

强于大市

纺织服饰行业 2024 年度策略

关注精细化运营的优质品牌，出口拐点在即

我国纺织服装行业 2023 年整体处于弱复苏进程中，同时出口筑底，展望 2024 年随着消费信心和海外需求的持续改善，我们看好服装零售与出口的表现。我们建议重点关注三大主线：内需波动下穿越周期的服装品牌，摆脱困境且估值进入合理配置区间的体育服饰以及订单有望迎来拐点的纺织制造龙头。

支撑评级的要点

- 2023 年服装社零稳健恢复，出口筑底回升。**2023 年国内消费弱复苏下，服装社零好于整体社零，预计 2024 年维持低位稳健增长。出口受海外去库存影响有所承压，但 8 月以来降幅已有所收窄，2024 年拐点有望出现。在板块指数方面，截至 2023 年 12 月 22 日，纺织服饰板块指数相较 2023 年初下跌 0.31%，跑赢沪深 300 指数 13.49pct。
- 内需波动下关注穿越周期的服饰品牌。**一方面，短期来看消费情绪仍面临波动，而男装需求偏刚性，体现在疫情扰动严重的 2020Q1-Q2、2022Q2、2022Q4 男装龙头经营韧性强于女装/大众休闲，且疫后在品牌升级和行业格局优化下稳健修复，兑现成长。我们认为男装防御属性凸显，在当前消费环境下具备良好竞争力。另一方面，在品牌服装线上红利减退、开店边际效益降低背景下，优质品牌将重视线下单店势能的提升，挖掘线下渠道增长潜力，优质品牌在门店管理、消费者运营、品牌宣传、产品供应等多维度精细化运营，线下渠道具备竞争优势，有望在 2024 年维持稳健增长。
- 2024 年体育服饰板块有望回暖。**体育服饰行业 2023 年面临流水增速放缓、库存水平提升等挑战，但我们认为当前库存低点已过，2024 年轻装上阵下板块有望回暖。同时，运动品牌国潮红利褪去，各大品牌通过研发及培育、并购子品牌等方式回归专业运动、拥抱户外趋势。在专业运动领域，安踏、李宁、特步国际等品牌通过专业运动科技打造品牌辨识度，打造多层次产品矩阵，巩固专业运动领域产品优势。在户外运动领域，国家政策支持及居民健康需求为行业快速扩容的主要驱动，细分赛道渗透率快速提升，国产品牌通过优化产品、建设消费者心智等方式强化自身品牌力，建议关注国内体育服饰旗下户外运动品牌成长趋势。
- 纺织制造订单拐点有望出现，把握左侧布局机会。**2023 年海外头部品牌整体处于去库存进程中。各品牌围绕供应链及终端营销积极推进库存去化，当前主要品牌存货周转天数均已见优化。截至 8 月，Nike、Skechers、Deckers 存货周转天数分别同比优化 8 天、16 天、45 天至 107 天、135 天、130 天，且部分品牌对于供应链的表述释放积极信号，Puma6-9 月再订购业务量同比环比均有所提升，Deckers 计划使用“目标库存”指标以保证供应充足。加之美国通胀水平逐步下降，美联储加息周期有望结束，需求改善下我们对 2024 年新订单增长预期积极。我国纺织龙头绑定优质客户，海外巨头收入占比高，2023 年经营已随客户去库存逐季改善，海内外产能布局完善，订单好转下产能优势释放，带来收入业绩弹性修复，中长期将受益于海外品牌供应商集中度提升。

投资建议

- 1、在消费环境不确定下能够较好穿越周期的品牌，重点推荐：功能性场景类服饰，且较好建设消费者心智的**比音勒芬、报喜鸟**，性价比较高的大众服饰品牌**海澜之家**，羽绒服行业龙头**波司登**，以及聚焦学院风赛道标志品牌**锦泓集团**。2、2024 年奥运催化下体育服饰有望回暖，且当前估值进入合理配置区间，重点推荐：**安踏体育、特步国际、李宁**。3、上游纺织制造有望迎来拐点，龙头企业订单份额持续提升，重点推荐：**华利集团、申洲国际**，建议关注：**健盛集团、伟星股份**。

评级面临的主要风险

- 消费复苏不及预期、市场竞争加剧、欧美市场需求不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服饰：服装家纺

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070003

目录

一、消费情绪仍有待修复，品牌服饰表现占优	4
1.1 2023 年服装社零稳健恢复，出口拐点在即	4
1.2 纺织服饰板块指数表现稳健，板块持仓比例环比提升	6
二、优选穿越周期品类，品牌聚焦精细运营，出口拐点在即	7
2.1 内需波动下关注穿越周期的服装品牌	7
2.2 体育服饰板块调整进入尾声，看好 2024 年动销回暖	11
2.3 纺织制造订单拐点有望出现，把握左侧布局机会	17
三、投资建议	21
四、风险提示	22

图表目录

图表 1. 前三季度内需呈现弱复苏趋势.....	4
图表 2. 服装出口降幅持续收窄.....	5
图表 3. 2023 年天猫、京东线上服装销售有压力，抖音仍维持快速增长趋势.....	5
图表 4. 2023 年初以来纺织服饰板块指数表现稳健（截至 2023 年 12 月 22 日）....	6
图表 5. 2023 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截至 2023 年 12 月 22 日）.....	6
图表 6. 纺织服饰板块基金持股比例小幅上升.....	6
图表 7. 服装消费主要分为 4 大类型.....	7
图表 8. 2020Q2 优质男装公司率先实现疫后复苏，龙头彰显高成长性（单位：亿元）.....	8
图表 9. 2022Q2、2022Q4 疫情扰动期间优质男装公司营收业绩表现稳健（单位：亿元）.....	8
图表 10. 2023 年 Q1-Q3 男装公司收入业绩释放高增长（单位：亿元）.....	9
图表 11. 服装龙头线上增速普遍放缓.....	9
图表 12. 各品牌推进精细化运营.....	10
图表 13. 优质品牌精细化运营驱动单店营收持续提升（单位：万元）.....	11
图表 14. 体育服饰流水增速放缓.....	12
图表 15. 体育服饰行业库存水平有所提升（单位：天）.....	12
图表 16. 2018 年中国李宁亮相纽约时装周.....	13
图表 17. 安踏推出国旗系列.....	13
图表 18. 安踏 2023 年新推出或升级科技系列部分梳理.....	13
图表 19. 李宁 2023 年新推出或升级科技系列部分梳理.....	14
图表 20. 我国体育服饰品牌专业运动产品矩阵持续完善，持续提升竞争力.....	14
图表 21. 我国体育服饰品牌通过赛事、活动、明星等营销方式打造专业形象.....	15
图表 22. 户外运动行业增长迅速（单位：亿元）.....	15
图表 23. 国牌迅速拓展户外运动赛道.....	16
图表 24. 安踏估值位于近 8 年较低位置.....	16
图表 25. 李宁估值位于近八年最低位.....	17
图表 26. 特步国际估值当前位于近八年 10.7%分位点.....	17
图表 27. 至 2023 年底，海外头部各品牌库存均呈现优化.....	18
图表 28. 海外头部品牌多措并举推进库存去化顺利进行.....	19
图表 29. 美国 CPI 较高位明显回落，加息周期或进入尾声.....	19
图表 30. 2023Q1-Q3 随海外客户去库存，纺织制造龙头收入业绩整体呈现逐步改善.....	20
图表 31. 纺织制造龙头公司产能布局完善.....	20
图表 32. 运动及快消品牌订单向头部供应商集中（单位：家）.....	20

一、消费情绪仍有待修复，品牌服饰表现占优

1.1 2023 年服装社零稳健恢复，出口拐点在即

2023 年消费弱复苏，服装增速弹性较大，优于零售大盘。2023 年我国社零增速保持稳健复苏，1-11 月份累计社零增速达 7.2%，服装零售增速高于社零增速 4.3pct，达到 11.5%。服装作为典型传统可选消费品，在 2022 年行业承压背景下调整明显，2023 年恢复弹性优于零售大盘。其中，2023 年 1-5 月复苏弹性明显，服装消费需求年初较为旺盛。6-8 月服装零售受消费信心及高基数影响，增速有所下降。9 月份之后，服装零售增速提速，预计全年服装零售增速高于社零增速。

服装可选属性凸显，增长弹性优于零售整体，2024 年预计维持低位稳健增长。从 2023 年服装整体内销情况来看，其可选属性表现的尤为明显。当行业消费承压，服装销售增速调整会大于其他消费品，反之其增长弹性会更高。2023 年消费呈现弱复苏趋势，虽然改善幅度有限，但复苏的大方向没有改变，我们认为 2024 年服装的销售仍会呈现较为稳健的增长。

图表 1. 前三季度内需呈现弱复苏趋势

时间	社零当月同比%	社零累计同比%	服装零售当月同比%	服装零售累计同比%
2021.1-2	33.8	33.8	47.6	47.6
2021.3	34.2	33.9	69.1	54.2
2021.4	17.7	29.6	31.2	48.1
2021.5	12.4	25.7	12.3	31.9
2021.6	12.1	23.0	12.8	33.7
2021.7	8.5	20.7	7.5	29.8
2021.8	2.5	18.1	(6.0)	24.8
2021.9	4.4	16.4	(4.8)	20.6
2021.10	4.9	14.9	(3.3)	17.4
2021.11	3.9	13.7	(0.5)	14.9
2021.12	1.7	12.5	(2.3)	12.7
2022.1-2	6.7	6.7	4.8	4.8
2022.3	(3.5)	3.3	(12.7)	(0.9)
2022.4	(11.1)	-0.2	(22.8)	(6.0)
2022.5	(6.7)	(1.5)	(16.2)	(8.1)
2022.6	3.1	(0.7)	1.2	(6.5)
2022.7	2.7	(0.2)	0.8	(5.6)
2022.8	5.4	0.5	5.1	(4.4)
2022.9	2.5	0.7	(0.5)	(4.0)
2022.10	(0.5)	0.6	(7.5)	(4.4)
2022.11	(5.9)	(0.1)	(15.6)	(5.8)
2022.12	(1.8)	(0.2)	(12.5)	(6.5)
2023.1-2	3.5	3.5	5.4	5.4
2023.3	10.6	5.8	17.7	9.0
2023.4	18.4	8.5	32.4	13.4
2023.5	12.7	9.3	17.6	14.1
2023.6	3.1	8.2	6.9	12.8
2023.7	2.5	7.3	2.3	11.4
2023.8	4.6	7.0	4.5	10.6
2023.9	5.5	6.8	9.9	10.6
2023.10	7.6	6.9	7.5	10.2
2023.11	10.1	7.2	22.0	11.5

资料来源：国家统计局，中银证券

2023 年服装出口面临调整，至年末降幅收窄，拐点有望在 2024 年出现。2023 年以来服装出口受海外库存积压、需求走弱影响有所波动。越南作为近几年纺织业出口增长较快的国家之一，2023 年 1-11 月亦呈现了较大的下降趋势，反映出服装出口面临较大压力，其中欧美市场订单转弱为主要原因。国内服装出口方面，2023 年 5-7 月纺织纱线和服装及衣着附件出口降幅扩大，企业新订单压力提升。8 月之后，出口增速降幅有所收窄。**当前服装出口降幅整体处于逐月收窄的阶段，随着海外大牌去库存接近尾声，新订单比例提升，拐点有望在 2024 年上半年出现。**

图表 2. 服装出口降幅持续收窄

时间	纺织纱线织物及其制品 当月同比%	服装及衣着附件 当月同比%	越南纺织品和服装出口 当月同比%
2022.1	27.1	17.0	24.1
2022.2	(10.1)	(8.0)	25.8
2022.3	22.4	10.9	17.3
2022.4	0.9	2.4	25.4
2022.5	15.8	24.9	19.9
2022.6	8.0	19.1	18.9
2022.7	16.2	18.5	14.8
2022.8	(0.2)	5.1	-
2022.9	(2.7)	(4.4)	24.1
2022.10	(9.0)	(16.8)	5.7
2022.11	(14.8)	(14.4)	(8.0)
2022.12	(22.9)	(10.1)	(21.1)
2023.1	(26.3)	(10.5)	(30.7)
2023.2	(14.4)	(21.6)	12.1
2023.3	9.5	32.3	(13.2)
2023.4	4.1	14.3	(23.9)
2023.5	(14.1)	(12.2)	(16.6)
2023.6	(13.8)	(13.9)	(14.0)
2023.7	(17.2)	(18.0)	(13.5)
2023.8	(5.6)	(13.9)	(17.8)
2023.9	(2.9)	(7.9)	9.6
2023.10	(5.0)	(8.7)	(0.7)
2023.11	(0.5)	(2.8)	(11.3)

资料来源：海关总署，越南统计局，中银证券

传统电商平台整体有压力，抖音渠道保持高增速。今年以来线上服装零售有所波动，2-4月天猫服装销售保持增长，随着5月开始消费情绪波动，增速有所下降。整体来看，1-10月天猫服装销售额同比下降5.1%，京东服装销售额同比下降19.7%，传统电商平台服装销售面临压力。抖音渠道仍处于快速增长期，1-10月抖音服装销售额同比增长61.4%，新兴渠道是各服装品牌线上保持增长的主要增量。

图表 3. 2023 年天猫、京东线上服装销售有压力，抖音仍维持快速增长趋势

时间	天猫服装月销售额 当月同比%	京东服装月销售额 当月同比%	抖音服装月销售额 当月同比%
2022.7	(13.8)	(3.7)	133.6
2022.8	(17.7)	(5.2)	93.5
2022.9	(8.8)	5.6	112.8
2022.10	(17.5)	(7.3)	81.5
2022.11	(22.7)	(29.7)	98.4
2022.12	(14.2)	(11.6)	62.4
2023.1	(35.0)	(20.5)	36.4
2023.2	18.2	(24.5)	98.2
2023.3	5.0	(14.7)	70.6
2023.4	19.3	10.8	79.8
2023.5	(0.6)	(12.5)	95.8
2023.6	(1.4)	(8.9)	71.7
2023.7	(12.6)	(30.9)	67.2
2023.8	(12.0)	(20.6)	51.1
2023.9	(14.1)	(31.3)	51.7
2023.10	(4.5)	(33.3)	40.0
2023.1-10	(5.1)	(19.7)	61.4

资料来源：通联数据，中银证券

1.2 纺织服饰板块指数表现稳健，板块持仓比例环比提升

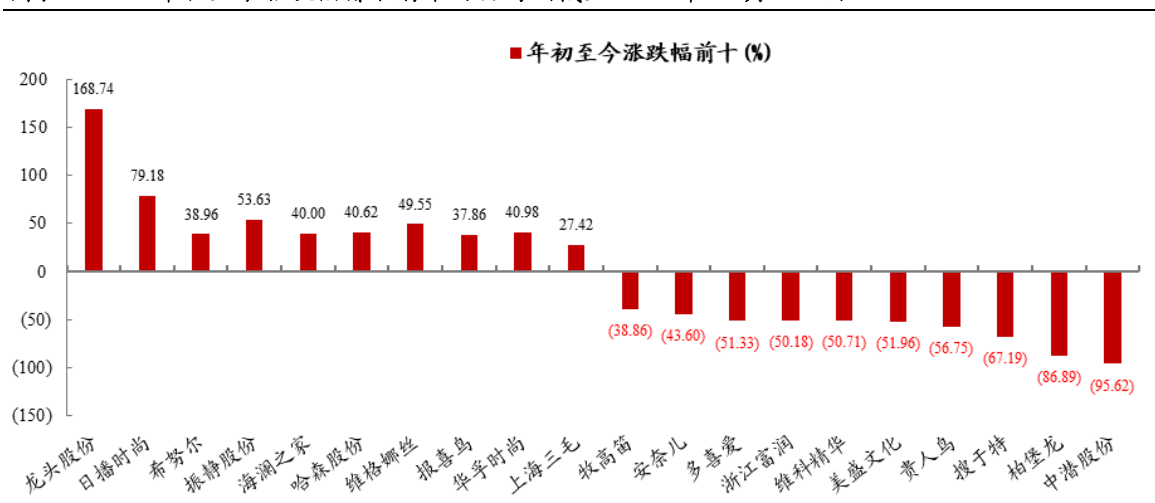
2023 年初以来纺织服饰板块指数表现稳健，上游制造略好于品牌服饰。截至 2023 年 12 月 22 日，纺织服饰板块指数相较 2023 年初下跌 0.31%，跑赢沪深 300 指数 13.49pct。按细分板块，上游纺织制造板块指数较年初上涨 1.50%，下游服装家纺板块较年初下跌 0.30%。

图表 4. 2023 年初以来纺织服饰板块指数表现稳健（截至 2023 年 12 月 22 日）

	2023 年初至今涨幅
纺织服饰	(0.31%)
纺织制造	1.50%
服装家纺	(0.30%)
沪深 300	(13.80%)

资料来源：同花顺，中银证券

图表 5. 2023 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截至 2023 年 12 月 22 日）



资料来源：同花顺，中银证券

纺织服饰板块持仓比例小幅上升。2023Q3 末纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为 0.40%，相比 2023 年初小幅上升 0.19pct。分板块看，2023Q3 末纺织制造板块与服装家纺板块基金持仓比例较年初分别增加 0.02/0.13pct 至 0.08%/0.26%。

图表 6. 纺织服饰板块基金持股比例小幅上升

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
纺织服饰	0.20%	0.21%	0.27%	0.37%	0.40%
纺织制造	0.07%	0.06%	0.05%	0.08%	0.08%
服装家纺	0.11%	0.13%	0.17%	0.21%	0.26%

