

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	4804.57
52周最高	7062.6
52周最低	4071.68

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:李媛媛
SAC 登记编号:S1340523020001
Email:liyuan@cnpsec.com

近期研究报告

《美妆三八靓丽表现带动板块反弹，华利 23Q4 收入业绩双位数增长超预期》 - 2024.03.18

美容护理&纺织服饰周报 (2024.03.18-2024.3.24)

24M1-2 化妆品服装社零弱增长，NIKEFY24Q3 收入微增库存改善，爱美客福瑞达等披露年报

● 投资要点

(1) 行情回顾：本周（3月18日-3月22日）申万美容护理指数下跌 1.23%，申万纺织服饰指数下跌 1.16%，上证综指下跌 0.22%，美护纺织跑输大盘；年初至今，申万美容护理指数下跌 1.16%，申万纺织服饰指数下跌 3.83%，上证综指上涨 2.46%，美护纺织跑输大盘。从个股表现来看，本周申万美容护理板块中依依股份、水羊股份、*ST 美谷、倍加洁、拉芳家化等涨幅靠前；本周申万纺织服饰板块中华生科技、浙文影视、华升股份、万事利、乔治白等涨幅靠前，本周美护服装小标的表现较好。

(2) 行业要闻：根据国家统计局、华丽志、聚美丽，24 年 1-2 月化妆品&服装类限额社零弱增长，分别为 4.0%/1.9%；Nike24 财年第三季度收入微增 0.3%，库存同比优化 6 天至 102 天，强调作出必要调整恢复强劲增长；阿迪达斯预计 24 财年除北美外市场大幅增长，其中大中华区和拉丁美洲预计实现两位数增长，欧洲新兴市场 and 日韩较高个位数增长；lululemon23 年收入增长 19%，中国大陆市场净营收同比增长 56%；开云集团预计 24 财年第一季度销售下降 10%；屈臣氏中国 23 财年单店产出增长 1.8%，门店优化至 3840 家；24 年化妆品行业多家外资企业进行裁员。

(3) 重点公司：美容护理板块，爱美客公布 23 年年报，收入/归母净利润分别增长 48%/47%，溶液产品高增长，再生产品势能持续；福瑞达公布 23 年年报，23 年化妆品业务实现收入 24.16 亿元，同增 22.71%，化妆品及医药等业务实现上市公司归母净利润 2.31 亿元，同增 12.9%；上美股份公布 23 年年报，23 年收入/归母净利润分别增长 56.6%/213.5%，韩束带动收入业绩高增长；复锐医疗科技 23 年收入/归母净利润分别增速+1.4%/-21.6%；锦波生物 23 年收入/归母净利润增速分别为 100%/175%，薇旖美全年销量达到 57.6 万瓶。纺织服饰板块，南山智尚 23 年收入/归母净利润增速分别为 -2.05%/+8.53%；特步国际 23 年收入/归母净利润增速分别为 +10.9%/+11.8%；李宁 23 年收入/归母净利润增速分别为 +7%/-21.6%。

(3) 投资建议：化妆品方面，24M1-2 化妆品限额社零增长 4%，行业弱增长，三八大促天猫复苏+抖音强劲势头下行业有望加速，本土品牌份额提升势头不减，24Q1 有望实现超额增长，板块 24Q1 业绩高增可期。当前行业估值得到一定修复，临近一季报一二线龙头公司业绩仍值得期待，我们重点推荐业绩稳健增长，行业地位不断提升的一二线龙头公司，如珀莱雅、巨子生物、福瑞达、润本股份，持续看好登康口腔、华熙生物、贝泰妮、丸美股份、水羊股份、上海家化等。医美方面，24 年 1-2 月行业在去年相对较低基数下呈现较强复苏，3 月机构促销动作有所加强，去年同期基数较高带来一定的增长压力，重组胶原类、再生类、水光类产品维持良好的销售势能，高增势头不变。24 年行业供给加速，肉毒毒素的获批持续传递积极信号，有望带来新活力，期待后续重组胶原蛋白产

品、肉毒毒素产品等上市进展，标的上重点推荐一线稳健龙头爱美客，关注再生类产品有望放量的江苏吴中。

纺织服装方面：1) 纺织制造链基本面改善，加速增长确定性高，库存优化已持续兑现，奥运年带来需求改善值得期待，重点推荐华利集团、伟星股份；2) 24M1-2 高端男装短期受消费景气度、基数压力等因素弱增长，但行业竞争格局优、开店可持续，仍有望实现稳健增长，重点推荐报喜鸟；3) 受风格切换等因素服装高股息标的有所回落，基本面稳健、持续高分红的优质品牌服饰仍值得期待，建议关注富安娜、海澜之家等。

