



基本面稳中向好，优选细分赛道龙头

—— 纺织服装行业 2024 中期策略报告

纺织服装行业分析师：郝帅



基本面稳中向好，优选细分赛道龙头

—— 纺织服装行业 2024 中期策略报告

2024 年 6 月 24 日

核心观点

- **2024 上半年内销承压，出口拐点兑现：**回顾 2024 上半年，1-5 月国内服装零售增速有所承压，主要是去年同期内销基数较大、且服饰消费需求有累积释放。预计在渠道库存健康状态下，下半年服装零售有望提速。出口方面，海外主要品牌去库存结束，出口拐点显现。国内龙头纺织制造企业订单修复弹性较大，预计 24H2 会延续稳健增长趋势，同时行业竞争格局会不断优化。
- **下半年需关注数智化搭建完善，高效赋能的龙头企业：**提高企业运营效率是未来企业维持增长的核心竞争力。数智化建设提升公司在供应链生产、运营效率、消费者洞察、精准营销等领域效率。上游制造企业通过数智化降低生产成本，灵活排产，达到降本增效和柔性生产的目的。下游品牌服饰企业产品设计贴近终端需求，费用营销更加精准。2024 年需关注数智化建设较为成熟和完善的龙头企业，未来有望在消费需求放缓的背景下持续取得稳健增长。
- **投资方向 1：消费弱复苏下优质男装龙头更具韧性：**对于下半年我们认为男装依旧是稳定的投资赛道，主要基于以下三点：1、男装是弱时尚，强场景属性，客户粘性和购买频次相对稳定，在消费趋缓的背景下，男性消费者对男装购买和喜好不会发生过多变化。2、男装龙头市占率不断提升，且在持续优化中。3、时尚商务男装当前仍处于稳健增长期，渗透率不断提升。男装龙头拥有核心优势突出，客户粘性高等特点，在消费平缓背景下市场份额不断增长。
- **投资方向 2：奥运赛事加持、24H2 国产体育服饰或有催化：**国内体育产业政策支持力度较大，国民健康消费理念不断提升，对体育服饰行业规模增长提供长远动力。同时，小众户外运动逐步兴起，带动更多户外场景需求。国产体育服饰龙头近年在品牌形象打造、产品时尚设计、功能技术开发上大力投入，已不断缩小与国际体育大牌之间的差距，未来市场份额有望持续提升。并且，2024 奥运会举办有望提升国产品牌关注度，促进产品销售。
- **投资方向 3：出口拐点验证，2024 下半年仍是主线：**纺织和服装出口预计下半年增速环比提速。海外大牌经历 2023 年去库存周期后，当前库存结构健康，对上游新订单需求增加。同时，海外大厂持续优化供应链，减少中小制造商订单，扶持大厂，利好服装出口龙头。我们预计海外大牌补库存下半年仍会延续，出口龙头凭借规模体量、产能结构、大客户等优势持续兑现业绩弹性。
- **投资建议：1、体育服饰：**体育服饰行业调整结束，奥运赛事催化下，建议关注国产龙头**安踏体育、特步国际、李宁、361 度**。2、**纺织制造：**出口订单持续修复，龙头更具弹性，建议关注**华利集团、申洲国际、新澳股份、健盛集团**。3、拥有品牌影响力，客户粘性、以及渠道竞争力的中高端品牌服饰，建议关注**报喜鸟、比音勒芬、波司登**。4、低估值、高股息标的，关注**海澜之家、罗莱生活、富安娜**。
- **风险提示：**国内消费不及预期的风险；海外消费需求放缓的风险；原材料价格波动的风险。

纺织服装行业

推荐 维持评级

分析师

郝帅

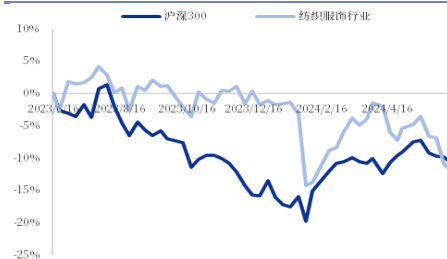
☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

相对沪深 300 表现图

2024-06-24



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 2024 上半年行业回顾：内销承压，出口拐点兑现	4
(一) 2024 上半年服装零售增长放缓，预计 H2 开始改善	4
(二) 24H1 纺织制造指数涨幅明显，下游服装家纺收益为负	5
二、 产业数智化构筑服企核心竞争壁垒	8
(一) 数字化深入生产环节，搭建数字智能化生产网络	8
(二) 数字信息化贯穿品牌服饰经营全链条	10
(三) 线上新零售多元发展，渠道推进精细化运营	12
(四) 加强消费者洞察，挖掘客户消费潜力	13
三、 消费弱复苏背景下优选优质男装龙头	15
(一) 男装行业格局持续优化，资源向优质龙头集中	15
(二) 立足当前时点，男装优势突出，下半年弹性有望显现	17
四、 下半年体育服饰或迎催化	20
(一) 体育服饰行业仍处于稳健增长期	20
(二) 户外场景渗透、奥运赛事加持，体育服饰有望迎来催化	21
(三) 品牌流水回稳，库存水平健康，关注精细化运营高效龙头	23
五、 纺织制造订单拐点验证，龙头业绩增长可持续	26
(一) 海外头部品牌库存水平持续改善	26
(二) 纺织制造龙头绑定优质客户，推进海外产能布局，订单份额加速集中	27
六、 投资建议	29
七、 风险提示	30

一、2024 上半年行业回顾：内销承压，出口拐点兑现

(一) 2024 上半年服装零售增长放缓，预计 H2 开始改善

24H1 服装零售承压，增速放缓，预计下半年环比改善。2024 年 1-5 月服装零售面临高基数压力，1-5 月服装销售累计增速为 2.0%，低于零售整体增速 2.1pct。2023 年上半年处于疫情后消费复苏初期，服装累积需求有所释放，2024 年 1-4 月面临较高基数的压力，5 月份月度零售增长开始提速，预计 2024 年 H2 服装整体零售将会呈现环比改善趋势。我们认为当前服装行业内销处于稳定健康状态，2023 年终端渠道去库存，折扣虽然同比 2022 年有所提升，但整体仍有提升空间。2024 年在渠道库存健康的背景下，销售折扣会持续改善。并且随着下半年销售基数下降，服装零售增速环比上半年有望提速。

表1: 2024 上半年服装零售增速整体承压

	社零		服装		体育娱乐	
	累计同比%	当月同比%	累计同比%	当月同比%	累计同比%	当月同比%
2023.1-2	3.5	-	5.4	-	1	-
2023.3	5.8	10.6	9	17.7	5.8	15.8
2023.4	8.5	18.4	13.4	32.4	10.1	25.7
2023.5	9.3	12.7	14.1	17.6	11	14.3
2023.6	8.2	3.1	12.8	6.9	10.5	9.2
2023.7	7.3	2.5	11.4	2.3	9.4	2.6
2023.8	7	4.6	10.6	4.5	8	-0.7
2023.9	6.8	5.5	10.6	9.9	8.3	10.7
2023.10	6.9	7.6	10.2	7.5	9.9	25.7
2023.11	7.2	10.1	11.5	22	10.7	16
2023.12	7.2	7.4	12.9	26	11.2	16.7
2024.1-2	5.5	-	1.9	-	11.3	-
2024.3	4.7	3.1	2.5	3.8	14.2	19.3
2024.4	4.1	2.3	1.5	-2.0	13.8	12.7
2024.5	4.1	3.7	2.0	4.4	15.2	20.2

资料来源：国家统计局、iFinD、中国银河证券研究院

2024 年 1-5 月纺织出口转正，订单拐点兑现。2023 年主要海外品牌处于去库存周期，截至 2023 年底去库存接近尾声，海外大牌库存周转天数已处于历史健康水平，2024 年新订单采购有所恢复。2024 年 1-5 月国内纺织纱线出口累计增速为 2.60%，其中 5 月份增速为 8.12%，环比大幅提速。1-5 月服装出口增速为 0.19%，其中 3-4 月出口增速为负，与去年同期高基数有关。虽然行业整体恢复弹性有限，但细分赛道龙头纺织企业订单恢复弹性更优，体现了行业正处于龙头份额提升的阶段。我们对出口的判断是海外需求稳定，结构不断优化，下半年纺织服装出口预计依旧可维持正向增长。

表2: 2024 服装出口整体向好

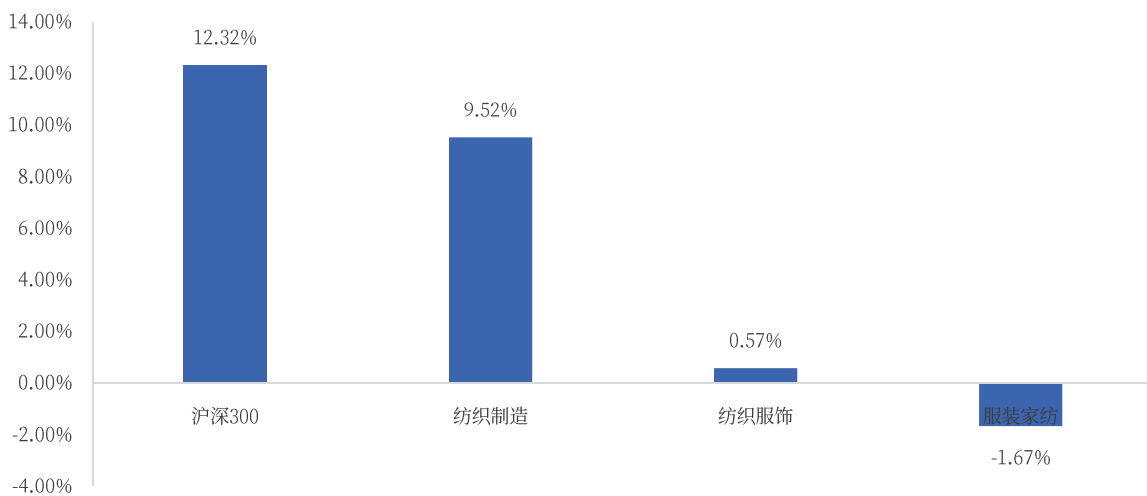
时间	纺织纱线织物及其制品		服装及衣着附件		越南纺织品和服装出口	
	当月同比%	累计同比%	当月同比%	累计同比%	当月同比%	累计同比%
2023.1	-26.30	-26.30	-10.50	-10.50	-30.69	-30.69
2023.2	-14.40	-22.40	-21.60	-14.70	12.19	-19.56
2023.3	9.50	-12.10	32.30	-1.30	-13.21	-17.36
2023.4	4.10	-8.00	14.30	2.50	-23.92	-19.33
2023.5	-14.10	-9.40	-12.20	-1.10	-16.57	-17.76
2023.6	-13.80	-10.90	-13.90	-5.90	-13.99	-15.26
2023.7	-17.20	-11.90	-18.00	-8.30	-13.46	-15.05
2023.8	-5.60	-11.20	-11.90	-8.90	-17.81	-15.02
2023.9	-2.90	-10.30	-7.90	-8.80	9.62	-12.13
2023.10	-5.00	-9.80	-8.70	-8.70	-0.72	-12.47
2023.11	-0.50	-9.20	-2.80	-8.60	-11.13	-12.71
2023.12	3.50	-8.30	1.90	-7.80	-4.22	-11.64
2024.1	11.50	11.50	3.20	3.20	28.56	28.56
2024.2	22.60	15.50	31.90	13.10	-8.44	15.02
2024.3	-16.80	2.60	-17.60	1.40	-1.52	-1.52
2024.4	-2.40	1.20	-3.90	0.00	-0.56	6.32
2024.5	8.12	2.60	1.56	0.19	-6.13	3.80

