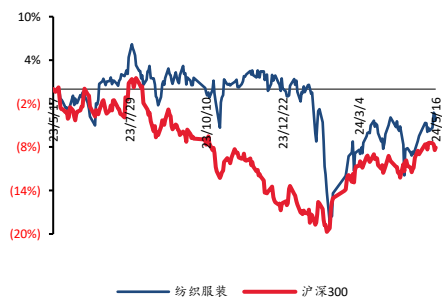


纺织服装

纺服&零售 23 年年报及 24 年一季报总结：品牌复苏&制造大年，把握制造和出海β

■ 走势比较



相关研究报告

<<玉马遮阳深度报告：玉出齐鲁地，马跃寰宇来>>—2024-04-30

<<2024Q1 财报点评：业绩符合预期，期待核心产品驱动增长>>—2024-04-28

<<纺服&零售周报：制造端 24Q1 兑现高弹性，把握制造&出海β>>—2024-04-28

证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190519090001

研究助理：龚书慧

E-MAIL: gongsh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190122070007

报告摘要

纺服板块：23 年品牌温和复苏，其中男装、运动鞋服、黄金珠宝表现较为亮眼；制造端受海外高通胀叠加品牌去库存的影响整体承压；24Q1 制造端业绩兑现高弹性，品牌端延续复苏态势。2023/24Q1 板块收入分别同比变动+12.2%/+9.8%，归母净利润分别同比变动+19.8%/+8.4%，毛利率分别同比-0.5pct/持平，净利率分别同比+0.5/-0.1pct。

1) 品牌端：24 年零售环境整体延续温和复苏，**①运动鞋服：**23 年板块收入/归母净利润分别同比+13.4%/+15.8%，整体景气度持续向上，波动的经营环境下业绩韧性明显强于板块整体，运动为长逻辑最强的赛道，持续看好；**②男装：**23 年收入/归母净利润分别同比+17.6%/+50%，24Q1 分别同比+10.2%/+9.8%，高基下 24Q1 稳健增长，**③女装&休闲服饰&童装：**23 年板块收入/归母净利润分别同比+1.9%/+42.9%；24Q1 分别同比-4.4%/-21.6%，部分企业处于组织变革和渠道调整的阵痛期，关注变革落地后带来的弹性增长兑现；**④黄金珠宝：**23 年收入/归母净利润分别同比+21.8%/+30.2%，24Q1 分别同比 11.4%/7.5%；消费短期受金价高位震荡有所抑制，仍通过单店销售+门店拓展兑现稳健增长，现金流宽裕下的高分红属性凸显；**⑤家纺：**23 年板块收入/归母净利润分别同比+4.3%/+66.7%；24Q1 分别同比+0.0%/-21.7%；板块缓步复苏，强运营能力的企业具备经营韧性，分红稳定且持续性高，高股息具备配置价值。

2) 制造端：23 年板块收入/归母净利润分别同比-0.1%/-13.3%；24Q1 分别同比+14.5%/+33%。**①海外数据：**终端库销比逐步回落，纺织品类出口渐进复苏；**②24Q1 制造企业兑现高成长，基本面向上趋势明确，其中头部企业逆势盈利稳定，顺利成长弹性释放，客户拓展和产能扩张带动份额提升和市场地位提高。**

3) 基金持仓：A 股纺织服装板块 2024Q1 重仓市值占比 0.50%，配置比例同比&环比均上升。根据基金季报重仓股口径，整体重仓市值占比较去年同期增加 0.23pct，环比增加 0.07pct。基金重仓集中于 A 股各龙头企业：
✓重仓基金数前五：海澜之家、老凤祥、周大生、比音勒芬、富安娜和华利集团；
✓重仓总市值前五：比音勒芬、海澜之家、老凤祥、华利集团和伟星股份；
✓基金加仓前五：海澜之家、雅戈尔、周大生、伟星股份和锦泓集团。

美容护理板块：1) 化妆品：看好品牌势能向好的头部企业，关注细分赛道如防晒、洗护、母婴等结构性机会。板块 23 年收入/归母净利润分别同比+10.7%/+28.9%，毛利率/净利率分别同比+3.7/+2.0pct；24Q1 收入/归母净利润分别同比+12.6%/+24.2%，毛利率/净利率分别同比+2.3/+1.2pct，边际改善，盈利能力持续提升；**①化妆品零售高增长不再，高基数下 23 年全年表现相对平稳。对比 2018-23 年化妆品和社会消费品零售额同比增速：**19 年为 12.6%/8.0%，20 年为 9.5%/-3.9%，21 年为

14%/12.5%，22 年为-4.5%/-0.2%，23 年为 5.1%/7.2%。②大盘平淡，抖音表现亮眼，平价韧性凸显，国货赶超。双 11 综合电商同比下滑 4%，抖音增长 54%；其中大众价格带韧性凸显，国货品牌份额显著提升。③产品：由过去的卷营销，到卷渠道，再到卷产品，功效为王，头部国货品牌抢跑原料备案，贯彻大单品策略，持续迭代保证高质量上新。2) 医美：关注 24 年多款医美产品获批进展。板块 23 年收入/归母净利润分别同比 +36.3%/+80.3%，毛利率/净利率分别同比 +1.9/ +5.3pct；24Q1 收入/归母净利润分别同比 +22.8%/+34.8%，毛利率/净利率分别同比 +1.6/+2.5pct。①需求端：短期承压，中长期渗透率提升+国民消费能力提升，行业仍具高景气；②供给端：监管趋严：合规趋严清出“水货”产品，消费向实力过硬的头部品牌集中；23 年新品“匮乏”下存量竞争加剧，24 年有望成为继 21 年之后又一个医美新品获批大年。

出海零售板块：看好中国优质供应链出海。从成本驱动下的优质供应链 2B 出海，到跨境电商红利+成熟制造基础驱动下的优质供应链 2C 出海，制造商开始向产业链的前端延伸，对制造商的要求由过去的规模化生产、保交付的供应链优势，升级为注重商品运营、渠道拓展和营销投放等触达能力。关注具备自主品牌自产和零售运营能力、或敏锐察觉行业变化以快速配备零售和品牌运营团队的优质供应商。

投资建议：

- **纺织：**1) 品牌端：①高景气赛道+优质公司：安踏体育，361°，李宁，特步国际；②经营质量优质+拓店顺畅/空间足的细分赛道头部品牌：报喜鸟、比音勒芬、九牧王。2) 制造端：①海外头部品牌去库接近尾声，预计带动上游制造端订单回暖，重点推荐长期景气的运动产业链龙头华利集团、申洲国际；②格局优化、订单恢复、产能释放、产品结构升级带来的布局机会，推荐关注开润股份、新澳股份、南山智尚、伟星股份、健盛集团等二线细分龙头。
- **美护&珠宝：**1) 化妆品：国货品牌表现亮眼，国产替代外资化妆品的趋势明显，等待新渠道催化的背景下，看好具备 α 的国货化妆品集团，尤其是单品迭代&新品放量&品类心智强化，推荐关注：珀莱雅、巨子生物、润本股份、福瑞达；2) 医美：今年多款产品获批，2 月江苏吴中的首款童颜针获批，3 月 Xeomin 获批再次拉开肉毒获批新序幕；监管趋严背景下医美行业逐步规范利好头部下游机构和上游的器械商，关注获批进展超预期带来的行业利好。推荐关注上游头部医美器械商爱美客。
- **出海：**跨境电商行业发展窗口期，关注运营能力强的企业以及制造企业顺应行业布局跨境电商。1) 产品出海：赛维时代等；2) 平台出海：女装品牌起家，拓地区、拓品类和平台化进展顺利的 SheIn，拼多多 (Temu) 等；3) 制造企业布局跨境电商进展顺利：玉马遮阳、恒林股份、西大门等。

风险提示：宏观经济波动风险，行业竞争加剧，存货减值风险，原材料成本上涨，营销/渠道/新品发展、终端零售/加盟渠道拓展不及预期等。

目录

一、 纺织服饰：把握制造 β ，关注品牌结构性机会	6
(一) 纺织行业 23 年及 24Q1 整体情况	6
1、财务表现：24Q1 制造兑现高弹性，品牌缓步复苏	6
2、基金持仓：板块总持仓占比 0.50%，配置比例同比环比均有提升	8
(二) 品牌服饰：终端消费温和复苏，运动为长逻辑最强的赛道	10
1、运动鞋服：23 年业绩韧性显现，24Q1 延续稳健表现，长期高景气	10
2、男装：23 年商旅需求恢复较好，24Q1 龙头高基下延续高增	11
3、女装&休闲服饰&童装：终端消费温和复苏，部分企业主动求新求变	12
4、家纺：板块缓步复苏，强运营能力的企业具备经营韧性	14
5、黄金珠宝：23 年板块表现亮眼，24Q1 高基下稳健增长	15
(三) 纺织制造：去库结束+需求端变化，制造景气回升	16
1、海外需求及库存：出口改善，库销比回落	16
2、A 股企业：24 年拐点向上趋势明确，头部企业具备高弹性	17
二、 美容护理：美妆国货崛起竞争分化，医美缓步复苏	19
(一) 化妆品：头部势能向好，关注洗护、母婴等细分赛道的结构性机会	19
1、品牌商：分化加剧，国货龙头优势明显，24Q1 线上边际改善	20
2、原料商：防晒细分赛道高景气带动上游原料企业持续高增	22
3、代工厂：行业需求弱复苏下表现承压，24Q1 盈利能力边际略好转	23
(二) 医美：合规利好龙头企业，关注 24 年医美产品获批进展	23
三、 出海零售：看好中国优质供应链出海	25
四、 投资建议	28

图表目录

图表 1: 纺织服饰行业的收入（亿元）及增速	6
图表 2: 纺织服饰行业的归母净利润（亿元）及增速	6
图表 3: 23A-24Q1 纺织服饰行业分板块的收入增速	7
图表 4: 23A-24Q1 纺织服饰行业分板块的归母净利润增速	7
图表 5: 纺织服饰行业的毛利率和净利率	7
图表 6: 纺织服饰行业的销售/管理费用率	7
图表 7: 23A-24Q1 纺织服饰行业分板块毛利率	7
图表 8: 23A-24Q1 纺织服饰行业分板块净利率	7
图表 9: A 股纺织服装板块 2024Q1 重仓持股比例变化分析	8
图表 10: A 股纺织服装板块 2024Q1 基金重仓明细	9
图表 11: 港股纺织服装板块 2024Q1 基金重仓明细	10
图表 12: 运动品牌分季度的流水情况	10
图表 13: 主要男装企业的存货周转情况	11
图表 14: 主要男装企业的应收账款周转情况	11
图表 15: 男装板块的财务数据同比变化（%, pct）	12
图表 16: 女装&休闲服饰&童装板块的财务数据同比变化（%, pct）	13
图表 17: 主要女装/休闲服饰/童装企业的存货周转情况	13
图表 18: 主要女装/休闲服饰/童装企业的应收账款周转情况	13
图表 19: 家纺板块的财务数据同比变化（%, pct）	14
图表 20: 主要家纺企业分渠道的收入（亿元）、增速及线上渗透率	15
图表 21: 主要家纺企业的分红比例&股息率情况	15
图表 22: 黄金珠宝板块的财务数据同比变化（%, pct）	16
图表 23: 主要黄金珠宝企业门店数量情况	16
图表 24: 主要黄金珠宝企业的分红比例&股息率情况	16
图表 25: 中国海关出口数据（千美元，%）	17
图表 26: 越南海关出口数据（百万美元，%）	17
图表 27: 美国服装零售收入同比增速（百万美元，%）	17
图表 28: 美国服饰零售店/批发商库存（百万美元，%）	17
图表 29: 纺织制造板块的财务数据同比变化（%, pct）	18
图表 30: 主要制造企业的原材料占营业成本的比例	19
图表 31: 棉花价格变动	19
图表 32: 化妆品板块选择的研究样本	19
图表 33: 23A-24Q1 化妆品板块的收入增速	20
图表 34: 23A-24Q1 化妆品板块的归母净利润增速	20
图表 35: 23A-24Q1 化妆品板块的毛利率变化	20
图表 36: 23A-24Q1 化妆品板块的净利率变化	20
图表 37: 化妆品品牌商子板块的财务数据同比变化（%, pct）	22
图表 38: 化妆品原料商子板块的财务数据同比变化（%, pct）	23
图表 39: 化妆品代工厂子板块的财务数据同比变化（%, pct）	23
图表 40: 23A-24Q1 医美板块的收入增速	24
图表 41: 23A-24Q1 医美板块的归母净利润增速	24
图表 42: 23A-24Q1 医美板块的毛利率变化	24
图表 43: 23A-24Q1 医美板块的净利率变化	24
图表 44: 医美板块的财务数据同比变化（%, pct）	25

图表 45：中国跨境电商进出口规模（万亿元）及增速	26
图表 46：B2C 跨境电商在跨境电商中占比	26
图表 47：主要跨境电商平台之间的对比	27
图表 48：2014&2020 年全球地区 B2C 电商&跨境电商交易额增长情况	27
图表 49：我国具备成熟完备的制造业产业基础	27

一、 纺织服饰：把握制造β，关注品牌结构性机会

(一) 纺织行业 23 年及 24Q1 整体情况

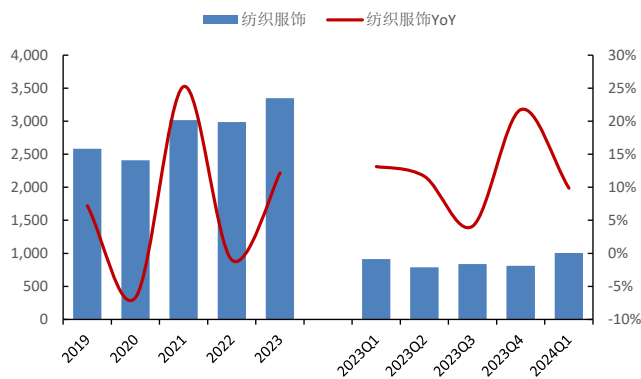
1、财务表现：24Q1 制造兑现高弹性，品牌缓步复苏

收入：2023/24Q1 板块收入分别同比变动+12.2%/+9.8%，其中 23 年为品牌服饰拉动（品牌服饰/纺织制造分别同比变动+16.8%/-0.1%），24Q1 主要系制造端订单修复带来拐点向上（品牌服饰/纺织制造分别同比变动+8.7%/+14.5%）。

利润：2023/24Q1 板块归母净利润分别同比变动+19.8%/+8.4%，其中 23 年品牌服饰业绩率先修复，尤其是男装、家纺、黄金珠宝子板块；24Q1 主要系制造端的业绩高弹性。

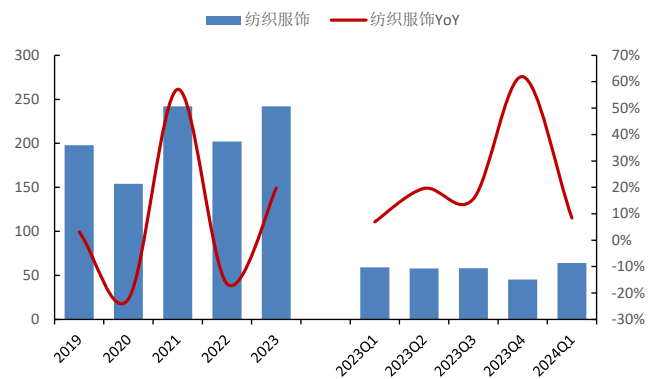
盈利能力：2023/24Q1 板块毛利率分别同比-0.5pct/持平，其中 23 年主要系制造端产能利用率不足，24Q1 主要系黄金珠宝板块的重点企业的产品和渠道结构（低毛利的黄金饰品和加盟渠道的占比提升）变化带来毛利率正常波动。2023/24Q1 板块净利率分别同比+0.5/-0.1pct，其中 23 年得益于费用端严格管控，净利率表现稳健；24Q1 主要系男装和家纺板块加大宣传推广力度，净利率微降。

图表1：纺织服饰行业的收入（亿元）及增速



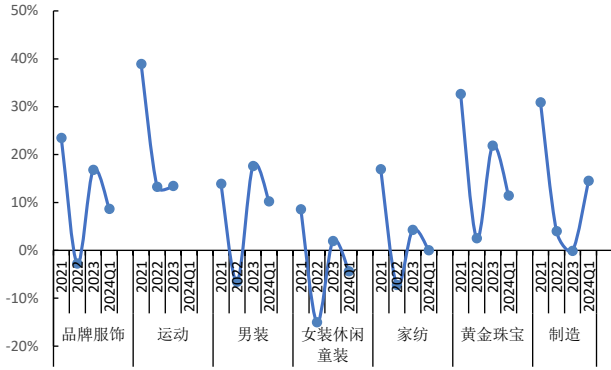
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表2：纺织服饰行业的归母净利润（亿元）及增速



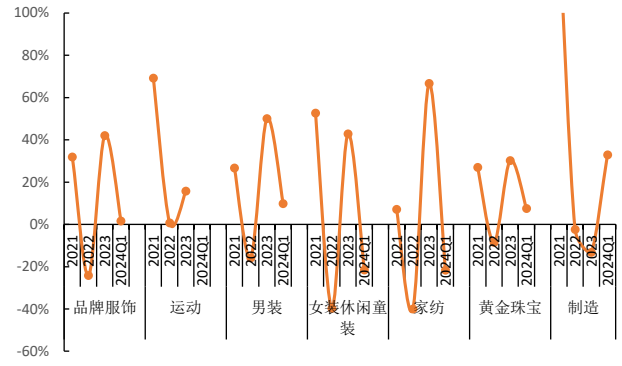
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图3：23A-24Q1 纺织服饰行业分板块的收入增速



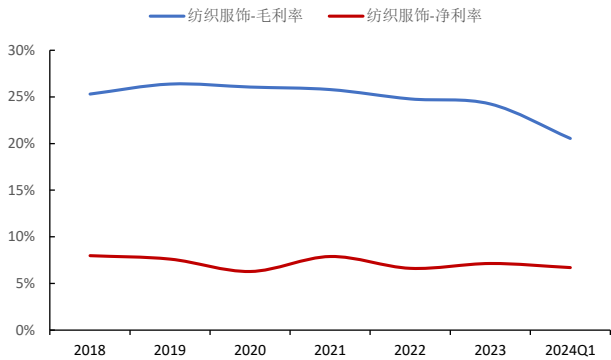
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图4：23A-24Q1 纺织服饰行业分板块的归母净利润增速



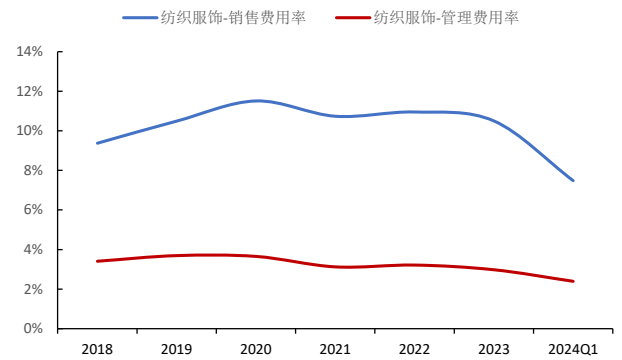
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图5：纺织服饰行业的毛利率和净利率



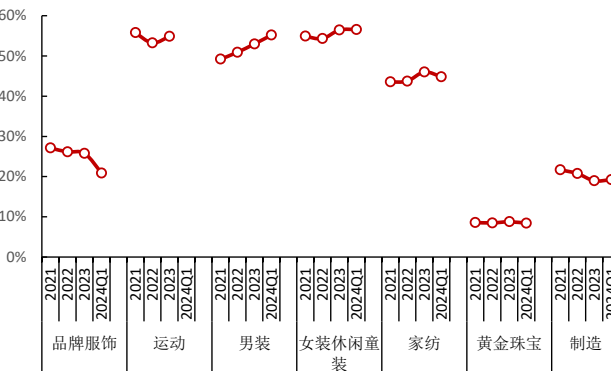
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图6：纺织服饰行业的销售/管理费用率



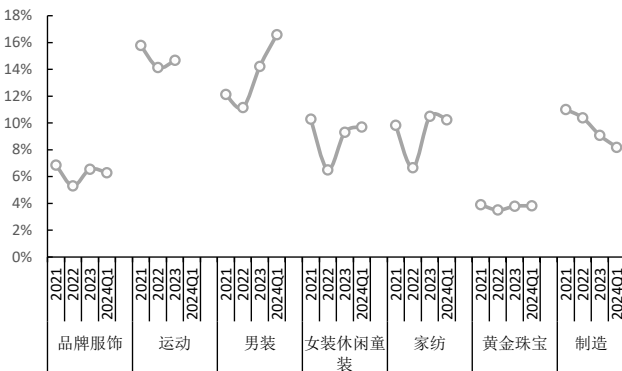
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图7：23A-24Q1 纺织服饰行业分板块毛利率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图8：23A-24Q1 纺织服饰行业分板块净利率

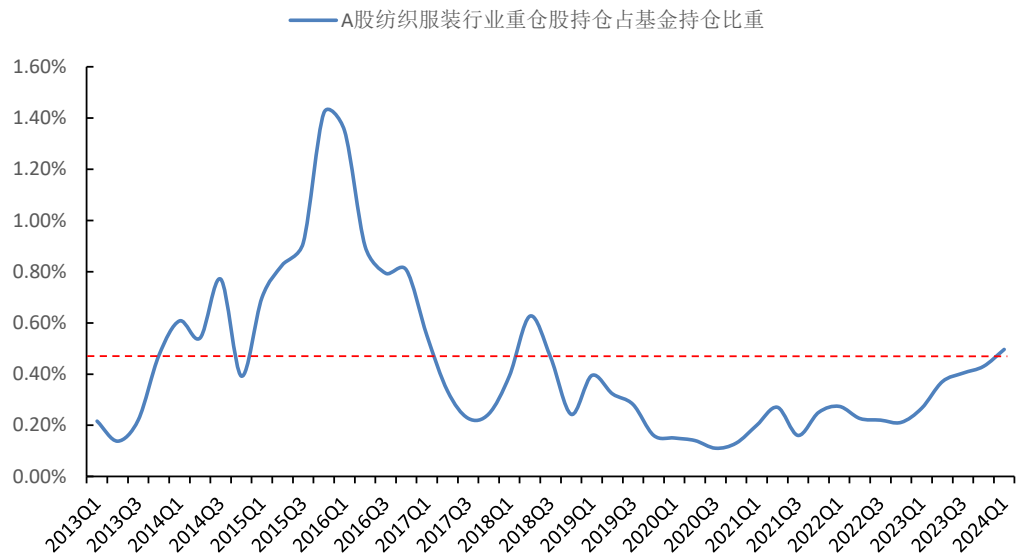


资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、基金持仓：板块总持仓占比 0.50%，配置比例同比环比均有提升

A 股纺织服装板块 2024Q1 重仓市值占比 0.5%，配置比例同比&环比均上升。根据基金季报重仓股口径，2024Q1 A 股纺织服装板块共持仓市值为 124.7 亿元，占全部基金重仓市值的 0.50%，整体重仓市值占比较去年同期增加 0.23pct，环比增加 0.07pct。

图表9：A 股纺织服装板块 2024Q1 重仓持股比例变化分析



资料来源：Wind，太平洋证券整理

基金重仓集中于 A 股各龙头企业。

- **重仓基金数前五：**分别为海澜之家（86 家）、老凤祥（85 家）、周大生（62 家）、比音勒芬（60 家）、富安娜（40 家）、华利集团（40 家）；
- **重仓总市值前五：**分别为比音勒芬（24.69 亿）、海澜之家（20.72 亿）、老凤祥（13.34 亿）、华利集团（11.47 亿）和伟星股份（10.35 亿元）；
- **基金年报加仓前五：**海澜之家（+5687 万股），雅戈尔（+4225 万股），周大生（+2131 万股），伟星股份（+1915 万股）和锦泓集团（+1835 万股）。

图表10：A 股纺织服装板块 2024Q1 基金重仓明细

股票代码	股票简称	持股基金数	持股基金数量 较Q4变化	持股总市值 (万元)	持股总市值较Q4变 化(万元)	持股数量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	区间涨跌 幅(%)	持股占流通股 比(%)
600398.SH	海澜之家	86	40	207150	63147	23017	5687	21.29	4.79
600612.SH	老凤祥	85	32	133386	62873	1560	661	23.94	2.98
002867.SZ	周大生	62	28	90797	50434	4722	2131	26.68	4.36
002832.SZ	比音勒芬	60	-5	246938	-48479	8460	-552	-7.92	21.72
002327.SZ	富安娜	40	11	37622	-4970	3490	459	20.45	7.17
300979.SZ	华利集团	40	10	114731	30690	1877	383	16.11	12.85
002345.SZ	潮宏基	27	-8	25986	-26017	3884	-672	-1.76	4.48
600177.SH	雅戈尔	23	12	57460	-11177	8104	4225	8.24	1.75
603558.SH	健盛集团	22	12	11262	9184	1043	982	11.46	2.83
002154.SZ	报喜鸟	20	-18	52832	-5580	8879	221	4.75	7.54
002003.SZ	伟星股份	18	-10	103537	-28753	9899	1915	-3.32	11.33
002687.SZ	乔治白	18	17	1689	1268	282	282	12.57	0.70
600916.SH	中国黄金	18	18	17356	17356	1541	1541	14.08	0.92
605599.SH	莱百股份	16	5	13009	4073	892	476	-2.08	1.52
603889.SH	新澳股份	11	-1	5026	-629	712	102	-0.84	0.99
300577.SZ	开润股份	10	9	28038	27923	1546	1539	23.59	11.04
603365.SH	水星家纺	10	6	3908	1122	231	217	17.45	0.88
002293.SZ	罗莱生活	9	7	7215	7157	730	724	6.35	0.88
603518.SH	锦泓集团	9	-8	25958	8600	2843	1835	-8.88	8.28
003041.SZ	真爱美家	6	4	1835	31	143	37	-22.82	3.12
603055.SH	台华新材	6	-20	28756	-15199	3109	588	-23.17	3.50
002780.SZ	三夫户外	5	4	8190	8127	637	637	2.72	4.88
002394.SZ	联发股份	4	4	441	441	59	59	-9.99	0.18
002563.SZ	森马服饰	4	0	403	-245	74	59	-5.55	0.03
300945.SZ	曼卡龙	4	-8	3088	-4259	312	-107	-30.01	1.31
300877.SZ	金春股份	3	2	1933	1409	135	135	-17.10	1.12
301177.SZ	迪阿股份	3	3	2330	2330	95	95	-16.82	2.37
603587.SH	地素时尚	3	1	391	70	31	31	-3.13	0.07
605180.SH	华生科技	3	3	132	132	6	6	47.14	0.13
000726.SZ	鲁泰A	2	2	1058	1058	171	171	-4.63	0.21
002144.SZ	宏达高科	2	2	42	42	4	4	-18.42	0.03
002612.SZ	朗姿股份	2	-3	3002	-6876	180	-184	-13.47	0.71
300952.SZ	恒辉安防	2	2	1681	1681	87	87	-11.25	1.59
601566.SH	九牧王	2	1	307	269	31	31	-0.70	0.05
603900.SH	莱绅通灵	2	1	179	-679	35	35	-23.80	0.10
605003.SH	众望布艺	2	2	135	135	8	8	-13.63	0.07
001209.SZ	洪兴股份	1	1	241	241	16	16	-15.86	0.40
002083.SZ	孚日股份	1	-4	357	-26	78	78	-8.73	0.09
002098.SZ	浔兴股份	1	1	237	237	41	41	-13.47	0.11
002674.SZ	兴业科技	1	-1	77	-90	7	0	-8.55	0.02
002731.SZ	萃华珠宝	1	0	10	-185	1	1	-10.13	0.00
300819.SZ	聚杰微纤	1	0	138	88	11	11	-18.97	0.08
300840.SZ	酷特智能	1	0	381	-58	25	3	-23.56	0.14
300901.SZ	中胤时尚	1	1	251	251	29	29	-15.23	0.12
600493.SH	凤竹纺织	1	1	3	3	1	1	-9.38	0.00
600735.SH	新华锦	1	0	45	-255	8	8	-16.90	0.02
601718.SH	际华集团	1	1	13	13	4	4	0.35	0.00
603808.SH	歌力思	1	1	170	170	21	21	-11.67	0.06

资料来源：Wind，太平洋证券整理

基金一季度持有港股纺织服装集中于龙头企业安踏体育（13.40 亿元）和李宁（9.96 亿元），持有基金数分别为 41 家和 23 家。基金一季度加仓前三分别为特步国际（+1674 万股）、安踏体育

(+241 万股) 和申洲国际 (+238 万股)。

图表11：港股纺织服装板块 2024Q1 基金重仓明细

股票代码	股票简称	持股基金数	持股基金数量较Q4变化	持股总市值(万元)	持股总市值较Q4变化(万元)	持股数量(万股)	季度持仓变动(万股)	区间涨跌幅(%)	持股占流通股比(%)
2020.HK	安踏体育	41	7	134054	3585	1777	241	9.83	0.63
2331.HK	李宁	23	-1	99623	-44272	5283	-96	-0.48	2.04
3998.HK	波司登	18	-6	37222	-36257	10502	-671	11.40	0.96
2313.HK	申洲国际	16	4	68750	8353	1023	238	-7.84	0.68
1368.HK	特步国际	8	4	7540	-38	1715	1674	9.98	0.65
1361.HK	361度	2	2	196	196	47	47	32.56	0.02
1929.HK	周大福	1	-2	11527	-15669	1102	-185	-0.69	0.11

资料来源：Wind，太平洋证券整理

(二) 品牌服饰：终端消费温和复苏，运动为长逻辑最强的赛道

1、运动鞋服：23 年业绩韧性显现，24Q1 延续稳健表现，长期高景气

板块情况：23 年运动鞋服板块收入/归母净利润分别同比+13.4%/+15.8%。24 年高基下仍表现稳健，具体来看：

- 1) 安踏体育：24Q1 安踏牌/FILA 牌/其他品牌流水分别实现中单增长/高单增长/25%-30%增长，流水表现符合预期，库销、折扣等营运指标改善，增长提质；
- 2) 李宁：24Q1 李宁（不含李宁 YOUNG）流水实现低单增长，线下直营/批发/线上流水分别实现中单增长/中单下降/20%-30%低段增长。
- 3) 361°：24Q1 主品牌线下/童装线下/线上流水分别实现高双增长/20%-25%增长/20%-25%增长，童装和电商延续高增长，Q1 表现超预期，期待全年百亿销售目标的达成。
- 4) 特步国际：24Q1 主品牌流水实现高单增长，折扣为 7-75 折，库存周转为 4-4.5 个月，库存折扣同比改善，经营质量持续向好。

图表12：运动品牌分季度的流水情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
安踏整体	10%-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	10-20%高段	中单位数增长
FILA整体	中单位数	高单位数下滑	10%-20%低段增长	10%-20%低段下滑	高单位数增长	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	25-30%增长	高单位数增长
其他品牌	40%-45%	20-25%增长	40%-45%增长	10%-20%低段增长	75%-80%	70%-75%	45%-50%	55-60%增长	25-30%增长
李宁品牌	20%-30%高段	高单位数下滑	10%-20%中段增长	10%-20%低段下滑	中单位数增长	10%-20%中段增长	中单位数增长	20-25%增长	低单位数增长
特步品牌	30%-35%	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数下滑	约20%	高双位数增长	高双位数增长	30%+增长	高单位数增长
361° 主品牌	高双位数	低双位数增长	中双位数增长	持平	低双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	20%+增长	高双位数增长

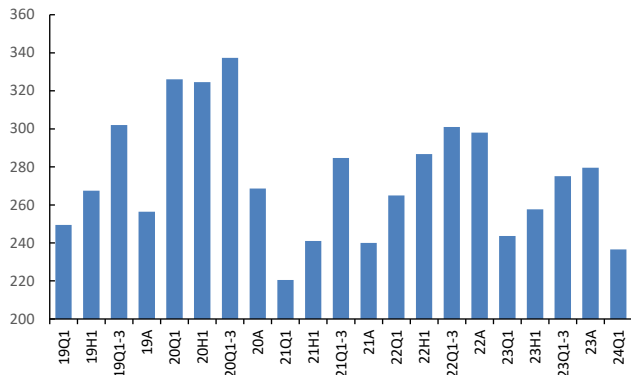
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2、男装：23 年商旅需求恢复较好，24Q1 龙头高基下延续高增

板块情况：1) **23 年**收入/归母净利润分别同比+17.6%/+50%，毛利率/净利率分别同比+2.1/+3.1pct，销售/管理费用率分别同比+1.2/-0.2pct；主要系出行场景修复带动流水的快速增速，且男装消费韧性高、品牌粘性高，渠道优化叠加折扣管控，毛利率提升明显；此外品牌加大广宣力度，收入规模快速增长带动管理费用率优化，23 年盈利能力快速修复。2) **24Q1** 收入/归母净利润分别同比+10.2%/+9.8%，毛利率/净利率分别同比+2.3/+0.1pct，销售/管理费用率分别同比+1.7/-0.6pct，头部企业高基下延续高增长，盈利能力持续提升。3) **营运能力：**23A/24Q1 存货周转天数分别为 280/237 天，分别同比-18 天/-7 天，23A/24Q1 应收账款周转天数分别为 23/20 天，分别同比-3/-3 天；营运质量提升明显。

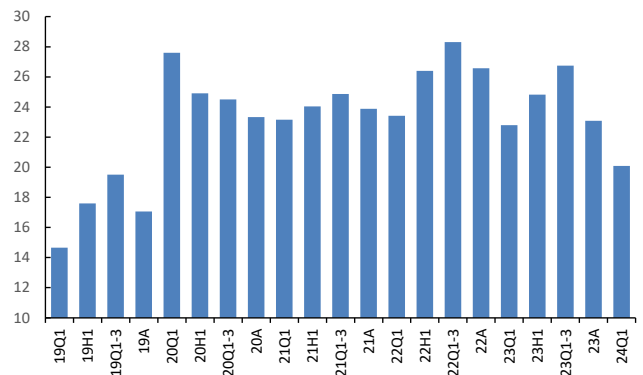
具体来看：1) **海澜之家：**电商提速（渗透率仍有空间）叠加直营渠道扩张带来规模增长，渠道结构优化、促销克制和折扣管控带来盈利能力稳步提升；品牌高质价比定位有望持续受益理性消费趋势。中长期来看，出海和新品牌有望打造新的增长曲线。2) **九牧王：**聚焦男裤专家品牌战略叠加渠道优化，产品力、渠道力、品牌力提升明显，主营业务的盈利能力持续向上；金融资产公允价值变动带来利润波动，未来择机出售、回归主业有望降低业绩波动性；品牌战略变革带来的业绩弹性逐步释放。3) **比音勒芬：**高基下增长势头不减表现超预期，品牌高端定位具备稀缺性，叠加运营质量提升，盈利能力稳中有升；主品牌拓店仍有空间，多品牌矩阵和国际化战略稳步推进带来中长期成长性。4) **报喜鸟：**高基下延续稳健增长，在折扣管控有效、库存良性下，24Q1 扣非净利率提升（主因政府补助减少）；多品牌战略稳步推进，主品牌优化系列结构、哈吉斯布局三四线城市保持开店势头、新品牌增长潜力显现，多品牌矩阵全面发力带来稳健增长。

图表13：主要男装企业的存货周转情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表14：主要男装企业的应收账款周转情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表15：男装板块的财务数据同比变化（%，pct）

证券名称	收入增速									归母净利润增速								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
海澜之家	-8.1%	9.0%	28.2%	5.1%	21.9%	16.0%	8.7%	24.0pct	-0.3pct	-13.5%	11.1%	58.5%	63.1%	23.3%	37.0%	10.4%	50.5pct	-0.7pct
九牧王	-14.1%	0.8%	20.6%	11.0%	37.1%	16.6%	21.7%	30.7pct	20.9pct	-148.0%	269.2%	-89.3%	107.0%	328.5%	305.1%	11.3%	453.1pct	-257.9pct
比音勒芬	6.1%	33.1%	20.3%	22.0%	12.1%	22.6%	17.6%	16.5pct	-15.6pct	16.5%	41.4%	40.2%	22.8%	-0.9%	25.2%	20.4%	8.7pct	-20.9pct
报喜鸟	-3.1%	11.5%	40.8%	14.8%	24.5%	21.8%	4.8%	24.9pct	-6.7pct	-1.2%	24.2%	157.5%	23.3%	92.0%	52.1%	-2.1%	53.3pct	-26.3pct
合计	-6.6%	11.4%	27.4%	8.8%	22.7%	17.6%	10.2%	24.2pct	-1.2pct	-15.8%	34.4%	64.7%	55.0%	35.8%	50.0%	9.8%	65.8pct	-24.6pct

证券名称	毛利率									净利率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
海澜之家	42.9%	44.6%	45.6%	43.9%	43.7%	44.5%	46.7%	1.6pct	2.1pct	11.1%	14.0%	15.7%	17.5%	8.3%	13.6%	14.3%	2.4pct	0.4pct
九牧王	59.5%	60.5%	67.6%	62.9%	63.9%	63.6%	65.0%	4.1pct	4.4pct	-4.0%	12.9%	-1.2%	-0.4%	10.8%	6.2%	11.7%	10.2pct	-1.1pct
比音勒芬	77.4%	75.7%	79.7%	75.7%	86.2%	78.6%	76.0%	1.2pct	0.3pct	25.2%	27.9%	19.0%	30.8%	20.6%	25.8%	28.5%	0.5pct	0.7pct
报喜鸟	62.7%	66.1%	64.9%	62.7%	64.9%	64.7%	67.8%	2.0pct	1.7pct	11.0%	20.1%	13.7%	13.0%	9.5%	13.9%	19.0%	2.8pct	-1.1pct
合计	50.9%	52.9%	52.9%	53.6%	52.8%	53.0%	55.2%	2.1pct	2.3pct	11.1%	16.5%	14.3%	17.0%	9.8%	14.2%	16.6%	3.1pct	0.1pct

证券名称	销售费用率									管理费用率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
海澜之家	18.5%	16.3%	21.2%	19.0%	24.0%	20.2%	19.0%	1.8pct	2.7pct	6.0%	6.6%	3.9%	7.2%	4.3%	5.4%	6.1%	0.9pct	-0.5pct
九牧王	37.2%	32.3%	36.8%	35.8%	40.6%	36.6%	28.7%	-0.6pct	-3.6pct	9.9%	11.2%	10.2%	7.1%	7.4%	8.9%	6.1%	-1.0pct	-5.1pct
比音勒芬	35.9%	33.2%	48.4%	27.5%	47.9%	37.1%	33.0%	1.2pct	-0.2pct	10.3%	7.9%	14.9%	16.4%	9.4%	11.4%	9.3%	1.1pct	1.4pct
报喜鸟	39.7%	34.8%	40.7%	35.5%	42.6%	38.7%	36.2%	-3.0pct	1.4pct	8.4%	7.8%	9.9%	11.5%	7.8%	9.1%	7.8%	0.7pct	0.0pct
合计	25.2%	22.5%	27.4%	24.6%	30.8%	26.4%	24.1%	1.2pct	1.7pct	5.7%	6.1%	4.7%	6.6%	4.7%	5.5%	5.4%	-0.2pct	-0.6pct

资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、女装&休闲服饰&童装：终端消费温和复苏，部分企业主动求新求变

板块情况：收入端有所波动，利润端表现较好。1) 23 年板块收入/归母净利润分别同比

+1.9%/+42.9%，毛利率/净利率分别同比+2.1/+2.8pct，销售/管理费用率分别同比-0.9/+0.0pct；终端消费温和复苏，利润增速快于收入，主要系部分企业主动求新求变，聚焦高质量增长，收入端有所波动（其中疫后线下客流恢复对线上有影响，线上占比高的企业承压更为明显），业绩弹性率先修复。2) 24Q1 收入/归母净利润分别同比-4.4%/-21.6%，毛利率/净利率分别同比-0.3/-1.7pct，销售/管理费用率分别同比+0.9/+0.3pct，延续 23 年的温和复苏趋势。3) 营运能力：23A/24Q1 存货周转天数分别为 208/200 天，分别同比-11 天/-32 天，23A/24Q1 应收账款周转天数分别为 30/30 天，分别同比-3/+3 天；运营质量改善。

部分企业主动进行组织架构/渠道调整或收并购打开成长天花板，具体来看：1) 太平鸟：组织架构变革带来产品力、供应链管理能力的提升，目前仍处于调整期，在渠道结构调整、库存管理、折扣把控优化下，高质量增长下的利润弹性值得期待。2) 森马服饰：公司全面推进新零售模式，线上线下、直营加盟相互赋能，关注渠道数量企稳回升带来规模增长；以及产品力和供应链管理提升带来的盈利能力持续改善。3) 锦泓集团：TW 女装的抖音打法复制，线上发力快速增长；线下积极推动直营转加盟优化渠道结构（店效小幅提升），业绩弹性释放。4) 波司登：寒潮催化+春节销售窗口期延长，冬装动销强劲；布局防晒助力销售全季化，渠道分级助力单店增长；产品力和品牌力逐步被市场认可，叠加运营提质，盈利能力稳步提升。5) 嘉曼服饰：收购暇步士

品牌在中国内地及港澳地区 IP 资产，授权费并表有望增厚公司业绩（23 年 9 月公告收购事项，24 年 1 月公告收购完成）；此外业务延展发力全品类，收购后整合暇步士资源，统一品牌形象定位和价格体系，有望打开成长天花板。

图表16：女装&休闲服饰&童装板块的财务数据同比变化（%，pct）

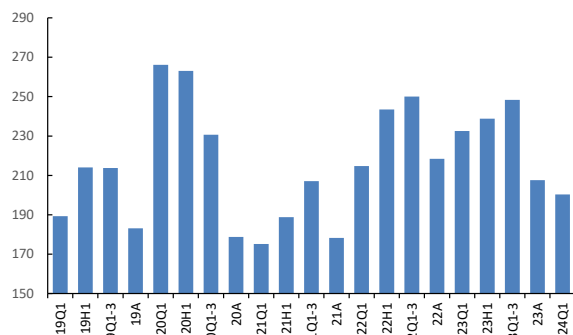
证券名称	收入增速								归母净利润增速									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
太平鸟	-21.2%	-15.8%	-11.9%	-20.0%	8.0%	4.4%	11.9%	11.8pct	2.9pct	-72.7%	14.2%	158.9%	-314.3%	538.1%	127.1%	-26.9%	199.8pct	-41.1pct
森马服饰	-13.5%	-9.3%	9.7%	1.1%	8.5%	2.5%	4.6%	16.0pct	13.9pct	-57.1%	48.8%	295.8%	89.4%	-20.8%	76.1%	11.4%	133.2pct	-37.4pct
锦泓集团	-9.8%	8.1%	23.2%	14.5%	21.5%	16.6%	-1.2%	26.4pct	-9.3pct	-68.1%	149.3%	835.6%	30.5%	30174.7%	316.8%	13.2%	384.9pct	-136.1pct
地素时尚	-17.2%	2.3%	26.5%	-3.3%	17.9%	10.4%	-12.0%	27.5pct	-14.3pct	-44.2%	9.3%	40.3%	-13.5%	761.1%	28.8%	-38.0%	72.5pct	-42.4pct
歌力思	1.4%	6.0%	30.2%	20.6%	30.9%	21.7%	12.5%	20.4pct	6.5pct	-93.3%	0.4%	1785.9%	-14.4%	49.8%	416.6%	-38.2%	509.8pct	-38.6pct
欣贺股份	-17.1%	-10.5%	13.5%	-1.6%	5.2%	0.9%	-11.1%	18.0pct	-8.5pct	-55.2%	-21.2%	26.5%	-30.1%	-7407.2%	-22.5%	88.5%	32.8pct	-67.3pct
安正时尚	-26.5%	4.8%	46.2%	-23.4%	-32.7%	-4.1%	-18.7%	22.3pct	-20.5pct	-608.9%	28.8%	127.3%	-91.0%	104.1%	113.2%	-150.0%	722.1pct	-178.8pct
波司登	19.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	-15.9pct	0.0pct	20.6%				3.7%			-16.9pct	
嘉曼服饰	-5.9%	-0.3%	13.3%	-13.2%	2.8%	0.8%	-2.2%	6.6pct	-1.9pct	-14.8%	24.1%	42.3%	4.2%	-14.7%	8.5%	-17.5%	23.3pct	-41.6pct
戎美股份	8.8%	1.6%	1.3%	-43.1%	-26.7%	-19.1%	-12.9%	-27.9pct	-14.4pct	2.7%	-24.0%	-26.4%	-80.6%	-61.5%	-49.3%	-28.5%	-52.0pct	-4.4pct
合计	-15.0%	-6.2%	11.3%	-4.5%	8.1%	1.9%	-4.4%	17.0pct	1.8pct	-39.7%	24.2%	2550.0%	3.6%	1080.6%	42.9%	-21.6%	82.5pct	-45.8pct

证券名称	毛利率								净利率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
太平鸟	48.2%	60.0%	55.8%	52.1%	49.6%	54.1%	55.3%	5.9pct	-4.1pct	2.1%	10.5%	2.2%	-2.6%	8.2%	5.4%	8.8%	3.3pct	-1.7pct
森马服饰	41.3%	44.3%	45.0%	43.3%	43.8%	44.0%	46.6%	2.7pct	2.3pct	4.6%	10.4%	7.9%	9.5%	6.1%	8.2%	11.0%	3.6pct	0.6pct
锦泓集团	69.2%	69.4%	68.4%	69.7%	69.2%	69.2%	70.2%	0.0pct	0.8pct	1.8%	8.8%	4.3%	4.8%	7.4%	6.5%	10.1%	4.7pct	1.3pct
地素时尚	75.4%	76.7%	74.9%	72.9%	73.7%	74.5%	75.6%	0.9pct	-1.1pct	16.0%	26.9%	22.3%	17.9%	10.0%	18.6%	20.5%	2.6pct	-6.4pct
歌力思	63.8%	65.5%	69.4%	65.6%	70.0%	67.8%	67.3%	4.0pct	1.7pct	2.3%	9.5%	11.0%	5.5%	-1.9%	5.6%	5.9%	3.2pct	-3.5pct
欣贺股份	69.4%	70.2%	72.1%	67.7%	67.6%	69.4%	69.0%	0.1pct	-1.1pct	7.4%	10.9%	10.5%	5.3%	-3.6%	5.7%	1.5%	4.1pct	-9.3pct
安正时尚	47.1%	49.3%	40.4%	50.6%	69.7%	50.4%	48.7%	3.3pct	-0.0pct	-17.1%	4.6%	0.3%	-0.3%	0.3%	1.4%	-2.7%	18.5pct	-17.4pct
波司登	60.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	59.5%	0.0%	0.6pct	0.0pct	12.7%				12.9%			0.2pct	
嘉曼服饰	59.7%	61.4%	61.2%	56.4%	59.4%	59.8%	62.6%	0.0pct	1.2pct	14.5%	21.9%	13.9%	16.1%	12.1%	15.6%	18.5%	1.1pct	-3.4pct
戎美股份	40.5%	39.3%	39.9%	34.2%	41.2%	39.2%	43.6%	-1.3pct	4.3pct	17.6%	17.6%	10.7%	5.5%	8.7%	11.0%	14.4%	5.6pct	-3.1pct
合计	54.3%	56.9%	55.9%	53.7%	54.3%	56.5%	56.6%	2.1pct	-0.3pct	6.5%	11.4%	7.5%	6.2%	6.1%	9.3%	9.7%	2.8pct	-1.7pct

证券名称	销售费用率								管理费用率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
太平鸟	36.8%	35.5%	40.1%	38.2%	32.4%	36.0%	35.9%	-0.8pct	0.3pct	8.7%	9.1%	12.2%	10.3%	7.3%	9.4%	9.0%	0.7pct	-0.1pct
森马服饰	24.5%	23.4%	27.3%	22.4%	24.0%	24.1%	24.5%	-0.4pct	1.1pct	6.6%	5.6%	8.2%	7.2%	6.2%	6.7%	5.9%	0.0pct	0.2pct
锦泓集团	57.7%	48.2%	52.8%	53.9%	51.2%	51.3%	47.7%	-6.3pct	-0.6pct	6.3%	5.8%	7.3%	8.2%	5.0%	6.4%	7.3%	0.0pct	1.5pct
地素时尚	43.6%	40.2%	38.3%	36.8%	45.1%	40.5%	41.8%	-3.2pct	1.1pct	10.1%	10.1%	9.5%	10.9%	10.6%	10.3%	12.9%	0.2pct	2.8pct
歌力思	47.4%	44.6%	46.0%	45.6%	47.7%	46.1%	46.8%	-1.3pct	2.2pct	11.5%	9.9%	10.7%	11.9%	10.8%	10.8%	10.0%	0.7pct	0.1pct
欣贺股份	46.6%	43.5%	45.8%	46.0%	48.6%	46.0%	50.1%	-0.6pct	6.6pct	9.4%	8.8%	8.8%	11.4%	19.7%	12.3%	9.4%	2.9pct	0.6pct
安正时尚	31.7%	31.5%	26.7%	34.1%	55.3%	34.8%	34.3%	3.1pct	2.8pct	13.0%	12.2%	10.9%	13.3%	16.6%	12.8%	13.6%	0.2pct	1.4pct
波司登	38.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.5%	0.0%	-1.9pct	0.0pct	7.4%				7.2%			0.2pct	
嘉曼服饰	32.8%	32.2%	35.5%	38.3%	31.9%	33.8%	32.9%	1.0pct	0.7pct	7.6%	6.7%	8.8%	11.4%	8.2%	8.5%	7.2%	0.9pct	0.4pct
戎美股份	13.2%	13.4%	15.0%	18.9%	13.3%	14.7%	12.7%	1.5pct	-0.7pct	6.1%	6.8%	8.1%	13.3%	8.2%	8.7%	9.1%	2.6pct	2.3pct
合计	36.0%	33.7%	36.3%	34.1%	34.2%	35.1%	34.6%	-0.9pct	0.9pct	6.4%	5.7%	6.8%	6.6%	5.5%	6.4%	6.1%	0.0pct	0.3pct

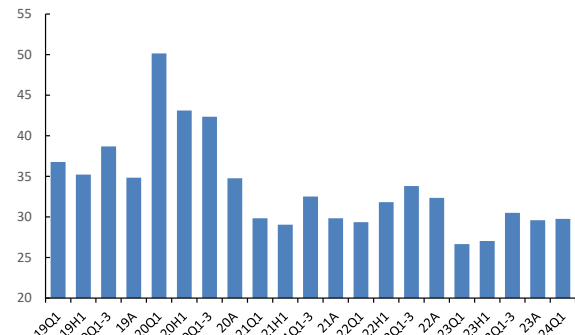
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表17：主要女装/休闲服饰/童装企业的存货周转情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表18：主要女装/休闲服饰/童装企业的应收账款周转情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

4、家纺：板块缓步复苏，强运营能力的企业具备经营韧性

板块情况：1) 23 年家纺板块收入/归母净利润分别同比+4.3%/+66.7%，毛利率/净利率分别同比+2.3/+3.9pct，销售/管理费用率分别同比+0.0/-0.6pct；2) 24Q1 收入/归母净利润分别同比+0.0%/-21.7%，毛利率/净利率分别同比+0.2/-1.9pct，销售/管理费用率分别同比+2.1/+0.0pct。24Q1 延续 23 年的趋势，板块内出现分化，高端承压，高质价比定位受益理性消费趋势，终端弱复苏背景下，具备精细化管理能力的企业展现出更强的经营韧性。

具体来看：1) 水星家纺：定位高质价比+布局抖音渠道，线上延续高增长；产品结构和渠道结构优化、叠加降本增效带动毛利率持续创新高。2) 富安娜：终端需求弱复苏下，收入表现稳健，精细化管理严格控费，经营正杠杆带动盈利能力向上。3) 罗莱生活：海外家具业务处于去库存阶段，对业绩影响较大。

分红情况：分红稳定且持续性高，高股息具备配置价值。头部家纺企业保持较高的分红比例，其中富安娜维持在 90%+，水星家纺维持在 60%+，以 2024/5/8 的收盘价计算，富安娜、水星家纺、罗莱生活的股息率均在 4.0% 以上。

图表19：家纺板块的财务数据同比变化（%，pct）

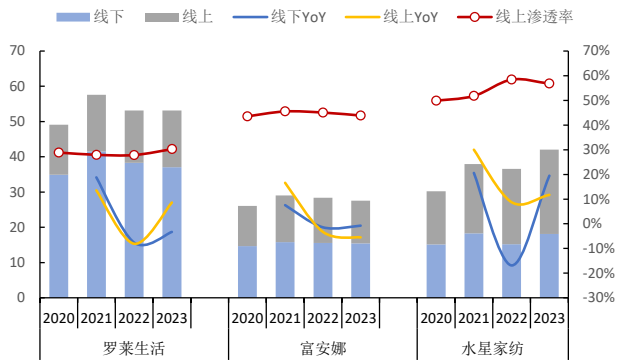
证券名称	收入增速									归母净利润增速								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
梦洁股份	-17.5%	-10.1%	22.1%	4.8%	9.0%	6.1%	-1.6%	23.5pct	-1.6pct	-187.5%	218.3%	130.3%	118.3%	97.5%	105.0%	-19.1%	292.5pct	-237.4pct
富安娜	-3.1%	-7.6%	-1.9%	0.9%	0.7%	-1.6%	5.2%	1.5pct	12.8pct	-2.2%	5.3%	2.3%	9.2%	9.1%	7.0%	10.2%	9.2pct	5.0pct
罗莱生活	-7.7%	-3.6%	11.0%	-2.8%	-2.2%	0.0%	-12.3%	7.8pct	-8.6pct	-19.6%	11.1%	69.3%	-22.2%	-17.2%	-1.4%	-49.5%	18.2pct	-60.6pct
水星家纺	-3.6%	1.4%	17.0%	11.9%	25.0%	14.9%	11.8%	18.5pct	10.4pct	-27.9%	-1.2%	286.7%	9.0%	32.7%	36.2%	11.5%	64.1pct	12.8pct
合计	-7.2%	-6.1%	13.3%	3.0%	6.7%	4.3%	0.0%	11.5pct	6.1pct	-40.0%	12.6%	98.7%	14.7%	275.9%	66.7%	-21.7%	106.7pct	-34.3pct

证券名称	毛利率									净利率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
梦洁股份	33.1%	42.2%	44.4%	42.2%	37.5%	41.2%	40.8%	8.2pct	-1.4pct	-22.0%	2.3%	1.9%	2.1%	-1.1%	1.1%	2.1%	23.1pct	-0.2pct
富安娜	53.1%	54.3%	54.0%	55.4%	57.4%	55.6%	54.2%	2.5pct	-0.1pct	17.3%	17.9%	16.6%	19.5%	20.4%	18.9%	18.8%	1.5pct	0.9pct
罗莱生活	46.0%	44.0%	47.0%	43.1%	53.5%	47.3%	43.5%	1.3pct	-0.5pct	10.8%	14.2%	8.8%	10.0%	10.1%	10.7%	8.2%	-0.1pct	-6.0pct
水星家纺	38.7%	39.7%	40.1%	40.3%	40.0%	40.0%	41.4%	1.3pct	1.7pct	7.6%	10.2%	8.8%	8.6%	8.7%	9.0%	10.2%	1.4pct	0.0pct
合计	43.8%	44.7%	45.9%	44.6%	48.0%	46.0%	44.8%	2.3pct	0.2pct	6.7%	12.2%	9.2%	10.4%	10.4%	10.5%	10.2%	3.9pct	-1.9pct

证券名称	销售费用率									管理费用率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
梦洁股份	39.7%	27.1%	30.1%	27.6%	30.8%	29.1%	26.2%	-10.5pct	-0.9pct	10.0%	11.0%	9.4%	8.6%	5.8%	8.4%	10.2%	-1.5pct	-0.8pct
富安娜	25.6%	25.6%	28.2%	25.6%	25.5%	26.1%	26.8%	0.5pct	1.2pct	7.6%	7.4%	8.0%	7.6%	6.7%	7.3%	7.3%	-0.3pct	-0.1pct
罗莱生活	21.5%	17.5%	27.5%	24.5%	28.4%	24.7%	21.7%	3.2pct	4.3pct	8.8%	9.9%	7.0%	7.5%	7.9%	8.0%	11.5%	-0.8pct	1.6pct
水星家纺	23.3%	22.4%	25.3%	22.8%	25.2%	24.1%	23.3%	0.8pct	0.9pct	6.7%	7.0%	6.4%	7.1%	4.9%	6.1%	6.8%	-0.5pct	-0.3pct
合计	25.5%	21.8%	27.4%	24.6%	27.1%	25.5%	23.9%	0.0pct	2.1pct	5.6%	6.4%	4.6%	5.1%	4.1%	4.9%	6.4%	-0.6pct	0.0pct

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表20：主要家纺企业分渠道的收入（亿元）、增速及线上渗透率



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表21：主要家纺企业的分红比例&股息率情况

证券名称	分红比例			23年股息率	当前股价对应PE分位(过去10年)
	21A	22A	23A	2024/5/8	
富安娜	91%	93%	95%	6.1%	57%
水星家纺	34%	66%	62%	4.9%	37%
罗莱生活	141%	88%	58%	4.4%	31%
梦洁股份	0%	0%	0%	0.0%	93%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

5、黄金珠宝：23 年板块表现亮眼，24Q1 高基下稳健增长

板块情况：23 年板块营收分别同比+21.8%（社零金银珠宝的 13.3%增速），拆分量价来看，23 年上海黄金交易所 Au9999 黄金收盘平均价格同比+14.7%，黄金首饰/金条及金币用金消费量同比+8%/+16%（主因金价上行驱动投资需求、黄金珠宝工艺变化匹配悦己消费需求等），量价齐升共同推动。分季度来看，23Q1/2/3/4 营收分别同比+27%/+21%/+13%/+27%，Q1 主因元旦春节假期催化+递延婚庆需求+金价上行释放的投资需求，Q2 低基叠加五一催化，Q3 淡季保持稳健增长，Q4 低基下提速。**24Q1** 板块营收同比+11.4%，高基数下兑现稳健增长，拆分量价来看，金价同比+16%，黄金首饰/金条及金币用金消费量同比-3%/+27%，金价急涨对黄金首饰的终端消费形成抑制。

个股表现有所分化，主要系各品牌商的货品结构（黄金产品占比）、渠道结构（直营/加盟/线上占比）、采购/生产/销售模式、套保比例、渠道数量及拓店空间等不同，且对于金价上涨的敏感度存在差异。
1) 毛利率受多因素影响：周大生（低毛利黄金产品占比提升）和潮宏基（低毛利黄金占比提升+加盟渠道占比提升）毛利率下滑；老凤祥和中国黄金毛利率提升，主因金价上行、对金价波动的敏感度高；菜百股份毛利率下滑，主因贵金属投资黄金产品占比提升；
2) 拓店情况：23 年各品牌拓店进展顺利，24 年继续稳健扩张，其中潮宏基预计净开店 300 家，周大生预计净开店 400-600 家。

分红情况：黄金珠宝板块现金流较好，分红稳定且持续性高，低估值高股息具备配置价值。23 年主要珠宝企业的分红比例普遍提高，稳健经营下预计后续有望持续保持强劲的分红。以 2024/5/8 的收盘价计算，周大生、菜百股份、潮宏基和中国黄金的股息率均在 4.0%以上，且对应的 PE 分位数分别为 15%/15%/16%/4%。

图表22：黄金珠宝板块的财务数据同比变化（%，pct）

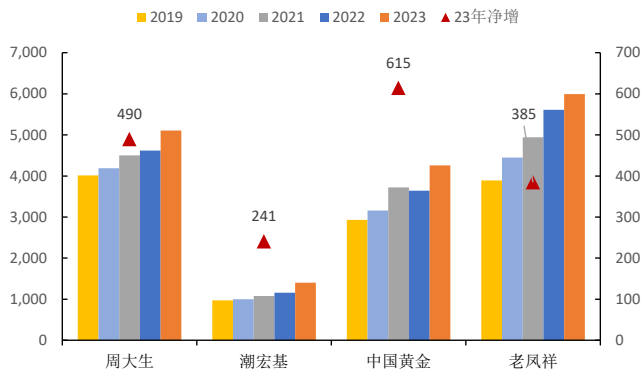
证券名称	收入增速									归母净利润增速								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
菜百股份	5.6%	45.6%	77.8%	25.5%	69.8%	50.6%	25.0%	45.0pct	-20.6pct	26.6%	30.6%	157.7%	67.6%	10.3%	53.6%	16.2%	27.0pct	-14.4pct
潮宏基	-4.7%	21.6%	61.0%	23.7%	35.1%	33.6%	17.9%	38.3pct	-3.7pct	-43.2%	30.1%	54.0%	23.4%	157.2%	67.4%	5.5%	110.6pct	-24.6pct
中国黄金	-7.2%	12.3%	22.5%	13.4%	31.6%	19.6%	13.1%	26.8pct	0.7pct	-3.7%	19.1%	26.6%	16.5%	53.7%	27.2%	21.1%	30.9pct	2.0pct
曼卡龙	28.6%	2.7%	32.1%	2.4%	33.5%	19.4%	45.1%	-9.1pct	42.4pct	-22.6%	29.3%	60.8%	23.4%	166.0%	47.5%	21.1%	70.1pct	-8.2pct
老凤祥	7.4%	33.2%	3.2%	9.7%	-1.1%	13.4%	4.4%	6.0pct	-28.8pct	-9.4%	76.1%	15.1%	48.5%	-27.4%	30.2%	12.0%	39.6pct	-64.1pct
周大生	21.4%	49.6%	68.6%	15.2%	74.0%	46.5%	23.0%	25.1pct	-26.8pct	-10.9%	26.1%	26.8%	2.9%	38.0%	20.7%	-6.6%	31.6pct	-32.7pct
合计	2.5%	27.3%	20.8%	12.9%	27.3%	21.8%	11.4%	19.3pct	-15.9pct	-8.5%	42.0%	31.7%	30.1%	16.9%	30.2%	7.5%	38.7pct	-34.5pct

证券名称	毛利率									净利率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
菜百股份	11.2%	11.4%	11.6%	10.5%	9.3%	10.7%	10.0%	-0.5pct	-1.4pct	4.2%	4.7%	5.4%	4.5%	2.8%	4.3%	4.3%	0.1pct	-0.3pct
潮宏基	30.2%	28.0%	25.7%	26.5%	23.9%	26.1%	24.9%	-4.1pct	-3.1pct	4.6%	8.3%	5.7%	7.0%	1.0%	5.6%	7.3%	-1.0pct	-1.0pct
中国黄金	3.9%	4.0%	4.5%	4.2%	3.8%	4.1%	4.1%	0.2pct	0.1pct	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%	1.7%	2.0%	0.1pct	0.1pct
曼卡龙	16.6%	23.2%	14.5%	16.2%	9.7%	14.6%	17.2%	-1.8pct	-6.0pct	3.3%	7.7%	5.0%	4.5%	1.6%	4.1%	6.4%	0.8pct	-1.3pct
老凤祥	7.6%	8.0%	9.1%	7.5%	9.5%	8.3%	8.4%	0.7pct	0.3pct	3.6%	3.9%	4.7%	4.2%	3.7%	4.2%	4.1%	0.6pct	0.2pct
周大生	20.8%	17.9%	19.0%	17.8%	17.9%	18.1%	15.6%	-2.6pct	-2.3pct	9.8%	8.8%	9.5%	8.0%	5.8%	8.1%	6.7%	-1.7pct	-2.1pct
合计	8.5%	8.6%	9.5%	8.7%	8.5%	8.8%	8.4%	0.3pct	-0.2pct	3.5%	3.9%	4.3%	4.1%	2.7%	3.8%	3.8%	0.3pct	-0.1pct

证券名称	销售费用率									管理费用率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
菜百股份	3.2%	2.8%	2.3%	2.6%	2.8%	2.6%	2.3%	-0.6pct	-0.5pct	1.0%	0.8%	0.4%	0.7%	1.0%	0.7%	0.6%	-0.3pct	-0.1pct
潮宏基	17.5%	13.6%	14.6%	12.5%	15.5%	14.0%	11.4%	-3.5pct	-2.1pct	3.4%	2.3%	3.0%	3.5%	4.1%	3.2%	2.7%	-0.2pct	0.4pct
中国黄金	1.0%	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	0.9%	0.7%	-0.1pct	0.1pct	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.0pct	-0.1pct
曼卡龙	7.8%	8.9%	6.1%	7.0%	4.8%	6.3%	6.4%	-1.5pct	-2.5pct	3.9%	4.1%	3.3%	3.8%	3.1%	3.5%	2.9%	-0.4pct	-1.2pct
老凤祥	1.3%	1.4%	1.4%	0.9%	3.1%	1.5%	1.3%	0.2pct	-0.2pct	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%	1.6%	0.7%	0.5%	0.0pct	-0.1pct
周大生	6.7%	4.5%	5.4%	5.0%	8.6%	5.8%	4.9%	-0.9pct	0.4pct	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	1.1%	0.7%	0.5%	-0.2pct	-0.1pct
合计	2.4%	2.0%	2.2%	1.9%	3.4%	2.3%	1.9%	-0.1pct	-0.1pct	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	1.0%	0.6%	0.5%	0.0pct	-0.1pct

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表23：主要黄金珠宝企业门店数量情况



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表24：主要黄金珠宝企业的分红比例&股息率情况

证券名称	分红比例			23年股息率	当前股价对应PE分位(过去10年)
	21A	22A	23A	2024/5/8	
周大生	71%	60%	78%	6.0%	15%
菜百股份	77%	78%	77%	4.6%	15%
潮宏基	51%	89%	67%	4.2%	16%
中国黄金	51%	66%	78%	4.0%	4%
老凤祥	40%	45%	46%	2.5%	49%
曼卡龙	30%	40%	40%	1.0%	4%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

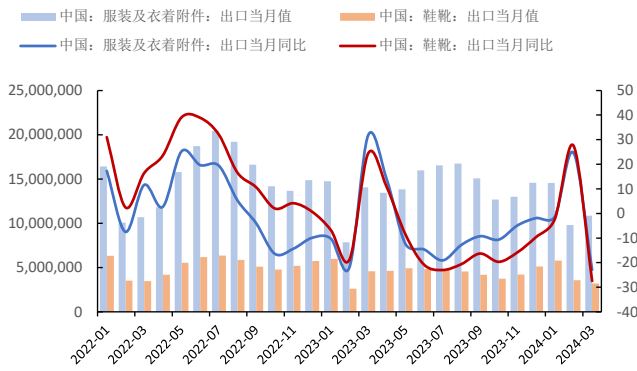
(三) 纺织制造：去库结束+需求端变化，制造景气回升

1、海外需求及库存：出口改善，库销比回落

根据海关总署数据，中国和越南作为纺织品的的主要出口国，23 年出口情况逐季改善，24 年以来，中国受春节错期和基数影响有所波动，越南整体出口趋势向好。

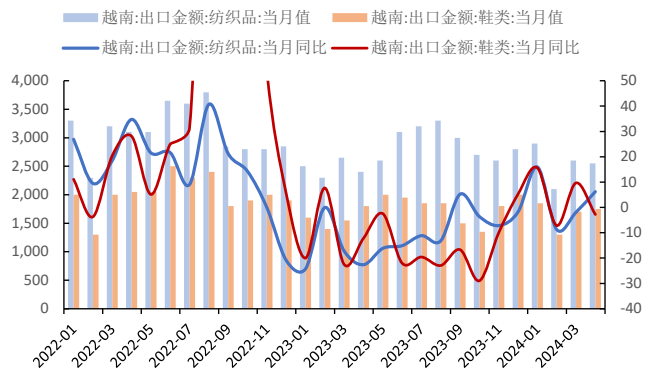
从海外需求和库存情况来看，终端需求处于弱复苏，品牌经历 23 年去库周期后，终端库存压力减轻，库销比逐步回归到正常水平。

图表25：中国海关出口数据（千美元，%）



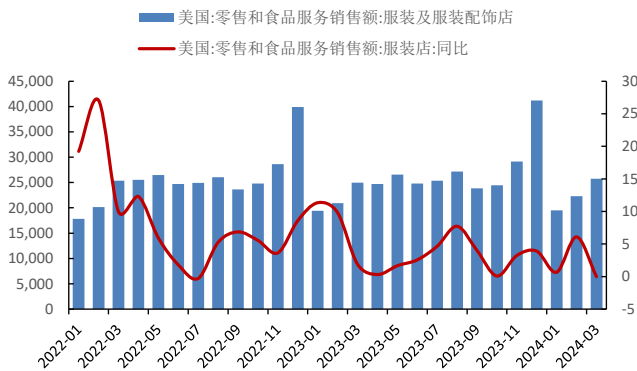
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表26：越南海关出口数据（百万美元，%）



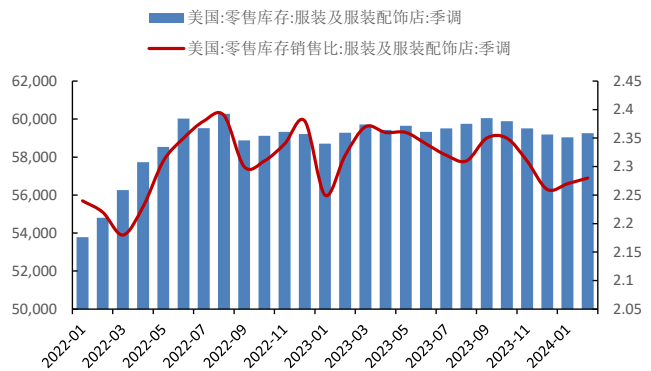
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表27：美国服装零售收入同比增速（百万美元，%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表28：美国服饰零售店/批发商库存（百万美元，%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、A 股企业：24 年拐点向上趋势明确，头部企业具备高弹性

板块情况：23 年主基调为去库存，23Q4 低基下拐点显现，24Q1 持续验证，全年拐点向上趋势明确。 23 年板块收入/归母净利润分别同比-0.1%/-13.3%，毛利率/净利率分别同比-1.8/-1.3pct，主要系 23 年海外头部品牌客户处于去库周期，采取保守的订单采购策略，叠加欧美高通胀下的消费信心不足，而头部的纺织制造企业以出口为主，23 年收入业绩承压明显，进入 Q4 以来，订单逐步恢复。24Q1 板块收入/归母净利润分别同比+14.5%/+33%，毛利率/净利率分别同比+2.3/+1.2pct，品牌客户的补库需求+需求端变化，带来制造企业的订单修复，产能利用率的提升带动盈利能力的修复。

代工制造龙头逆势盈利稳定，顺利成长弹性释放：1) 华利集团：运动鞋履制造龙头在行业去

库过程中的展现出强韧性，订单结构变化、新客拓展、供应链向头部工厂转移的订单落地带动 23 年毛利率逐季修复，降本增效下，23 年净利率在逆势下稳中略增；24Q1 表现超预期明确拐点向上趋势，盈利能力提升明显；短期新品牌客户量产出货、老客订单恢复、供应链订单向头部转移，看好全年业绩弹性的释放，中长期拓客户、扩产能的持续推进，公司的产业地位和市场份额有望持续提升。

2) **健盛集团**：棉袜+无缝内衣制造龙头，24Q1 在降本增效推动下，盈利能力大幅提升（毛利率/净利率同比+7.0/+7.2pct），越南产能逐步饱和，公告拟以 5.5 亿自有资金在越南新建 6500 万双中高档棉袜等生产项目，产能扩张带来稳健增长，无缝产能爬坡带来盈利能力持续修复。

3) **开润股份**：B 端箱包代工在客户优化、产品优化下兑现稳健增长，服装代工拓新客实现快速增长；投资的上海嘉乐前滩布局印尼产能增长潜力大，预计可增厚业绩；C 端小米品牌调整合作方式（小米让利供应商、运营自由度提升），90 分品牌加大品牌露出、合作美国亚马逊等出海零售实现增量。

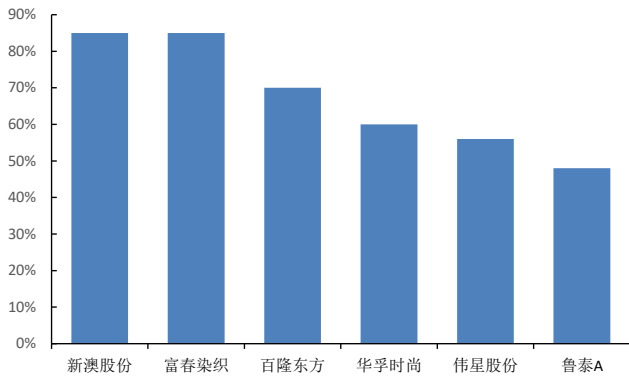
原辅料企业的生产成本中原材料占比较高，利润受原料价格波动影响较大，具备一定的周期性属性，比如百隆东方的原材料（在营业成本）的占比约为 70%，新澳约为 85%，华孚时尚约为 60%，鲁泰 A 约为 48%，富春染织约为 85%，伟星股份约为 56%。

图表 29：纺织制造板块的财务数据同比变化（%，pct）

证券名称	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
收入增速										归母净利润增速								
鲁泰A	32.5%	-12.8%	-16.5%	-19.9%	-6.6%	-4.1%	0.3%	-46.5pct	13.1pct	177.3%	-39.9%	-46.3%	-62.4%	-74.5%	58.1%	28.7%	-235.4pct	11.2pct
百隆东方	-10.1%	-24.8%	-12.8%	6.2%	44.4%	-1.1%	23.5%	9.0pct	48.2pct	14.0%	-75.6%	-56.2%	7.0%	-109.3%	-57.7%	4.5%	-81.7pct	71.1pct
华孚时尚	-13.5%	9.3%	-26.6%	-30.8%	125.4%	5.5%	3.4%	8.0pct	-22.7pct	-161.6%	-65.4%	-79.3%	-56.1%	97.2%	119.1%	24.0%	280.7pct	-8.7pct
富春染织	1.5%	-0.2%	11.5%	22.6%	18.4%	13.7%	13.5%	12.2pct	13.8pct	-30.0%	-13.1%	-78.1%	39.7%	42.5%	85.9%	30.1%	-5.9pct	43.1pct
新澳股份	14.6%	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.4%	12.5%	-2.3pct	3.0pct	30.7%	21.2%	-2.1%	1.0%	2.2%	3.7%	6.6%	-27.0pct	-14.6pct
南山智尚	9.5%	1.3%	-12.6%	-2.0%	6.3%	-2.1%	10.3%	-11.6pct	9.1pct	22.5%	13.4%	9.1%	17.4%	2.6%	8.5%	6.4%	-14.0pct	2.0pct
台华新材	-21.6%	-26.8%	-18.0%	-21.6%	0.5%	-7.4%	7.9%	4.2pct	34.7pct	-60.4%	-68.9%	-51.5%	14.2%	416.4%	34.3%	72.4%	26.1pct	141.3pct
伟星股份	8.1%	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	7.7%	14.8%	-0.4pct	18.4pct	9.0%	-17.7%	0.6%	10.6%	181.5%	14.2%	45.2%	5.2pct	63.0pct
华利集团	17.7%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	12.2%	30.2%	-20.0pct	41.4pct	16.6%	-25.8%	6.7%	-5.9%	16.7%	-0.9%	63.7%	-17.5pct	89.4pct
健盛集团	14.7%	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	13.1%	10.4%	-17.8pct	17.0pct	56.5%	-53.0%	-19.6%	-4.5%	1115.4%	8.3%	112.1%	-53.2pct	165.0pct
浙江自然	12.3%	-27.2%	-5.1%	-15.8%	6.7%	-3.0%	13.8%	-25.2pct	41.1pct	-3.0%	-20.9%	-40.3%	-47.3%	-121.7%	38.6%	42.5%	-35.7pct	-21.6pct
开润股份	19.7%	21.0%	15.5%	-13.7%	41.4%	13.3%	22.9%	-6.5pct	1.9pct	-74.0%	-24.7%	1171.1%	128.2%	76.0%	146.5%	103.0%	220.5pct	127.7pct
合计	4.0%	-3.6%	-6.7%	-9.2%	25.5%	-0.1%	14.5%	-4.1pct	18.1pct	-2.4%	-37.1%	-19.8%	-3.9%	28.0%	-13.3%	32.9%	-10.9pct	70.0pct
毛利率										净利率								
鲁泰A	25.7%	20.8%	21.9%	24.6%	24.4%	23.0%	23.5%	-2.7pct	2.8pct	14.0%	6.6%	8.1%	7.4%	4.7%	6.6%	5.1%	-7.4pct	-1.5pct
百隆东方	26.9%	13.3%	16.3%	3.6%	2.8%	8.6%	5.9%	-18.2pct	-7.4pct	22.4%	5.7%	10.9%	14.9%	-2.7%	7.3%	4.4%	-15.1pct	-1.3pct
华孚时尚	5.2%	5.7%	4.9%	4.7%	0.3%	4.2%	5.3%	-1.0pct	-0.4pct	-2.5%	1.2%	0.6%	0.4%	-0.6%	0.5%	0.4%	3.0pct	-0.8pct
富春染织	11.8%	11.6%	12.5%	10.7%	11.3%	11.5%	11.8%	-0.3pct	0.2pct	7.4%	4.8%	3.2%	4.1%	4.7%	4.2%	5.5%	-3.2pct	0.7pct
新澳股份	18.8%	19.3%	21.1%	17.6%	15.6%	18.6%	19.9%	0.2pct	0.6pct	10.3%	9.7%	12.9%	8.8%	6.2%	9.7%	9.1%	-0.6pct	-0.6pct
南山智尚	33.5%	32.8%	35.2%	35.1%	35.1%	34.7%	32.8%	1.1pct	0.1pct	11.4%	9.9%	11.2%	10.7%	17.4%	12.7%	10.3%	1.2pct	0.4pct
台华新材	44.2%	36.2%	40.7%	35.9%	39.1%	38.2%	42.4%	-6.0pct	6.2pct	21.0%	13.7%	19.0%	17.5%	17.9%	17.1%	20.8%	-4.0pct	7.2pct
伟星股份	39.0%	37.7%	43.4%	42.2%	39.0%	40.9%	37.9%	1.9pct	0.2pct	13.4%	7.6%	21.9%	21.5%	2.5%	14.3%	9.9%	0.8pct	2.3pct
华利集团	25.9%	23.3%	25.4%	26.5%	26.4%	25.6%	28.4%	-0.2pct	5.0pct	15.7%	13.1%	17.6%	16.3%	15.7%	15.9%	16.5%	0.2pct	3.4pct
健盛集团	25.8%	22.4%	26.6%	28.6%	25.8%	26.0%	29.3%	0.2pct	7.0pct	11.1%	7.8%	13.9%	13.9%	11.2%	11.9%	15.0%	0.7pct	7.2pct
浙江自然	36.6%	37.9%	33.8%	30.2%	30.8%	33.8%	38.4%	-2.8pct	0.5pct	22.1%	27.7%	17.6%	9.0%	-1.5%	15.6%	15.0%	-6.6pct	-12.7pct
开润股份	21.6%	21.8%	21.6%	25.2%	28.7%	24.4%	24.2%	2.7pct	2.4pct	2.0%	4.4%	4.8%	6.3%	-0.3%	3.7%	7.8%	1.7pct	3.4pct
合计	20.8%	16.9%	20.8%	18.6%	19.4%	19.0%	19.2%	-1.8pct	2.3pct	10.4%	7.0%	11.0%	10.4%	7.8%	9.1%	8.2%	-1.3pct	1.2pct
销售费用率										管理费用率								
鲁泰A	2.0%	2.4%	2.3%	2.2%	3.0%	2.5%	2.2%	0.5pct	-0.2pct	9.7%	10.5%	11.1%	11.0%	9.3%	10.4%	10.0%	0.7pct	-0.1pct
百隆东方	0.7%	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	-0.1pct	-0.2pct	7.2%	7.5%	6.9%	5.3%	5.6%	6.2%	5.6%	0.0pct	-1.1pct
华孚时尚	0.9%	0.6%	1.4%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%	0.0pct	0.0pct	3.4%	2.7%	3.6%	3.1%	4.9%	3.4%	2.5%	0.0pct	-0.1pct
富春染织	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.6%	0.8%	0.0pct	0.2pct	5.2%	6.2%	5.4%	5.3%	6.7%	5.9%	7.6%	0.7pct	1.4pct
新澳股份	1.8%	1.7%	1.7%	2.1%	3.1%	2.1%	1.7%	0.3pct	0.0pct	5.7%	5.4%	4.7%	5.1%	6.5%	5.3%	5.4%	0.4pct	0.0pct
南山智尚	9.7%	8.4%	8.8%	9.5%	5.8%	8.0%	7.7%	-1.7pct	-0.6pct	7.8%	8.5%	7.7%	8.8%	10.0%	8.8%	9.2%	1.1pct	0.7pct
台华新材	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.2pct	-0.1pct	23.6%	22.4%	17.0%	27.1%	26.3%	22.9%	21.3%	0.7pct	-1.1pct
伟星股份	8.6%	9.8%	6.6%	6.8%	13.8%	9.1%	9.5%	0.5pct	-0.4pct	14.6%	16.6%	11.8%	11.9%	18.8%	14.5%	17.5%	0.1pct	0.9pct
华利集团	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.5%	0.0pct	0.0pct	5.2%	5.4%	4.1%	6.0%	4.6%	5.0%	6.8%	0.2pct	1.5pct
健盛集团	3.1%	4.9%	1.9%	3.7%	3.1%	3.3%	3.3%	0.2pct	-1.6pct	10.2%	10.7%	9.5%	9.6%	10.5%	10.0%	9.7%	0.1pct	-1.0pct
浙江自然	1.5%	2.0%	1.9%	3.7%	2.8%	2.4%	2.3%	0.3pct	0.3pct	8.9%	9.0%	8.0%	15.6%	18.1%	11.5%	10.3%	2.6pct	1.3pct
开润股份	6.9%	6.4%	6.1%	6.3%	7.0%	6.4%	4.4%	-0.5pct	-1.5pct	9.3%	8.0%	8.4%	9.3%	8.9%	8.6%	7.4%	0.7pct	-0.7pct
合计	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	2.1%	1.8%	1.6%	0.1pct	-0.1pct	4.2%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%	4.1%	4.1%	-0.1pct	0.2pct

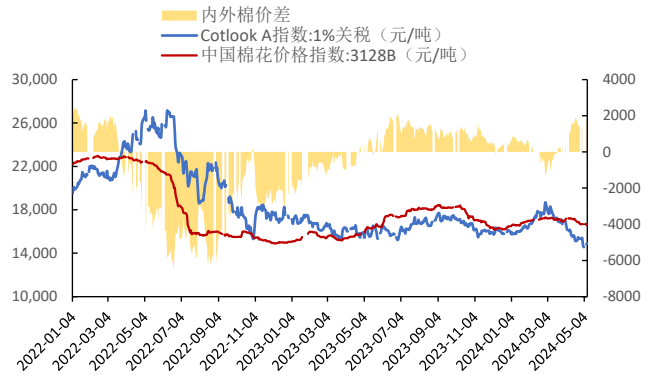
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表30：主要制造企业的原材料占营业成本的比例



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表31：棉花价格变动



资料来源：Wind，太平洋证券整理

二、美容护理：美妆国货崛起竞争分化，医美缓步复苏

本次年报及一季报分析我们筛选了主业为美容护理行业的重点公司作为研究样本，其中包括化妆品品牌商（12家）、化妆品原料商（3家）、化妆品代工厂（4家）、医美器械商（3家）、医美机构端（2家）。

图表32：化妆品板块选择的研究样本

分类	证券代码	证券名称	分类	证券代码	证券名称	
化妆品/ 个护	品牌商	603605.SH	珀莱雅	原料商	300856.SZ	科思股份
		2367.HK	巨子生物		001218.SZ	丽臣实业
		600315.SH	上海家化		300886.SZ	华业香料
		603983.SH	丸美股份	代工厂	300955.SZ	嘉亨家化
		300740.SZ	水羊股份		300132.SZ	青松股份
		300957.SZ	贝泰妮		837023.BJ	芭薇股份
	301371.SZ	敷尔佳	603059.SH	倍加洁		
	600223.SH	福瑞达	器械商	832982.BJ	锦波生物	
	688363.SH	华熙生物		300896.SZ	爱美客	
	2145.HK	上美股份		688366.SH	昊海生科	
	001328.SZ	登康口腔	机构端	002612.SZ	朗姿股份	
	603193.SH	润本股份		2373.HK	美丽田园医疗健康	

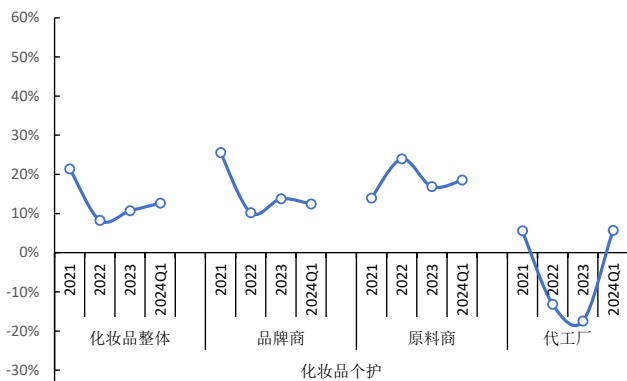
资料来源：Wind，太平洋证券整理

（一）化妆品：头部势能向好，关注洗护、母婴等细分赛道的结构性机会

板块情况：在统计板块表现时，剔除福瑞达（剥离房地产业务影响）、青松股份（化工业务剥离影响）。1) 23 年收入/归母净利润分别同比+10.7%/+28.9%，毛利率/净利率分别同比+3.7/+2.0pct，销售/管理费用率分别同比+3.1/+0.2pct。其中品牌商中的珀莱雅、巨子生物、福瑞达、润本股份等延续亮眼表现，丸美股份、上美股份低基下凭借大单品/新兴渠道起量实现强劲增长；原料商中

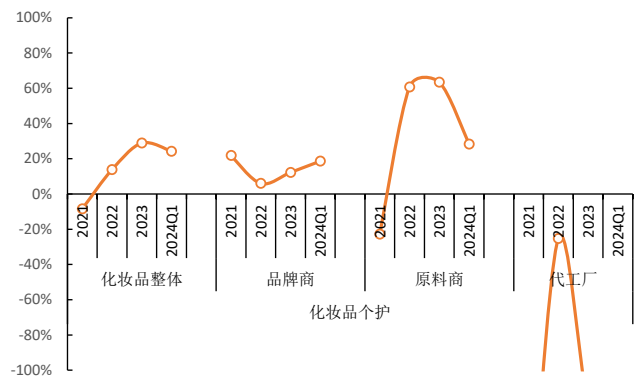
科思股份在防晒高景气下延续高增，代工厂受化妆品消费弱复苏影响仍表现承压。利润增速快于收入，主要系①产品力、品牌力、精细化运营管理能力提升，②科思股份新增产能爬坡顺利、高毛利的新型防晒剂贡献增加。2) 24Q1 收入/归母净利润分别同比+12.6%/+24.2%，毛利率/净利率分别同比+2.3/+1.2pct，边际改善，盈利能力持续提升，主要系①线上平台增速回暖；②头部企业珀莱雅、丸美股份、福瑞达等高基下仍提速增长，竞争优势愈发凸显。

图表33：23A-24Q1 化妆品板块的收入增速



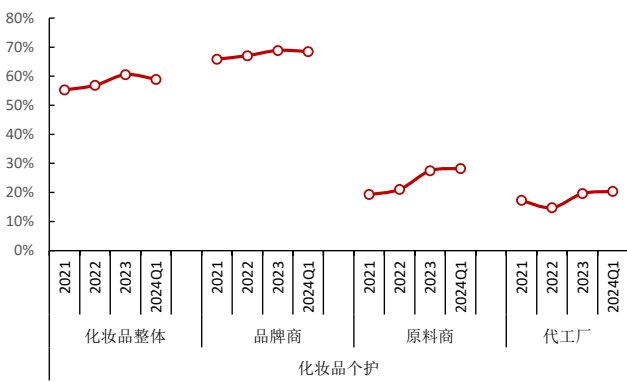
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表34：23A-24Q1 化妆品板块的归母净利润增速



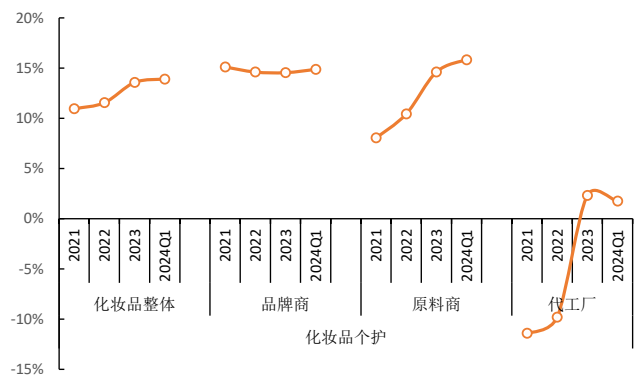
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表35：23A-24Q1 化妆品板块的毛利率变化



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表36：23A-24Q1 化妆品板块的净利率变化



资料来源：Wind，太平洋证券整理

1、品牌商：分化加剧，国货龙头优势明显，24Q1 线上边际改善

2022/23 年我国化妆品零售额增速分别为-4.1%/+5.1%，低于限上商品零售总额的+1.9%/+5.5% 的增速，主要系线上渗透率见顶增速放缓、理性消费趋势下对质价比的追求。样本企业中品牌商收入增速分别为 10.2%/13.8%，高于行业零售增速，我们认为主要是国货品牌在原料/配方研发、

产品开发、精细化运营等综合实力明显提升，加速赶超国际品牌，尤其是头部企业展现出更强的竞争优势。

当下的传统电商流量见顶、大促拉动效果减弱、新型电商竞争加剧以及消费趋于理性的背景下，化妆品行业整体增速由过去流量红利下的野蛮高增切换至稳健增长，企业之间的竞争由过去的单一要素（如营销投放、爆品、渠道红利等）升级为综合实力的比拼。其中：1) 产品维度：大单品策略已经成为行业共识，原料配方研发迭代、产品矩阵完善和消费者洞察等决定大单品的上限，大单品系列矩阵决定品牌上限；2) 渠道维度：竞争加剧的背景下，精细化营销投放、私域运营能力加码、核心人群资产的积淀等更为重要；3) 集团维度：参考国际美妆品牌集团，单一品牌的天花板有限，打造多品牌集团能够走的更远，护肤赛道增速切换背景下，关注细分赛道如洗护、婴童护理等结构性机会。具体来看：

- **珀莱雅**：持续贯彻大单品战略，主品牌稳健、二线品牌（彩棠、OR、悦芙媿）接力成长、储备品牌蓄力（已备案的“惊时”洗护品牌），出海有望打开成长天花板；品牌势能向上+产品/渠道优化+组织效率持续提升，带动盈利能力向上。公司管理层具备多品牌的运营能力和丰富的管理经验，灵活的组织能力以及架构保证公司强大的战略执行力，短中长期增长路径清晰且逐步兑现。
- **巨子生物**：重组胶原龙头，可复美多品类发展（敷料占比由过去 80% 下降至 30%）、大单品战略（次抛精华单品由 21 年的 1 亿到 23 年的 8 亿）得到验证，陆续推出高毛利的精华、面霜的等单品，医美线预计 2 款年内拿证，25 年预计 2 款获批，过去院线渠道的布局复用，医美产品落地后有望快速铺设。
- **福瑞达**：地产业务剥离后全面发力大健康领域，瓊尔博士大单品系列逐步完善（益生菌系列稳健，闪充系列发力，摇醒系列储备），高毛利的系列和品类占比提升带动毛利率向上，重视抖音和拼多多等新兴渠道的布局；颐莲定位中国高保湿，保湿喷雾、澎澎霜等明星单品迭代升级增长强劲，渠道专供品软膜粉的渠道策略成功验证有望复制。此外化妆品战略升级为 5+N，推出珂溢品牌布局医美领域，打造双美生态；储备洗护品牌强势进军微生态洗护领域。
- **上海家化**：受内外多重因素影响，组织架构调整和渠道转型仍待加速，短期承压；公司在美妆、母婴和个护家清赛道均有质地优秀的品牌，且国民知名度高，期待组织架构改革、渠道调整到位后的高弹性。
- **上美股份**：韩束红蛮腰势能强劲，白蛮腰套盒有待放量；一叶子品牌转型纯净美妆，成效仍待显现；红色小象和一页定位母婴护理赛道，其中红色小象定位重新探索开启转型，一页快速培育成长潜力大；同时洗护赛道有极方、632 品牌。公司同样是具备多品牌的化妆品集团，

目前韩束凭借极致性价比套盒+抖音放量+短剧、自播等精细化运营，展现公司敏感的渠道嗅觉，渠道打法经验有望复用；上海、日本研发中心持续赋能，提供产品创新原动力。

图表37：化妆品品牌商子板块的财务数据同比变化（%，pct）

证券名称	收入增速									归母净利润增速								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
珀莱雅	37.8%	29.3%	46.2%	21.4%	50.9%	39.5%	34.6%	1.6pct	5.3pct	41.9%	31.3%	110.4%	24.2%	39.1%	46.1%	45.6%	4.2pct	14.3pct
巨子生物	52.7%					48.5%	0.0%	-4.2pct		21.0%					0.0%	23.9pct		
上海家化	-7.1%	-6.5%	3.3%	-10.8%	-14.0%	-7.2%	-3.8%	-0.1pct	2.7pct	-27.3%	15.6%	269.2%	-40.1%	-33.3%	5.9%	11.2%	33.2pct	-4.4pct
丸美股份	-3.1%	24.6%	34.1%	46.1%	17.2%	28.5%	38.7%	31.6pct	14.1pct	-29.7%	20.2%	0.8%	1366.8%	58.0%	48.9%	40.6%	78.7pct	20.5pct
水羊股份	-5.7%	0.1%	7.6%	-4.7%	-19.1%	-4.9%	-1.4%	0.9pct	-1.4pct	-47.2%	25.4%	119.1%	4.0%	1804.4%	135.4%	23.3%	182.6pct	-48.6pct
贝泰妮	24.6%	6.8%	21.2%	25.8%	-1.3%	10.1%	27.1%	-14.5pct	20.3pct	21.8%	8.4%	17.1%	5.7%	-66.7%	-28.0%	11.7%	-49.8pct	3.3pct
敷尔佳	7.2%	5.4%	7.1%	-5.5%	30.8%	19.3%	9.7%	2.0pct	4.3pct	5.1%	-1.4%	-0.8%	-37.3%	7.3%	-11.6%	-4.8%	-16.7pct	-3.4pct
福瑞达	31.7%	12.7%	6.7%	31.6%	41.1%	22.7%	15.1%	-9.0pct	2.4pct									
华熙生物	28.5%	4.0%	5.3%	-17.3%	-9.0%	-4.5%	4.2%	-33.0pct	0.2pct	24.1%	0.4%	-18.0%	-56.0%	-73.4%	-39.0%	21.4%	-63.1pct	21.0pct
上美股份	-25.4%					55.5%	0.0%	80.8pct		-56.6%					213.5%	0.0%	270.0pct	
登康口腔	14.9%	10.7%	7.7%	-5.8%	8.2%	4.8%	5.2%	-10.2pct	-5.4pct	13.3%	13.5%	13.4%	-12.6%	16.8%	5.0%	15.6%	-8.3pct	2.1pct
润本股份	47.1%					20.7%	10.0%	-26.4pct		32.7%					67.9%	8.6pct		
合计	10.2%	8.4%	21.3%	1.8%	7.2%	13.8%	12.4%	3.6pct	4.0pct	6.0%	14.0%	43.5%	-16.7%	-19.9%	12.3%	18.7%	6.2pct	4.7pct

证券名称	毛利率									净利率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
珀莱雅	69.7%	70.0%	70.9%	72.7%	68.1%	69.9%	70.1%	0.2pct	0.1pct	13.0%	13.7%	15.3%	15.2%	12.5%	13.8%	14.4%	0.8pct	0.1pct
巨子生物	84.4%					83.6%		0.8pct		42.2%					41.1%		-1.1pct	
上海家化	57.1%	61.2%	59.1%	57.7%	57.1%	59.0%	63.3%	1.9pct	2.1pct	6.6%	11.6%	4.3%	6.4%	7.0%	7.6%	13.4%	0.9pct	1.8pct
丸美股份	68.4%	68.7%	71.3%	72.4%	70.4%	70.7%	74.6%	2.3pct	5.9pct	9.7%	16.5%	9.0%	9.0%	15.0%	12.5%	16.7%	2.8pct	0.2pct
水羊股份	53.1%	53.7%	59.6%	60.3%	59.7%	58.4%	61.3%	5.3pct	7.6pct	2.6%	5.2%	7.4%	3.6%	10.1%	6.6%	4.1%	4.0pct	-1.1pct
贝泰妮	75.2%	76.1%	75.0%	78.7%	69.8%	73.9%	72.1%	1.3pct	3.8pct	21.0%	18.0%	19.0%	11.7%	9.3%	13.7%	15.7%	-7.2pct	-2.2pct
敷尔佳	83.1%	82.6%	82.9%	81.6%	81.9%	82.2%	81.4%	-0.8pct	-1.2pct	47.9%	42.7%	39.2%	38.8%	35.9%	38.8%	37.1%	-9.1pct	-5.6pct
福瑞达	61.0%	62.9%	63.2%	60.0%	62.2%	62.1%	62.2%	1.2pct	-0.7pct									
华熙生物	77.0%	73.8%	73.8%	71.1%	73.9%	73.3%	75.7%	-3.7pct	1.9pct	15.1%	15.4%	12.5%	7.5%	4.1%	9.6%	17.9%	-5.5pct	2.5pct
上美股份	63.5%					72.1%		8.5pct		5.1%					11.0%		5.9pct	
登康口腔	40.5%	41.3%	44.4%	46.9%	43.9%	44.1%	48.4%	3.6pct	7.2pct	10.2%	9.4%	10.4%	12.1%	9.2%	10.3%	10.3%	0.0pct	0.1pct
润本股份	54.2%	52.8%	56.5%	57.5%	57.3%	56.3%	55.7%	2.2pct	2.9pct	18.7%	13.9%	23.0%	25.1%	21.6%	21.9%	21.3%	3.2pct	7.8pct
合计	67.1%	66.0%	67.8%	67.7%	67.0%	68.9%	68.5%	1.8pct	2.5pct	14.6%	14.2%	13.5%	11.6%	11.1%	14.6%	14.9%	-0.1pct	0.7pct

