03%	7.22%	6.87%	5.04%	7.98%	5.29	0.42	0.47	90.5%	11.88%
海澜之家	3.36%	6.70%	5.65%	5.24%	7.64%	6.92	0.53	0.67	78.9%	9.90%

富安娜	5.44%	6.53%	6.53%	6.17%	6.66%	9.19	0.61	0.69	88.2%	1.67%
特步国际	3.70%	6.61%	5.32%	5.21%	6.38%	3.44	0.22	0.39	56.5%	34.04%
滔搏	3.46%	12.39%	8.44%	8.10%	6.05%	5.96	0.36	0.37	97.0%	3.06%
地素时尚	5.88%	7.35%	5.15%	6.13%	6.18%	13.60	0.84	1.16	72.2%	-21.86%
百隆东方	4.02%	10.06%	10.06%	8.05%	6.01%	4.97	0.30	0.49	60.6%	106.62%
赢家时尚	2.71%	3.42%	2.85%	3.00%	5.09%	12.75	0.65	1.18	54.8%	-8.10%
欣贺股份	4.90%	7.34%	3.67%	5.30%	5.00%	8.17	0.41	0.43	94.6%	-14.89%

数据来源：Wind、开源证券研究所（中国利郎、富安娜、地素时尚、百隆东方、赢家时尚、欣贺股份为 Wind 一致预测，其余均为开源证券研究所预测，2024 年 1 月 5 日汇率：港币：人民币=0.91，收盘日截至 2024 年 1 月 5 日）

## 2、本周重点公司信息更新

### 2.1、安踏体育：2023Q4 各品牌流水靓丽，延续稳健高质量增长

**安踏：2023Q4 线上环比提速，库存健康&折扣良性。**2023Q4 流水高双增长，全年高单增长。**分品牌看：**线上+线下口径，2023Q4 安踏成人流水高双增长、安踏儿童流水 20-25% 增长；2023 年安踏成人流水高单增长、安踏儿童流水高单增长。**分渠道：**2023Q4 安踏线上中单增长，环比提速（2023Q3 低单增长），2023 年安踏线上低单增长。**库存状况健康，折扣同比有改善：**截至 2023Q4，安踏库销比<5 且环比改善，全年折扣同比有加深，2023Q4 折扣环比有加深但同比有改善，同比加深幅度环比收窄，2023Q4 线下/线上折扣同比加深 1pct/2pct、环比持平/加深 1pct，2023Q3 线下/线上折扣同比加深 2pct/4pct。**2024 年预计流水实现 10-15% 增长。**

**FILA：2023Q4 流水略超预期，折扣同比改善。**2023Q4 流水 25-30% 增长，全年高双增长。**分品牌看：**2023Q4 Core 流水 30%+ 增长、儿童流水 25-30% 增长，Fusion 流水低双增长。**分渠道看：**2023Q4 线上中双增长，环比稳定（2023Q3 为中双），2023 年中双增长。库销比<5 且环比改善，2023Q4 折扣同比改善，预计线下 76 折、线上 57 折。2023 年加强鞋及专业产品（高尔夫和网球）的举措收到积极反馈，预计继续通过场景多元化、时尚保鲜、鞋占比提升驱动 2024 年流水 10-15% 增长

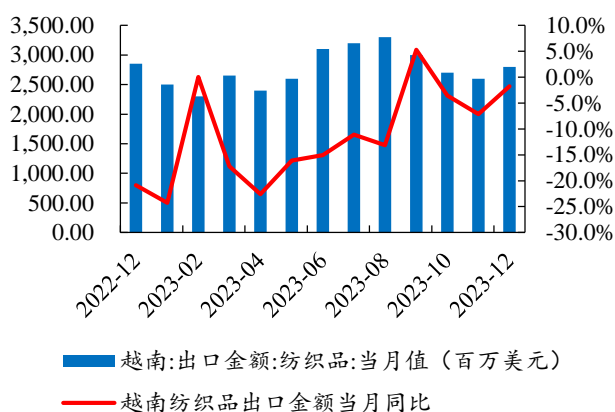
**其他品牌：2023Q4 流水增长 55-60%，全年 60-65% 增长。**其中迪桑特/可隆增长 50-55%/65-70%，2022Q4 迪桑特/可隆分别增长低双/高单；其他品牌 2023 年流水增长 60-65%，其中迪桑特/可隆增长 55-60%/约 80%。迪桑特折扣表现优秀、可隆 2023Q4 折扣同比大幅改善 8pct。预计 2024 年迪桑特/可隆流水分别实现 20-25%/30-35% 增长。