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

(二) 24H1 纺织制造指数涨幅明显, 下游服装家纺收益为负

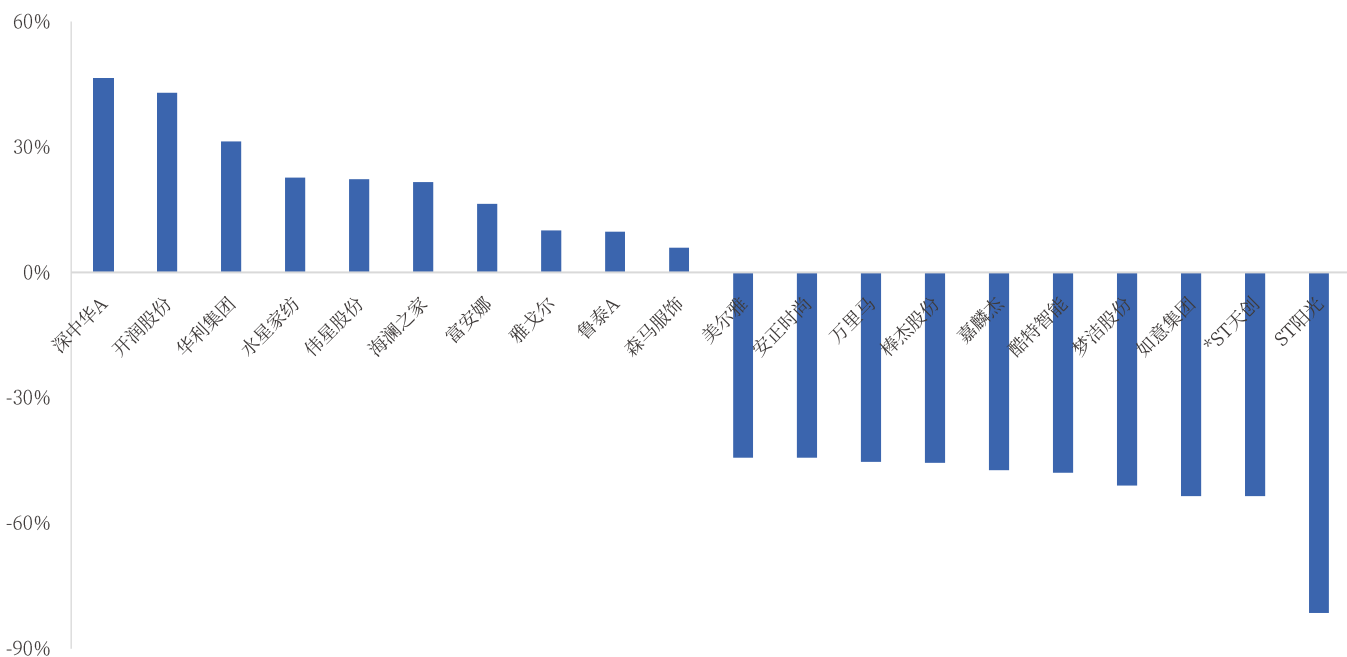
2024 年年初至今上游制造好于品牌服饰。截至 2024 年 6 月 20 日, 纺织服饰板块指数较年初上涨 0.57%; 按细分板块, 上游纺织制造板块指数较年初上涨 12.32%, 表现突出。下游服装家纺板块下跌 1.67%。行业指数表现与基本面趋势基本相符。上游纺织制造指数得益于海外订单恢复, 龙头公司业绩持续兑现, 指数跑赢整体纺织服饰行业。24H1 品牌内销受到高基数影响增速压力较大, 部分优质公司短期零售数据承压。预计下半年服装家纺指数会随着终端零售改善有所提升。

图1: 2024年初至2024年6月19日纺服板块涨跌幅



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

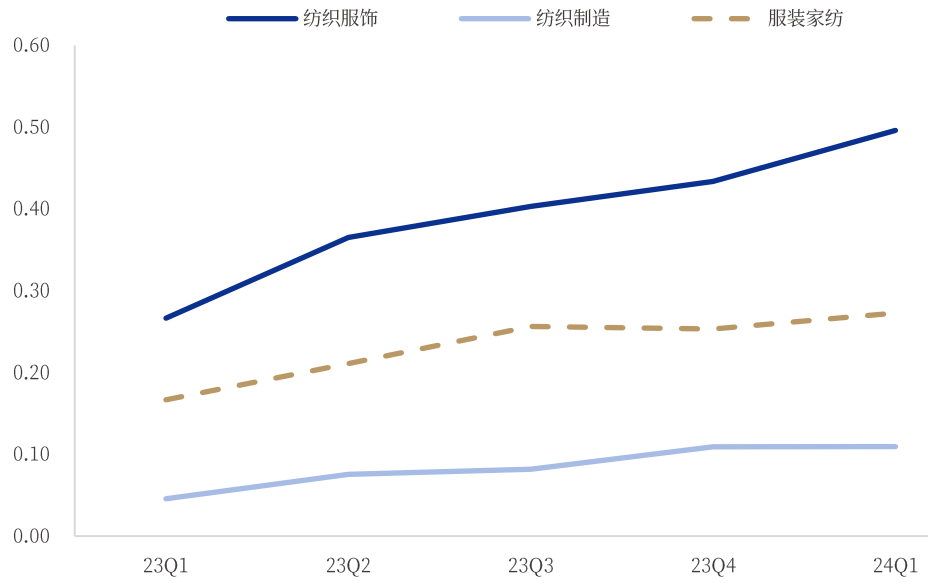
图2: 2024年纺织服装行业涨跌幅领先公司(截止2024年6月19日)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

纺织服饰板块持仓比例逐季度上升。2024Q1纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为0.50%，相比2023年同期上升0.23pct。分板块看，2024Q1上游纺织制造板块持仓比例环比维持稳定，服装家纺板块基金持仓比例较去年同期增加0.10pct至0.27%。

图3: 纺织服饰板块基金持股比例持续上升 (%)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

二、产业数智化构筑服企核心竞争壁垒

行业从销售规模向高质量增长转变，数智化是服企未来重要看点。纺织服饰行业当前面临消费增速放缓，新兴市场发展等内外部压力，如何提升内部经营管理效率是未来服企核心看点之一。

（一）数字化深入生产环节，搭建数字智能化生产网络

国内龙头制造企业已有相关布局，企业竞争力不断提升。国内上游纺织企业当前主要通过数据赋能，引进先进生产体系，推进信息技术对纺织设计、生产、营销的深入应用。在日常生产经营过程中加大信息化、智能化投入，推动数字化智能工厂建设，以达到降低生产成本，提高生产精度的效果。目前国内纺织细分赛道龙头企业针对数字化已有相关布局，例如华利集团和开润股份搭建 SAP 系统，实现业务全面数据化，提高生产效率，降低管理成本。健盛集团通过数智化生产，推动生产模式向柔性化，精细化转变。申洲国际加大布局节能型先进技术装备，实现业务可持续增长以及能源成本的合理配置，以上等措施皆在提升企业生产及管理环节效率。

表3：主要上市纺织企业数字化布局

企业	工具	效果
开润股份	SAP 系统	公司通过引入 SAP 系统，全面实现公司业务数据化，实现工厂管理向信息化、数字化、智能化管理转型升级，提高业务效率，降低管理成本。
华利集团	SAP 系统	对传统纺织制造进行数据化信息化改造，搭建数字化平台，结合 SAP 系统对生产设计到经营布局实现升级，提高产能利用率，节省单位成本，做到降本增效。
新澳股份	QMS 质量系统 MES 设备管理系统 BI 数据统一决策平台	通过引进先进制造设备及管理模式，对产业进行进一步优化升级，对生产加工的各个环节进行精准管理，控制降低单位成本，扩大产能，通过搭建数据化平台实现毛利率的提升。并且秉持绿色可持续发展理念，对生产排放进一步减排增效。
申洲国际	节能型先进技术装备	通过加快推进数字化管理和智能化生产，实现对产能的有效利用，公司毛利率得到提升，实现了业务的可持续增长以及能源的合理配置。
南山智尚	云计算 智能化生产 柔性化生产	开发生产高技术密集型产品，提升产品质量及竞争力，借助互联网和大数据系统，提高生产精度，缩短生产周期，提高产品稳定性。并有效降低单位成本，实现订单的可视化管理，发挥一体化产业链优势，实现多元化业务协同发展。
台华新材	“互联网+”平台	推进信息技术对纺织生产、设计、营销环节的深入应用，推动生产模式向柔性化、智能化、精细化转变，实现互联网产业与纺织工业的深度融合，降低生产成本，优化生产环节，提高生产效率。
健盛集团	数智化生产	推进信息技术对纺织生产、设计、营销环节的深入应用，推动生产模式向着柔性化、智能化、精细化转变，实现互联网产业与纺织工业的深度融合，降低生产成本，优化生产环节，提高生产效率。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

上游纺织企业数字化建设成效明显，员工人均产值逐年提升。近年数字化建设对于龙头企业产出效率已逐步呈现效果，人均产值近年不断提升。民用锦纶龙头台华新材人均产值由 2016 年 59.71 万元提升为 2023 年的 88.47 万元。毛精纺纱龙头新澳股份 2016 年人均产值为 83.97 万元，2023 年增长至 111.54 万元，公司借助数字化转型优化生产结构，扩大产能，效果显著。申洲国际、开润股份等公司近年也积极布局，引入 SAP 智能管理系统、QMS 质量管理体系、MES 设备管理系统等先进生产管理工具，人均产值皆得到稳步提升。

表4: 主要上游纺织企业人均收入不断提升 (单位: 万元)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
台华新材	人均收入	59.71	67.17	65.50	60.16	54.16	96.28	82.46	88.47
	yoy	14.79%	12.50%	-2.49%	-8.14%	-9.98%	77.77%	-14.35%	7.28%
健盛集团	人均收入	24.36	25.58	21.44	20.79	17.89	20.82	22.58	24.36
	yoy	-6.95%	5.00%	-16.16%	-3.06%	-13.96%	16.39%	8.44%	7.91%
新澳股份	人均收入	83.97	95.78	99.78	101.69	70.62	91.83	103.78	111.54
	yoy	9.47%	14.06%	4.17%	1.91%	-30.55%	30.04%	13.01%	7.48%
申洲国际	人均收入	20.24	23.46	25.33	26.45	25.85	24.89	29.45	27.13
	yoy	7.92%	15.89%	8.00%	4.40%	-2.27%	-3.73%	18.34%	-7.86%
南山智尚	人均收入	22.10	24.94	31.47	29.09	25.48	29.71	32.79	31.07
	yoy	-	12.81%	26.20%	-7.57%	-12.39%	16.58%	10.38%	-5.25%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