资料来源：同花顺，中银证券

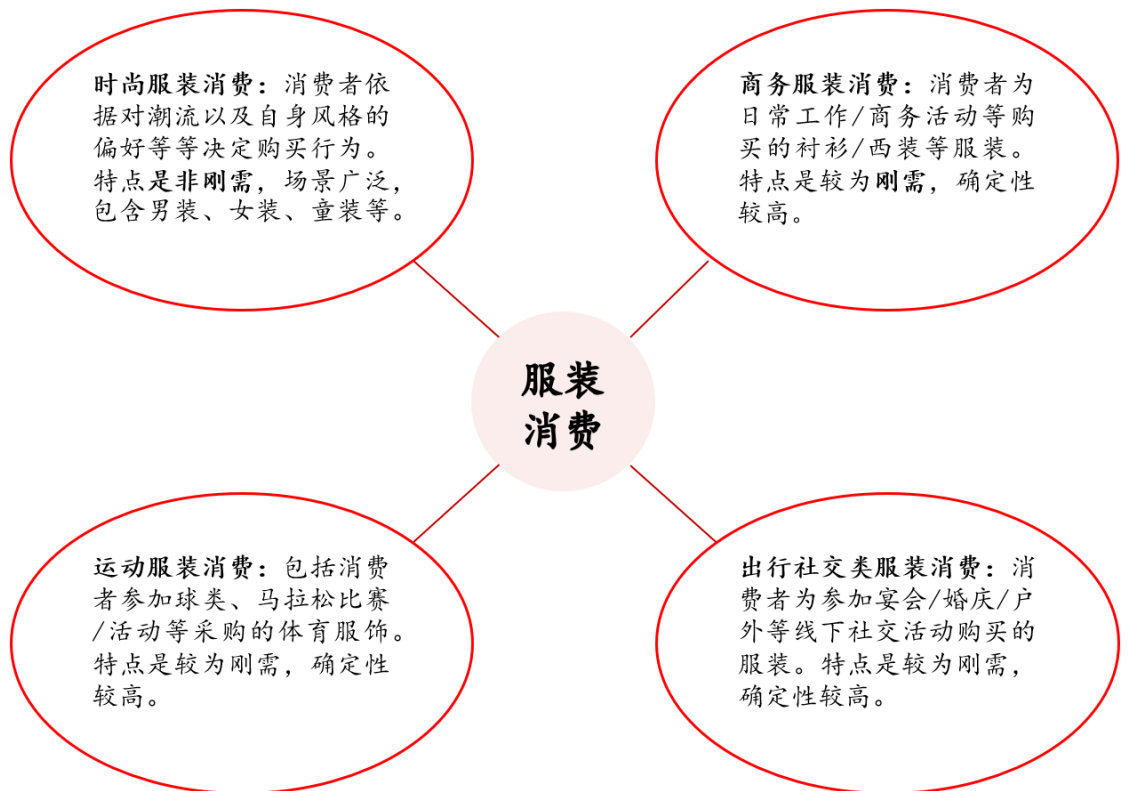
二、优选穿越周期品类，品牌聚焦精细运营，出口拐点在即

2.1 内需波动下关注穿越周期的服装品牌

2.1.1 男装消费偏刚性，需求稳健

男装服饰普遍具备较强功能化属性，需求较为刚性。男装服饰涵盖生活中常用T恤、休闲裤、卫衣，工作中的衬衫、西裤，以及运动当中的运动外套、运动裤等。从这些衣物的属性来看像商务工作服、运动服以及具备社交属性的服饰功能性、场景性较强，需求相对更刚性，我们认为在当前内需消费存在一定不确定性，男装在逆势背景下具有较好的增长韧性。

图表 7. 服装消费主要分为 4 大类型



资料来源：中银证券

复盘男装在需求波动情况下销售较为稳定。优质男装在逆势经营背景下依旧保持良好的韧性，以 2020 年为例，2020 年上半年疫情冲击下线下客流明显减少，各品牌服饰收入业绩均受到影响，尤其是女装/休闲服饰公司受影响较大。2020Q1 多数品牌收入业绩承压，但主要男装公司通过品牌年轻化升级、线上线下精细化运营，成长势能较强，至 Q2 多数男装公司实现收入、业绩正增长，复苏节奏快于休闲服饰和女装。其中，2020Q2 单季度比音勒芬收入、归母净利润分别同增 27.02%、45.94%，报喜鸟收入、归母净利润分别同增 10.09%、149.14%。

图表 8. 2020Q2 优质男装公司率先实现疫后复苏，龙头彰显高成长性（单位：亿元）

	2020Q1				2020Q2			
	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)
男装								
七匹狼	6.66	(29.70)	(0.42)	(145.89)	6.88	13.25	0.66	108.42
比音勒芬	4.19	(11.11)	0.97	(25.27)	4.75	27.02	0.64	45.94
报喜鸟	6.48	(15.95)	0.65	(28.60)	7.25	10.09	0.51	149.14
海澜之家	38.48	(36.80)	2.95	(75.59)	42.54	(8.18)	6.52	(28.78)
其他服饰								
歌力思	4.10	(34.11)	2.44	173.26	4.04	(37.23)	0.19	(81.60)
地素时尚	4.08	(30.14)	1.22	(37.44)	5.78	9.69	1.76	22.04
森马服饰	27.38	(33.51)	0.17	(94.96)	29.96	(26.95)	0.04	(98.90)
安正时尚	5.70	2.91%	0.77	(23.85)	6.87	20.38	0.12	(86.58)

资料来源：公司公告，中银证券

2022 年疫情反复期间，男装表现亦相对稳健。2022 年国内仍存在疫情反复带来的扰动，加之 2021 年同期较高基数影响，品牌服饰收入业绩增长面临一定压力，但男装消费偏刚需，且下沉市场门店拓展顺利，受影响程度较轻。以疫情扰动最为严重的 Q2 和 Q4 为例，2022Q2 主要男装公司收入降幅在 7%-15% 区间内，相较女装及大众休闲服饰受冲击较小，2022Q4 经营表现亦相对稳健，体现男装消费韧性。

图表 9. 2022Q2、2022Q4 疫情扰动期间优质男装公司营收业绩表现稳健（单位：亿元）

	2022Q2				2022Q4			
	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)
男装								
七匹狼	5.64	(7.34)	0.45	148.33	9.66	(14.56)	0.53	(62.53)
比音勒芬	5.03	(14.33)	0.82	(13.40)	6.60	(12.16)	1.54	(6.88)
报喜鸟	8.38	(14.46)	0.59	(27.17)	12.75	(13.79)	0.74	(23.58)
海澜之家	43.04	(7.24)	5.53	(31.58)	48.87	(18.99)	4.06	(8.52)
其他服饰								
歌力思	5.43	(3.69)	0.03	(96.44)	6.49	(5.92)	(0.61)	(201.67)
地素时尚	5.04	(27.63)	1.01	(47.85)	6.81	(22.06)	0.09	(93.21)
森马服饰	23.32	(27.28)	(1.05)	(133.43)	43.89	(18.71)	3.66	(32.76)
安正时尚	4.71	(34.45)	(0.02)	(233.03)	5.73	(34.01)	(4.01)	/

资料来源：公司公告，中银证券

2023 年前三季度男装恢复维持稳健。在 2023 年消费需求弱复苏背景下男装龙头逆势实现渠道拓展、品牌升级，同时中小品牌出清较多，行业格局有所优化，在 2023 年，男装龙头实现收入业绩的稳健增长。2023Q1-Q3 比音勒芬单季度收入分别同比增长 33.13%/20.25%/22.04%，报喜鸟收入分别同比增长 11.49%/40.77%/14.80%。我们认为，中高端优质男装持续加强消费者认知建设，凭借产品力与性价比优势，持续推进渠道拓展与品牌升级，在当前消费环境下具备良好的竞争优势。预计在 2024 年消费仍存在不确定性的情况下依旧能维持稳健的增长。

图表 10. 2023 年 Q1-Q3 男装公司收入业绩释放高增长 (单位: 亿元)

	2023Q1				2023Q2				2023Q3			
	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)	收入	yoy(%)	归母净利润	yoy(%)
男装												
七匹狼	9.09	2.75	0.89	96.63	6.27	11.29	0.68	51.82	8.41	3.34	0.44	545.14
比音勒芬	10.79	33.13	3.01	41.36	6.05	20.25	1.15	40.16	11.12	22.04	3.42	22.80
报喜鸟	12.90	11.49	2.56	24.22	11.80	40.77	1.52	157.54	11.97	14.80	1.48	23.28
海澜之家	56.82	9.02	8.03	11.07	55.17	28.19	8.76	58.47	43.70	5.07	7.73	63.13
其他服饰												
歌力思	6.66	5.99	0.47	0.39	7.07	30.22	0.62	1785.89	6.93	20.59	0.27	(14.36)
地素时尚	6.10	2.27	1.64	9.34	6.37	26.50	1.42	40.27	5.98	(3.28)	1.07	(13.54)
森马服饰	30.02	(9.29)	3.11	48.85	25.58	9.71	2.05	(295.81)	33.38	1.11	3.16	89.37
安正时尚	6.04	4.80	0.27	28.76	6.88	46.16	0.01	(127.27)	4.93	(23.45)	0.02	(91.01)

资料来源: 公司公告, 中银证券

2.1.2 精细化运营提升店效, 关注持续成长的优质品牌

服装线上渠道逐步进入存量市场。随着电商渠道红利逐步消退, 线上渠道进入存量市场竞争, 各家公司遇到需求减弱同时流量碎片化的情况, 线上体量遭遇瓶颈, 各大服饰公司线上销售收入增速从 2017 年高速增长逐渐放缓, 2023 年 H1 服装龙头线上增速普遍有所波动。当前流量碎片化、线上竞争加剧下, 我们认为 2024 年线下单店势能的重要性凸显, 建议优选通过精细化运营维持稳健增长的品牌。

图表 11. 服装龙头线上增速普遍放缓

线上增速	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
森马服饰	40.5%	31.5%	29.8%	8.9%	11.2%	(0.1%)	(6.4%)
罗莱生活	42.9%	6.9%	12.3%	18.2%	13.6%	(8.1%)	7.1%
海澜之家	23.3%	9.2%	15.1%	54.7%	33.0%	4.8%	9.9%
太平鸟	37.5%	11.5%	15.8%	21.3%	19.9%	(18.8%)	(30.0%)
歌力思	25.8%	10.8%	11.4%	117.7%	9.2%	29.0%	6.6%

资料来源: 公司公告, 中银证券

优质品牌多维度推进精细化运营。在线上竞争加剧背景下, 各优质品牌加码线下渠道建设, 推进精细化运营, 在门店管理、消费者运营、品牌宣传、产品供应等方面均有较多高效举措。如优化渠道结构, 吸纳更多会员并提升会员购物体验, 加大宣传力度以建设消费者心智以及重视产品供应, 提升物流效率。多维度精细化运营助力提升品牌综合竞争力。