## 3、本周行业：12 月越南纺织品/鞋类出口稳步回暖

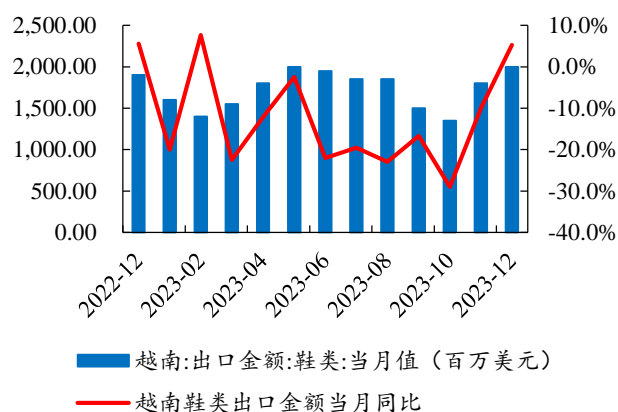
### 3.1、越南出口：12 月纺织品出口同比降幅收窄，鞋类出口同比转正

12 月越南纺织品出口金额为 28 亿美元，同比下滑 1.8%；10 月/11 月/12 月出口金额分别同比-3.6%/-7.1%/-1.8%，12 月同比降幅收窄。12 月越南鞋类出口金额为 20 亿美元，同比增长 5.3%；10 月/11 月/12 月出口金额分别同比-28.9%/-10.0%/+5.3%，12 月同比转正。

2023 年越南纺织品累计出口金额为 331.5 亿美元，同比下滑 11.2%；2023 年越南鞋类累计出口金额为 206.5 亿美元，同比下滑 14.7%。

**图10: 12月越南纺织品出口金额同比-1.8%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图11: 12月越南鞋类出口金额同比+5.3%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、重点推荐公司盈利预测

本周重点推荐标的:

- 1、运动&户外品牌: 滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361度、波司登;
- 2、男装&休闲品牌: 报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、锦泓集团、森马服饰;
- 3、运动代工龙头拐点组合: 申洲国际、华利集团、开润股份;
- 4、纺服+汽零标的: 兴业科技;
- 5、性价比主线: 名创优品。

**表3: 重点推荐公司盈利预测与估值**

公司名称	PE		净利润 (亿元)			净利润增长率 (%)			总市值 (亿元)		
	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E		2024E	2025E
滔搏	14.6	12.4	10.7	24.5	23.1	27.2	31.4	-5.8	18.0	15.3	336.1
安踏体育	18.6	15.7	13.1	75.9	96.9	114.9	137.6	27.7	18.6	19.7	1807.0
李宁	12.5	10.0	8.4	40.6	36.1	45.0	53.3	-11.1	24.6	18.3	449.8
特步国际	8.9	7.2	5.9	9.2	10.2	12.6	15.5	11.1	23.4	22.4	90.8
361度	6.1	5.4	4.7	7.5	10.6	11.9	13.8	41.2	12.6	16.0	64.3
报喜鸟	12.5	10.6	9.0	4.6	6.8	8.0	9.5	48.4	18.1	17.9	84.9
比音勒芬	18.8	15.3	12.8	7.3	9.5	11.7	14.0	31.1	23.0	19.5	179.6
海澜之家	11.4	10.1	9.0	21.6	29.4	33.0	37.0	36.2	12.4	12.1	333.4
锦泓集团	12.4	9.4	7.6	0.7	2.8	3.7	4.5	289.3	32.4	22.8	34.4
森马服饰	12.6	10.9	9.7	6.4	12.5	14.6	16.3	96.9	16.0	11.8	158.4
申洲国际	22.8	17.8	15.2	45.6	45.5	58.1	68.3	-0.2	27.7	17.4	1036.9
华利集团	19.2	16.6	13.7	32.3	31.4	36.3	43.9	-2.8	15.7	21.0	603.9
开润股份	23.1	15.0	10.9	0.5	1.5	2.3	3.2	224.3	53.3	38.6	35.1
兴业科技	15.7	12.1	10.0	1.5	2.2	2.9	3.5	48.8	30.4	20.9	35.2
名创优品	21.2	17.8	15.0	6.4	23.0	27.4	32.5	260.1	19.3	18.7	487.8
波司登	13.5	11.7	10.1	20.6	25.5	29.5	33.9	23.4	15.8	15.1	344.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（均为开源证券研究所预测，2024年1月5日汇率：港币：人民币=0.91，收盘日截至2024年1月5日）

## 5、风险提示

消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复不及预期、门店扩张不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn