

## 纺织服装

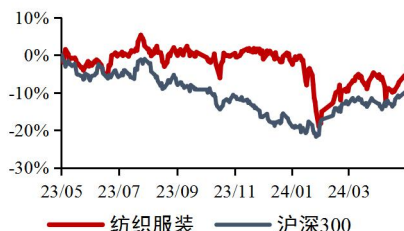
## 2023 年报及 2024Q1 季报总结 同步大市-A(维持)

## 黄金珠宝板块派息率提升，看好纺织制造全年业绩确定性

2024 年 5 月 7 日

行业研究/行业分析

## 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
300979.SZ	华利集团	买入-A
02313.HK	申洲国际	买入-A
002003.SZ	伟星股份	买入-B
01361.HK	361 度	买入-B
02020.HK	安踏体育	买入-A
02331.HK	李宁	买入-A

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 相关报告：

【山证纺织服装】Adidas 上调 2024 年业绩预期，国际运动品牌收入指引梳理【山证轻纺】行业周报 2024.4.21

【山证纺织服装】3 月社零增速低于市场预期，体育运动需求继续展现韧性-【山证纺服】3 月社零数据点评 2024.4.16

## 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：

➢ **黄金珠宝：2023 年线下保持快速开店，24Q1 营收在高基数下实现稳健增长。**2023 年，黄金珠宝板块实现营收 1684.66 亿元，同比增长 21.8%，实现归母净利润 56.24 亿元，同比增长 31.7%，板块营收增速与我国黄金首饰消费额增速接近，好于金银珠宝社零大盘增速；板块归母净利润增速快于营收，主因销售毛利率提升与期间费用率下降。2023 年，黄金珠宝公司线下渠道保持快速开店，其中潮宏基、中国黄金、周大生、老凤祥门店数量同比增速分别为 20.8%、16.9%、10.6%、6.9%。2023 年，黄金珠宝板块现金分红总额为 36.06 亿元，占归母净利润比重为 64.1%，连续三年实现提升，以 2024/4/30 日收盘价计算，板块股息率为 3.7%，其中周大生、菜百股份股息率为 5.9%、4.7%，表现领先。2024Q1，黄金珠宝板块实现营收 575.63 亿元，同比增长 11.3%，实现归母净利润 19.42 亿元，同比增长 9.9%。在上年同期高基数情况下，板块营收与业绩均实现约双位数稳健增长，营收增速表现与我国黄金首饰消费额增速接近。

➢ **纺织制造：2023 年营收逐季改善，2024Q1 营收超过 2022 年同期水平。**2023 年，纺织制造板块实现营收 681.52 亿元，同比下降 3.5%；我国纺织品、服装出口金额同比下降 8.3%、7.8%；越南纺织品和服装、制鞋出口金额同比下降 11.3%、15.3%。2023 年，纺织制造公司受品牌客户去库存影响，营收出现下滑，但好于行业整体表现，且呈现逐季改善趋势。2023 年，纺织制造板块销售毛利率同比下滑 0.8pct 至 24.1%，期间费用率同比提升 0.4pct 至 9.5%，归母净利率同比下滑 0.9pct 至 14.6%。2023 年，纺织制造板块公司派息率较上年相比，普遍稳中有升。以 2024/4/30 日收盘价计算，板块中百隆东方、健盛集团、新澳股份三家公司股息率较高，分别为 5.2%、4.4%、4.0%，且估值水平较低，PE（2024E）分别为 13.6、13.2、11.9 倍。2024Q1，纺织制造板块实现营收 105.91 亿元，同比增长 22.8%，较 2022Q1 增长 11.4%。实现归母净利润 12.71 亿元，同比增长 44.1%，较 2022Q1 下降 7.6%。2024Q1，纺织制造板块销售毛利率同比提升 1.5pct 至 24.4%，期间费用率同比下滑 0.7pct 至 10.4%，归母净利率同比提升 1.8pct 至 12.0%。

➢ **运动服饰：2024Q1 各品牌零售流水表现符合预期，零售折扣稳中向好。**2023 年，我国限上体育娱乐用品社零同比增长 11.2%，表现优于社零大盘。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现营收分别为 623.56、275.98、143.46、84.23 亿元，同比增长 16.2%、7.0%、10.9%、21.0%。安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 62.6%、48.4%、42.2%、41.1%，同比变化为+2.4pct、持平、+1.2pct、+0.6pct。各家公司管理费用率保持稳定，李宁公司销售费用率提升 4.6pct，主因强化高线城市直营渠道布局及部分亏损店铺计提资产减值。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现归母净利润



分别为 102.36、31.87、10.30、9.61 亿元，同比增长 34.9%、-21.6%、11.8%、28.7%。2024Q1，运动服饰品牌零售流水完成度符合公司预期，3 月中下旬零售流水较 1-2 月增长环比提速，因上年同期基数不同，线上渠道增速普遍快于线下渠道。零售折扣保持稳中向好，我们预计公司报表层面毛利率，尤其直营占比较高的安踏品牌，及加盟商经营信心稳中向好。期末库销比均低于 5 倍，处于各家公司可控范围内，为后续流水增长带动报表收入增长提供支撑。

➤ **家居用品：板块销售毛利率有所提升，2024Q1 板块归母净利润恢复至 2022 年同期水平。**2023 年，我国家具制造业实现营收 6555.7 亿元，同比下降 4.4%；家居用品社零实现 1516 亿元，同比增长 2.8%。家居用品板块实现营收 816.32 亿元，同比增长 4.0%，表现好于行业。2023 年，家居用品板块毛利率提升 2.1pct 至 35.6%，期间费用率提升 0.7pct 至 22.2%，主因销售费用率提升。2023 年，家居用品板块实现归母净利润 89.66 亿元，同比增长 12.4%，年度现金分红总额 49.19 亿元，占归母净利润比重为 54.9%，同比提升 3.7pct，以 2024/4/30 日收盘价计算，板块内索菲亚、志邦家居、欧派家居、顾家家居股息率分别为 5.8%、4.7%、4.4%、4.1%。2024Q1，家居用品板块实现营收 152.01 亿元，同比增长 10.5%，较 2022 年同期下降 2.0%；板块销售毛利率提升 1.5pct 至 34.0%，期间费用率提升 0.5pct 至 25.7%。2024Q1，板块实现归母净利润 11.71 亿元，同比增长 21.4%，较 2022 年同期增长 1.2%。

➤ **投资建议：黄金珠宝板块**，2023 年，受益于疫后线下客流恢复常态、金价平稳上涨、婚庆需求回补，黄金首饰需求旺盛，黄金珠宝公司营业收入普遍实现高增。2024Q1，板块在上年同期高基数情况下，营收与归母净利润均实现双位数稳健增长。4 月中旬以来，金价快速上涨后进入高位调整阶段，利于前期阶段性受抑制的终端需求重新释放。看好具备积极开店意愿、持续强化黄金产品工艺的黄金珠宝公司继续提升市场份额，建议积极关注周大生、老凤祥、潮宏基、菜百股份。**纺织制造板块**，2023 年，纺织制造公司经历下游品牌客户去库存周期，订单承压，但呈现逐季改善趋势，营业收入普遍于 2023 年 4 季度恢复正增长。2024Q1，板块营收增速环比提升，营收绝对值已超过 2022 年同期水平，产能利用率回升带动毛利率同比改善。看好在核心客户供应链中地位稳固、份额持续提升，新客户拓展取得积极成果的纺织制造龙头公司，继续推荐申洲国际、华利集团、伟星股份，建议关注保温箱产品利润率逐步提升的弹性标的浙江自然。**运动服饰板块**，2023 年，我国运动服饰继续展现经营韧性，运动品牌公司经营保持稳健，其中大众运动品牌 361 度与具备差异化多品牌矩阵的安踏体育表现相对领先。2024Q1，运动服饰行业折扣稳中向好，各品牌库存回归健康水平，零售流水表现符合公司预期。目前各运动品牌公司估值处于历史较低水平，继续推荐 361 度、安踏体育、李宁。**家居用品板块**，2023 年，家居用品公司营收增长有所放缓，但好于我国家具制造业整体水平，印证行业集中度有所提升，归母净利润在毛利率提升带动下，增速表现优于营收端。2024Q1，家居用品板块营收水平虽较 2022 年同期仍未完全恢复，但归母净利润已超过 2022 年同期，行



业盈利能力保持改善趋势。建议关注索菲亚、喜临门、欧派家居、志邦家居、好太太。

**风险提示：**黄金价格大幅波动；线下门店拓展不及预期；汇率大幅波动；行业竞争加剧。

## 目录

1. 黄金珠宝：2023 年线下保持快速开店，24Q1 营收在高基数下实现稳健增长.....	8
2. 纺织制造：2023 年营收逐季改善，2024Q1 营收超过 2022 年同期水平.....	13
3. 运动服饰：2024Q1 各品牌零售流水符合预期，零售折扣稳中向好.....	19
4. 家居用品：板块盈利能力提升，2024Q1 归母净利润超过 2022 年同期水平.....	26
5. 投资建议：关注金价及终端消费情况，看好纺织制造全年业绩确定性.....	32
6. 风险提示.....	34

## 图表目录

图 1：黄金珠宝板块营业收入及同比增速.....	8
图 2：黄金珠宝板块季度营业收入及同比增速.....	8
图 3：金银珠宝季度社零（单位：亿元）及同比增速.....	9
图 4：我国黄金首饰季度消费量（单位：吨）及同比增速.....	9
图 5：黄金珠宝板块毛利率水平.....	9
图 6：黄金珠宝板块季度毛利率水平.....	9
图 7：黄金珠宝板块期间费用率.....	10
图 8：黄金珠宝板块季度期间费用率.....	10
图 9：黄金珠宝板块归母净利润及同比增速.....	11
图 10：黄金珠宝板块季度归母净利润及同比增速.....	11
图 11：纺织制造板块营业收入及同比增速.....	14
图 12：纺织制造板块季度营业收入及同比增速.....	14
图 13：我国纺织服装出口金额及同比增速.....	14

图 14: 越南纺织服装、制鞋累计同比增速 (单位: %)	14
图 15: 纺织制造板块毛利率水平	15
图 16: 纺织制造板块季度毛利率水平	15
图 17: 纺织制造板块期间费用率	16
图 18: 纺织制造板块公司汇兑损益 (单位: 万元)	16
图 19: 纺织制造板块归母净利润及同比增速	18
图 20: 纺织制造板块季度归母净利润及同比增速	18
图 21: 本土运动服饰公司营收规模 (亿元)	19
图 22: 本土运动服饰公司营收规模同比增速	19
图 23: 本土运动服饰公司毛利率	22
图 24: 安踏体育分品牌毛利率	22
图 25: 本土运动服饰公司销售费用率情况	23
图 26: 本土运动服饰公司管理费用率情况	23
图 27: 本土运动服饰公司研发费用率情况	23
图 28: 本土运动服饰公司广告及宣传开支比率情况	23
图 29: 本土运动服饰公司归母净利润 (亿元)	24
图 30: 本土运动服饰公司归母净利润率	24
图 31: 本土运动公司存货周转天数	24
图 32: 李宁全渠道存货及库销比	24
图 33: 李宁全渠道存货库龄结构	25
图 34: 李宁公司存货库龄结构	25
图 35: 本土运动服饰公司经营活动现金流净额 (亿元)	25
图 36: 本土运动服饰公司经营活动现金流净额/归母净利润	25



图 37: 家居用品板块营业收入及同比增速.....	26
图 38: 家居用品板块季度营业收入及同比增速.....	26
图 39: 家具制造业营业收入（亿元）及同比增速.....	27
图 40: 家具类社零（亿元）及同比增速.....	27
图 41: 家居用品板块毛利率水平.....	28
图 42: 家居用品板块季度毛利率水平.....	28
图 43: 家居用品板块期间费用率.....	29
图 44: 家居用品板块季度期间费用率.....	29
图 45: 家居用品板块归母净利润及同比增速.....	30
图 46: 家居用品板块季度归母净利润及同比增速.....	30
表 1: 黄金珠宝公司季度营收同比增速.....	8
表 2: 黄金珠宝板块公司季度销售毛利率.....	10
表 3: 黄金珠宝板块公司季度期间费用率.....	10
表 4: 黄金珠宝公司季度归母净利润同比增速.....	12
表 5: 黄金珠宝板块派息率、股息率、估值情况（净利润单位：亿元）.....	12
表 6: 黄金珠宝板块公司线下门店及线上渠道经营情况.....	13
表 7: 纺织制造公司季度营收同比增速.....	14
表 8: 纺织制造板块公司季度销售毛利率.....	15
表 9: 纺织制造板块公司季度期间费用率.....	16
表 10: 纺织制造公司季度归母净利润同比增速.....	18
表 11: 纺织制造板块派息率、股息率、估值情况（净利润单位：亿元）.....	18
表 12: 本土运动服饰公司零售终端流水表现.....	20



表 13: 本土运动服饰公司门店数量 (单位: 家) .....	21
表 14: 特步主品牌零售折扣表现.....	22
表 15: 特步主品牌渠道存货周转表现.....	25
表 16: 家居用品公司季度营收同比增速.....	27
表 17: 家居用品板块公司季度销售毛利率.....	28
表 18: 家居用品板块公司季度期间费用率.....	29
表 19: 家居用品公司季度归母净利润同比增速.....	31
表 20: 家居用品板块派息率、股息率、估值情况 (净利润单位: 亿元) .....	31
表 21: 相关板块标的估值情况.....	32