● 风险提示：

行业景气度不及预期；竞争格局恶化；新品推进不及预期；品牌商库存去化不及预期、门店扩展不及预期等。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价	总市值	归母净利润 (亿元)		PE (倍)	
			(元)	(亿元)	2023E	2024E	2023E	2024E
603605.SH	珀莱雅	买入	95.4	375.4	11.2	14.2	33.5	26.4
300896.SZ	爱美客	买入	340.1	732.6	18.6	24.8	39.5	29.5
2367.HK	巨子生物	买入	41.5	425.9	12.9	16.6	33.0	25.7
300957.SZ	贝泰妮	买入	68.2	264.0	12.5	16.1	21.1	16.4
688363.SH	华熙生物	买入	62.5	278.7	5.9	7.5	29.6	24.0
600223.SH	福瑞达	买入	9.4	96.3	3.0	3.8	31.8	25.3
600315.SH	上海家化	买入	19.2	127.7	5.9	6.9	21.8	5.9
300740.SZ	水羊股份	买入	16.9	70.9	3.1	3.9	22.9	18.2
603193.SH	润本股份	买入	16.7	65.0	2.2	2.9	29.6	22.4
001328.SZ	登康口腔	增持	22.9	39.5	1.5	1.7	26.3	23.2
603983.SH	丸美股份	买入	31.0	121.2	3.2	3.9	37.9	31.1
300979.SZ	华利集团	买入	59.1	662.9	32.0	37.3	20.7	17.8
002003.SZ	伟星股份	买入	10.8	118.7	5.5	6.6	21.4	17.9
002154.SZ	报喜鸟	买入	6.4	86.8	7.1	8.3	12.2	10.4

资料来源：ifind，中邮证券研究所

目录

1 行情回顾&行业要闻.....	5
1.1 行情回顾：本周美护纺服微跌，小市值标的表现较佳.....	5
1.2 行业要闻：24M1-2 化妆品服装弱增长，NIKE FY24Q3 收入微增.....	5
2 公司事件.....	8
2.1 美容护理：爱美客 23 年溶液&再生产品高增长，福瑞达 23H2 化妆品加速.....	8
2.2 纺织服饰：特步 23 年收入业绩双位数增长，李宁 23 年业绩承压.....	12
3 投资建议.....	13
3.1 美容护理：24M1-2 社零弱增长，关注 24Q1 有望实现超额增长的龙头标的.....	13
3.2 纺织服饰：NIKE 库存持续优化利好制造链，关注高端男装开店进展.....	14

图表目录

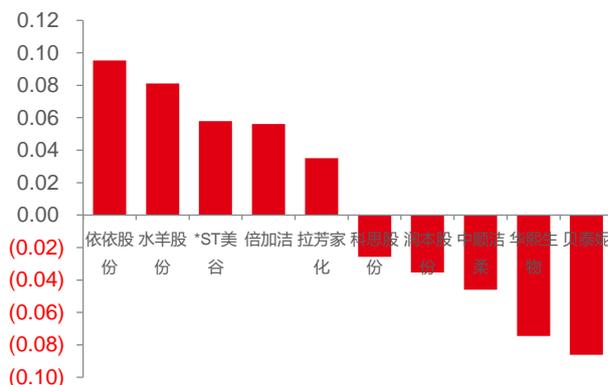
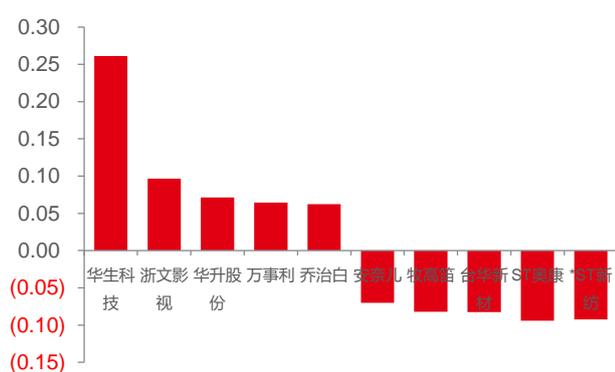
图表 1: 申万纺织服饰本周 (3.18-3.22) 个股涨跌幅榜	5
图表 2: 申万美容护理本周 (3.18-3.22) 个股涨跌幅榜	5
图表 3: 化妆品限额社零同比增速情况	6
图表 4: 服装限额社零同比增速情况	6

1 行情回顾&行业要闻

1.1 行情回顾：本周美护纺服微跌，小市值标的表现较佳

本周（3月18日-3月24日）申万美容护理指数下跌1.23%，申万纺织服饰指数下跌1.16%，上证综指下跌0.22%，美护纺织跑输大盘；年初至今，申万美容护理指数下跌1.16%，申万纺织服饰指数下跌3.83%，上证综指上涨2.46%，美护纺服跑输大盘。从个股表现来看，本周申万美容护理板块中依依股份、水羊股份、*ST美谷、倍加洁、拉芳家化等涨幅靠前；科思股份、润本股份、中顺洁柔、华熙生物、贝泰妮等跌幅靠前；本周申万纺织服饰板块中华生科技、浙文影视、华升股份、万事利、乔治白等涨幅靠前；安奈儿、牧高笛、台华新材、ST奥康、*ST新纺等跌幅靠前，本周美护服装小标的表现较佳。

图表1：申万纺织服饰本周（3.18-3.22）个股涨跌幅榜 **图表2：申万美容护理本周（3.18-3.22）个股涨跌幅榜**

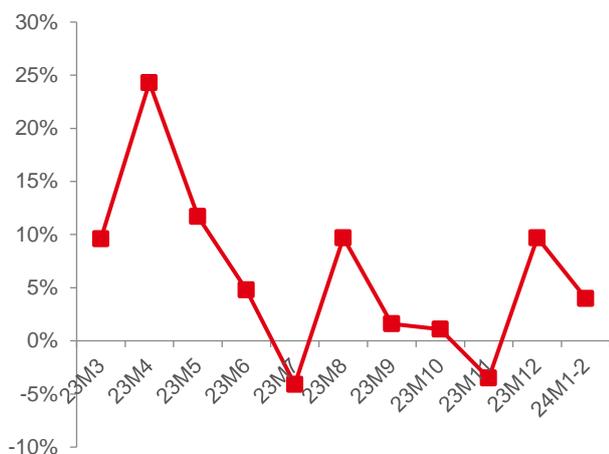


资料来源：ifind，中邮证券研究所

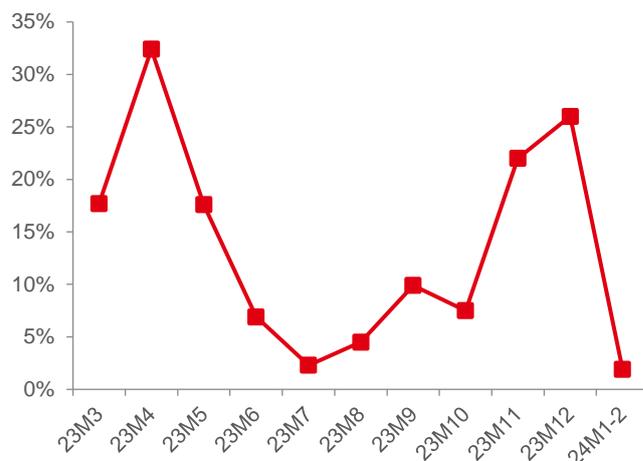
资料来源：ifind，中邮证券研究所

1.2 行业要闻：24M1-2 化妆品服装弱增长，NIKE FY24Q3 收入微增

24年1-2月化妆品&服装类限额社零弱增长。根据国家统计局，2024年1-2月化妆品类限额社零总额为678亿元，同增4.0%；2024年1-2月服装类限额社零总额为2521亿元，同增1.9%；两者均低于限额社零整体增速，24年开年行业弱增长。

图表3：化妆品限额社零同比增速情况


资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表4：服装限额社零同比增速情况


资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

Nike24 财年第三季度收入微增，库存持续优化，强调作出必要调整恢复强劲增长。根据华丽志，3月21日，美国运动服饰巨头 Nike Inc.（耐克公司）公布了截至2024年2月29日的2024财年第三季度财务业绩，公司收入0.31%达124亿美元；毛利率增长150个基点达到44.8%，库存周转天数为102天，较去年同期的108天下降6天，库存水平为77亿美元，较上年同期下降13%，库存持续优化。分品牌看，Nike品牌的营收同比增长2%，北美地区、大中华区和亚太及拉美地区的增长被欧洲、中东与非洲地区的下滑所抵消；Converse品牌的营收同比下滑约20%，主要出于北美和欧洲业绩的下滑。分市场看，大中华区连续六个季度实现同比增长。Nike毛利率的增长主要由于战略性的定价行动以及海运、物流成本的下降所推动，部分被较高的产品投入成本和重组费用所抵消。此外，公司强调作出必要调整恢复强劲增长，打造一个更快、更高效的nike，并最大限度的限度的发挥创新周期影响力。

阿迪达斯预计24财年除北美外市场大幅增长。根据华丽志，公司净销售额同比下降4.8%至214.27亿欧元，撇除汇率影响后，销售额与上年持平，大大高于最初的预期。公司收入波动在于（面向代理商的）保守的出货策略（conservative sell-in）、专注于全价业务以及Yeezy销量下降。分市场来看，公司预计其关键的中国市场今年将保持复苏势头，这将提振阿迪达斯在美国经济放缓的困境中的表现，经汇率调整后，大中华区年销售额同比增长8%。

2024 财年，从市场角度来看，阿迪达斯排除汇率变动影响后，销售额预计将在除北美以外的所有市场大幅增长，其中大中华区和拉丁美洲预计实现两位数增长，欧洲新兴市场 and 日韩较高个位数增长。

lululemon 公布 23 年度业绩，中国市场营收实现大幅度增长。根据华历志，3 月 21 日，总部位于温哥华的加拿大运动瑜伽服供应商 lululemon athletica Inc.（露露乐蒙，以下简称“lululemon”）公布了截至 1 月 28 日的 2023 财年第四季度及全年业绩，2023 财年净营收同比增长 19% 达到 96 亿美元，营业利润同比增长 61% 至 21.33 亿美元；其中第四财季净营收同比增长 16% 达到 32 亿美元，营业利润同比大涨 191% 至 9.139 亿美元。分市场看，23 财年中国大陆市场净营收同比增长 56%（按固定汇率计增长 60%），可比销售额同比增长 39%（按固定汇率计增长 46%）。截至 2023 财年底，lululemon 净新开设 56 家自营门店，自营门店总数达到 711 家，在中国大陆的门店数量达到 127 家。展望 2024 财年，lululemon 预计，2024 财年第一季度净营收将在 21.75 亿美元至 22.00 亿美元之间，同比增长 9% 至 10%。第一财季摊薄后每股收益预计在 2.35 美元至 2.40 美元之间。2024 财年全年，lululemon 预计，净营收将在 107.00 亿美元至 108.00 亿美元之间，同比增长 11% 至 12%。若不包括 2024 年第 53 周，营收则增长 10% 至 11%。摊薄后每股收益预计为 14.00 美元至 14.20 美元。

开云集团预计 24 财年第一季度销售下降 10%。根据华历志，法国奢侈品巨头开云集团（Kering）发布业绩预警：由于上半年的市场环境充满挑战，集团预计 2024 年第一季度的综合销售额在可比基础上同比下滑约 10%。开云表示，业绩下滑的主要原因是旗舰品牌 Gucci（古驰）的销售额急剧下降，尤其是在亚太市场。据估计，Gucci 第一季度的可比销售额同比下滑近 20%。

屈臣氏中国 23 财年单店产出增长 1.8%，门店优化至 3840 家。根据聚美丽，2023 财年屈臣氏在中国市场上，屈臣氏集团保健及美容产品的全年收益总额为 164.53 亿港币（约合人民币 151.45 亿），同比下滑 6%，店铺数目为 3840 家，门店持续优化，同比店铺销售额增长 1.8%。结合近 5 年屈臣氏中国市场业绩来看，

屈臣氏集团保健及美容产品在中国市场上的发展多是下滑态势，门店数量上在今年有微增，但仍未扭转颓势局面。

24 年化妆品行业多家外资企业进行裁员。根据青眼号外，近 3 个月来，至少有 10 家美妆相关企业宣布裁员，覆盖面从零售终端到品牌，再到上游原料公司，化妆品行业掀起了一轮“裁员潮”。企业包括雅诗兰黛集团、美国高端护肤品牌 Matter of Fact、赢创、巴斯夫等。从已公开裁员具体数量的企业来看，此次裁员最多的为雅诗兰黛，据其在财报中表示的，“作为 2025 和 2026 财年利润恢复计划的一部分，将裁员 3%~5%，预计会波及 1800-3000 名员工”；资生堂集团官网发布声明表示，将于 4 月 17 日至 5 月 8 日期间向日本约 1500 名符合特定年龄和任期标准的员工提供提前退休计划，而提前退休的员工数量约占资生堂全球员工的 3.7%。

2 公司事件

2.1 美容护理：爱美客 23 年溶液&再生产品高增长，福瑞达 23H2 化妆品加速

爱美客公布 23 年年报，溶液产品高增长，再生产品势能持续。公司公布 2023 年度报告，报告期实现收入 28.69 亿元，同增 47.99%，实现归母净利润为 18.58 亿元，同增 47.08%，扣非净利润为 18.31 亿元，同增 52.95%，EPS 为 8.60 元，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 23.23 元；其中 23Q4 实现收入 6.99 亿元，同增 55.55%，实现归母净利润 4.40 亿元，同增 59%。公司业绩符合预期。

1) 溶液产品销量高增，再生产品保持高景气度驱动凝胶产品放量。分产品来看，23 年公司溶液类产品收入 16.71 亿元，同增 29.22%，其中销量为 514.13 万支，同增 48.88%，均价 325 元，同比下降 13.21%，受益于 23 年医疗美容行业复苏以及水光产品合规化发展，公司溶液产品快速增长；公司凝胶类产品收入 11.58 亿元，同增 81.43%，其中销量为 100.68 万支，均价 1150 元，同比 +33.28%，同增 36.13%，濡白天使在消费者和机构端认可度较高，持续放量，提升综合客单价，新品如生天使有待放量。分渠道来看，23 年公司直销与经销收入占比分别为 62%和 38%，公司合计覆盖国内 7000 家医疗美容机构。

2) 产品结构优化带动毛利率提升，维持高净利率。公司 23 年毛利率提升 0.3pct 至 59.1%，其中溶液类产品毛利率提升 0.25pct 至 94.48%，主要得益于规模效应，凝胶类产品毛利率提升 0.97pct 至 97.49%，主要得益于高毛利产品濡白天使针销售占比提升。公司 23 年销售费用率为 9.06%，同比上升 0.66pct，主要系销售人员薪酬提升；管理费用率 5.02%，同比下降 1.43pct，主要系规模效应；财务费用率为-1.88%，同比提升 0.44pct，主要系租赁利息费用增加；研发费用率为 8.71%，同比下降 0.21pct。综上，公司归母净利率微降 0.43pct 至 64.76%。

3) 保持高研发投入，在研管线丰富打开远期成长空间。23 年公司研发费用 2.5 亿元，研发费用占收入 8.72%，金额同比增长 44.49%，不断加强研发投入，目前公司肉毒毒素、用于纠正颈部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶处于注册申报阶段，第二代面部埋植线、局部麻醉利多卡因丁卡因乳膏等处于临床试验阶段，透明质酸酶处于临床前阶段，在研管线丰富，有望打开远期成长天花板。

福瑞达公布 23 年年报，化妆品 23H2 加速，聚焦大健康可期。公司公布 2023 年年报，报告期内实现收入 45.79 亿元，同降 64.65%，实现归母净利润 3.03 亿元，同增 567.44%，扣非净利润 1.39 亿元，同比降低 137.4%，EPS 为 0.3 元，每 10 股派 1 元；其中 23Q4 实现收入 11.84 亿元，同比降低 73.23%，实现归母净利润 0.65 亿元，同增 160.33%。23 年收入业绩波动较大主要在于剥离地产业务带来 23 年收入下降，同时 22 年业绩基数低，公司业绩符合此前预告。

1) 化妆品、原料及添加剂业务维持高增长。分业务来看：i) 23 年房地产及物业业务实现收入 11.4 亿元，同降 88.29%，占比降低 46.88pct 至 24.89%，报告期内公司剥离地产业务带来该业务收入大幅下降。ii) 23 年医药业务实现收入 5.20 亿元，同降 1.61%，占比增加 7.35pct 至 11.35%，受带量采购、医疗反腐等行业因素影响该业务增长承压；iii) 23 年化妆品业务实现收入 24.16 亿元，同增 22.71%，占比提高 37.56pct 至 52.76%，产品推新、发力抖音等带来美妆高增长；4) 23 年原料及衍生产品、添加剂业务实现收入 3.51 亿元，同增 23.16%，占比增加 5.47 至 7.67%，行业复苏、加大产品推新及应用带来该业务高增长。

2) 产品渠道双发力驱动瓊尔博士/颐莲 23H2 加速, 小品牌保持稳健增加。化妆品分品牌来看: i) 颐莲 23 年实现收入 8.57 亿元, 同增 20.35%, 其中 23H1/23H2 增速分别为 1.03%/44.41%, 颐莲 23H2 加速拉动全年稳健增长, 主要得益于软膜等产品带动抖音自播发力、面霜喷雾等产品升级放量。ii) 瓊尔博士 23 年实现收入 13.48 亿元, 同增 27.33%, 其中 23H1/23H2 增速分别为 13.9%/40.19%, 益生菌水乳面膜持续多平台发力, 闪充系列扩展人群, 下半年实现加速。iii) 其他品牌 23 年实现收入 2.1 亿元, 同增 5.0%, 公司资源聚焦主品牌, 影响其他品牌放量。

3) 化妆品业务毛利率提升, 广告及服务费用控制良好, 剥离地产带动业绩波动较大。毛利率方面, 化妆品/医药/原料及添加剂毛利率分别为 62.1%/53.4%/32.2%, 分别同比变动+1.16PCT/+0.39PCT/-1.76PCT, 产品升级带动化妆品毛利率提升; 销售费用方面, 23 年公司广告推广费用、服务费占比化妆品业务合计为 41.6%, 同比下降 0.6PCT, 公司化妆品业务费用控制良好。分业务板块来看, 23 年化妆品及医药等业务实现上市公司归母净利润 2.31 亿元, 同增 12.9%; 房地产业务及资产剥离产生归母净利润 0.74 亿元, 而地产剥离产生的投资收益 1.42 亿元确认为非经常性损益带来扣非净利润仅 1.39 亿元。

上美股份公布 23 年年报, 韩束带动业绩高增长。公司公布 2023 年年报, 23 年实现收入 41.91 亿元, 同增 56.64%, 实现归母净利润 4.61 亿元, 同增 213.45%, EPS 为 1.16 元。

1) 红蛮腰套装拉动韩束快速增长, 一页打造初见成效。分品牌看, 韩束 23 年实现收入 30.9 亿元, 同增 143.8%, 占比同提 26.3pct 至 73.7%, 主要系抖音等新兴电商平台上推广红蛮腰套系销售靓丽; 红色小象 23 年实现收入 3.8 亿元, 同降 42.6%, 占比同降 15.5pct 至 9.0%, 主要系竞争环境激烈; 一叶子 23 年实现收入 3.6 亿元, 同降 32.7%, 占比同降 11.3pct 至 8.5%, 公司正在将一叶子打造升级为以植物科技为基础, 面向年轻消费者的纯净美容护肤品牌, 处于转型期; 其他品牌 23 年实现收入 3.7 亿元, 同增 65.14%, 占比同增 0.5pct 至 8.8%, 主要系一页品牌快速增长。分品类看, 护肤类 23 年收入 36 亿元, 占收入比重增加 13.3pct 至 86%, 同增 85.2%; 母婴护理类 23 年收入 5.4 亿元, 占收入比重降低 13.5pct 至 12.9%, 同降 23.2%。

2) 抖音渠道快速增长，线下整体承压。分渠道看，23 年线上渠道实现收入 35.9 亿元，同增 78.92%，占比同升 10.7pct 至 85.6%；其中线上自营渠道实现收入 29.1 亿元，同增 174.5%，主要系抖音等新兴电商平台带来的收入增加；线上零售商渠道实现收入 3.6 亿元，同降 23.2%，主要系京东商城、天猫超市等线上零售商带来的收入减少；线上分销商渠道实现收入 3.1 亿元，同降 33.4%，主要系公司调整线上销售策略以加强线上自营渠道导致。23 年线下渠道收入 5.4 亿元，同降 12.25%，占比同降 10.1pct 至 12.9%，其中线下零售商渠道实现收入 3.9 亿元，同增 17.1%，主要系线下零售商自宏观经济环境的影响中逐步恢复，线下分销商渠道实现收入 1.5 亿元，同降 46.4%。

3) 毛利率提升带动归母净利率提升。公司 23 年毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 72.05%/53.45%/7.99%/3.0%，较去年同期变动率为 +8.5pct/+6.4pct/-4.5pct/-1.1pct。公司 23 年毛利率上升主要受韩束毛利率上升拉动，销售费用率提升系公司加大品牌宣传营销及推广开支增加所致，综合，23 年公司归母净利率增加 5.5pct 至 11.0%。

复锐医疗科技 23 年收入微增，毛销差拖累净利率下降。复锐医疗公布 23 年年报，公司 2023 年实现收入 3.59 亿美元，同增 1.36%，实现归母净利润 0.31 亿美元，同比-21.59%。分市场看，公司 2023 年欧洲实现收入 0.5 亿美元，占比 14.0%，同减 13.96%；北美实现收入 1.57 亿美元，占比 43.7%，同增 9.21%；亚太区实现收入 1.1 亿美元，占比 30.5%，同增 11.84%；拉丁美洲实现收入 0.15 亿美元，占比 4.6%，同减 14.25%；中东及非洲实现收入 0.27 亿美元，占比 7.6%，同减 25.55%。分品类看，公司 2023 年医疗美容业务实现收入 3.2 亿美元，同增 3.2%；牙科业务实现收入 0.09 亿美元，同减 49.4%；注射填充业务实现收入 0.1 亿美元，同增 9.3%。公司 2023 年毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 61.28%/34.82%/14.48%/5.01%，分别同比变动+4.22/+6.57/+1.21/+0pct，公司毛利率增长主要原因系公司直销渠道持续扩张，供应链管理和定价策略改善；销售费用增长主要系分销转直营带来费用提升以及收入端规模效应下降等因素。综合，公司净利率下降 2.66pct 至 8.64%。

锦波生物 23 年收入业绩高增长，薇旖美销售 57.6 万瓶驱动业绩爆发式增长。根据医美部落，锦波生物公布 2023 年年报，公司实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 99.96%；归母净利润 3 亿元，同比增长 174.6%；扣非净利润 2.86 亿元，同比增长 181%。分业务看，公司医疗器械板块营收 6.80 亿元，占营业收入的 87.14%，毛利率为 93.18%；功能性护肤板块营收 0.76 亿元，占营业收入的 9.73%，毛利率为 67.79%。公司注射用“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”薇旖美®“作为医疗器械板块的核心产品，全年销量达到 57.6 万瓶。截至目前，薇旖美®总计已完成临床注射 75 万支，进入全国超 2000 家医疗机构，产品安全性和有效性得到市场的广泛认可。

2.2 纺织服饰：特步 23 年收入业绩双位数增长，李宁 23 年业绩承压

南山智尚公布 23 年年报，业绩实现稳健增长。公司公布 2023 年度年报，2023 年实现收入 16 亿元，同比下降 2.05%，实现归母净利润 2.03 亿元，同比增长 8.53%，实现扣非净利润 1.98 亿元，同比增长 17.55%，公司拟每 10 股派发现金红利 1.72 元（含税）。分业务来看，公司精纺呢绒营业收入与上年同比基本持平，服装业务营业收入较上年同比下降 16.22%，超高分子量聚乙烯纤维业务营业收入较上年同比增长 363.22%，实现快速增长。分市场看，公司内贸营收较上年同比下降 3.58%，外贸营收较上年同比增长 2.74%，外销好于内销。公司业绩好于收入主要在于：1) 随着公司首募技改项目的逐步完成，实施开源节流、持续推进降本增效等举措，持续扩大高附加值产品份额，加强功能性面料的研发，实现毛利率的提升，助力主营业务稳健发展；2) 公司超高分子量聚乙烯一、二期项目全面投产运营，一期项目产成品盈利能力维持投产以来的高水平，为公司贡献增量利润，二期项目 23 年 8 月底陆续投产，产能爬坡持续推进，并在细旦丝、色丝等多个产品领域取得突破性进展，构建公司差异化竞争优势，为公司带来增量收益。

特步国际 23 年收入实现双位数增长，专业运动、时尚运动双位数高增长。公司发布 2023 年度年报，2023 年实现营业收入 143.46 亿元，同增 10.9%，实

现股东溢利 10.3 亿元，同增 11.8%，全年股息派息比率为 50%。分产品种类来看，2023 年鞋履产品实现收入 81.72 亿元，占比 57%，同增 5.3%；服装类产品实现收入 59.04 亿元，占比 41.1%，同增 20.6%；配饰类产品实现收入 2.7 亿元，占比 1.9%，同降 1.2%，公司服装类目大幅增长。分品类来看，2023 年大众运动实现收入 119.47 亿元，占比 83.3%，同增 7.4%；时尚运动实现收入 16.03 亿元，占比 11.2%，同增 14.3%；专业运动实现收入 7.96 亿元，占比 5.5%，同增 98.9%，受运动产品的强劲需求以及儿童业务持续增长的推动，大众运动分部收入稳定增长；受益于产品的强劲需求及其电子商务业务的贡献，时尚运动分部呈现令人鼓舞的增长；受益于索康尼产品的强劲需求及其电子商务业务的贡献，专业运动分部的收入也呈现强劲增长。公司整体毛利率增加主要得益于毛利率较高的功能性产品的收入及毛利增长以及时尚运动毛利率的显著提高。

李宁 23 年收入实现稳健增长，业绩下降。公司发布 2023 年度业绩公告，2023 年实现收入 275.98 亿元，同增 7%，实现股东溢利 31.87 亿元，同降 21.6%。分品类来看，2023 年鞋类产品实现收入 133.89 亿元，占比 48.5%，同降 0.7%；服装类产品实现收入 124.11 亿元，占比 45%，同增 15.9%；器材及配件类产品实现收入 17.99 亿元，占比 6.5%，同增 11.3%。分渠道来看，2023 年直营收入同增 29.6%，线上收入同增 0.9%，经销收入同增 0.6%，直营收入快速增长。公司业绩下降弱于收入端表现主要系：1) 本年直营收入的增长，与收入相关的租金、直接销售人员工资奖金均有不同幅度的上升；2) 为提升品牌价值，促进消费，本集团本年度增加了广告宣传及赞助支出；3) 随公司在高层级市场的布局及调整，店铺的固定租金及装修道具摊销金额亦有较大的增长，部分亏损店铺计提资产减值，因此销售及经销开支有较大的增长。

3 投资建议

3.1 美容护理：24M1-2 社零弱增长，关注 24Q1 有望实现超额增长的龙头标的

化妆品方面：24M1-2 化妆品限额社零增长 4%，行业弱增长，三八大促天猫复苏+抖音强劲势头下行业有望加速，本土品牌份额提升势头不减，24Q1 有望实现超额增长，板块 24Q1 业绩高增可期。当前行业估值得到一定修复，临近一季报一二线龙头公司业绩仍值得期待。长期来看：1) 粘性单品+创新新品推动增长，具备高性价比产品有望跑赢市场；2) 面霜、面部套装、面部底妆、防晒等子类目引领增长，具备相关产品布局的公司有望受益；3) 线下渠道+抖音值得关注，本土品牌份额领先。我们重点推荐业绩稳健增长，行业地位不断提升的一二线龙头公司，如珀莱雅、巨子生物、福瑞达、润本股份，持续看好登康口腔、华熙生物、贝泰妮、丸美股份、水羊股份、上海家化等。

医美方面：24 年 1-2 月行业在去年相对较低基数下呈现较强复苏，3 月机构促销动作有所加强，去年同期基数较高带来一定的增长压力，重组胶原类、再生类、水光类产品维持良好的销售势能，高增势头不变。24 年行业供给加速，肉毒毒素的获批持续传递积极信号，有望带来新活力，期待后续重组胶原蛋白产品、肉毒毒素产品等上市进展。标的上重点推荐一线稳健龙头爱美客，关注再生类产品有望放量的江苏吴中。

风险提示：行业景气度不及预期；竞争格局恶化；新品推进不及预期。

3.2 纺织服饰：NIKE 库存持续优化利好制造链，关注高端男装开店进展

2024 年 1-2 月国内服装限额社零增速为 1.9%，品牌服饰在去年高基数下弱增长；IKE 最新财报显示需求端弱增长，库存持续优化，即将进入奥运会产品创新有望加速；受风格切换等因素影响，高股息服装标的年初至今有所承压。我们重点推荐三条主线：1) 纺织制造链基本面改善，加速增长确定性高，库存优化已持续兑现，奥运年带来需求改善值得期待，重点推荐华利集团、伟星股份；2) 24M1-2 高端男装短期受消费景气度、基数压力等因素弱增长，但行业竞争格局优、开店可持续，仍有望实现稳健增长，重点推荐报喜鸟；3) 受风格切换等因素服装高股息标的有所回落，基本面稳健、持续高分红的优质品牌服饰仍值得期待，建议关注富安娜、海澜之家等。

风险提示：行业需求不及预期，品牌商库存去化不及预期、门店扩展不及预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048