

寻找高回报优质资产

——纺织服装2024半年度策略

分析师：杨欣

执业编号：S1130522080010

2024/05/27

证券研究报告

□ 选股框架：采用高ROE+高景气度、高ROE+高股息组合代替单一PE估值法。

目前市场对纺服板块主流标的主要采用PE估值法，存在过分聚焦于业绩增速单一指标、无法全面反映公司长期竞争优势、实际股东回报等弊端。因此本文通过ROE、股息率、增速三重因素自上而下筛选高回报优质资产，并推荐关注两种组合：

组合一：高ROE+高景气度，高股东回报叠加相对较高的成长性，适用于高景气度行业标的筛选；

组合二：高ROE+高股息，高股东回报，同时通过高分红提升了对增速的容错率（根据 Gordon Growth 公式的变体， $g = ROE \times (1 - d)$ ），适用于成熟行业、格局稳定板块标的筛选。

□ 行业判断：24年我们看好的高景气度板块：代工 > 户外 > 新中式“她”消费 > 男装 > 其他板块。

我们预估品牌服饰行业整体将在2024年维持单位数的增长，但是其中：高景气户外功能性服饰赛道、新中式引领的“她”消费，及刚需叠加拓店逻辑的男装赛道仍有望呈现双位数以上的平均增速，且以上赛道龙头有望实现快于行业的增长。

纺织制造行业随着下游品牌订单的回升、产能利用率恢复带动利润率提升，预估收入有望呈现双位数增长、利润有望实现20%以上快速增长。

□ 建议关注：华利集团、波司登、江南布衣、海澜之家、扬州金泉。

目录

01

写在前面：耐克还是纺服的估值锚吗？

02

高回报资产筛选

03

建议关注个股

04

风险提示

01 写在前面： 耐克还是纺服的估值锚吗？

写在前面：耐克还是纺服的估值锚吗？

目前市场对纺服板块主流标的主要采用PE估值法，我们认为可能存在以下弊端：

- 过分聚焦于业绩增速单一指标，缺少多元化评估视角，且以国际龙头耐克等估值为天花板。但参考近10年来的耐克股价走势，其估值的变动与业绩增速并不完全相关，而是隐含了市场对于其：1) 持续稳定的高ROE；2) 双寡头格局下持续抢夺竞争对手份额；3) 在北美以外地区不断挖掘新增长曲线等能力的溢价。

图：安踏、申洲近十年业绩CAGR高于耐克、估值低于耐克

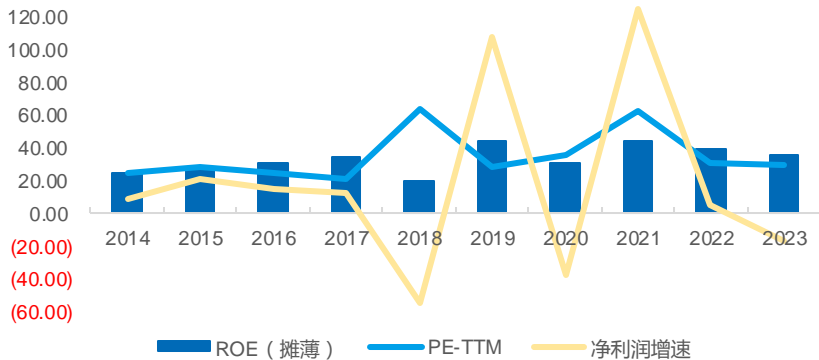
	PE-TTM			净利润增速		
	耐克	安踏体育	申洲国际	耐克	安踏体育	申洲国际
2014	25	18	17	8.94	29.32	14.58
2015	28	23	20	21.54	20.01	13.98
2016	25	22	19	14.88	16.91	25.18
2017	21	31	23	12.77	29.44	27.65
2018	64	24	31	(54.41)	32.87	20.67
2019	29	36	27	108.43	30.25	12.22
2020	36	65	24	(36.98)	(3.41)	0.23
2021	63	36	50	125.56	49.55	(3.98)
2022	31	32	40	5.57	(1.68)	35.33
2023	30	23	19	(16.14)	34.86	(0.12)
平均值/CAGR	35	31	27	7	22	8