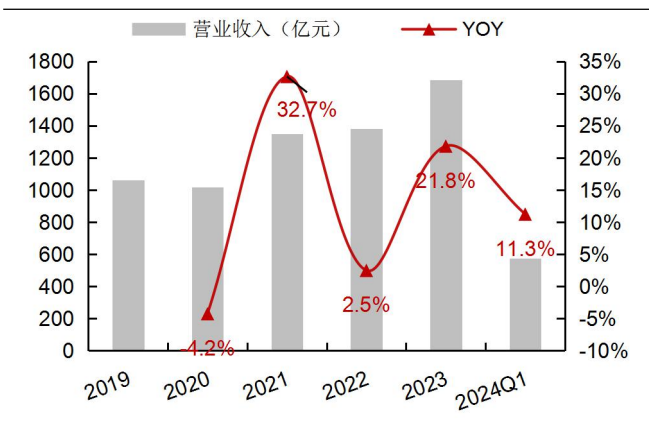


## 1. 黄金珠宝：2023 年线下保持快速开店，24Q1 营收在高基数下实现稳健增长

黄金珠宝板块，我们选取老凤祥/中国黄金/周大生/菜百股份/潮宏基/曼卡龙作为分析样本。

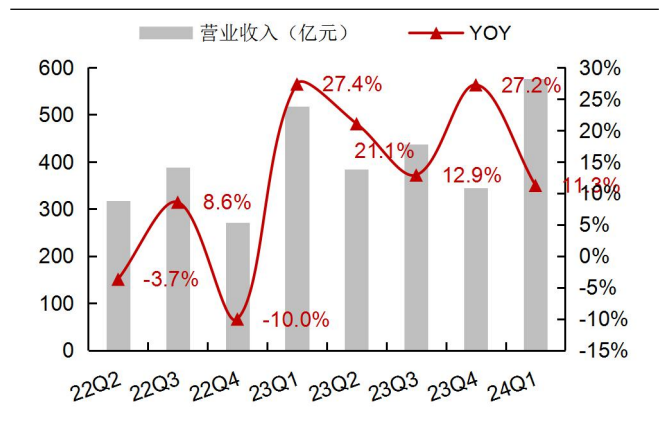
**2023 年黄金珠宝板块营收表现好于金银珠宝社零大盘，24Q1 高基数下营收实现稳健增长。**从上市公司层面看，2023 年，黄金珠宝板块实现营收 1684.66 亿元，同比增长 21.8%，2024Q1，黄金珠宝板块实现营收 575.63 亿元，同比增长 11.3%，在上年同期高基数的情况下，今年一季度营收实现双位数以上的稳健增长。从行业层面看，2023 年，限额以上金银珠宝零售额为 3310 亿元，同比增长 13.3%，2024Q1，限额以上金银珠宝零售额为 996 亿元，同比增长 4.5%。2023 年，我国黄金首饰消费量为 706.48 吨，同比增长 7.97%，2024Q1，我国黄金首饰消费量为 183.92 吨，同比下降 3.00%。从金价层面看，2023 年，上海金交所 AU9999 黄金现货收盘均价为 449.91 元/克，同比增长 14.71%，2024Q1，上海金交所 AU9999 黄金现货收盘均价为 489.18 元/克，同比增长 16.35%。结合黄金首饰消费量与金价变化，我们估算，**2023 年及 2024Q1，我国黄金首饰消费额同比分别增长 23.9%、12.9%，黄金珠宝板块表现与我国黄金首饰消费额表现基本一致，好于金银珠宝社零大盘。**

图 1：黄金珠宝板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：黄金珠宝板块季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：黄金珠宝公司季度营收同比增速

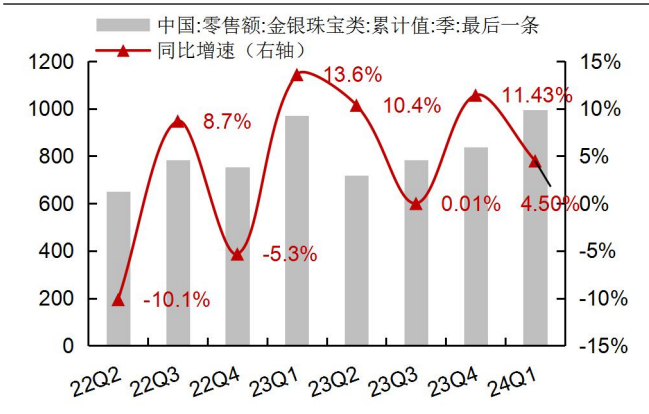
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
潮宏基	32.2%	11.9%	-21.7%	4.6%	-12.7%	21.6%	61.0%	23.7%	35.1%	17.9%
周大生	54.6%	138.1%	43.6%	4.2%	-18.7%	49.6%	68.6%	15.2%	74.0%	23.0%
曼卡龙	65.3%	-6.6%	36.1%	54.2%	40.0%	2.7%	32.1%	2.4%	33.5%	45.1%



	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
老凤祥	13.4%	7.2%	6.3%	8.8%	6.4%	33.2%	3.2%	9.7%	-1.1%	4.4%
中国黄金	32.3%	8.0%	-17.6%	0.4%	-17.4%	12.3%	22.5%	13.4%	31.6%	13.1%
菜百股份	43.9%	17.5%	-15.2%	51.2%	-21.7%	45.6%	77.8%	25.5%	69.8%	25.0%

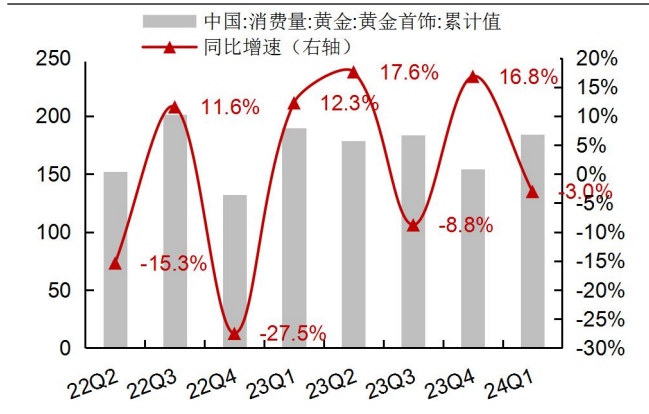
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：金银珠宝季度社零（单位：亿元）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

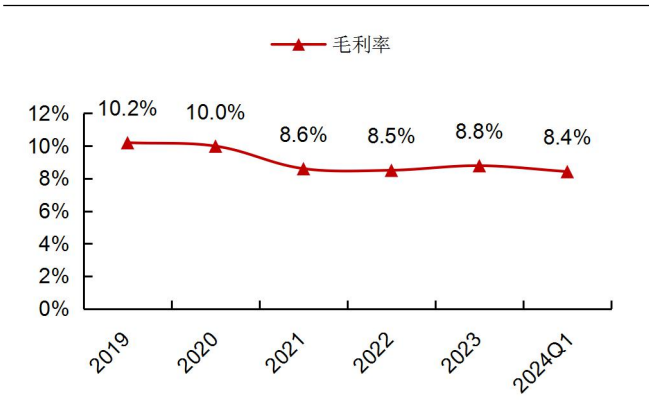
图 4：我国黄金首饰季度消费量（单位：吨）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

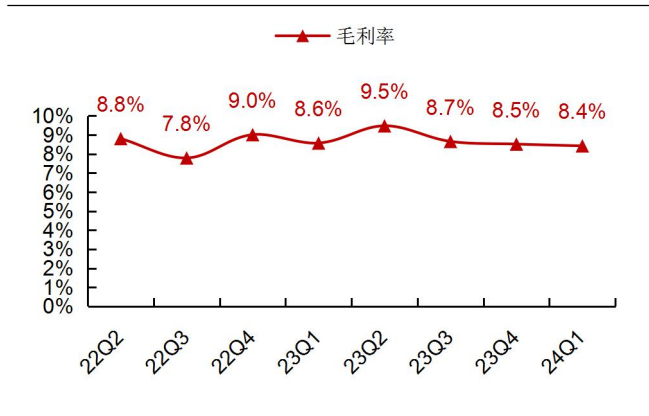
黄金/镶嵌产品销售占比变化影响销售毛利率，24Q1 板块毛利率基本保持稳定。盈利能力方面，2023 年，黄金珠宝板块销售毛利率为 8.8%，同比提升 0.3pct，其中老凤祥、中国黄金销售毛利率同比分别提升 0.7、0.2pct，主因产品以黄金首饰为主，受益于金价上涨。潮宏基/周大生/曼卡龙销售毛利率同比分别下滑 4.1、2.6、1.9pct，主因产品结构变化，即毛利率相对较低的黄金首饰销售占比提升，镶嵌产品占比下滑。2024Q1，黄金珠宝板块销售毛利率为 8.4%，同比与环比均下滑 0.1pct，其中潮宏基、菜百股份、曼卡龙销售毛利率环比有所提升。

图 5：黄金珠宝板块毛利率水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：黄金珠宝板块季度毛利率水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

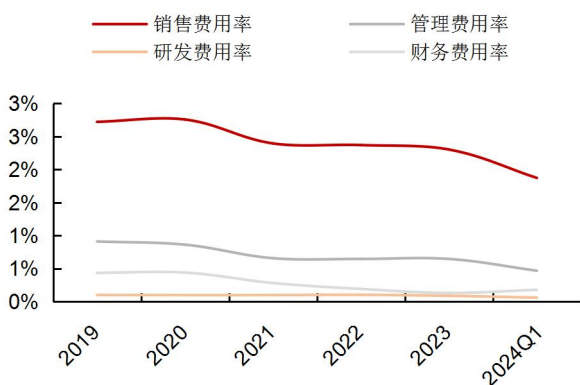
表 2：黄金珠宝板块公司季度销售毛利率

	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
潮宏基	31.1%	31.3%	32.9%	28.6%	28.3%	28.0%	25.7%	26.5%	23.9%	24.9%
周大生	22.2%	20.2%	24.5%	17.9%	22.6%	17.9%	19.0%	17.8%	17.9%	15.6%
曼卡龙	14.6%	22.3%	18.6%	18.2%	10.4%	23.2%	14.5%	16.2%	9.7%	17.2%
老凤祥	10.2%	7.9%	7.5%	6.7%	9.1%	8.0%	9.1%	7.5%	9.5%	8.4%
中国黄金	3.2%	4.1%	4.7%	2.5%	4.1%	4.0%	4.5%	4.2%	3.8%	4.1%
菜百股份	10.1%	12.6%	10.3%	10.5%	10.8%	11.4%	11.6%	10.5%	9.3%	10.0%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：24Q1 粉色背景数据为毛利率环比提升，绿色背景数据为毛利率环比下滑）

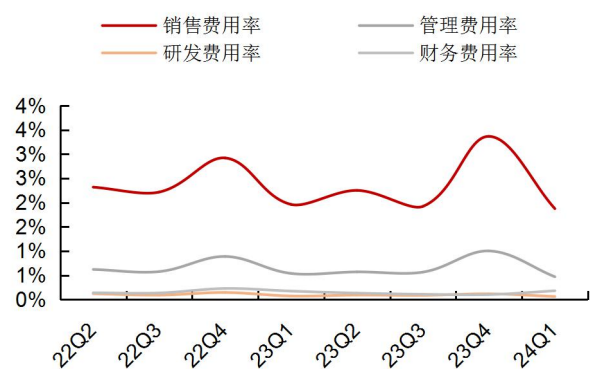
板块期间费用率整体呈现下行趋势。期间费用率方面，2023 年，黄金珠宝板块期间费用率同比下滑 0.14pct 至 3.2%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.3%/0.6%/0.1%/0.1%，同比变化为 -0.07/+0.00/-0.02/-0.06pct。2023Q4，黄金珠宝板块销售及管理费用率有所提升，主因老凤祥员工经常性涨薪及一次性奖金发放。2024Q1，黄金珠宝板块期间费用率同比下滑 0.16pct 至 2.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.9%/0.5%/0.1%/0.2%，同比变化为-0.09/-0.07/-0.01/+0.01pct。

图 7：黄金珠宝板块期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：黄金珠宝板块季度期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 3：黄金珠宝板块公司季度期间费用率

	2019	2020	2021	2022	2023	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
销售费用率										
潮宏基	23.2%	22.7%	18.4%	17.5%	14.0%	-3.5%	15.5%	-3.8%	11.4%	-2.2%