证券名称	销售费用率									管理费用率								
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
珀莱雅	43.6%	43.2%	43.8%	42.6%	46.5%	44.6%	46.8%	1.0pct	3.6pct	7.1%	9.1%	6.8%	8.1%	5.8%	7.1%	6.6%	-0.1pct	-2.5pct
巨子生物	29.7%					33.0%		3.3pct		4.7%					2.7%	0.0%	-1.4pct	
上海家化	37.3%	40.7%	46.9%	43.2%	37.1%	42.0%	37.2%	4.7pct	-3.3pct	11.1%	10.8%	10.1%	13.7%	12.0%	11.6%	8.3%	0.5pct	-2.4pct
丸美股份	48.9%	42.5%	53.4%	59.1%	58.5%	53.9%	50.3%	5.0pct	7.8pct	9.5%	7.2%	7.2%	8.6%	7.8%	7.7%	5.6%	-1.8pct	-1.5pct
水羊股份	43.0%	41.3%	39.8%	49.3%	35.4%	41.3%	46.3%	-1.7pct	5.1pct	6.0%	6.5%	7.5%	3.2%	10.4%	6.9%	7.4%	1.0pct	0.9pct
贝泰妮	40.8%	47.6%	45.6%	47.7%	48.1%	47.3%	46.7%	5.4pct	-0.6pct	11.9%	11.7%	10.7%	15.5%	13.7%	12.9%	9.9%	1.0pct	-1.8pct
敷尔佳	22.1%	23.4%	26.9%	28.6%	29.8%	27.5%	32.6%	5.5pct	9.3pct	3.6%	7.5%	5.4%	5.3%	7.3%	6.4%	6.8%	2.8pct	-0.1pct
福瑞达																		
华熙生物	48.0%	46.4%	46.0%	45.6%	48.5%	46.8%	36.0%	-1.2pct	-10.4pct	12.3%	13.0%	12.6%	17.9%	18.4%	15.4%	15.6%	3.2pct	2.4pct
上美股份	46.5%					53.2%		6.7pct		8.3%					5.0%		-3.3pct	
登康口腔	24.0%	23.1%	29.5%	26.3%	33.2%	28.1%	31.7%	4.1pct	8.7pct	7.2%	7.2%	7.8%	7.9%	8.9%	8.0%	7.4%	0.8pct	0.1pct
润本股份	27.1%	28.9%	25.9%	22.1%	28.7%	26.0%	30.1%	1.1pct	1.2pct	5.2%	8.3%	3.1%	5.2%	9.6%	5.7%	8.4%	0.4pct	0.1pct
合计	40.5%	41.3%	43.0%	43.6%	44.1%	43.2%	41.9%	2.8pct	0.6pct	6.1%	6.6%	5.7%	6.9%	7.1%	6.1%	5.8%	0.1pct	-0.7pct

资料来源：Wind，太平洋证券整理

注：福瑞达的营收增速和毛利率选取化妆品业务的数据，板块合计数未包括福瑞达

2、原料商：防晒细分赛道高景气带动上游原料企业持续高增

化妆品原料按照功能可以分为基质、表面活性剂、一般添加剂、活性成分，其中基质用量较大，是化妆品的主体成分；活性成分是指对人体皮肤产生作用的成分，如抗衰老、防晒、美白等，是品牌商竞争的焦点，当下关注防晒剂（防晒新品密集推出，带动上游增长）和保湿剂（保湿成分占比高）。23 年化妆品原料商样本企业的收入/归母净利润的增速分别为 16.9%/63.5%，24Q1 收入/归母净利润的增速分别为 18.6%/28.4%，主要来自头部原料商科思股份的拉动，利润增速快于收入主要系高毛利的新型产品放量增长拉动，叠加产能爬升进展顺利。

➤ **科思股份**：需求端防晒由可选变为必需，防晒赛道高景气；公司的新型防晒原料快速放量+产能投产进展顺利带动毛利率提升，同时由防晒赛道拓展至个护原料赛道，短中长期成长性具

备持续性。短期有新型防晒剂的产能爬升带来的业绩增量，中长期向个护原料领域进击、产
 品管线进一步丰富，成长为个股原料龙头企业。

图表38：化妆品原料商子板块的财务数据同比变化（%，pct）

证券名称	收入增速								归母净利润增速									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
科思股份	61.8%	42.3%	47.9%	36.3%	21.3%	36.0%	21.1%	-25.9pct	-21.2pct	192.1%	176.1%	114.2%	73.1%	47.3%	89.0%	37.2%	-103.1pct	-139.0pct
丽臣实业	10.8%	11.8%	16.4%	1.6%	0.4%	6.7%	16.5%	-4.0pct	4.6pct	-32.9%	27.5%	57.2%	36.2%	-32.8%	13.2%	15.9%	46.1pct	-43.4pct
华业香料	3.4%	16.7%	6.9%	-0.1%	1.1%	5.7%	19.0%	2.3pct	2.3pct	18.4%	-75.7%	-99.6%	-142.2%	-117.6%	19.0%	289.3%	-137.4pct	325.0pct
合计	24.0%	23.5%	27.1%	12.7%	7.8%	16.9%	18.6%	-7.1pct	-4.9pct	60.8%	111.6%	88.1%	57.1%	27.4%	63.5%	28.4%	2.7pct	-83.2pct

证券名称	毛利率								净利率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
科思股份	36.7%	49.0%	49.7%	50.1%	46.6%	48.8%	47.8%	1.2pct	1.2pct	22.0%	27.3%	31.6%	31.8%	31.6%	30.6%	30.8%	8.6pct	8.6pct
丽臣实业	11.9%	13.0%	11.0%	12.9%	13.3%	12.6%	12.0%	0.6pct	0.9pct	3.9%	5.4%	4.0%	4.2%	3.3%	4.2%	3.9%	0.2pct	1.5pct
华业香料	22.4%	20.3%	13.2%	16.1%	18.3%	17.0%	23.5%	-3.4pct	1.1pct	8.2%	2.5%	0.1%	-3.9%	-4.3%	-1.5%	7.5%	-9.4pct	4.9pct
合计	21.1%	28.8%	27.0%	27.4%	26.8%	27.5%	28.2%	6.4pct	-0.5pct	10.4%	14.6%	15.2%	14.6%	14.2%	14.6%	15.8%	4.2pct	1.2pct

证券名称	销售费用率								管理费用率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
科思股份	1.0%	2.0%	1.3%	0.9%	1.3%	1.4%	1.7%	0.4pct	-0.3pct	10.6%	12.6%	12.5%	11.1%	9.9%	11.5%	11.4%	0.9pct	-1.3pct
丽臣实业	1.3%	1.5%	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	0.4pct	0.3pct	6.6%	7.1%	6.4%	7.1%	7.4%	7.0%	7.0%	0.4pct	0.0pct
华业香料	1.3%	0.9%	1.1%	1.1%	2.4%	1.4%	0.7%	0.1pct	-0.6pct	18.0%	16.4%	19.7%	19.3%	17.9%	18.3%	12.9%	0.3pct	-3.5pct
合计	1.2%	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	0.4pct	0.0pct	4.5%	5.4%	5.3%	5.2%	4.5%	5.1%	5.2%	0.6pct	-0.2pct

资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、代工厂：行业需求弱复苏下表现承压，24Q1 盈利能力边际略好转

23 年受下游需求影响代工厂的订单，板块收入/归母净利润分别同比-17.5%/-119.6%，24Q1

- 在基数加持下，整体呈现边际好转。
- 倍加洁：23 年存在消毒湿巾、口喷带来的基数影响，整体表现稳健；24 年高基影响消除轻装上阵，牙刷采取积极接单策略以提升产能利用率，其他口腔护理产品如牙膏等新客放量带来增长；外延方面，薇美姿股权并表增厚报表利润，收购善恩康打开成长天花板。公司内生稳健、外延进展顺利。

图表39：化妆品代工厂子板块的财务数据同比变化（%，pct）

证券名称	收入增速								归母净利润增速									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
嘉亨家化	-9.4%	-14.8%	10.7%	-6.4%	-0.5%	-3.4%	-5.4%	6.0pct	9.4pct	-28.3%	-67.5%	-16.4%	-42.5%	-34.6%	-42.4%	-188.5%	-14.1pct	-86.0pct
青松股份	-21.0%	-42.2%	-27.7%	-28.8%	-31.8%	-32.5%	-4.3%	-11.5pct	38.0pct	18.6%	21.7%	86.0%	99.6%	94.6%	90.8%	87.5%	72.2pct	65.8pct
芭薇股份	10.5%	44.9%	-6.9%	-12.5%	1.6%	2.0%	19.0%	-8.5pct	-25.9pct	79.0%	185.3%	9.2%	-1.8%	-56.6%	8.2%	10.6%	-70.8pct	-174.8pct
倍加洁	1.1%	4.8%	-0.3%	0.1%	2.3%	1.6%	28.3%	0.5pct	23.4pct	30.1%	19080.5%	57.5%	-7.8%	-38.4%	14.9%	164.5%	-35.0pct	-18915.9pct
合计	-13.2%	-23.5%	-14.3%	-17.0%	-15.8%	-17.5%	5.7%	-4.3pct	29.2pct	-25.2%	-47.2%	-169.6%	-109.5%	278.6%	-119.6%	-164.3%	-94.3pct	-117.1pct

证券名称	毛利率								净利率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
嘉亨家化	24.0%	23.0%	24.1%	24.3%	25.3%	24.3%	19.2%	0.3pct	3.8pct	6.6%	2.5%	3.6%	4.4%	4.9%	4.0%	-1.4%	-2.7pct	-4.0pct
青松股份	5.7%	2.5%	11.5%	12.5%	19.3%	12.1%	13.8%	6.4pct	1.3pct	-25.4%	-12.0%	-2.6%	-0.5%	-1.0%	-3.5%	-1.7%	21.9pct	10.3pct
芭薇股份	30.5%	34.2%	36.1%	32.6%	30.7%	33.2%	31.7%	2.7pct	2.4pct	8.2%	7.2%	12.4%	8.7%	7.3%	8.9%	6.7%	0.6pct	0.5pct
倍加洁	24.0%	21.6%	23.6%	24.1%	23.1%	23.2%	25.4%	-0.8pct	8.7pct	9.3%	3.2%	11.3%	7.9%	11.1%	8.7%	6.6%	-0.6pct	8.4pct
合计	14.8%	15.1%	19.4%	19.8%	23.0%	19.6%	20.4%	4.9pct	5.3pct	-9.8%	-3.0%	3.4%	3.5%	4.2%	2.3%	1.8%	12.1pct	4.8pct

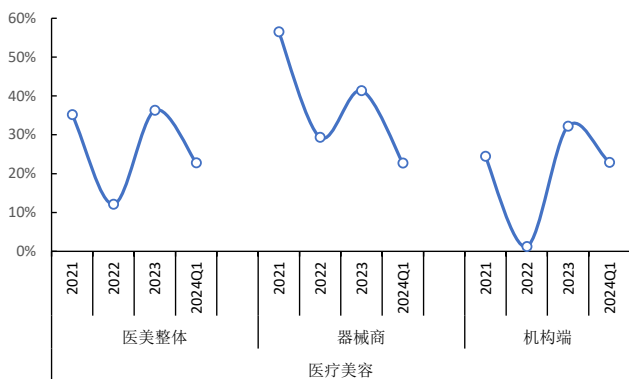
证券名称	销售费用率								管理费用率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
嘉亨家化	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	1.0%	0.1pct	0.2pct	15.0%	18.4%	19.6%	16.4%	18.2%	18.1%	20.6%	3.1pct	2.2pct
青松股份	1.5%	3.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.9%	0.9pct	-0.1pct	10.9%	13.8%	10.9%	10.0%	11.6%	11.5%	12.6%	0.5pct	-1.3pct
芭薇股份	6.3%	7.3%	6.7%	7.5%	10.6%	8.3%	8.7%	2.0pct	1.4pct	13.0%	14.8%	13.5%	15.2%	11.9%	13.6%	13.4%	0.7pct	-1.5pct
倍加洁	10.0%	6.1%	6.8%	6.8%	8.1%	7.0%	8.1%	-3.0pct	2.0pct	7.4%	8.9%	7.2%	8.5%	6.4%	7.7%	7.3%	0.3pct	-1.7pct
合计	3.4%	3.7%	3.4%	3.4%	4.3%	3.7%	4.7%	0.3pct	1.0pct	7.4%	9.9%	8.6%	8.3%	8.3%	8.7%	9.3%	1.3pct	-0.7pct

资料来源：Wind，太平洋证券整理

(二) 医美：合规利好龙头企业，关注 24 年医美产品获批进展

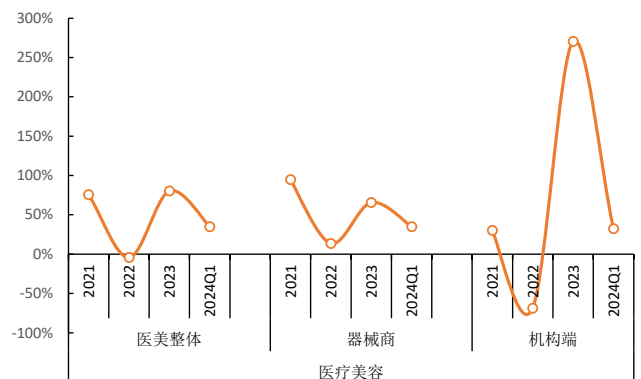
板块情况：1) 23 年收入/归母净利润分别同比+36.3%/+80.3%，毛利率/净利率分别同比+1.9/+5.3pct，销售/管理费用率分别同比-1.4/-1.8pct。其中器械商表现较为平稳，锦波生物旗下首款重组人源胶原蛋白注射产品快速放量带来高速增长，爱美客嗨体渗透率提升+濡白延续增长兑现稳健增长；机构端利润波动较大，通过收并购等方式快速提升市场份额，需求弱复苏下收入端稳健，低基下利润端展现高弹性。**2) 24Q1 收入/归母净利润分别同比+22.8%/+34.8%，毛利率/净利率分别同比+1.6/+2.5pct，**24 年以来多款医美产品陆续获批，需求端温和复苏的背景下，供给端丰富度提升；盈利能力小幅提升主要系①促销力度同比有所克制，②监管趋严下利好合规产品的销售，合规产品价格体系更为完善。

图表40：23A-24Q1 医美板块的收入增速



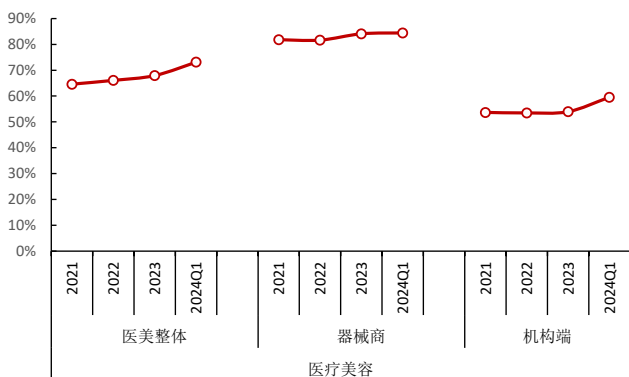
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表41：23A-24Q1 医美板块的归母净利润增速



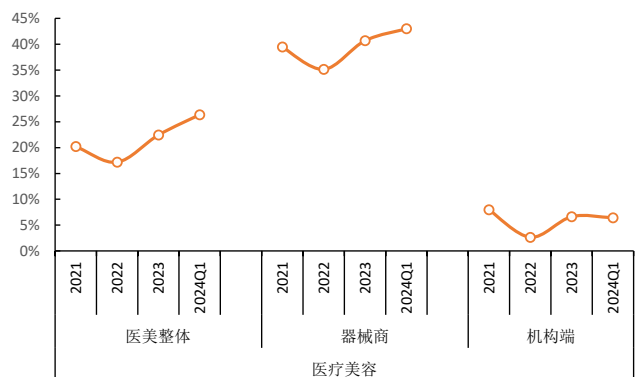
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表42：23A-24Q1 医美板块的毛利率变化



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表43：23A-24Q1 医美板块的净利率变化



资料来源：Wind，太平洋证券整理

具体来看，1) 器械商表现优于机构端：医美上游器械商存在拿证壁垒，市场集中度较高，且

市场关注度较高的部分新材料/适应症的注射针剂具备一定的稀缺性，随着渠道拓展和市场渗透，放量增长值得期待；机构端市场集中度相对较低，头部通过自建+并购提升自身竞争力，其中美丽田园作为国内最大的传统美容服务提供商，市占率仅为 0.2%，通过收购龙二奈瑞儿广深地区的核心资产提高市场份额和巩固市场地位；朗姿股份收购郑州集美并表，自建和并购加速扩张。2) 关注供给端变化：24 年有望成为继 21 年之后又一个医美新品获批大年，不同于 23 年新品匮乏导致的“存量卷”，24 年供给扩容有助于需求释放、增量创造。

- **爱美客**：公司作为国内上游医美器械龙头，研发、拿证和渠道能力持续验证，监管趋严利好合规龙头企业的份额提升。短期嗨体系列稳健增长（有望承接水光的消费升级+其他注射针剂的消费降级）、双生天使快速放量有望打造现象级产品矩阵；中长期多领域产品管线储备丰富，有序上市接力成长。
- **美丽田园医疗健康**：23 年主要是以客流驱动增长，客群基础扎实、粘性高、双美转化率高，公司作为国内最大的传统美容服务提供商，行业维度，医美终端需求尚处于低渗透向上的成长阶段，且下游医美机构的行业较为分散，具备独特商业模式有望快速提升市场渗透，借助外延收购方式有望加快市场整合。公司维度，内生依托门店拓张有空间、双美模式+数字化营销工具能够快速提高人群渗透和加快核心客群转化，门店加密和店效提升实现内生快速增长；外延通过收购奈瑞儿实现强强联合，打开增长空间。

图表44：医美板块的财务数据同比变化（%，pct）

证券名称	收入增速								归母净利润增速									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
锦波生物	67.2%	98.3%	110.1%	106.4%	89.7%	100.0%	76.1%	32.8pct	-22.2pct	90.2%	180.9%	175.6%	168.7%	176.1%	174.6%	135.7%	84.4pct	-45.2pct
爱美客	33.9%	46.3%	82.6%	17.6%	55.6%	48.0%	28.2%	14.1pct	-18.1pct	31.9%	51.2%	76.5%	13.3%	59.0%	47.1%	27.4%	15.2pct	-23.8pct
昊海生科	20.6%	29.1%	42.0%	8.8%	22.7%	24.6%	5.7%	4.0pct	-23.4pct	-48.8%	33.2%	1129.7%	34.0%	377.1%	130.6%	20.2%	179.3pct	-13.0pct
朗姿股份	1.2%	21.3%	21.6%	23.0%	30.8%	24.4%	11.4%	23.2pct	-9.9pct	-90.7%	6985.1%	369.4%	332.4%	551.4%	953.4%	15.8%	1044.1pct	-6969.3pct
美丽田园医疗健康	-8.2%					31.1%		39.2pct		-46.7%				109.2%		155.9pct		
合计	12.1%	34.7%	48.1%	36.3%	31.3%	36.3%	22.8%	24.2pct	-11.9pct	-4.3%	69.5%	127.5%	35.4%	103.7%	80.3%	34.8%	84.7pct	-34.7pct

证券名称	毛利率								净利率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
锦波生物	85.4%	89.9%	88.6%	91.3%	90.5%	90.2%	91.9%	4.7pct	2.0pct	27.9%	33.5%	35.0%	41.2%	40.8%	38.3%	45.0%	10.4pct	11.5pct
爱美客	94.8%	95.3%	95.5%	95.1%	94.5%	95.1%	94.5%	0.2pct	-0.7pct	65.4%	65.5%	66.1%	64.0%	62.8%	64.6%	65.4%	-0.7pct	-0.2pct
昊海生科	69.0%	71.5%	70.6%	72.8%	67.1%	70.5%	69.2%	1.5pct	-2.3pct	8.9%	13.9%	17.6%	17.7%	12.7%	15.5%	14.3%	6.6pct	0.4pct
朗姿股份	57.5%	56.4%	61.7%	55.1%	57.1%	57.4%	59.5%	-0.1pct	3.8pct	0.9%	5.0%	7.3%	4.9%	2.8%	4.9%	6.4%	4.0pct	1.4pct
美丽田园医疗健康	43.9%					45.6%		1.7pct		6.7%				10.7%		4.0pct		
合计	66.1%	71.6%	75.3%	71.1%	70.6%	67.9%	73.1%	84.7pct	-34.7pct	17.2%	23.8%	28.5%	24.4%	21.8%	22.4%	26.4%	5.3pct	2.5pct

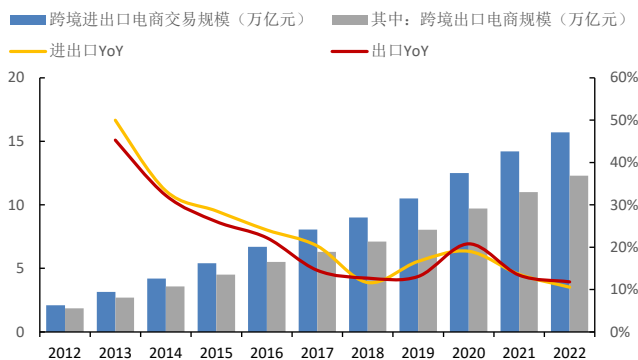
证券名称	销售费用率								管理费用率									
	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比	22A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23A	24Q1	23同比	24Q1同比
锦波生物	26.9%	23.6%	19.1%	22.0%	20.7%	21.1%	23.9%	-5.8pct	0.3pct	23.1%	23.6%	26.3%	20.4%	21.5%	22.7%	15.4%	-0.3pct	-8.2pct
爱美客	8.4%	10.4%	10.0%	8.9%	6.9%	9.1%	8.3%	0.7pct	-2.1pct	15.4%	14.9%	10.9%	12.2%	17.6%	13.7%	11.2%	-1.7pct	-3.7pct
昊海生科	31.9%	32.8%	31.4%	30.6%	28.1%	30.7%	30.9%	-1.2pct	-1.9pct	27.4%	24.1%	21.8%	25.0%	25.3%	24.0%	22.8%	-3.4pct	-1.3pct
朗姿股份	42.4%	38.4%	42.6%	41.5%	41.8%	41.2%	40.0%	-1.3pct	1.6pct	11.5%	10.4%	9.9%	9.4%	10.2%	10.0%	10.1%	-1.6pct	-0.3pct
美丽田园医疗健康	17.5%					17.6%		0.1pct		18.0%				14.8%		3.2pct		
合计	28.9%	29.3%	29.0%	29.9%	29.1%	27.5%	28.6%	-1.4pct	-0.7pct	12.0%	10.3%	8.6%	9.3%	9.4%	10.2%	8.2%	-1.8pct	-2.0pct

资料来源：Wind，太平洋证券整理

三、出海零售：看好中国优质供应链出海

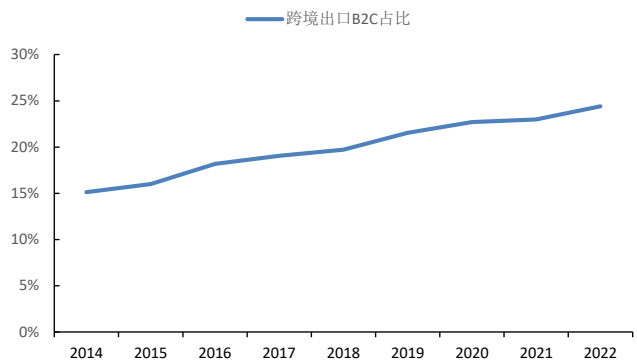
我国凭借着制造业出口的竞争优势，出口占比始终保持在 50% 以上，外贸形式也从传统外贸到 B2B 外贸，再到现在的 B2C 外贸。根据海关总署数据，2022 年我国跨境电商进出口额为 2.11 万亿元人民币（同增 9.8%），其中出口额为 1.5 万亿元人民币（同增 11.7%），占总出口的 6.5%，跨境电商出口保持双位数的增长。从交易模式来看，B2B/B2C 占比分别为 76%/24%，增速分别为 10%/19%，随着海外电商渗透率的快速提升，B2C 跨境出口规模仍在快速攀升。

图表45：中国跨境电商进出口规模（万亿元）及增速



资料来源：海关总署，太平洋证券整理

图表46：B2C 跨境电商在跨境电商中占比



资料来源：网经社，艾瑞咨询，Wind，太平洋证券整理

从成本驱动下的优质供应链 2B 出海，到跨境电商红利+成熟制造基础驱动下的优质供应链 2C 出海，制造商开始向产业链的前端延伸，对制造商的要求由过去的规模化生产、保交付的供应链优势，升级为注重商品运营、渠道拓展和营销投放等触达能力。

- **成本驱动下的优质供应链 2B 出海：**21 世纪初，我国凭借充沛的劳动力资源成为世界工厂；近些年南亚、东南亚国家凭借更为低廉的劳动力成本和优惠的产业政策承接了制衣环节，我国服装出口在全球服装出口中的占比逐年下降，中美贸易摩擦后逆全球化趋势加速这一产业转移进程。在这一过程中，发生了成本驱动下的产业横向转移，我国一些优质的供应链企业开始进行产能的全球化布局，比如华利集团、申洲国际、百隆东方、伟星股份、健盛集团等制造型企业，其中前瞻化布局越南、印尼等东南亚生产基地的企业具备先发优势。
- **跨境电商红利下的供需双振驱动的优质供应链 2C 出海：**1) **渠道端：**各国主流的跨境电商平台较为集中，亚马逊仍为全球最大的跨境电商平台，但仍存在新平台崛起的机会和空间，包括我国头部电商平台出海寻求新的动能，通过切入海外头部电商的空白价格带、引入新的卖家机制和运营模式，在海外获得快速增长。2) **制造端：**我国具备丰富的制造产业集群，且供应链体系成熟，尤其是部分具备高标准高质量生产能力、甚至拥有自主品牌的外贸工

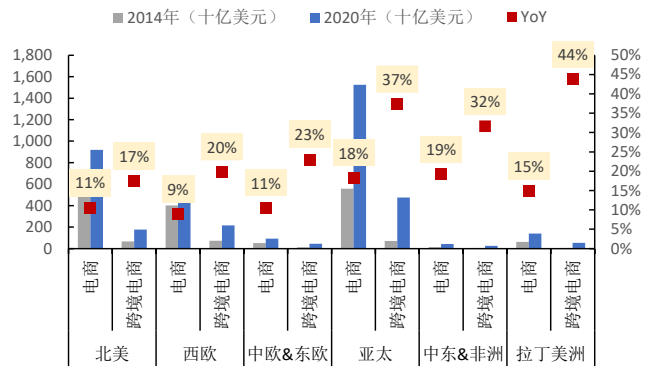
厂，搭载跨境电商快车，有望迎来新的增长动能。**3) 需求端：**疫情带来的不可逆的线上化消费场景的转移；欧美作为主要出口国，电商渗透率较高，仍能保持 10%左右的增速，且后疫情时代下，欧美消费者的理性消费、重性价比、线上化的趋势延续，而跨境电商适应该消费趋势。此外关注东南亚、中东和拉美市场的发展潜力。

图表47：主要跨境电商平台之间的对比

电商平台	所属集团	成立时间	总部	收入/GMV规模	净利润
Amazon	Amazon	1994年	美国	5140亿美元 (22年)	亏损27亿美元 (22年)
Wish	ContextLogic Inc.	2010年	美国	5.71亿美元 (2022年)	亏损3.84亿美元 (22年)
Shopee	Sea Limited	2015年	新加坡	73亿美元 (2022年)	亏损17亿美元 (22年 Adjusted EBITDA)
Shein	SheIn	2012年	新加坡	22年GMV约290亿美元，23年目标为860亿美元	盈利7亿美元 (22年)
Temu	拼多多	2022年	美国	23年GMV有望实现140亿美元，24年目标为300亿美元	—
Tik Tok	字节跳动	2017年	新加坡&美国	23年GMV目标为200亿美元，24年GMV目标为500亿美元	—
速卖通	阿里巴巴	2010年	中国	22年约290亿美元	—

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表48：2014&2020 年全球地区 B2C 电商&跨境电商交易额增长情况



资料来源：埃森哲 (2021)，太平洋证券整理

图表49：我国具备成熟完备的制造业产业基础



资料来源：艾瑞咨询

本轮优质供应商出海 2C 是在跨境电商平台红利+成熟制造业基础的背景下快速发展。关注具备自主品牌自产和零售运营能力、或敏锐察觉行业变化以快速配备零售和品牌运营团队的优质供

应商。具体来看：

- **五马遮阳**：国内功能性遮阳材料制造龙头，覆盖全球市场，是中国制造出海替代优秀企业的代表。23 年收入 6.6 亿元/同比+21.3%，归母净利润 1.65 亿元/比+5.4%；24Q1 收入 1.6 亿元/同比+21.6%，归母净利润 0.37 亿元/同比+35.5%，业绩超市场预期。未来增长动能有支撑，产品端公司独立开发的高分子系列和户外系列接棒增长；渠道端公司布局跨境电商和拓展海外分公司办事处等；市场端公司大力开拓澳洲、南欧等国际新市场；产能端产能利用率回升，新增产能未来两到三年有序落地。
- **西大门**：公司深耕功能性遮阳材料的研发、生产和销售，作为国内功能性遮阳材料的龙头企业，生产工艺成熟、产品矩阵完备，过去代工积累了丰富的生产经验。公司顺应中国供应链出海的趋势，借助跨境电商平台的快速崛起，布局成品业务打造第二增长曲线。23 年收入 6.4 亿元/同比+27.7%，归母净利润 0.91 亿元/同比+11.1%；24Q1 收入 1.65 亿元/同比+38%，归母净利润 0.23 亿元/同比+40%。

四、投资建议

纺织：1) **品牌端**：①高景气赛道+优质公司：**安踏体育**，**361°**，**李宁**，**特步国际**；②经营质量优质+拓店顺畅/空间足的细分赛道头部品牌：**报喜鸟**、**比音勒芬**、**九牧王**。2) **制造端**：①海外头部品牌去库接近尾声，预计带动上游制造端订单回暖，重点推荐长期景气的运动产业链**龙头华利集团**、**申洲国际**；②格局优化、订单恢复、产能释放、产品结构升级带来的布局机会，推荐关注**开润股份**、**新澳股份**、**南山智尚**、**伟星股份**、**健盛集团**等二线细分龙头。

美妆&珠宝：1) **化妆品**：国货品牌表现亮眼，国产替代外资化妆品的趋势明显，等待新渠道催化的背景下，看好具备α的国货化妆品集团，尤其是单品迭代&新品放量&品类心智强化，推荐关注：**珀莱雅**、**巨子生物**、**润本股份**、**福瑞达**；2) **医美**：今年多款产品获批，2月江苏吴中的首款童颜针获批，3月Xeomin获批再次拉开肉毒获批新序幕；监管趋严背景下医美行业逐步规范利好下游机构和上游的器械商，关注获批进展超预期带来的行业利好。推荐关注上游头部**医美器械商爱美客**。

出海：跨境电商行业发展窗口期，关注运营能力强的企业以及制造企业顺应行业布局跨境电商。1) 产品出海：**赛维时代**等；2) 平台出海：女装品牌起家，拓地区、拓品类和平台化进展顺利的**SheIn**，**拼多多 (Temu)**等；3) 制造企业布局跨境电商进展顺利：**五马遮阳**、**恒林股份**、**西大门**等。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	EPS				PE				股价 2024/5/17
		23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	
2020.HK	安踏体育	3.61	4.50	4.85	5.51	25.0	20.1	18.6	16.4	90.20
2331.HK	李宁	1.23	1.33	1.49	1.65	17.6	16.4	14.5	13.2	21.70
1368.HK	特步国际	0.39	0.45	0.52	0.60	15.0	13.0	11.2	9.8	5.86
1361.HK	361度	0.46	0.55	0.64	0.75	9.9	8.4	7.2	6.2	4.61
601566.SH	九牧王	0.33	0.54	0.74	0.89	31.7	19.4	14.3	11.9	10.56
002832.SZ	比音勒芬	1.60	2.02	2.44	2.93	19.7	15.5	12.8	10.7	31.38
002154.SZ	报喜鸟	0.48	0.56	0.64	0.73	11.8	10.1	8.8	7.7	5.62
300979.SZ	华利集团	2.74	3.28	3.80	4.33	25.8	21.6	18.6	16.3	70.71
2313.HK	申洲国际	3.03	3.70	4.29	4.88	27.4	22.4	19.3	17.0	82.95
300577.SZ	开润股份	0.48	1.09	1.40	1.85	46.1	20.3	15.8	12.0	22.21
603889.SH	新澳股份	0.55	0.63	0.73	0.84	14.2	12.4	10.8	9.4	7.87
300918.SZ	南山智尚	0.56	0.72	0.85	0.93	17.4	13.5	11.5	10.5	9.78
002003.SZ	伟星股份	0.48	0.56	0.64	0.74	26.2	22.5	19.5	16.9	12.50
603558.SH	健盛集团	0.73	0.87	1.01	1.16	16.4	13.8	11.9	10.4	12.05
603605.SH	珀莱雅	3.01	3.85	4.75	5.77	36.5	28.6	23.2	19.1	109.95
2367.HK	巨子生物	1.46	1.79	2.26	2.79	36.3	29.6	23.4	19.0	52.95
600223.SH	福瑞达	0.30	0.37	0.47	0.55	28.3	22.8	18.0	15.2	8.44
603193.SH	润本股份	0.56	0.71	0.89	1.08	36.7	28.7	23.1	18.9	20.49
300896.SZ	爱美客	6.14	8.23	10.78	13.46	35.3	26.4	20.1	16.1	217.00

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：盈利预测为截至 2024/5/16 的万得一致预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。