服装团购和定制业务对企业的要求不仅是提高生产效率，还要求更好地跟踪终端需求，并实现柔性化和个性化制造。与上游传统制造企业不同，国内团购和定制型企业有着规模优势不明显，订单需求来源不稳定的特点。数字化建设可以针对以上问题进行改善。例如，西装定制企业酷特智能通过 C2M 产业互联网平台，对服装设计、面辅料供给实现智能化经营。终端消费者通过平台可以直接进行 AI 量体及下单，公司后端进行个性化生产，从消费者到生产端实现全链条智能化运营。

图4: 酷特智能 C2M 产业互联网平台



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

表5: 经营提效公司介绍

企业	工具	效果
报喜鸟	智能化管理	公司采用不同的生产模式，结合产品品类、工艺、交货时间、订货数量等采用相匹配的生产模式，高效提高产能，降低单位成本。提供定制化生产，在不降低生产质量的同时提高运营效率的情况下，实现产品的个性化设计生产。
海澜之家	订单可视化	通过数据赋能，内容驱动，生产设计贴合消费者实际需求，提升产品竞争力。通过数据化信息化平台形成产品研发、仓储、线上线下销售为一体的全渠道网络，引入先进生产设备和模式降低单位成本，进而扩大销售量，实现收入增长的持续稳定。
酷特智能	个性化数字化定制	通过搭建数字化平台实现生产的大规模、智能化、个性化定制，达到符合时代需求的个性化、柔性化解决方案，从而进一步节约单位成本，提升毛利率，扩大销售量，实现生产设计与销售的一体化服务体系。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

在数智化经营引领下，打造服装定制和团购业务核心优势，实现稳健增长。2017年-2023年，国内主要上市团购及定制服企实现稳健增长。其中报喜鸟宝鸟业务 2017-2023 年收入复合增速为 16.29%；酷特智能收入从 2016 年 4.20 亿增长至 2023 年 7.47 亿元，复合增速为 8.57%。

表6: 团购及定制服企历年收入及同比增速（单位：亿元）

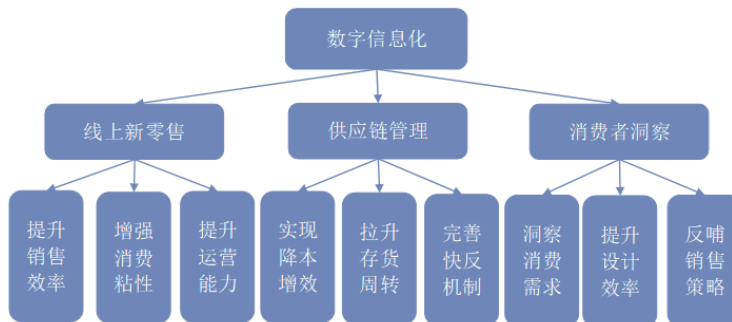
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
报喜鸟 (宝鸟业务)	收入	-	4.20	5.13	5.66	7.85	7.34	8.96	10.39
	yoy	-	-	22.21%	9.35%	38.61%	6.61%	22.18%	15.87%
海澜之家 (团购业务)	收入	16.28	18.80	21.21	21.68	20.71	22.6	22.47	22.81
	yoy	-11.42%	15.50%	12.82%	2.24%	-4.47%	9.14%	-0.58%	1.48%
酷特智能	收入	4.20	5.84	5.91	5.35	6.26	5.93	6.16	7.47
	yoy	44.00%	39.11%	1.19%	-9.39%	16.94%	-5.25%	3.95%	21.18%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）数字信息化贯穿品牌服饰经营全链条

针对下游品牌服饰，数字化已是构筑企业核心竞争力的重要环节。需求端看，消费者对于服装产品需求已不能满足于基本穿着搭配，而是不断追求新潮流，找到符合自己审美喜好或特定功能性的产品。因此，为满足终端消费者日益多变的需求，品牌服企加大数字信息建设，在线上新零售、供应链管理和消费者洞察三个方向着重改进。从供给端看，企业为应对消费者不断更新变化的需求，加大对终端精细化运营和数字化管控。同时，在直播和内容营销等新兴渠道兴起的大背景下，全域零售融合和发展成为当前品牌服企重点发展方向。此外，为提升渠道库存周转效率，降低库存压力风险，企业依托数字和智能化系统设备优化供应链流程，达到生产降本增效，产品供应灵活柔性的目的。

图5: 品牌服企持续推动数字信息化建设



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

数字化在供应链管理中应用，提升柔性供应能力，优化库存周转水平。品牌服饰企业在当前消费增速放缓、需求多变、零售波动的背景下，库存管理成为品牌最大经营难题。服企公司运用数智技术可以提升全链路运营效率，缩短产品从测款到铺货的决策流通，提升快反效率。同时，通过自动化技术，也可以提升企业柔性供应能力，使生产效率最大化。例如，李宁通过智慧物流中心的升级改造，完善物流网络质量，提升直营和批发部门直配质量与时效。太平鸟在生产端引入人工智能预估货品需求，持续精进柔性生产供应体系，有序推进产品设计研发和供应链联动的快反机制，拉升货品存货周转效率。

表7: 品牌服企供应链数字化管理相关布局

企业	工具	效果
森马服饰	SAP 系统	完善 SAP 系统、营运系统以及数据平台的融合再造，运用 AI 模型适配相关业务场景，全域货通，和智能拉升升级，实现效率效能最大化
海澜之家	E3+系统 班牛服务软件 RPA 机器人	公司运用数智技术提升全链路的运营效率，缩短产品从测款到补单的决策链路。通过深挖自动化工具，提升相应效率，实现进一步的降本增效
安踏体育	数智一体化产业园	进一步强化物流网络的能力，实现自动化收货。通过供应链的数字化，缩短服装的快反周期，以数字化赋能门店管理，节省巡店时间约三分之一
特步国际	专业化供应链	通过专业化供应链管理，公司贯彻无缝的业务营销和流程，优化鞋服生产制造流程，使生产效率最大化
李宁	智慧物流中心 柔性供应体系	通过物流信息化确保产品信息的全链路透明，华东智慧物流中心的启用以及物流网络质量的完善极大提升了直营和批发部门直配的质量与时效
太平鸟	SCM 供应商管理系统 柔性生产供应模式	生产端引入人工智能预估货品需求，持续精进柔性生产供应体系，有序推进产品设计研发和供应链联动的快反机制，拉升货品存货周转效率
锦泓集团	推拉式-柔性供应链 数智化运营平台	公司大数据中心通过整合多个系统，打破数据孤岛、统一数据口径，利用数字化平台强化快反机制，构建公司数字化面料平台与工艺平台，提升公司供应链高智能化程度

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

龙头公司运用数字化技术优化库存，运营效率提升。比音勒芬库存周转天数由 2019 年 396.78 天下降到 2021 年的 359.89 天。2022 年受疫情影响库存周转天数出现波动，2023 年经营恢复常态后存货周转效率延续改善趋势。361 度库存周转天数由 2019 年 118.80 天降至 2021 年 85.99 天，李宁存货周转天数 2016 年开始逐年优化，2023 年存货周转天数为 62.18 天，经营质量不断改善。

表8：主要服企存货周转效率近年有所提升（单位：天）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
比音勒芬	249.76	294.14	322.58	396.78	383.63	359.89	388.10	345.82
361 度	67.52	81.21	108.93	118.80	109.10	85.99	90.14	91.90
李宁	80.40	79.24	77.24	67.45	67.30	52.94	56.77	62.18

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（三）线上新零售多元发展，渠道推进精细化运营

打造多元销售渠道，加大全域零售融合。随着电商渠道销售比重增加，各品牌加大布局线上赛道，通过与电商平台深度合作建立与消费者紧密连接，增强品牌在消费者间的辐射效应。而线上零售渠道从过去以天猫为代表的传统电商平台向抖音、快手、小红书等新兴多元渠道的形态发展。如何在当前线上多元渠道中，实现精准营销投放和产品精准供应，实现最大化投入产出比效率，是各大服企当前及未来重要的思考方向。

线上零售渠道逐渐成为各龙头品牌主要收入来源。361 度在 2019 至 2023 年电商渠道收入增速分别为 23.9%/-13.6%/55.1%/37.3%/38.0%，除 2020 年受疫情影响变化较大，整体呈稳步增长，线上营收占比从 2018 年的 14.3%提升至 2023 年 27.6%。海澜之家 2019 至 2023 年通过加码线上平台，打造全域流量，提升品牌影响力。线上零售渠道在营业收入中占比逐年增加。

表9：主要上市服企线上零售收入表现情况（单位：亿元）

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
361 度	收入	7.39	9.16	7.92	12.27	16.85	23.26
	yoy	85.30%	23.90%	-13.60%	55.10%	37.30%	38.00%
	占比	14.30%	16.30%	15.40%	20.70%	24.20%	27.60%
李宁	收入	22.18	31.21	40.48	64.11	74.83	75.34
	yoy	32.94%	40.71%	29.71%	58.36%	16.73%	0.69%
	占比	21.10%	22.50%	28.00%	28.40%	29.00%	27.30%
森马服饰	收入	41.09	53.35	58.09	64.58	64.54	62.28
	yoy	31.64%	29.84%	8.89%	11.18%	-0.06%	-3.51%
	占比	26.14%	27.59%	38.20%	41.88%	48.42%	45.59%
太平鸟	收入	19.97	23.12	28.04	33.64	27.32	20.93
	yoy	11.55%	15.78%	21.28%	19.94%	-18.79%	-23.39%
	占比	26.29%	29.52%	30.52%	31.06%	32.03%	27.09%
海澜之家	收入	11.51	13.25	20.50	27.26	28.56	32.58
	yoy	9.25%	15.12%	54.70%	32.98%	4.77%	14.08%
	占比	6.14%	6.19%	11.75%	14.02%	15.95%	15.70%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

品牌服饰龙头在线上新零售渠道依据自身产品和品牌定位特点进行针对性布局。大众服饰类品牌服企在线上新零售重点发展方向除了电商售卖产品外，线上线下载融合也至关重要。通过线上在传统电商渠道提升产品销售的同时，加大对全域流量的运营，并通过线上反哺线下，实现全域融合。例如，海澜之家持续加码社交平台、直播电商和内容电商投入，打造新流量增长点。体育服饰企业主要围绕会员经营管理，消费者互动方面进行布局。中高端品牌服饰加强会员精细化管理，为会员提供微信小程序、线上引流等方式持续向会员输出品牌和产品，不断打磨消费者心智。

表10: 龙头服企线上新零售主要布局情况

类别	企业	工具	效果
大众服饰	森马服饰	微信生态业务	成立直播事业部，建立数字化门店模型，通过直播、视频号等手段提升店铺效率，构建一体化运营平台
	海澜之家	全域运营	夯实传统电商业务的同时，持续加码社交平台、直播电商和内容电商的全域运营，挖掘平台新的流量
体育服饰	安踏体育	AI 定制	提升产品设计效率，实现降本增效
	特步国际	人工智能机器人	通过数字化的视觉营销，推动客流量及连带率的增长，同时注重于消费者的数字化互动，在联系和接触年轻受众方面取得一定成效
	361 度	智慧零售系统	推动全渠道消费体验升级，完善会员制度，通过数据对会员精细化运营管理，启动会员群体效能、增强消费粘性
中高端服饰	太平鸟	大数据智能算法	以市场趋势、消费者洞察、销售数据为指引，通过数据支持商品在店铺快速、高效流通，提升供应效率
	比音勒芬	会员数据平台	公司通过积极布局数字化线上赛道，与电商平台深度合作，将线下优质 VIP 客户通过直播平台进行线上引流，为客户提供更多消费体验
	锦泓集团	会员数据平台	公司建立了多品牌适用的统一会员数据平台，升级会员管理体系，进一步有效管理会员资产。通过建立品牌间全域会员、导购助手与集团商城小程序的矩阵，提升公司私域运营能力

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（四）加强消费者洞察，挖掘客户消费潜力

应对消费者多变需求，挖掘客户消费潜力。随着商品品类不断丰富，消费者需求趋向精准化和个性化。此外，当前各类服饰时尚信息泛滥，导致消费者需求容易被某类现象或趋势所引导而产生变化。企业需要利用数字技术更好的把握消费者需求变化。安踏体育通过差异化、场景化的方式对不同客户进行精准营销，达到线上精准供应。361 度通过智能零售系统，及时捕捉消费者数据，利用大数据对市场喜好进行分析，对产品研发、定价策略及销售策略起反哺作用。

表11: 企业运用大数据把握消费需求

海澜之家	大数据智能算法	以数据为基础，洞察消费需求和趋势变化，以内容为驱动，赋能品牌与用户之间的深度连接，激发用户再次自主创作助力品牌实现多轮传播
安踏体育	精准线上供应	针对多元化的电子商务及社交平台，通过差异化、场景化的方式对不同客户进行精准营销
361度	智能零售系统	通过及时捕捉消费者数据，利用大数据对市场进行喜好分析，有效提升线上专供品开发效率，对产品研发、定价策略及销售策略起反哺作用
太平鸟	大数据智能算法	线上大数据支持推进高品质、精准营销，将多个运营平台数据进行智能分析，有效判断流行趋势和消费者需求，提升产品设计的精确度
锦泓集团	数字化中台系统	大数据中心持续打造数字化中台系统，完善会员标签体系，增强各品牌与会员的互动性和粘性，同时建立数字化可看板呈现分析结果

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

综合以上，国内品牌服饰企业跑马圈地、线上传统电商渠道高速渗透、规模快速增长的阶段已经成为过去。如何实现品牌力提升、打造消费者心智、提高消费者粘性是奠定未来发展的重要基础。数字化信息建设对品牌服企赋能主要体现在精细化运营，无论对后端供应链还是终端消费者，包括全运营链条的打通都至关重要。随着数字化应用愈发广泛，国内品牌服饰企业的产品竞争力有望逐步加强，国货品牌与海外品牌的差距将会不断缩小甚至超越。上游纺织企业在生产端降本增效，规模优势下盈利不断提升，逐步打造差异化核心优势。

三、消费弱复苏背景下优选优质男装龙头

(一) 男装行业格局持续优化，资源向优质龙头集中

男装行业集中度持续提升，行业格局相对女装与童装更优。2023年男装 CR5 与 CR10 分别为 15.9%和 23.4%，相比 2014 年的 10.9%和 15.7%分别提升了 5.0pct、7.7pct，行业格局持续优化，市场份额向男装龙头集中趋势明显。2014-2023 年女装 CR5 与 CR10 基本稳定，维持在 6.3%和 9.5%的水平，2023 年童装 CR5 与 CR10 分别较 2014 年提升 4.5pct 和 3.7pct。男装行业集中度提升幅度高于女装及童装，格局相对更优。

表12: 2014-2023 年男装行业集中度快速提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
男装										
CR5	10.9%	12.0%	12.5%	13.1%	13.7%	15.2%	15.7%	15.7%	15.4%	15.9%
CR10	15.7%	16.9%	17.7%	18.7%	19.5%	21.6%	23.1%	23.3%	22.9%	23.4%
女装										
CR5	6.3%	6.3%	6.3%	6.1%	6.1%	6.0%	6.2%	6.3%	6.3%	6.4%
CR10	9.5%	9.8%	10.0%	9.4%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	9.3%	9.4%
童装										
CR5	7.2%	7.8%	8.7%	9.3%	10.9%	12.9%	13.5%	13.6%	12.8%	11.7%
CR10	10.7%	11.7%	12.4%	12.8%	14.3%	16.3%	17.0%	17.0%	16.0%	14.4%

资料来源: Euromonitor、中国银河证券研究院

从过去十年情况看，男女装龙头增长驱动存在差异性。从行业规模来看，男女童装行业均保持稳健增长。2023 年男装行业规模为 5616.5 亿元，2014-2023 年复合增长率 2.3%，女装与童装行业规模分别为 10443.2 亿元、2525.7 亿元，2014-2023 年复合增长率分别为 3.1%、7.9%。我们认为男装龙头的增长依靠格局优化与行业需求扩容共同驱动，女装龙头的增长主要依托行业整体规模的增长，因此在整体行业增速波动的情况下，优质男装龙头具备更好的成长动力。

表13: 2014-2023 年男女童装行业规模 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
男装	4590.4	4797.3	4994.0	5244.6	5586.5	5805.6	5107.8	5704.8	5195.4	5616.5
yoy	3.8%	4.5%	4.1%	5.0%	6.5%	3.9%	-12.0%	11.7%	-8.9%	8.1%
女装	7936.7	8395.4	8852.2	9408.7	10126.4	10572.6	9406.5	10540.3	9643.3	10443.2
yoy	7.4%	5.8%	5.4%	6.3%	7.6%	4.4%	-11.0%	12.1%	-8.5%	8.3%
童装	1270.9	1400.5	1571.4	1800.2	2091.0	2391.5	2217.7	2517.1	2298.9	2525.7
yoy	9.2%	10.2%	12.2%	14.6%	16.2%	14.4%	-7.3%	13.5%	-8.7%	9.9%
总规模	13797.9	14593.2	15417.6	16453.6	17803.9	18769.7	16732.1	18762.2	17137.5	18585.4
yoy	6.3%	5.8%	5.7%	6.7%	8.2%	5.4%	-10.9%	12.1%	-8.7%	8.5%

资料来源: Euromonitor、中国银河证券研究院

拆解男装与女装格局差异的原因，我们认为主要有以下两点：**1、产品维度**：男装品牌 SKU 较少，主要包括 T 恤、卫衣、牛仔裤等休闲服饰，衬衫、西服等商务服饰，以及冲锋衣、运动裤等户外服饰。同时男装产品色系范围较女装更窄，因此不同品牌之间产品的视觉差异性更小，男装公司全年营收相对不易受审美风向的影响产生大幅波动。**2、客群维度**：从客群特征来看，总体来看男性选购服装时更注重品质、耐用性和实用性。而女性更加追求时尚潮流，注重款式、颜色和品质，会关注不同品牌设计的版型风格是否适合自身身材与气质。**对于大众男装，在不同品牌设计差异性相对女装更小的背景下，品牌凭借产品质量与性价比优势更易形成规模化。对于高端男装客户，这类客群重视优质品牌所建立的圈层文化带来的身份认同，品牌忠诚度高且价格敏感程度低，利于市场份额向优质品牌集中。**

表14: 男性与女性在服装选择上有差异

	男性	女性
服装	购买频率相对较低，更注重品质、耐用性和实用性	购买频率相对较高，追求时尚潮流，注重款式、颜色和品质
鞋子	相对简单，追求舒适度和功能性	更加多样化，注重款式、舒适度和品质
配饰/运动装备	满足日常运动需求，注重品质和性能	丰富服装的搭配，注重美感

资料来源：观远数据、中国银河证券研究院

品牌服饰大市值公司多为男装企业，成长性得到验证。截至 2023 年 5 月 31 日，A 股市值前十大品牌服饰公司中以主营男装企业为主，其中前五大为男装公司，分别为海澜之家、雅戈尔、比音勒芬、森马服饰、报喜鸟。美股市值前十大品牌服饰公司中以体育运动装公司为主，其次是男装品牌。

表15: 美股、A 股市值前十大品牌服饰公司中，男装公司占比较高

A 股			美股		
公司名称	总市值 (亿元)	主要品类	公司名称	总市值 (亿美元)	主要品类
海澜之家	464.43	休闲、商务男装	耐克	1434.65	体育运动
雅戈尔	367.99	商务男装	Lululemon	376.87	体育运动
比音勒芬	176.18	高尔夫服饰	戴克斯户外	278.32	体育运动
森马服饰	171.61	休闲、儿童服饰	On Holding	135.83	体育运动
报喜鸟	81.87	商务、休闲男装	拉夫劳伦	116.82	中高端男装
太平鸟	75.11	女装、男装	斯凯奇	108.93	体育运动
地素时尚	60.91	中高端女装	Tapestry	99.93	奢侈品鞋包
九牧王	58.90	男装、男裤	卡骆驰	94.48	休闲鞋
红豆股份	57.03	商务男装	亚玛芬体育	77.66	体育运动
爱慕股份	56.20	高端内衣	PVH	67.94	男装

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(二) 立足当前时点，男装优势突出，下半年弹性有望显现

逻辑一：经济弱复苏背景下优质男装成长稳定性更高。从2024年Q1情况来看，女装行业增长有所承压，主要公司如歌力思、地素时尚、欣贺股份等归母净利润有较大幅度下降，侧面反映当前整体内需偏弱。对比来看，优质男装品牌保持较好的稳定性，其中比音勒芬、海澜之家营收/归母净利润仍保持快速增长。另外，从2022年消费波动最频繁的一年来看，男装龙头收入和利润表现整体均呈现较大的韧性，其中比音勒芬凭借优秀品牌力实现营收/归母净利润逆势增长。**我们认为当前内需仍具不确定性，行业带来的增长动力或难显现，但男装行业格局优化仍在演绎。**

表16: 优质男装公司成长更具稳定性 (单位: 亿元)

	2024Q1				2022			
	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy
男装								
海澜之家	61.77	8.72%	8.87	10.41%	185.61	-8.06%	21.55	-13.49%
比音勒芬	12.68	17.55%	3.62	20.42%	28.85	6.06%	7.28	16.50%
报喜鸟	13.53	4.84%	2.50	-2.10%	43.12	-3.11%	4.59	-1.20%
女装								
歌力思	7.49	12.47%	0.29	-38.26%	23.95	1.35%	0.20	-93.27%
地素时尚	5.37	-11.98%	1.10	-33.03%	24.00	-17.16%	3.85	-44.23%
欣贺股份	0.49	-21.22%	0.06	-88.48%	17.43	-17.09%	1.29	-55.22%