*年份均代指财年，耐克财年截止日为5/31，安踏体育、申洲国际为12/31。

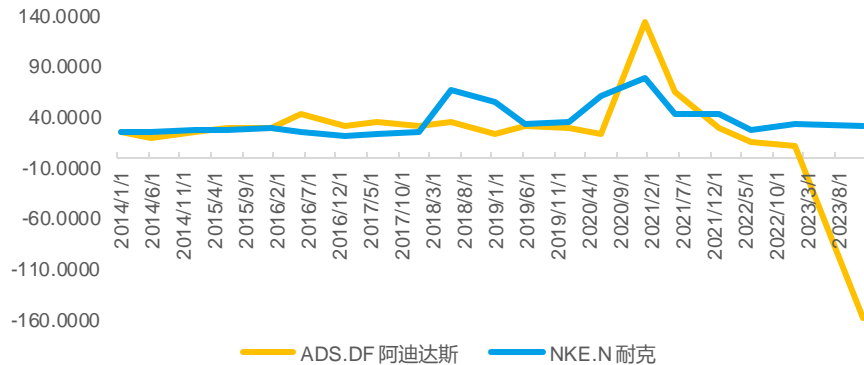
资料来源：Wind，Bloomberg，国金证券研究所

写在前面：耐克还是纺服的估值锚吗？

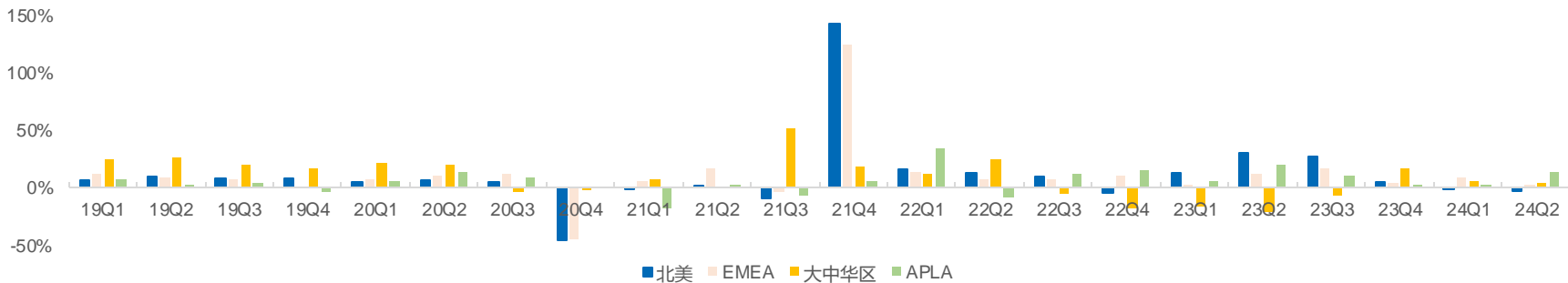
图：耐克近十年PE与业绩增速不完全相关



图：耐克与阿迪达斯PE多次反向变动



图：耐克近年来大中华区增速领跑



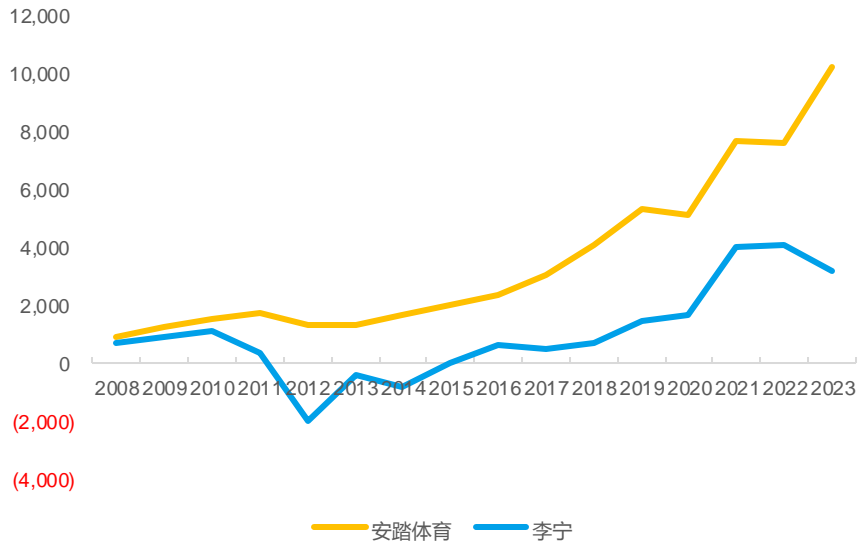
*估值数据截止2024/05/23；年份均代指财年，耐克财年截止日为5/31。

写在前面：耐克还是纺服的估值锚吗？

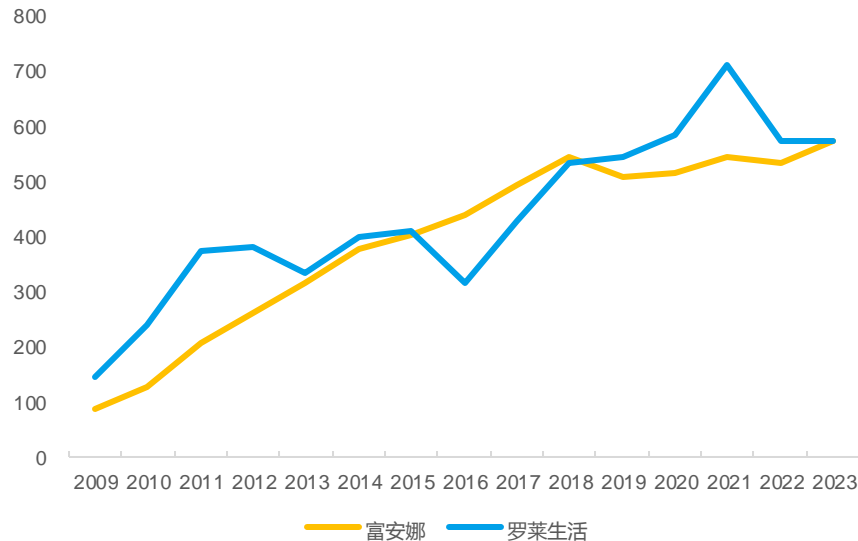
目前市场对纺服板块主流标的主要采用PE估值法，我们认为可能存在以下弊端：

- 当消费增速整体放缓或细分板块步入成熟阶段时，个股之间的增速差异缩小，只比较增速无法再全面反映不同公司的长期竞争优势、实际股东回报。

图：运动服饰龙头业绩走势（百万元）



图：家纺龙头业绩走势（百万元）

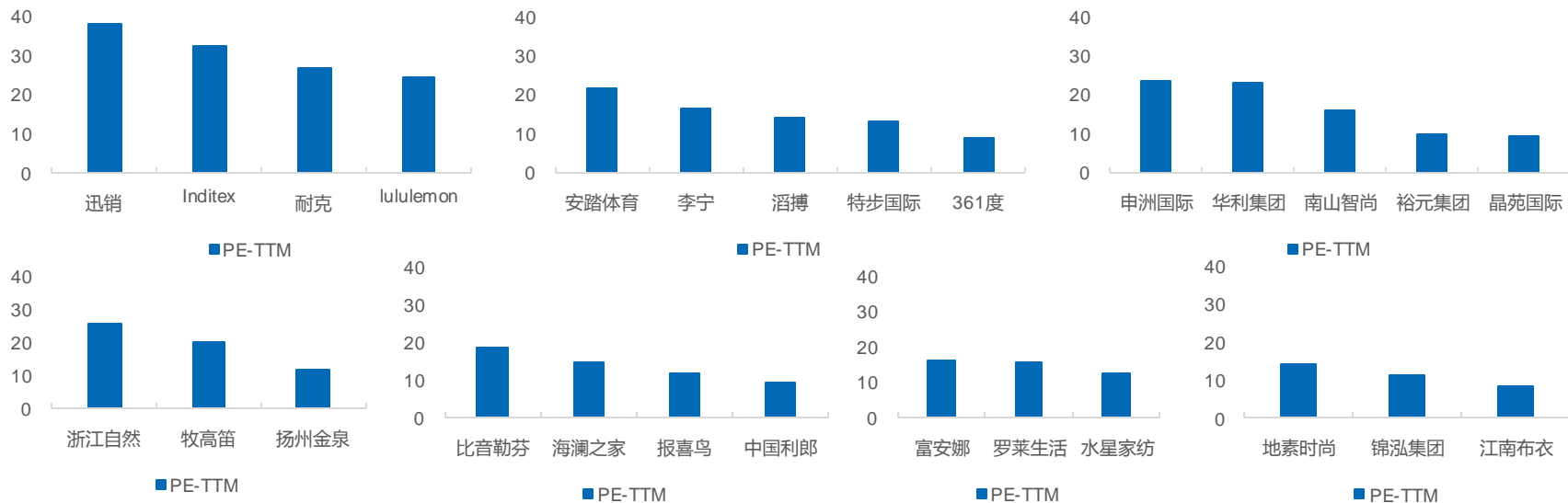


写在前面：耐克还是纺织的估值锚吗？

目前市场对纺织板块主流标的主要采用PE估值法，我们认为可能存在以下弊端：

- 不同产业链被赋予了既定估值中枢，例如代工龙头公司PE通常低于其下游品牌客户。但随着经济环境的复杂演变，这一简单划分已不再完全符合实际情况，例如利润率、现金流稳定、效率领先的代工龙头、成长期的高景气新材料龙头等可被赋予更高估值溢价。