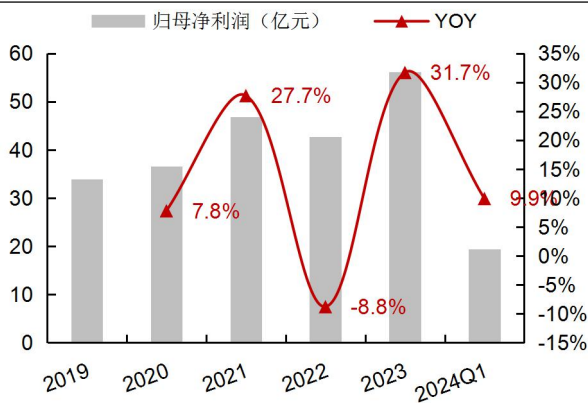
	2019	2020	2021	2022	2023	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
周大生	10.8%	13.1%	7.6%	6.7%	5.8%	-0.9%	8.6%	-2.4%	4.9%	0.4%
曼卡龙	10.7%	13.2%	8.6%	7.8%	6.3%	-1.5%	4.8%	-1.3%	6.4%	-2.5%
老凤祥	1.5%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%	0.2%	3.1%	1.8%	1.3%	-0.2%
中国黄金	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	-0.1%	1.2%	0.1%	0.7%	0.1%
菜百股份	3.2%	3.6%	3.0%	3.2%	2.6%	-0.6%	2.8%	-0.5%	2.3%	-0.5%
<b>管理费用率 (含研发)</b>										
潮宏基	4.3%	5.0%	3.5%	3.4%	3.2%	-0.2%	4.1%	0.4%	2.7%	0.4%
周大生	2.5%	2.2%	1.2%	0.9%	0.7%	-0.2%	1.1%	-0.4%	0.5%	-0.1%
曼卡龙	4.2%	4.9%	4.5%	3.9%	3.5%	-0.4%	3.1%	0.7%	2.9%	-1.2%
老凤祥	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	1.6%	0.5%	0.5%	-0.1%
中国黄金	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0%	0.5%	0.0%	0.2%	-0.1%
菜百股份	1.2%	1.4%	1.0%	1.0%	0.7%	-0.3%	1.0%	-0.4%	0.6%	-0.1%
<b>财务费用率</b>										
潮宏基	2.0%	1.7%	0.8%	0.7%	0.5%	-0.1%	0.5%	-0.3%	0.5%	0.0%
周大生	0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
曼卡龙	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-0.8%
老凤祥	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.1%	-0.4%	0.2%	0.0%
中国黄金	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
菜百股份	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%
<b>期间费用率合计</b>										
潮宏基	29.4%	29.4%	22.6%	21.6%	17.8%	-3.9%	20.0%	-3.7%	14.6%	-1.9%
周大生	13.4%	14.9%	8.6%	7.6%	6.5%	-1.0%	9.8%	-2.6%	5.7%	0.5%
曼卡龙	15.1%	18.2%	13.1%	11.7%	9.4%	-2.3%	7.4%	-1.2%	8.4%	-4.5%
老凤祥	3.0%	2.8%	2.5%	2.3%	2.4%	0.1%	4.8%	2.0%	2.0%	-0.3%
中国黄金	1.6%	1.7%	1.3%	1.4%	1.3%	-0.1%	1.7%	0.1%	1.0%	0.0%
菜百股份	4.9%	5.5%	4.4%	4.4%	3.5%	-0.8%	3.9%	-0.8%	3.1%	-0.7%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

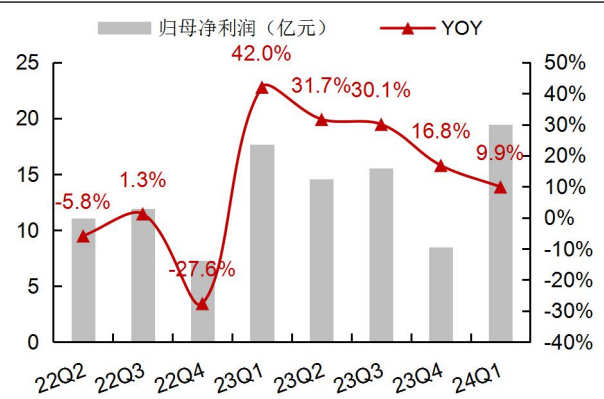
2023 年板块归母净利润实现高增, 24Q1 老凤祥与中国黄金归母净利润增速快于营收。2023 年, 黄金珠宝板块实现归母净利润 56.24 亿元, 同比增长 31.7%, 2024Q1 实现归母净利润 19.42 亿元, 同比增长 9.9%, 2023 年黄金珠宝板块归母净利润增速高于营收增速, 主因销售毛利率上涨及期间费用率下降, 2024Q1 黄金珠宝板块归母净利润增速与营收增速基本一致。2023 年及 2024Q1, 黄金珠宝板块归母净利率分别为 3.3%、3.4%, 同比提升 0.25pct、下滑 0.04pct。2024Q1, 老凤祥与中国黄金归母净利率同比分别提升 0.2、0.1pct, 周大生/曼卡龙/潮宏基/菜百股份归母净利率同比分别下滑 2.1、1.3、0.9、0.3pct。

图 9: 黄金珠宝板块归母净利润及同比增速

图 10: 黄金珠宝板块季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 4: 黄金珠宝公司季度归母净利润同比增速

	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
潮宏基	11.3%	-9.4%	-43.3%	1.7%	-154.4%	30.1%	54.0%	23.4%	157.2%	5.5%
周大生	-27.3%	23.3%	-21.2%	-12.7%	-26.9%	26.1%	26.8%	2.9%	38.0%	-6.6%
曼卡龙	7.2%	-12.0%	-27.8%	-16.4%	-49.8%	29.3%	60.8%	23.4%	166.0%	21.1%
老凤祥	7.0%	-37.3%	23.0%	2.0%	-9.0%	76.1%	15.1%	48.5%	-27.4%	12.0%
中国黄金	38.2%	22.1%	-4.5%	12.0%	-35.9%	19.1%	26.6%	16.5%	53.7%	21.1%
菜百股份	-0.8%	71.5%	-25.2%	55.4%	6.2%	30.6%	157.7%	67.6%	10.3%	16.2%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

2021-2023 年黄金珠宝板块派息率持续提升, 板块股息率水平较高。2023 年, 黄金珠宝板块年度现金分红总额为 36.06 亿元, 占归母净利润比重为 64.1%。2021-2023 年, 板块派息率分别为 53.7%、58.0%、64.1%, 派息率持续上升。以 2024 年 4 月 30 日收盘价计算, 板块股息率为 3.7%, 其中周大生、菜百股份、中国黄金、潮宏基股息率分别为 5.9%、4.7%、4.0%、4.0%, 老凤祥、曼卡龙股息率分别为 2.5%、1.1%。

表 5: 黄金珠宝板块派息率、股息率、估值情况 (净利润单位: 亿元)

	派息率					股息率	净利润	PE
	2019	2020	2021	2022	2023			
潮宏基	109.4%	127.2%	50.7%	89.2%	66.6%	4.0%	4.37	12.6
周大生	33.2%	43.3%	71.1%	59.7%	78.4%	5.9%	15.19	11.5
曼卡龙		30.4%	30.5%	39.8%	39.9%	1.1%	1.00	28.1
老凤祥	42.7%	41.2%	40.4%	44.9%	46.1%	2.5%	25.96	15.6
中国黄金		53.7%	50.8%	65.9%	77.7%	4.0%	12.06	15.6
菜百股份			76.9%	77.8%	77.0%	4.7%	8.26	14.1
板块整体			53.7%	58.0%	64.1%	3.7%	66.84	14.5

资料来源：Wind，山西证券研究所

2023 年黄金珠宝公司保持线下渠道快速扩张，菜百股份/周大生/曼卡龙线上渠道实现高增。分渠道看，线下展店方面，截至 2023 年末，老凤祥/周大生/中国黄金/潮宏基/曼卡龙/菜百股份门店数量分别为 5994/5106/4257/1399/218/87 家，较年初净增加 385/490/615/241/8/17 家。其中，潮宏基、中国黄金、周大生、老凤祥门店数量同比增速分别为 20.8%、16.9%、10.6%、6.9%。线上渠道方面，2023 年，中国黄金/菜百股份/周大生/潮宏基/曼卡龙线上渠道实现营收 44.95/30.17/25.08/10.55/9.18 亿元，同比增长 -0.1%/105.1%/62.3%/14.8%/49.6%，占公司收入比重为 8.0%/18.2%/15.4%/19.2%/47.7%。

表 6：黄金珠宝板块公司线下门店及线上渠道经营情况

	2023 年末门店数量	较年初净变化	线上渠道营收（亿元）	同比增速	占收入比重
老凤祥	5994	385			
周大生	5106	490	25.08	62.3%	15.4%
中国黄金	4257	615	44.95	-0.1%	8.0%
潮宏基	1399	241	10.55	14.8%	19.2%
曼卡龙	218	8	9.18	49.6%	47.7%
菜百股份	87	17	30.17	105.1%	18.2%

资料来源：老凤祥/周大生/中国黄金/潮宏基/曼卡龙/菜百股份 2023 年报，山西证券研究所（注：潮宏基仅统计珠宝业务）

## 2. 纺织制造：2023 年营收逐季改善，2024Q1 营收超过 2022 年同期水平

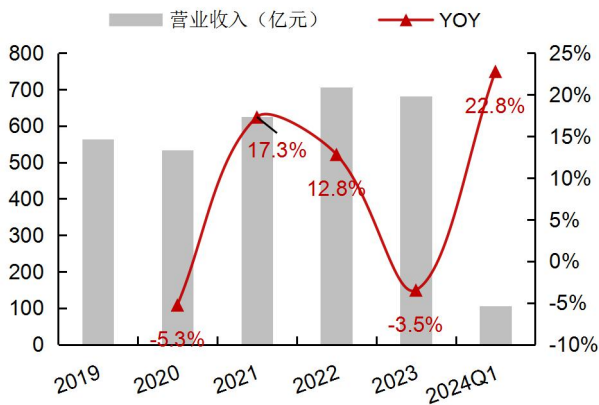
纺织制造板块，我们选取百隆东方/新澳股份/申洲国际/华利集团/伟星股份/健盛集团/浙江自然/开润股份/南山智尚作为分析样本。

2024Q1 板块营收已超过 2022 年同期水平，上市公司表现好于行业。从上市公司层面看，2023 年，纺织制造板块实现营收 681.52 亿元，同比下降 3.5%。其中，伟星股份、新澳股份、开润股份营收实现正增长，增速分别为 7.7%、12.4%、13.3%。华利集团、健盛集团、百隆东方、南山智尚营收录得低单位数下滑，申洲国际、浙江自然营收录得双位数下滑。2024Q1，纺织制造板块实现营收 105.91 亿元，同比增长 22.8%，剔除低基数影响，较 2022Q1 相比，纺织制造板块营收增长 11.4%。除浙江自然与百隆东方外，其余纺织制造公司 2024Q1 营收均超过 2022Q1 水平。从纺织服装出口看，2023 年，我国纺织品、服装出口金额分别为 1344.98、1591.45 亿美元，同比下降 8.3%、7.8%。2024Q1，我国纺织品、服装出口金额分别为 320.94、338.16 亿美元，同比增长 2.60%、1.40%。2024Q1，我国纺织品、服装出口金额恢复至 2022Q1 的 87.8%、94.8%。



2023年,越南纺织品和服装、制鞋出口金额分别为333.29、202.38亿美元,同比下降11.30%、15.30%。2024Q1,越南纺织品和服装、制鞋出口金额分别为78.21、47.92亿美元,同比增长9.10%、10.70%;2024Q1,越南纺织品和服装、制鞋出口金额恢复至2022Q1的89.8%、90.4%。

图 11: 纺织制造板块营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 2024Q1 数据不包括申洲国际)

图 12: 纺织制造板块季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 数据不包括申洲国际)

表 7: 纺织制造公司季度营收同比增速

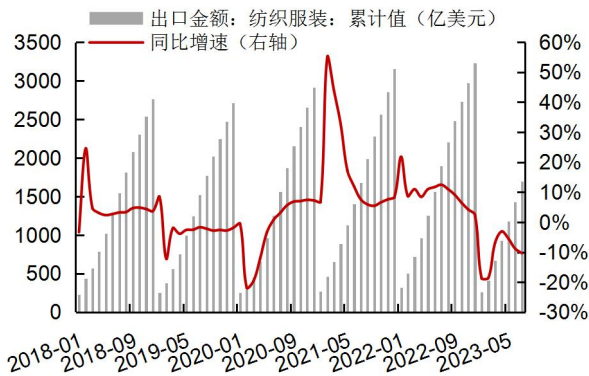
	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
申洲国际	23.7%	29.7%	-0.9%	-18.0%	-11.0%	同比下降	同比增长	-
华利集团	28.5%	23.3%	7.4%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	30.2%
伟星股份	17.4%	11.5%	-17.8%	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%
浙江自然	13.2%	-1.2%	-19.8%	-27.2%	-5.1%	-15.8%	6.7%	13.8%
健盛集团	45.3%	-7.7%	1.1%	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	10.4%
百隆东方	-2.8%	7.8%	-43.1%	-24.8%	-12.8%	6.2%	44.4%	23.5%
新澳股份	9.2%	6.3%	11.5%	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.5%
开润股份	31.3%	43.8%	-18.7%	21.0%	15.5%	-13.7%	41.4%	22.9%
南山智尚	27.3%	12.0%	-5.1%	1.3%	-12.6%	-2.0%	6.3%	10.3%

资料来源: Wind, 申洲国际 2022 年报业绩 PPT, 申洲国际 2023 年报、2023 年半年报公开交流会议, 山西证券研究所

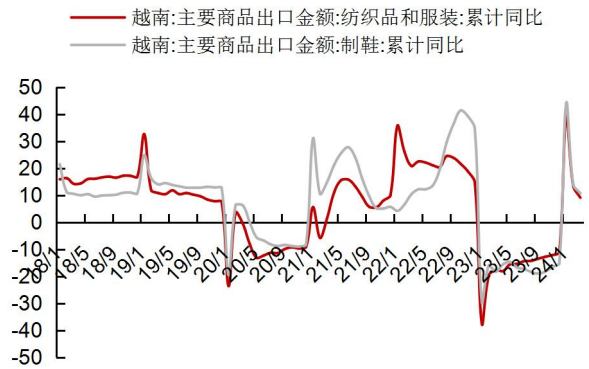
图 13: 我国纺织服装出口金额及同比增速

图 14: 越南纺织服装、制鞋累计同比增速 (单位: %)





资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

**2024Q1 板块销售毛利率同环比均实现提升。**盈利能力方面,2023年,纺织制造板块销售毛利率为24.1%,同比下滑0.8pct,主因下游品牌客户去库存阶段减少下单,纺织制造企业产能利用率下滑。2024Q1,纺织制造板块销售毛利率为24.4%,同比提升1.5pct,环比提升1.0pct,除百隆东方外,其它纺织制造公司一季度销售毛利率均实现同比提升。百隆东方毛利率同比下滑主因高毛利率的色纺纱产品销售占比下滑,但一季度销售毛利率环比提升3.1pct,呈现季度改善趋势。

图 15: 纺织制造板块毛利率水平

图 16: 纺织制造板块季度毛利率水平

资料来源: Wind, 山西证券研究所

资料来源: Wind, 申洲国际 2022 年报业绩 PPT, 山西证券研究所

表 8: 纺织制造板块公司季度销售毛利率

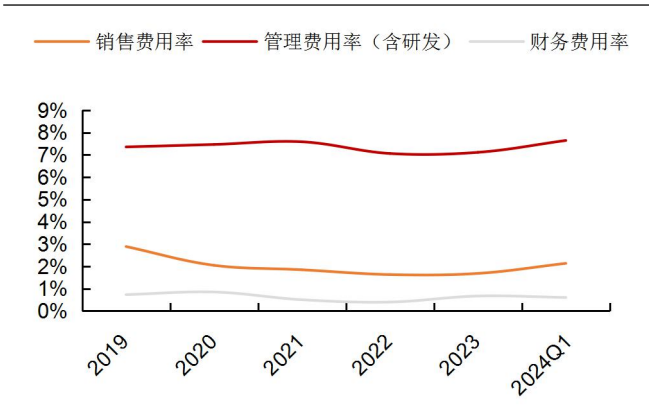
	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
申洲国际	24.9%	20.9%	22.4%	20.0%	24.0%	-	-	-
华利集团	26.8%	25.1%	25.8%	23.3%	25.4%	26.5%	26.4%	28.4%
伟星股份	41.3%	41.4%	34.0%	37.7%	43.4%	42.2%	39.0%	37.9%

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
浙江自然	35.3%	37.1%	39.3%	37.9%	33.8%	30.2%	30.8%	38.4%
健盛集团	27.5%	27.4%	19.5%	22.4%	26.6%	28.6%	25.8%	29.3%
百隆东方	29.2%	28.8%	21.8%	13.3%	16.3%	3.6%	2.8%	5.9%
新澳股份	19.9%	19.6%	17.2%	19.3%	21.1%	17.6%	15.6%	19.9%
开润股份	21.6%	20.6%	19.6%	21.8%	21.6%	25.2%	28.7%	24.2%
南山智尚	31.6%	33.9%	36.9%	32.8%	35.2%	35.1%	35.1%	32.8%

资料来源：Wind，申洲国际 2022 年报业绩 PPT，申洲国际 2023 年报、2023 年半年报公开交流会议，山西证券研究所

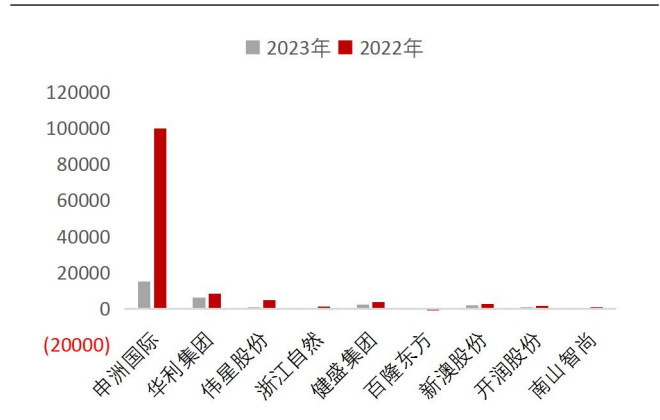
2023 年板块销售及管理费用率基本保持稳定，财务费用率受汇率波动影响有所提升。期间费用率方面，2023 年，纺织制造板块期间费用率同比提升 0.4pct 至 9.5%，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 1.7%/7.1%/0.7%，同比变化为+0.05/+0.05/+0.27pct。2024Q1，纺织制造板块期间费用率同比下滑 0.7pct 至 10.4%，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 2.1%/7.6%/0.6%，同比变化为-0.42/+0.25/-0.55pct。2023 年，美元兑人民币升值幅度为 1.7%，较 2022 年下滑 7.5pct，导致纺织制造板块公司汇兑收益普遍同比下降，财务费用率有所提升。

图 17：纺织制造板块期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：纺织制造板块公司汇兑损益（单位：万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 9：纺织制造板块公司季度期间费用率

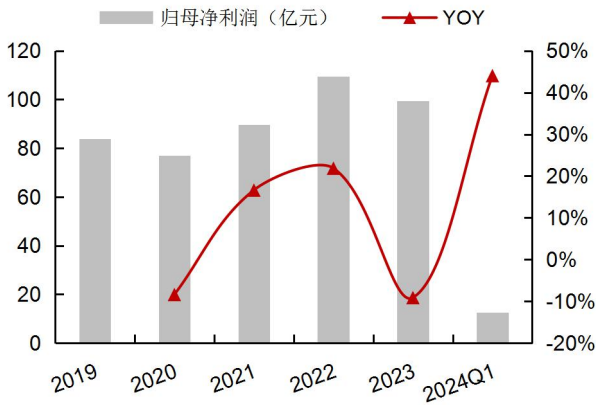
	2019	2020	2021	2022	2023	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
销售费用率										
申洲国际	1.7%	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	-0.1%				
华利集团	1.5%	1.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.5%	0.0%
伟星股份	10.8%	10.5%	7.8%	8.6%	9.1%	0.5%	13.8%	-1.3%	9.5%	-0.4%
浙江自然	3.3%	2.7%	1.4%	1.5%	2.4%	0.9%	2.8%	0.3%	2.3%	0.3%
健盛集团	3.1%	3.2%	2.9%	3.1%	3.3%	0.2%	3.1%	2.7%	3.3%	-1.6%

	2019	2020	2021	2022	2023	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
百隆东方	2.3%	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	-0.1%	0.5%	-0.8%	0.6%	-0.2%
新澳股份	1.7%	1.6%	1.9%	1.8%	2.1%	0.3%	3.1%	0.5%	1.7%	0.0%
开润股份	9.5%	11.1%	11.8%	6.9%	6.4%	-0.5%	7.0%	1.5%	4.9%	-1.5%
南山智尚	11.4%	9.5%	10.5%	9.7%	8.0%	-1.7%	5.8%	-2.9%	7.7%	-0.6%
<b>管理费用率 (含研发)</b>										
申洲国际	6.8%	7.1%	8.3%	7.0%	7.5%	0.5%				
华利集团	6.5%	5.8%	5.3%	5.2%	5.0%	-0.2%	4.6%	1.0%	6.8%	1.5%
伟星股份	14.0%	13.9%	13.5%	14.6%	14.5%	-0.1%	18.8%	-0.5%	17.5%	0.9%
浙江自然	8.9%	8.2%	8.6%	8.9%	11.5%	2.6%	18.1%	2.2%	10.3%	1.3%
健盛集团	11.3%	12.7%	12.4%	10.2%	10.0%	-0.1%	10.5%	-3.9%	9.7%	-1.0%
百隆东方	7.7%	7.5%	6.7%	7.2%	6.2%	-1.0%	5.6%	-6.4%	5.6%	-1.9%
新澳股份	6.4%	6.9%	5.8%	5.7%	5.3%	-0.4%	6.5%	-1.3%	5.4%	0.0%
开润股份	7.6%	12.2%	10.2%	9.3%	8.6%	-0.7%	8.9%	0.5%	7.4%	-0.7%
南山智尚	6.7%	6.8%	7.8%	7.8%	8.8%	1.1%	10.0%	2.0%	9.2%	0.7%
<b>财务费用率</b>										
申洲国际	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.4%	0.6%				
华利集团	0.8%	0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-1.7%	0.1%	-0.7%
伟星股份	0.4%	1.2%	0.7%	-0.6%	0.4%	1.0%	1.5%	-0.2%	-0.4%	-2.8%
浙江自然	0.0%	1.1%	0.0%	-1.7%	-1.1%	0.6%	-0.9%	-6.8%	-0.6%	-0.3%
健盛集团	0.2%	1.6%	1.0%	-0.4%	0.2%	0.5%	0.9%	-1.1%	-0.6%	-2.1%
百隆东方	2.6%	2.6%	1.4%	2.2%	2.2%	0.0%	2.8%	2.5%	2.1%	0.0%
新澳股份	0.1%	0.6%	0.6%	-0.3%	-0.1%	0.2%	-0.2%	1.8%	1.3%	1.3%
开润股份	0.0%	1.3%	1.4%	0.8%	0.9%	0.1%	1.5%	-1.7%	0.8%	-0.8%
南山智尚	1.4%	1.8%	0.6%	0.0%	0.7%	0.7%	1.8%	1.5%	2.3%	1.0%
<b>期间费用率合计</b>										
申洲国际	8.9%	8.2%	9.9%	8.6%	9.6%	1.0%				
华利集团	8.7%	7.6%	5.4%	5.2%	4.9%	-0.4%	18.3%	-2.0%	7.4%	0.7%
伟星股份	25.2%	25.5%	22.0%	22.6%	24.0%	1.4%	23.2%	-0.3%	26.5%	-2.3%
浙江自然	12.3%	12.0%	10.0%	8.6%	12.7%	4.1%	20.3%	-1.9%	12.0%	1.3%
健盛集团	14.6%	17.5%	16.3%	12.9%	13.5%	0.6%	11.9%	-5.8%	12.4%	-4.6%
百隆东方	12.6%	10.7%	8.6%	10.2%	9.1%	-1.1%	11.4%	-3.5%	8.3%	-2.1%
新澳股份	8.2%	9.1%	8.3%	7.2%	7.4%	0.1%	13.3%	2.0%	8.5%	1.3%
开润股份	17.1%	24.6%	23.3%	17.0%	16.0%	-1.0%	16.2%	-4.0%	13.0%	-3.0%
南山智尚	19.4%	18.1%	18.8%	17.4%	17.5%	0.1%	11.8%	3.4%	19.3%	1.0%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

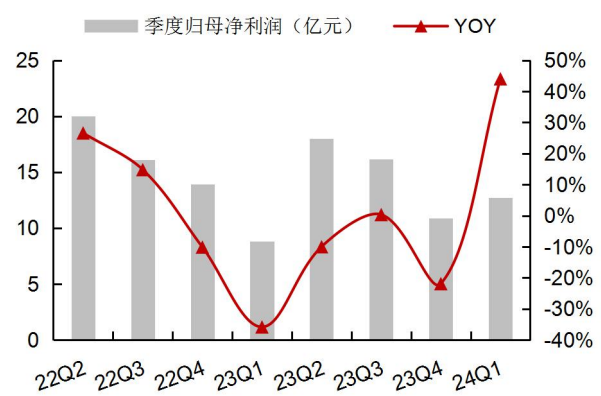
2024Q1 板块归母净利率同环比均实现提升, 归母净利润恢复至 2022 年同期 9 成以上水平。2023 年, 纺织制造板块实现归母净利润 99.43 亿元, 同比下降 9.1%, 2024Q1, 纺织制造板块实现归母净利润 12.71 亿元, 同比增长 44.1%, 较 2022Q1 下降 7.6%。2023 年, 纺织制造板块归母净利率为 14.6%, 同比下滑 0.9pct; 2024Q1, 纺织制造板块归母净利率为 12.0%, 同比提升 1.8pct, 环比提升 2.6pct。

图 19：纺织制造板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：2024Q1 数据不含申洲国际）

图 20：纺织制造板块季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：数据不含申洲国际）

表 10：纺织制造公司季度归母净利润同比增速

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
华利集团	28.0%	25.1%	1.5%	-25.8%	6.7%	-5.9%	16.7%	63.7%
伟星股份	28.7%	28.2%	-163.6%	-17.7%	0.6%	10.6%	181.5%	45.2%
浙江自然	18.0%	-45.4%	-62.3%	-20.9%	-40.3%	-47.3%	-121.7%	-42.5%
健盛集团	73.9%	10.1%	50.7%	-53.0%	-19.6%	-4.5%	1115.4%	112.1%
百隆东方	31.9%	8.5%	-9.4%	-75.6%	-56.2%	7.0%	-109.3%	-4.5%
新澳股份	37.5%	14.2%	23.4%	21.2%	-2.1%	1.0%	2.2%	6.6%
开润股份	-93.9%	-62.8%	-179.5%	-24.7%	1171.1%	128.2%	76.0%	103.0%
南山智尚	15.3%	0.0%	43.8%	13.4%	9.1%	17.4%	2.6%	15.4%

资料来源：Wind，山西证券研究所

**2023 年纺织制造公司派息率稳中有升。**2023 年，纺织制造板块公司派息率较上年相比，普遍稳中有升。以 2024 年 4 月 30 日收盘价计算，板块中百隆东方、健盛集团、新澳股份三家公司股息率较高，分别为 5.2%、4.4%、4.0%，且估值水平较低，PE（2024E）分别为 13.6、13.2、11.9 倍。

表 11：纺织制造板块派息率、股息率、估值情况（净利润单位：亿元）

	派息率					股息率	净利润	PE
	2019	2020	2021	2022	2023			
申洲国际	50.5%	51.2%	60.3%	56.2%	60.3%	2.6%	55.63	19.2
华利集团			88.5%	43.4%	43.8%	1.8%	38.03	20.6

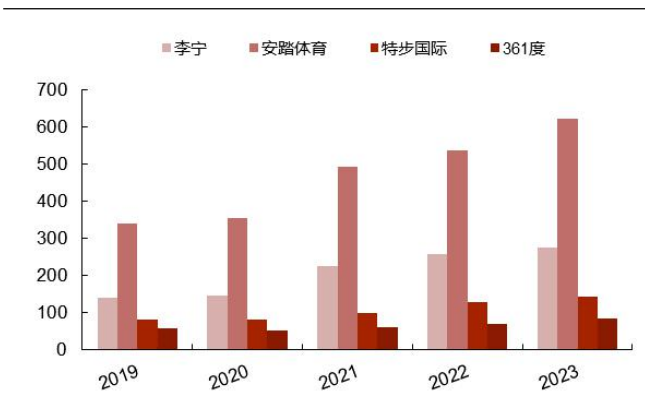
	派息率					股息率	净利润	PE
伟星股份	104.3%	78.3%	88.9%	74.3%	94.3%	3.7%	6.51	21.7
浙江自然			20.7%	10.4%	10.1%	0.5%	1.78	14.4
健盛集团	51.4%		34.2%	57.7%	68.0%	4.4%	3.19	13.2
百隆东方	30.2%	80.5%	53.8%	47.4%	88.6%	5.2%	6.34	13.6
新澳股份	57.2%	67.6%	51.5%	52.5%	54.2%	4.0%	4.63	11.9
开润股份	11.3%	32.2%	13.3%	46.0%	19.4%	0.5%	2.50	19.8
南山智尚		24.7%	29.8%	30.8%	30.1%	1.8%	2.60	13.4

资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3. 运动服饰：2024Q1 各品牌零售流水符合预期，零售折扣稳中向好

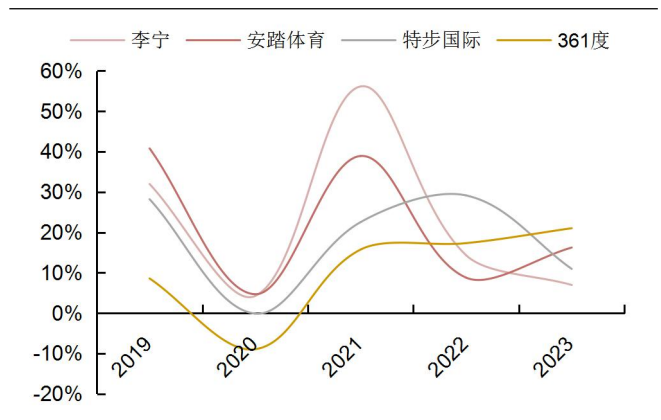
2023 年体育娱乐用品表现好于社零大盘，安踏体育与 361 度营收增速环比提升。2023 年，我国社零累计同比增长 7.2%，其中限上体育娱乐用品社零累计同比增长 11.2%，表现优于社零大盘。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度实现营收分别为 623.56、275.98、143.46、84.23 亿元，同比增长 16.2%、7.0%、10.9%、21.0%，其中安踏体育、361 度营收增速环比提升 7.5、3.7pct，李宁、特步国际营收增速环比下滑 7.4、18.2pct。从年均复合增速角度看，安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 2019-2023 期间营收的年均复合增速分别为 16.4%、18.8%、15.1%、10.6%。国际运动品牌方面，2023 年，阿迪达斯大中华区实现营收 31.90 亿欧元，同比增长 0.35%；2023 年（2022 年 12 月-2023 年 11 月），耐克大中华区实现营收 74.02 亿美元，同比增长 3.31%。

图 21：本土运动服饰公司营收规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：本土运动服饰公司营收规模同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

2024Q1 各运动品牌零售流水表现符合公司预期。从行业层面看，2024Q1，我国社零累计同比增长 4.7%，其中限上体育娱乐用品社零累计同比增长 14.2%。从品牌公司层面看，李宁品牌、安踏品牌、特步品牌、FILA



品牌、361 度主品牌、迪桑特及可隆品牌零售流水同比分别增长低单位数、中单位数、高单位数、高单位数、高双位数、25%-30%，各品牌零售流水表现符合公司预期。

表 12：本土运动服饰公司零售终端流水表现

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
<b>安踏体育</b>								
安踏	中单负增	中单正增	高单负增	中单正增	高单正增	高单正增	10%-20% 高段正增	中单正增
FILA	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	25%-30% 正增	高单正增
所有其他品牌	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	55%-60% 正增	25%-30% 正增
<b>李宁</b>								
直营零售	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	50%-60% 低段正增	中单正增
批发经销商	高单负增	10%-20% 低段正增	20%-30% 低段负增	中单正增	10%-20% 中段增长	低单正增	10%-20% 高段正增	中单负增
电子商务	中单正增	20%-30% 中段正增	中单正增	10%-20% 低段负增	10%-20% 低段增长	低单负增	中单正增	20%-30% 低段正增
<b>特步国际</b>								
特步主品牌	中双正增	20%-25% 正增	高单负增	20% 正增	高双正增	高双正增	30%+ 正增	高单正增
<b>361 度</b>								
主品牌	低双正增	中双正增	大致持平	低双正增	低双正增	15% 正增	20%+ 正增	高双正增
童装品牌	20%-25% 正增	20%-25% 正增	低单正增	20%-25% 正增	20%-25% 正增	25%-30% 正增	40% 正增	20%-25% 正增
电子商务	40% 正增	45% 正增	25% 正增	35% 正增	30% 正增	30% 正增	30%+ 正增	20%-25% 正增

资料来源：安踏体育、李宁、特步国际、361 度季度运营情况公告，李宁 2022-2023 年报，山西证券研究所

2023 年线上渠道营收增速普遍慢于线下，特步与 361 度童装业务开店增速超过双位数。疫情后，线下客流恢复常态，线上渠道稳健增长，2023 年各运动服饰公司线下渠道表现优于线上渠道。线上渠道方面，2023 年，安踏体育电商渠道收入同比增长 11.0%，占集团收入比重为 32.8%；李宁电商渠道实现收入 75.31 亿元，同比增长 0.9%，占集团收入比重为 27%；361 度电商渠道实现收入 23.26 亿元，同比增长 38.0%，占集团收入比重为 27.6%。线下渠道方面，安踏体育与李宁开店贡献有限，特步国际与 361 度整体开店增速为中单位数。

李宁：开设直营门店战略布局高层级市场。截至 2023 年末，公司直营门店 1498 家，同比增加 68 家，



加盟门店 4742 家，同比减少 123 家。2023 年公司店铺总面积增长中单位数，平均单店面积达到 245 平方米，平均面积为 410 平方米的大店超过 1660 家，高层级市场流水贡献稳中有升。2024Q1，李宁（不含李宁 YOUNG）直营门店较年初净开 1 家，加盟门店较年初净减少 27 家。

**安踏体育：主品牌直营占比接近 90%，FILA 品牌单店效益提升显著。**截至 2023 年末，安踏成人、安踏儿童门店分别为 7053、2778 家，同比增加 129、99 家。截至 2023 年末，公司在全国 24 个地区对安踏品牌采用混合经营模式，安踏成人门店，5400 家门店采取混合运营模式，其中 44%由公司直营，56%由加盟商按照公司运营标准经营。安踏儿童门店，2300 家门店采取混合运营模式，其中 64%由公司直营，36%由加盟商按照公司运营标准经营。安踏品牌 DTC、电商、批发渠道收入占比为 56.1%、32.8%、11.1%。公司预计 2024 年末，安踏成人、安踏儿童门店分别为 7100-7200 家、2800-2900 家。FILA 品牌，2023 年，实现营收 251.03 亿元，同比增长 16.6%，而期末门店数量为 1972 家，同比减少 12 家，通过单店效益提升，实现营收增长。公司预计 2024 年末，FILA 品牌门店为 2100-2200 家。

**特步国际：特步儿童外延拓店增速超过双位数。**截至 2023 年末，中国内地及海外的特步成人品牌店共 6571 家，同比增加 258 家。中国内地特步儿童门店 1703 家，同比增加 183 家，同比增速为 12.0%。

**361 度：门店净开数量超预期，单店面积持续扩大。**截至 2023 年末，中国内地门店共 5734 家，同比增加 254 家，平均单店面积同比提升 9 平米至 138 平米。361 度儿童门店数量 2545 家，同比增加 257 家，同比增速为 11.2%，平均单店面积同比提升 11 平米至 103 平米。

表 13：本土运动服饰公司门店数量（单位：家）

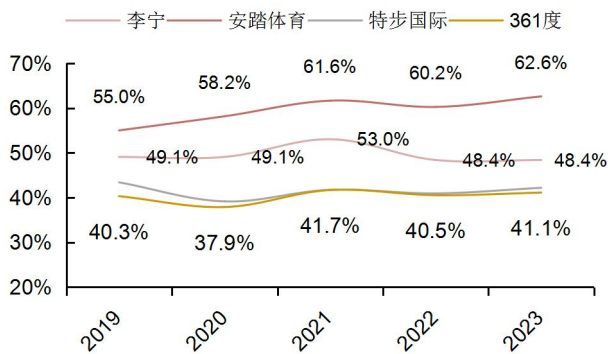
门店数量	2022H1	2022	2023H1	2023	较年初变化	同比增速
安踏成人	6660	6924	6941	7053	129	1.86%
安踏儿童	2563	2679	2692	2778	99	3.70%
FILA	2021	1984	1942	1972	-12	-0.60%
迪桑特	182	191	183	187	-4	-2.09%
可隆	153	161	160	164	3	1.86%
安踏体育总计	11579	11939	11918	12154	215	1.80%
直营	1265	1430	1423	1498	68	4.76%
批发	4672	4865	4744	4742	-123	-2.53%
李宁 YOUNG	1175	1308	1281	1428	120	9.17%
李宁总计	7112	7603	7448	7668	65	0.85%
特步成人	6251	6313	6443	6571	258	4.09%
特步儿童	1480	1520	1588	1703	183	12.04%
特步总计	7731	7833	8031	8274	441	5.63%
361 度成人	5365	5480	5642	5734	254	4.64%
361 度儿童	2097	2288	2448	2545	257	11.23%

门店数量	2022H1	2022	2023H1	2023	较年初变化	同比增速
361度总计	7462	7768	8090	8279	511	6.58%

资料来源：安踏体育/李宁/特步国际/361度 2022-2023 年报、2022-2023 中报，山西证券研究所

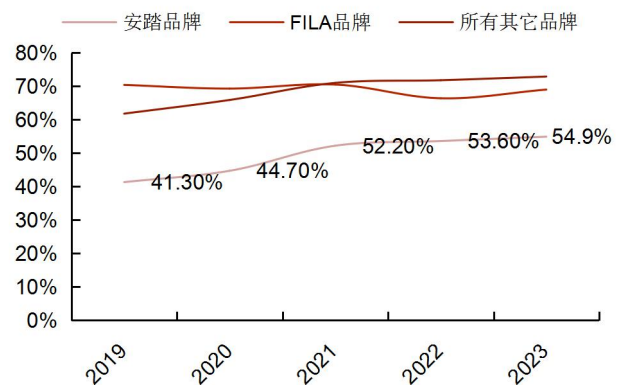
**2023 年终端零售折扣改善推动销售毛利率提升，2024Q1 零售折扣稳中向好。**2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度毛利率分别为 62.6%、48.4%、42.2%、41.1%，同比变化为+2.4、持平、+1.2、+0.6pct。盈利能力普遍稳中有升，主要受益于品牌零售折扣改善。安踏品牌毛利率同比提升 1.3pct 至 54.9%，主要由于品牌 DTC 转型持续推进。2024Q1，各运动品牌公司零售折扣保持稳中向好，2024Q1，特步主品牌零售折扣为 7-75 折，较 2023Q4 的约 7 折水平环比改善，与 2023 年同期水平基本一致。根据安踏体育 2024Q1 业绩交流会，2024Q1，安踏品牌线上零售折扣改善、线下零售折扣稳定，FILA 品牌线上与线下渠道零售折扣均有所改善。根据李宁 2024Q1 业绩交流会，2024Q1，李宁品牌线上与线下渠道零售折扣均改善低单位数，线下折扣为 6 折高段。根据 361 度 2024Q1 业绩交流会，2024Q1，361 度品牌零售折扣维持 7 折左右。

图 23：本土运动服饰公司毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：安踏体育分品牌毛利率



资料来源：安踏体育 2019-2023 年报，山西证券研究所

表 14：特步主品牌零售折扣表现

特步主品牌	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
零售折扣水平	七至七五折	七至七五折	约七折	七至七五折	约七五折	七至七五折	约七折	七至七五折

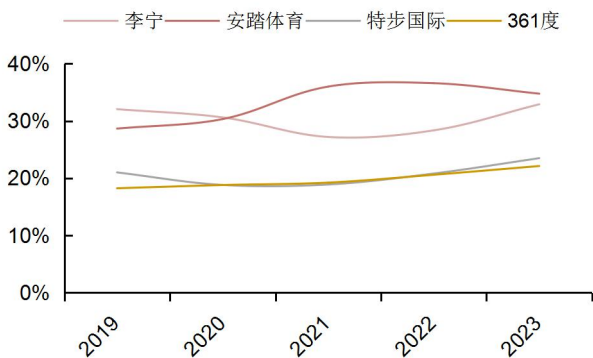
资料来源：特步国际季度运营情况公告，山西证券研究所

**李宁直营渠道拓展致销售费用率大幅提升。**2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度销售费用率分别为 34.8%、32.9%、23.5%、22.1%，同比变化为-1.8、+4.6、+2.7、+1.5pct。2023 年，安踏体育、李宁、

特步国际、361度广告及宣传支出占收入比重同比变化分别为-2.1、+0.2、+1.8、+1.3pct。2023年，安踏体育、李宁、特步国际、361度管理费用率分别为5.9%、4.6%、10.7%、7.5%，同比变化为-0.8、+0.2、-0.5、-0.3pct。李宁销售费用率提升4.6pct，主因：1) 直营渠道门店租金、销售人员工资奖金上升；2) 为提升品牌价值，增加广告宣传及赞助支出；3) 高层级市场店铺固定租金与装修道具摊销金额增长；4) 部分亏损店铺计提资产减值。

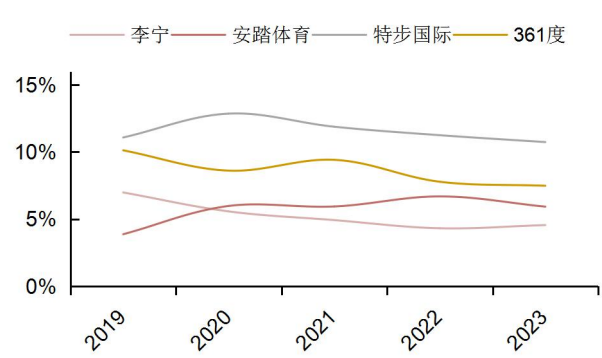
在研发方面，2023年，安踏体育、李宁、特步国际、361度研发投入分别为12.9、5.4、3.0、2.7亿元，占收入比重分别为2.6%、2.2%、2.8%、3.7%，同比变化+0.2、+0.1、+0.5、-0.1pct。

图 25：本土运动服饰公司销售费用率情况



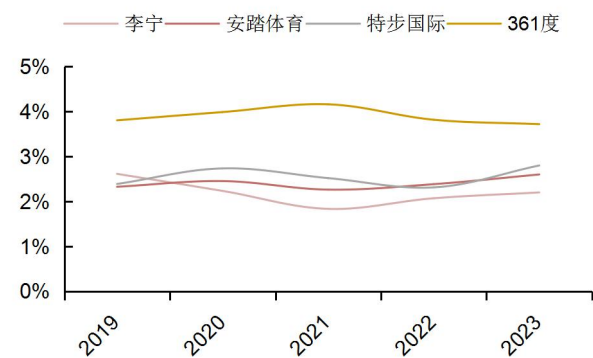
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：本土运动服饰公司管理费用率情况



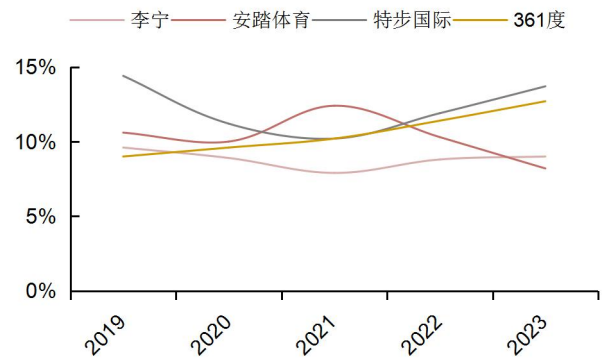
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：本土运动服饰公司研发费用率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 28：本土运动服饰公司广告及宣传开支比率情况

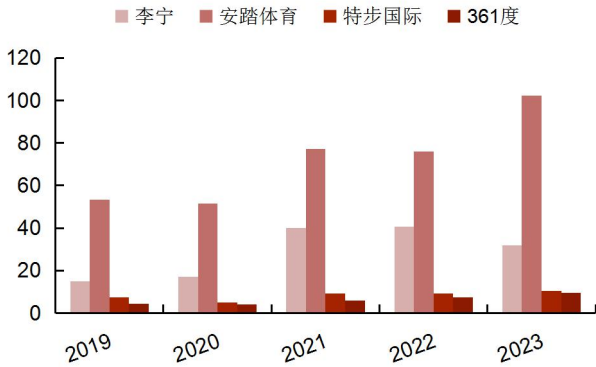


资料来源：Wind，山西证券研究所

李宁业绩增速不及营收，安踏体育归母净利润突破百亿。2023年，安踏体育、李宁、特步国际、361

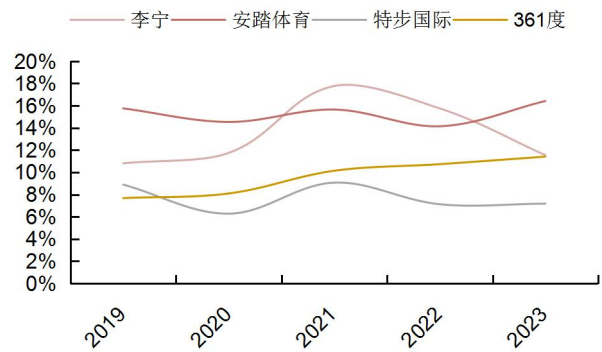
度实现归母净利润分别为 102.36、31.87、10.30、9.61 亿元，同比增长 34.9%、-21.6%、11.8%、28.7%，归母净利润率分别为 16.4%、11.5%、7.2%、11.4%，同比变化+2.3、-4.2、+0.1、+0.7pct。

图 29：本土运动服饰公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

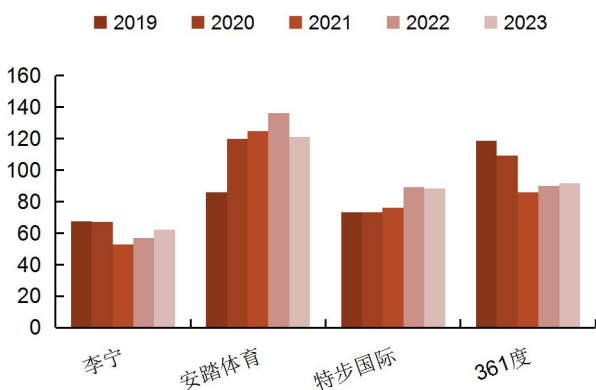
图 30：本土运动服饰公司归母净利润率



资料来源：Wind，山西证券研究所

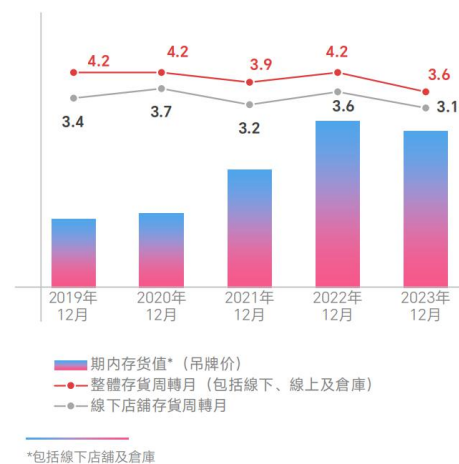
运动服饰公司库销比均回到 5 倍以下。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度存货周转天数分别为 121、62、89、92 天，同比变化为-15、+5、-1、+2 天。截至 2023 年末，安踏品牌、FILA 品牌、361 度、特步库销比均小于 5 个月。李宁全渠道库销比为 3.6 个月，较 2022 年末的 4.2 个月明显改善。2024Q1，各运动品牌公司库销比保持稳中下降，其中特步品牌库销比为 4-4.5 个月，环比持平，同比改善；安踏品牌库销比为过去几个季度中最好水平；361 度库销比为 4.5-5 个月；李宁库销比略高于 4 个月，同比改善。

图 31：本土运动公司存货周转天数



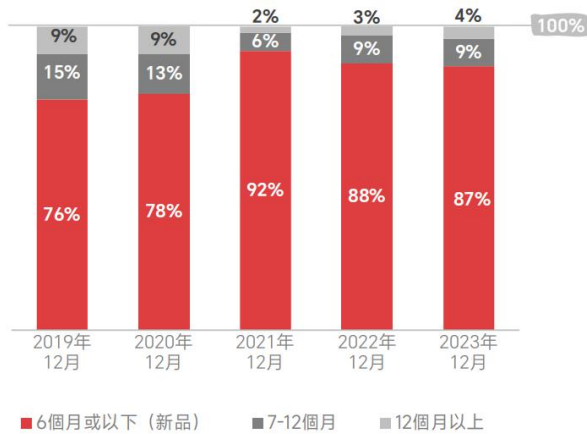
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 32：李宁全渠道存货及库销比



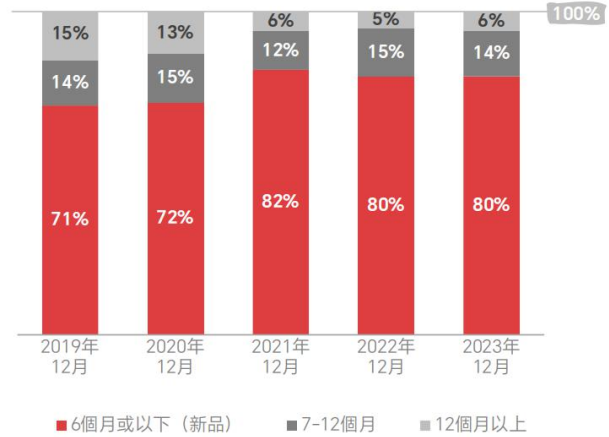
资料来源：李宁 2023 年业绩 PPT，山西证券研究所

图 33：李宁全渠道存货库龄结构



资料来源：李宁 2023 年业绩 PPT，山西证券研究所

图 34：李宁公司存货库龄结构



资料来源：李宁 2023 年业绩 PPT，山西证券研究所

表 15：特步主品牌渠道存货周转表现

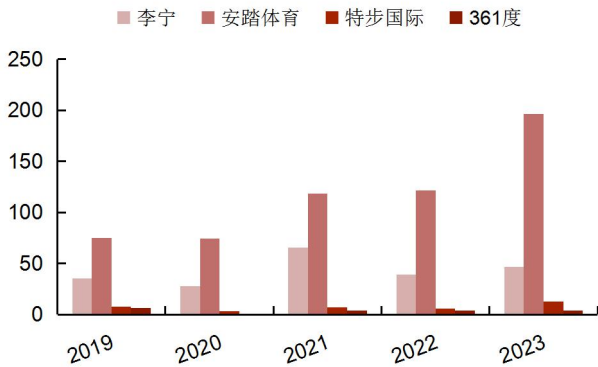
特步主品牌	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
渠道存货周转	约四个半月	四个半月至五个月	约五个半月	少于五个月	少于五个月	四个半月至五个月	四至四个半月	四至四个半月

资料来源：特步国际季度运营情况公告，山西证券研究所

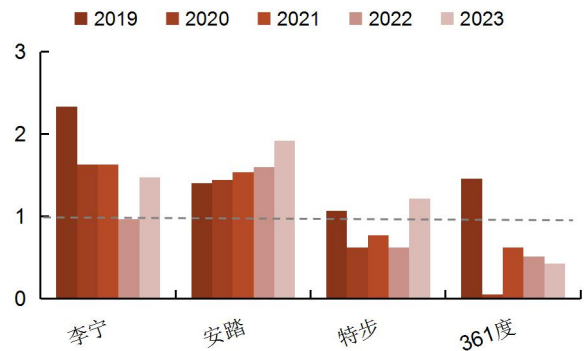
**361 度收购电商与童装业务股权影响经营活动现金流净额。**2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度经营活动现金流净额分别为 196.3、46.9、12.5、4.1 亿元，同比增长 61.6%、19.8%、119.5%、7.2%。2023 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度经营活动现金流净额/归母净利润分别为 1.9、1.5、1.2、0.4 倍。361 度经营活动现金流主要受到以下影响：1) 收购多一度（泉州）电子商务有限公司 49.99% 股权；2) 收购诸暨市三六一度童装有限公司 14.93% 股权。

图 35：本土运动服饰公司经营活动现金流净额（亿元）

图 36：本土运动服饰公司经营活动现金流净额/归母净利润



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

## 4. 家居用品: 板块盈利能力提升, 2024Q1 归母净利润超过 2022 年同期水平

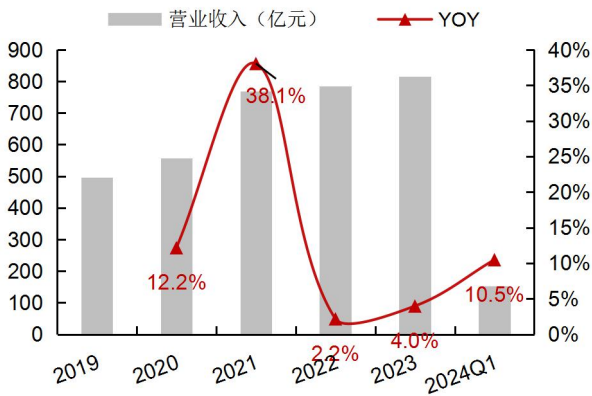
家居用品板块, 我们选取欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/好莱客/好太太/喜临门/慕思股份/顾家家居作为分析样本。

**2023 年家居用品上市公司营收表现好于行业, 2024Q1 板块营收实现双位数增长。**从上市公司层面看, 2023 年, 家居用品板块实现营收 816.32 亿元, 同比增长 4.0%, 其中好莱客营收同比下滑, 主因湖北千川出表; 慕思股份营收同比下滑, 主因终止欧派直供业务。2024Q1, 家居用品板块实现营收 152.01 亿元, 同比增长 10.5%, 剔除低基数影响, 较 2022 年同期下降 2.0%。从行业层面看, 2023 年, 我国家具制造业实现营收 6555.7 亿元, 同比下降 4.4%, 2024Q1, 我国家具制造业实现营收 1461.10 亿元, 同比增长 7.7%, 较 2022 年同期下降 15.8%。家居用品上市公司营收表现好于行业整体表现。2023 年, 我国限上家居用品零售额为 1516 亿元, 同比增长 2.8%, 2024Q1, 我国限上家居用品零售额为 342 亿元, 同比增长 3.0%, 较 2022 年同期增长 1.0%。

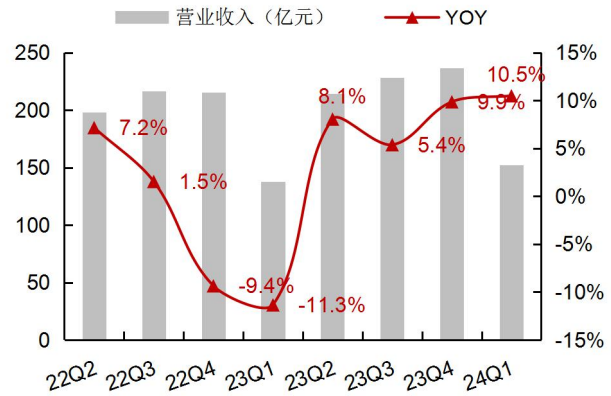
图 37: 家居用品板块营业收入及同比增速

图 38: 家居用品板块季度营业收入及同比增速





资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 16: 家居用品公司季度营收同比增速

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1 恢复至 22Q1 水平
欧派家居	13.2%	6.0%	2.8%	-13.8%	13.0%	2.2%	0.1%	1.4%	87%
索菲亚	9.6%	7.1%	4.0%	-9.7%	5.6%	9.6%	5.4%	17.0%	106%
志邦家居	4.1%	4.8%	2.3%	6.2%	17.1%	9.9%	16.9%	1.8%	108%
金牌厨柜	2.4%	18.5%	-13.3%	1.1%	8.0%	-1.6%	3.2%	11.4%	113%
好莱客	-18.4%	-19.8%	-25.5%	-43.5%	-20.0%	-9.8%	-9.1%	15.9%	65%
喜临门	18.5%	10.3%	-23.1%	4.5%	6.2%	6.0%	24.4%	20.0%	125%
顾家家居	5.7%	-8.9%	-17.0%	-12.9%	10.0%	10.8%	19.5%	10.0%	96%
慕思股份	-3.8%	-4.2%	-24.9%	-23.1%	-4.3%	0.3%	6.9%	25.5%	97%
好太太	3.0%	4.3%	-21.6%	13.3%	16.7%	3.2%	53.0%	5.7%	120%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 39: 家具制造业营业收入 (亿元) 及同比增速

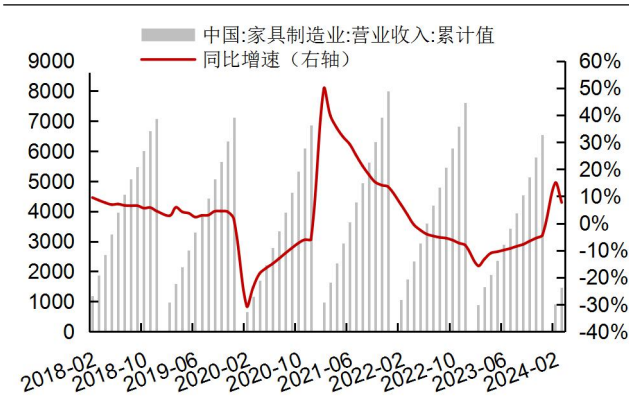
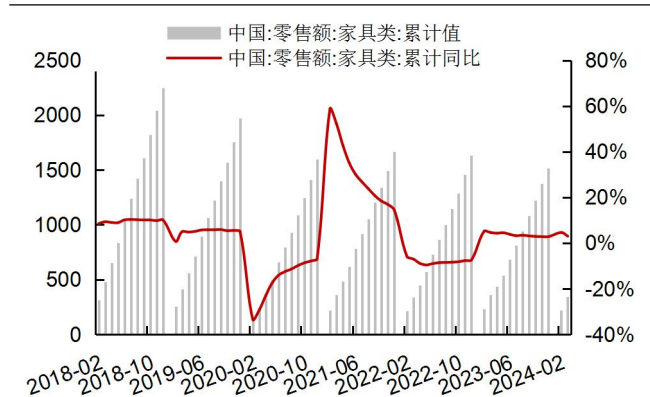


图 40: 家具类社零 (亿元) 及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

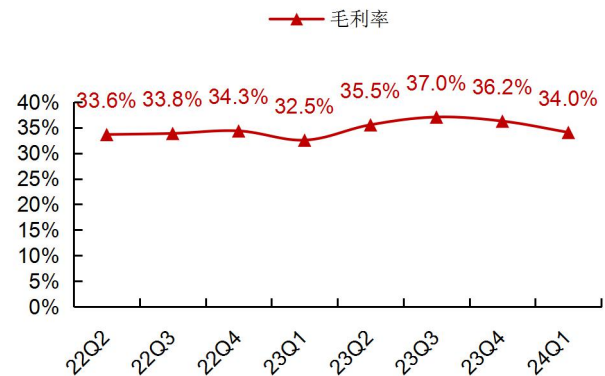
2023 年及 2024Q1 板块销售毛利率实现同比提升。盈利能力方面，2023 年，家居用品板块销售毛利率为 35.6%，同比提升 2.1pct，除志邦家居/好莱客外，其它家居用品企业毛利率均有不同程度的提升，好太太/慕思股份/索菲亚/欧派家居/喜临门/顾家家居/金牌厨柜毛利率分别提升 5.0/3.8/3.2/2.5/2.0/2.0/0.1pct，主因原材料价格下降、板材利用率提升、SKU 数量优化、核心元器件实现自产等原因。2024Q1，家居用品板块销售毛利率为 34.0%，同比提升 1.5pct。

图 41：家居用品板块毛利率水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 42：家居用品板块季度毛利率水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 17：家居用品板块公司季度销售毛利率

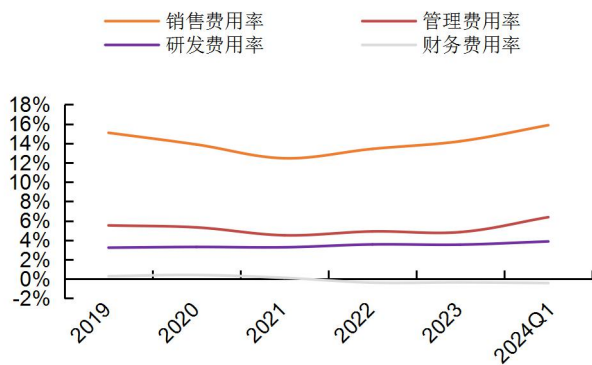
	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
欧派家居	34.0%	33.1%	30.5%	26.7%	34.3%	37.6%	34.6%	30.0%
索菲亚	32.4%	34.2%	33.3%	33.3%	35.7%	36.8%	37.4%	32.6%
志邦家居	37.0%	37.5%	39.4%	36.9%	36.8%	40.7%	34.6%	37.2%
金牌厨柜	28.3%	27.9%	31.7%	29.1%	27.8%	29.8%	31.2%	28.0%
好莱客	36.5%	35.5%	32.7%	35.5%	36.1%	37.4%	31.5%	33.2%
喜临门	33.7%	32.7%	29.6%	32.4%	37.0%	32.5%	34.7%	33.5%
顾家家居	28.1%	30.1%	35.7%	32.1%	31.0%	33.8%	34.2%	33.1%
慕思股份	46.9%	47.3%	46.5%	48.4%	52.2%	51.0%	49.2%	50.2%
好太太	44.6%	46.8%	49.7%	45.7%	51.4%	52.8%	53.0%	51.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2023 年及 2024Q1 板块销售费用率同比提升。期间费用率方面，2023 年，家居用品板块期间费用率同

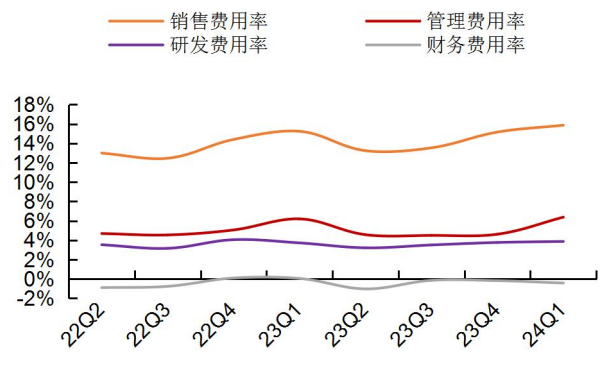
比提升 0.7pct 至 22.2%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.2%/4.8%/3.5%/-0.4%，同比变化为 +0.79/-0.07/-0.02/+0.02pct。2024Q1，家居用品板块期间费用率同比提升 0.5pct 至 25.7%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.9%/6.4%/3.9%/-0.4%，同比变化为+0.63/+0.18/+0.15/-0.47pct。

图 43：家居用品板块期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 44：家居用品板块季度期间费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 18：家居用品板块公司季度期间费用率

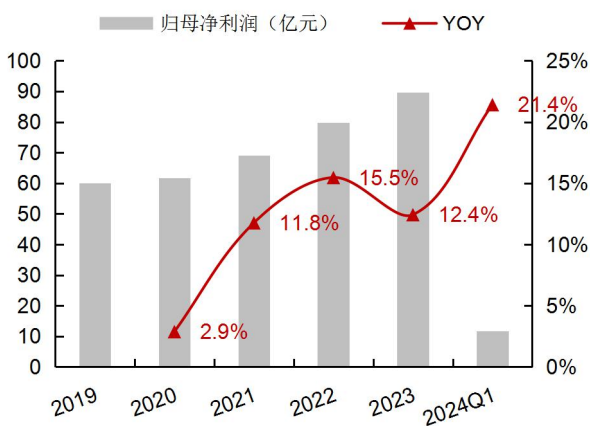
	2019	2020	2021	2022	2023	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
<b>销售费用率</b>										
欧派家居	9.7%	7.8%	6.8%	7.5%	8.7%	1.2%	8.8%	3.0%	11.6%	1.8%
索菲亚	10.0%	9.2%	9.7%	9.9%	9.7%	-0.3%	9.2%	-0.9%	10.1%	-1.1%
志邦家居	15.6%	14.9%	14.7%	15.4%	14.5%	-0.9%	13.9%	-1.2%	18.8%	1.2%
金牌厨柜	15.9%	11.8%	11.8%	12.1%	12.0%	-0.1%	10.1%	-0.1%	13.3%	-1.3%
好莱客	13.5%	10.9%	9.5%	10.1%	12.9%	2.8%	13.0%	3.2%	15.3%	-1.5%
喜临门	16.7%	16.1%	15.4%	19.5%	20.3%	0.7%	23.1%	-3.0%	19.2%	-0.8%
顾家家居	18.7%	19.7%	14.7%	16.4%	17.5%	1.1%	21.1%	-0.1%	17.4%	0.5%
慕思股份	31.3%	24.8%	24.6%	25.1%	25.2%	0.1%	23.0%	-1.5%	26.5%	0.5%
好太太	16.9%	15.6%	14.3%	18.7%	20.3%	1.7%	23.4%	0.6%	21.9%	3.1%
<b>管理费用率（含研发）</b>										
欧派家居	11.7%	11.3%	10.0%	10.9%	11.1%	0.2%	12.9%	1.4%	14.4%	0.5%
索菲亚	10.1%	9.8%	9.8%	9.9%	10.1%	0.2%	9.9%	-0.8%	12.1%	-1.2%
志邦家居	10.2%	11.2%	10.0%	10.1%	10.0%	-0.1%	8.1%	-0.8%	15.9%	2.1%
金牌厨柜	8.8%	10.2%	9.8%	10.3%	10.9%	0.5%	11.7%	1.6%	11.6%	-0.8%
好莱客	8.5%	10.9%	10.4%	10.7%	12.1%	1.4%	12.6%	0.4%	14.5%	-2.3%
喜临门	6.8%	7.0%	6.4%	7.6%	6.9%	-0.7%	6.0%	-3.0%	8.6%	0.1%
顾家家居	4.4%	4.0%	3.4%	3.7%	3.2%	-0.5%	2.1%	-2.3%	4.7%	1.3%
慕思股份	9.7%	8.5%	7.2%	8.1%	8.8%	0.7%	7.5%	-0.1%	10.6%	0.3%
好太太	8.6%	8.6%	8.0%	8.7%	8.3%	-0.4%	9.2%	0.3%	10.7%	1.0%

	2019	2020	2021	2022	2023	同比	2023Q4	同比	2024Q1	同比
<b>财务费用率</b>										
欧派家居	-0.5%	-0.2%	-0.6%	-1.1%	-1.4%	-0.3%	-0.9%	-0.4%	-1.6%	0.5%
索菲亚	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%	-0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	-1.1%
志邦家居	-0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.5%	-0.5%
金牌厨柜	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	1.0%	0.3%	0.6%
好莱客	0.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.5%	0.3%	1.3%	0.1%	1.9%	-0.6%
喜临门	1.4%	1.3%	0.7%	0.5%	0.1%	-0.3%	0.0%	-0.5%	0.4%	-1.0%
顾家家居	0.9%	1.0%	0.4%	-0.7%	0.0%	0.7%	0.2%	-1.4%	-0.2%	-1.3%
慕思股份	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.6%	-1.1%	-0.5%	-1.0%	0.9%	-0.7%	0.3%
好太太	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	0.1%	-0.4%	-0.1%	-1.2%	-0.2%
<b>期间费用率合计</b>										
欧派家居	20.8%	18.8%	16.2%	17.3%	18.4%	1.1%	20.8%	4.1%	24.4%	2.8%
索菲亚	20.4%	19.4%	20.2%	20.5%	20.3%	-0.2%	19.6%	-1.7%	22.3%	-3.4%
志邦家居	25.5%	26.2%	24.5%	25.2%	24.4%	-0.8%	22.1%	-1.9%	34.2%	2.9%
金牌厨柜	24.6%	21.7%	21.4%	22.2%	22.8%	0.6%	21.9%	2.5%	25.2%	-1.4%
好莱客	22.2%	22.9%	21.0%	22.1%	26.5%	4.4%	26.9%	3.7%	31.7%	-4.4%
喜临门	24.9%	24.4%	22.4%	27.6%	27.3%	-0.3%	29.1%	-6.5%	28.1%	-1.7%
顾家家居	24.0%	24.7%	18.6%	19.4%	20.7%	1.3%	23.3%	-3.8%	22.0%	0.5%
慕思股份	41.4%	33.5%	31.7%	32.5%	32.9%	0.4%	29.5%	-0.7%	36.4%	1.1%
好太太	25.4%	24.1%	21.7%	26.9%	28.2%	1.3%	32.1%	0.7%	31.5%	3.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2024Q1 板块归母净利润已超过至 2022 年同期水平。2023 年，家居用品板块实现归母净利润 89.66 亿元，同比增长 12.4%，2024Q1，家居用品板块实现归母净利润 11.71 亿元，同比增长 21.4%，较 2022 年同期增长 1.2%。2023 年及 2024Q1，家居用品板块归母净利率分别为 11.0%、7.7%，同比提升 0.8pct、0.7pct。

图 45：家居用品板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 46：家居用品板块季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 19：家居用品公司季度归母净利润同比增速

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1 恢复至 22Q1 水平
欧派家居	-0.5%	-11.7%	26.4%	-39.8%	28.1%	21.1%	4.0%	43.0%	86.1%
索菲亚	-9.3%	-2.8%	135.9%	-8.9%	32.9%	15.6%	18.4%	58.6%	144.5%
志邦家居	5.3%	6.0%	8.0%	0.5%	20.0%	8.2%	10.5%	-8.4%	92.1%
金牌厨柜	45.6%	0.9%	-37.5%	8.2%	-29.9%	24.8%	11.8%	11.2%	120.2%
好莱客	-14.7%	167.0%	129.9%	-70.7%	-14.0%	-63.3%	-22.4%	5.3%	30.9%
喜临门	24.5%	8.5%	-181.9%	14.3%	-3.1%	-0.8%	125.5%	20.2%	137.4%
顾家家居	15.5%	10.1%	-4.1%	-9.7%	16.9%	12.7%	23.5%	5.0%	94.8%
慕思股份	-3.7%	36.6%	3.7%	-18.4%	38.0%	37.4%	0.8%	39.5%	113.8%
好太太	-29.8%	-24.4%	-43.4%	6.6%	74.7%	28.4%	92.1%	15.1%	122.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2023 年板块派息率同比提升，龙头家居企业具备高股息低估值特征。2023 年，家居用品板块年度现金分红总额为 49.19 亿元，占归母净利润比重为 54.9%，较 2022 年提升 3.7pct，板块内多数公司派息率有所上升。以 2024 年 4 月 30 日收盘价计算，板块股息率为 4.0%，其中索菲亚、志邦家居、欧派家居、顾家家居股息率分别为 5.8%、4.7%、4.4%、4.1%，PE（2024E）分别为 11.2、9.6、11.4、11.7 倍。

表 20：家居用品板块派息率、股息率、估值情况（净利润单位：亿元）

	派息率					股息率	净利润	PE
	2019	2020	2021	2022	2023	24/4/30 日收盘	一致预期（2024）	2024E
欧派家居	24.9%	35.2%	40.0%	40.0%	55.1%	4.4%	33.41	11.4
索菲亚	46.6%	45.9%	444.2%	59.7%	75.5%	5.8%	14.77	11.2
志邦家居	44.7%	45.1%	36.6%	40.7%	51.4%	4.7%	6.82	9.6
金牌厨柜	25.1%	31.8%	48.4%	40.1%	31.4%	2.7%	3.46	9.7
好莱客	30.0%	15.0%	30.3%	50.1%	30.1%	2.3%	2.82	10.0
喜临门	5.1%	30.9%	19.1%	13.0%	44.2%	2.7%	5.90	12.0
顾家家居	59.6%	60.3%	50.1%	50.2%	56.3%	4.1%	23.48	11.7
慕思股份				112.8%	49.0%	2.8%	9.10	15.2
好太太	35.9%	37.7%	33.4%	36.7%	37.0%	2.0%	3.99	15.0
板块整体				51.1%	54.9%	4.0%	103.74	11.7

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 5. 投资建议：关注金价及终端消费情况，看好纺织制造全年业绩确定性

**黄金珠宝板块**，2023年，受益于疫后线下客流恢复常态、金价平稳上涨、婚庆需求回补，黄金首饰需求旺盛，黄金珠宝公司营业收入普遍实现高增。2024Q1，板块在上年同期高基数情况下，营收与归母净利润均实现双位数稳健增长。4月中旬以来，金价快速上涨后进入高位调整阶段，利于前期阶段性受抑制的终端需求重新释放。看好具备积极开店意愿、持续强化黄金产品工艺的**黄金珠宝公司**继续提升市场份额，建议积极关注**周大生、老凤祥、潮宏基、菜百股份**。**纺织制造板块**，2023年，纺织制造公司经历下游品牌客户去库存周期，订单承压，但呈现逐季改善趋势，营业收入普遍于2023年4季度恢复正增长。2024Q1，板块营收增速环比提升，营收绝对值已超过2022年同期水平，产能利用率回升带动毛利率同比改善。看好在核心客户供应链中地位稳固、份额持续提升，新客户拓展取得积极成果的**纺织制造龙头公司**，继续推荐**申洲国际、华利集团、伟星股份**，建议关注保温箱产品利润率逐步提升的弹性标的**浙江自然**。**运动服饰板块**，2023年，我国运动服饰继续展现经营韧性，运动品牌公司经营保持稳健，其中大众运动品牌**361度**与具备差异化多品牌矩阵的**安踏体育**表现相对领先。2024Q1，运动服饰行业折扣稳中向好，各品牌库存回归健康水平，零售流水表现符合公司预期。目前各运动品牌公司估值处于历史较低水平，继续推荐**361度、安踏体育、李宁**。**家居用品板块**，2023年，家居用品公司营收增长有所放缓，但好于我国家具制造业整体水平，印证行业集中度有所提升，归母净利润在毛利率提升带动下，增速表现优于营收端。2024Q1，家居用品板块营收水平虽较2022年同期仍未完全恢复，但归母净利润已超过2022年同期，行业盈利能力保持改善趋势。建议关注**索菲亚、喜临门、欧派家居、志邦家居、好太太**。

表 21：相关板块标的估值情况

所属板块	公司名称	证券代码	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE	
					2022A	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E
	周大生	002867.SZ	175.02	15.97	1.01	1.21	1.39	1.59	11.5	10.1
	老凤祥	600612.SH	303.29	77.23	3.25	4.23	4.96	5.65	15.6	13.7
黄金珠宝	潮宏基	002345.SZ	55.18	6.21	0.22	0.38	0.49	0.58	12.6	10.6
	中国黄金	600916.SH	187.82	11.18	0.46	0.58	0.72	0.84	15.6	13.3
	菜百股份	605599.SH	116.20	14.94	0.59	0.91	1.06	1.20	14.1	12.5



	曼卡龙	300945.SZ	28.16	10.75	0.27	0.35	0.38	0.45	28.1	23.9
	百隆东方	601339.SH	86.25	5.75	1.05	0.34	0.42	0.57	13.6	10.1
	新澳股份	603889.SH	55.16	7.55	0.76	0.56	0.63	0.73	11.9	10.3
	申洲国际	2313.HK	1,175.52	78.20	3.04	3.03	3.70	4.29	19.2	16.5
	华利集团	300979.SZ	783.87	67.17	2.77	2.74	3.26	3.78	20.6	17.8
纺织制造	浙江自然	605080.SH	25.65	18.12	2.11	0.92	1.26	1.50	14.4	12.1
	伟星股份	002003.SZ	141.36	12.09	0.48	0.53	0.56	0.64	21.7	18.8
	健盛集团	603558.SH	42.04	11.39	0.69	0.74	0.87	1.01	13.2	11.3
	开润股份	300577.SZ	49.45	20.62	0.20	0.48	1.04	1.31	19.8	15.8
	南山智尚	300918.SZ	34.81	9.67	0.52	0.50	0.72	0.84	13.4	11.5
	李宁	2331.HK	538.86	20.85	1.54	1.23	1.33	1.50	14.3	12.7
运动服饰	安踏体育	2020.HK	2,540.86	89.70	2.76	3.60	4.50	4.85	18.1	16.8
	特步国际	1368.HK	131.81	4.99	0.36	0.40	0.45	0.51	10.2	8.8
	361度	1361.HK	98.42	4.76	0.36	0.47	0.55	0.64	7.8	6.7
	欧派家居	603833.SH	380.17	62.41	4.38	4.92	5.48	6.07	11.4	10.3
	索菲亚	002572.SZ	164.97	17.13	1.17	1.38	1.53	1.73	11.2	9.9
	志邦家居	603801.SH	65.13	14.92	1.76	1.36	1.56	1.77	9.6	8.4
家居用品	金牌厨柜	603180.SH	33.67	21.83	1.80	1.76	2.25	2.58	9.7	8.5
	喜临门	603008.SH	70.99	18.73	0.62	1.11	1.56	1.80	12.0	10.4
	顾家家居	603816.SH	274.43	33.39	2.20	2.44	2.86	3.27	11.7	10.2
	好太太	603848.SH	59.85	14.81	0.55	0.82	0.99	1.17	15.0	12.7
	慕思股份	001323.SZ		34.55	1.87	2.01	2.27	2.57	15.2	13.4



		138.20							
好莱客	603898.SH	28.23	9.07	1.16	0.70	0.90	1.04	10.0	8.7

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所（注：截至 2024/4/30 日，港股标的总市值、收盘价单位为“港元”）

## 6. 风险提示

黄金价格大幅波动；

线下门店拓展不及预期；

汇率大幅波动；

行业竞争加剧。

### 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受到任何形式的补偿。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