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

逻辑二：男装存货积压风险较小。经营情况波动导致的存货积压与减值是投资服装公司需要考虑的重要风险之一，我们列举了近六年男装与女装存货跌价准备与存货的比值，男装的比值要低于女装，**反映出男装库存较女装更不容易长期积压，以及男装库存减值对净利润影响更小。**我们认为原因主要有两点：1) 男装产品以沿袭经典款式为主，叠加男性客群对服装时尚性要求相对较低，因此过季产品仍具备一定变现能力，在逆势背景下存货受影响较小。2) 男装品牌加盟渠道占比较高，而加盟渠道相较直营渠道对公司的库存影响更低。

整体来看,当前服装行业整体需求仍有波动,男装龙头无论从存货积压还是存货减值风险来看,相较女装都更低。**因此我们认为当前时间点，基于库存风险维度配置男装赛道具备一定稳定性。**

表17: 存货跌价准备占存货比例反映男装存货积压风险更小

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
男装						
海澜之家	4.42%	5.43%	10.31%	10.84%	8.94%	6.37%
比音勒芬	1.87%	4.74%	9.68%	13.88%	16.43%	15.36%
报喜鸟	8.75%	9.84%	8.22%	6.09%	8.55%	7.96%
女装						
歌力思	36.15%	36.49%	42.46%	37.59%	36.29%	31.54%
地素时尚	15.97%	15.30%	17.62%	22.43%	23.06%	21.83%
欣贺股份	32.49%	29.21%	29.28%	25.51%	19.86%	18.16%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

逻辑三：中高端男装成长性较好，龙头竞争优势显著。中高端男装景气度较高。男装市场内部呈现一定分化，2023 年高端/中端/大众男装市场规模分别为 511.1/1213.2/3892.2 亿元，占比分别为 9.1%/21.6%/69.3%。从增长趋势来看，高端男装拥有更高的成长速度，2018-2023 年 CAGR 达 12.0%，其次为中端男装，期间 CAGR 为 4.5%，而大众男装则为-2.1%，中高端男装拥有更好的景气度。

表18：高端、中端男装 2018-2023 年 CAGR 高于大众男装（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	期间 CAGR
高端男装	290.5	313.5	332.0	433.6	431.2	511.1	12.0%
yoy	-	7.9%	5.9%	30.6%	-0.5%	18.5%	-
中端男装	972.1	1108.9	1036.9	1169.5	1096.2	1213.2	4.5%
yoy	-	14.1%	-6.5%	12.8%	-6.3%	10.7%	-
大众男装	4324.0	4383.3	3738.9	4101.7	3662.8	3892.2	-2.1%
yoy	-	1.4%	-14.7%	9.7%	-10.7%	6.3%	-

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

中高收入及以上家庭占比提升，对中高端男装市场扩容形成支撑。我们认为我国居民消费能力提升推动中高端男装市场扩容，根据麦肯锡《2023 年中国消费者报告》，2021 年中国中高收入及高收入家庭占比 39%，2015-2021 年 CAGR 达 21.71%。据麦肯锡《2023 年中国消费者报告》预测，2025 年中国中高收入及高收入家庭占比将达 54%，较 2021 年提升 15 个百分点，为进一步打开市场空间提供支撑。

表19：中高收入及以上家庭占比提升（单位：百万户）

中国家庭年可支配收入（按照收入群体统计的城镇家庭数量）			
	2015	2021	2025E
中高收入及高收入（>16 万元）	34	138	209
中等收入（8.5~16 万元）	192	144	114
中低收入及低收入（<8.5 万元）	63	73	63
中高收入及高收入占比	12%	39%	54%

资料来源：麦肯锡《2023 年中国消费者报告》、中国银河证券研究院

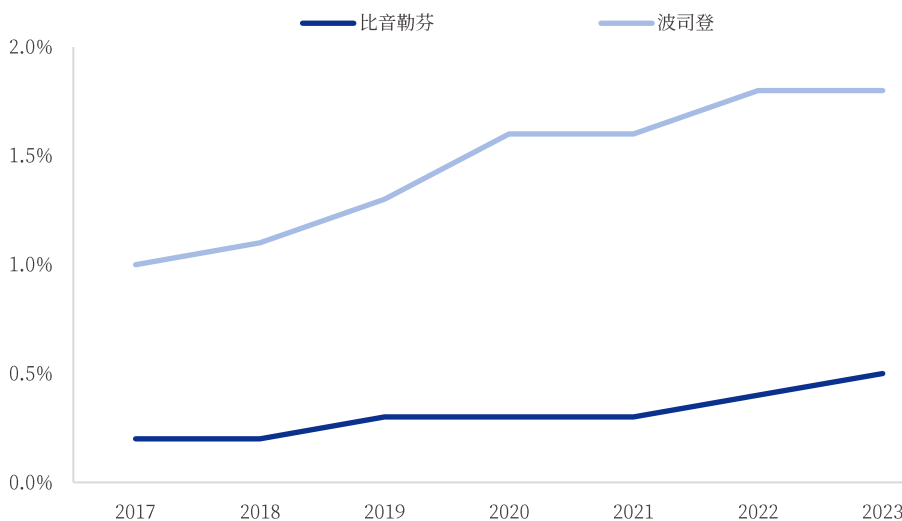
优质中高端男装持续推进精细化运营，竞争力凸显。当前各优质男装品牌持续推进精细化运营，挖掘存量市场，在门店管理、消费者运营及品牌宣传等方面采取高效措施。比音勒芬在核心商圈及客流量较大的机场、高铁站大量布局终端门店，同时立足于品牌高尔夫基因，在部分国内知名高尔夫球会所设立终端门店。**注重打造产品领域专业品牌形象，品牌与高尔夫球深度绑定。**波司登重新定义轻薄羽绒服，在兼具时尚设计的同时保证羽绒服的保暖效果，同时参加时装周、国际电影节等活动收获品牌关注度，**进一步增加品牌时尚属性，塑造消费者认知。**2023 年比音勒芬与波司登市占率分别约为 0.5%、1.8%，相比 2017 年分别提升约 0.3pct、0.8pct，市占率提升明显。我们认为 2024 下半年男装龙头竞争优势在消费放缓的背景下将会被放大，行业内中小品牌加速出清，龙头份额会不断提升。

表20: 优质中高端服饰品牌推进精细化运营

品牌	门店管理	消费者运营	品牌宣传
比音勒芬	公司打造优质线下渠道，目前已覆盖全国高端百货商场、购物中心、机场高铁交通枢纽以及高尔夫球场。	举办全国首场比音勒芬高尔夫文化沙龙，邀请签约球员、美巡教练出席沙龙，与VIP 会员分享学习高尔夫的经验心得，强化品牌高尔夫 DNA。	①比音勒芬持续赞助中国国家高尔夫球队，同时为国家队设计杭州亚运会比赛服，并计划 2024 年奥运会为国家队打造五星战袍。 ②全球宣传片《创造你的传奇》6 月正式上线，影片围绕“高尔夫运动精神”展开，品牌代言人吴尊、国际超模杨昊亮相。
波司登	公司优化渠道质量，聚焦“单店经营提质增效”，提升终端形象和渠道效率，集中资源打造“TOP 店”提升单店运营能力。截至 2023 年 9 月 30 日，共开设近 400 家旺季店。	截至 2023 年 9 月 30 日，波司登品牌在天猫及京东合计粉丝超 3760 万人，会员超 1460 万人，在抖音粉丝超 900 万人。同时推行新零售运营，包括会员制度、会员营销策略、差异化解决方案、打通渠道数据等。	与航天、艺术家、动漫等跨界 IP 联名，吸引年轻客群。如与中国航天合作推出的“矢志不渝，逐梦星辰”产品主题，融入科技、运动时尚元素，用产品承载航天文化理念，致敬中国航天精神的同时弘扬民族自信。
报喜鸟/哈吉斯	公司门店覆盖城市核心商圈、购物中心、百货商场及部分交通枢纽，截至 2023 年 12 月 31 日，已开设 1761 家线下门店。在天猫、京东等第三方线上平台设立官方旗舰店并进行直播销售，推进微商城小程序“凤凰尚品”进行线上社群营销。	①举办 HAZZYS 皇家俱乐部滑雪、宠爱缤纷行&爱宠咖啡馆等主题活动，增强消费者粘性。 ②以商品企划为主导，采用场景化开发模式，积极探索应用大数据手段捕捉流行趋势和消费者需求，按照消费者的个性化订单，通过智能化数据分析和信息整合生成订单信息指令，驱动智能工厂进行大规模的个性化制造。	①聘请庞博为运动西服品牌大使、官宣张云龙为运动西服代言人、举办张若昀线下推广活动，提升品牌力促进销售。 ②开展“匠心篆刻”、“茶百戏”、“车载香薰”、“皮具护理”等品牌特色活动，在热播电视剧和综艺节目中植入品牌产品，开展专场直播，举办线下明星店长活动，携手知名杂志进行合作。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图6: 波司登与比音勒芬市占率持续提升



资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

四、下半年体育服饰或迎催化

(一) 体育服饰行业仍处于稳健增长期

我国体育服饰行业仍处于稳健增长期。2023年国内体育服饰行业规模为3858亿元，同比2022年增长14.24%。体育服饰经过长年发展。2015-2019年体育服饰行业复合增速为13.9%，2020、2022年由于疫情影响，室内、户外运动场景大幅减少，行业规模有所下降。2023年及未来展望来看，体育服饰行业规模增速相较2019年前会有所放缓，但随着消费者健康理念不断深化以及人均收入持续提升，行业有望从快速增长阶段迈入高质量稳健增长阶段。

表21: 2015-2023年国内体育服饰行业规模及增速(单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国行业规模	1669	1904	2215	2691	3199	3123	3549	3377	3858
yoy	12.52%	14.09%	16.33%	21.46%	18.90%	-2.39%	13.66%	-4.86%	14.24%

资料来源: Euromonitor、中国银河证券研究院

国产体育服饰竞争力不断加强，市占率持续优化。本土品牌在体育服饰行业占比逐渐提升，李宁/安踏市占率由2019年的6.5%/9.1%增长到2023年的10.1%/10.2%，在与Nike、Adidas等国际品牌的竞争中逐渐凸显自身优势扩大市场份额，2023年CR10中本土龙头品牌份额占比达35%以上。

表22: 2017-2023年中国体育服饰行业市占率

品牌名	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
耐克	18.20%	18.70%	18.80%	20.10%	18.10%	17.50%	17.90%
安踏	8.40%	9.00%	9.10%	8.60%	9.80%	10.80%	10.20%
李宁	6.20%	6.00%	6.50%	6.80%	9.30%	10.40%	10.10%
阿迪达斯	18.30%	19.20%	18.80%	16.60%	15.00%	9.80%	9.00%
斐乐 Fila	2.50%	3.70%	5.40%	6.50%	7.30%	7.40%	7.40%
特步 Xtep	4.50%	4.70%	4.80%	4.60%	5.00%	6.10%	6.10%
斯凯奇	3.90%	4.90%	5.30%	5.90%	6.60%	5.90%	6.00%
乔丹 Jordan	2.90%	3.10%	3.90%	4.50%	4.30%	4.50%	4.70%
361度	3.80%	3.10%	2.90%	2.70%	2.70%	3.30%	3.40%
新百伦 New Balance	3.00%	2.20%	1.80%	1.50%	1.60%	1.70%	1.80%
CR3	44.90%	46.90%	46.70%	45.30%	42.90%	38.70%	38.20%
CR5	55.60%	57.80%	58.60%	58.60%	59.50%	55.90%	54.60%
CR10	71.70%	74.60%	77.30%	77.80%	79.70%	77.40%	76.60%

资料来源: Euromonitor、中国银河证券研究院

(二) 户外场景渗透、奥运赛事加持，体育服饰有望迎来催化

政府政策大力扶持，助力国内运动行业蓬勃发展。近年来，国家相继发布多项政策，推动体育产业发展。2022年7月，体育总局发布《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》，提出要不断丰富体育产品和服务，激发体育消费活力，推动体育产业高质量发展。2023年7月，体育总局发布《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》，提出要把恢复和扩大体育消费摆在优先位置，加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础。

表23: 近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度

政策名称	发布时间	发布机关	主要内容
《冰雪旅游发展行动计划(2021—2023年)》	2021年2月	文化和旅游部、体育总局、发展改革委	以2022年北京冬奥会为契机，推动群众性冰雪赛事活动开展，深挖冰雪旅游消费潜力，促进相关行业融合。力争到2023年助力2022年北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。
《“十四五”体育发展规划》	2021年10月	体育总局	“十四五”时期主要实现以下目标：全民健身水平达到新高度；竞技体育实力再上新台阶；青少年体育发展进入新阶段；体育产业发展形成新成果；体育文化建设取得新进展；体育对外交往作出新贡献；体育科教工作达到新水平；体育法治水平得到提升。
《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	2022年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅	构建更高水平的全民健身公共服务体系，是加快体育强国建设的重要基石，是顺应人民对高品质生活期待的内在要求，是推动全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展的重要内容。
《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》	2022年7月	体育总局	充分发挥体育团结民心、凝聚力量、激励精神的独特作用，落实落细稳经济促发展各项政策措施，深化体育供给侧结构性改革，不断丰富体育产品和服务，激发体育消费活力，推动体育产业高质量发展，助力服务“六稳”“六保”、构建新发展格局，为稳住经济大盘、确保经济在合理区间运行贡献体育力量。
《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》	2022年10月	体育总局、发展改革委	“十四五”时期，在常态化疫情防控形势下，人民群众增进健康、亲近自然的需求将刺激户外运动产品和服务供给；5G、大数据、区块链、物联网、人工智能等新一轮科技革命将助推户外运动产品创新和服务升级，增加户外运动产业发展的动力。
《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	2023年7月	体育总局	加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础，不断释放体育消费潜力、扩大体育消费规模、优化体育消费结构，切实发挥体育在扩大内需、挖掘国内市场潜力，为助力经济增长、构建新发展格局贡献体育力量。

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

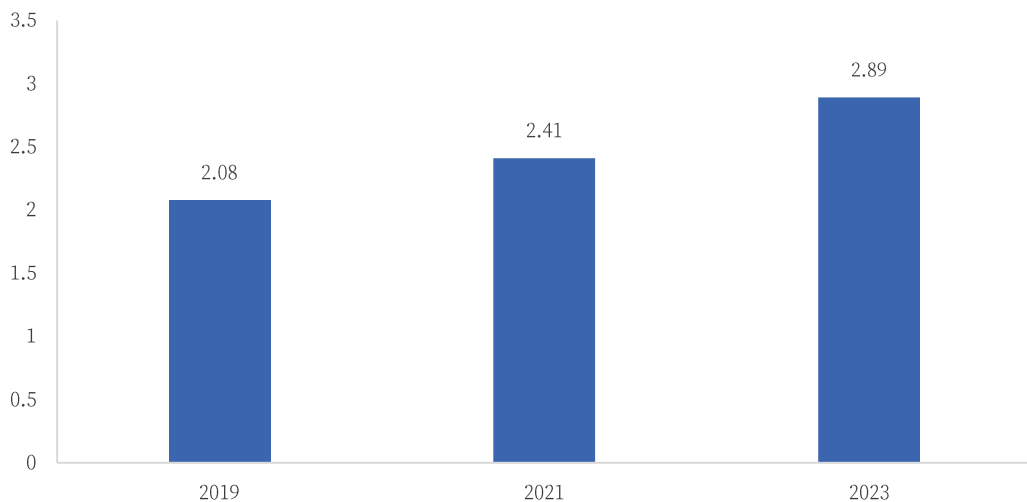
在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，在GDP中占比逐年上升。2022年中国体育产业规模达到3.3万亿，占GDP比重达到2.73%，体育服务业规模达1.78万亿元，在体育产业占比提升到53.9%，人均体育场地面积在2023年达到2.89平方米。**未来随着政策支持方式的不断优化调整，将形成政府、市场并驱，保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，助力体育产业可持续发展与国内运动服饰行业扩容。**

表24: 2017-2022年体育服务业快速发展(单位: 万亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
体育服务业规模	0.8	1.3	1.5	1.4	1.7	1.8
在体育产业中比例	36.5%	47.9%	50.6%	51.6%	53.2%	53.9%
yoy	56.9%	64.8%	67.7%	-3.2%	16.3%	7.0%

资料来源：国家统计局、中国银河证券研究院

图7: 2019-2021 年人均体育场地面积逐年上升 (单位: 平方米)



资料来源: 国家体育总局、国家统计局、中国银河证券研究院

国民人均收入稳步提高, 消费者养成运动消费习惯。近年来, 我国城镇居民人均可支配收入逐年稳步提升, 2023 年达到 51821 元, 同比增长 5.15%。随着经济水平的上升, 国内中产阶级人群不断扩大, 消费模式逐渐转型, 当前消费者更注重生活质量的提升和舒适的体育消费体验, 逐渐养成健康运动的生活习惯。

表25: 城镇居民人均可支配收入稳定提升 (单位: 元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
人均可支配收入	31195	33616	36396	39250	42359	43834	47412	49283	51821
yoy	8.15 %	7.76 %	8.27 %	7.84 %	7.92 %	3.48 %	8.16 %	3.95 %	5.15 %

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

户外运动行业快速发展催化更多消费场景。我国户外运动行业近年快速发展, 根据智研咨询, 2022 年我国户外行业规模为 1971 亿元, 同比增长 7.65%。从行业驱动来看, 一方面国家出台相关政策大力支持, 2022 年多部门联合印发《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》, 目标到 2025 年, 户外运动场地设施持续增加, 参与人数不断增长。此外, 国家大力推动推动冰雪、山地户外、水上、汽车摩托车、航空等重点户外运动项目差异化发展。另一方面, 后疫情时代国民健康意识增强, 户外活动热情同步增加。国家政策与居民健康需求双轮驱动户外行业快速发展。

表26: 户外运动行业增长迅速 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
户外行业规模	1591	1693	1831	1971	2115.5	2263.34	2409.6
yoy	-	6.41%	8.15%	7.65%	7.33%	6.99%	6.46%

资料来源: Statista、智研咨询、中国银河证券研究院

户外细分功能赛道呈现高景气状态。冰雪运动、攀岩等运动在我国仍处于导入期，渗透率及参与度具备较大提升空间，受益于运动赛事、政策支持、社交媒体等因素的催化，参与群体快速扩大并带来服装、装备购置需求提升。以滑雪为例，根据 Laurent Vanat《2019 全球滑雪市场报告》，中国滑雪人口渗透率为 1%，瑞士/日本/美国渗透率则分别达到 35%/9%/8%，预计规模将不断扩大。

表27: 全球主要国家滑雪人口渗透率

	中国	美国	日本	法国	瑞士
滑雪人口渗透率	1%	8%	9%	13%	35%

资料来源: Laurent Vanat《2019 全球滑雪市场报告》、中国银河证券研究院

国产品牌持续优化户外产品强化自身品牌力，优质国牌崛起。国产体育服饰品牌快速拓展滑雪等户外运动赛道，一方面逐步推出冰雪运动系列，如李宁于 2023 年推出滑雪夹克，另一方面国牌通过合资与收购将业务快速延伸，安踏旗下拥有迪桑特、可隆、始祖鸟和萨洛蒙等多个知名户外品牌，通过持续加深消费者认知取得快速发展。我们认为，户外属性产品专业性较强，品牌知名度、产品研发能力是吸引消费者的主要因素，这一细分赛道的市场规模正逐步扩大，国内品牌有着熟悉本土消费者消费习惯的优势，有望逐步提升市场份额，成为体育品牌新的经济增长点，建议关注国内体育服饰旗下户外运动品牌的成长趋势。

表28: 国牌运动服饰拓展户外运动赛道

公司	品牌	户外运动产品	价格带
安踏	迪桑特	滑雪服	3690-9000 元
安踏	迪桑特	高尔夫打底衫/长裤	1380-3200 元
安踏	可隆	滑雪冲锋衣	1500-2600 元
安踏	始祖鸟	滑雪羽绒夹克	4000-10000 元
安踏	萨洛蒙	滑雪板	3000-7500 元
安踏	萨洛蒙	滑雪夹克	3500-5500 元
李宁	李宁	滑雪夹克	1000-2800 元

资料来源: 各公司官网、各品牌天猫及京东旗舰店、中国银河证券研究院

(三) 品牌流水回稳，库存水平健康，关注精细化运营高效龙头

龙头企业库存回归正常。在疫情反复影响下体育服饰行业在 2022 年整体终端渠道库存水平有所上升，流水增速放缓，存货提升与疫情影响减弱背景下，2023 年各大体育服饰公司积极清理库存，从当前情况看体育龙头已初步完成清理库存任务，2023 安踏体育存货周转天数同比减少 15 天，李宁/361 度/特步国际存货情况保持稳定，2023 年体育服饰库存水平同比有所好转，综合来看，行业去库存阶段结束，目前主要体育服饰品牌库存基本上已经恢复到历史正常水平。

表29: 2019-2023 龙头品牌存货周转天数 (单位: 天)

	2019	2020	2021	2022	2023
361 度	119	109	86	90	92
安踏体育	86	120	125	136	121
李宁	67	67	53	57	52
特步国际	73	73	76	89	89

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

国产体育服饰龙头流水增速回归常态，未来增长看点在于差异化、精细化运营能力。2021年初体育服饰在新疆棉事件的催化下迎来发展期，以耐克阿迪为首的国际体育品牌受到较大影响，同时叠加国潮风向催化，2021年各大体育服饰公司零售流水有较大增长。经历过快速增长后，各大品牌面临疫情反复、疫后需求恢复较慢以及高基数等多重增长压力，从2023年四个季度来看各大品牌流水增速明显放缓。**总体来看，安踏体育、李宁、特步和361度整体保持高单位数到中双位数增长。**

