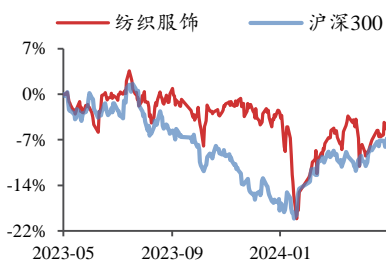


纺织服饰

2024年05月18日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《4月中国出口环比改善，继续推荐出口及出行链—行业周报》-2024.5.12
- 《阿迪上调全年指引，推荐出口及出行链，新增推荐兴业科技—行业周报》-2024.4.21
- 《运动服饰年报综述：行业稳中有升，挖掘结构性亮点—行业深度报告》-2024.4.18

2023年&2024Q1复盘：品牌表现分化，制造延续恢复态势

——行业投资策略

| | | |
|---|---|--|
| 吕明（分析师） lvming@kysec.cn 证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师） zhoujiale@kysec.cn 证书编号：S0790522030002 | 吴晨汐（联系人） wuchenxi@kysec.cn 证书编号：S0790122120013 |
|---|---|--|

● 复盘：2024Q1 品牌表现分化，制造龙头延续恢复态势

2023年纺服整体平均收入236亿元，同比-2.0%，平均归母净利润35亿元，同比-0.9%，平均毛利率同比+0.8pct至51.3%，平均净利率同比+0.2pct至14.8%。2024Q1A股纺服平均收入22亿元，同比+12.3%，平均归母净利润3亿元，同比+20.4%，平均毛利率同比+1.3pct至36.7%，平均净利率同比+0.9pct至13.3%。

(1) 品牌 2023年如期改善，2024Q1表现分化：2023年品牌平均收入299亿元，同比+12.6%，平均归母净利润44亿元，同比+26.1%，平均毛利率同比+2.9pct至59.0%，平均净利率同比+1.6pct至14.8%。2024Q1 A股品牌表现分化。**(2) 制造 2023全年前低后高，2024Q1延续恢复态势：**制造平均收入137亿元，同比-8.3%，平均归母净利润21亿元，同比-3.9%，平均毛利率同比+1.0pct至24.3%，平均净利率同比+0.7pct至15.1%。2024Q1制造企业持续恢复，业绩弹性显现。

● **品牌：运动品牌稳中有升、男装&家纺业绩韧性凸显、休闲装业绩修复明显**
运动：2023年国际品牌逐季复苏，国内品牌稳中有升。2024Q1运动品牌流水基本个位数增长，安踏体育、FILA及其他品牌OPM亮眼，行业净利率稳中有升。营运指标库销比回归良性，2024Q1折扣逐步改善。**男装：**2023年收入/利润同增17%/38%，2024Q1收入/利润同增9%/11%，2023年渠道拓展稳步推进，保持高分红比例，2024Q1表现有所分化，但好于其他版块。**家纺：**龙头业绩韧性凸显，渠道稳步扩张，2023年保持高分红比例。**休闲装：**2023年业绩端修复明显，渠道改革持续推进。**高端女装：**2023年业绩表现分化，2024Q1盈利能力短期承压。门店整体呈现净关态势，歌力思逆势扩张。

● 制造端：产能布局&新客户开拓，优质龙头业绩呈逐季恢复态势

优质代工龙头：2023H2开始，海外客户去库存接近尾声，在大客户订单恢复增长的基础上，优质代工龙头凭借海外产能布局拓展新客户，持续贡献收入增长，业绩全年前低后高，呈现逐季恢复态势。2023Q4各代工龙头收入端增速转正，部分优质龙头如伟星股份、兴业科技Q3已实现转正。并随着产品结构优化、产能陆续爬坡，带动盈利能力持续提升。**户外代工：**2024Q1户外需求待恢复，期待Q2旺季表现。**纱线长丝：**2024Q1需求旺盛&产能逐步释放，业绩稳步恢复。

● 展望：看好优质代工龙头业绩持续增长，布局具备α的优质品牌

(1) 品牌侧，核心推荐品牌出海的名创优品及泡泡玛特、兼具低估值和业绩确定性的361度、低估值兼具成长性的报喜鸟、受益于国际品牌复苏的滔搏、多品牌协同的安踏体育。同时，建议关注业绩韧性凸显且具有较好分红表现的比音勒芬、海澜之家、罗莱生活；以及李宁、特步国际估值底部下边际改善和超跌布局机会。**(2) 制造侧，**考虑到2024H1低基数叠加产能持续爬坡带动盈利能力提升的逻辑，我们推荐具有新品类新应用新客户新赛道逻辑的优质代工龙头，重点推荐开润股份、华利集团、申洲国际、兴业科技、伟星股份、健盛集团。

● **风险提示：**终端消费疲软、原材料价格大幅波动、人民币汇率波动等。

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 纺服复盘：2024Q1 品牌表现分化，制造龙头延续恢复态势 | 3 |
| 1.1、 运动品牌：2023 年国际品牌逐季复苏，国内品牌稳中有升 | 5 |
| 1.2、 男装品牌：2023 年渠道拓展稳步推进，2024Q1 好于其他版块 | 7 |
| 1.3、 家纺板块业绩韧性凸显、休闲装业绩修复明显、高端女装表现分化 | 8 |
| 1.3.1、 家纺板块：2023 年渠道稳步扩张下业绩韧性凸显，维持高分红比例 | 8 |
| 1.3.2、 休闲装：2023 年业绩端修复明显，2024Q1 渠道改革持续推进 | 9 |
| 1.3.3、 高端女装：2023 年业绩表现分化，2024Q1 盈利能力短期承压 | 9 |
| 1.4、 代工制造：产能布局&新客户开拓，优质龙头业绩呈逐季恢复态势 | 10 |
| 1.5、 2024Q1 户外需求待恢复，纱线长丝随下游需求提升业绩稳步恢复 | 10 |
| 2、 盈利预测及投资建议 | 11 |
| 3、 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 2023 年纺服平均收入增速同比-2.0% | 3 |
| 图 2： 2023 年纺服平均归母净利润增速同比-0.9% | 3 |
| 图 3： 2023 年平均毛/净利率同比+0.8/+0.2pct | 3 |
| 图 4： 2023 年末纺服平均存货 650 亿元（同比-8.9%） | 3 |
| 图 5： 从制造和品牌看，服装家纺 2023 年收入及盈利能力明显改善，制造 2023 全年前低后高 | 4 |
| 图 6： 2023 年品牌平均收入 298.7 亿元，同比+12.6% | 4 |
| 图 7： 2023 年品牌平均归母净利润 44.1 亿元，同比+26% | 4 |
| 图 8： 2023 年品牌平均毛利率及净利率均有提升 | 4 |
| 图 9： 截至 2023 年末品牌平均存货 667 亿元，同比改善 | 4 |
| 图 10： 2023 年制造平均收入 136.6 亿元，同比-8.3% | 5 |
| 图 11： 2023 年制平均归母净利润 20.6 亿元，同比-3.9% | 5 |
| 图 12： 2023 年制造平均毛利率及净利率均有提升 | 5 |
| 图 13： 截至 2023 年末制造平均存货 625 亿元（同比-9%） | 5 |
| 图 14： 2023 年安踏体育 FILA 其他品牌 OPM 提升显著 | 6 |
| 图 15： 2023 年安踏体育净利率提升显著 | 6 |
| 图 16： 2023 年男装平均收入/利润同比+17%/+38%，盈利能力和营运能力持续提升 | 8 |
| 图 17： 2023 年男装板块保持高分红比例 | 8 |
| 图 18： 2023 年家纺板块业绩韧性凸显、休闲装业绩修复明显、高端女装表现分化 | 9 |
| 图 19： 2023Q1-2024Q1 优质龙头业绩呈现逐季恢复态势 | 10 |
| 图 20： 2024Q1 户外需求偏弱，纱线长丝随下游采购需求提升业绩稳步恢复 | 11 |
| 表 1： 2023 年国内运动品牌基本实现双位数流水增长，2024Q1 流水短期承压，国际品牌收入增速连续转正 | 6 |
| 表 2： 2023Q4 加大去库力度，2024Q1 折扣逐步改善 | 6 |
| 表 3： 2023Q4 库销比修复至良性水平，2024Q1 仍维持良性折扣水平 | 7 |
| 表 4： 2023 年下半年开店加速，各男装企业较年初基本实现净开店（单位：家） | 7 |
| 表 5： 2023 年家纺渠道稳步扩张，休闲装、高端女装总体呈净关态势 | 9 |
| 表 6： 推荐开润股份、华利集团、申洲国际、兴业科技、伟星股份、健盛集团、名创优品、泡泡玛特、361 度、报喜鸟、滔搏、安踏体育 | 11 |

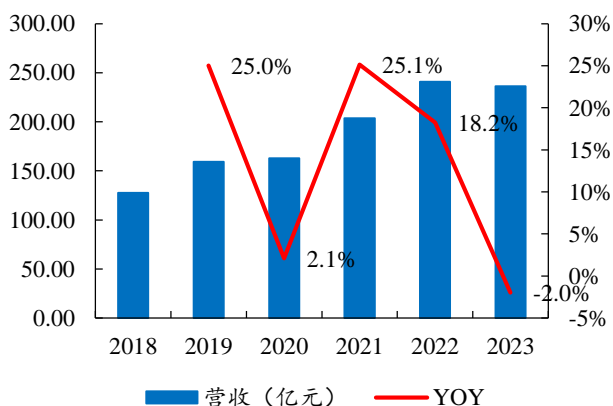
1、纺服复盘：2024Q1 品牌表现分化，制造龙头延续恢复态势

我们跟踪 A+H 股中的 107 家上市公司，经市值加权平均后，回顾纺服板块以及细分板块的 2023 年及 2024Q1 的业绩。其中 A/H 股分别包括 83/24 家，并细分为服装制造（运动户外、毛纺、棉纺、面料、成衣、印染、无纺布、皮革、辅料、其他纺织）、服装家纺（户外、运动时尚、家纺、男装、休闲装、内衣、高端女装、鞋、职业装）20 个领域。

2023 年纺服整体平均收入 236.2 亿元，同比-2.0%，平均归母净利润 35.0 亿元，同比-0.9%，平均毛利率同比+0.8pct 至 51.3%，平均净利率同比+0.2pct 至 14.8%。截至 2023 年末，纺服整体平均存货 650 亿元（同比-8.9%），存货周转天数 140 天，同比缩短 4 天。

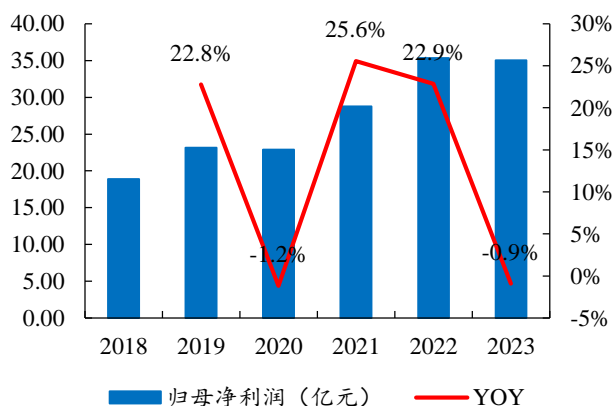
2024Q1A 股纺服平均收入 21.7 亿元，同比+12.3%，平均归母净利润 2.9 亿元，同比+20.4%，平均毛利率同比+1.3pct 至 36.7%，平均净利率同比+0.9pct 至 13.3%。截至 2024Q1 末，A 股纺服平均存货 354 亿元（同比+0.2%），存货周转天数 165 天，同比缩短 12 天。

图1：2023 年纺服平均收入增速同比-2.0%



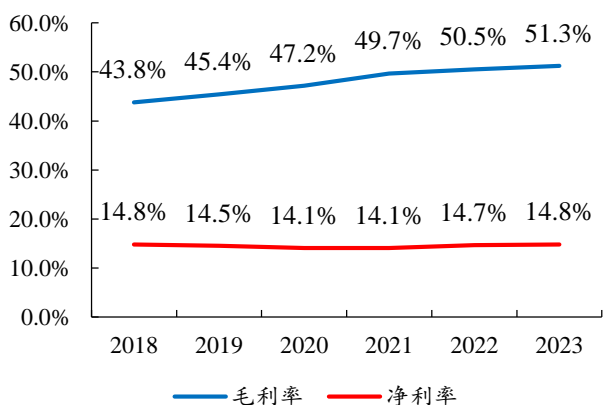
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年纺服平均归母净利润增速同比-0.9%



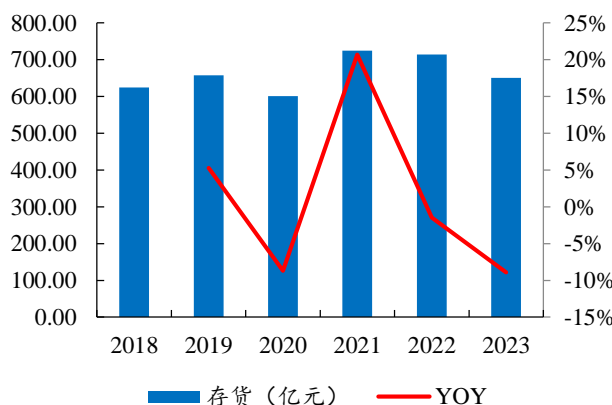
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年平均毛/净利率同比+0.8/+0.2pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023 年末纺服平均存货 650 亿元（同比-8.9%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从制造和品牌看，服装家纺 2023 年收入及盈利能力明显改善，2024Q1 业绩表请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

现分化；制造 2023 全年前低后高，2024Q1 延续恢复态势。

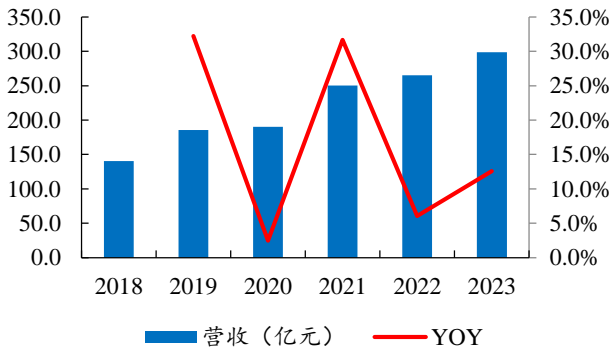
图5：从制造和品牌看，服装家纺 2023 年收入及盈利能力明显改善，制造 2023 全年前低后高

| | 收入 | | | | 收入YOY | | | | 归母净利润 | | | | 归母净利润YOY | | | | 毛利率 | | | | 毛利率YOY | | | | 净利率 | | | | 净利率YOY | | | |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|------|--------|-------|------|------|--------|----------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 |
| 运动户外 | 190.7 | 221.7 | 203.2 | 38.9 | -8.3% | 28.0% | | | 26.8 | 34.8 | 34.6 | 6.3 | -0.5% | 56.6% | | | 24.9% | 23.1% | 24.7% | 28.2% | 1.7% | 4.5% | | | 14.0% | 15.7% | 17.0% | 16.2% | 1.3% | 3.0% | | |
| 毛纺 | 25.0 | 27.3 | 28.5 | 6.9 | 4.2% | 5.3% | | | 1.9 | 1.0 | 0.6 | 0.4 | -33.7% | -11.1% | | | 20.5% | 20.9% | 19.4% | 19.9% | -1.5% | 0.0% | | | 7.5% | 3.5% | 2.2% | 5.7% | -1.3% | -1.1% | | |
| 棉纺 | 109.2 | 97.2 | 94.3 | 21.3 | -3.0% | -3.8% | | | 9.1 | 3.0 | 1.4 | 0.4 | -54.3% | -25.8% | | | 17.3% | 11.9% | 7.4% | 7.0% | -4.5% | -1.2% | | | 8.4% | 3.0% | 1.4% | 1.9% | -1.6% | -0.6% | | |
| 面料 | 33.3 | 39.9 | 35.1 | 8.3 | -12.0% | 5.1% | | | 2.6 | 4.3 | 2.6 | 0.3 | -37.9% | -36.6% | | | 18.8% | 20.8% | 19.7% | 20.6% | -1.1% | 1.6% | | | 7.7% | 10.7% | 7.5% | 3.8% | -3.1% | -2.5% | | |
| 其他纺织 | 34.3 | 34.1 | 40.1 | 11.0 | 17.6% | 40.6% | | | 2.9 | 1.8 | 3.1 | 0.9 | 68.3% | 67.3% | | | 22.2% | 19.3% | 19.8% | 20.3% | 0.6% | 1.9% | | | 8.6% | 5.4% | 7.7% | 8.3% | 2.3% | 1.3% | | |
| 成衣 | 24.0 | 26.5 | 23.1 | 6.1 | -12.9% | -1.9% | | | 1.6 | 2.0 | 1.2 | 0.3 | -40.5% | -18.5% | | | 19.1% | 19.9% | 19.0% | 17.8% | -0.9% | -0.8% | | | 6.8% | 7.5% | 5.2% | 4.4% | -2.4% | -0.9% | | |
| 内衣 | 68.5 | 69.1 | 69.1 | 21.9 | 0.0% | 29.4% | | | 4.4 | 4.0 | 4.5 | 0.8 | 12.5% | 5.0% | | | 13.5% | 12.7% | 13.9% | 14.5% | 1.2% | 2.5% | | | 6.4% | 5.7% | 6.5% | 3.8% | 0.7% | -0.9% | | |
| 无纺布 | 59.8 | 82.8 | 60.7 | 14.2 | -26.6% | -17.7% | | | 8.8 | 11.5 | 4.1 | 1.3 | -64.0% | -51.3% | | | 48.0% | 45.9% | 47.0% | 45.8% | 1.1% | -3.6% | | | 14.8% | 13.9% | 6.8% | 9.1% | -7.1% | -6.3% | | |
| 皮革 | 9.7 | 11.0 | 14.8 | 3.6 | 34.4% | 34.9% | | | 0.4 | -0.8 | 0.6 | 0.2 | 扭亏 | 扭亏 | | | 23.7% | 15.9% | 21.6% | 20.8% | 5.7% | 2.1% | | | 4.6% | -7.3% | 3.8% | 5.1% | 11.1% | 1.2% | | |
| 鞋料 | 31.8 | 33.9 | 36.1 | 7.5 | 6.6% | 15.5% | | | 4.0 | 4.2 | 4.9 | 0.7 | 15.2% | 49.0% | | | 37.5% | 38.2% | 40.2% | 37.5% | 2.0% | 0.0% | | | 12.5% | 12.5% | 13.5% | 9.5% | 1.0% | 2.1% | | |
| 运动户外 | 371.4 | 408.5 | 470.5 | 3.3 | 15.2% | 28.0% | | | 58.1 | 57.8 | 73.4 | 0.4 | 27.0% | 139.8% | | | 60.4% | 59.0% | 61.0% | 43.1% | 2.1% | 1.5% | | | 15.6% | 14.2% | 15.6% | 13.8% | 1.4% | 6.4% | | |
| 运动时尚 | 32.6 | 33.3 | 40.8 | 13.0 | 22.3% | 12.7% | | | 5.7 | 6.4 | 8.4 | 3.2 | 31.2% | 13.5% | | | 71.2% | 71.4% | 73.0% | 73.1% | 1.5% | 1.1% | | | 17.6% | 19.3% | 20.7% | 25.0% | 1.4% | 0.2% | | |
| 家纺 | 37.8 | 35.4 | 36.2 | 7.8 | 2.3% | -3.2% | | | 4.4 | 3.4 | 4.3 | 0.9 | 23.7% | -19.3% | | | 44.6% | 45.1% | 47.0% | 45.8% | 1.9% | 0.3% | | | 11.7% | 9.7% | 11.8% | 11.6% | 2.0% | -2.3% | | |
| 男装 | 131.5 | 120.9 | 139.5 | 47.5 | 15.4% | 8.6% | | | 15.6 | 13.2 | 18.4 | 6.7 | 39.4% | 10.6% | | | 41.1% | 43.2% | 45.0% | 46.9% | 1.8% | 2.2% | | | 11.9% | 10.9% | 13.2% | 14.2% | 2.3% | 0.3% | | |
| 休闲装 | 88.6 | 75.3 | 75.5 | 18.7 | 0.2% | -1.2% | | | 6.9 | 2.3 | 5.6 | 2.0 | 141.2% | 1.9% | 46.6% | 44.7% | 48.0% | 49.6% | 3.3% | 0.1% | | | 7.8% | 3.1% | 7.5% | 10.6% | 4.4% | 0.3% | | | | |
| 内衣 | 28.1 | 25.9 | 27.9 | 7.3 | 7.6% | -1.7% | | | 2.4 | 1.5 | 2.1 | 0.9 | 45.0% | -13.0% | | | 64.9% | 64.3% | 65.0% | 67.9% | 0.7% | 0.6% | | | 8.4% | 5.7% | 7.6% | 12.2% | 2.0% | -1.6% | | |
| 高端女装 | 40.6 | 36.2 | 41.8 | 5.4 | 15.5% | -7.9% | | | 4.9 | 2.7 | 4.9 | 0.5 | 82.3% | -45.1% | | | 70.0% | 70.1% | 71.3% | 68.2% | 1.2% | -0.3% | | | 12.1% | 7.5% | 11.8% | 9.5% | 4.3% | -6.4% | | |
| 童装 | 9.0 | 7.1 | 6.4 | 1.6 | -8.7% | -7.3% | | | 0.3 | -1.1 | -0.7 | 0.2 | 40.5% | 39.3% | | | 53.9% | 52.2% | 55.0% | 56.6% | 2.8% | 1.9% | | | 3.4% | -16.2% | -10.6% | 10.8% | 5.6% | 3.6% | | |
| 鞋 | 17.2 | 15.9 | 16.2 | 3.9 | 1.8% | -5.9% | | | 0.4 | -0.3 | 0.5 | 0.1 | 扭亏 | 扭亏 | | | 34.8% | 33.9% | 37.2% | 44.6% | 3.4% | -0.2% | | | 2.3% | -2.0% | 3.0% | 2.2% | 5.0% | 0.4% | | |
| 职业装 | 10.4 | 10.6 | 11.6 | 2.5 | 8.7% | 9.5% | | | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 0.5 | 19.5% | 98.7% | | | 36.5% | 36.3% | 38.0% | 35.8% | 1.7% | -0.8% | | | 11.1% | 11.9% | 13.0% | 20.7% | 1.2% | 9.3% | | |

数据来源：Wind、开源证券研究所

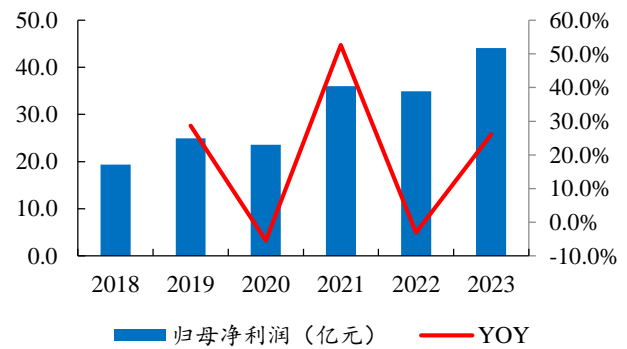
(1) 品牌 2023 年如期改善，2024Q1 表现分化：2023 年品牌平均收入 298.7 亿元，同比+12.6%，平均归母净利润 44.1 亿元，同比+26.1%，平均毛利率同比+2.9pct 至 59.0%，平均净利率同比+1.6pct 至 14.8%。截至 2023 年末，品牌平均存货 666.5 亿元（同比-9.1%），存货周转天数 159 天，同比-10 天。2024Q1A 股品牌平均收入 20.0 亿元，同比+6.1%，平均归母净利润 2.8 亿元，同比+7.6%，平均毛利率同比+1.5pct 至 49.9%，平均净利率同比+0.2pct 至 14.1%。

图6：2023 年品牌平均收入 298.7 亿元，同比+12.6%



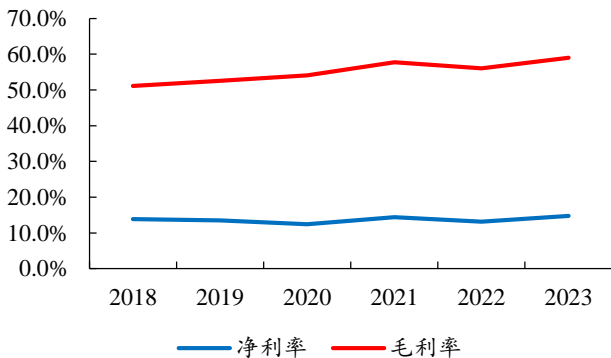
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年品牌平均归母净利润 44.1 亿元，同比+26%



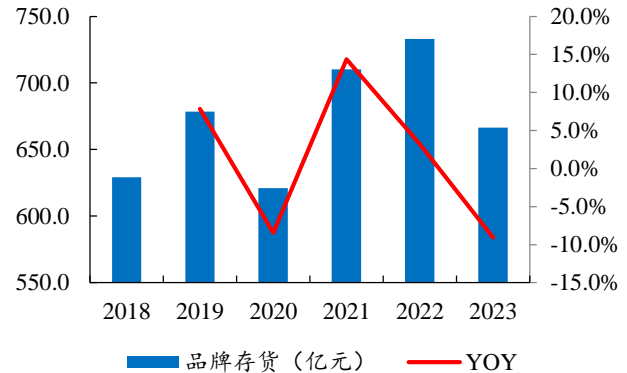
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 年品牌平均毛利率及净利率均有提升



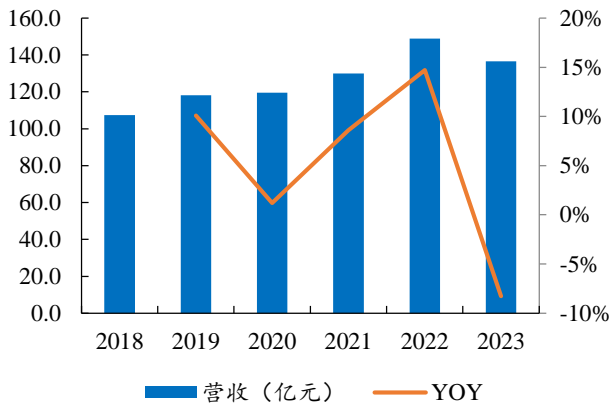
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：截至 2023 年末品牌平均存货 667 亿元，同比改善

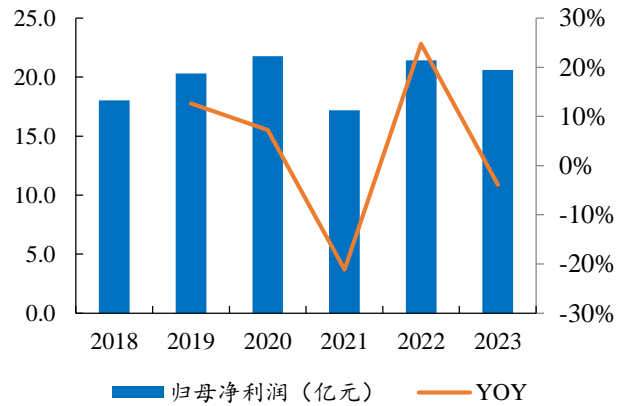


数据来源：Wind、开源证券研究所

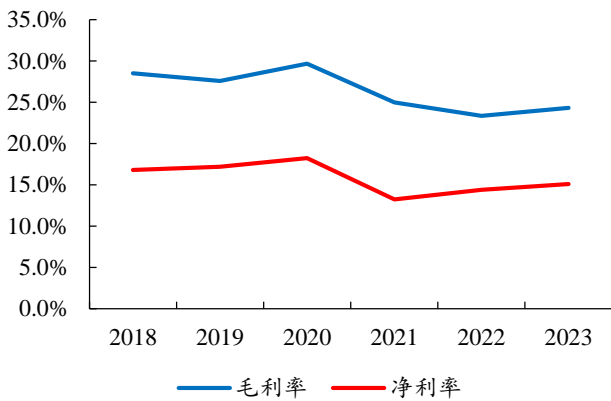
(2) 制造 2023 全年前低后高，2024Q1 延续恢复态势：2023 年制造平均收入 136.6 亿元，同比-8.3%，平均归母净利润 20.6 亿元，同比-3.9%，平均毛利率同比+1.0pct 至 24.3%，平均净利率同比+0.7pct 至 15.1%。截至 2023 年末，制造平均存货 625 亿元（同比-8.7%），存货周转天数 112 天，同比+5 天，全年呈现前低后高态势，2023H2 优质制造龙头业绩逐季修复。2024Q1A 股制造平均收入 23.3 亿元，同比+17.8%，平均归母净利润 2.9 亿元，同比+34.7%，平均毛利率同比+2.3pct 至 26.2%，平均净利率同比+1.6pct 至 12.6%，2024Q1 制造企业持续恢复，业绩弹性显现。

图10：2023 年制造平均收入 136.6 亿元，同比-8.3%


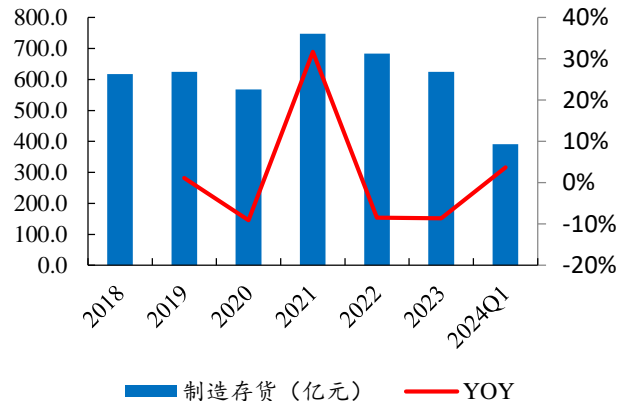
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023 年制平均归母净利润 20.6 亿元，同比-3.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023 年制造平均毛利率及净利率均有提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：截至 2023 年末制造平均存货 625 亿元(同比-9%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、运动品牌：2023 年国际品牌逐季复苏，国内品牌稳中有升

业绩回顾：(1) 国内品牌：2023 年大部分运动品牌实现双位数流水增长，基本与收入端匹配，安踏/FILA/李宁/特步/361 度品牌流水分别+高单/+高双/+低双/+20%+/+双位数，收入分别+9.3%/+16.6%/+6.5%/+11.1%/+20.2%，李宁、特步流水高于收入增速，361 度流水略弱于收入增速。2024Q1 运动品牌短期承压，安踏/FILA/李宁/特步/361 度品牌流水分别+中单/+高单/+低单/+高单/+高双。(2) 国际品牌：Nike FY2024Q1-Q3 大中华区收入增长 8%，按季看+12%/+8%/+6%增长；Adidas2023 年大中华区收入增长 8.2%，按季看-9%/+16%/+6%/+37%增长。

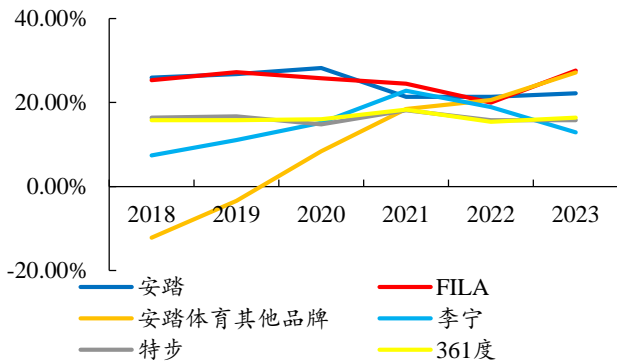
表1: 2023 年国内运动品牌基本实现双位数流水增长, 2024Q1 流水短期承压, 国际品牌收入增速连续转正

| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2022 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2023 | 2024Q1 |
|-----------------|---------------|--------|--------------|-----------------|------|--------|--------|--------------|---------------|--------------|--------|
| 安踏 | 10~20% 高段 | 负低单 | 中单 | 高单负增 长 | 低单 | 中单 | 高单 | 高单 | 10~20% 高段 | 高单 | 中单 |
| FILA | 中单 | 负高单 | 10-20%低 段 | 10-20%低 段下滑 | 低单下滑 | 接近 10% | 高双 | 10-20%低 段 | 25%-30% | 10~20% 高段 | 高单 |
| 李宁 | 20%-30% 高段 | 负高单 | 10-20%中 段 | 10%-20% 低段下滑 | 4% | 中单 | 中双 | 中单 | 20%-30% 低段 | 10-20%低 段 | 低单 |
| 特步 | 30-35% | 中双 | 20-25% | 高单下滑 | 中双 | 20% | 高双 | 高双 | 30%+ | 20%+ | 高单 |
| 361 度 | 高双 | 低双 | 中双 | 持平 | 双位数 | 中双 | 中双 | 15% | 20%+ | 双位数 | 高双 |
| Adidas 大中 华区 | -35% | -35% | -27% | -50% | -36% | -9% | 16% | 6% | 37% | 8% | 8% |
| Nike 大中 华区 | -8% | -20% | -13% | 6% | / | 1% | 25% | 12% | 8% | / | 6% |

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所, 注: 国际品牌为收入指标, 均为货币中性下增速

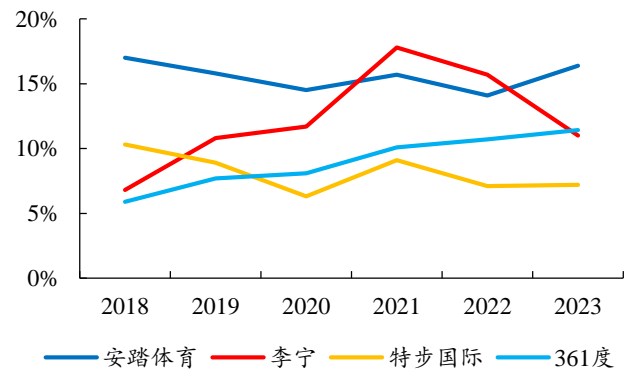
盈利能力: 安踏体育、FILA 及其他品牌 OPM 亮眼, 行业净利率稳中有升。OPM: 2023 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度经营利润率分别为 24.6%/12.9%/11%/16.4%, 分别+3.7/-6/-0.3/+1pct。从细分品牌来看, 安踏主品牌/FILA/安踏体育其他品牌的经营利润率为 22.2%/27.6%/27.1%, 同比+0.8/+7.6/+6.6pct, 特步主品牌为 15.8%, 同比持平, 高于集团经营利润率。净利率: 2023 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度净利率分别为 16.4%/11%/7.2%/11.4%, 同比+2.3/-4.7/+0.1/+0.7pct。其中特步主品牌净利率为 12.4% (同比+0.3pct), 高于集团净利率。

图14: 2023 年安踏体育 FILA 其他品牌 OPM 提升显著



数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

图15: 2023 年安踏体育净利率提升显著



数据来源: 各公司公告, 开源证券研究所

经营指标: 库销比回归良性, 2023Q4 加大秋冬存货去库力度导致加深, 2024Q1 折扣逐步改善。2023Q4 行业折扣有环比加深但同比改善趋势, 361 度同比环比均有改善。全年安踏折扣同比略有加深、李宁折扣略有改善、FILA 折扣改善 2pct。2024Q1 逐步改善, 安踏线上折扣明显改善, FILA 线上线下均有改善, 李宁线上线下均有低单改善, 特步折扣 7-7.5 折。

表2: 2023Q4 加大去库力度, 2024Q1 折扣逐步改善

| 折扣 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 |
|----|----------------------|------------------|------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| 安踏 | 基本持平 (21Q4 位 7.4) | 7.2 (22Q1 为 7.3) | 预计 7.2-7.5 | 7.2, 环比稳定, 同 比加深 | 环比加深、同比加 深但加深幅度收窄 | 折扣持续稳定, 线 上折扣明显改善 |

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

| 折扣 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 |
|-------|----------|--------------------|-----------------|---------------------|----------------------|------------------------|
| FILA | 正价 8-8.6 | 正价 8.6 | 同比环比改善 | 7.6, 环比持平, 同比改善 | 环比加深, 同比改善且改善幅度扩大 | 线上和线下均有改善 |
| 李宁 | 6.5 左右 | 6.5-7 (加深中单) | 7 | 线下折扣同比改善, 线上折扣同比有压力 | 线下折扣同比改善, 其中直营同比改善中单 | 线下线上均有低单改善, 综合折扣 6 折高段 |
| 特步 | 7 | 7-7.5 (22Q1 为 7.5) | 7.5 | 7-7.5 折 | 7, 环比加深, 同比持平 | 7-7.5 折 |
| 361 度 | 7 | 7-7.2 | 7-7.1 (改善 5pct) | 7 | 7.1-7.2, 环比同比改善 | 7 |

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

折扣加大后 2023Q4 库销比修复至良性水平, 2024Q1 仍维持良性折扣水平。各品牌库销比至 2023 年底均已修复至健康水平。由于消费需求疲软, 2023Q3 为安踏/FILA/李宁/特步品牌库销比峰值, 361 度库销比逐季改善。

表3: 2023Q4 库销比修复至良性水平, 2024Q1 仍维持良性折扣水平

| 库销比 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 安踏 | >5 | <5 | <5 | <5 | <5 | <5 |
| FILA | 7 | <5 | <5 | 5 | <5 | <5 |
| 李宁 | 4.2 | 4-4.5 | 3.8 | 5 | 3.6 | 4+ |
| 特步 | 5 | <5 | <5 | 4.5-5 | 4-4.5 | 4-4.5 |
| 361 度 | 5.5 | ~5 | 5 左右 | 5 以下 | 4.5-5 | 4.5-5 |

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.2、男装品牌: 2023 年渠道拓展稳步推进, 2024Q1 好于其他版块

收入端: 2023 年板块整体收入同比增长 17%, 中国利郎/比音勒芬/报喜鸟/海澜之家/九牧王/七匹狼分别同增 15%/23%/22%/16%/17%/7%, 2024Q1 受天气因素影响, 收入增速略有放缓, 板块整体收入同比增长 9%, 比音勒芬/报喜鸟/海澜之家/九牧王/七匹狼分别同增 18%/5%/9%/22%/-2%。

门店: 2023 年下半年开店加速, 基本恢复全年净开态势, 比音勒芬、报喜鸟、七匹狼 2023 年全年净开 64/77/12 家; 九牧王渠道改革接近尾声, 2023 年下半年仅净关 4 家; 海澜之家剥离男生女生业务导致净关, 海澜之家系列 2023 年全年净开 34 家。

表4: 2023 年下半年开店加速, 各男装企业较年初基本实现净开店 (单位: 家)

| 男装 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023H1 | 2023 | 较 2023H1 | 较 2022 |
|------|------|------|------|--------|------|----------|--------|
| 海澜之家 | 7381 | 7652 | 8219 | 8212 | 6877 | -1335 | -1342 |
| 报喜鸟 | 1633 | 1676 | 1684 | 1670 | 1761 | 91 | 77 |
| 比音勒芬 | 979 | 1100 | 1191 | 1193 | 1255 | 62 | 64 |
| 九牧王 | 2756 | 2695 | 2444 | 2390 | 2386 | -4 | -58 |
| 七匹狼 | 1912 | 1876 | 1819 | 1800 | 1831 | 31 | 12 |

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

利润端: 2023 年持续提升, 2024Q1 有所分化。2023 年板块整体净利润同比增长 38%, 各男装品牌净利率均有提升, 中国利郎/比音勒芬/报喜鸟/海澜之家/九牧王/七匹狼净利率分别同比提升 0.4/0.6/2.7/2.1/9.9/3.2pct。2024Q1 板块整体净利润同比增

长 11%，男装品牌盈利能力有所分化，比音勒芬/海澜之家/七匹狼净利率分别同比提升 0.7/0.2/2.1pct，报喜鸟/九牧王净利率分别同比下降 1.3/1.1pct。

存货：存货情况持续改善。2023 年板块存货同比下降 1%，存货周转天数同比缩短 24 天，2024Q1 板块存货规模同比增加 5%，存货周转天数同比缩短 12 天；其中比音勒芬、海澜之家存货周转改善明显。

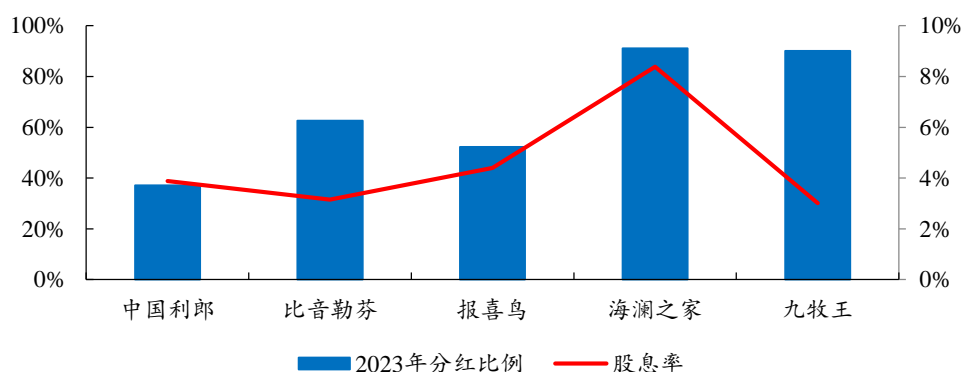
图16：2023 年男装平均收入/利润同比+17%/+38%，盈利能力和营运能力持续提升

| | 收入 (亿元) | | | | | 归母净利润 (亿元) | | | | |
|------|---------|-------|--------|------|--------|------------|-------|--------|-------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2023 | 2024Q1 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2023 | 2024Q1 |
| 中国利郎 | 30.9 | 35.4 | | 15% | | 4.5 | 5.3 | | 18% | |
| 比音勒芬 | 28.6 | 35.0 | 12.6 | 23% | 18% | 7.3 | 9.1 | 3.6 | 25% | 20% |
| 报喜鸟 | 42.8 | 52.1 | 13.4 | 22% | 5% | 4.6 | 7.0 | 2.5 | 52% | -2% |
| 海澜之家 | 184.3 | 213.8 | 61.5 | 16% | 9% | 21.6 | 29.5 | 8.9 | 37% | 10% |
| 九牧王 | 25.9 | 30.2 | 9.3 | 17% | 22% | -0.9 | 1.9 | 1.1 | -305% | 11% |
| 七匹狼 | 32.0 | 34.3 | 8.9 | 7% | -2% | 1.5 | 2.7 | 1.1 | 79% | 19% |
| 板块 | 98.2 | 114.4 | 39.2 | 17% | 9% | 12.0 | 16.6 | 6.1 | 38% | 11% |
| | 毛利率 | | | | | 净利率 | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2023 | 2024Q1 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2023 | 2024Q1 |
| 中国利郎 | 46.0% | 48.2% | | 2.1% | | 14.5% | 15.0% | | 0.4% | |
| 比音勒芬 | 77.2% | 78.4% | 75.9% | 1.2% | 0.3% | 25.4% | 26.0% | 28.8% | 0.6% | 0.7% |
| 报喜鸟 | 62.4% | 64.4% | 67.5% | 2.0% | 1.8% | 10.7% | 13.4% | 18.6% | 2.7% | -1.3% |
| 海澜之家 | 42.5% | 44.1% | 46.4% | 1.6% | 2.2% | 11.7% | 13.8% | 14.4% | 2.1% | 0.2% |
| 九牧王 | 59.0% | 63.2% | 64.5% | 4.1% | 4.5% | -3.6% | 6.3% | 11.7% | 9.9% | -1.1% |
| 七匹狼 | 44.7% | 49.6% | 45.3% | 5.0% | 2.1% | 4.7% | 7.9% | 12.0% | 3.2% | 2.1% |
| 板块 | 46.4% | 48.3% | 49.6% | 1.9% | 2.3% | 12.2% | 14.5% | 15.5% | 2.2% | 0.2% |
| | 存货 (亿元) | | | | | 存货周转天数 | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2023 | 2024Q1 | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2023 | 2024Q1 |
| 中国利郎 | 8.9 | 8.3 | | -7% | | 192 | 168 | | -25 | |
| 比音勒芬 | 7.5 | 7.1 | 6.4 | -5% | -1% | 388 | 346 | 200 | -42 | -40 |
| 报喜鸟 | 11.8 | 11.5 | 10.7 | -2% | -1% | 268 | 236 | 241 | -32 | 1 |
| 海澜之家 | 94.6 | 93.4 | 82.2 | -1% | 6% | 298 | 283 | 240 | -15 | -6 |
| 九牧王 | 8.3 | 9.4 | 8.5 | 13% | 9% | 295 | 287 | 246 | -8 | 8 |
| 七匹狼 | 9.7 | 8.8 | 7.4 | -9% | -13% | 203 | 194 | 151 | -9 | -9 |
| 板块 | 46.2 | 45.5 | 48.9 | -1% | 5% | 304 | 280 | 227 | -24 | -12 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

分红：2023 年男装板块保持高分红比例，中国利郎/比音勒芬/报喜鸟/海澜之家/九牧王的现金分红比例分别为 37%/63%/52%/91%/90%，股息率达到了 4%/3%/4%/8%/3%。

图17：2023 年男装板块保持高分红比例



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：股息率截至 2023/12/31

1.3、家纺板块业绩韧性凸显、休闲装业绩修复明显、高端女装表现分化

1.3.1、家纺板块：2023 年渠道稳步扩张下业绩韧性凸显，维持高分红比例

业绩端：家纺龙头业绩韧性凸显，2023 年及 2024Q1 各龙头家纺业务稳健增长，水星家纺/富安娜 2024Q1 收入分别同比+12%/5%，归母净利润分别同比+12%/10%，

罗莱家纺受美国业务影响业绩端短期承压。

门店：渠道稳步扩张，罗莱生活 2023 年全年净开 68 家至 2730 家；富安娜 2023 年全年净开 24 家至 1494 家，仍处于稳步扩张状态。

分红：2023 年家纺板块保持高分红比例，罗莱生活/水星家纺/富安娜的现金分红比例分别为 58%/67%/95%，股息率达到 4%/7%/7%。

1.3.2、休闲装：2023 年业绩端修复明显，2024Q1 渠道改革持续推进

业绩端：休闲龙头利润端修复明显，渠道改革进度影响业绩表现。2023 年太平鸟/森马服饰/锦泓集团归母净利润分别同增 128%/76%/317%，利润端修复明显。但各公司渠道改革进度影响业绩表现，2024Q1 太平鸟/森马服饰/锦泓集团收入分别同比-13%/+5%/-1%。

门店：渠道改革持续推进，太平鸟/森马服饰/锦泓集团 2023 年全年分别净关 940/203/134 家至 3731/7937/1296 家，看好 2024 年恢复净开态势。

1.3.3、高端女装：2023 年业绩表现分化，2024Q1 盈利能力短期承压

业绩端：2023 年业绩表现分化，2024Q1 盈利能力短期承压。2023 年地素时尚/歌力思/欣贺股份/安正时尚/赢家时尚归母净利润分别同比 +28%/+417%/-22%/+3%/-113%/+119%，业绩表现分化。2024Q1 高端女装盈利能力短期承压，地素时尚/歌力思/欣贺股份/安正时尚净利率分别同降 6.4/3.2/9.3/8.9/7.2pct。

门店：整体呈现净关态势，歌力思逆势扩张。地素时尚/欣贺股份/安正时尚/赢家时尚 2023 年全年分别净关 86/22/605/42 家至 1037/484/1368/1964 家，歌力思逆势扩张，2023 全年净开 39 家至 652 家。

图18：2023 年家纺板块业绩韧性凸显、休闲装业绩修复明显、高端女装表现分化

| 细分领域 | 代码 | 公司 | 2023Q1 | | | | | 2023Q2 | | | | | 2023Q3 | | | | | 2023Q4 | | | | | 2024Q1 | | | | |
|-----------|-----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--|
| | | | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | |
| | | | 收入 | | | | | | | | | | | | | | | 收入YOY | | | | | 毛利率 | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | 毛利率YOY | | | | | | | | | |
| 家纺 | 002293.SZ | 罗莱家纺 | 12.4 | 12.2 | 13.0 | 15.6 | 10.9 | 52.7 | -8% | 11% | -3% | -2% | 1% | 0% | 44.0% | 47.0% | 43.1% | 53.5% | 43.5% | 47.3% | 5.2% | 1.9% | 1.9% | 0.3% | -0.5% | 1.3% | |
| | 603365.SH | 水星家纺 | 8.2 | 9.8 | 9.6 | 14.6 | 9.1 | 41.8 | 1% | 17% | 13% | 23% | 13% | 15% | 39.7% | 40.1% | 40.3% | 40.0% | 41.4% | 40.0% | 1.6% | 4.0% | -0.2% | 0.4% | 1.7% | | |
| | 002327.SZ | 富安娜 | 6.2 | 6.5 | 6.5 | 11.0 | 6.5 | 29.9 | 8% | 2% | 1% | 5% | -3% | 54.3% | 54.0% | 55.4% | 57.4% | 54.2% | 55.6% | 1.2% | 1.6% | 1.5% | 4.4% | -0.1% | 2.5% | | |
| | 603877.SH | 太平鸟 | 20.7 | 15.3 | 16.2 | 25.7 | 18.1 | 77.1 | -15% | -12% | -20% | 8% | -8% | -10% | 60.0% | 55.8% | 52.1% | 49.6% | 55.3% | 54.1% | 5.8% | 7.2% | 6.2% | 8.9% | -4.7% | 5.9% | |
| | 002563.SZ | 森马服饰 | 30.0 | 25.6 | 33.4 | 47.6 | 31.4 | 135.6 | 8% | 10% | 11% | 9% | 5% | 2% | 44.3% | 45.0% | 43.3% | 43.8% | 46.6% | 44.0% | 1.7% | 6.0% | 4.1% | 0.7% | 2.3% | 2.7% | |
| 休闲装 | 301088.SZ | 戎美股份 | 2.1 | 1.9 | 1.3 | 2.5 | 1.8 | 7.6 | 2% | 1% | 1% | 2% | 1% | 39.3% | 39.9% | 34.2% | 41.2% | 43.6% | 39.9% | 5.6% | 0.9% | -6.2% | 2.4% | -1.3% | -1.7% | | |
| | 603518.SH | 锦泓集团 | 11.7 | 9.4 | 9.9 | 14.5 | 11.5 | 45.2 | 8% | 23% | 2% | 2% | -1% | 69.4% | 68.4% | 69.7% | 69.2% | 70.2% | 69.2% | 0.2% | -1.2% | 0.0% | 0.6% | 0.8% | 0.0% | | |
| | 603587.SH | 地素时尚 | 6.1 | 6.4 | 6.0 | 8.0 | 5.4 | 26.2 | 2% | 26% | -4% | 13% | -2% | 10% | 76.7% | 74.9% | 72.9% | 73.7% | 75.6% | 74.5% | 0.0% | -0.2% | 0.5% | -3.5% | -1.1% | -0.9% | |
| | 603808.SH | 歌力思 | 6.7 | 7.1 | 6.9 | 8.5 | 7.5 | 29.0 | 6% | 30% | 24% | 3% | 12% | 22% | 65.5% | 69.4% | 65.6% | 70.0% | 67.3% | 67.8% | 3.3% | 3.7% | 1.0% | 0.0% | 1.7% | 4.0% | |
| | 003016.SZ | 欣贺股份 | 4.5 | 4.5 | 4.0 | 4.6 | 3.6 | 17.3 | -1% | 14% | -2% | 5% | 1% | 1% | 70.2% | 72.1% | 67.7% | 67.6% | 69.0% | 69.4% | 0.5% | 1.9% | -2.6% | 0.2% | -1.2% | 0.1% | |
| 高端女装 | 603196.SH | 日播时尚 | 2.5 | 2.0 | 2.5 | 3.3 | 2.0 | 10.2 | 2% | 17% | -2% | 28% | -19% | 8% | 60.3% | 59.3% | 57.7% | 51.2% | 62.0% | 56.6% | 1.9% | 0.8% | -2.1% | -0.2% | 1.7% | 0.9% | |
| | 603839.SH | 安正时尚 | 6.0 | 6.9 | 4.9 | 3.9 | 5.1 | 21.5 | 5% | 46% | 13% | 3% | -1% | 4% | 49.3% | 40.4% | 50.6% | 69.7% | 48.7% | 50.4% | 2.5% | 5.6% | 3.7% | 16.2% | 14.5% | 3.3% | |
| | 3709.HK | 赢家时尚 | | | | | 69.1 | | | | | 2% | | | | | | | | | | | | | | 10.2% | |
| | 002875.SZ | 安奈儿 | 2.2 | 1.9 | 1.5 | 2.4 | 2.0 | 8.0 | 1% | 2% | 1% | 1% | -1% | 1% | 51.8% | 55.3% | 53.7% | 47.8% | 52.4% | 51.8% | 2.7% | 3.8% | 10.9% | 8.9% | 10.6% | 4.6% | |
| | 301276.SZ | 嘉曼服饰 | 2.9 | 2.3 | 1.9 | 4.4 | 2.9 | 11.4 | 0% | 0% | 13% | 3% | -2% | 1% | 61.4% | 61.2% | 56.4% | 59.4% | 62.6% | 59.8% | 0.7% | 0.8% | -0.6% | 0.1% | 1.2% | 0.0% | |
| 002762.SZ | 金发拉比 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 2.0 | | | 1% | 1% | 1% | 0% | 0% | 55.2% | 51.2% | 50.7% | 59.0% | 53.2% | 54.2% | -1.2% | 0.5% | 2.6% | 1.1% | -2.0% | 1.8% | | |
| | | | 归母净利润 | | | | | | | | | | | | | | | 归母净利润YOY | | | | | 净利率 | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | 净利率YOY | | | | | | | | | |
| 家纺 | 002293.SZ | 罗莱家纺 | 1.8 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 0.9 | 5.7 | 1% | 6% | -2% | -1% | -4% | -1% | 14.3% | 8.8% | 10.1% | 10.0% | 8.2% | 10.9% | 1.9% | 3.0% | -2.5% | -1.4% | -6.1% | -0.1% | |
| | 603365.SH | 水星家纺 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 1.3 | 0.9 | 3.8 | -1% | 28% | 9% | 33% | 13% | 36% | 10.2% | 8.8% | 8.6% | 8.7% | 10.2% | 9.1% | -0.3% | 6.1% | -0.2% | 0.5% | 0.0% | 1.4% | |
| | 002327.SZ | 富安娜 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 2.3 | 1.2 | 5.7 | 5% | 2% | 9% | 10% | 7% | 17.9% | 16.6% | 19.5% | 20.4% | 18.8% | 19.1% | 2.2% | 0.7% | 1.5% | 1.6% | 0.9% | 1.6% | | |
| | 603877.SH | 太平鸟 | 2.2 | 0.3 | -0.4 | 2.1 | 1.6 | 4.2 | 14% | 15% | -14% | 56% | -27% | 128% | 10.5% | 2.2% | -2.5% | 8.3% | 8.8% | 5.5% | 2.8% | 5.5% | -3.5% | 6.9% | -1.7% | 3.3% | |
| | 002563.SZ | 森马服饰 | 3.1 | 2.0 | 3.2 | 2.9 | 3.5 | 11.2 | 4% | 29% | 8% | -2% | 1% | 7% | 10.4% | 8.0% | 9.5% | 6.1% | 11.0% | 8.3% | 4.0% | 12.5% | 4.4% | -2.3% | 0.7% | 3.5% | |
| 休闲装 | 301088.SZ | 戎美股份 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.8 | -24% | -8% | -4% | -8% | -2% | -4% | 17.6% | 10.7% | 5.5% | 8.7% | 14.4% | 11.1% | -5.9% | -4.0% | -10.7% | -7.9% | -3.1% | -6.6% | |
| | 603518.SH | 锦泓集团 | 1.0 | 0.4 | 0.5 | 1.1 | 1.2 | 3.0 | 14% | 83% | 30% | 13% | 317% | 8.8% | 4.3% | 4.8% | 7.4% | 10.1% | 6.6% | 5.0% | 5.0% | 0.6% | 7.4% | 1.3% | 4.7% | | |
| | 603587.SH | 地素时尚 | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 0.8 | 1.1 | 4.9 | 9% | 40% | -18% | 77% | -3% | 2% | 26.9% | 22.3% | 17.9% | 10.0% | 20.5% | 18.8% | 1.7% | 2.0% | -2.1% | 8.6% | -6.4% | 2.6% | |
| | 603808.SH | 歌力思 | 0.5 | 0.6 | 0.3 | -0.3 | 0.3 | 1.1 | 0% | 0% | -1% | -5% | -3% | 417% | 7.1% | 8.8% | 3.9% | -3.6% | 3.9% | 3.6% | -0.4% | 8.2% | -1.6% | 5.8% | -3.2% | 2.8% | |
| | 003016.SZ | 欣贺股份 | 0.5 | 0.5 | 0.2 | -0.2 | 0.1 | 1.0 | -23% | 24% | -30% | -8% | -22% | 10.9% | 10.5% | 5.3% | -3.6% | 1.5% | 5.8% | -1.5% | 1.1% | -2.1% | -3.6% | -9.3% | -1.7% | | |
| 高端女装 | 603196.SH | 日播时尚 | 0.1 | -0.1 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | 0.2 | 5% | 5% | -8% | -6% | -5% | 3% | 4.9% | -3.4% | 6.3% | -1.1% | -3.9% | 1.7% | 1.6% | -0.8% | -2.6% | 3.5% | -8.9% | -0.1% | |
| | 603839.SH | 安正时尚 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | -0.1 | 0.5 | 24% | 12% | 10% | 10% | -13% | -4% | 4.5% | 0.1% | 0.5% | 4.3% | -2.7% | 2.2% | 0.8% | 0.5% | -3.6% | 7.4% | -7.2% | 7.9% | |
| | 3709.HK | 赢家时尚 | | | | | 8.4 | | | | | 11% | | | | | | | | | | | | | | 5.4% | |
| | 002875.SZ | 安奈儿 | -0.1 | -0.2 | -0.5 | -0.3 | 0.1 | -1.0 | 7% | 6% | 24% | 69% | 27% | 58% | -3.2% | -10.0% | -31.2% | -10.6% | 6.1% | -12.4% | 6.9% | 17.8% | 5.3% | 21.1% | 9.3% | 13.0% | |
| | 301276.SZ | 嘉曼服饰 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 1.8 | 24% | 42% | 4% | -1% | -8% | 8% | 21.9% | 13.9% | 16.1% | 12.1% | 18.5% | 15.7% | 4.3% | 2.8% | 2.7% | -2.5% | -3.4% | 1.1% | |
| 002762.SZ | 金发拉比 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.3 | 0.0 | -0.2 | -11% | -5% | -7% | 7% | -9% | 7% | 10.6% | 4.1% | -7.3% | -51.0% | 1.1% | -11.7% | 0.6% | -3.4% | -6.6% | 97.4% | -9.5% | 24.7% | | |

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：2023 年家纺渠道稳步扩张，休闲装、高端女装总体呈净关态势

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023H1 | 2023 | 较 2023H1 | 较 2022 |
|------|------|------|------|--------|------|----------|--------|
| 家纺 | | | | | | | |
| 罗莱生活 | 2236 | 2481 | 2662 | 2692 | 2730 | 38 | 68 |

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023H1 | 2023 | 较 2023H1 | 较 2022 |
|-------------|------|------|------|--------|------|----------|--------|
| 富安娜 | 1254 | 1525 | 1470 | 1464 | 1494 | 30 | 24 |
| 休闲装 | | | | | | | |
| 森马服饰 | 8725 | 8567 | 8140 | 8136 | 7937 | -199 | -203 |
| 太平鸟 | 4616 | 5214 | 4671 | 4174 | 3731 | -443 | -940 |
| 锦泓集团 | 1355 | 1429 | 1430 | 1347 | 1296 | -51 | -134 |
| 高端女装 | | | | | | | |
| 歌力思 | 550 | 550 | 613 | 631 | 652 | 21 | 39 |
| 地素时尚 | 1154 | 1199 | 1123 | | 1037 | | -86 |
| 安正时尚 | 2453 | 2235 | 1973 | 1941 | 1368 | -573 | -605 |
| 赢家时尚 | 1836 | 2041 | 2006 | 1980 | 1964 | -16 | -42 |
| 欣贺股份 | 524 | 496 | 506 | 511 | 484 | -27 | -22 |

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.4、代工制造：产能布局&新客户开拓，优质龙头业绩呈逐季恢复态势

业绩端：2023H2 开始，海外客户去库存接近尾声，在大客户订单恢复增长的基础上，优质代工龙头凭借海外产能布局拓展新客户，持续贡献收入增长，业绩全年前低后高，呈现逐季恢复态势。2023Q4 各代工龙头收入端增速转正，部分优质龙头如伟星股份、兴业科技 Q3 已实现转正。并随着产品结构优化、产能陆续爬坡，带动盈利能力持续提升，2024Q1 华利集团/开润股份/南山智尚/伟星股份/健盛集团净利率分别同比提升 3.4/3.1/0.4/2.0/7.2pct。

优质个股：华利集团成品鞋工厂越南峻宏、印尼世川（一期）于 2024Q1 投产，大部分老客户恢复增长，同时新客户快速增长拉动整体增速，2024Q1 量+18.4%/美金单价+6.5%；开润股份布局印尼差异化产能，新增服装代工优质大客户创造收入新增量，同时客户及产品结构优化调整带动盈利能力提升；申洲国际 2023 年核心客户占比下降，新品牌增长势头良好，内销保持增长，海外工厂提效将带动盈利能力提升；伟星股份 2023 年恢复态势好于行业，越南工厂于 2024Q1 投产，正有序安排客户参观、验厂，陆续进行接单生产；健盛集团 2023 年棉袜客户下单恢复增长，无缝持续开发新客户，2024 年越南产能布局和客户结构持续优化，进一步带动盈利能力提升。

图19：2023Q1-2024Q1 优质龙头业绩呈现逐季恢复态势

| 代码 | 公司 | 2023Q1-2024Q1 收入 | | | | | 2023 收入 YOY | | | | | 2023Q1-2024Q1 毛利率 | | | | | 2023 毛利率 YOY | | | | | | | | | | |
|-----------|------|------------------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|-------------------|------|--------|--------|--------|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|------|-------|----|
| | | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2023 | | |
| 2313.HK | 中洲国际 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 249.7 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 300979.SZ | 华利集团 | 36.6 | 55.5 | 51.0 | 58.1 | 47.6 | 201.1 | -11% | -4% | -7% | 12% | 30% | -2% | 23.3% | 25.4% | 26.5% | 26.4% | 28.4% | 25.6% | 3% | 4% | 1% | 0% | 5% | 0% | -4.3% | |
| 300577.SZ | 开润股份 | 7.4 | 8.2 | 7.3 | 8.2 | 9.1 | 30.9 | 21% | 16% | -14% | 41% | 23% | 13% | 21.8% | 21.6% | 25.2% | 28.7% | 24.2% | 24.4% | 3% | 0% | 4% | 9% | 2% | 2% | | |
| 300918.SZ | 南山智尚 | 3.3 | 4.0 | 4.0 | 4.8 | 3.6 | 15.9 | 1% | -13% | -2% | 6% | 10% | -2% | 32.8% | 35.2% | 35.1% | 35.1% | 32.8% | 34.7% | 1% | 3% | 1% | 1% | 1% | 0% | 1% | |
| 002674.SZ | 兴业科技 | 4.6 | 7.3 | 7.4 | 7.6 | 6.0 | 26.9 | 79% | 52% | 13% | 29% | 29% | 36% | 17.8% | 21.8% | 23.7% | 21.0% | 20.2% | 21.4% | 5% | 3% | 0% | 1% | 2% | 1% | 1% | |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 7.0 | 11.3 | 10.8 | 10.0 | 8.0 | 38.6 | -4% | 2% | 9% | 24% | 15% | 7% | 37.7% | 43.4% | 42.2% | 39.0% | 37.9% | 40.9% | -2% | 2% | 0% | 5% | 0% | 0% | 1% | |
| 603558.SH | 健盛集团 | 5.0 | 6.1 | 5.5 | 6.2 | 5.5 | 22.6 | -7% | -15% | -2% | 16% | 10% | -3% | 22.4% | 26.6% | 28.6% | 25.8% | 29.3% | 26.0% | 3% | 7% | 4% | 1% | 6% | 7% | 0% | |
| | | 归母净利润 | | | | | 归母净利润 YOY | | | | | 净利率 | | | | | 净利率 YOY | | | | | | | | | | |
| 2313.HK | 中洲国际 | | | | | | 45.6 | | | | | | 0% | | | | | | | 18.3% | | | | | | | 1% |
| 300979.SZ | 华利集团 | 4.8 | 9.7 | 8.3 | 9.1 | 7.9 | 32.0 | -26% | 7% | -6% | 17% | 64% | -1% | 13.1% | 17.6% | 16.3% | 15.7% | 16.5% | 15.9% | 6% | 7% | 0% | 0% | 3% | 3% | 0% | 0% |
| 300577.SZ | 开润股份 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | -0.1 | 0.7 | 1.2 | -25% | 171% | 128% | 76% | 103% | 147% | 4.7% | 4.9% | 6.3% | -0.7% | 7.8% | 3.7% | 2% | 4% | 3% | 3% | 3% | 2% | 2% | |
| 300918.SZ | 南山智尚 | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.8 | 0.4 | 2.0 | 13% | 9% | 17% | 3% | 15% | 9% | 9.8% | 11.3% | 10.8% | 17.3% | 10.3% | 12.8% | 1% | 2% | 1% | 1% | 0% | 0% | 1% | |
| 002674.SZ | 兴业科技 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 0.1 | 0.3 | 1.9 | 63% | 36% | 0% | -32% | 22% | 24% | 6.1% | 8.8% | 10.8% | 1.7% | 5.8% | 6.9% | 4% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 0.5 | 2.5 | 2.3 | 0.3 | 0.8 | 5.6 | -18% | 1% | 11% | 118% | 45% | 14% | 7.7% | 21.9% | 21.4% | 2.6% | 9.7% | 14.5% | 3% | 4% | 0% | 6% | 2% | 0% | 0% | |
| 603558.SH | 健盛集团 | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 2.7 | -53% | -20% | -4% | 118% | 112% | 3% | 7.8% | 13.9% | 13.9% | 11.2% | 15.0% | 12.0% | 7% | 7% | -1% | 1% | 5% | 7% | 0% | |

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、2024Q1 户外需求待恢复，纱线长丝随下游需求提升业绩稳步恢复

户外代工：户外代工整体需求承压，盈利能力普遍承压，2024Q1 外销增长快于

内销，期待 Q2 旺季表现，其中浙江自然从 2023Q4 开始收入逐季改善，业绩端仍承压。

纱线长丝：下游需求持续改善，百隆东方/富春染织/台华新材/新澳股份/鲁泰 2024Q1 收入分别同增 23%/14%/52%/12%/0.3%；需求旺盛叠加产能逐步释放，台华新材/富春染织 2024Q1 利润端同比增长 101%/30%。

图20：2024Q1 户外需求偏弱，纱线长丝随下游采购需求提升业绩稳步恢复

| 细分领域 | 代码 | 公司 | 2023Q1 | | | | | 2023Q2 | | | | | 2023Q3 | | | | | 2023Q4 | | | | | 2024Q1 | | | | | |
|------|-----------|------|--------|------|------|------|------|----------|------|------|------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-----|--|
| | | | 收入 | YOY | YOY | YOY | YOY | 收入 | YOY | YOY | YOY | YOY | 收入 | YOY | YOY | YOY | YOY | 收入 | YOY | YOY | YOY | YOY | 收入 | YOY | YOY | YOY | YOY | |
| 户外代工 | 605180.SH | 华生科技 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 2.4 | 29% | 21% | 23% | 23% | 24% | 25.8% | 27.7% | 23.1% | 23.6% | 27.8% | 24.9% | -7% | -0.1% | -1.1% | -2% | 1.9% | -3.1% | | | |
| | 605080.SH | 浙江自然 | 2.4 | 2.9 | 1.4 | 1.5 | 2.7 | 8.1 | 27% | 5% | 16% | 7% | 19% | 3% | 37.9% | 33.8% | 30.2% | 30.8% | 38.4% | 33.8% | 1.4% | -1.4% | -6.8% | -5.5% | 0.5% | -2.8% | | |
| | 001238.SZ | 浙江正特 | 3.5 | 3.7 | 1.7 | 2.0 | 3.6 | 10.8 | 9% | 5% | 26% | 25% | 2% | 21% | 24.5% | 27.4% | 28.4% | 15.2% | 26.0% | 24.3% | 9.3% | 4.2% | 6.2% | -9.1% | 1.5% | 3.3% | | |
| | 002489.SZ | 浙江永强 | 24.4 | 4.7 | 1.9 | 17.4 | 22.7 | 47.9 | 23% | 74% | 49% | 55% | 7% | 11% | 29.0% | 19.1% | -16.9% | 21.8% | 24.5% | 23.6% | 13.3% | 6.4% | -19.8% | -3.8% | -4.5% | 6.4% | | |
| | 603307.SH | 扬州金泰 | 2.7 | 2.5 | 1.5 | 1.8 | 2.2 | 8.4 | 3% | 46% | 48% | 33% | 9% | 25% | 33.2% | 34.7% | 32.0% | 28.8% | 30.6% | 6.8% | 8.1% | 8.1% | 2.3% | 0.5% | -2.6% | 5.1% | | |
| | 2678.HK | 天虹纺织 | | | | | | 227.3 | | | | | | 5% | | | | | | | | | | | | | | |
| 纱线长丝 | 002042.SZ | 华孚时尚 | 45.3 | 32.2 | 33.0 | 26.1 | 39.2 | 135.8 | 9% | 27% | 31% | 135% | 13% | 6% | 5.7% | 4.9% | 4.7% | 0.3% | 5.3% | 4.2% | -4.8% | -3.1% | 0.5% | 19.1% | -0.4% | -1.0% | | |
| | 601339.SH | 百隆东方 | 14.9 | 17.3 | 18.7 | 18.2 | 18.3 | 68.8 | 25% | 3% | 6% | 44% | 2% | 1% | 13.3% | 16.3% | 3.6% | 2.8% | 5.9% | 8.6% | -2.8% | -2.9% | -2.5% | -19.0% | -7.4% | 18.2% | | |
| | 605189.SH | 富春染织 | 4.7 | 6.3 | 7.0 | 7.0 | 5.4 | 25.0 | 0% | 2% | 23% | 38% | 4% | 11.6% | 12.5% | 10.7% | 11.3% | 11.8% | 11.5% | -3.0% | -3.1% | 0.6% | 3.7% | 0.2% | -0.3% | | | |
| | 603055.SH | 台华新材 | 9.7 | 12.3 | 13.2 | 15.8 | 14.7 | 50.5 | 3% | 81% | 37% | 38% | 2% | 20.6% | 21.6% | 22.8% | 21.9% | 23.4% | 21.8% | -6.0% | -1.4% | -2.8% | 4.4% | 2.8% | 0.1% | | | |
| | 603889.SH | 新澳股份 | 9.8 | 13.4 | 11.9 | 9.3 | 11.0 | 44.1 | 9% | 0% | 3% | 2% | 0% | 2% | 19.3% | 21.1% | -17.6% | 15.6% | 19.9% | 18.6% | 1.5% | 1.2% | -2.8% | -1.4% | 0.6% | -0.2% | | |
| | 000726.SZ | 鲁泰A | 13.8 | 14.6 | 15.0 | 16.2 | 13.8 | 59.0 | 13% | 46% | 20% | 7% | 0% | 4% | 20.8% | 21.9% | 24.6% | 24.4% | 23.5% | 23.0% | -3.1% | -3.1% | -3.8% | -0.4% | 2.8% | -2.1% | | |
| | | | 归母净利润 | | | | | 归母净利润YOY | | | | | 净利率 | | | | | 净利率YOY | | | | | | | | | | |
| 户外代工 | 605180.SH | 华生科技 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | -6% | -5% | 9% | -10% | 8% | 3% | 16.3% | 22.6% | 13.6% | 0.0% | 19.9% | 11.8% | -10.1% | -5.0% | -7.1% | -9.7% | 3.6% | -9.7% | | |
| | 605080.SH | 浙江自然 | 0.7 | 0.5 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 1.3 | -1% | -0% | -7% | -22% | -2% | 19% | 28.0% | 18.4% | 9.3% | -2.0% | 14.1% | 16.0% | 2.2% | -10.8% | -5.6% | -11.6% | -13.4% | -6.7% | | |
| | 001238.SZ | 浙江正特 | 0.2 | 0.2 | -0.1 | -0.2 | 0.2 | 0.2 | 2% | 8% | 16% | 43% | 5% | 11% | 6.4% | 5.2% | -4.8% | -8.3% | 5.9% | 1.6% | 1.8% | -4.0% | -0.6% | -10.1% | -0.5% | -2.7% | | |
| | 002489.SZ | 浙江永强 | 4.1 | -1.1 | -2.2 | -0.3 | 2.6 | 0.5 | 166% | 175% | 82% | 133% | 7% | 16.6% | -22.7% | -11.6% | -1.8% | 11.3% | 1.1% | 12.3% | 3.0% | -30.2% | -89.6% | -4.5% | -5.3% | -1.6% | | |
| | 603307.SH | 扬州金泰 | 0.6 | 1.1 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 2.3 | 15% | 5% | 9% | 49% | 7% | 21.7% | 42.6% | 24.5% | 15.2% | 19.2% | 27.1% | 3.1% | 19.6% | -6.9% | 4.3% | -2.9% | 5.8% | | | |
| | 2678.HK | 天虹纺织 | | | | | | -3.8 | | | | | | 40% | | | | | | | | | | | | | | |
| 纱线长丝 | 002042.SZ | 华孚时尚 | 0.5 | 0.3 | 0.0 | -0.2 | 0.1 | 0.7 | -5% | 9% | 6% | 27% | 4% | 1% | 1.1% | 0.9% | 0.1% | -0.7% | 0.3% | 0.5% | -2.5% | -2.8% | -0.1% | 55.6% | -0.8% | 2.9% | | |
| | 601339.SH | 百隆东方 | 0.8 | 1.9 | 2.8 | -0.5 | 0.8 | 5.0 | 6% | 6% | 7% | 19% | 5% | 6% | 5.7% | 10.9% | 14.9% | -2.7% | 4.4% | 7.3% | -11.9% | 0.1% | -1.4% | -1.3% | -15.1% | | | |
| | 605189.SH | 富春染织 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 1.0 | -13% | -8% | -0% | 5% | 3% | 6% | 4.8% | 3.2% | 4.1% | 4.7% | 5.5% | 4.2% | -0.7% | -13.6% | 0.5% | 0.8% | 0.7% | -3.2% | | |
| | 603055.SH | 台华新材 | 0.7 | 1.1 | 1.4 | 1.2 | 1.5 | 4.5 | -55% | -13% | 149% | 527% | 101% | 6% | 7.7% | 8.9% | 10.9% | 7.7% | 10.2% | 8.9% | -4.5% | -2.4% | 4.9% | 10.6% | 2.5% | 2.1% | | |
| | 603889.SH | 新澳股份 | 0.9 | 1.6 | 1.0 | 0.5 | 1.0 | 4.0 | -2% | -2% | 1% | -2% | 7% | 4% | 9.2% | 12.3% | 8.1% | 5.7% | 8.7% | 9.2% | 0.9% | -1.5% | -1.4% | -0.6% | -0.5% | -0.7% | | |
| | 000726.SZ | 鲁泰A | 1.0 | 1.3 | 1.1 | 0.7 | 1.0 | 4.0 | -40% | -6% | 2% | 7% | 9% | 8% | 6.9% | 8.6% | 7.5% | 4.2% | 4.9% | 6.8% | -3.1% | -4.8% | -8.5% | -11.1% | -2.0% | -7.2% | | |

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、盈利预测及投资建议

(1) **品牌侧：**核心推荐品牌出海的名创优品及泡泡玛特、兼具低估值和业绩确定性的 361 度、低估值兼具成长性的报喜鸟、受益于国际品牌复苏的滔搏、多品牌协同的安踏体育。同时，建议关注业绩韧性凸显且具有较好分红表现的比音勒芬、海澜之家、罗莱生活；以及李宁、特步国际估值底部下边际改善和超跌布局机会。

(2) **制造侧：**考虑到 2024H1 低基数叠加产能持续爬坡带动盈利能力提升的逻辑，我们推荐具有新品类新应用新客户新赛道逻辑的优质代工龙头，重点推荐开润股份、华利集团、申洲国际、兴业科技、伟星股份、健盛集团。

表6：推荐开润股份、华利集团、申洲国际、兴业科技、伟星股份、健盛集团、名创优品、泡泡玛特、361 度、报喜鸟、滔搏、安踏体育

| 公司 | 评级 | 总市值 (亿元) | PE | | | 归母净利润 (亿元) | | | 净利润增长率 (%) | | |
|-------|----|----------|---------|-------|-------|------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| | | | 2023A/E | 2024E | 2025E | 2023A/E | 2024E | 2025E | 2023A/E | 2024E | 2025E |
| 滔搏* | 买入 | 321.3 | 14.6 | 12.7 | 11.2 | 22.0 | 25.3 | 28.7 | 20.0 | 15.0 | 13.1 |
| 安踏体育 | 买入 | 2300.7 | 22.5 | 17.1 | 16.8 | 102.4 | 134.3 | 136.6 | 34.9 | 31.2 | 1.7 |
| 李宁 | 买入 | 517.7 | 16.2 | 15.5 | 13.5 | 31.9 | 33.4 | 38.4 | -21.6 | 4.8 | 15.0 |
| 特步国际 | 买入 | 142.4 | 13.8 | 11.6 | 9.3 | 10.3 | 12.3 | 15.3 | 11.8 | 19.4 | 24.8 |
| 361 度 | 买入 | 88.9 | 9.2 | 7.8 | 6.6 | 9.6 | 11.4 | 13.5 | 28.7 | 18.3 | 19.1 |
| 报喜鸟 | 买入 | 82.0 | 11.8 | 10.3 | 9.0 | 7.0 | 8.0 | 9.1 | 52.1 | 14.1 | 14.3 |
| 比音勒芬 | 买入 | 181.4 | 19.9 | 15.9 | 13.2 | 9.1 | 11.4 | 13.8 | 25.2 | 25.4 | 20.8 |
| 海澜之家 | 买入 | 449.5 | 15.2 | 14.3 | 12.7 | 29.5 | 31.5 | 35.3 | 37.0 | 6.8 | 11.8 |
| 锦泓集团 | 买入 | 35.4 | 11.9 | 9.7 | 8.2 | 3.0 | 3.7 | 4.3 | 316.8 | 23.0 | 18.6 |
| 森马服饰 | 买入 | 175.7 | 15.7 | 13.6 | 11.9 | 11.2 | 12.9 | 14.7 | 76.1 | 14.8 | 14.5 |
| 罗莱生活 | 买入 | 74.6 | 13.0 | 12.9 | 11.3 | 5.7 | 5.8 | 6.6 | -1.4 | 1.1 | 13.6 |

| 公司 | 评级 | 总市值 (亿元) | | PE | | 归母净利润 (亿元) | | | 净利润增长率 (%) | | |
|------|----|----------|------|-------------|------|------------|------|------|------------|-------|------|
| | | | | | | | | | | | |
| 申洲国际 | 买入 | 1110.8 | 24.4 | 19.7 | 17.2 | 45.6 | 56.3 | 64.5 | -0.1 | 23.5 | 14.6 |
| 华利集团 | 买入 | 813.3 | 25.4 | 21.1 | 17.8 | 32.0 | 38.6 | 45.6 | -0.9 | 20.6 | 18.1 |
| 开润股份 | 买入 | 52.9 | 45.8 | 17.6 | 12.8 | 1.2 | 3.0 | 4.1 | 146.7 | 159.5 | 37.7 |
| 兴业科技 | 买入 | 36.2 | 19.4 | 13.4 | 10.6 | 1.9 | 2.7 | 3.4 | 23.7 | 44.9 | 26.3 |
| 伟星股份 | 买入 | 145.8 | 26.1 | 22.2 | 19.5 | 5.6 | 6.6 | 7.5 | 14.2 | 17.7 | 13.9 |
| 健盛集团 | 买入 | 43.7 | 16.1 | 13.6 | 12.0 | 2.7 | 3.2 | 3.6 | 3.3 | 18.3 | 13.8 |
| 名创优品 | 买入 | 542.9 | 24.1 | 19.0 | 15.5 | 22.5 | 28.6 | 35.1 | 111.5 | 27.1 | 22.6 |
| 泡泡玛特 | 买入 | 445.1 | 41.1 | 30.8 | 24.0 | 10.8 | 14.5 | 18.6 | 127.5 | 33.7 | 28.4 |
| 波司登* | 买入 | 469.8 | 16.3 | 13.9 | 12.0 | 28.8 | 33.9 | 39.2 | 39.7 | 17.5 | 15.6 |

数据来源: Wind、开源证券研究所, 盈利预测均来自开源证券研究所, 收盘日截至 2024 年 5 月 17 日, 2024 年 5 月 17 日汇率: 1 港币=0.91 元人民币, 带*标的 2023 年为预测值

3、风险提示

终端消费疲软: 部分标的公司为消费品企业, 终端需求疲软或影响收入端表现。

原材料价格大幅波动: 原材料价格显著上升时, 标的公司或面临采购成本上涨导致毛利率承压。

汇率波动风险: 部分标的公司具备海外销售业务, 相关业务为外币结算, 汇率波动或影响汇兑损益进而影响业绩表现。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

北京

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

深圳

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

西安

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