

## 纺织服装

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 防晒服饰专题报告：酷暑下的品牌化竞争

#### ► 功能性服饰景气：冬看冲锋衣，夏看防晒服

功能性服饰近年来展现出结构性成长潜力：去年冬季，以冲锋衣为代表的品类崛起；酷暑将至，让我们将目光投向防晒赛道。2024年我们经历了有气象记录以来最热的5月，高温酷暑与冷热交替为防晒衣创造了需求场景。购物中心门店数据亦侧面印证了户外品牌的成长动能，其中蕉下净增居前。

#### ► 发展阶段：百亿赛道渗透率放缓，品牌化升级加速

经过三年快速发展，狭义（国标）防晒衣市场约有百亿规模；2024年，社媒数据显示防晒衣短期景气度趋势尚好，我们预计今年赛道仍保持较快增速，但由于已有一定程度渗透、增长斜率或较去年已有所放缓。同时，赛道阶段当前已经进入白牌出清、格局集中阶段：从线上数据来看，旺季市场参与者变少，品牌数、店铺数同比下滑；低价白牌产品经历去年的阶段性繁荣后部分退出市场，中高端“牌子货”SKU数量增加，整体价格带上移。

#### ► 品牌竞争：蕉下份额优势显著，时尚化成为竞争焦点

各价格带中的代表性品牌已崭露头角，200-400元中高端的竞争相对激烈，集中了较多品牌。从线上数据来看，主要市场参与者包括互联网品牌（如蕉下、蕉内、ohsunny、SINSIN、小野和子），运动户外品牌（如骆驼、迪卡侬、伯希和、北面），以及传统运动、休闲品牌（如安踏、优衣库、李宁、乔丹、361°、波司登）等。当前的品牌竞争聚焦在两方面：卷产品，卷营销。产品方面，当前研发的重点早已不是防晒性能数值，而是舒适性与设计感。营销方面，为增强防晒衣的时尚、流行属性，200-500元主力价格带内的头部品牌今年无不邀请了一线明星代言，广告、投流竞争明显升级。

#### ► 龙头路径：蕉下多品类、全渠道增长，持续投入品宣

百亿赛道中能容纳多大的公司？龙头公司蕉下从“小黑伞”起步，逐步发展为综合性防晒解决方案品牌。根据公司2022年10月提交的聆讯资料，拓品过程中防晒衣的增速相对较快，公司2021全年防晒服装收入达7.1亿元，2022前六个月达7.9亿元；加上伞具、配饰等品类，公司销售额于2021年达24.1亿元。但由于公司投入了较高营销费用及其他因素影响，完整报道年度内报表归母净利润持续亏损。本报告亦多层面测算了蕉下线上渠道的近期数据，以今年5月淘抖平台来看，近两年公司销售趋势保持乐观。

#### ► 波司登的新“四季化”：向“时尚功能服饰”目标迈进

2024是波司登销售防晒衣的第三年，今年产品研发与营销力度都明显加大。相对于高货值羽绒服撑起的百亿销售规模，防晒衣短期边际贡献或将有限，但从盘活渠道淡季活力、迈向“时尚功能服饰”目标的角度来看，今夏波司登的防晒衣销售值得密切关注。今年公司调动品牌优势和时尚资源，打出了“不怕水洗、持久防晒”的产品概念，并完善了六大产品线——设计感或成为品牌的差异性卖点。我们认为，去年冲锋衣、今年防晒服的销售高增体现了公司“销售导向”的强化，通过营销、制造、渠道的快速响应，公司更能抓住当下的消费潮流，大步迈向“时尚功能服饰”的战略目标。

#### 风险提示：

品类需求不及预期；  
竞争激烈压低利润。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：高旭和

执业证书编号：S0590523110007

邮箱：gaoxh@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《纺织服装：从老铺黄金看中国珠宝品牌升级路径》2024.05.29
- 2、《纺织服装：2024Q1 纺织服装板块基金持仓点评：景气维持，重仓比例攀至五年新高》2024.04.27

## 正文目录

1. 功能性服饰景气：冬看冲锋衣，夏看防晒服.....	3
2. 发展阶段：百亿赛道渗透率放缓，品牌化升级加速.....	4
3. 品牌竞争：蕉下份额优势显著，时尚化成为竞争焦点.....	7
4. 龙头体量：蕉下多品类、全渠道增长，持续投入品宣.....	9
5. 波司登的新“四季化”：向“时尚功能服饰”目标迈进.....	11
6. 风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1：功能性服饰从专业装备走向大众休闲.....	3
图表 2：购物中心开关店情况：零售业态微缩，户外功能性服饰开店势能突显..	4
图表 3：全球地表大气温：较工业革命前抬升至新高.....	5
图表 4：大气温异常与极端：多地迎来史上“最热”5月.....	5
图表 5：中国广义防晒服饰市场规模：2021 年达 611 亿元，预测远期冲击千亿..	5
图表 6：“防晒衣”相关内容社媒讨论热度：2024 年热度同比更高、种草提前...	6
图表 7：淘系防晒衣月度销量及旺季同比增速.....	6
图表 8：淘系防晒衣月度销售额及旺季同比增速.....	6
图表 9：淘系防晒衣品牌、店铺数：参与者变少.....	7
图表 10：淘系防晒衣各价格段产品数：品牌化兴起.....	7
图表 11：淘系防晒衣各价格段销量占比.....	7
图表 12：淘系防晒衣各价格段销售额占比.....	7
图表 13：淘系防晒衣 6 月各价格带代表性爆品：品牌定价卡位清晰.....	8
图表 14：防晒衣品牌销量维度主力价格带.....	8
图表 15：防晒衣品牌在各自优势价格带内销量市占率.....	8
图表 16：防晒衣功效关键词社媒分析.....	9
图表 17：防晒衣功效属性卖点描述.....	9
图表 18：防晒衣营销驱动因素：KOL 种草与明星效应.....	9
图表 19：防晒衣头部品牌代言带货明星统计.....	9
图表 20：蕉下品牌历程：小黑伞起家的防晒综合方案商.....	10
图表 21：蕉下营业收入：6M2022 防晒衣收入约 8 亿.....	10
图表 22：蕉下毛利率：防晒衣毛利率稳定在 52%-54%.....	10
图表 23：蕉下费用率及净利率：2021 销售费用率 46%.....	10
图表 24：蕉下线下门店布局较为灵活.....	11
图表 25：波司登防晒衣大秀 2024 年亮相北京电影节.....	11
图表 26：波司登 2024 春夏防晒衣产品线.....	11
图表 27：波司登连续三年与 Annakiki 联名，防晒衣更具时尚感.....	12
图表 28：波司登上、下半财年收入占比.....	12
图表 29：波司登上、下半财年归母净利润率水平.....	12
图表 30：波司登线下渠道：固定门店重启“四季化”.....	13
图表 31：波司登线下渠道：热门商圈开设“快闪店”.....	13
图表 32：波司登线上渠道：防晒产品支撑淡季销量.....	13
图表 33：波司登线上渠道：防晒产品支撑淡季销售额.....	13
图表 34：波司登天猫官旗防晒衣热销产品（6 月 6 日）.....	14

## 1. 功能性服饰景气：冬看冲锋衣，夏看防晒服

功能性服饰近年来展现出结构性成长潜力。去年冬季我们已目睹了以冲锋衣为代表的品类崛起，酷暑将至，此刻我们将目光投向防晒赛道。

图表1：功能性服饰从专业装备走向大众休闲



资料来源：国联证券研究所

购物中心开关店数据亦侧面印证了品类的增长动能，当前发展阶段，中高端品牌尚有信心投资 Capex 步入传统的“消费升级”的路径，抬升品牌调性、教育消费市场——其中，主打防晒解决方案的“蕉下”、“蕉内”品牌开店势能在横向对比<sup>1</sup>中居前。当然，线上渠道蕴藏着更多“质价比”需求，下文将通过数据分析对供需进行探底。

<sup>1</sup> 参考中国连锁经营协会、汇纳科技（300609.SZ）联合发布的《2022-2024 购物中心开关店研究报告》，研究时段为 2022 年 7 月-2024 年 3 月，样本覆盖 13 座重点城市 447 个样本购物中心（图 2）。

**图表2：购物中心开关店情况：零售业态微缩，户外功能性服饰开店势能突显**

	原有	新开	关闭	净增	+%
<b>零售</b>	39,440	8,956	9,597	(641)	-2%
餐饮	20,213	7,278	5,095	2,183	11%
娱乐、服务等	13,106	4,270	3,550	720	5%

	原有	新开	关闭	净增	+%
<b>服装</b>	20,017	4,620	5,142	(522)	-3%
鞋履	2,426	387	490	(103)	-4%
化妆品	2,332	437	513	(76)	-3%
珠宝	5,714	896	840	56	1%
数码家电	3,436	729	567	162	5%
奢侈品	1,688	191	189	2	0%

	原有	新开	关闭	净增	+%
<b>女装</b>	7,040	2,042	1,916	126	2%
男女装	4,965	1,012	1,253	(241)	-5%
运动户外	3,312	603	803	(200)	-6%
男装	1,954	336	401	(65)	-3%
童装	1,653	625	779	(154)	-9%
母婴儿童	457	250	217	33	7%
运动儿童	636	131	127	4	1%

#	样本分类	品牌	原有	新开	关闭	净增↓	+%
1	运动户外	安踏	115	31	4	27	23%
2	运动户外	蕉下	49	27	2	25	51%
3	运动户外	MBL	138	27	3	24	17%
4	运动户外	NB1906	75	20	2	18	24%
5	运动户外	Salomon	13	19	2	17	131%
6	男女装	蔓妮芬	52	19	2	17	33%
7	运动户外	李宁	169	26	10	16	9%
8	男女装	nautica white sa	8	14	1	13	163%
9	运动户外	骆驼	13	16	4	12	92%
10	男女装	no one else	18	11	0	11	61%
11	运动户外	HOKA	7	10	0	10	143%
12	运动户外	Lululemon	50	10	0	10	20%
13	男女装	蕉内	6	10	1	9	150%
14	运动户外	KAILAS	12	9	0	9	75%
15	运动户外	361°	28	12	3	9	32%
16	男女装	the north face	46	18	9	9	20%
17	男女装	歌瑞尔	7	11	3	8	114%
18	男女装	CalvinKlein	7	10	2	8	114%
19	男女装	卡帝乐鳄鱼	16	16	8	8	50%
20	运动户外	鸿星尔克	35	13	6	7	20%
21	男女装	Tommy Hilfiger	82	10	3	7	9%
22	运动户外	李宁1990	5	6	0	6	120%
23	运动户外	On昂跑	16	6	0	6	38%
24	运动户外	MAIA ACTIVE	21	7	1	6	29%
25	男女装	波司登	109	33	27	6	6%
26	运动户外	K SWISS	0	5	0	5	
27	运动户外	Le Coq Sportif	9	10	5	5	56%
28	运动户外	Saucony	13	5	1	4	31%
29	运动户外	KOLON SPORT	17	5	3	2	12%
30	运动户外	Columbia	26	5	4	1	4%
31	男女装	安莉芳	27	11	10	1	4%

#	样本分类	品牌	原有	新开	关闭	净增↓	+%
32	运动户外	探路者	11	5	5	0	0%
33	运动户外	特步	35	7	8	-1	-3%
34	运动户外	乔丹	25	6	7	-1	-4%
35	运动户外	NERDY	10	5	6	-1	-10%
36	运动户外	匹克极态	9	7	8	-1	-11%
37	男女装	Resimple	3	1	2	-1	-33%
38	运动户外	NERDY	1	5	6	-1	-1
39	运动户外	DESCENTE	31	5	7	-2	-6%
40	运动户外	SKECHERS	79	15	18	-3	-4%
41	运动户外	acupuncture	13	2	5	-3	-23%
42	运动户外	FILA	131	6	10	-4	-3%
43	运动户外	美津浓	9	1	5	-4	-44%
44	运动户外	KAPPA	23	6	11	-5	-22%
45	运动户外	回力/回力1927	94	44	50	-6	-6%
46	运动户外	FILA Fusion	41	0	7	-7	-17%
47	运动户外	NIKE	225	9	18	-9	-4%
48	运动户外	New Balance	48	4	13	-9	-19%
49	运动户外	Timberland	37	1	11	-10	-27%
50	运动户外	安踏体育	29	0	12	-12	-41%
51	运动户外	飞跃	12	2	14	-12	-100%
52	运动户外	Adidas	174	9	24	-15	-9%
53	运动户外	NIKE Kicks Loung	128	9	26	-17	-13%
54	运动户外	Onitsuka Tiger	45	3	20	-17	-38%
55	运动户外	POLOWALK	80	14	33	-19	-24%
56	运动户外	Under Armour	62	5	24	-19	-31%
57	运动户外	Puma	72	6	28	-22	-31%
58	运动户外	Champion	105	3	28	-25	-24%
59	运动户外	Adidas Originals	126	2	28	-26	-21%
60	运动户外	Converse	53	5	31	-26	-49%
61	运动户外	Adidas NEO	12	1	27	-26	-217%
62	运动户外	Vans	50	4	43	-39	-78%

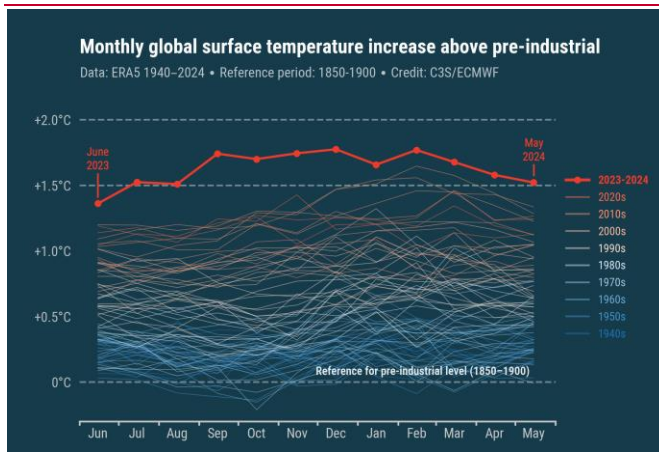
资料来源：中国连锁经营协会，汇客云，国联证券研究所

## 2. 发展阶段：百亿赛道渗透率放缓，品牌化升级加速

去年，我国气象条件进入了一个新的厄尔尼诺周期，典型特征是在平均气温升高的同时阶段性的冷暖交替变得越来越频繁、剧烈。而如今，2024年我们经历了有气象记录以来最热的5月<sup>2</sup>，高温酷暑与冷热交替为防晒衣创造了需求场景。

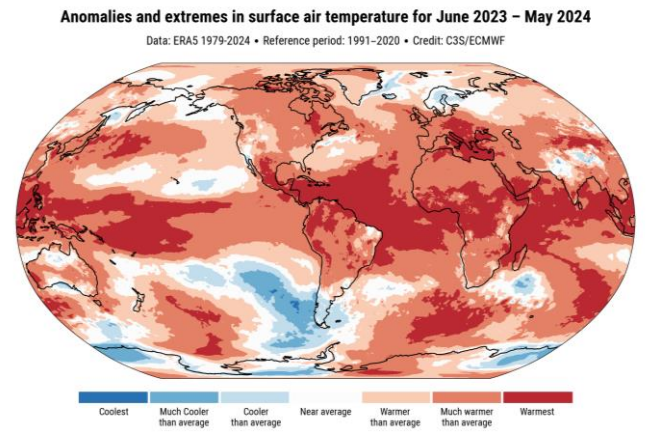
<sup>2</sup> 参考 Copernicus 2024 年 5 月报告 <https://climate.copernicus.eu/surface-air-temperature-may-2024>

图表3：全球地表大气温：较工业革命前抬升至新高



资料来源：climate copernicus, 国联证券研究所

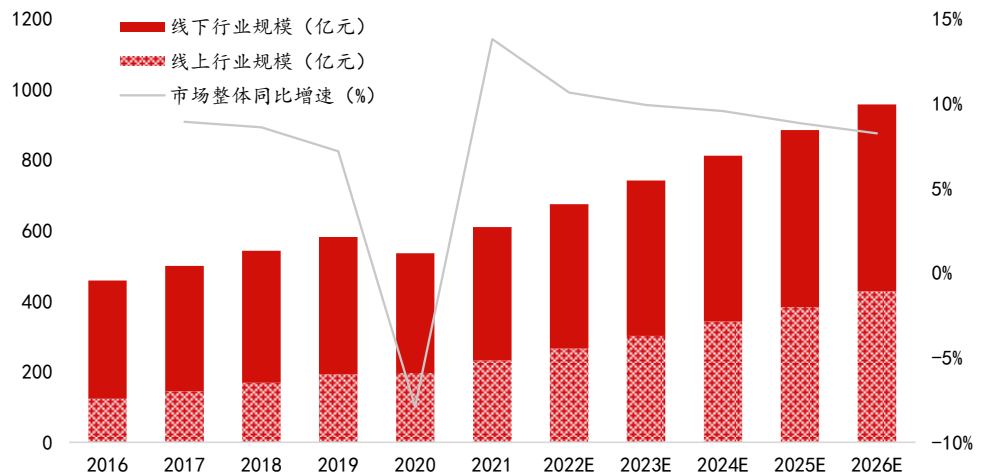
图表4：大气温异常与极端：多地迎来史上“最热”5月



资料来源：climate copernicus, 国联证券研究所

经过三年快速发展，本报告测算狭义（国标）防晒衣市场约有百亿规模。蕉下聆讯资料引用灼识咨询数据，2021年中国广义防晒服饰市场（含防晒功能衣服、伞具、帽子、墨镜、口罩等）规模610亿元，其中线下、线上渠道分别为378亿元、232亿元。而本报告监测的狭义防晒衣2023年线上淘系全平台4大类目（户外、女装、男装、童装）下销售额约55亿，同比增速约60%，考虑抖音、京东、小红书等其他线上平台以及线下商超渠道，狭义防晒衣市场或也已达到百亿规模。