图：国际品牌估值 > 本土运动、代工 > 户外、男装 > 家纺、女装



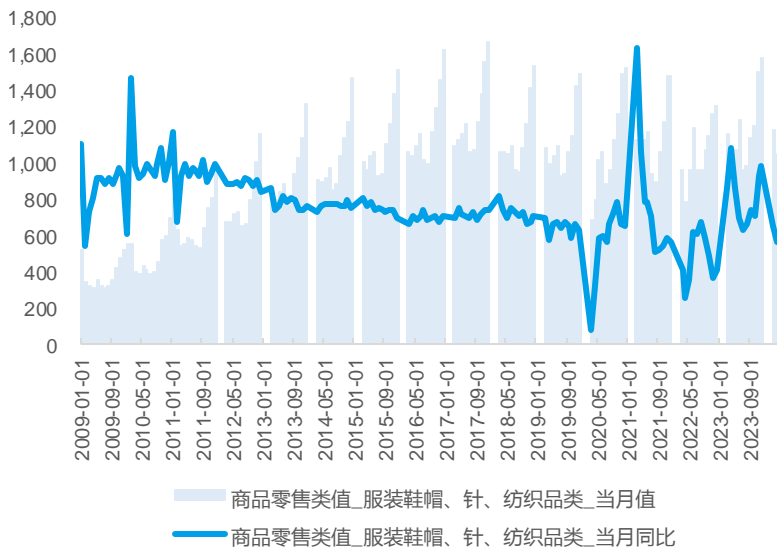
*估值数据截止2024/05/23。

写在前面：耐克还是纺织的估值锚吗？

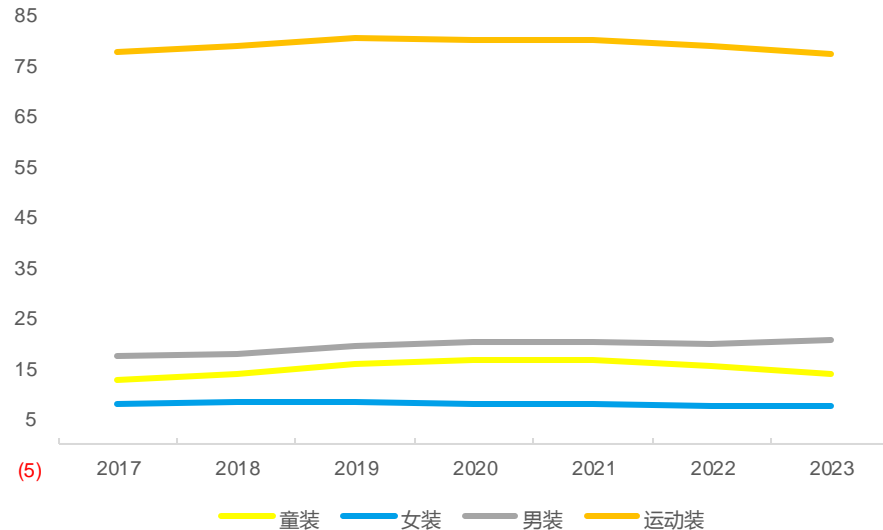
本文我们通过**ROE、股息率、增速**三重因素共同筛选高收益标的，主要考虑到以下因素：

- 行业增速稳定：除去近3年基数波动较大以外，服装零售整体增速已趋于稳定（14-19年平均增速8%）；
- 行业格局稳定：各细分板块CR10近年来呈稳中有升态势，除个别运动龙头提升明显外，头部企业份额已相对稳定。

图：2009-2024年3月服装零售值及同比增速（亿元，%）



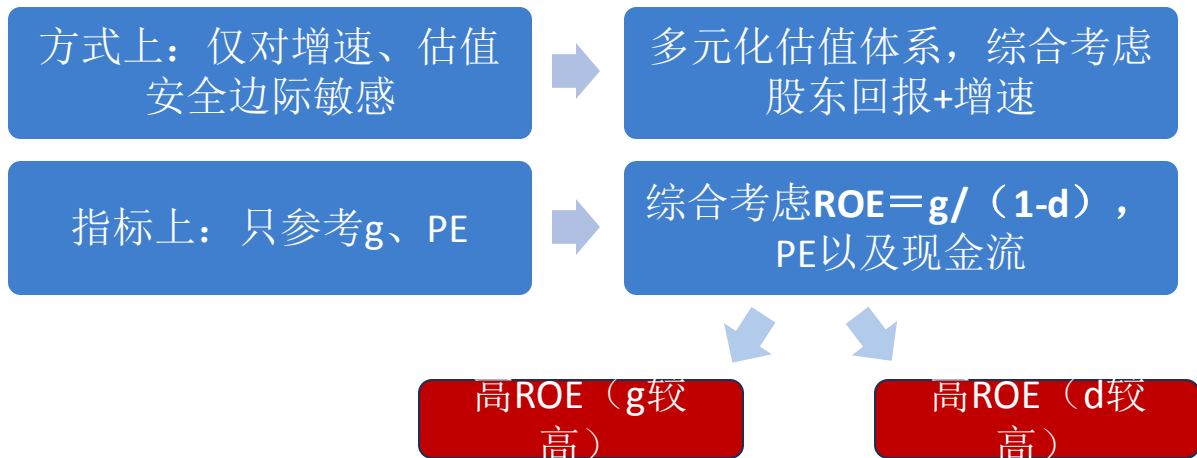
图：2017-2022年各细分板块CR10（%）



写在前面：耐克还是纺织的估值锚吗？

因此本文我们通过**ROE**、**股息率**、**增速**三重因素共同筛选高收益标的：

- 组合一：高ROE+高景气度，高股东回报叠加相对较高的成长性，适用于高景气度行业标的筛选；
- 组合二：高ROE+高股息，高股东回报，同时通过高分红提升了对增速的容错率，适用于成熟行业、格局稳定板块的标的筛选。



2 高回报资产筛选

高回报资产筛选-总标的池

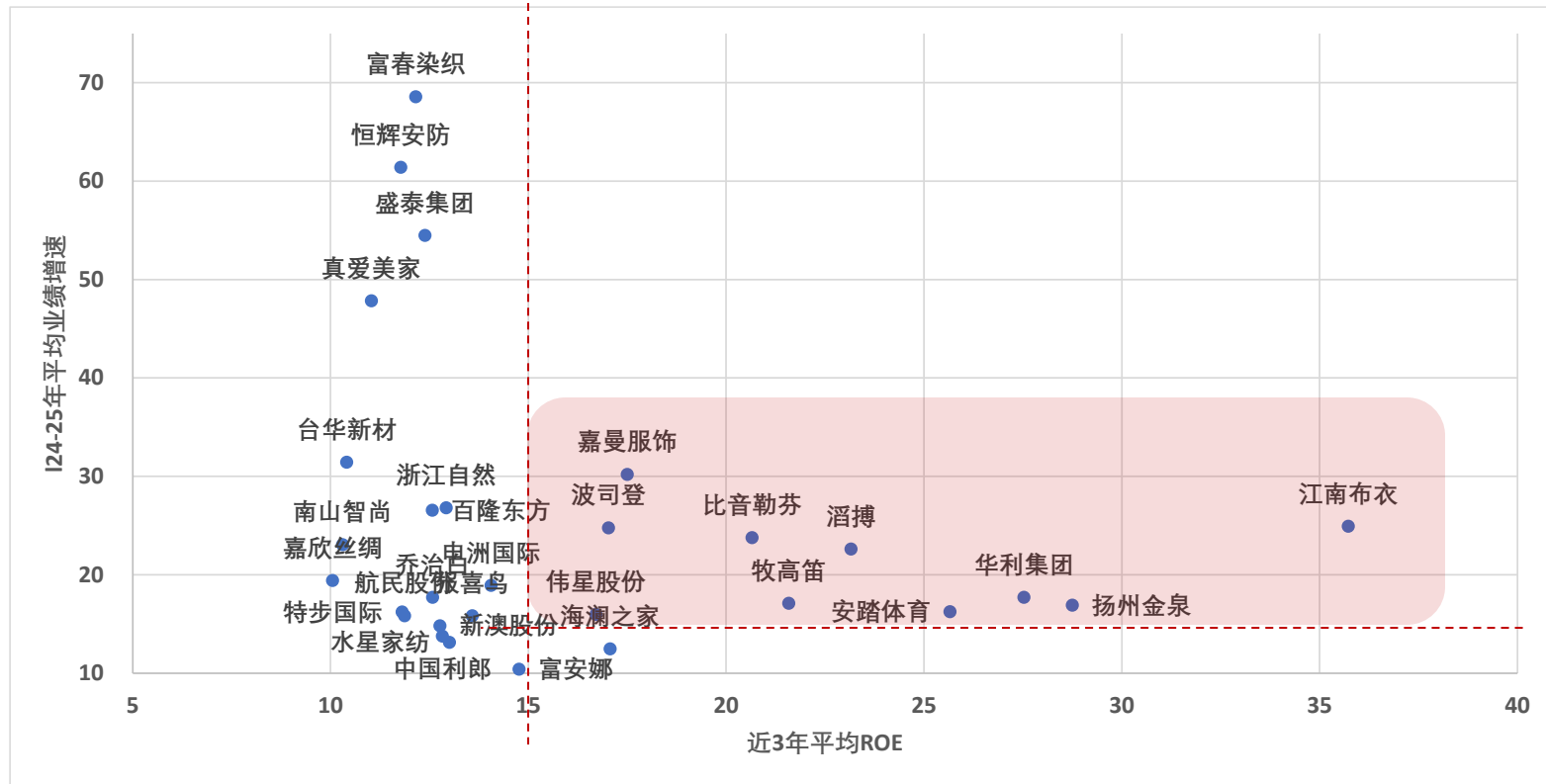
初步筛选：我们选取近3年平均ROE $\geq 10\%$ 、近10年标准差 $\leq 25\%$ 的标的作为板块高ROE标的池：

股票简称	ROE	平均ROE	标准差	股息率 (%)	ROE	平均ROE	标准差	股息率 (%)	
	2023/12/31	3年平均ROE	10年标准差*	2023/12/31	2013/12/31 2023/12/31	3年平均ROE	10年标准差*	2023/12/31	
江南布衣	33.89	35.73	10.05	9.24	报喜鸟	11.33	16.86	13.59	9.71
扬州金泉	22.20	28.75	-	2.19	凤竹纺织	3.11	27.90	13.38	0.46
华利集团	22.61	27.53	12.83	2.28	雅戈尔	14.09	8.90	13.13	7.90
安踏体育	23.84	25.66	3.00	2.60	水星家纺	10.30	13.27	13.01	5.34
滔搏	17.99	23.16	14.89	5.88	浙江自然	12.50	7.15	12.93	0.47
牧高笛	19.39	21.58	9.61	3.22	中国利郎	12.02	13.69	12.83	8.51
比音勒芬	20.18	20.66	6.84	3.15	新澳股份	13.74	13.19	12.77	5.57
李宁	13.08	19.30	17.86	2.86	晶苑国际	13.13	11.78	12.74	6.91
嘉曼服饰	9.29	17.50	8.02	3.12	乔治白	9.15	14.07	12.58	3.09
海澜之家	19.26	17.07	12.44	7.55	百隆东方	16.41	5.08	12.57	8.77
波司登	17.29	17.03	5.40	5.13	盛泰集团	16.39	4.06	12.39	1.90
伟星股份	15.41	16.71	1.79	4.15	富春染织	10.11	5.93	12.16	1.46
众望布艺	24.81	15.75	12.11	2.08	航民股份	11.67	11.44	11.88	4.14
云中马	9.26	15.50	-	1.25	特步国际	11.40	12.04	11.81	2.31
罗莱生活	13.63	14.88	1.66	4.31	恒辉安防	12.43	9.86	11.78	0.80
富安娜	15.00	14.76	1.79	7.26	浔兴股份	8.29	11.11	11.24	0.00
地素时尚	13.42	14.34	24.83	6.10	真爱美家	12.89	8.14	11.04	2.27
申洲国际	14.33	14.06	3.05	2.52	台华新材	6.89	10.52	10.41	0.99
泰慕士	7.33	13.85	13.18	2.04	南山智尚	10.77	10.59	10.31	1.56
					太平鸟	4.39	9.74	10.24	0.82
					嘉欣丝绸	12.20	10.80	10.05	3.92
					汇洁股份	6.87	8.97	10.03	6.54

*近10年标准差中上市 ≤ 6 年的公司剔除计算；上市7-9年的则采用上市第一年的ROE水平作为上市前的数值。

高回报资产筛选-高R•E+高景气度

其中，选取近3年平均ROE、未来两年平均增速均 $\geq 15\%$ 的标的作为相对高ROE+高景气度标的



*净利润增速均采用wind一致预期。

高回报资产筛选-高R•E+高景气度

其中包含了24年我们看好的高景气度板块：代工>户外>新中式“她”消费>男装>其他板块

- **中游制造加工**：多数海外品牌收入恢复正增长、库存同比增速显著放缓或回落，存货压力减小。当前随着2024体育大年来临，新品开发推进，上游订单预计持续回升。其中细分龙头受益于品牌的供应链集中趋势、资金充足，产能扩张能力强等，份额预计进一步提升。

→ 对应标的：华利集团、伟星股份

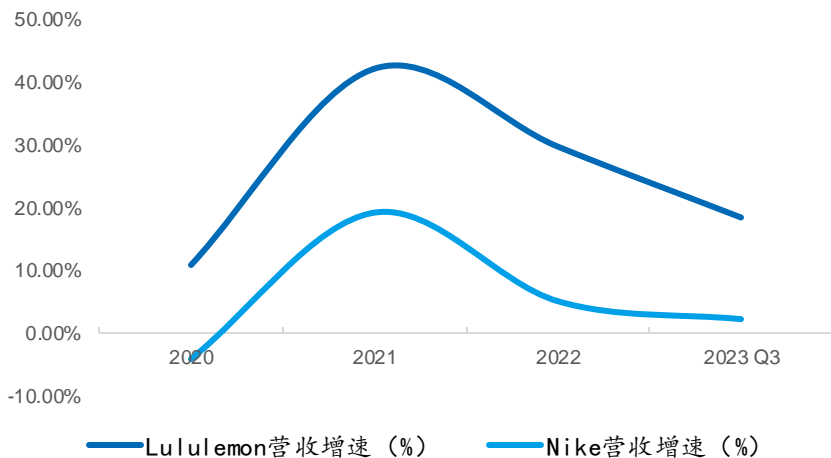
公司	FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
NIKE	存货(亿美元)	66.99	65.06	77	84.2	96.62	93.26	89.05	84.54	86.98	79.79	77.26
	YOY (%)	-0.09%	6.83%	15.05%	22.85%	44.23%	43.34%	15.65%	0.40%	-9.98%	-14.44%	-13.24%
	存货周转天数	93.08	94.71	106.2	108.97	115.06	108.83	107.81	105.01	106.91	101.05	101.58
	YOY (天)	-15.11	-4.16	0.08	4.81	21.98	14.12	1.61	-3.96	-8.15	-7.78	-6.23
Adidas	存货(亿欧元)	45.42	54.83	63.15	59.73	56.75	55.4	48.49	45.25			
	YOY (%)	15.34%	35.25%	72.35%	48.99%	24.94%	1.04%	-23.21%	-24.24%			
	存货周转天数	145	157.21	160.26	151.41	180.07	187.21	170.27	168.08			
	YOY (天)	-2.78	4.58	21.65	6.88	35.07	30	10.01	16.67			
Skechers	存货(亿美元)	14.50	15.64	17.79	18.18	15.02	14.86	13.82	15.25	13.61		
	YOY (%)	35.79%	47.92%	44.62%	23.59%	3.64%	-4.98%	-22.33%	-16.09%	-9.43%		
	存货周转天数	132.02	138.95	148.24	150.67	146.01	150.54	147.52	156.4	121.38		
	YOY (天)	6.76	19.07	18.52	10.11	13.99	11.59	-0.72	5.73	-24.63		
Lululemon	存货(亿美元)	12.75	14.62	17.42	14.47	15.80	16.61	16.64	13.24			
	YOY (%)	73.97%	85.11%	84.52%	49.76%	23.94%	13.61%	-4.48%	-8.55%			
	存货周转天数	135.75	140.47	154	120.08	160.28	158.88	155.07	124.39			
	YOY (天)	17.72	26.42	31.61	10.39	24.53	18.41	1.07	4.31			
Fast Retailing	存货(亿日元)	4051.03	3503.48	3517.18	4859.28	5703.14	4376.71	3873.86	4492.54	4857.24	4144.32	
	YOY (%)	0.24%	-1.21%	2.05%	23.06%	40.78%	24.92%	10.14%	-7.55%	-14.83%	-5.31%	
	存货周转天数	124.67	113.7	120.4	144.89	141.42	114.53	113.59	126.55	114.33	103.13	
	YOY (天)	-0.68	-1.66	-2.2	6.81	16.75	0.83	-6.81	-18.34	-27.09	-11.4	

其中包含了24年我们看好的高景气度板块：代工>户外>新中式“她”消费>男装>其他板块

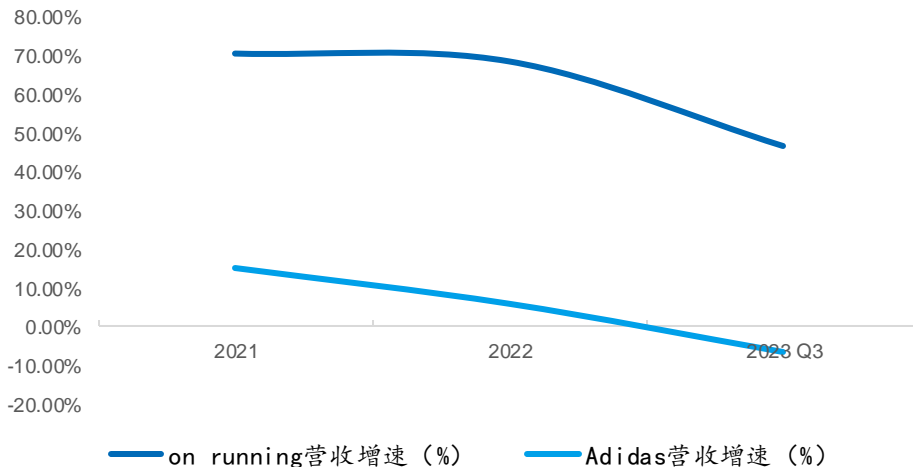
- **户外及功能性服饰**：大众群体的消费需求更加专业化、精细化,跑鞋等专业用品增速明显高于运动鞋服市场整体增速。例如专注瑜伽的Lululemon与专注跑鞋的On running等垂类品牌表现显著优于大众运动品牌。且消费更加多元化,新兴赛道如户外、滑雪等增长强劲,消费需求硬核化特征明显,冲锋衣、登山鞋等高壁垒、高功能性产品销量更好。根据欧睿数据,2023年户外运动鞋服行业规模预期达到450亿元以上,连续三年以20%的速度高增,显著快于运动鞋服整体单位数的复合增速。

→ 对应标的：扬州金泉、牧高笛、安踏体育、滔搏

图：Lululemon增速高于耐克同期



图：On running增速高于Adidas同期

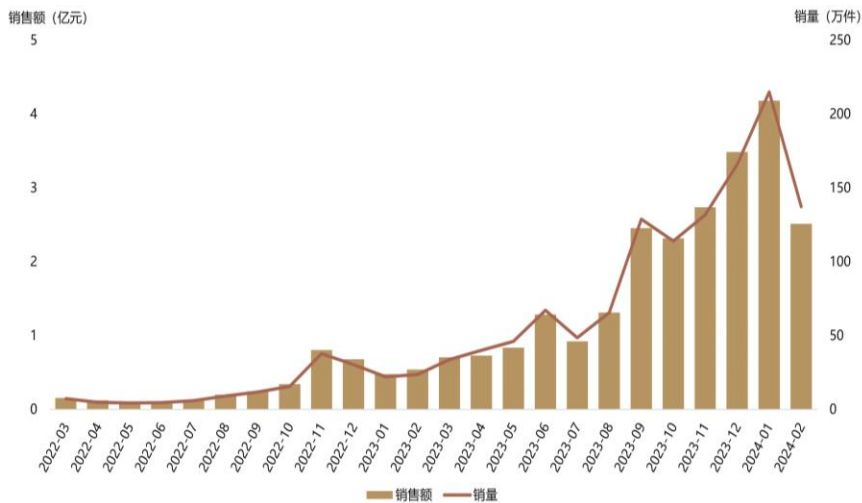


其中包含了24年我们看好的高景气度板块：代工>户外>新中式“她”消费>男装>其他板块

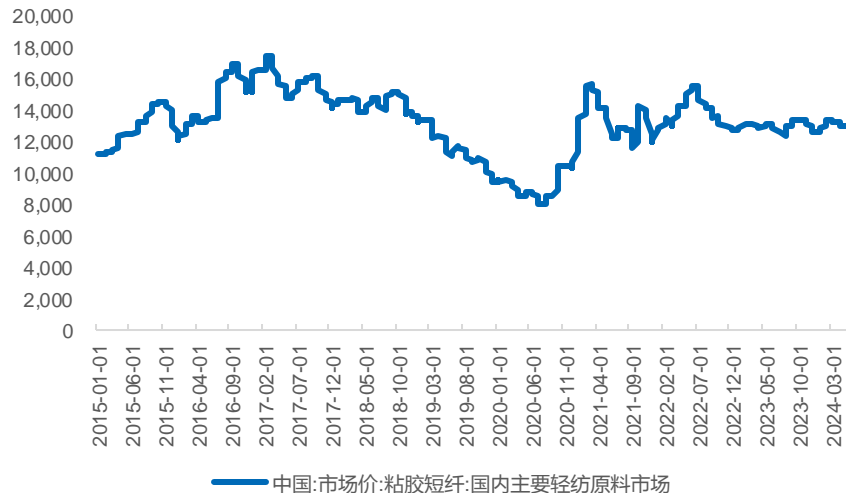
- **新中式“她”消费**：马面裙、汉服等国潮单品及新中式风格引领女装消费风潮。24Q1汉服网马面裙销售额达19.8亿元，同比增长90.75%；快手电商“新中式”风格商品订单量同比增长700%、汉服品类商品订单量同比增长近300%，能够种融合传统中式元素和现代设计理念的服装品牌预计受益。

→ 对应标的：[江南布衣](#)

图：马面裙线上销量攀升



图：黏胶短纤近年来价格提升（元）

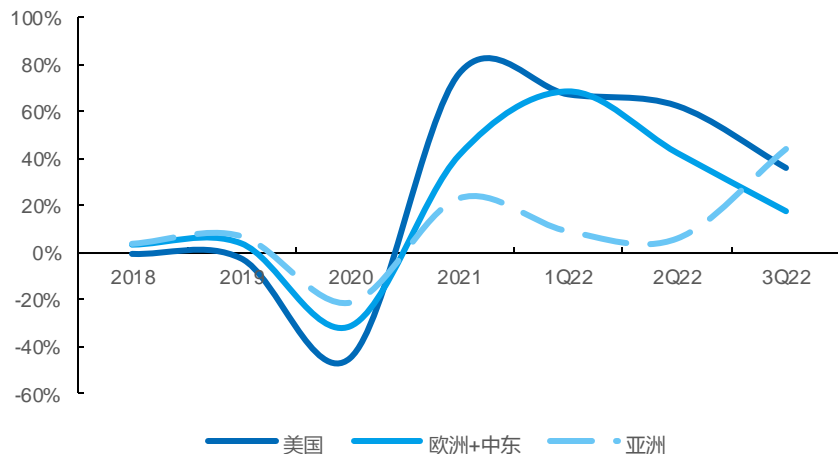


其中包含了24年我们看好的高景气度板块：代工>户外>新中式“她”消费>男装>其他板块

- **男装**：在2023年纺服投资策略中我们曾指出，参考海外服饰各细分板块表现，男装品牌在疫后反弹最早、最快，核心原因是办公场景的修复为中高端商务需求增长带来有利催化。以全球知名商务男装品牌Hugo Boss为例，该品牌在美收入随防控放开显著回正，2021年营收同增76.3%，2022年Q1~Q3分别同增68%/63%/36%，刚需支撑下延续高增；而欧洲+中东地区收入增速峰值出现在22年Q1，防控政策宽松催化业绩增长规律得到验证；后续随着日本、韩国于22年5月后逐步放开，3Q22亚洲营收同增44.2%、较1H提升显著。从A股表现来看，23年男装龙头比音勒芬、报喜鸟及海澜之家业绩分别同增25%、52%、37%，显著好于同业水平。叠加刚需理性消费趋势，我们判断这一走势仍将在24年延续。

→ 对应标的：海澜之家、比音勒芬

图：中高端商务品牌Hugo Boss各地区营收随放开显著增长



「男装T恤」相关内容数TOP20品牌竞争格局

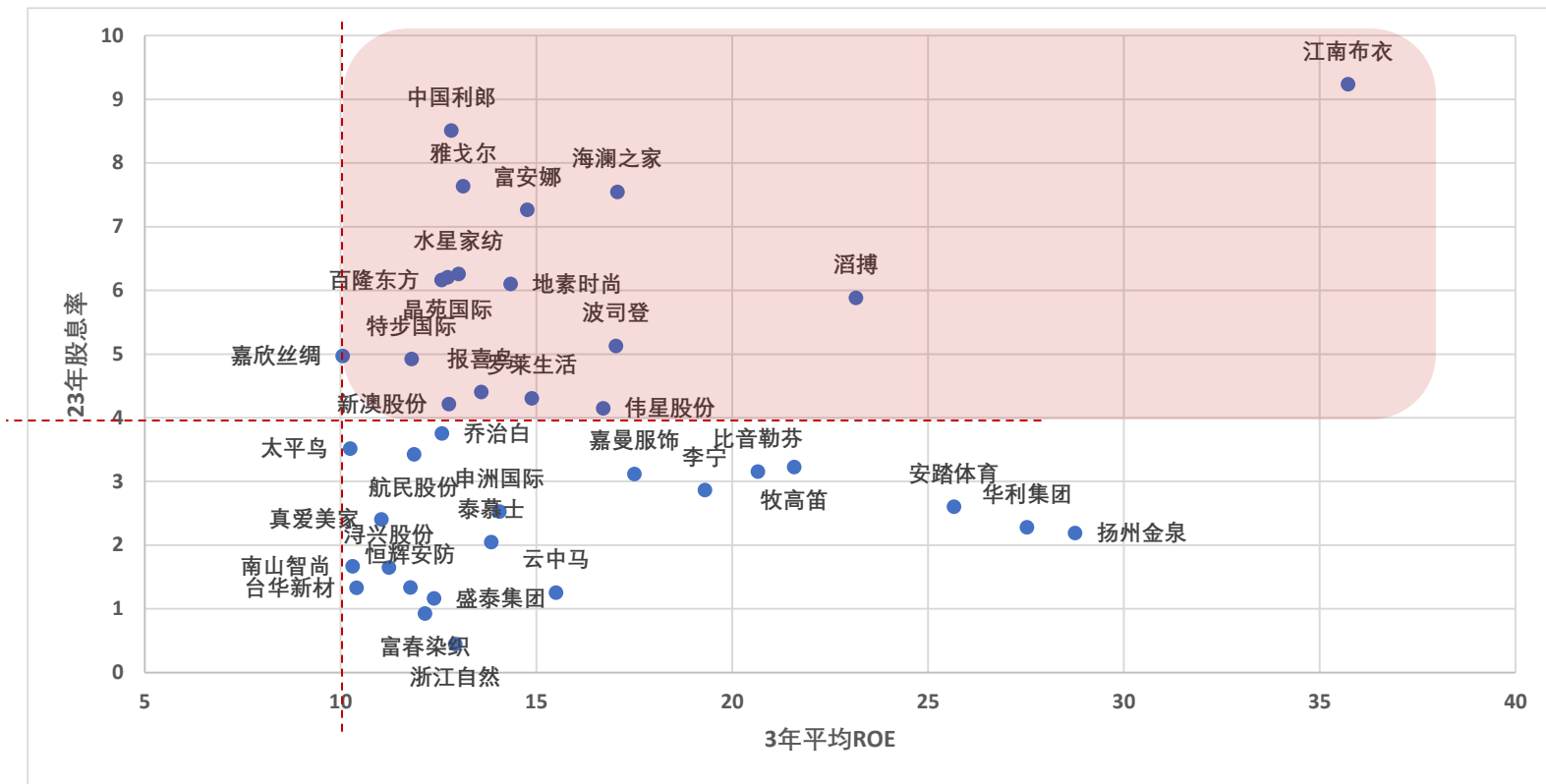


source：艺恩营销智库，监测时间：2023年3月-2024年2月，监控平台：社媒全网

资料来源：艺恩数据，Wind，Bloomberg，国金证券研究所

高回报资产筛选-高R•E+高股息

针对增长、需求相对稳定的行业，选取近3年平均ROE $\geq 10\%$ 、股息率 $\geq 4\%$ 的标的作为相对高ROE+高股息标的



*净利润增速均采用wind一致预期。

这一赛道主要包括：

1) 行业需求稳定、龙头商业模式成熟，因此现金流充足的板块龙头

家纺板块龙头：富安娜、罗莱生活、水星家纺；

男装板块龙头：海澜之家、中国利郎。

2) 较早在海外布局产能，降低成本的领先制造龙头：伟星股份、百隆东方、新澳股份。

3) 超高股息率，现金流稳定且分红意愿极高的公司：江南布衣、滔搏。

图：高股息策略年初以来收益明显



高回报资产筛选-高R•E+高股息

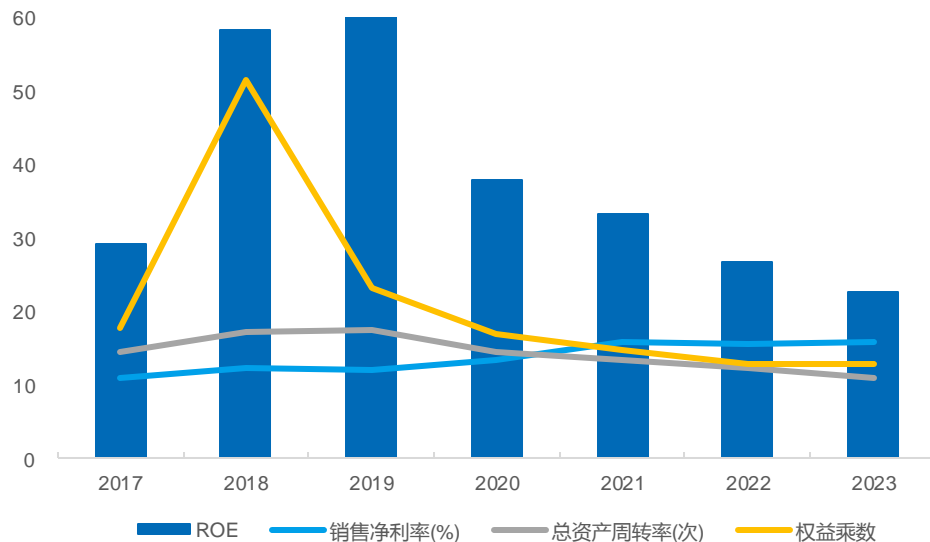
此外，如单独考量高股息指标，我们以：经营性净现金流的40%作为分红计算，潜在分红率 $\geq 2\%$ 作为潜在高股息标的，也建议关注。

股票简称	ROE	股息率 (%)	2023经营性净现金流 (百万元)	总市值 (百万元)	潜在股息率 (%)	高股息	潜在高股息
江南布衣	33.89	6.51	939	7034	5.34	是	
凤竹纺织	27.90	1.88	-22	1444	-0.61	否	否
安踏体育	26.27	2.18	19634	232502	3.38	否	是
众望布艺	24.81	2.35	159	1917	3.32	否	是
华利集团	22.61	1.70	3694	82519	1.79	否	否
扬州金泉	22.20	2.57	279	2606	4.28	否	是
比音勒芬	20.18	3.19	1296	17909	2.89	否	是
牧高笛	19.39	3.47	279	2308	4.83	否	是
海澜之家	19.26	5.95	5230	45194	4.63	是	
滔搏	17.99	6.22	4351	32447	5.36	是	是
波司登	17.29	3.84	3051	46748	2.61	否	是
报喜鸟	16.86	4.45	1154	8201	5.63	是	
伟星股份	15.41	3.60	688	14616	1.88	否	否
富安娜	15.00	5.80	766	9372	3.27	是	
申洲国际	14.64	2.45	5227	113467	1.84	否	否
中国利郎	14.52	7.79	1101	5034	8.75	是	
乔治白	14.07	4.19	439	2408	7.29	是	
罗莱生活	13.63	4.48	936	7444	5.03	是	
地素时尚	13.42	5.98	703	6387	4.40	是	
水星家纺	13.27	4.80	493	4929	4.00	是	
新澳股份	13.19	3.81	552	5750	3.84	否	是
李宁	13.17	2.74	4688	51035	3.67	否	是
特步国际	11.86	3.70	1255	14086	3.56	否	是
晶苑国际	11.64	4.11	2230	11371	7.85	是	

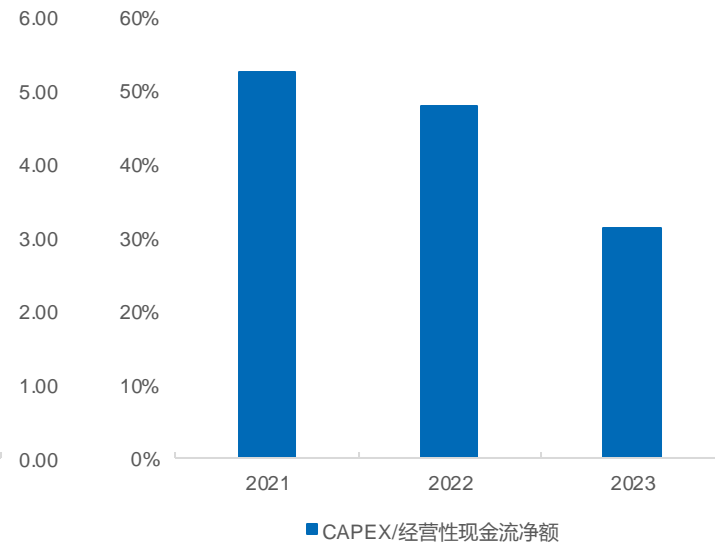
3 建议关注个股

- **极高ROE**（近三年平均27.5%，板块top3水平）、**高增速**（未来两年业绩复合增速18%）、**潜在高股息**（23年2.28%）。
- **华利的极高ROE源于什么？是否可持续？**从杜邦分析来看，公司上市前处于产能快速扩张期且融资方式单一，财务杠杆偏高，高ROE主要受到权益乘数的影响；但近年来已趋于稳定，则是受到净利率稳步提升的带动。我们认为，华利集中的产能布局、高人效、以及科学的客户结构（老客增长稳定，新客成长性领跑行业）构筑了其长期维持中双位数净利率的护城河，高ROE持续性较强。

图：华利集团2017-2023年杜邦分析



图：华利集团近年来Capex占现金比例下降



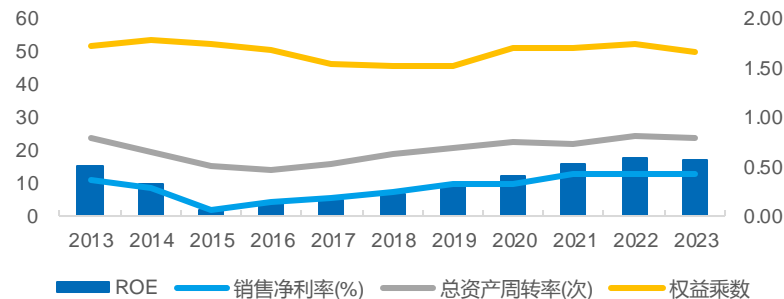
- **极高ROE**（近三年平均27.5%，板块top3水平）、**高增速**（未来两年业绩复合增速18%）、**潜在高股息**（23年2.28%）。
- **24年展望**：公司24Q1毛利率、净利率均创近8个季度以来新高，主要由于下游去库完成订单回升、公司产能利用率提升。期间越南、印尼新工厂投产，随着年内逐步爬坡利润率有望进一步提升。根据wind一致预期，预计公司24-26年实现归母净利润38/44/50亿元，当前股价对应PE为22/21/21倍。

关键指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	17,469.58	20,569.27	20,113.74	23,704.72	27,244.06	30,913.5
增长率(%)	25.40	17.74	-2.21	17.85	14.93	13.47
归母净利润(百万)	2,767.86	3,228.02	3,200.21	3,842.91	4,446.55	5,061.62
增长率(%)	47.34	16.63	-0.86	20.08	15.71	13.83
EPS(摊薄)	2.37	2.77	2.74	3.29	3.81	4.34
基准股本(百万股)	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
ROE(摊薄)(%)	25.33	24.46	21.18	21.72	21.34	20.66
ROA(%)	21.36	19.39	17.51	17.35	17.45	17.09
PE	37.55	20.65	19.20	20.69	17.88	15.71

建议关注个股-波司登

- **高ROE**（近三年平均17%）、**高增速**（未来两年业绩复合增速25%）、**高股息**（23年3.84%）。
- 公司高ROE主要与近年来品牌升级带来的销售净利率提升、供应链改善下的存货周转效率优化有关。未来随着门店店效、周转效率随着客流恢复加快恢复，ROE有望进一步提升。
- **24年展望**：公司近两年拓展风衣、冲锋衣等轻羽绒服，销售表现靓丽；24年防晒衣表现可期，拓品类+熨平冷暖冬风险能力持续得到验证。根据wind一致预期，预计公司24-26年实现归母净利润38/44/50亿元，当前股价对应PE为22/21/21倍。

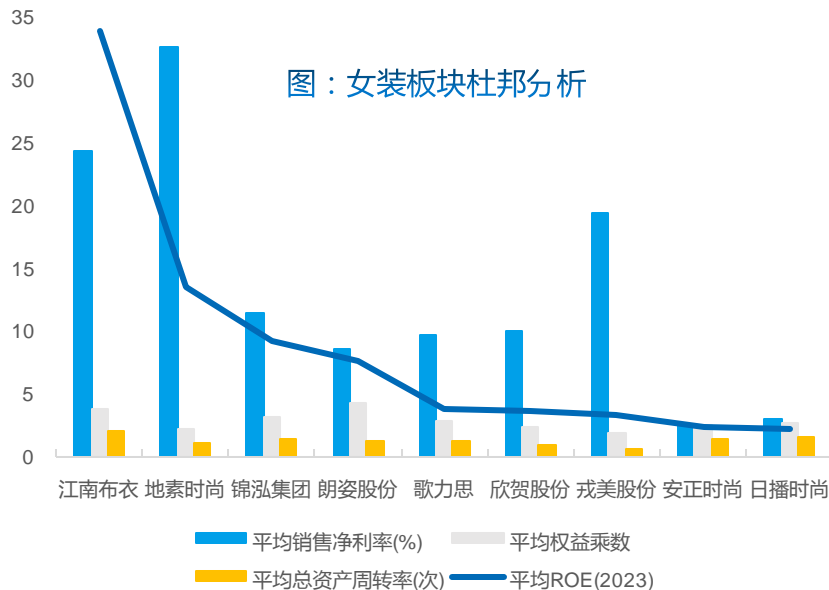
图：波司登2013-2023年杜邦分析



关键指标	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	12,190.53	13,516.51	16,213.61	16,774.22	21,021.50	24,316.50	27,543.50
增长率(%)	17.40	10.88	19.95	3.46	25.32	15.67	13.27
归母净利润(百万)	1,203.18	1,709.57	2,062.32	2,138.57	2,793.50	3,235.50	3,695.50
增长率(%)	22.61	42.09	20.63	3.70	30.62	15.82	14.22
EPS(稀释)	0.11	0.16	0.19	0.19	0.26	0.30	0.34
ROE(摊薄)(%)	11.78	15.44	16.91	17.04	20.70	23.10	25.20
ROA(%)	9.85	12.34	13.51	13.87	--	--	--
PE	14.83	18.68	15.67	19.55	16.96	14.64	12.82

建议关注个股-江南布衣

- **极高ROE**（近三年平均35.7%，板块top1）、**极高股息**（23年9.24%）、**较高增速**（今明年业绩复合增速25%）。
- 公司高ROE主要源于：1) 持续稳定的高派息政策。考虑到公司现金流充沛稳定、创始人家族持股高（约61%的股权），高派息预计延续；2) 横向对比其他女装，最高的资产周转率以及偏高的销售净利率。
- **24年展望**：根据wind一致预期，预计未来两年收入复合增速双位数、净利润增速快于收入。



关键指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	4,086	4,465	5,213	5,909	6,474
增长率(%)	-0.98	9.28	16.74	13.36	9.55
归母净利润(百万)	559	621	844	962	1071
增长率(%)	-13.65	11.17	35.85	14.03	11.31
EPS(稀释)	1.10	1.22	1.63	1.86	2.07
ROE(摊薄)(%)	33.17	31.35	37.94	37.46	36.70
ROA(%)	20.13	21.61	18.47	18.87	17.50
PE	7.12	6.54	7.91	6.94	6.23

*盈利预测均采用wind一致预期，截止2024/05/23。

- **高ROE**（近三年平均19%）、**极高股息**（23年6%）、**稳定增速**（未来两年业绩复合增速12.5%）。
- 受益于高性价比的产品定位，公司资产周转效率高于男装板块平均水平，且保持稳定高股息政策，并在近两年进一步提升了分红比例，奠定了长期高ROE的基石。根据wind一致预期，公司有望在24年延续双位数收入、利润增长。

关键指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	20,188.04	18,561.74	21,527.55	23,684.12	26,080.29	28,693.94
增长率(%)	12.41	-8.06	15.98	10.02	10.12	10.02
归母净利润(百万)	2,491.25	2,155.28	2,951.96	3,332.15	3,727.15	4,154.17
增长率(%)	39.60	-13.49	36.96	12.88	11.85	11.46
EPS(摊薄)	0.58	0.50	0.67	0.69	0.78	0.86
基准股本(百万股)	4,319.60	4,319.61	4,381.00	4,802.81	4,802.81	4,802.81
ROE(摊薄)(%)	16.62	14.76	18.39	18.08	18.60	18.84
ROA(%)	8.11	6.42	8.78	9.18	9.86	10.00
PE	11.11	10.62	10.86	13.23	11.83	10.61

- **极高ROE**（近三年平均29%，板块top2）、**较高增速**（未来两年业绩复合增速17%）、**潜在高股息**（23年2.57%）、。
- 公司近两年的极高ROE主要源于极高的净利率（23年为27.3%），主要受益于户外行业快速增长、产能利用率提升，以及公司下游品牌客户主要集中于高端赛道，产品加价倍率较高。同时公司现金较为充足，CAPEX/净现金比率显著低于其他户外同业（金泉近三年平均34%/浙江自然80%/牧高笛36%），创始人持股比例接近77%，未来存在提高分红比例的潜力。
- 下游户外国际品牌逐步复苏，公司利润率恢复且23年受去库影响基数较低，根据wind一致预期公司24全年归母净利预计实现18.7%增长，未来两年保持中-高双复合增速。

关键指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	775.67	1,127.94	845.60	1,146.21	1,297.17	1,480.85
增长率(%)	29.93	45.42	-25.03	35.55	13.17	14.16
归母净利润(百万)	101.09	239.44	227.82	270.44	311.38	364.57
增长率(%)	69.84	136.86	-4.85	18.71	15.14	17.08
EPS(摊薄)	2.01	4.76	3.40	4.04	4.65	5.44
基准股本(百万股)	--	--	67.00	67.00	67.00	67.00
ROE(摊薄)(%)	21.36	33.30	17.09	16.97	13.61	13.80
ROA(%)	17.33	30.17	17.33	--	--	--
PE	--	--	13.43	9.01	7.82	6.68

*盈利预测均采用wind一致预期，截止2024/05/23。

- 国外政治风险：若2024美国大选对中美贸易关系造成影响，国内企业出海受阻。
- 汇率波动风险：纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。
- 越南人力成本上涨风险：越南地区人力成本在近几年上涨幅度较大，未来3-5年，若人力成本继续上涨，或影响行业内国际化产能布局的公司利润水平。
- 提价不及预期风险：品牌服饰企业存在品牌力提升不达预期，ASP降低、终端折扣力度加大导致收入增速放缓风险。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题