图表 12. 各品牌推进精细化运营

品牌	门店管理	消费者运营	品牌宣传	产品供应
安踏	<p>①持续拓展渠道，包括加强高线城市布局，重点城市打造战略旗舰店，提升核心商圈及购物中心覆盖率。</p> <p>②DTC 转型计划持续推进，占总门店数量约 80%。</p>	<p>安踏通过自有 IP 赛事‘要疯’篮球比赛的举办以及建立儿童及青少年运动社区，打造专业社区课程，扩大消费群体，打造消费者心智。</p>	<p>①连续 16 年成为中国奥委会合作伙伴。</p> <p>②与 NBA 超级巨星欧文正式签约，未来安踏将围绕欧文推出更多支线产品。</p> <p>③王一博成为安踏品牌全球首席代言人</p>	<p>安踏实施物流“5+N”战略布局，同时积极推动物流数字化方面的转型升级，有效提升物流数据输送及营运效率、降低物流成本、提升物流数字化及智能化水准。</p>
比音勒芬	<p>公司打造优质线下渠道，目前已覆盖全国高端百货商场、购物中心、机场高铁交通枢纽以及高尔夫球场。</p>	<p>举办全国首场比音勒芬高尔夫文化沙龙，邀请签约球员、美巡教练出席沙龙，与 VIP 会员分享学习高尔夫的经验心得，强化品牌高尔夫 DNA。</p>	<p>①比音勒芬持续赞助中国国家高尔夫球队，同时为国家队设计杭州亚运会比赛服，并计划 2024 年奥运会为国家队打造五星战袍。</p> <p>②全球宣传片《创造你的传奇》6 月正式上线，影片围绕“高尔夫运动精神”展开，品牌代言人吴尊、国际超模杨昊亮相。</p>	<p>公司建立了原材料采购和产品销售服务体系，确保产品质量，坚持严选高档次、高性能的面料，与意大利、韩国和日本等国的知名面料供应商保持稳定合作关系。建立了和品牌运营企业相适应的营销终端管理制度、快速反应的供应链体系。</p>
波司登	<p>公司优化渠道质量，聚焦“单店经营提质增效”，提升终端形象和渠道效率，集中资源打造“TOP 店”提升单店运营能力。截至 2023 年 9 月 30 日，共开设近 400 家旺季店。</p>	<p>截至 2023 年 9 月 30 日，波司登品牌在天猫及京东合计粉丝超 3760 万人，会员超 1460 万人，在抖音粉丝超 900 万人。同时推行新零售运营，包括会员制度、会员营销策略、差异化解决方案、打通渠道数据等。</p>	<p>与航天、艺术家、动漫等跨界 IP 联名，吸引年轻客群。如与中国航天合作推出的“矢志不渝，逐梦星辰”产品主题，融入科技、运动时尚元素，用产品承载航天文化理念，致敬中国航天精神的同时弘扬民族自信。</p>	<p>公司推行数字化运营，在智能制造、智能物流、智能商品领域成果显著。</p> <p>同时施行拉式下单、生产，直营门店按照销售反应拉式下单、生产，经销商根据情况采取不同的订货和返利灵活模式。FY2024H1 经销商保持低首次订货比例。</p>
Teenie Weenie	<p>公司门店涵盖了城市核心商圈的购物中心和百货商场，营造高档独特的品牌形象。</p> <p>同时坚持自主选址、自主设计装修、自主管理，以彻底贯彻公司的品牌战略和定价策略，对消费者需求做出快速响应，保证了品牌营销与推广的力度，为公司不断提升品牌档次和品牌调性提供了较好保障。</p>	<p>通过线上大数据的分析，公司筛选出与小熊家族生活方式最接近、最受消费者欢迎的品类，寻找头部供应商与经销商进行合作与授权经营，组成 IP 资产品类授权合作单元，汇集与小熊家族生活方式相关的各类产品，为小熊粉丝们提供更多优质的商品选择。</p>	<p>①品牌以独特的卡通形象及家族故事为创作蓝本，树立品牌认知。</p> <p>②持续加强与明星、艺人、KOL、Up 主等的跨界合作与联名，推出联名版时尚服饰及周边衍生产品，线下门店升级，展示品牌形象。</p>	<p>公司产品主要依托代工厂进行生产，同时在南京还设有自有工厂。公司自有工厂拥有多项实用新型专利，不仅承担各种新技术工艺研发、验证和样品制作，也能承接双面呢、刺绣等复杂工艺的批量加工生产，同时也保持整条供应链的贯通和快速反应能力，产品大货准交率和追单平均周期处于行业领先水平。</p>
哈吉斯	<p>坚持“成长优先、利润导向”原则，持续优化激励机制，重点关注和提升门店运营质量，促进品牌实现高质量发展。同时在强势区域推进大店策略的实施，加快渠道下沉，主动关闭低效店铺，持续优化渠道结构。</p>	<p>①围绕会员体验与品牌传播需求，推动明星见面会、天使计划等会员权益活动。</p> <p>②升级企业微信，借助官网小程序优势开展直播、会员互动、内容传播等，有效提升品牌传播力、会员参与度，实现会员消费人数增长，复购率上升，提高品牌运营质量。</p>	<p>①赵又廷、陈都灵为品牌代言人。</p> <p>②围绕 ICONIC 系列、HRC 系列通过内容视觉升级、媒体投放、明星合作等传递品牌概念，围绕小红书+抖音+商圈广告媒体多维度曝光。</p> <p>③与陈都灵、尹坊、董洁、李纯等明星合作，在热播电视剧和综艺节目中植入品牌产品，增加品牌曝光度。</p> <p>④赞助网球精英挑战赛等线下社群活动，加强与目标消费群体的互动，有效提升品牌形象。</p>	<p>①采用自制、外协生产相结合的生产模式。在温州永嘉、上海松江、安徽合肥建立生产基地，西服、衬衫以自制生产为主；其他品类主要采用委外加工方式。</p> <p>②建立报喜鸟大规模个性化智能定制系统，实现“个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率”。</p> <p>③在温州、上海、苏州、合肥等地设有仓储基地，产品先发往公司仓库，再通过第三方物流运送到门店或顾客。</p>

资料来源：各公司公告，中银证券

精细化运营驱动品牌单店收入持续提升。各优质品牌推进精细化运营，单店收入近年保持快速提升，安踏主品牌、波司登、Teenie Weenie、哈吉斯、比音勒芬 2023H1 店效普遍超过 2021H1 的水平，展现了良好的成长性。**当前服装行业存量竞争背景下，重视线下渠道，开展精细化运营的公司展现独特的成长潜质，看好优质品牌店效持续提升。**

图表 13. 优质品牌精细化运营驱动单店营收持续提升（单位：万元）

线上增速	2018	2019	2020	2021	2022	2022H1	2023H1
安踏主品牌	114.8	129.2	107.4	167.9	187.9	95.3	99.0
yoy	10.4%	12.5%	(16.8%)	56.3%	11.9%	33.9%	3.8%
波司登	158.6	177.1	187.6	234.3	237.8	85.6	112.2
yoy	42.3%	11.6%	5.9%	24.9%	1.5%	19.0%	31.0%
Teenie Weenie	143.6	126.1	134.0	155.5	134.2	67.3	80.4
yoy	29.7%	-12.2%	6.3%	16.1%	(13.7%)	(19.0%)	19.5%
哈吉斯	200.2	205.3	236.9	282.1	245.0	88.4	102.4
yoy	-	2.6%	15.4%	19.1%	(13.2%)	(4.1%)	15.8%
比音勒芬	161.7	193.2	204.2	225.2	236.1	109.3	132.2
yoy	-	19.4%	5.7%	10.3%	4.8%	(4.5%)	21.0%

资料来源：公司公告，中银证券

注：各品牌单店收入为估算值

2.2 体育服饰板块调整进入尾声，看好 2024 年动销回暖

2.2.1 2023 年体育服饰面临多重挑战

2023 年体育服饰流水增速放缓。2021 年初体育服饰在新疆棉事件影响下迎来黄金发展期，以耐克阿迪为首的一线国际品牌受到较大影响，叠加国潮风向催化，2021 年各大体育服饰公司零售流水有较大增长。经历过快速增长后，各大品牌面临疫情反复、疫后需求恢复较慢以及高基数等多重增长压力，从 2023 年前三季度各大品牌流水增速来看明显放缓，安踏、李宁和特步整体保持高单位数到中双位数增长。

图表 14. 体育服饰流水增速放缓

	安踏体育	李宁	特步国际	361 度
2021Q1	安踏品牌零售金额较 2020 年同期相比录得 40-45%的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 80%-90%高段增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比增长约 55%。	361 度主品牌产品较 2020 年同期比较录得高双位数的增长。
2021Q2	安踏品牌零售金额较 2020 年同期相比录得 35-40%的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 80%-90%低段增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比增长 30%-35%。	361 度主品牌产品较 2020 年同期比较录得 15%-20%的增长。
2021Q3	安踏品牌零售金额较 2020 年同期相比录得 10-20%低段的正增长, 而与 2019 年同期相比录得 10-20%中段的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 40%-50%低段增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比录得中双位数增长。	361 度主品牌产品较 2020 年同期比较录得低双位数的增长。
2021Q4	安踏品牌零售金额较 2020 年同期相比录得 10-20%中段的正增长, 而与 2019 年同期比较录的 10-20%高段的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 30%-40%低段增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比增长 20%-25%。	361 度主品牌产品较 2020 年同期比较录得高双位数的增长。
2022Q1	安踏品牌零售金额较 2021 年同期相比录得 10-20%高段的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 20%-30%高段增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比增长 30%-35%。	361 度主品牌产品较 2021 年同期比较录得高双位数的增长。
2022Q2	安踏品牌零售金额较 2021 年同期相比录得中单位数的负增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得高单位数下降。	特步主品牌零售销售较去年同期相比录得中双位数增长。	361 度主品牌产品较 2021 年同期比较录得低双位数的增长。
2022Q3	安踏品牌零售金额较 2021 年同期相比录得中单位数的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 10%-20%中段增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比增长 20%-25%。	361 度主品牌产品较 2021 年同期比较录得中双位数的增长。
2022Q4	安踏主品牌零售额较 2021 年同期相比录得高单位数的负增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 10%-20%高段下降。	特步主品牌零售销售较去年同期相比录得高单位数下跌。	361 度主品牌产品较 2021 年同期比较大致持平。
2023Q1	安踏主品牌零售额较 2022 年同期相比录得中单位数的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得中单位数增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比增长约 20%。	361 度主品牌产品较 2022 年同期比较录得约低双位数正增长。
2023Q2	安踏主品牌零售额较 2022 年同期相比录得高单位数的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得 10%-20%中段增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比录得高双位数增长。	361 度主品牌产品较 2022 年同期比较录得约低双位数正增长。
2023Q3	安踏主品牌零售额较 2022 年同期相比录得高单位数的正增长。	李宁销售点于整个平台零售流水按年录得中单位数增长。	特步主品牌零售销售较去年同期相比录得高双位数增长。	361 度主品牌产品较 2022 年同期比较录得约 15%的正增长。

资料来源: 各公司公告, 中银证券

渠道库存水平提升。在疫情反复影响下体育服饰行业在 2022 年整体库存水平有所上升, 2022H1 末安踏体育、特步国际存货周转天数分别同增 29 天、27 天, 存货提升背景下 2023 年各大体育服饰公司积极清理库存, 从当前情况看体育龙头已初步完成清理库存任务, 2023H1 安踏体育存货周转天数同比减少 21 天, 李宁/361 度存货情况保持稳定, 特步国际存货周转天数同比增长 9 天至 113 天, 2023H1 体育服饰库存水平同比有所好转, 但相较 2021 年仍有优化空间。**综合来看, 库存问题我们认为短期对行业有影响, 但行业库存低点已过, 随着下半年体育龙头通过双十一等节点进一步清理库存。期待 2024 年各大体育龙头轻装上阵。**

图表 15. 体育服饰行业库存水平有所提升 (单位: 天)

	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1
安踏体育	116	125	145	136	124
李宁	53	53	54	57	57
特步国际	77	76	104	89	113
361 度	70	86	76	90	86

资料来源: 万得, 中银证券

2.2.2 研判2024：户外属性赋能，回归专业运动

国潮产品同质化提升，各大公司回归专业运动。2018年随着中国李宁推出的“悟道”亮相纽约时装周，国潮情结快速发酵，国潮文化兴起背后反映出国内品牌的竞争力提升以及文化自信的增加。随后五年内安踏、李宁、特步亦不断推出国潮系列产品。随着国潮系列产品开始同质化，国潮热度逐步见顶，在2023年各大体育服饰品牌时尚品类销售遇瓶颈，因此各大品牌逐步回归专业运动，聚焦专业赛道，如李宁持续完善专业产品矩阵，持续提升专业产品占比，安踏加强篮球领域，同时与欧文合作打造差异化产品。特步进一步巩固马拉松领域产品优势，同时索康尼/迈乐保持高速增长。我们预计体育服饰公司将加大专业运动产品矩阵建设力度。

图表 16. 2018 年中国李宁亮相纽约时装周



资料来源：百度图片，中银证券





图表 17. 安踏推出国旗系列



资料来源：百度图片，中银证券

当前国产体育服饰具备专业运动技术和能力。（一）专业技术：从当前国牌技术储备上看，在环保、功能性、专业性方面已经具备核心竞争力，其运动产品矩阵在满足消费者对产品可再生需求的同时，增加了如安踏“氮科技”、李宁“䨻科技”等原创性科技，核心技术具备强品牌辨识度，基本具备与国际大牌对标的实力，产品竞争力持续增强。

图表 18. 安踏 2023 年新推出或升级科技系列部分梳理

科技	环保	功能面料	专业科技	专业科技
	CELYS (赛丽丝) 可生物降解聚酯纤维	安踏膜	弦科技	氮科技
描述	CELYS 聚酯纤维在 179 天工业堆肥条件下，降解率高达 95.4%	防水性介于国标 4-5 级之间，静水压远超国标。防暴雨、高透汽、强防风	单根 TPU 环保材料层层编制，鞋面轻质透气、强韧耐用	回弹：鞋底能量回馈率提升，增强缓冲、弹性；轻质：重量更轻；
代表产品	 CELYS 聚酯纤维卫衣	 防暴雨冲锋衣：风暴甲	 三分雨篮球鞋	 C202 GT

资料来源：各品牌官网，中银证券

图表 19. 李宁 2023 年新推出或升级科技系列部分梳理

科技描述	环保	功能面料	功能面料	专业科技
	GREENSHELL 环保科技 使用再生纤维, 回收塑料 垃圾后制成服装	INNOSOFT 裸感面料 四倍拉伸, 八面弹力 软糯 Q 弹, 无限伸展	INNOLOCK 塑性面料 高强塑性纤维, 强力支撑	䨻科技 同体积䨻比 eva 材质更轻, 䨻丝比 mono 纱更轻
代表产品	 国际羽毛球队大赛服	 揉柔裤	 俏翘裤	 李宁超轻 20 代 2023

资料来源: 各品牌官网, 中银证券

(二) **产品矩阵**: 以受众广泛、对专业性要求较高的跑鞋为例, 国牌公司产品定位及价格带已趋于完善, 如安踏跑鞋分为竞速比赛、竞速训练、缓震保护、越野户外四个系列, 不同配置满足差异化使用需求, 价格范围从 500 元以下至 2000 元以上, 基本与 Nike、Adidas 等海外大牌相似。**国产品牌部分入门款产品具有较高的性价比, 同时进阶品牌亦能满足部分受众专业化需求, 我们看好在国牌跑鞋持续优化产品矩阵背景下品牌竞争力持续提升。**

图表 20. 我国体育服饰品牌专业运动产品矩阵持续完善, 持续提升竞争力

品牌	跑鞋定位	系列	应用科技及配置	价格(单位: 元)
安踏	竞速比赛	C10 PRO、 C202 5 代 GT、 C202 5 代 GT PRO	高强纱帮面+前掌弹射碳板+双层氮科技 PRO+液态止滑橡胶	1,299-2,599
	竞速训练	马赫 3 代 马赫 PRO 柏油路霸 2 代	全掌氮科技+仿钉鞋底纹+液态止滑橡胶	469-799
	缓震保护	冠军跑鞋 2 代 冠军跑鞋 2 代 RPO	A-WEB 鞋面+氮科技中底+尼龙板、碳纤维管	569-899
	越野户外	安踏太行、 安踏横断	全掌氮科技+分趾碳板	599-899
李宁	专业竞速	飞电 3 ULTRA 飞电 3 ELITE 飞电 3 CHALLENGER	全掌碳板+李宁䨻轻弹科技+李宁䨻丝鞋面科技+李宁弼科技	799-2,299
	训练拍档	赤兔 6 PRO	全掌䨻+Light Foam Ultra+Pro Bar 锁定装置 +GCR 止滑橡胶	360-599
	开跑伙伴	超轻 20	䨻丝鞋面+TPU 支撑+可接地 EVA	358-549
Nike	专业竞速	Alphafly 2	Zoom Air 缓震配置+全掌型 ZoomX 泡绵 +鞋面 FlyKnit-AtomKnit 材料+后跟 Flyknit 纱线	2,299
	专业竞速	Vaporfly 3	全掌型碳纤维 Flyplate+ Nike ZoomX 泡绵+ 特选飞织纱线	1,599
	竞速训练	Infinity Run 4	ReactX 泡绵+改良华夫格外底+ Flyknit 鞋 舌灵活贴合	1,199
	竞速训练	Zoom Fly 5	ZoomX 泡绵	999
	入门跑鞋	Nike Quest 5	-	599
Adidas	专业竞速	ADIZERO ADIOS PRO 3 M	Lightstrike pro 双层泡棉	1,699
	竞速训练	ADIZERO SL	Lightstrike 技术和前掌 Lightstrike Pro 模块化 中底	799
	入门跑鞋	DURAMO RC SHOES	乙烯/乙酸乙酯 (EVA) 中底+ Adiwear 外底	499

资料来源: 各品牌官网, 中银证券

(三) 赛事营销：国内体育服饰品牌在体育赛事、活动中频频露面，签约明星运动员，打造消费者心目中专业化形象，扩大目标客群范围。部分品牌在细分专业化领域已经占领消费者心智，如安踏持续赞助奥运会与中国国家队，特步 160X 系列跑鞋自推出以来已助力 60 位中国运动员夺得 292 项赛事冠军，助力特步成为跑者的专业品牌。**国内品牌通过赛事营销增加品牌专业领域曝光度，打造消费者专业运动品牌认知，实现品牌形象再升级。**

