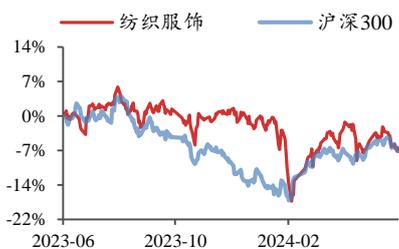


## 纺织服装

2024年06月02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月各品类线上提速，关注运动及男装品牌左侧机会—行业周报》-2024.5.26
- 《越南出口及台企持续增长，推荐出口、出海及出行链—行业周报》-2024.5.19
- 《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》-2024.5.18

## 推荐出口出海出行链，关注运动及男装品牌左侧机会

——行业周报

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

### ● 重点推荐标的：

开润股份、名创优品、泡泡玛特、安踏体育、361度、报喜鸟、伟星股份、申洲国际、华利集团

**出口/出海链：**开润股份、名创优品、泡泡玛特、伟星股份、申洲国际、华利集团、兴业科技、健盛集团；

**运动户外品牌：**滔搏、361度、安踏体育、特步国际、李宁、波司登；

**男装休闲品牌：**比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、锦泓集团、森马服饰。

### ● 重点公司观点更新：推荐出口出海出行链，关注运动及男装品牌左侧机会

**开润股份：**出口&出海&出行链标的，Q1箱包代工盈利能力显著提升，2024年箱包及服装代工补库下预计收入增长20%+且盈利能力提升；品牌端受出行景气度提升催化，根据央视网，端午节旅游消费预定量增长一倍，期待暑期出境游带动下旺季环比改善，在精细化运营下90分加大包品类和跨境布局、小米生态链改革新机遇。**名创优品：**Q1收入利润超预期，收入端看好全球开店加速（年净增900-1100家）&渠道结构调整；利润端看好产品组合&业务结构优化带动盈利能力提升，预计2024年收入/利润增速20%-30%。

**泡泡玛特：**扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现，Q2卡牌、积木新品类将陆续上新；越南双店齐开，此外，IP游戏、乐园全产业链开发稳步推进。收入端看好国内全渠道体系完善&海外东南亚及欧美市场布局加速；利润端看好高单价高毛利海外业务占比提升，预计全年收入/利润增速30%+。**安踏体育：**2024Q1主品牌流水在专业品类及电商带动下中单增长、FILA录得高质量高单增长、其他品牌定位高端&卡位户外赛道实现25-30%增长，各品牌库销比均表现优异，预计Q2在波动经营环境中仍有稳健增长。**361度：**具有业绩确定性的低估值标的，预计4月大装/童装/电商流水10%/15%/20%+增长，五一可比口径下大装/童装均增长中单，预计全年订货会15-20%增长同时电商延续高增，海外加速布局。**报喜鸟：**2023年多品牌顺利拓店，乐飞叶高增且实现扭亏体现多品牌优势，预计2024年主品牌批发收入恢复，哈吉斯多品类多系支撑面积增长及店效提升。**伟星股份：**2024Q2订单延续向好态势，业绩有望超预期，越南工厂落地打开了海外接单窗口，全球化产能抢份额逻辑有望持续兑现，未来3年复合增速中双~15%。

**申洲国际：**阿迪达斯上调全年指引，2024年指引乐观&2025年预计迎来新一轮扩产，预计2024年量增15%，在产品多元化策略牵引下预计耐克/阿迪/puma/优衣库/国内品牌/lululemon收入增长单位数/20%/20%/+双位数/30%/40%+，毛利率逐季修复至30%。**华利集团：**精细化管理优势突出，2024Q1盈利能力出色，公司老客户补库趋势向好、新客户快速爬坡并不断开发新客户，预计与New Balance合作进一步加深，同时单价预计持续提升。2024H1印尼及越南2-3家工厂投产，中长期产能储备充足。

### ● 行业：618品牌增长势能强劲，5月越南出口持续增长

**618数据：**简化大促模式并加大补贴，各品牌增长势能强劲。第一波（5.20-5.28）各行业销售额排名如下：（1）运动&户外品牌：运动/户外销售额前三的品牌分别为耐克/斐乐/阿迪达斯，北面/骆驼/迪卡侬；（2）男&女装：男装/女装销售额前三的品牌分别为优衣库/海澜之家/太平鸟，优衣库/UR/MOCO；（3）家纺：家纺销售额前三的品牌为罗莱、水星、亚朵星球。**越南出口：**1-5月越南纺织品/鞋出口累计同比+3%/+7%，部分由于同期基数较低影响，2023年1-5月同期数为-18%/-13%。

● **风险提示：**消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复&门店扩张不及预期。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 行情回顾与下周推荐 .....   | 3  |
| 1.1、 行业交易数据更新：纺织服装本周 A&H 股均跑赢大盘 .....                        | 3  |
| 1.2、 重点推荐：开润股份&名创优品&泡泡玛特&安踏体育&361 度&报喜鸟&伟星股份&申洲国际&华利集团 ..... | 4  |
| 1.2.1、 开润股份：出口/出海/出行链标的，预计 2024 年业绩端蓄力向上 .....               | 4  |
| 1.2.2、 名创优品：收入利润持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 拐点已至 .....            | 5  |
| 1.2.3、 泡泡玛特：新品类上新&海外门店拓展，看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现 .....            | 5  |
| 1.2.4、 安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌革新释放活力 .....                   | 6  |
| 1.2.5、 361 度：2023 年专业品类体现强劲势能，预计 2024Q1 流水延续亮眼表现 .....       | 7  |
| 1.2.6、 报喜鸟：多品牌战略的成功典范，主品牌年轻化、哈吉斯品牌势能上升期 .....                | 7  |
| 1.2.7、 伟星股份：2024Q2 订单延续向好态势，长期看好老客户份额提升&新客户开拓 .....          | 8  |
| 1.2.8、 申洲国际：2024 年指引乐观，预计 2025 年迎来新一轮扩产后估值提升 .....           | 8  |
| 1.2.9、 华利集团：具备成长性的稀缺制鞋龙头，精细化运营下盈利能力出色 .....                  | 9  |
| 2、 本周行业：618 品牌增长势能强劲，5 月越南出口持续增长 .....                       | 9  |
| 2.1、 618 数据：简化大促模式并加大补贴，各品牌增长势能强劲 .....                      | 9  |
| 2.2、 越南出口：1-5 月纺织品/鞋出口累计同比+3%/+7% .....                      | 10 |
| 3、 重点推荐公司盈利预测 .....  | 10 |
| 4、 风险提示 .....  | 11 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 近 1 月 A 股纺服板块跑输大盘 .....                                  | 3  |
| 图 2： 纺服板块本周下跌 0.23%，跌幅居中 .....                                | 3  |
| 图 3： 千百度、鲁泰 A、超盈国际控股涨幅居前三 .....                               | 3  |
| 图 4： 江苏阳光、安正时尚、天创时尚跌幅居前三 .....                                | 3  |
| 图 5： 全球 PC 出货量按季改善 .....                                      | 4  |
| 图 6： 2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前 .....                           | 4  |
| 图 7： 天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升 .....                               | 5  |
| 图 8： 运动/户外/男装/女装/家纺 618 第一波销售额 TOP1 分别为耐克/北面/优衣库/优衣库/罗莱 ..... | 9  |
| 图 9： 2024 年 5 月越南纺织品、鞋出口同比+4%/持平 .....                        | 10 |
| 图 10： 2024 年 5 月越南纺织品、鞋出口累计同比+3%/+7% .....                    | 10 |
| 表 1： 重点推荐公司盈利预测与估值 .....                                      | 11 |

## 1、行情回顾与下周推荐

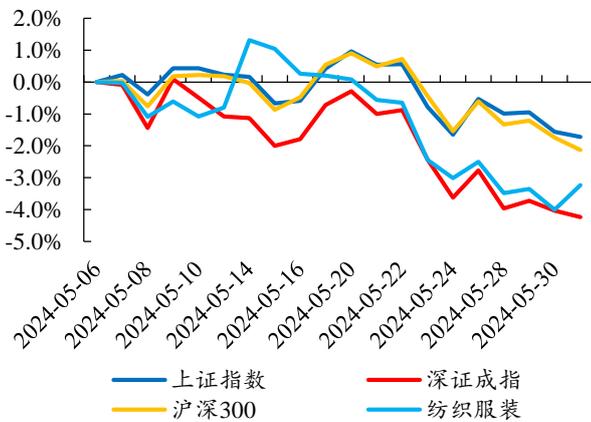
### 1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A&H 股均跑赢大盘

本周（2024 年 5 月 27 日-2024 年 5 月 31 日）

A 股板块表现：纺织服装板块下跌 0.23%，沪深 300 下跌 0.60%，跑赢大盘 0.4pct，在 31 个一级行业中排名第 12，子行业表现来看，纺织制造下跌 0.42%，跑赢大盘 0.2pct；服装家纺上涨 0.23%，跑赢大盘 0.8pct。

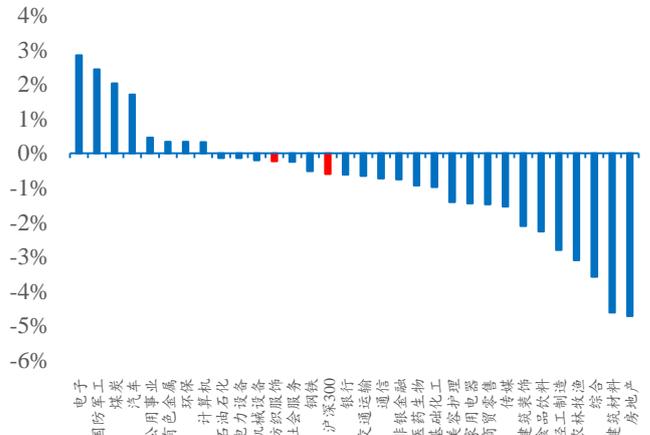
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块下跌 0.71%，恒生指数下跌 2.84%，跑赢大盘 2.1pct。

图1：近 1 月 A 股纺服板块跑输大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

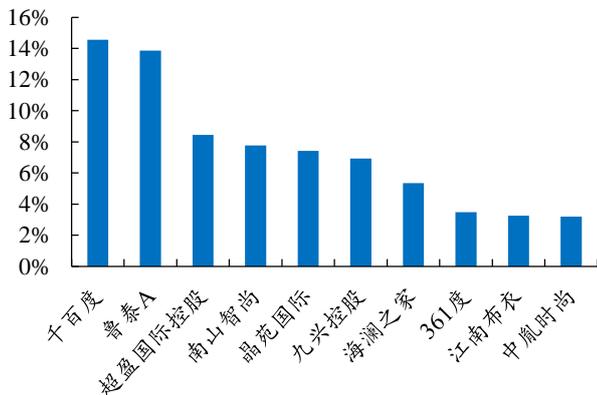
图2：纺服板块本周下跌 0.23%，跌幅居中



数据来源：Wind、开源证券研究所

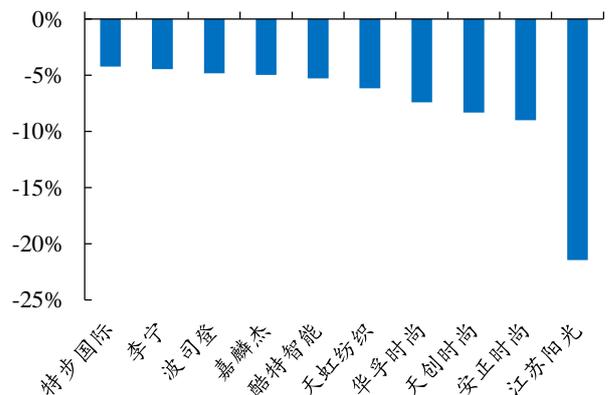
个股表现，千百度、鲁泰 A、超盈国际控股涨幅居前三，涨幅分别为 14.5%、13.9%、8.4%；江苏阳光、安正时尚、天创时尚跌幅居前三，跌幅分别为 21.4%、9.0%、8.3%。

图3：千百度、鲁泰 A、超盈国际控股涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：江苏阳光、安正时尚、天创时尚跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、重点推荐：开润股份&名创优品&泡泡玛特&安踏体育&361度&报喜鸟&伟星股份&申洲国际&华利集团

### 1.2.1、开润股份：出口/出海/出行链标的，预计2024年业绩端蓄力向上

箱包代工盈利能力提升显著，服装代工持续成长。凭借差异化产能布局，预计2024年随IT客户走出低谷、运动休闲客户补库、高毛利率新客户占比提升下，箱包收入有望中双增长；服装代下单收入随新客户阿迪达斯、优衣库、Muji等放量有望实现30%+增长。同时利润端，公司产品、客户、产能优化成效显著，2024Q1代工盈利能力超预期，预计上海嘉乐服装代工利润率随新客户订单规模化后明显改善。

五一出行市场克服天气阻碍稳中有增，期待暑期旺季环比改善。据文化和旅游部数据中心测算，2024年“五一”假期，全国国内旅游出游合计2.95亿人次，同比增长7.6%，按可比口径较2019年同期增长28.2%；国内游客出游总花费1668.9亿元，同比增长12.7%，按可比口径较2019年同期增长13.5%。

90分：国内重视推新控费，把握箱包品类出海机会，利润率改善空间充分。国内：2023年箱包市场增长亮眼，天猫渠道旅行箱同比增长49%但尚未恢复至疫情前，90分所在的中等价格带占比提升。预计2024年加大拉杆箱新品迭代以及包品类投入，一方面，目前包占比10%+，长期有望占比突破20%；另一方面，2023年新品销售占比不足10%，新品占比提升促进消费的同时盈利能力有望进一步改善。出海：2021年以90分配件及非90分品牌的健身器材品类出海，截至2023年预计跨境业务收入收缩至10%，2024年以拥有竞争优势的箱包品类出海，在箱包线上渗透率高的国家依托亚马逊拓展，在线上渗透率低的国家依托线下分销拓展。90分推新控费下2023年前三季度均盈利，新品毛利率高于老品约4-6pct，预计全年实现微利，目前新品销售占比不足10%，看好2024年盈利进一步改善。2024Q1拓展除菲律宾、韩国外的波兰、墨西哥等北欧、北美国家分销客户，预计Q2贡献收入。

小米：2024年积极把握生态链变革机会释放增长活力。小米具有强大粉丝社群文化，小米SU7发布会催化生态链热度提升。小米生态链2023Q4提出了分级管理策略，从原来7个事业部缩减为三个新事业部，并以S、A、N三个分类来划分小米生态链的产品品类，N级单一品类只有一家合作伙伴，公司系箱包品类的N级合作伙伴，独供箱包品类。以前箱包作为小米生态链中不带店品类，渠道及推新受限，预计2024年改革后推新节奏加快、营销自由度提升，抖音渠道已开出箱包独立旗舰店，流量更精准&转化率更高。伴随新品占比提升，以及利益分配由毛利分成向毛保模式切换，盈利能力有望进一步提升。

图5：全球PC出货量按季改善

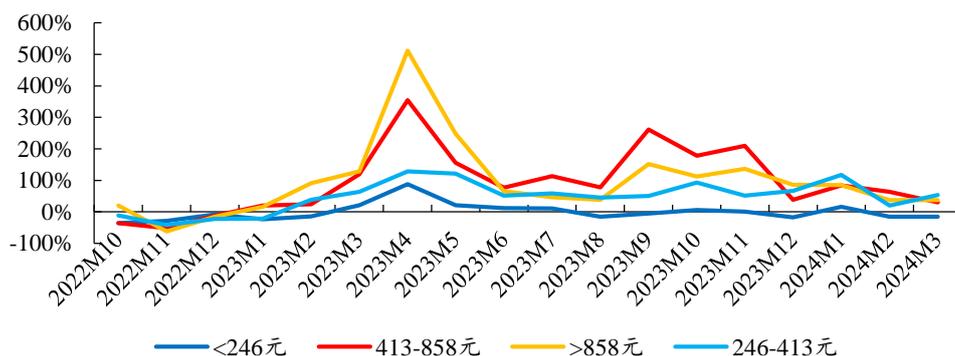


图6：2023年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：久谦、开源证券研究所

**图7：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升**


数据来源：久谦、开源证券研究所

### 1.2.2、名创优品：收入利润持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 拐点已至

**2024Q1 表现：**Q1 收入端国内同增 16%，海外同增 53%，收入、利润超预期。

**2024 年指引：**预计 2024 年收入、利润增速 20%-30%，其中国内+10%-15%，海外+30%-40%。

#### 收入端：

**(1) 开店加速：**上调 TT 开店指引，加强海外开店节奏把控。Q1 国内线下/海外直营/海外代理/TT 分别环比+108/67/42 家，印尼和美国贡献 40%+新店。未来五年预计每年净增 900-1100 家店。预计 2024 年国内净增 350-450 家，海外净增 550-650 家，其中代理/直营各贡献 50%；上调 TOP TOY 开店指引至净增 100 家。

**(2) 同店增长：**国内同店具备韧性，海外同店增长态势延续。Q1 国内线下/海外直营/海外代理/TT 同店分别同比-2%/+32%/+18%/+26%。(1) 国内 MINISO：Q2 国内 chiikawa 叠加快闪店持续发力，同店趋势向好，YTD 恢复至同期 100%的水平；

(2) 海外 MINISO：海外品牌知名度提升叠加 IP 占比提升带动客流和客单价共同驱动同店增长，Q2 预计同店增长态势延续；(3) TOP TOY：品牌势能向上。

**利润端：**2024Q1 毛利率同比+4.1pct 至 43.4%，2024Q1OPM 同比+0.5pct 至 20%，其中国内基本稳定；海外代理/直营均有所改善，海外直营利润率有望持续提升；TT 拐点已至，连续两个季度实现正向盈利，OPM 提升中低双位数，看好议价能力提升叠加行业出清下盈利模型持续优化。

**盈利预测与估值：**综合来看，新财年（新财年结算日为 12 月 31 日）2024-2026 年归母净利润预计 28.6/35.1/43.0 亿元，未来三年利润复合增速 20%+，成长确定性较高，中长期逻辑清晰，估值有望持续提升。

### 1.2.3、泡泡玛特：新品类上新&海外门店拓展，看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现

**近况更新：**(1) 扩品类：毛绒玩具、卡牌、积木多个品类持续上线，5 月 30 日发售卡牌“艺术生活收藏卡”；预计 6 月 13 日发售“The Monsters 森林秘密基地系列”拼搭积木。(2) IP 全产业链开发：手游《梦想家园》为模拟经营+派对玩法，5 月 16 日进行内测并预计 6 月中下旬上线；5 月 19 日和朝阳文旅集团签订“城市乐园 2 期”开发合作协议，IP 运营平台构建逐步推进。(3) IP 出海：越南双店齐开，5 月 18 日

越南首家门店胡志明市 Crescent Mall 店开业、5月25日巴拿山乐园古堡主题店开业，IP 出海逻辑持续兑现。

**2023 年表现&2024Q1 表现:**2023 年国内线下收入同增 46%，国内线上同减 7%，海外同增 135%，利润超预期。2024Q1 预计收入增速超 35%。

**2024 年指引:** 预计收入、利润增速 30%+，利润增速略高于收入增速，其中国内收入同增 15%-20%，海外收入同增 100%+。

#### 收入端:

(1) 开店加速: 预计到 2027 年末门店总数达到 1000 家，其中国内门店约 600 家，海外门店约 400 家，截止 2023 年末国内/海外门店数分别为 363/80 家，预计全年新开门店 105 家，其中国内门店 45 家，海外门店 60 家，国内市场看好全渠道体系完善，新开门店主要以下沉市场为主，海外市场看好东南亚及欧美市场布局加速，借助 CRYBABY、Riot 叛桃等海外设计师 IP 快速出圈。

(2) 店效提升: 国内门店方面，目前整体单店收入已达到历史高点，2023 年单店年化平均收益 717 万元，拆分来看，一线/新一线、二线及以下城市单店年化平均收益分别为 840/685/622 万元，随着后续全渠道体系持续完善、门店精细化运营以及公司新品类上线，单店年化平均收益有望进一步提升。海外门店方面，2023 年单店年化收益为 1190 万元，目前东亚（港澳台及日韩地区）收入占比约 50%，看好后续发力东南亚及欧美等高消费潜力市场，带动单店年化收益提升。

**利润端:** (1) 业务结构优化: 高单价高毛利的海外业务收入占比提升，有望带动公司综合毛利率、净利率双增。(2) 产品矩阵扩张: 公司预计于 2024 年 6 月上线积木产品线，并且目前仍有多条新产品线处于孵化中，高毛利新品有望带动公司盈利能力提升。

**盈利预测与估值:** 综合来看，预计 2024-2026 年归母净利润为 14.5/18.6/23.5 亿元，未来三年利润复合增速接近 30%，成长确定性较高，看好 IP+品类、出海逻辑持续兑现带动业绩高增。

#### 1.2.4、安踏体育: 多品牌运营筑就强 alpha，主品牌革新释放活力

##### 安踏: 2024Q1 流水高基数下达成预期，电商表现亮眼，经营指标稳健

2024Q1 流水中单增长，2022Q1/2023Q1 分别为约 20%/中单增长，在高基数下流水达成预期。分品类看，安踏成人和安踏儿童流水均有中单增长；分渠道看，线上好于线下，电商渠道增长 20-25%（2023Q1 高基数及去库存下为负增长），主要系大众定位、专业突破、品牌向上策略下，顶级资源突破、产品矩阵梳理带动篮球、跑步品类表现亮眼。经营指标稳健: 2024Q1 库销比<5，折扣稳健，其中线上折扣在新品带动下改善明显，以更轻的折扣达成靓丽流水表现。

##### FILA: 大货中双增长，童装及潮牌受 2023 年闭店影响，电商高基数下高增长

2024Q1 流水高单增长，2022Q1/2023Q1 分别约 10%/中单增长，分品类看，预计 FILA core 中双增长、Fusion 略有下滑、Kids 基本持平，Fusion 与 Kids 表现弱于 Core 主要系 2023 年 Fusion 和 Kids 净闭店约 10%，尤其 Fusion 净闭店较多；分渠道看，直播渠道表现亮眼，2024Q1 电商渠道接近 25-30 增长（2023Q1 电商~40%增长）。库销比:2024Q1 库销比<5，线上线下环比均有显著改善，线上改善 3pct 线下改善 1pct，

预计 2024 年仍坚定执行顶级产品/顶级渠道/顶级品牌战略，FILA 产品上预计继续加大鞋商品占比及专业运动系列占比，同时顶级渠道上，开出 ICONA 新店型，目前全国 2 家，ICONA 产品齐全且高度聚焦于高端细分垂类运动，包括健身、高尔夫、网球及户外等，以及多个联名系列及全球限量专供系列。

**其他品牌：户外表现持续亮眼，迪桑特增长 20-25%，可隆增长接近 50%**

2024Q1 流水增长 25-30%，分品牌看，迪桑特录得 20-25% 增长，可隆增长 50%。2024Q1 迪桑特布局高端户外功能性运动童装，在南京德基广场开设专门针对 7-14 岁的儿童首店，产品线包括滑雪、高尔夫、铁人三项等应用场景。可隆品牌定位独特，预计进一步提升春夏产品占比以及开拓南方市场渠道。

### 1.2.5、361 度：2023 年专业品类体现强劲势能，预计 2024Q1 流水延续亮眼表现

公司产品端构建跑步、篮球等专业产品矩阵并不断创新，营销端品牌资源不断丰富，渠道端开大店提店效，线下国内长期仍有开店空间与店效提升空间。同时电商及童装高速增长，海外开立独立站加速渗透并拓展新市场。

**2024Q1 库销比稳健，折扣良性仍有改善空间，童装线下维持净开趋势。**2024Q1 库存 4.5-5 保持良性，折扣大约 7 折（2023Q1 为 7-7.2 折），受益于性价比品牌的定价优势，2024Q1 折扣表现较为平稳，短期折扣受竞争加剧影响，有望恢复至 7.5 折的疫情前水平。2024Q1 成人门店预计保持平稳、童装门店净增，全年预计成人及童装各净开 100-200 家店。

### 1.2.6、报喜鸟：多品牌战略的成功典范，主品牌年轻化、哈吉斯品牌势能上升期

**报喜鸟：积极实行年轻化革新，短期控货后加盟发货增速有望恢复**

2023 年收入 17.30 亿元（+17.18%），占比 33.9%。报喜鸟顺应消费者着装休闲化、时尚化、年轻化的需求积极革新，在商务、婚庆西服基础上不断推出轻正装及运动西服等新品类，启用全新品牌代言人、升级第十代终端形象、加强进驻购物中心和百货。**产品端：**预计 2023 年运动西服增长快于传统西服、VIP 中 30 岁以下占比提升。**渠道拓张：**截止 2023 年底，报喜鸟门店净开 13 家至 817，其中直营+11 至 232 家、加盟+2 至 585 家，预计 2024 年新开约 10%。公司 2023 年加盟收入增长 4.7%，明显慢于整体，主要系加盟占比较高的报喜鸟品牌短期控货，预计 2024 年库存消化后加盟商信心增强，加盟发货增速有望恢复。

**成功打造旗下第二品牌哈吉斯，品牌势能提升下扩店&单店成长：**

**(1) 渠道拓展：**2023 年收入 17.58 亿元（+24.12%），占比 34.4%，门店+40 家至 457，积极拓展优质加盟商加快渠道下沉，2023 年直营+14/加盟+26，预计 2024 年新开店数（不含闭店）约为 15%，未来将加大三四线城市加盟力度提升规模，经测算中长期门店空间为 829 家。线上方面，2023 年线上渠道稳健，预计 2024 年创新线上新品系列，促进线上业务稳健发展。

**(2) 店效提升：**①品牌势能向上提高客流及进店率，截止 2023 年前三季度，新会员数量增长良好，较 2022、2021 年均实现增长。②多品类多系列（箱包配饰）提升转化率及连带率，哈吉斯品牌聚焦通勤、假日、运动三大场景，一方面拓宽重点品类价格带，成功推出“黑标”高端系列产品。另一方面，鞋类产品实现自主开发和国产化，配饰类产品实现快速增长，预计 2024 年将提高运动系列（HRC）销售占比、增加女装投产，通过大单品策略进一步提升包鞋等配饰品类的运营效率，在

多品类多系列策略下，2023 年单店面积提升 2%至 128 平，在多品类多系列的策略下预计门店面积将进一步提升。

**职业装宝鸟突破 10 亿元，大客户订单占比提升：**国内职业装集中采购模式的发展、招标日益规范化趋势，宝鸟产品端加大研发投入，打造核心竞争力，对标圣凯诺 2022 年 22.5 亿元规模，宝鸟 2023 年收入仅 10.4 亿元，成长空间广阔。

**2023 年乐飞叶收入高增且实现扭亏。**公司储备新品牌中，具有大众衬衫品牌恺米切、户外休闲品牌乐飞叶、英伦高尔夫品牌亨利格兰等潜力品牌，其中乐飞叶聚焦休闲旅行和户外运动，2023 年实现收入 2.6 亿元 (+40.5%) 并成功扭亏为盈，线下净开 9 家直营店且直营店店效大幅增长，乐飞叶聚焦休闲旅行和户外运动两大系列，提升户外品类占比和功能性面料的使用，预计 2024 年加快线下渠道拓展，仍将保持较快增长。

### 1.2.7、伟星股份：2024Q2 订单延续向好态势，长期看好老客户份额提升&新客户开拓

2024H1 下游补库&越南产能落地，公司接单态势预计表现良好。2023 年业绩逐季改善，恢复态势优于同行。2024Q1 实现营收 8.0 亿元 (同比+14.8%)，归母净利润 0.8 亿元 (同比+45.3%)。2024H1 下游呈现补库态势，2024Q2 订单延续向好态势，业绩有望超预期；同时，公司越南产能落地全球竞争优势逐步提升，有望持续抢占市场份额。

全球产能布局，看好老客户份额提升&新客户开拓。2024 年 3 月越南工厂投产，正在有序安排客户参观、验厂，2024 年底产能有望逐步释放。越南工厂作为公司开拓国际客户的营销窗口，将进一步承接海外客户订单，提升老客户体系内的份额。其次，公司将进一步布局全球产能，开拓更多海外客户，持续提供业绩增量。

中长期来看，公司基于自身竞争优势，持续丰富品类、布局海外产能并加强智能制造，逆势扩张强化核心竞争力，有望持续抢占 YKK 份额，提升国际影响力，未来业绩有望稳步增长，预计 2024-2026 年复合增速中双位数。

### 1.2.8、申洲国际：2024 年指引乐观，预计 2025 年迎来新一轮扩产后估值提升

公司核心竞争力不变，产品多元化下提升老客户份额、新客户加速放量，预计 2024 年美金 ASP+1%，销量双位数增长，毛利率逐季修复至疫情前水平。

#### 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

分客户：2023 年新品牌高成长下 CR4 收入占比有所下降至 79.6% (-2.4pct)，合计收入同比-13%，耐克/优衣库/阿迪/puma 收入-11%/+3%/-24%/-28%，新品牌中 Lululemon 收入约 8 千万美金，占比约 2%。预计在产品多元化策略牵引下，2024 年耐克单位数增长、阿迪/puma 收入增长 20%+、优衣库收入增长双位、国内品牌收入增长 30%+、lululemon 收入预计增长 40%+。

#### 展望：预计 2024 年招工&提效&扩产驱动量增，2025 年迎来产能释放

产能利用率：2023H1 海外 95%/国内 80%，2023 年底国内 90%+，目前海外/国内均为 100%，预计 2024 年维持较高水平。招工&提效&扩产提升产能：截至 2023 年末海外工人人数占比提升至 57% (+5PCT)，同时海外人效已达国内的 85~90%，宁波及越南世通工厂预计各自新招工 2 千名，其中宁波工厂年初已招工 3 千名，越

南面料厂扩产&印尼工厂推进中，预计 2025 年迎来新一轮产能释放。

### 1.2.9、华利集团：具备成长性的稀缺制鞋龙头，精细化运营下盈利能力出色

公司拥有行业领先的研发、质量及交期，凭借精细化的管理能力、全面的制鞋工艺（运动中硫化/冷粘/防水、皮鞋、羊毛等）、积极的东南亚产能扩张，预计老客户份额提升、新客户拓展顺利。此外，预计 2023 年公司欧美销售占比约 40%/30%，内销占比<10%，欧美需求韧性&鞋品类周期性弱于服装，预计中长期业绩稳定性较强。

**老客户补库、高潜力新客户爬坡，并不断开发新客户。**老客户由于深度绑定及补库需求下订单趋势向好，新客户迅速爬坡并不断开发新客户，公司 2021 年合作 NB、亚瑟士、ON，2023Q1 新增 Lululemon 和锐步出货，2024 年除新品牌爬坡外还将继续合作新品牌，预计与 New Balance 合作有望进一步加深。

**单价有望进一步提升。**2023 年人民币单价 105.9 元 (+13.6%)，产品结构升级带动美金 ASP+8.7%至 14.99 美金（裕元集团单价为 21.34 美金），仍有提升空间，预计单价随 Nike 慢跑及篮球类产品占比提升、高单价的新客户逐步放量进一步提升。

**2024H1 印尼及越南 2 家成品鞋工厂投产，产能储备充足。**截至 2023 年底，总产能为 2.2 亿双，产能利用率 87% (-4.3pct)，员工人数 15.75 万人 (+1.3%)。2024Q1 印尼及越南各 1 家成品鞋厂顺利投产，2024H2 越南预计投产 1 个成品鞋厂，印尼规划产能预计为 5-6 千万双（2023 年产能为 2.2 亿双），预计新工厂爬坡、设备更新、员工人数增加及控制加班时间将贡献产能弹性，预计未来资本开支水平保持在每年 10-15 亿元。

## 2、本周行业：618 品牌增长势能强劲，5 月越南出口持续增长

### 2.1、618 数据：简化大促模式并加大补贴，各品牌增长势能强劲

**618 简化大促模式并加大补贴，各品牌增长势能强劲。第一波（5.20-5.28）各行业销售额排名如下：（1）运动&户外品牌：**运动销售额前三的品牌为耐克、斐乐、阿迪达斯，户外销售额前三的品牌为北面、骆驼、迪卡侬；**（2）男&女装：**男装销售额前三的品牌为优衣库、海澜之家、太平鸟；女装销售额前三的品牌为优衣库、UR、MOCO；**（3）家纺：**家纺销售额前三的品牌为罗莱、水星、亚朵星球。

图8：运动/户外/男装/女装/家纺 618 第一波销售额 TOP1 分别为耐克/北面/优衣库/优衣库/罗莱



资料来源：天下网商

## 2.2、越南出口：1-5月纺织品/鞋出口累计同比+3%/+7%

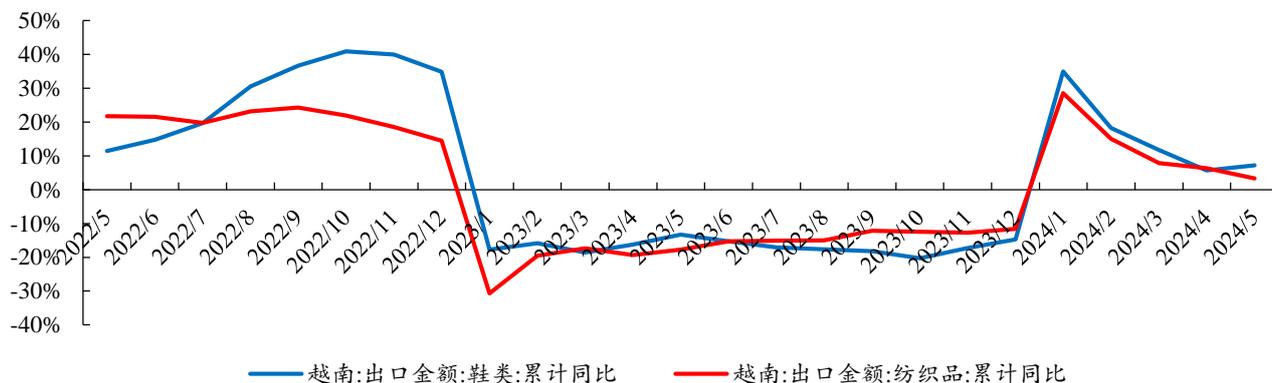
5月越南鞋出口增速环比提升，5月越南纺织品/鞋出口同比+4%/持平。1-5月合计看，越南鞋服出口均稳步增长，部分由于同期基数较低影响，1-5月越南纺织品/鞋出口累计同比+3%/+7%，2023年1-5月同期数为-18%/-13%。

图9：2024年5月越南纺织品、鞋出口同比+4%/持平

| 出口金额同比(%, 美元计价)  | Nov-22 | Dec-22 | Jan-23 | Feb-23 | Mar-23 | Apr-23 | May-23 | Jun-23 | Jul-23 | Aug-23 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 | Apr-24 | May-24 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 越南纺织品出口当月同比      | 0%     | -21%   | -24%   | 0%     | -17%   | -23%   | -16%   | -15%   | -11%   | -13%   | 5%     | -4%    | -7%    | -2%    | 16%    | -9%    | -2%    | 6%     | 4%     |
| 越南鞋出口当月同比        | 54%    | 6%     | -20%   | 8%     | -23%   | -12%   | -2%    | -22%   | -20%   | -23%   | -17%   | -29%   | -10%   | 5%     | 16%    | -7%    | 10%    | -3%    | 0%     |
| 越南对欧盟出口当月同比      | -3%    | -18%   | -23%   | 23%    | -16%   | -12%   | -5%    | -16%   | -1%    | -13%   | -4%    | -7%    | 2%     | 6%     | 40%    |        |        |        |        |
| 越南对美出口当月同比       | -16%   | -20%   | -37%   | 6%     | -21%   | -23%   | -21%   | -24%   | -16%   | -10%   | -1%    | 10%    | 10%    | 12%    | 63%    |        |        |        |        |
| 越南对美纱线出口当月同比     | -25%   | -16%   | -53%   | -45%   | -40%   | -49%   | -23%   | -12%   | -17%   | 0%     | 13%    | 18%    | 18%    | 25%    | 133%   | 33%    | 47%    | 38%    |        |
| 越南对美纺织品和服装出口当月同比 | -18%   | -30%   | -47%   | -7%    | -26%   | -30%   | -15%   | -19%   | -16%   | -12%   | 3%     | -1%    | -5%    | 3%     | 33%    | -10%   | 1%     | -1%    |        |
| 越南对美鞋履出口当月同比     | -9%    | -24%   | -45%   | -20%   | -40%   | -24%   | -28%   | -43%   | -25%   | -27%   | -33%   | -16%   | 14%    | 10%    | 57%    | -5%    | 12%    | 2%     |        |
| 中国台湾纺织品出口当月同比    | -20%   | -29%   | -27%   | -26%   | -28%   | -30%   | -36%   | -32%   | -33%   | -27%   | -12%   | -14%   | -16%   | -7%    | -2%    | -17%   | 2%     | 0%     |        |
| 中国台湾纱布出口当月同比     | -20%   | -29%   | -28%   | -27%   | -30%   | -31%   | -39%   | -35%   | -35%   | -29%   | -12%   | -14%   | -15%   | -9%    | -1%    | -17%   | 3%     | 1%     |        |
| 中国台湾鞋帽出口当月同比     | -21%   | -32%   | -21%   | -27%   | -37%   | -21%   | -42%   | -32%   | -36%   | -32%   | -23%   | -35%   | -24%   | -8%    | -19%   | -27%   | 8%     | -15%   |        |
| 中国台湾对美纱布出口当月同比   | -28%   | -25%   | -32%   | -43%   | -28%   | -27%   | -26%   | -38%   | -29%   | -5%    | -29%   | -20%   | -4%    | -2%    | -4%    | 1%     | 1%     | -18%   |        |
| 中国台湾对美成衣出口当月同比   | -31%   | -28%   | -32%   | -44%   | -31%   | -25%   | -23%   | -34%   | -27%   | -14%   | -28%   | -17%   | -10%   | 2%     | -5%    | -8%    | 6%     | -13%   |        |
| 中国台湾对美鞋履出口当月同比   | -31%   | -33%   | -33%   | -45%   | -48%   | -23%   | -49%   | -31%   | -30%   | -30%   | -26%   | -43%   | -6%    | 2%     | -21%   | -22%   | 15%    | -18%   |        |
| 印尼纺织制品出口当月同比     | -15%   | -20%   | -27%   | -20%   | -23%   | -44%   | 8%     | -19%   | -13%   | -1%    | -10%   | -5%    | -14%   |        |        |        |        |        |        |
| 印尼鞋履出口当月同比       | -7%    | -11%   | -15%   | -24%   | -19%   | -38%   | 14%    | -25%   | -19%   | -17%   | -32%   | -2%    | 0%     |        |        |        |        |        |        |

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年5月越南纺织品、鞋出口累计同比+3%/+7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、重点推荐公司盈利预测

本周重点推荐标的：

出口/出海链：开润股份、申洲国际、华利集团、名创优品、泡泡玛特、伟星股份、兴业科技、健盛集团；

运动户外品牌：滔搏、361度、安踏体育、特步国际、李宁、波司登；

男装休闲品牌：比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、锦泓集团、森马服饰。

**表1: 重点推荐公司盈利预测与估值**

| 公司名称 | PE      |             |       | 净利润 (亿元) |       |         |       | 净利润增长率 (%) |       |       |       | 总市值 (亿元) | 评级 |
|------|---------|-------------|-------|----------|-------|---------|-------|------------|-------|-------|-------|----------|----|
|      | 2023A/E | 2024E       | 2025E | 2023A/E  | 2024E | 2025E   | 2026E | 2023A/E    | 2024E | 2025E | 2026E |          |    |
| 滔搏   | 13.0    | <b>11.6</b> | 10.3  | 22.1     | 24.8  | 27.8000 | 31.1  | 20.5       | 12.1  | 12.1  | 11.9  | 287.6    | 买入 |
| 安踏体育 | 20.9    | <b>16.0</b> | 15.7  | 102.4    | 134.3 | 136.6   | 156.5 | 34.9       | 31.2  | 1.7   | 14.6  | 2144.2   | 买入 |
| 李宁   | 15.0    | <b>14.3</b> | 12.5  | 31.9     | 33.4  | 38.4    | 43.5  | -21.6      | 4.8   | 15.0  | 13.2  | 478.2    | 买入 |
| 特步国际 | 12.6    | <b>10.6</b> | 8.5   | 10.3     | 12.3  | 15.3    | 17.6  | 11.8       | 19.4  | 24.8  | 14.9  | 130.2    | 买入 |
| 361度 | 8.7     | <b>7.4</b>  | 6.2   | 9.6      | 11.4  | 13.5    | 15.8  | 28.7       | 18.3  | 19.1  | 16.8  | 83.9     | 买入 |
| 报喜鸟  | 11.7    | <b>10.3</b> | 9.0   | 7.0      | 8.0   | 9.1     | 10.2  | 52.1       | 14.1  | 14.3  | 12.0  | 81.9     | 买入 |
| 比音勒芬 | 19.3    | <b>15.4</b> | 12.8  | 9.1      | 11.4  | 13.8    | 16.5  | 25.2       | 25.4  | 20.8  | 19.6  | 176.2    | 买入 |
| 海澜之家 | 15.7    | <b>14.7</b> | 13.2  | 29.5     | 31.5  | 35.3    | 38.8  | 37.0       | 6.8   | 11.8  | 9.9   | 464.4    | 买入 |
| 锦泓集团 | 11.2    | <b>9.1</b>  | 7.7   | 3.0      | 3.7   | 4.3     | 5.0   | 316.8      | 23.0  | 18.6  | 15.7  | 33.3     | 买入 |
| 森马服饰 | 15.3    | <b>13.3</b> | 11.6  | 11.2     | 12.9  | 14.7    | 16.3  | 76.1       | 14.8  | 14.5  | 10.8  | 171.6    | 买入 |
| 申洲国际 | 23.5    | <b>19.0</b> | 16.6  | 45.6     | 56.3  | 64.5    | 73.2  | -0.1       | 23.5  | 14.6  | 13.5  | 1068.9   | 买入 |
| 华利集团 | 24.7    | <b>20.5</b> | 17.3  | 32.0     | 38.6  | 45.6    | 53.0  | -0.9       | 20.6  | 18.1  | 16.2  | 789.6    | 买入 |
| 开润股份 | 45.5    | <b>17.5</b> | 12.7  | 1.2      | 3.0   | 4.1     | 5.2   | 146.7      | 159.5 | 37.7  | 26.2  | 52.6     | 买入 |
| 兴业科技 | 17.7    | <b>12.2</b> | 9.7   | 1.9      | 2.7   | 3.4     | 4.0   | 23.7       | 44.9  | 26.3  | 15.8  | 33.0     | 买入 |
| 健盛集团 | 14.9    | <b>12.6</b> | 11.1  | 2.7      | 3.2   | 3.6     | 4.3   | 3.3        | 18.3  | 13.8  | 17.0  | 40.4     | 买入 |
| 名创优品 | 22.8    | <b>17.9</b> | 14.6  | 22.5     | 28.6  | 35.1    | 43.0  | 111.3      | 27.2  | 22.6  | 22.4  | 513.0    | 买入 |
| 泡泡玛特 | 41.9    | <b>31.3</b> | 24.4  | 10.8     | 14.5  | 18.6    | 23.5  | 127.5      | 33.7  | 28.4  | 26.7  | 453.0    | 买入 |
| 伟星股份 | 26.3    | <b>22.3</b> | 19.6  | 5.6      | 6.6   | 7.5     | 8.5   | 14.2       | 17.7  | 13.9  | 13.4  | 146.7    | 买入 |
| 波司登* | 15.6    | <b>13.3</b> | 11.5  | 28.8     | 33.9  | 39.2    | -     | 39.7       | 17.5  | 15.6  | -     | 450.2    | 买入 |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (均为开源证券研究所预测, 2024年5月31日汇率: 港币: 人民币=0.91, 收盘日截至2024年5月31日, 带\*标的2023年净利润为预测数据)

#### 4、风险提示

消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复不及预期、门店扩张不及预期。

## 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

### 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

### 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

### 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