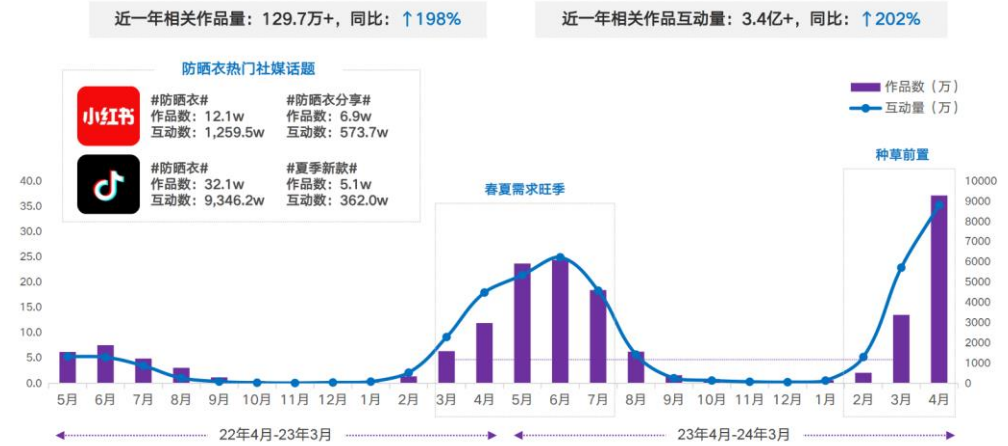
图表5：中国广义防晒服饰市场规模：2021年达611亿元，预测远期冲击千亿



资料来源：蕉下聆讯资料，灼识咨询，国联证券研究所  
注：广义防晒服饰包括具有防晒功能的衣服、伞具、帽子、墨镜、口罩、披肩、袖套及手套等产品

2024年，社媒数据显示防晒衣短期景气度趋势尚好，我们预计今年赛道仍保持较快增速，但由于前两年已有一定程度渗透、增长斜率或较去年已有所放缓。首先从社媒话题大数据分析来看，2024年4月全网“#防晒衣#”作品数与互动量同比高增，或在为五一假期出游提前计划。

图6：“防晒衣”相关内容社媒讨论热度：2024年热度同比更高、种草提前



从局部线上数据来看，我们预计今年旺季防晒衣销售额增速从去年40%-50%回落至30%-40%区间中枢。2024年1月-5月淘系全平台4大类目下防晒衣累计销量约达2,315万件，同比增长23%；累计销售额32亿，同比增长26%。3月起，线上销售明显起量，3月-5月销量增速分别为10%、27%、37%，销售额增速分别为9%、21%、45%。

图7：淘系防晒衣月度销量及旺季同比增速

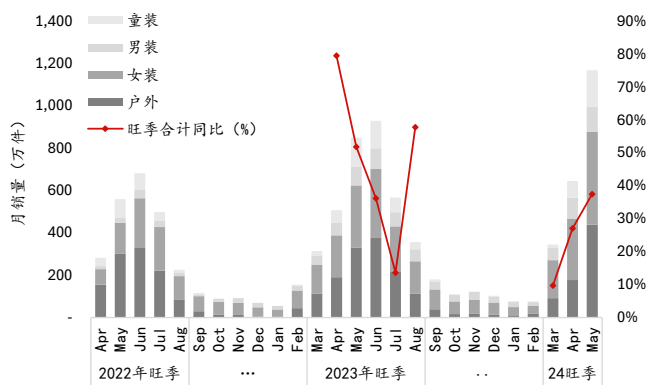
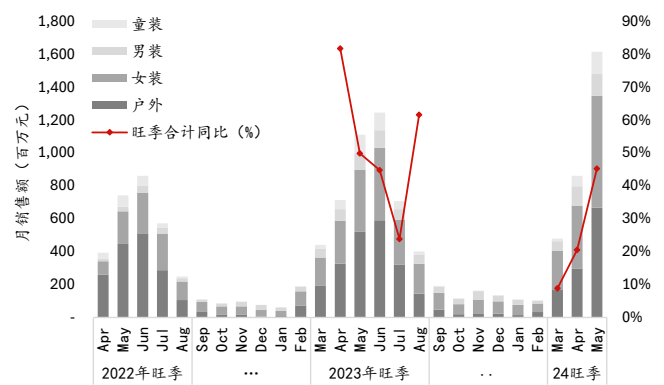
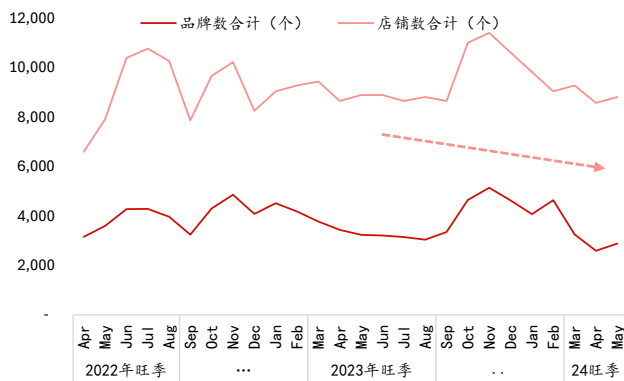


图8：淘系防晒衣月度销售额及旺季同比增速



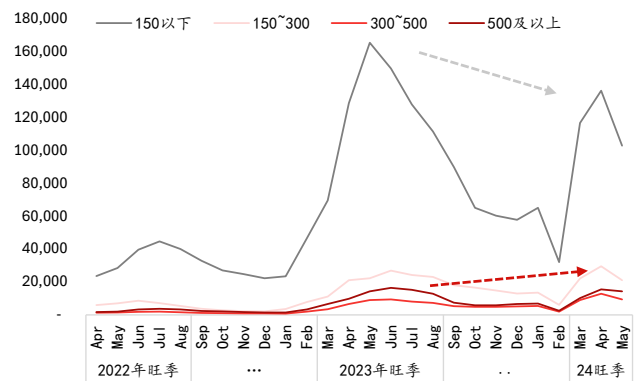
我们判断，赛道当前已经进入白牌出清、格局集中阶段，今年或将目睹头部品牌份额提升。从线上数据来看，旺季参与者变少，品牌数、店铺数较去年下滑；低价白牌产品经历去年的阶段性繁荣后部分退出市场，中高端“牌子货”SKU数量增加。

图表9：淘系防晒衣品牌、店铺数：参与者变少



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

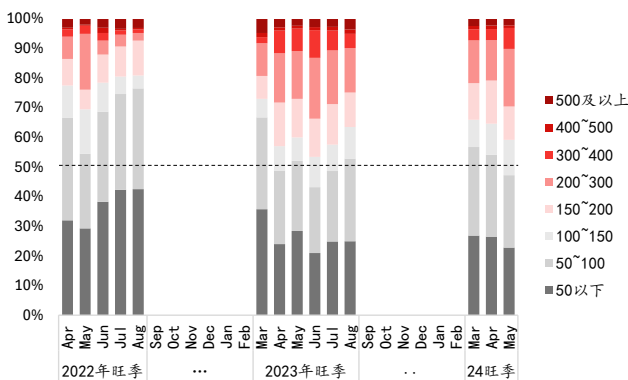
图表10：淘系防晒衣各价格段产品数：品牌化兴起



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

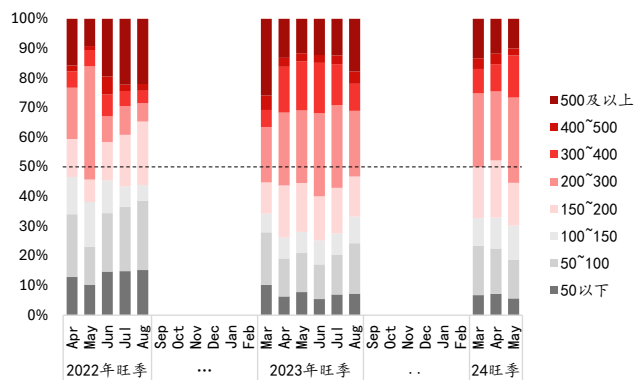
供需格局变化导致价格带上移，品牌化进程抬高赛道空间。从2024年旺季3个月数据来看，目前半数以上消费者的预算仍在百元以内，但这一比例较去年呈下降趋势；从销售额维度来看，近五成市场实际由单价200元以上的产品支撑。

图表11：淘系防晒衣各价格段销量占比



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

图表12：淘系防晒衣各价格段销售额占比



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

### 3. 品牌竞争：蕉下份额优势显著，时尚化成为竞争焦点

各价格带中的代表性品牌已崭露头角，200-400元中高端的竞争相对激烈，集中了较多品牌。从线上数据来看，主要市场参与者包括互联网品牌（如蕉下、蕉内、ohsunny、SINSIN、小野和子），运动户外品牌（如骆驼、迪卡侬、伯希和、北面），以及传统运动、休闲品牌（如安踏、优衣库、李宁、乔丹、361°、波司登）等。

图表13: 淘系防晒衣 6月各价格带代表性爆品: 品牌定价卡位清晰



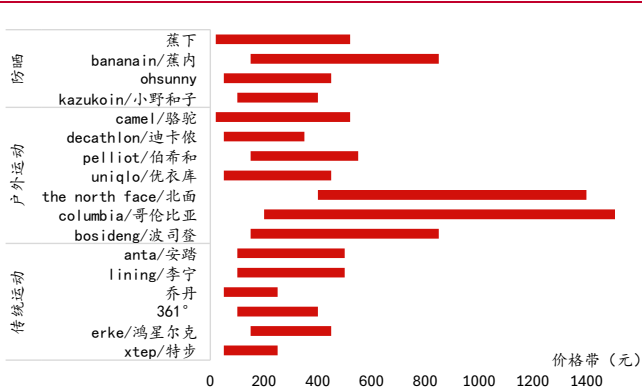
资料来源: 知衣炼丹炉, 国联证券研究所

注: 炼丹炉“折扣价”, 即炼丹炉爆品测算系统得出的区间内低价, 不作为 GMV 计算依据

具体分析品牌价格带卡位与区间市场统治力, 从5月淘系数据来看——

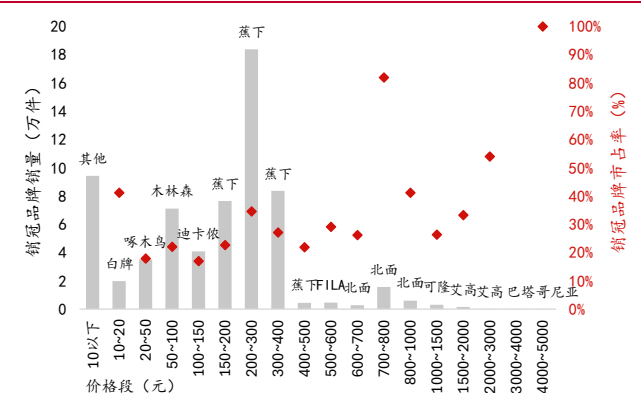
- 1) 低端区间充斥着大量白牌产品, 以及啄木鸟、木林森、宸筱等百元品牌;
- 2) 中低端区间, 迪卡侬主力款定价 129.9 元, 在 100-150 元价格段当月销量第一; 优衣库主力款定价 199 元, 但线上销售已进入蕉下主力价格带;
- 3) 中高端区间, 150-500 元单价区间内蕉下均以超过 20%以上销量份额稳稳占据龙头地位, 蕉内、骆驼跟随, ohsunny、伯希和等品牌体量已明显不在一个量级;
- 4) 高端区间, 500-1000 元单价区间 FILA、北面产品线开发及线上销量表现较好, 单价千元以上的市场主要由可隆、艾高等品牌占据。

图表14: 防晒衣品牌销量维度主力价格带



资料来源: 知衣炼丹炉, 国联证券研究所

图表15: 防晒衣品牌在各自优势价格带内销量市占率



资料来源: 知衣炼丹炉, 国联证券研究所

当前的品牌竞争的重点可以总结为两方面: 卷产品, 卷营销。产品方面, 当前研发的重点早已不是防晒性能, 而是舒适性与设计感。防晒衣执行的是 GB/T 18830-2009 《纺织品防紫外线性能的评定》, 只要能做到 UPF>40 与 UVA 透射率<5%就都已经



可以很好应对日常通勤甚至户外运动的需求,对比美、澳、新等国标已经“遥遥领先”——随着大量测评视频的教育,不少消费者已经意识到“防晒数值”无须追求极致。防晒衣渗透率提升过程中真正要解决的问题是舒适性,摆脱“塑料袋”的闷热感,凉感面料、吸湿速干、易携带不怕洗,才能将品类市场持续做大。另外,与大多数户外服饰逻辑类似,防晒衣市场的基本盘并非硬核党而是穿搭党,日常场景中防晒衣如何更加休闲、时尚,风格如何融入通勤工作场景,也成为产品开发新的差异化发力点。

图表16: 防晒衣功效关键词社媒分析



资料来源: 艺恩营销智库, 国联证券研究所  
注: 统计周期 2023.05-2024.04 (微博、抖音、小红书、B站、快手)

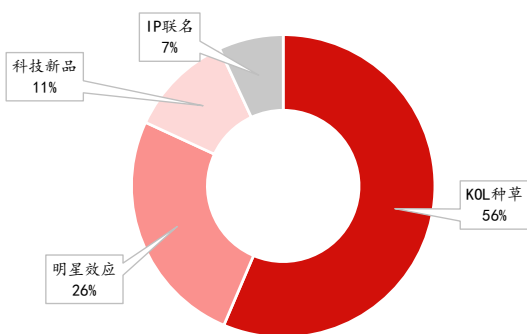
图表17: 防晒衣功效属性卖点描述

属性趋势	卖点描述
紫外线防护系数	upf50+, upf40+, upf100+, upf200+
紫外线穿透指数	uva<5%, uva<2%
吸湿速干性能	蒸发速率(g/h)≥0, 液态水扩散速度 s/(mm/s)
防晒工艺	原纱型, 助剂型, 涂层型
领型	连帽, 立领, 翻领, 圆领, 可脱卸帽
凉感性能/面料	J/cm <sup>2</sup> ·s>0.15, coolmax, lycra, gore-tex

资料来源: 知衣炼丹炉, 国联证券研究所

进一步我们也能从营销动作中看到,为增强防晒衣的时尚、流行属性,200-500元主力价格带内的品牌无不采取了明星营销、达人带货的方式;且自去年蕉下邀请周杰伦代言以来,今年各家的代言选择均为一线明星。同时,各品牌也选择了规模投放网红KOL达人种草,4月-5月期间,据不完全统计李佳琦和副线“所有女生的衣橱”已经举办8场防晒衣品牌的专场,涉及品牌包括蕉下、茉寻、觅橘和ohsunny。

图表18: 防晒衣营销驱动因素: KOL种草与明星效应



资料来源: 艺恩营销智库, 国联证券研究所  
注: 统计周期 2023.05-2024.04 (微博、抖音、小红书、B站、快手)

图表19: 防晒衣头部品牌代言带货明星统计

品牌	明星代言	明星网红带货
蕉下	杨幂 (24)、周杰伦 (23)	沈梦辰、深夜徐老师
蕉内	赵露思、王一博	星也
SINSIN	戚薇	一芳在散步
小野和子	关晓彤	王七叶
骆驼	白鹿	胡凯旋
波司登	杨紫	于适、帕梅拉

资料来源: 炼丹炉, 国联证券研究所

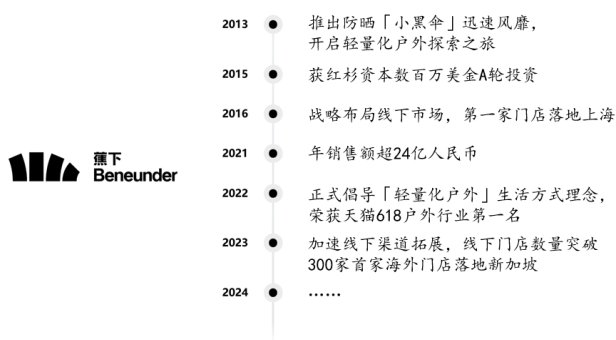
#### 4. 龙头体量: 蕉下多品类、全渠道增长, 持续投入品宣

百亿赛道中能容纳多大的公司? 龙头公司蕉下从“小黑伞”起步,逐步发展为综合性防晒解决方案品牌。根据公司2022年10月提交的聆讯资料,拓品过程中防晒

衣的增速相对较快，公司 2021 全年防晒服装收入达 7.1 亿元，2022 前六个月达 7.9 亿元；加上伞具、帽子、口罩、套袖等品类，公司总收入于 2021 年达 24.1 亿元。

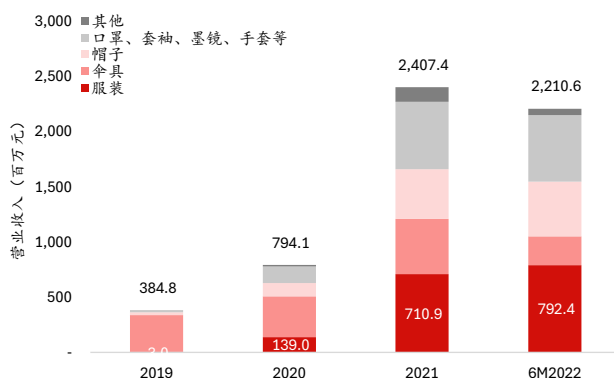
公司服装销售毛利率 2021 年、2022 年前六个月维持在 52.9%、53.8%，帽子、其他防晒配饰的毛利率比防晒衣更高。但由于公司投入了较高营销费用（且 2021 年优先股公允价值大幅变动），因此完整报道年度内报表归母净利润持续亏损，直至 2022 上半年转盈；经调口径下，2022 上半年公司实现盈利 4.0 亿，对应净利率 18%。

图表20：蕉下品牌历程：小黑伞起家的防晒综合方案商



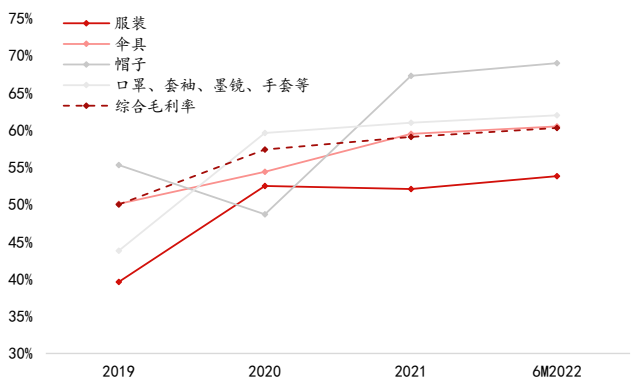
资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表21：蕉下营业收入：6M2022 防晒衣收入约 8 亿



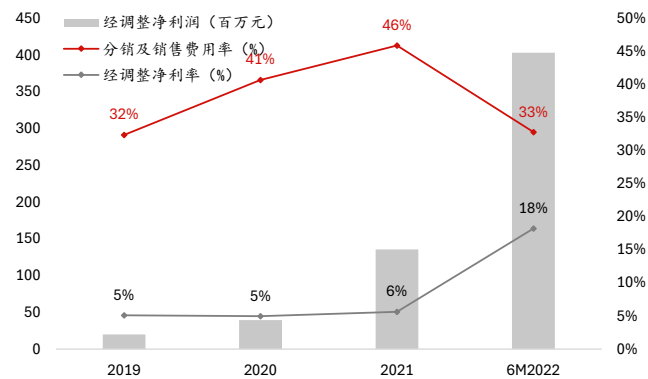
资料来源：公司聆讯资料，国联证券研究所

图表22：蕉下毛利率：防晒衣毛利率稳定在 52%-54%



资料来源：公司聆讯资料，国联证券研究所

图表23：蕉下费用率及净利率：2021 销售费用率 46%



资料来源：公司聆讯资料，国联证券研究所

公司业务受季节波动性影响较大，因此采取了较为灵活的渠道策略。蕉下采取直营为主，分销为辅的模式；线下分为概念店、标准店、无人零售店三种。根据图二，近两年渠道扩张较为积极，官方公众号显示截至 2023 年 9 月至少已有 270 家门店。

图表24：蕉下线下门店布局较为灵活



资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

本报告亦拼凑测算了蕉下线上渠道的近期销售情况，仅供参考：2024年5月，1) 淘系户外类目11家店铺防晒衣销量约282.6万件，销售额约4.54亿元；2) 淘系女装类目56家店铺防晒衣销量约26.1万件，销售额约1.07亿元；3) 抖音10家店铺直播间GMV约1.3-2.5亿区间——综合来看，2022年以来销售增速相对乐观。

## 5. 波司登的新“四季化”：向“时尚功能服饰”目标迈进

2024是波司登销售防晒衣的第三年，且今年产品研发与营销力度都明显加大，预示着品牌更积极的增长目标。相对于羽绒服撑起的百亿销售规模，防晒衣在短期边际贡献上或许无法提供一个较高的比例，但从盘活渠道淡季活力、迈向“时尚功能服饰”目标的角度来看，今夏波司登的防晒衣销售值得密切关注。

今年公司加入品宣竞争，调动品牌优势和时尚资源，于4月18日北京国际电影节发布全球首个防晒衣大秀，打出了“不怕水洗、持久防晒”的产品概念。今年的产品矩阵也根据不同防晒场景完善出了六大系列。

图表25：波司登防晒衣大秀2024年亮相北京电影节



资料来源：凤凰网，国联证券研究所

图表26：波司登2024春夏防晒衣产品线



资料来源：天猫品牌官旗，国联证券研究所

我们认为，在品牌认可与功能性之外，设计感或成为波司登面对竞争时重要的优势，骄阳系列的薄荷曼波风格、Annakiki联名系列从设计上与市场产品做出了差异。

波司登连续三年与 Annakiki 联名，系列产品比起早年斗篷型防晒衣更具时尚感。

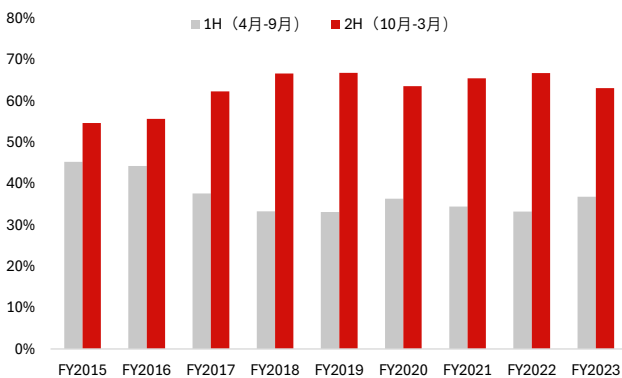
图表27：波司登连续三年与 Annakiki 联名，防晒衣更具时尚感



资料来源：公司官网，国联证券研究所

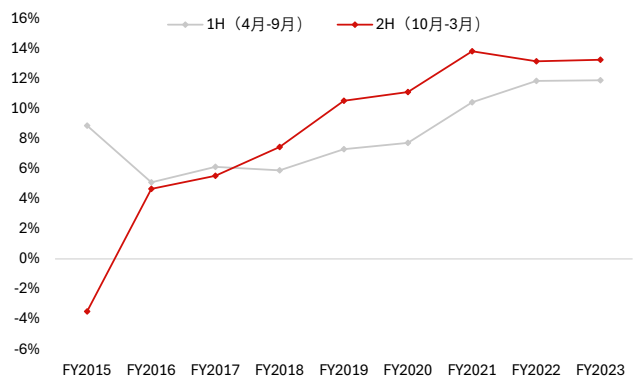
从“四季化”的意义来看，防晒赛道是公司的绝对增量，尤其有利于线下门店淡季效率的盘活。从公司战略转型之后近几年数据来看，公司财报上半年(4月至9月)收入贡献不足四成，净利率与下半年的差距在低个位数。

图表28：波司登上、下半财年收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：波司登上、下半财年归母净利率水平



资料来源：公司公告，国联证券研究所

今年夏天，波司登渠道销售更加积极。线下，门店中羽绒产品展示面积减少，主推防晒衣，并在热门商圈中庭开设“快闪店”。线上，防晒服饰销量占比超过五成，销售额占比约占四成，起到了明显支撑作用。

图表30: 波司登线下渠道: 固定门店重启“四季化”



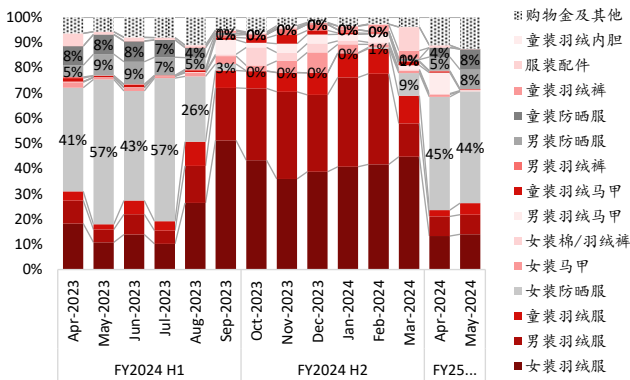
资料来源: 市界, 国联证券研究所

图表31: 波司登线下渠道: 热门商圈开设“快闪店”



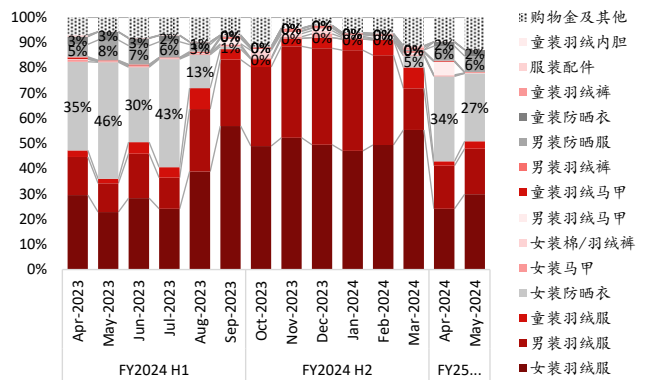
资料来源: 国联证券研究所

图表32: 波司登线上渠道: 防晒产品支撑淡季销量



资料来源: 知衣炼丹炉, 国联证券研究所

图表33: 波司登线上渠道: 防晒产品支撑淡季销售额



资料来源: 知衣炼丹炉, 国联证券研究所

我们认为, 去年冲锋衣、今年防晒服的销售高增体现了公司“销售导向”的强化, 背后是数字化快反实力的支撑。通过营销、制造、渠道全流程的快速响应, 公司更能抓住当下的消费潮流, 顺势大步迈向“时尚功能服饰”的发展目标。

**图表34：波司登天猫官旗防晒衣热销产品（6月6日）**

#	商品图片	商品名称	原价（元）	均价（元）
1		波司登防紫外线 UPF100 透气凉感斗篷原纱防晒衣-达播	289	289
2		【蜂狂 618】波司登夏季防紫外线 UPF100 冰丝修身防晒衣-达播	279	279
3		【呼呼专享】杨紫同款波司登夏季防紫外线 UPF100 修身原纱防晒衣女	269	269
4		杨紫同款波司登夏季防紫外线 UPF100 冰丝凉感透气薄荷曼波防晒衣女	369	309
5		杨紫同款波司登夏季防紫外线 UPF100 冰丝凉感透气收腰显瘦防晒衣女	254	249
6		波司登冬季中长款经典时尚小个子保暖羽绒服男女同款-达播	1099	1099
7		【呼呼专享】波司登防紫外线防晒裙 UPF100 透气修身长款原纱防晒衣	519	519
8		杨紫亲子款波司登儿童防晒衣女童防晒衣宝宝防晒衣冰丝凉感斗篷	169	149
9		波司登 2024 新款户外防紫外线 UPF100 冰丝凉感透气原纱防晒衣男	424	379
10		波司登 2024 夏季户外防紫外线外套冰丝凉感透气微弹舒适防晒衣男	424	379

资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

注：炼丹炉“均价”，即所选时间范围商品价格的平均值

## 6. 风险提示

**品类需求不及预期：**防晒衣作为一个新兴品类，生命周期尚待验证；近两年渗透率快速提升或导致行业后续增速不及预期。

**竞争激烈压低利润：**品牌竞争趋于激烈，渠道成本与营销费用高企或导致利润摊薄。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