表30: 2021Q1-2023Q4 龙头品牌流水

	安踏主品牌	FILA	李宁	特步国际	361度
2021Q1	40-45%的正增长。	75-80%的正增长。	80%-90%高段增长。	增长约55%。	双位数的增长。
2021Q2	35-40%的正增长。	30-35%的正增长。	80%-90%低段增长。	增长30%-35%。	15%-20%的增长。
2021Q3	10-20%低段的正增长。	中单位数的正增长。	40%-50%低段增长。	中双位数增长。	低双位数的增长。
2021Q4	10-20%中段的正增长。	高单位数的正增长。	30%-40%低段增长。	增长20%-25%。	高双位数的增长。
2022Q1	10-20%高段的正增长。	中单位数的正增长。	20%-30%高段增长。	增长30%-35%。	高双位数的增长。
2022Q2	中单位数的负增长。	高单位数的负增长。	高单位数下降。	中双位数增长。	低双位数的增长。
2022Q3	中单位数的正增长。	10-20%低段的正增长。	10%-20%中段增长。	增长20%-25%。	中双位数的增长。
2022Q4	高单位数的负增长。	10-20%低段的负增长。	10%-20%高段下降。	高单位数下跌。	大致持平。
2023Q1	中单位数的正增长。	高单位数的正增长。	中单位数增长。	增长约20%。	约低双位数正增长。
2023Q2	高单位数的正增长。	10-20%高段的正增长	10%-20%中段增长。	高双位数增长。	约低双位数正增长。
2023Q3	高单位数的正增长。	10-20%低段的正增长。	中单位数增长。	高双位数增长。	约15%的正增长。
2023Q4	10-20%高段的正增长。	25-30%的正增长。	20%-30%低段增长。	增长约30%。	超过20%的正增长。

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

下半年精细化运营高效的龙头业绩弹性有望提升。在线上竞争加剧背景下，各体育品牌2023年加码线下渠道建设，持续推进精细化运营，在门店管理、消费者运营、品牌宣传、产品供应等方面发力。门店管理方面，各品牌致力于优化渠道结构与线下门店形象。李宁聚焦于渠道优化，建设高效大店。安踏推动DTC转型计划，361度建立统一门店形象，特步推出第九代门店，进行线下门店形象升级。消费者运营方面，各品牌主要通过自营IP赛事来进行推广，通过举办各类冠名篮球赛、社区比赛、羽毛球赛、跑步比赛等方式与消费者深度互动。品牌宣传方面，各品牌依靠球星和明星作为代言人达到宣传效果。产品供应方面，品牌积极推动物流和供应链的优化，进行数字化升级，积极提升物流效率。**在下半年奥运赛事加持下，拥有精细化运营体系的国产体育服企有望借赛事东风，提高品牌曝光，增强消费者认知，提升产品销售。**

表31: 各大品牌持续推进精细化运营

品牌	门店管理	消费者运营	品牌宣传	产品供应
安踏	①持续拓展渠道,包括加强高线城市布局,重点城市打造战略旗舰店,提升核心商圈及购物中心覆盖率。 ②DTC转型计划持续推进,占总门店数量约80%。	通过自有IP赛事‘要疯’篮球比赛的举办以及建立儿童及青少年运动社区,打造专业课程,扩大消费群体,打造消费者心智。	① 连续16年成为中国奥委会合作伙伴。 ② 与NBA超级巨星欧文正式签约。 ③ 王一博成为安踏品牌全球首席代言人。	安踏实施物流“5+N”战略布局,同时积极推动物流数字化方面的转型升级,有效提升物流效率。
李宁	①优化渠道建设,聚焦购物中心大店,持续推动旗舰店等高效大店落地。 ②推行店铺结构优化,加速处理亏损、低效和微型面积店铺。	23年举办李宁中国羽毛球大师赛、李宁鬻跑赛。	① 签约时代少年团为李宁运动青春产品全球代言人。 ②L-NING 1990签约演员高叶作为LI-NING 1990产品推广大使。	深入优化物流网络,2022年逐步建立了华北、华南以及华中中心仓的物流仓网络。
361度	①通过每年多个培训课程确保分销商及授权零售商掌握产品相关知识,协助消费者作出选择。 ②于全国分销网络树立统一的门店形象,规范产品陈列设施和店内宣传物品。	持续通过「三号赛道」「触地即燃」及「女子健身局」等自有IP赛事及活动树立专业品牌形象,深耕大众市场。	①签约国际篮球巨星尼古拉·约基奇、阿隆·戈登、斯宾瑟·丁威迪及中国职业篮球名将可兰白克·马坎。 ②签约黎伊扬为新晋篮球品类代言人及燃派球员,签约篮球名宿吕晓明担任361°少年篮球总教练。	系统化的订货管理模式可高效确保供货流畅、存货透明及零售价格稳定。
特步国际	推出第九代门店,更注重与消费者的数字化互动,不但大幅地提升了品牌形象,同时推动客流量及连带率的增长。	2022年8月,特步为林书豪在沈阳、葫芦岛、长沙、成都及广州五个城市举办巡回签名活动。	2022年12月签约王鹤棣为品牌代言人。	①高效管理供应链,实现无缝的业务运营及流程。 ②持续优化鞋履及服装产品的生产,并集体采购原材料以保持最高效率。

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

五、纺织制造订单拐点验证，龙头业绩增长可持续

(一) 海外头部品牌库存水平持续改善

2024 年年初海外主要品牌库存持续优化。经历 2020 年疫情影响、2021 年疫后需求高涨主动加大采购、2022 年需求走弱叠加供应链受阻导致库存高企后，2023 全年海外头部品牌均处于去库存阶段。2024 年，主要品牌存货周转天数仍延续 2023 年优化趋势，为上游纺织制造企业带来新订单增长。分品牌看，Deckers、Skechers 于 2023 年 7-9 月存货周转率开始改善。2024 年 1-3 月，Deckers、Skechers 存货周转天数持续优化，分别同比优化 35 天、25 天，均达到两年来同期最低水平。Adidas、Puma 2024 年 1 至 3 月存货周转天数亦保持优化趋势，分别同比优化 29 天、23 天。

表32：海外主要品牌存货周转水平逐季度优化

	2021			2022			2023			2024		
	4-6 月	7-9 月	10-12 月	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月	1-3 月
Deckers												
收入 yoy(%)	78.23	15.78	10.21	31.15	21.75	21.29	13.29	7.55	9.98	24.7	15.95	21.22
存货 yoy(%)	5.23	31.42	80.4	82.14	83.42	45.39	31.34	5.14	-11.79	-21.48	-25.49	-10.99
存货周转天数(天)	136	139	94	126	189	175	117	143	174	130	88	108
存货周转天数同比(天)	-103	3	18	26	53	36	23	17	-15	-45	-29	-35
Skechers												
收入 yoy(%)	127.26	19.22	24.4	27.38	12.67	21.11	14.01	10.02	7.75	7.8	4.37	12.4
存货 yoy(%)	2.87	16.8	44.67	35.79	47.92	44.62	23.59	3.64	-4.98	-22.33	-16.09	-9.43
存货周转天数(天)	118	132	143	132	140	151	167	146	141	135	142	121
存货周转天数同比(天)	-133	-7	6	7	21	20	24	14	1	-16	-25	-25
Adidas												
收入 yoy(%)	41.86	-3.59	-7.37	0.65	10.2	11.44	1.3	-0.53	-4.5	-6.4	7.6	3.5
存货 yoy(%)	-22.23	-21.64	-8.82	15.34	35.25	72.35	48.99	24.94	1.04	-23.21	-6.68	-2.17
存货周转天数(天)	147	121	132	145	162	163	174	180	192	154	158	151
存货周转天数同比(天)	-98	-28	-12	-3	15	42	43	35	30	-9	-16	-29
Puma												
收入 yoy(%)	91.2	20.02	16.25	23.46	25.98	23.89	24.31	14.41	5.93	-1.83	-9.76	-3.9
存货 yoy(%)	7.74	11.58	31.12	32.21	42.9	72.31	50.46	32.69	8.14	-20.26	-3.72	-1.04
存货周转天数(天)	141	124	140	139	151	156	168	169	165	148	157	146
存货周转天数同比(天)	-93	-11	6	6	10	32	28	30	14	-8	-11	-23
	2021		2022		2023		2024					
	5-7 月	8-10 月	11-1 月	2-4 月	5-7 月	8-10 月	11-1 月	2-4 月	5-7 月	8-10 月	11-1 月	2-4 月
GAP												
收入 yoy(%)	28.58	-1.28	2.28	-12.88	-8.41	2.43	-6.23	-5.78	-8.01	-6.73	1.3	-
存货 yoy(%)	1.74	-0.95	23.13	33.71	37.44	11.83	-20.84	-27.45	-29	-21.89	-16.07	-
存货周转天数(天)	88	99	86	117	112	110	87	103	92	94	75	-
存货周转天数同比(天)	-7	4	1	25	24	11	1	-14	-20	-16	-12	-

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表33: 体育服饰和休闲服饰龙头公司库存水平恢复健康

	2021			2022			2023			2024		
	3-5月	6-8月	9-11月	12-2月	3-5月	6-8月	9-11月	12-2月	3-5月	6-8月	9-11月	12-2月
Nike												
收入 yoy(%)	95.53	15.61	1.01	4.96	-0.89	3.58	17.24	13.97	4.83	1.99	0.55	0.31
存货 yoy(%)	-6.96	-0.09	6.83	15.05	22.85	44.23	43.34	15.65	0.4	-9.98	-14.44	-13.24
存货周转天数(天)	91	93	97	110	108	115	112	117	108	107	101	103
存货周转天数同比(天)	-59	-15	7	8	17	22	16	7	0	-8	-11	-14
迅销集团												
收入 yoy(%)	47.21	-6.25	1.23	1.46	10.28	23.25	14.19	26.94	23.81	16.24	13.18	4.95
存货 yoy(%)	-9.46	-5.43	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(天)	133	151	125	113	128	147	141	116	119	129	114	105
存货周转天数同比(天)	-71	1	-1	2	-5	-4	16	3	-9	-18	-27	-11

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

Nike、迅销集团自 2023 年 3 月起开启存货优化进程, Nike2023 年 12 月至 2024 年 2 月, 存货周转天数为 103 天, 同比下降 14 天, 为同期两年来最低水平, 迅销集团 2024 年 2 月存货周转天数为 105 天, 为近三年来最低水平。

(二) 纺织制造龙头绑定优质客户, 推进海外产能布局, 订单份额加速集中

伴随下游订单好转, 纺织龙头收入业绩稳健提升。回顾 2021 年海外需求复苏下的补库存周期, 纺织制造龙头基本于 2020Q4 实现收入业绩正增长, 修复节奏领先下游品牌。我国龙头纺织制造企业研发能力突出, 具备自动化生产及快速反应优势, 绑定海外优质客户。海外巨头品牌收入占比高, 2023 年随下游客户去库存进度收入业绩逐季改善, 2024 年一季度延续良好表现。24Q1, 纺织制造龙头华利集团、健盛集团、百隆东方、新澳股份、伟星股份营收业绩表现亮眼, 收入分别同比增长 30.15%/10.42%/23.45%/12.48%/14.83%, 申洲国际 23 年下半年收入业绩持续修复, 降幅缩窄 9.44%, 呈现改善趋势。