图表 21. 我国体育服饰品牌通过赛事、活动、明星等营销方式打造专业形象

	赛事赞助	举办比赛	供应装备	签约明星
安踏	赞助 2023 赛季中国三人篮球联赛，为 33 支球队及卫星赛队伍定制专属配色比赛服	2 月主办的安踏“马赫游戏”跑团厂牌 PK 赛在上海天马赛车场开跑	为杭州亚运会 9 支中国代表队提供运动装备； 8 月与上海市体育局达成战略合作，为上海队提供训练比赛装备	7 月签约欧文，将打造专属个人产品线； 10 月签约迪温琴佐，推出瞬息 1 代
李宁	中国初中篮球联赛	李宁中国羽毛球大师赛 李宁露跑赛	为“姚基金慈善赛”提供运动装备； 与 CBA 开启第 12 个官方战略合作	签约运动员刘诗雯
特步	2023H1 赞助马拉松赛事 10 场	特步厦门环东半程马拉松赛； 特步晋江马拉松赛；	希拉·基普罗普穿特步 160X 夺得巴黎马拉松冠军 西安马拉松、长沙马拉松、郑州马拉松，男子、女子赛会前十名，特步跑鞋穿着率均位列行业第一	马利克·比斯利、张镇麟成为特步篮球代言人
361	杭州亚运会官方合作伙伴	自主 IP 赛事“三号赛道”、“触地即燃”、“女子健身局”等	361° 飞燃包揽郑开马拉松男子全程组前三名 为杭州亚运会火炬手、志愿者及工作人员提供装备	签约黎伊扬为篮球代言人；国内马拉松运动员李波、管油胜

资料来源：各公司公告，中银证券

户外运动行业快速发展。我国户外运动行业近年快速发展，根据中国经济报数据，2022 年我国户外行业规模为 1971 亿元，同比增长 7.6%，近四年保持快速发展的趋势。从行业驱动来看，一方面国家出台相关政策大力支持，2022 年多部门联合印发《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》，目标到 2025 年，户外运动场地设施持续增加，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过 3 万亿元。此外，国家将推动冰雪、山地户外、水上、汽车摩托车、航空等重点户外运动项目差异化发展。另一方面，疫后国民健康意识增强，户外活动热情增加。**国家政策与居民健康需求双轮驱动户外行业快速发展。**

图表 22. 户外运动行业增长迅速（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
户外行业规模	1401	1598	1693	1831	1971
yoy	-	14.1%	5.9%	8.2%	7.6%

资料来源：中国经济报，中银证券

户外细分功能赛道高景气，关注优质国牌。冰雪运动、攀岩等细分赛道成为新趋势，这些运动在我国仍然处于导入期，渗透率及参与度具备较大提升空间，受益于运动赛事、政策支持、出行恢复、社交媒体等因素的催化，参与群体快速扩大并带来服装、装备购置需求提升。以滑雪为例，根据 Frost Sullivan 数据，2022 年我国滑雪运动渗透率约为 1%，滑雪装备市场规模约为 150 亿元，预计 2027 年将达到约 800 亿元，期间 CAGR 约 40%。

国产品牌通过优化产品、建设消费者心智等方式强化自身品牌力，关注成长趋势。国产体育服饰品牌快速拓展滑雪等户外运动赛道，一方面国牌逐步推出冰雪运动系列，如李宁于 2023 年推出滑雪夹克，另一方面国牌通过合资与收购将业务快速延伸，安踏旗下拥有迪桑特、可隆、始祖鸟和萨洛蒙等多个知名户外品牌，近年安踏子品牌通过持续加深消费者认知取得快速发展。**我们认为，户外细分赛道产品功能属性强，运动及户外品牌基因、产品研发能力是吸引消费者的关键要素，同时，细分赛道正逐步由小众走向大众，国内品牌熟悉本土消费者消费习惯，有望逐步提升市场份额，成为品牌新成长曲线，建议关注国内体育服饰旗下户外运动品牌成长趋势。**

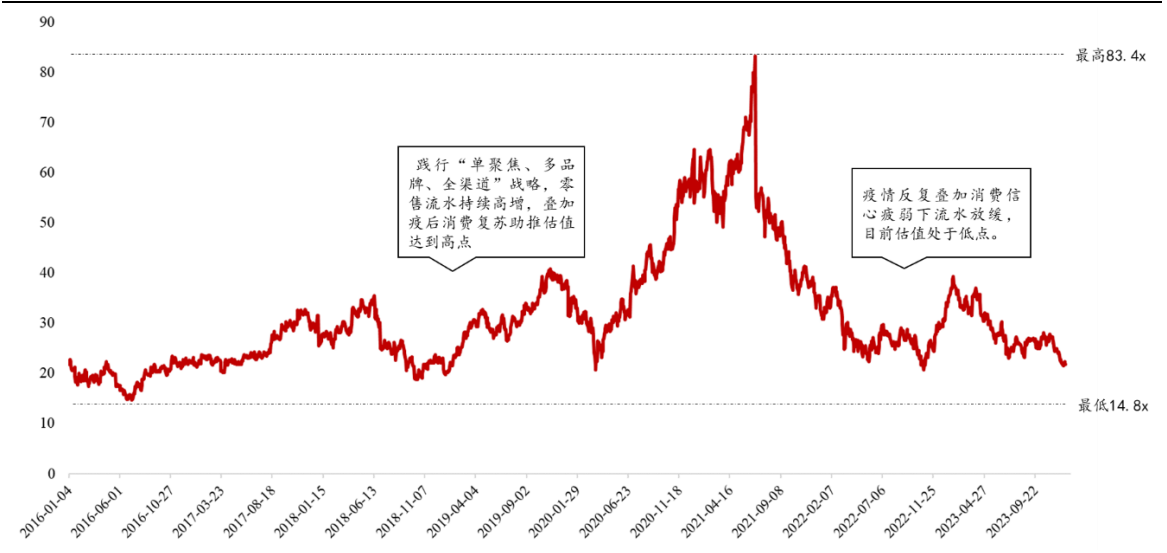
图表 23. 国牌迅速拓展户外运动赛道

公司	品牌	冰雪运动产品	价格带
安踏	迪桑特	滑雪服	3690-9000 元
安踏	可隆	滑雪夹克	5600-7900 元
安踏	始祖鸟	滑雪羽绒夹克	4000-10000 元
安踏	萨洛蒙	滑雪板	3000-7500 元
安踏	萨洛蒙	滑雪夹克	3500-5500 元
李宁	李宁	滑雪夹克	约 4000 元

资料来源：公司官网，天猫，京东，中银证券

体育服饰当前估值性价比较高。安踏体育在 2016 年实行“单聚焦、多品牌、全渠道”战略，零售流水维持高增，叠加 2020 年疫后消费复苏与 2021 年新疆棉事件助推估值达到高点，2021 年 6 月公司估值达最高点 83.4 倍；之后疫情反复叠加消费信心疲弱，公司流水增速放缓。**截至 12 月 19 日，公司最新估值为 21.8 倍，近八年分位点为 14.2%，估值位于较低位置。**

图表 24. 安踏估值位于近 8 年较低位置



资料来源：万得，中银证券

李宁经历业绩亏损后，2015 年创始人李宁回归公司，坚持聚焦核心品牌和品类，推进零售导向改革，带领公司经营逐步回到正轨。2018 年公司引领国潮风尚，推动体育服饰关注度上升，随后通过打造优质产品+零售高运营效率，叠加疫后消费回暖与 2021 年新疆棉事件助推，估值于 2021 年 6 月达到高点 117.3 倍；之后疫情反复叠加消费信心疲弱且基数较高，公司流水增速放缓，经销渠道面临管理压力。**截至 12 月 19 日，公司最新估值为 11.5 倍，近八年分位点为 0.1%，位于历史最低点。**

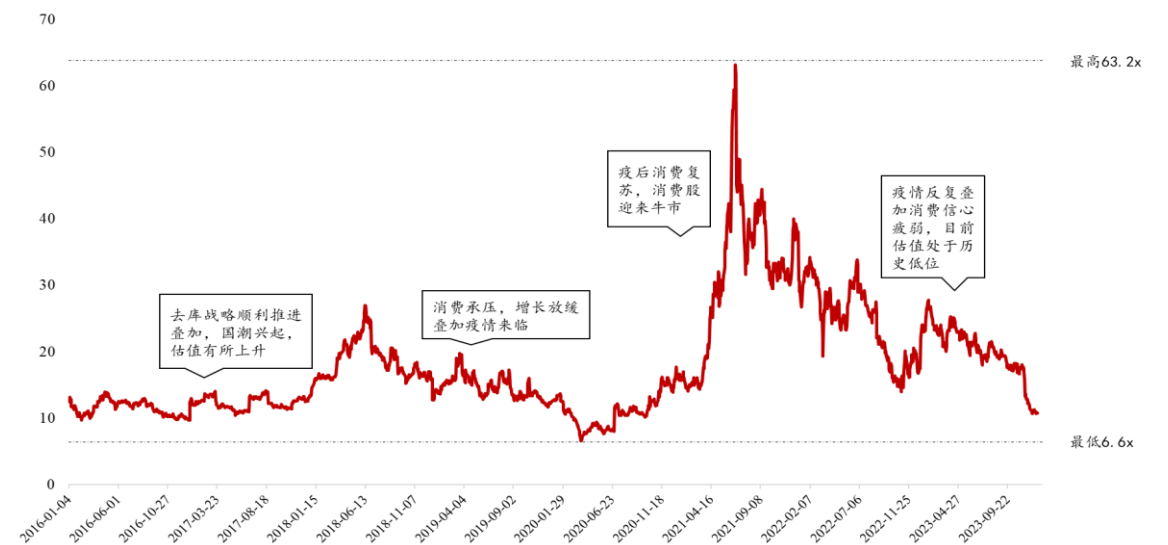
图表 25. 李宁估值位于近八年最低位



资料来源：万得，中银证券

特步国际经历 2012 年开始的去库存叠加 2015 年零售转型，存货与店效持续优化。同时随着国潮风来临，公司估值逐步提升，在 2018 年 6 月达到 25.2 倍；随着宏观经济转弱，公司流水放缓，叠加疫情来临，2020 年 3 月公司估值下降到近年最低点的 6.6 倍；随后疫后消费快速复苏，预期高涨，消费牛市来临，公司估值在 2021 年 6 月达到高点 63.2 倍；之后疫情反复叠加消费信心走弱，公司估值回调。**截至 12 月 19 日，公司最新估值为 10.8 倍，近八年分位点为 10.7%，估值位于历史低点。**

图表 26. 特步国际估值当前位于近八年 10.7%分位点



资料来源：万得，中银证券

2.3 纺织制造订单拐点有望出现，把握左侧布局机会

2.3.1 海外头部品牌经历一年去库存周期，存货周转均有所优化

2023 年海外主要品牌均处于去库存进程中。经历 2020 年疫情影响、2021 年疫后需求高涨主动加大采购、2022 年需求走弱叠加供应链受阻导致库存高企后，2023 年海外头部品牌均处于去库存阶段。

尽管各品牌库存处理表现有所分化，但至 2023 年底，主要品牌存货周转天数均呈现好转。分品牌看，Deckers、Skechers 于 2023 年 1-3 月开始收入增速大于存货增速，至 9 月存货周转天数分别同比优化 45 天、16 天至 130 天、135 天。GAP、迅销集团分别于 2023 年 2-4 月、3-5 月实现存货周转天数同比优化。Nike 至 2023 年 8 月存货周转天数同比减少 8 天至 107 天。Adidas、Puma 至 2023 年 9 月存货周转天数也均有所优化。**我们认为，2024 年随着各品牌库存持续优化，有望间接带来新订单增长。**

图表 27. 至 2023 年底，海外头部各品牌库存均呈现优化

	2020				2021				2022				2023		
	12-2月	3-5月	6-8月	9-11月	12-2月	3-5月	6-8月	9-11月	12-2月	3-5月	6-8月	9-11月	12-2月	3-5月	6-8月
Nike															
收入 yoy(%)	5.13	(38.01)	(0.62)	8.88	2.50	95.53	15.61	1.01	4.96	(0.89)	3.58	17.24	13.97	4.83	1.99
存货 yoy(%)	7.24	31.04	14.91	(1.76)	15.26	(6.96)	(0.09)	6.83	15.05	22.85	44.23	43.34	15.65	0.40	(9.98)
存货周转天数(天)	96	150	108	90	102	91	93	97	110	108	115	112	117	108	107
存货周转天数同比(天)	4	60	19	(4)	6	(59)	(15)	7	8	17	22	16	7	0	(8)
迅销集团															
收入 yoy(%)	(6.13)	(39.41)	(0.80)	(0.59)	(0.34)	47.21	(6.25)	1.23	1.46	10.28	23.25	14.19	26.94	23.81	16.24
存货 yoy(%)	(6.65)	20.66	1.71	(4.83)	0.21	(9.46)	(5.43)	0.24	(1.21)	2.05	23.06	40.78	24.92	10.14	(7.55)
存货周转天数(天)	109	204	150	125	111	133	151	125	113	128	147	141	116	119	129
存货周转天数同比(天)	(1)	88	14	4	2	(71)	1	(1)	2	(5)	(5)	17	3	(9)	(18)
Deckers															
收入 yoy(%)	(57.09)	(28.15)	125.23	14.81	49.69	78.23	15.78	10.21	31.15	21.75	21.29	13.29	7.55	9.98	24.70
存货 yoy(%)	11.76	(8.12)	(13.37)	(16.57)	(10.71)	5.23	31.42	80.40	82.14	83.42	45.39	31.34	5.14	(11.79)	(21.48)
存货周转天数(天)	168	239	136	77	100	136	139	94	126	189	175	117	143	174	130
存货周转天数同比(天)	13	49	10	(31)	(115)	(103)	3	18	26	54	36	23	17	(16)	(45)
Skechers															
收入 yoy(%)	(2.70)	(42.04)	(3.92)	(0.45)	14.98	127.26	19.22	24.40	27.38	12.67	21.11	14.01	10.02	7.75	7.80
存货 yoy(%)	33.04	20.12	18.30	(4.96)	8.30	2.87	16.80	44.67	35.79	47.92	44.62	23.59	3.64	(4.98)	(22.33)
存货周转天数(天)	133	251	139	138	125	118	132	143	132	140	151	167	146	141	135
存货周转天数同比(天)	28	140	26	10	(8)	(133)	(7)	6	7	21	20	24	14	1	(16)
Adidas															
收入 yoy(%)	(19.21)	(35.03)	(6.94)	(4.98)	10.84	41.86	(3.59)	(7.37)	0.65	10.20	11.44	1.30	(0.53)	(4.50)	(6.40)
存货 yoy(%)	31.93	45.66	27.17	7.64	(9.14)	(22.23)	(21.64)	(8.82)	15.34	35.25	72.35	48.99	24.94	1.04	(23.21)
存货周转天数(天)	157	245	149	143	148	147	121	132	145	162	163	174	180	192	154
存货周转天数同比(天)	103	125	43	26	(10)	(98)	(28)	(12)	(3)	15	42	43	35	30	(9)
Puma															
收入 yoy(%)	(1.48)	(32.25)	7.16	2.81	19.16	91.20	20.02	16.25	23.46	25.98	23.89	24.31	14.41	5.93	(1.83)
存货 yoy(%)	24.51	21.22	7.15	2.50	8.33	7.74	11.58	31.12	32.21	42.90	72.31	50.46	32.69	8.14	(20.26)
存货周转天数(天)	148	234	135	134	133	141	124	140	139	151	156	168	169	165	148
存货周转天数同比(天)	26	91	1	4	(15)	(93)	(11)	6	5	10	32	28	30	14	(8)
GAP															
收入 yoy(%)	(43.15)	(18.23)	(0.10)	(5.35)	89.42	28.58	(1.28)	2.28	(12.88)	(8.41)	2.43	(6.23)	(5.78)	(8.01)	(6.73)
存货 yoy(%)	(1.12)	(3.61)	0.99	13.68	6.90	1.74	(0.95)	23.13	33.71	37.44	11.83	(20.84)	(27.45)	(29.00)	(21.89)
存货周转天数(天)	107	94	95	85	92	88	99	86	117	112	110	87	103	92	94
存货周转天数同比(天)	24	10	1	12	(15)	(7)	4	1	25	25	11	1	(14)	(20)	(16)

资料来源：各公司公告，中银证券

注：存货周转天数计算方法为 90/季度存货周转率

海外龙头围绕供应链与终端营销积极处理库存。2023 年海外龙头积极采取手段促进库存消化，一方面紧缩采购与渠道发货，另一方面通过加大折扣力度、加码赛事营销及拓展新业务等方式推动终端库存恢复健康。Nike 加强经销商支持，重新推出科比品牌，至 2023 年 8 月 31 日全渠道库存量同比下降双位数。Adidas 减少对批发渠道发货并大力发展 DTC 业务，两次放售 Yeezy 库存，至 2023 年 9 月 30 日存货同比减少 23.21%。Puma 至 2023 年 9 月 30 日库存同比减少 20.26%，库存已恢复至健康水平，且最新季度的补单量同比环比均有所增长。

赛事及细分运动风潮催化下，新品订单需求有望增长。2023 年女足世界杯、男篮世界杯、亚运会等赛事及细分赛道的火爆催生消费者需求，主要品牌在巩固传统优势领域的基础上，把握结构性趋势，发展足球、户外、跑步等赛道，注重女性消费群体需求，部分新品类收入增长较好。Nike2024 财年 Q1 (2023 年 6 月-8 月) 足球及健身产品收入实现双位数增长，女装收入增速亦表现良好。Deckers 持续赞助跑步赛事提升品牌知名度，2023 年 7-9 月子品牌 HOKA、UGG 收入分别高增 27.1%、28.3%，公司开发“目标库存”指标以保证供应充足，并将于 2024 年初推出创新新品。**2024 年仍有欧洲杯、奥运会等赛事催化，户外、女性健身等赛道景气度仍高，新品类的持续推出有望增加订单需求、改善订单结构。**

图表 28. 海外头部品牌多措并举推进库存去化顺利进行

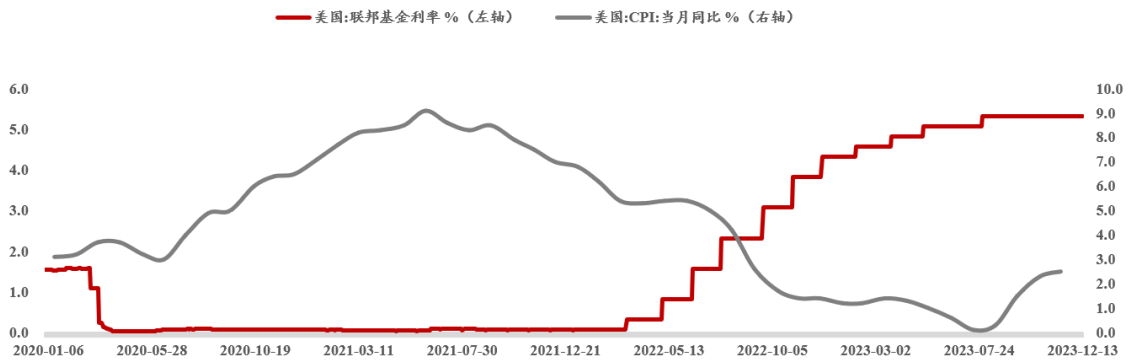
	去库存手段	最新库存描述
Nike	2023 年下半年库存好转下仍保持谨慎采购; 持续优化供应链; 加大世界杯营销推广力度;	截至 8 月 31 日, 全渠道库存数量下降双位数。合作伙伴库存数量同比持平, 预计 2023 年 9-11 月维持低水平库存
Adidas	采取保守销售策略; 出售现有的 Yeezy 库存; 推出足球、户外等高性能产品	库存强劲改善。但服装库存仍较高, 将继续采取保守的销售策略
Puma	积极与经销商合作, 共同应对贸易中的高库存; 为女性运动员提供专用足球鞋; 成立新的营销组织;	库存整体改善。在再订购业务方面, 由于第三季度的强劲需求, 再订购量超过去年同期和第二季度
Deckers	推动 DTC 渠道业务发展; 提前开启秋季营销活动; 持续赞助跑步赛事提升名牌知名度	HOKA 保持强劲销售增长, 未来将推出创新产品保证业绩增长; UGG 开发“目标库存”, 确保库存充足
Skechers	加强 DTC 业务, 降低批发的销售量; 提高分销效率; 收购新地区分销商	库存显著下降, 毛利率继续保持高水平
GAP	发展 DTC 业务、降低批发的销售量; 优化供应链; 改善品类和产品组合; 促销活动	Q3 季度期末库存较去年下降 22%, 毛利率较去年有所提升
VF	增加促销活动; 发展 DTC 业务	库存水平下降至合理范围内, 预计至 2023 年底, 库存同比下降中高单位数

资料来源: 各公司公告, 中银证券

前期供应链问题叠加需求疲软, 北美地区库存积压较为严重。北美地区去库存相对较慢, 一方面前期海运供应链限制下, 各品牌美国在途库存积累较多, 如 Nike 2022 年 5-8 月北美库存同比增加 65%, 其中在途库存同比增加 85%。另一方面, 美国高通胀及美联储持续加息, 对需求形成抑制, 主要品牌 2023 年美国市场动销情况不及欧洲及亚太地区, 如 Adidas 前三季度单季度北美地区货币中性收入同比下滑 19.6%/16.4%/8.8%, 拖累整体去库存进度。

美联储加息周期或将进入尾声, 释放美国需求修复积极信号。美国于 2022 年 3 月开启加息周期, 至 2023 年 12 月 15 日已累计加息 11 次, 幅度达 525 个基点, 从效果来看, 美国 CPI 同比增幅由 2022 年 6 月高点 9.10% 下降至 2023 年 11 月的 3.10%。美联储 2023 年 12 月会议维持联邦基金利率不变, 加息周期或将结束。**我们认为, 随着美国通胀率得到压制、加息结束并迎来降息预期, 2024 年美国市场需求的改善将有助于推动服装动销。**

图表 29. 美国 CPI 较高位明显回落, 加息周期或进入尾声



资料来源: 美联储, 美国劳工局, 中银证券

总结来看, 当前各大公司去库存战略取得初步成效, 库存周转水平呈现优化, 叠加美国市场消费有望企稳回升, 我们对 2024 年海外大牌整体动销及新产品销售结构保持积极预期, 有望带来纺织龙头收入业绩改善。

2.3.2 看好绑定优质客户、产能布局领先的纺织制造龙头

短期来看, 纺织龙头直接受益于下游订单好转。回顾 2021 年海外需求复苏下的补库存周期, 纺织制造龙头基本于 2020Q4 实现收入业绩正增长, 修复节奏领先下游品牌。**我国龙头纺织制造企业研发能力突出, 具备自动化生产及快速反应优势, 绑定优质客户, 海外巨头品牌收入占比高, 2023 年随下游客户去库存进度收入业绩逐季改善。**

图表 30. 2023Q1-Q3 随海外客户去库存，纺织制造龙头收入业绩整体呈现逐步改善

	收入 yoy (单位: %)			归母净利润 yoy (单位: %)			主要客户	前五客户收入占比
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3		
申洲国际	(14.94)	(10.13)					Nike、优衣库、Adidas、Puma 等	87.37%
华利集团	(11.23)	(3.87)	(6.92)	(25.77)	6.66	(5.93)	Nike、VF、Deckers、Puma、UA、On 等	91.27%
健盛集团	(6.57)	(15.44)	(2.16)	(52.99)	(19.58)	(4.46)	优衣库、Puma、迪卡侬、UA、GAP、Adidas 等	52.72%
百隆东方	(24.78)	(12.80)	6.17	(75.59)	(56.24)	6.95	申洲国际等	44.14%
新澳股份	9.44	9.56	18.32	21.23	(2.07)	1.05	探路者、迪卡侬、安踏、乔丹等	18.37%
伟星股份	(3.60)	2.37	8.68	(17.74)	0.64	10.57	Nike、Adidas、优衣库、李宁、安踏、森马等	7.06%

资料来源: 各公司公告, 中银证券

注: 申洲国际 2023Q2 收入业绩为 2023H1 数据; 前五大客户收入占比采用 2022 年数据

产能布局完善，产能优势有望进一步释放。纺织龙头积极布局海内外产能，华利集团新建印尼、缅甸工厂并扩建越南工厂，申洲国际新建越南和柬埔寨成衣工厂，伟星股份越南工业园将于 2024 年初开业。我们认为，2024 年随着订单增长及结构优化，纺织龙头产能优势释放叠加新产能爬坡带来盈利能力提升，收入业绩向上弹性较大。

图表 31. 纺织制造龙头公司产能布局完善

	总产能	产能分布
申洲国际	2022 年雇员共计 9.43 万人	海外(越南和柬埔寨)占比约 55%
华利集团	2022 年产能 2.38 亿双鞋, 2023H1 产能 1.04 亿双鞋	海外产能占比 100%, 主要位于越南
健盛集团	棉袜产能 4.01 亿双, 无缝服饰产能 4400 万件	越南棉袜产能远超国内, 越南无缝服饰也规划较大产能规模
伟星股份	纽扣 116 亿粒, 拉链 8.5 亿米	国内/孟加拉国产能占比 85%/15%, 越南工业园将于 2024 年初开业
百隆东方	色纺纱产能 168 万锭	越南产能 118 万锭, 国内产能 50 万锭
新澳股份	2022 年产量毛精纺纱线产能 145 万吨, 羊毛毛条 6470 吨, 改性处理及染整加工 2713 吨, 羊绒纱线 1711 吨	英国邓肯产能约 250 吨羊绒, 越南工厂(在建)规划产能约 6500 吨精纺纺织纱线
台华新材	锦纶丝 18.5 万吨, 预计 2024H1 新建产能释放后锦纶丝产能达 34.5 万吨; 坯布 5.6 亿米; 染色 1.6 亿米, 后整理 8000 万米	全部产能均位于国内

资料来源: 各公司公告, 中银证券

注: 产能及分布数据截至 2023 年 H1

中长期来看，制造端集中度提高推动我国纺织龙头份额提升。出于供应链稳定性及快速反应的要求，品牌商订单向核心战略合作伙伴倾斜。Nike 鞋类/服装供应商数分别由 2016 年的 142/394 家下降为 2023 年的 123/291 家，且前五大核心制造商占比由 2016 年的 39% 提升至 2023 年的 52%。Adidas 2022 年合作 20 年以上的供应商占比为 37%，较 2017 年提升 23pct。2018-2022 年 ZARA 母公司在增加生产工厂的同时，供应商数量由 1866 家减少至 1729 家。

图表 32. 运动及快消品牌订单向头部供应商集中 (单位: 家)

		FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
运动品牌									
Nike	鞋类供应商	142	127	124	112	122	191	120	123
	服装供应商	394	363	328	334	329	344	279	291
Adidas	独立制作合作伙伴	-	-	130	138	132	114	117	-
Puma	供应商	-	160	152	131	139	134	141	-
快消品牌									
Inditex(ZARA)	供应商	-	-	1866	1985	1805	1790	1729	-
	工厂	-	-	7235	8155	8543	8756	8271	-
H&M	供应商	790	751	1269	757	700	600	500	-

资料来源: 各公司公告, 中银证券

三、投资建议

一、在消费环境不确定下能够较好穿越周期的品牌，重点推荐：功能性场景类服饰，且较好建设消费者心智的**比音勒芬**、**报喜鸟**，性价比较高的大众服饰品牌**海澜之家**，羽绒服行业龙头**波司登**，以及聚焦学院风赛道标志品牌**锦泓集团**。

二、2024 年奥运催化下体育服饰有望回暖，且当前估值进入合理配置区间，重点推荐：**安踏体育**、**特步国际**、**李宁**。

三、上游纺织制造有望迎来拐点，龙头企业订单份额持续提升，重点推荐：**华利集团**、**申洲国际**，建议关注：**健盛集团**、**伟星股份**。

四、风险提示

1) 线下消费复苏不及预期

目前内需仍有波动，若线下消费恢复不及预期，可能导致社会消费品零售及服装销售承压。

2) 市场竞争加剧

龙头品牌积极完善全渠道销售建设，持续发力线下实体消费及线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。

3) 欧美市场需求不及预期

虽然海外各品牌去库存进展较为顺利，但欧美国家 2024 年消费需求仍有一定不确定性，如果需求出现放缓，将影响上游订单采购，国内纺织龙头制造商订单收入将有所影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371