

# 纺织服装海外跟踪系列四十一

## 露露乐檬第四季度收入增长16%，库存同比下降9%

### 行业研究 · 行业快评

### ◆ 纺织服饰

### ◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁  
证券分析师: 关竣尹

0755-81981391  
0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn  
guanjunyin@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004  
执证编码: S0980523110002

### 事项:

**公司公告:** 2024年3月22日, Lululemon披露截至2024年1月28日的2023财年全年业绩, 公司2023财年收入增长19%至96.2亿美元, 固定美元汇率的收入增长20%, 经调整经营利润增长25%至22.3亿美元; 期末库存金额同比减少9%至13.2亿美元。

### 国信纺服观点:

- 核心观点:** 第四季度业绩和库存好于彭博一致预期, 公司对 FY2024 收入、毛利率、经调 EPS 指引低于预期, 库存指引好于预期;
- FY2023 年度业绩及分地区情况:** 收入增长 19%, 库存同比下降 9%, 均好于公司指引和彭博预期, 中国和加拿大收入增长超过预期, 美国略低于预期, 各地区经营利润率均提升;
- FY2023 第四季度业绩及分地区情况:** 收入增长 16%, 毛利率提升主要由空运费减少驱动, 折扣率同比持平, 中国收入在低基数上强劲增长 74%;
- 指引和展望:** 公司指引 2024 财年收入增长 11%-12%, 折扣率和毛利率持平, 上半财年库存下降高单至低双位数, 指引 Q1 收入增长 9-10%, 毛利率持平。公司对全年及 Q1 的收入、经调 EPS 指引低于彭博预期, 对全年毛利率指引低于预期, 对库存指引好于预期;
- 风险提示:** 疫情持续反复; 海外需求疲软影响大于预期; 供应链受阻; 品牌声誉受损;
- 投资建议:** 收入维持较快增长, 库存再次超预期回落, 中国市场持续亮眼, 看好中国运动鞋服产业链龙头企业。2023 财年第四季度 Lululemon 收入延续较快增长, 库存再次超预期回落, 公司预计 2024 财年收入增长保持双位数增长, 折扣率保持稳定, 同时上半财年库存同比下降高单至低双位数。目前看海内外品牌库存陆续去化, 供应商订单经历低谷后正处于回升态势, 重点推荐短期品牌客户去库顺利, 中期订单确定性高的运动代工龙头**申洲国际、华利集团**。中国市场方面, Lululemon 在中国市场连续多个季度保持强劲增长, 公司将继续投资中国市场以挖掘增长潜力。我们看好运动赛道保持成长优势, 看好本土运动品牌中长期增长前景, 重点推荐**安踏体育、李宁**, 同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商估值修复的机会, 重点推荐**滔搏**。

### 评论:

- 核心观点:** 第四季度业绩和库存好于彭博一致预期, 公司对 FY2024 收入、毛利率、经调 EPS 指引低于预期, 库存指引好于预期

2023财年第四季度, 公司收入增长16%, 经调整经营利润增长16%, 均略超过公司指引及彭博一致预期, 期末库存金额同比减少9%至13.2亿美元, 超过彭博一致预期的14.6亿美元。其中, 第四季度美国/加拿大/中国收入分别增长9%、13%和74%, 美国收入比彭博一致预期低2%, 加拿大和中国收入均好于预期。

对于 FY2024Q1, 公司指引收入增长 9%-10%, 略低于彭博一致预期, 公司表示 Q1 美国需求仍稍疲弱, 预计 Q2-Q4 小幅加速, 同时指引 Q1 毛利率持平(与彭博一致预期相同), 虽然国际市场收入增速更快, 但整体折扣率预计持平, 毛利率指引包含了配送中心网络投资的影响。

对于 FY2024 全年，公司指引收入增长 11-12%，折扣率和毛利率持平，上半财年库存下降高单至低双位数，与彭博一致预期相比，公司对收入、毛利率、经调整 EPS 的指引低于预期，库存的指引好于预期。

图1: Lululemon业绩和指引汇总表

Lululemon FY2023业绩和指引速览												
单位: 百万美元	财报截止	FY2022实际	FY2023-实际	2023Q4-实际	FY2023Q4指引	彭博预期	Beat/Miss	FY2024Q1指引	彭博预期	FY2024指引	彭博预期	
项目		2023/1/30	2024/1/28	2024/1/28	2024/1/28	2024/1/28		2024/4/28	2024/4/28	2025/1/28	2025/1/28	
<b>总收入</b>	金额	8111	9619	3205	3135-3170	3194	0%	2175-2200	2212	10700-10800	10860	
	YOY	30%	19%	16%	13%-14%	15%		9%-10%	11%	11%-12%	13%	
	货币中性	32%	20%	16%		16%	0%		11%		13%	
<b>同店增长</b>	YOY	25%	14%	12%		13%	-1%		8%		10%	
线下同店	YOY	16%	9%	5%		9%	-4%		5%		7%	
电商同店	YOY	33%	17%	17%		14%	3%		11%		13%	
<b>分渠道收入</b>												
<b>线下直营</b>	金额	3648	4411	1282		1,293	-1%		1,065		4,976	
	YOY	29%	21%	15%		16%			11%		13%	
<b>电商</b>	金额	3700	4311	1674		1,649	2%		930		4,887	
	YOY	33%	17%	17%		15%			11%		13%	
<b>分地区收入-旧口径</b>												
<b>美国</b>	金额	5654	6346	2184		2,227	-2%		1,430		6,916	
	YOY	30%	12%	9%	1、北美增长较高的 个位数	11%		1、美国Q1需求稍 微疲软, 预计Q2- Q4略加速	9%		9%	
<b>加拿大</b>	金额	1163	1285	428	2、国际市场两位数 增长	405	6%	2、加拿大Q1保持 积极势头	273	中国增速将明显高 于集团指引	1,378	
	YOY	22%	11%	13%		7%			8%		7%	
<b>北美以外</b>	金额	1293	1988	593		591	0%	3、国际市场增长 将明显高于指引	648		2,814	
	YOY	35%	54%	54%		54%			50%		42%	
<b>其中: 中国</b>	金额	682	1134	340		330	3%		347		1,554	
	YOY	31%	66%	74%		68%			39%		37%	
<b>分地区收入-新口径</b>												
<b>美洲</b>	金额	6817	7632	2600								
	YOY	29%	12%	9%								
	货币中性	12%	9%	7%								
	同店	9%	7%									
<b>中国除港澳台外</b>	金额	577	964	291						集团净开35-40家 门店中, 除美洲的 5-10家外, 其余 在国际市场, 大部 分位于中国		
	YOY	33%	67%	78%								
	货币中性	75%	82%	60%								
	同店	46%	60%									
<b>其他地区</b>	金额	717	1024	303								
	YOY	37%	43%	36%								
	货币中性	44%	36%									
	同店	33%	31%									
<b>分地区营业利润</b>												
<b>美洲</b>	金额	2504	2937									
	YOY	34%	17%									
	营业利润率	36.7%	38.5%									
<b>中国除港澳台外</b>	金额	197	337									
	YOY	18%	71%									
	营业利润率	34.1%	35.0%									
<b>其他地区</b>	金额	103	202									
	YOY	53%	96%									
	营业利润率	14.4%	19.7%									
<b>财务比率</b>												
	毛利率	55.4%	58.3%	59.4%	58.3%-58.6%	58.7%	0.7%	57.5%	57.5%	58.3%	58.5%	
	SG&A	34.0%	35.3%	30.9%	30.6%-30.9%	30.7%	0.2%	38.7%-38.8%	38.3%	35.2%	35.3%	
	OPM	16.4%	22.2%	28.5%	27.6%	28.0%	0.5%	19.2%	19.2%	23.3%	23.2%	
	经调整OPM	22.1%	23.2%	28.5%	27.6%	/	0.5%	18.7%-18.8%	/	23.3%	/	
<b>经营利润</b>	金额	1328	2133	914		893	2%		427		2,516	
	YOY	0%	61%	191%		184%			6%		18%	
<b>经调整经营利润</b>	金额	1789	2232	913	865-875		2%	403-411		2493-2516		
	YOY	30%	25%	16%	10%-11%			1%-2%		12%-13%		
<b>净利润</b>	金额	855	1550	669								
	YOY	-12%	81%	459%								
<b>摊薄EPS</b>	数值	6.7	12.2	5.28	4.85-4.93							
	YOY	-11%	0%	462%	10%-12%							
<b>经调整EPS</b>	数值	10.1	12.8	5.28	4.85-4.93	5.00	6%	2.35-2.40	2.44	14.00-14.20	14.24	
	YOY	29%	27%	20%	10%-12%	14%		3%-5%	7%	10%-11%	12%	
<b>库存</b>	金额	1447	1324	1324	1375-1447	1461	-9%		1562		1559	
	YOY	50%	-9%	-9%	金额持平或略降, 数量持平或略增	0%			13%	上半年下降高单至 低双, 下半年增长	11%	

资料来源: 公司公告, 彭博, 国信证券经济研究所整理

◆ FY2023 年度业绩: 收入增长 19%, 库存同比下降 9%, 均好于公司指引和彭博预期, 中国和加拿大收入增长超过预期, 美国略低于预期, 各地区经营利润率均提升

1、2023 年业绩分析: 收入增长 19%, 库存同环比均明显下降, 业绩及库存表现好于公司指引

**2023 财年收入增长 19%，经调整经营利润增长 25%。**截止 2024/1/28 的 2023 财年全年，公司收入增长 19% 至 96.2 亿美元（超过公司原指引的 95.1-95.7 亿美元）。固定美元汇率的收入增长 20%，经调整经营利润增长 25% 至 22.3 亿美元（超过公司原指引的 21.8-21.9 亿美元）。经调整 EPS 增长 27% 至 12.77 美元，均好于管理层指引及彭博一致预期。经营利润大幅增长 61% 至 21.3 亿美元，主要由于 2022 年对 Mirror 资产减值及相关费用影响。同店增长 14%（线下 9%，电商 17%），门店数同比增加 56 家至 711 家。

1) **分渠道看，线下直营店增速略快。**线下直营/电商/其他渠道收入占比分别为 45.9%/44.8%/9.3%。线下直营收入增长了 21% 至 44.1 亿美元，电商增长了 17% 至 43.1 亿美元，其他渠道收入增长 18% 至 9.0 亿美元。本次财报未披露分渠道的经营利润情况。

2) **分业务看，配饰和女装增长更快。**女装增长 17% 至 61.5 亿美元，男装增长 15% 至 22.5 亿美元，饰品配件增长 36% 至 12.2 亿美元。

图2：公司年度收入与变化情况



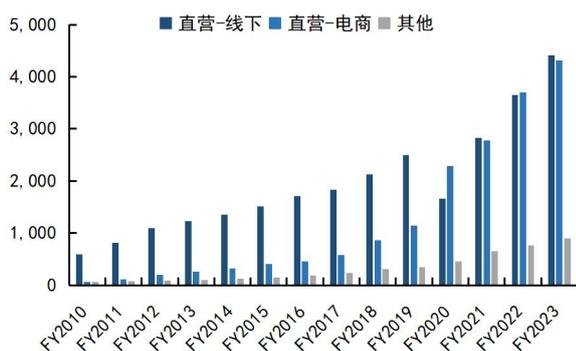
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；

图3：公司年度净利润与变化情况



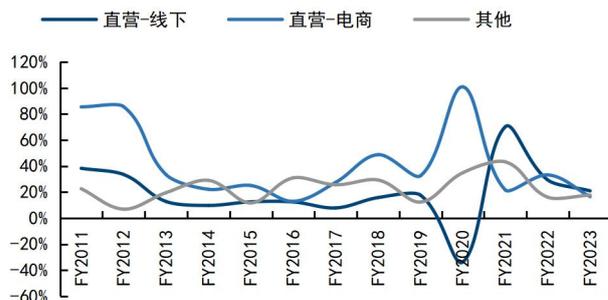
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司分渠道收入情况（百万美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司分渠道收入增速



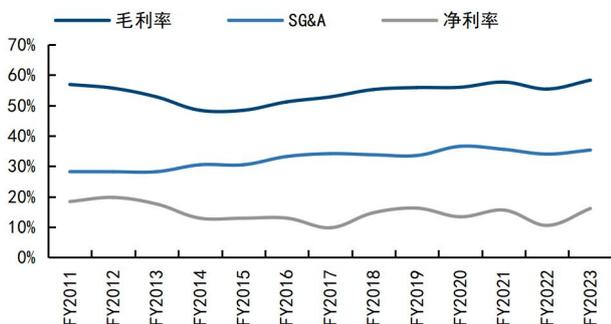
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**运费下降推动经调整毛利率提升 2.4 个百分点。**2023 财年公司经调整毛利率同比提升 2.4 个百分点至 58.6%（公司原指引增加 1.9-2.1 个百分点），毛利率同比提升 2.9 个百分点至 58.3%，主要由空运海运成本降低及空运用量下降驱动。

**费用率在预期内提升，经营利润率提升百分点至 21.7%。**SG&A 费用 34.0 亿美元，同比增长 23.2%，占收入比率的 35.3%，同比增加 1.3 个百分点（公司原指引增加 1.2-1.4 个百分点），主要由于公司在品牌建设、技术和基础架构方面的持续战略投资。经调整经营利润率同比增加 1.1 个百分点至 23.2%（公司原指引增加 0.7

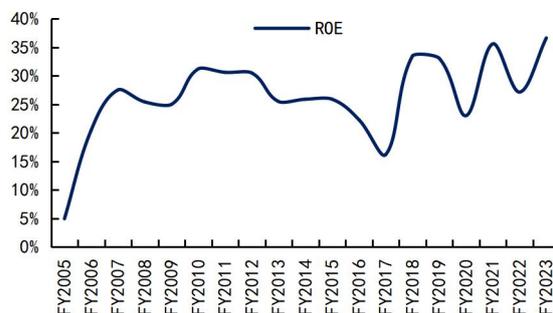
百分点)。经营利润率为 22.2%。经调整 EPS 增长 27%至 12.77 美元。

图6: 公司毛利率、费用率与净利率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

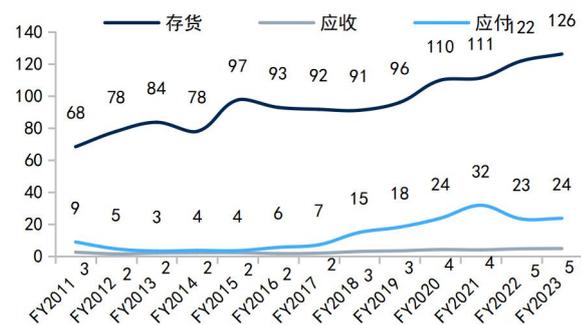
图7: 公司ROE水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**年末库存金额同比减少 9%至 13.2 亿美元, 好于公司指引。**年末公司库存金额同比下降 9% (公司原指引持平或略降)。公司 2023 财年存货/应收/应付周转天数分别为 126/5/24 天, 存货周转天数提升 4 天, 应付、应收周转天数基本持平。

图8: 公司历年营运资金周转天数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司历年库存金额 (左) 及同比增长 (右)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**2、分地区分析: 2023 财年中国市场强劲增长 66%, 占比达到 11.8%, 美国增长 12.2%, 美洲/中国除港澳台外的营业利润率分别为 38.5%/35.0%**

1) 收入及经营情况:

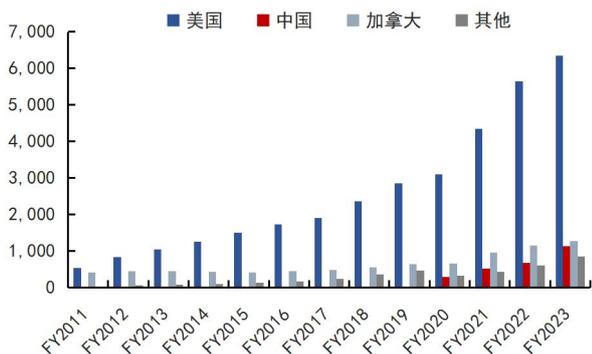
**中国市场: 收入占比 11.8%, 强劲增长 66.4%, 通过社群营销实现品牌本土化。**2023 财年中国市场收入增长 66.4%至 11.3 亿美元, 占公司收入的 11.8%; 截至年末, 中国市场共拥有 146 家门店, 去年同期只有 117 家门店, 净增加了 29 家门店, unaided awareness 从 9%上升至 14%。公司利用与当地健身工作室、教练和 KOL, 在当地积极社群营销, 实现了品牌的本地化。2024 财年公司计划开设的 35-40 家门店中, 除 Americas 的 5-10 家, 其余大部分位计划在中国开设。未来将继续往中国市场倾斜, 挖掘其增长潜力, 公司预计 2024 年中国市场增长率将远高于 10%-11%的指引目标。

**北美市场: 美国和加拿大合计占比 79.3%, 收入分别增长 12.2%/10.5%。**北美是公司核心销售区域, 2023 财年美国和加拿大分别占收入的 66.0%和 13.4%, 合计 79.3%, 美国和加拿大分别实现收入增长 12.2%/10.5%。从渠道角度, 美国/加拿大分别同比净增门店 17/2 家至 367/71 家。北美地区对于 lululemon 仍是重要而有吸引力的地区, 2023 财年于北美推行基本会员计划, 首年会员人数已超过 1700 万。美国 unaided awareness 从 25%上升至 31%。2024Q1 美国市场消费稍显疲软, 预计随着营销和产品持续投资,

Q2-Q4 将略微加速，根据公司规模，2024 年美国市场预计新开 5-10 家门店，优化 15-20 家门店。

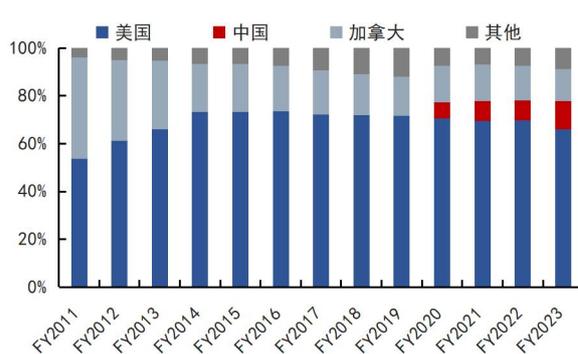
**其他地区：占比 8.9%，收入同比增长 39.6%。**2023 财年北美和中国以外的市场收入增长 39.6%至 8.5 亿美元。从渠道拆分角度，合计 127 家门店，同比净增 8 家。2023 财年北美以外的国际市场（包括中国）占业务的 20.7%。2021-2023 财年，国际市场实现 44%的年复合增长率，调整后营业利润率增长 120 个基点，市场份额持续扩大。根据公司规模，2024 年公司计划在北美以外市场新开 30 家门店，其中大部分位于中国市场。

图10：公司分地区收入金额（百万元）



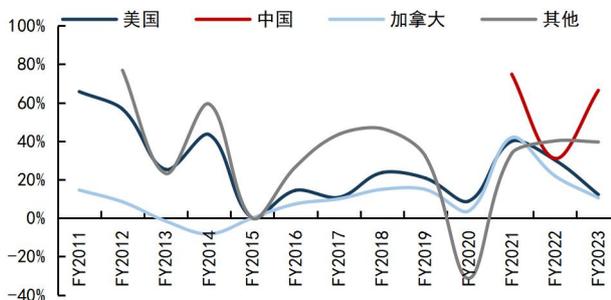
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司分地区收入占比



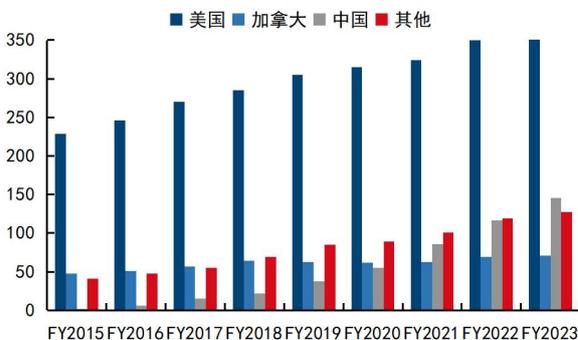
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司分地区收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：公司分地区门店

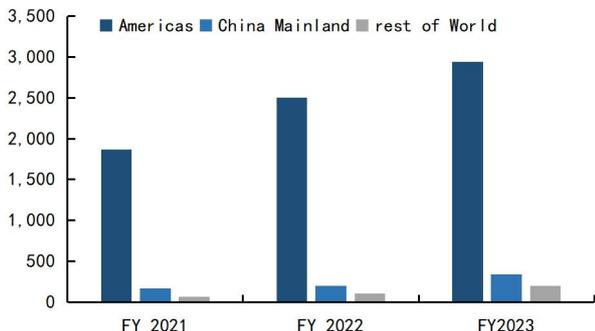


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2) 经营利润率：

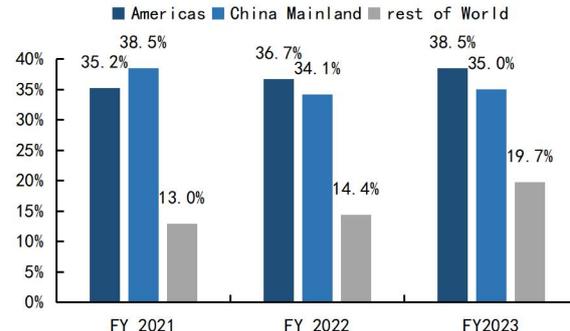
**各地区经营利润率均有所提升。**2023 财年中国除港澳台外的营业利润同比提升 71.3%至 3.4 亿美元，营业利润率提升 0.9 个百分点至 35.0%。2023 财年美洲地区营业利润同比提升 17.3%至 29.4 亿美元，营业利润率提升 1.8 个百分点至 38.5%。2023 财年上述地区以外的市场营业利润同比提升 95.6%至 2.0 亿美元，营业利润率提升 5.3 个百分点至 19.7%。

图14: 公司分地区经营利润 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 备注: 分地区经营利润未扣减总部费用等, 下同

图15: 公司分地区经营利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ FY2023 第四季度业绩: 收入增长 16%, 毛利率提升主要由空运费减少驱动, 折扣率同比持平, 中国收入在低基数上强劲增长 74%

1、第四季度业绩分析: 收入增长 16%, 库存环比第三季度末下降 20%, 均好于公司指引和彭博一致预期

2023 财年第四季度收入增长 16%, 经调整经营利润增长 16%。截至 2024/1/28 的 2023 财年第四季度, 公司收入增长 16%至 32.1 亿美元 (原公司指引 31.4-31.7 亿美元, 彭博一致预期 31.9 亿美元), 固定美元汇率的收入增长 16%, 与彭博预期持平。经调整经营利润增长 16%至 9.1 亿美元 (原公司指引 8.7-8.8 亿美元)。经营利润提升 191%至 9.1 亿美元 (彭博一致预期 8.9 亿美元), 主要由于 2022 四季度有对 Mirror 资产减值及相关费用。

经调整毛利率提升较积极。2023 财年第四季度, 公司经调整毛利率提升 2 个百分点至 59.4%, 毛利率提升 4.3 个百分点至 59.4% (原公司指引 58.3%-58.6%, 彭博一致预期 58.7%)。其中产品折扣同比持平, 运输成本降低及空运用量减少带动毛利率提升 2.1 个百分点, 同时被外汇影响抵消 0.1 个百分点。SG&A 费用率提升 1.9 个百分点 (符合公司原指引, 彭博一致预期提升 1.7 个百分点)。经调整经营利润率提升 0.2 个百分点至 28.5% (公司原指引 27.6%)。经调整 EPS 增长 20%至 5.28 美元 (公司原指引 4.85-4.93 美元, 彭博一致预期 5.00 美元)。

第四季度末库存金额环比实现 20%的下降。2023 财年第四季度末公司库存金额环比第三季度末下降 20%至 13.2 亿美元 (公司原指引同比持平或略降, 彭博一致预期 14.6 亿美元)。

图16: 公司季度收入与变化情况



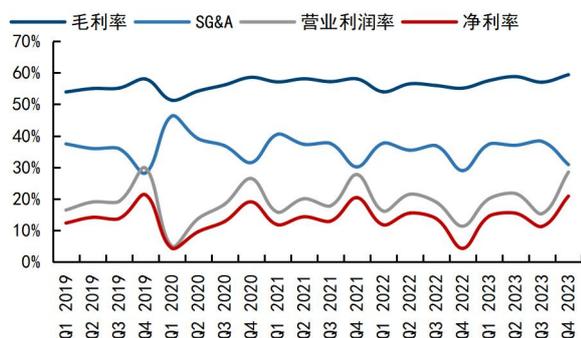
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司季度净利润与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司季度利润率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司季度库存及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2、第四季度分地区分析: 中国收入强劲增长 74%, 占比 10.6%, 均好于公司指引和彭博一致预期

2023 财年第四季度, 美国和加拿大收入分别增长 8.7%和 13.4%至 21.8 和 4.3 亿美元(美国/加拿大彭博一致预期分别为 11%/7%), 占比分别在 68.1%和 13.4%, 中国收入增长 74%至 3.4 亿美元(彭博一致预期增长 68%), 收入占比 10.6%。第四季度末公司环比第三季度末净开 25 家门店, 其中美国、加拿大、中国、其他分别净开 6、1、13、5 家。

图20: 公司季度分地区收入金额 (百万元)



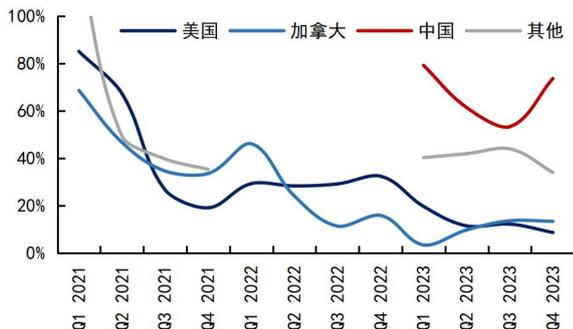
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司季度分地区收入占比



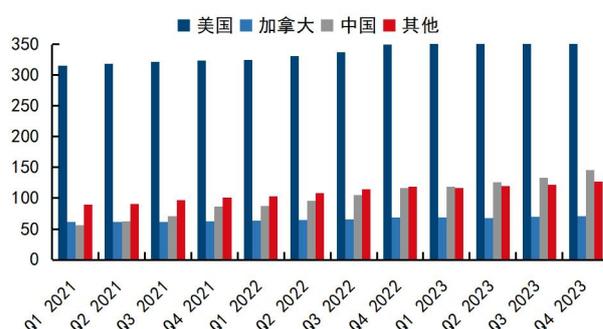
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司季度分地区收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司季度分地区门店数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 指引和展望: 指引 2024 财年收入增长 11%-12%, 上半财年库存下降高单至低双位数, 收入、毛利率、经调 EPS 指引略低于预期, 库存指引好于预期

1、2024 财年一季度指引: 收入增长 9%-10%, 毛利率与折扣率同比持平

- 1) 收入: 21.75-22.00 亿美元, 同比增长 9%-10% (略低于彭博一致预期的 11%)。分地区看, 美国 Q1 需求稍微疲软, 预计在持续营销和产品投资驱动下, Q2-Q4 略加速; 加拿大 Q1 保持积极势头; 国际市场增长将明显高于指引。
- 2) 毛利率: 毛利率、折扣率预计同比持平 (毛利率与彭博一致预期相同), 地区组合的贡献被配送中心网络的投资所抵消。
- 3) SG&A: 预计 SG&A 率将同比增加 1.3-1.4pct (略高于彭博一致预期)。
- 4) 经调整营业利润率: 经调整营业利润率预计同比减少约 1.3-1.4pct。
- 5) 经调整营业利润: 营业利润预计 4.0-4.1 亿美元, 同比增长 1%-2%。
- 6) 经调整 EPS: 预计在 2.35 美元至 2.40 美元之间 (低于彭博一致预期的 2.44 美元)。

2、2024 财年指引: 收入增长 11%-12%, 经调整营业利润增长 12%-13%左右

- 1) 收入: 107-108 亿美元, 同比增长 11%-12% (略低于彭博一致预期的 13%)。若不考虑 2024 年第 53 周的贡献, 预计收入增长 10%-11%。中国增速将明显高于集团指引。
- 2) 开店: 集团净开 35-40 家门店, 其中美洲 5-10 家, 其余大部分位于中国。
- 3) 毛利率: 与 2023 年调整后毛利率持平 (略低于彭博一致预期的提升 0.2 个百分点)。折扣率将与 2023 年持平。
- 4) 费用率: 费用率同比降低 0.1pct (降幅大于彭博一致预期的同比持平)。
- 5) 经调整经营利润率: 2024 年经调整营业利润率预计增加 0.1pct。
- 6) 经调整营业利润: 24.9-25.2 亿美元, 同比增长 12%-13%。
- 7) 库存: 上半年美元计算的库存金额预计同比下降高单位数至低两位数, 下半年将在较低基数上同比增长 (好于彭博一致预期的同比增速 11%)。
- 8) 经调整 EPS: 预计在 14.00-14.20 美元之间 (低于彭博一致预期的 14.24 美元)。
- 9) 资本支出: 预计 6.7 亿至 6.9 亿美元。
- 10) 有效税率: 30%。

11) **开店**: 将净开 35-40 家自营门店, 并完成 40 家的同址改造, 总面积增长率达到低双位数。其中有 5-10 家门店将在 Americas 开设, 其余位于国际市场, 大部分位于中国除港澳台外市场。

◆ **投资建议: 收入维持较快增长, 库存再次超预期回落, 中国市场持续亮眼, 看好中国运动鞋服产业链龙头企业**

2023 财年第四季度 Lululemon 收入延续快速增长, 库存再次超预期回落, 公司预计 2024 财年收入增长保持双位数增长, 折扣率保持稳定, 同时上半财年库存同比下降高单至低双位数。目前看海内外品牌库存陆续去化, 供应商订单经历低谷后正处于回升态势, 重点推荐短期品牌客户去库顺利, 中期订单确定性高的运动代工龙头**申洲国际、华利集团**。

中国市场方面, Lululemon 在中国市场连续多个季度保持强劲增长, 公司将继续投资中国市场以挖掘增长潜力。我们看好运动赛道保持成长优势, 看好本土运动品牌中长期增长前景, 重点推荐**安踏体育、李宁**, 同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商估值修复的机会, 重点推荐**滔搏**。

表 1: 重点公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2313.HK	申洲国际	买入	60.71	3.04	3.03	3.58	4.24	20.0	20.0	17.0	14.3
300979.SZ	华利集团	买入	57.96	2.77	2.74	3.19	3.74	20.9	21.2	18.2	15.5
2020.HK	安踏体育	买入	77.09	2.68	3.61	4.75	4.76	28.8	21.4	16.2	16.2
2331.HK	李宁	买入	18.55	1.57	1.23	1.32	1.48	11.8	15.1	14.1	12.5
6110.HK	滔搏	买入	4.82	0.39	0.30	0.36	0.41	12.2	16.3	13.4	11.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

◆ **风险提示**

疫情持续反复; 海外通胀影响大于预期; 供应链受阻; 品牌声誉受损。

**相关研究报告:**

- 《纺织服装海外跟踪系列四十-耐克三季度业绩超预期, 2025 上半财年指引低于预期》——2024-03-23
- 《纺织服装双周报(2403 期)-中国与越南纺织出口大幅转正, 制造企业回暖趋势明朗》——2024-03-19
- 《纺织服装海外跟踪系列三十九-阿迪达斯库存下降 24%, 四季度大中华区收入增长 37%》——2024-03-15
- 《纺织服装海外跟踪系列三十八-亚玛芬 2023 收入增长 23%, 首次给出 2024 全年指引》——2024-03-07
- 《纺织服装 3 月投资策略-1-2 月越南纺织出口大幅转正, 品牌消费表现稳健》——2024-03-04

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032