表34: 2023Q1-Q4 随海外客户去库存, 纺织制造龙头收入业绩整体呈现逐步改善

	收入 yoy (单位: %)					归母净利润 yoy (单位: %)					主要客户	前五客户收入占比
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		
申洲国际		-14.94		-5.5			-10.13		10.67		Nike、优衣库、Adidas、Puma 等	85.68%
华利集团	-11.23	-3.87	-6.92	11.74	30.15	-25.77	6.66	-5.93	16.71	63.67	Nike、VF、Deckers、Puma、UA、On 等	82.37%
健盛集团	-6.57	-15.44	-2.16	16.11	10.42	-52.99	-19.58	-4.46	1118.37	112.06	优衣库、Puma、迪卡侬、UA、GAP、Adidas 等	56.06%
百隆东方	-24.78	-12.8	6.17	44.38	23.45	-75.59	-56.24	6.95	-109.32	-4.51	申洲国际等	39.92%
新澳股份	9.44	9.56	18.32	12.46	12.48	21.23	-2.07	1.05	2.27	6.59	探路者、迪卡侬、安踏等	8.35%
伟星股份	-3.6	2.37	8.68	23.77	14.83	-17.74	0.64	10.57	182.16	45.25	Nike、Adidas、优衣库、李宁、安踏、森马等	8.58%

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

注: 申洲国际 2023Q2 收入业绩为 2023H1 数据, 2023Q4 为 2023H2 数据; 前五大客户收入占比采用 2023 年数据

龙头产能布局完善，产能优势有望进一步释放。纺织龙头积极布局海内外产能，华利集团新建印尼、缅甸工厂并扩建越南工厂，申洲国际越南与柬埔寨工厂占总产能 53%，健盛集团越南棉袜产能远超国内，伟星股份越南工业园开业后高效率推进。**2024 年一季度随着订单增长及结构优化，纺织龙头产能优势释放叠加新产能爬坡带来盈利能力提升，收入业绩实现稳健增长。**

表35：纺织制造龙头公司产能布局完善

	总产能	产能分布
申洲国际	2023 年雇员共计 9.203 万人	海外（越南和柬埔寨）成衣占总产出 53%
华利集团	2023 年产能 2.21 亿双鞋	海外产能占比 100%，主要位于越南
健盛集团	2023 年实现棉袜销售 3.30 亿双，无缝产品销售 2,663 万件	越南棉袜产能远超国内，越南无缝服饰规划较大产能规模
伟星股份	纽扣 116 亿粒，拉链 8.5 亿米	国内/孟加拉国产能占比 85%/15%，越南工业园一期“高效率、高标准”推进
百隆东方	2023 年纱线产量 21.316 万吨	截至 2023 年末，越南百隆总产能达 126 万锭，70%左右的产能位于越南
新澳股份	2023 年产量毛精纺纱线产能 1.44 万吨，羊毛毛条 7473 吨，改性处理及染整加工 3188 吨，羊绒 2022 吨	英国邓肯公司粗纺羊绒年产 270 吨；越南工厂规划产能约 6500 吨精纺针织纱线；新澳越南“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”正在建设；项目一期 2 万锭预计今年底至 2025 年建设完成并陆续投产
台华新材	锦纶丝 20.41 万吨，坯布 3.68 亿米	全部产能均位于国内

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中长期来看，制造端集中度提高推动我国纺织龙头份额提升。出于供应链稳定性及快速反应的要求，品牌商订单向核心战略合作伙伴倾斜。Nike 鞋类/服装供应商数分别由 2016 年的 142/394 家下降为 2023 年的 123/291 家，且前五大核心制造商占比由 2016 年的 39%提升至 2023 年的 52%。Adidas2022 年合作 20 年以上的供应商占比为 37%，较 2017 年提升 23pct；2023 年 adidas 独立制作合作伙伴较 2022 年减少 13 家至 104 家。2018-2023 年 ZARA 母公司在增加生产工厂的同时，供应商数量由 1866 家减少至 1733 家。

表36：运动及快消品牌订单向头部供应商集中（单位：家）

		FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
运动									
Nike	鞋类供应商	142	127	124	112	122	191	120	123
	服装供应商	394	363	328	334	329	344	279	291
Adidas	独立制作合作伙伴	-	-	130	138	132	114	117	104
Puma	供应商	-	160	152	131	139	134	141	158
快消									
ZARA	供应商	-	-	1866	1985	1805	1790	1729	1733
	工厂	-	-	7235	8155	8543	8756	8271	8123
H&M	供应商	790	751	1269	757	700	600	500	574

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

展望下半年，国内纺织制造龙头订单的改善趋势可延续，并且修复弹性会优于行业平均水平。在产业变革大背景下，中小产能加速出清，龙头订单集中度会不断提升，优势逐步开始体现。

六、投资建议

2024 下半年投资策略仍是细分赛道中优选龙头标的。**1、体育服饰：**体育服饰行业调整结束，国产龙头有望凭借较强竞争力继续实现逆势增长。同时，奥运会及大型赛事催化下国内运动消费持续增长。建议关注**安踏体育、特步国际、李宁、361 度**。**2、纺织制造：**海外大牌经历 2023 年全年去库存后，库存基本恢复至健康水平，2024 年各品牌采购实行稳健策略，同时继续扶持核心供应商，利好国内纺织制造龙头订单份额提升，建议关注**华利集团、申洲国际、新澳股份、健盛集团**。3、拥有品牌影响力，客户粘性、以及渠道竞争力的中高端品牌服饰，建议关注**报喜鸟、比音勒芬、波司登**。4、低估值、高股息标的。关注**海澜之家、罗莱生活、富安娜**。

表37：重点公司盈利预测及估值

股票代码	公司	EPS(元/股)			PE(X)		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
体育服饰							
2020.HK	安踏体育	3.60	4.49	4.86	19.00	16.44	15.19
2331.HK	李宁	1.23	1.31	1.48	15.60	12.76	11.34
1368.HK	特步国际	0.39	0.45	0.52	10.32	10.12	8.71
1361.HK	361 度	0.46	0.55	0.64	6.81	6.98	5.94
纺织制造							
300979.SZ	华利集团	2.74	3.28	3.80	19.20	20.52	17.73
2313.HK	申洲国际	3.03	3.70	4.29	24.03	20.46	17.65
603889.SH	新澳股份	0.55	0.63	0.74	12.87	11.62	10.03
603558.SH	健盛集团	0.73	0.87	1.01	13.22	11.81	10.17
中高端服饰							
002154.SZ	报喜鸟	0.48	0.56	0.64	11.88	10.70	9.29
002832.SZ	比音勒芬	1.60	2.02	2.44	19.86	14.25	11.78
3998.HK	波司登	0.19	0.26	0.30	19.55	15.96	13.62
高股息							
603398.SH	海澜之家	0.67	0.69	0.78	10.86	13.31	11.86
002293.SZ	罗莱生活	0.69	0.71	0.82	13.55	11.74	10.25
002327.SZ	富安娜	0.69	0.76	0.83	12.94	14.73	13.42

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

注：各公司 EPS 和 PE 为 iFinD 一致预测值，数据截至 6 月 18 日

七、风险提示

1、国内消费不及预期的风险：2024年上半年由于内销基数较高，服装零售增速呈现一定压力。预计下半年销售增速环比提速。但下半年国内消费仍具有不确定性，如果终端消费持续走弱，下半年服装零售增速改善可能会出现不及预期的风险。

2、海外消费需求放缓的风险：虽然海外主要品牌去库存周期结束，新订单比例有所提升，但海外市场消费增速较为平淡。如果2024年下半年海外需求出现波动，主要品牌销售承压，将会对上游纺织出口企业订单造成不利影响。

3、原材料价格波动的风险：原材料价格波动影响企业产品盈利。上游纺织制造企业普遍采用成本加成定价模式，且原材料有一定储备周期，当原材料价格下跌时，对产品盈利将产生不利影响。

图表目录

图 1: 2024 年初至 2024 年 6 月 19 日纺服板块涨跌幅	6
图 2: 2024 年纺织服饰行业涨跌幅领先公司 (截止 2024 年 6 月 19 日)	6
图 3: 纺织服饰板块基金持股比例持续上升 (%)	7
图 4: 酷特智能 C2M 产业互联网平台	9
图 5: 品牌服企持续推动数字信息化建设	11
图 6: 波司登与比音勒芬市占率持续提升 (%)	19
图 7: 2019-2021 年人均体育场地面积逐年上升 (单位: 平方米)	22
表 1: 2024 上半年服装零售增速整体承压	4
表 2: 2024 服装出口整体向好	5
表 3: 主要上市纺织企业数字化布局	8
表 4: 主要上游纺织企业人均收入不断提升 (单位: 万元)	9
表 5: 经营提效公司介绍	10
表 6: 团购及定制服企历年收入及同比增速 (单位: 亿元)	10
表 7: 品牌服企供应链数字化管理相关布局	11
表 8: 主要服企存货周转效率近年有所提升 (单位: 天)	12
表 9: 主要上市服企线上零售收入表现情况 (单位: 亿元)	12
表 10: 龙头服企线上新零售主要布局情况	13
表 11: 企业运用大数据把握消费需求	14
表 12: 2014-2023 年男装行业集中度快速提升	15
表 13: 2014-2023 年男女童装行业规模 (单位: 亿元)	15
表 14: 男性与女性在服装选择上有差异	16
表 15: 美股、A 股市值前十大品牌服饰公司中, 男装公司占比较高	16
表 16: 优质男装公司成长更具稳定性 (单位: 亿元)	17
表 17: 存货跌价准备占存货比例反映男装存货积压风险更小	17
表 18: 高端、中端男装 2018-2023 年 CAGR 高于大众男装 (单位: 亿元)	18
表 19: 中高收入及以上家庭占比提升 (单位: 百万户)	18
表 20: 优质中高端服饰品牌推进精细化运营	19
表 21: 2015-2023 年国内体育服饰行业规模及增速 (单位: 亿元)	20
表 22: 2017-2023 年中国体育服饰行业市占率	20
表 23: 近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度	21

表 24: 2017-2022 年体育服务业快速发展 (单位: 万亿元)	21
表 25: 城镇居民人均可支配收入稳定提升 (单位: 元)	22
表 26: 户外运动行业增长迅速 (单位: 亿元)	22
表 27: 全球主要国家滑雪人口渗透率	23
表 28: 国牌运动服饰拓展户外运动赛道	23
表 29: 2019-2023 龙头品牌存货周转天数 (单位: 天)	23
表 30: 2021Q1-2023Q4 龙头品牌流水	24
表 31: 各大品牌持续推进精细化运营	25
表 32: 海外主要品牌存货周转水平逐季度优化	26
表 33: 体育服饰和休闲服饰龙头公司库存水平恢复健康	27
表 34: 2023Q1-Q4 随海外客户去库存, 纺织制造龙头收入业绩整体呈现逐步改善	27
表 35: 纺织制造龙头公司产能布局完善	28
表 36: 运动及快消品牌订单向头部供应商集中 (单位: 家)	28
表 37: 重点公司盈利预测及估值	29

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn