

纺织服饰

2024年07月14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

- 《推荐出口出海出行链，关注优质品牌持续复苏—行业周报》-2024.6.30
- 《推荐出海出行链，建议关注品牌结构性机会—行业周报》-2024.6.16
- 《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》-2024.6.2

优衣库上调全年指引、台股制造延续改善，推荐出口出海链

——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

张霜凝（分析师）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790524070006

● 重点推荐标的：

开润股份、名创优品、泡泡玛特、申洲国际、安踏体育、361度、伟星股份、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：**安踏体育、361度、波司登、滔搏、特步国际、李宁；**男装休闲品牌：**报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、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，关注奥运催化下运动品牌表现

开润股份：出口&出海&出行链标的，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，上海嘉乐并表落地，一体化服装展翼，短期看，受益于奥运会、欧洲杯等赛事，预计2024Q2服装和箱包订单充沛且在高产能利用率下维持较高盈利能力；品牌端90分精细化运营下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%+。**申洲国际：**阿迪达斯、优衣库上调全年指引，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%。**安踏体育：**在Q2零售环境波动情况下，安踏主品牌在专业品类及电商带动下环比提速，FILA Core符合预期，其他品牌定位高端&卡位户外赛道实现40-45%增长，各品牌库销比均表现优异，多品牌战略下经营韧性凸显。**361度：**2024Q2成人线下流水10%增长、童装线下中双增长、电商30-35%增长，2024Q2产品端持续加强产品迭代，提升产品品质同时继续体现功能性及质价比心智，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。**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%。**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：优衣库上调全年收入、下修大中华区预期，6月台股制造延续同比改善
台股6月大部分同比持续改善，成衣及鞋靴环比表现分化：制鞋企业中，丰泰6月同比+1%/环比-6%，裕元6月同比+3%，志强6月同比+39%/-12%，钰齐6月同比+9%/环比-3%。服装代工企业中，儒鸿6月同比+27%/环比+2%，聚阳实业6月同比-2%/环比+1%，羽绒代工中广越6月同比-4%/环比+35%，光隆6月同比+9%/环比-3%。箱包代工企业中，威宏6月同比-9%/环比-6%。**优衣库：**上调FY2024收入及利润指引，较上期指引上调400亿日元至3.07万亿日元，预计同比+11%（原：+9.5%），预计优衣库日本收入录得更高增长，利润大幅增长；优衣库全球收入和利润均大幅增长，其中FY2024H2大中华区业绩将下降、利润大幅下降；GU收入增长，利润大幅增长；全球品牌收入稳定，经营扭亏为盈。

● 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 股跑输、H 股跑赢大盘	3
1.2、重点推荐：开润股份、名创优品、泡泡玛特、申洲国际、安踏体育、361 度、伟星股份、华利集团	4
1.2.1、开润股份：收购上海嘉乐股权完成交割，箱包服装两翼齐飞	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	6
1.2.4、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	7
1.2.5、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌革新释放活力	7
1.2.6、361 度：功能产品持续迭代并结合代言人资源营销，加强专业及质价比心智	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、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	8
2、本周重点公司信息更新	9
2.1、特步国际：2024Q2 电商表现亮眼，高质量运营下流水稳健增长	9
3、行业：优衣库下修大中华区指引，6 月台企延续同比改善	10
3.1、优衣库：FY2024Q3 业绩亮眼，上调 FY2024 收入及利润指引	10
3.2、台企：6 月大部分同比持续改善，成衣及鞋靴环比表现分化	11
4、重点推荐公司盈利预测	13
5、风险提示	13

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 1.5%，跌幅居前	3
图 3：千百度、特步国际、浙江永强涨幅居前三	3
图 4：慕尚集团控股、富安娜、海澜之家跌幅居前三	3
图 5：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升	5
图 6：全球 PC 出货量按季改善	5
图 7：2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前	5
图 8：优衣库 FY2024Q3 收入同比增长中双，上调 FY2024 收入指引	11
图 9：2024 年 6 月丰泰/裕元/钰齐/志强同比+1%/+3%/+9%/+39%，儒鸿/聚阳实业同比+27%/-2%	12
表 1：重点推荐公司盈利预测与估值	13

1、行情回顾与下周推荐

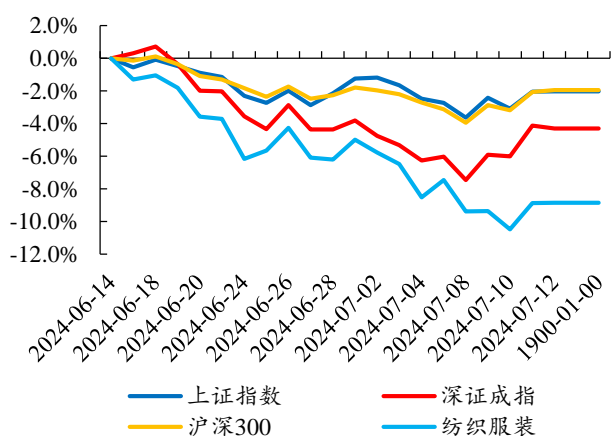
1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑输、H 股跑赢大盘

本周（2024 年 7 月 8 日-2024 年 7 月 12 日）

A 股板块表现：纺织服装板块下跌 1.5%，沪深 300 上涨 1.2%，跑输大盘 2.7pct，在 31 个一级行业中排名第 28，子行业表现来看，纺织制造上涨 1.82%，跑赢大盘 0.62pct；服装家纺下跌 2.6%，跑输大盘 3.8pct。

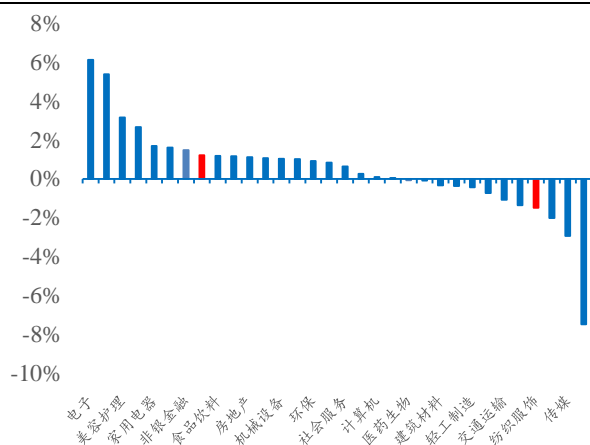
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块下跌 2.82%，恒生指数下跌 2.77%，跑赢大盘 0.1pct。

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

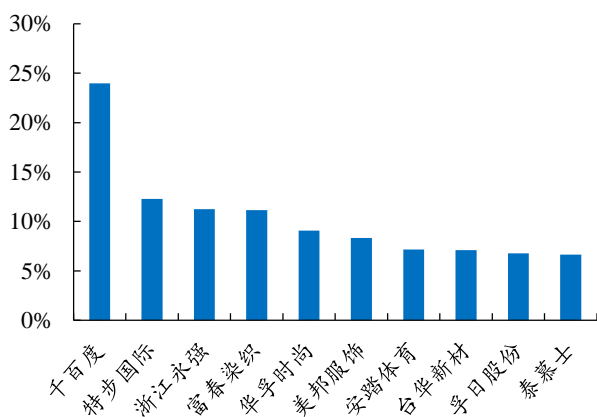
图2：纺服板块本周下跌 1.5%，跌幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

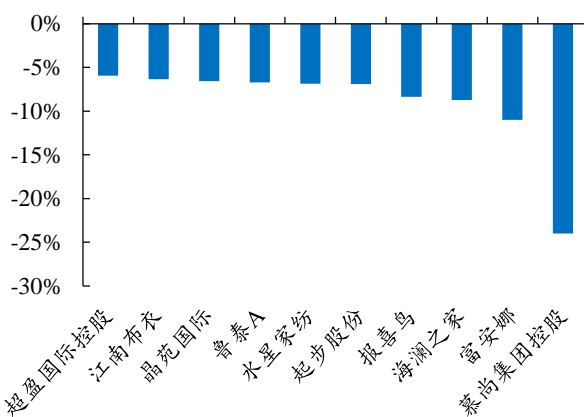
个股表现，千百度、特步国际、浙江永强涨幅居前三，涨幅分别为 24%、12.3%、11.3%；慕尚集团控股、富安娜、海澜之家跌幅居前三，跌幅分别为 24%、10.99%、8.73%。

图3：千百度、特步国际、浙江永强涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：慕尚集团控股、富安娜、海澜之家跌幅居前三



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、申洲国际、安踏体育、361度、伟星股份、华利集团

1.2.1、开润股份：收购上海嘉乐股权完成交割，箱包服装两翼齐飞

公司收购 15.9%上海嘉乐股份有限公司(以下简称“上海嘉乐”)股权完成交割,将直接持有上海嘉乐 51.848%股权(此前为 35.944%),上海嘉乐正式并表。长期看,公司代工品类从箱包扩展到空间更大的服装领域,上海嘉乐为垂直一体化服装代工企业,拥有优质客户资源、面辅料研发、全球运作管理优势,并表后有利于双方资源共享,在箱包生产经验、客户、产能布局上深度协同,预计上海嘉乐盈利能力提升空间充足,并表后有望增厚集团利润。

代工制造全球化产能布局并卡位印尼,区位优势突出,顺势而为无惧竞争。

公司箱包及服装代工全球布局,预计海外产能布局约 70%且以印尼为主,印尼供应链优势在于:(1)成本低,体现在人力成本及税率,截至 2023 年 12 月,印尼是全球第四大人口国,拥有 2.8 亿人口,年龄中位数不足 30 岁,年轻的人口结构为制造业提供充足的人力资源,劳动力成本低于越南;印尼已与 22 个国家签署了多双边自贸协定,同时被纳入美国普惠制,同时出台了相关法律及优惠政策并建立经济特区,以鼓励外商投资。(2)高潜力消费市场:受城市化进程加快助推,中产阶层人群快速增加,第一数据预计 2024-2029 年纺织品市场规模 CAGR 超 5.54%,根据世界银行,2002 年以来印尼中产群体消费每年增长 12%,预计印尼 2030 年中产阶层人群数量将达 1.4 亿人,占总人口近 50%。下游客户预计会进一步加大对印尼本地工厂的采购,一方面印尼保护本土制造业,另一方面中国的进口成品关税可能提高。

箱包代工壁垒坚实制造,上海嘉乐成长路径明确,并表协同下盈利亟待释放。

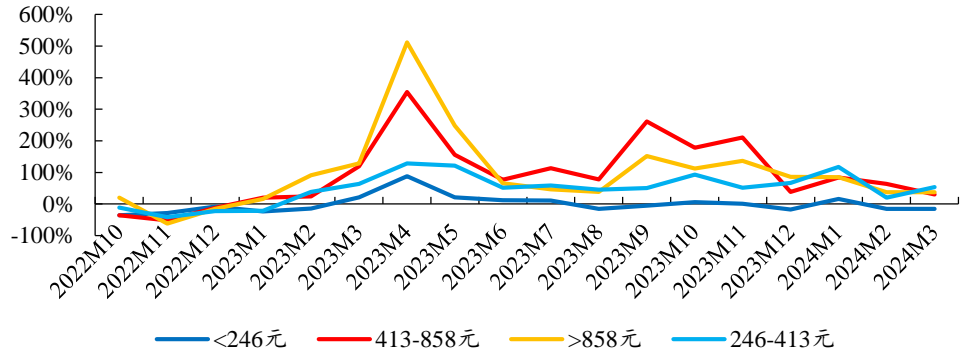
(1)箱包:客户结构优质且集中度高,预计订单维持双位数增长,同时公司优化客户及产能结构并提升精细化管理能力,2024Q1 箱包盈利能力提升显著,预计 2024Q2 维持较好盈利能力。(2)服装:印尼以服装加工为主,纺织产业链织造及染整加工的中上游环节较为薄弱,嘉乐 2003 年于印尼建厂,垂直一体化的产业链布局优势明显。同时,嘉乐服务于全球知名客户优衣库、Adidas、Puma、MUJI 等,客户集中度高于箱包,2023 年收入 12.85 亿元(+26.9%),规模提升空间广阔,预计并表后与箱包协同下盈利能力逐步释放,2024Q1 净利率 3.4%,预计 2024Q2 环比改善。

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%,新品毛利率高于老品约 4-6pct,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,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

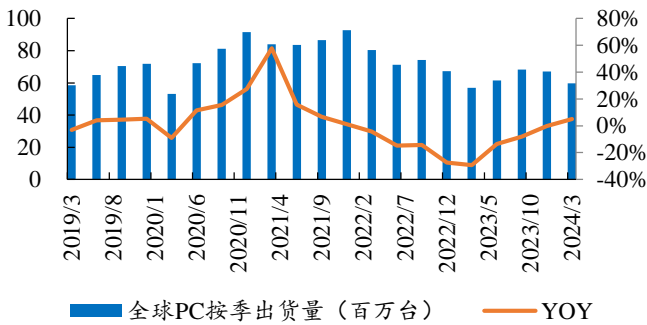
生态链的产品品类，N级单一品类只有一家合作伙伴，公司系箱包品类的N级合作伙伴，独供箱包品类。以前箱包作为小米生态链中不带店品类，渠道及推新受限，预计2024年改革后推新节奏加快、营销自由度提升，抖音渠道已开出箱包独立旗舰店，流量更精准&转化率更高。伴随新品占比提升，以及利益分配由毛利分成向毛保模式切换，盈利能力有望进一步提升。

图5：天猫渠道旅行箱包品类中，中等价格带占比提升



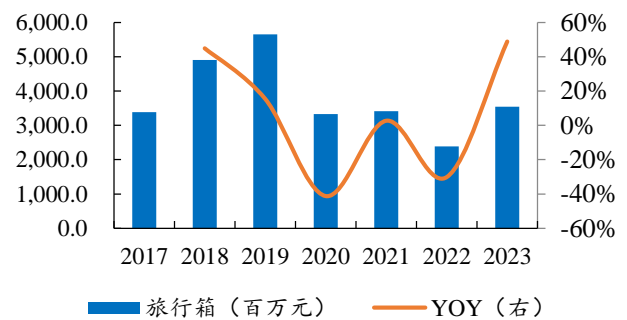
数据来源：久谦、开源证券研究所

图6：全球PC出货量按季改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前



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 chikawa 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”；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，6 月 27 日上线；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，截至 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、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。

1.2.5、安踏体育：多品牌运营筑就强 alpha，主品牌革新释放活力

安踏：2024Q2 流水高单增长，大众定位/专业突破/品牌向上战略持续推进

(1) 2024Q2 安踏大货流水高单增长，安踏儿童流水中单增长，安踏大货及儿童环比 2024Q1 均有提速，电商流水增速环比持平。库销比继续维持在 5 以下，折扣环比改善 1pct，同比持平。(2) 主品牌大众定位/专业突破/品牌向上战略持续推进，6 月发布专为大众打造的慢跑缓震科技平台 PG7，搭载 PG7 科技的安踏旅步和安踏旅途分别售价 399/299 元，凸显品牌大众定位，同时预计带动跑步品类快速增长，此外预计 2024H2 欧文系列走量将持续带动篮球品类表现亮眼。分渠道，安踏电商流水增长 20-25%，线上、核心场、奥莱渠道表现好于下沉市场门店，超级安踏/安踏冠军/ANTA SNEAKERVERSE 店型均有较好表现。

FILA：Q2 高基数下 Core 符合预期，预计 2024H2 低基数下流水提速

2024Q2 大货高单增长，符合预期，Kids 和 Fusion 表现稍弱，电商高基数下增长 20%+ (2023Q2 电商流水增长 60%+)。库销比维持在 5 以下，线上、线下折扣均同比维持。预计 2024 年仍坚定执行顶级产品/顶级渠道/顶级品牌战略，2023H2 FILA 谨慎备货，预计 2024H2 在低基数下将通过产品及渠道延续高质量增长，FILA 产品端继续加大鞋商品占比及高尔夫及网球等专业品类占比，同时顶级渠道端继续提升门店形象，其中 ICONA 新店型中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，桑特及可隆均环比提速

2024Q2 迪桑特 35%-40%增长、可隆增长近 60%，其中线上增长表现亮眼，618 可隆、迪桑特排名均有较快提升，库销比同比表现优异且折扣改善，2024Q2 库销比均维持 5 左右，迪桑特折扣有所改善，可隆线上及线下均有 6-7pct 改善。。

1.2.6、361 度：功能产品持续迭代并结合代言人资源营销，加强专业及质价比心智

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/Q2 361° 成人线下流水高双/10%增长、361° 童装线下流水 20-25%/中双增长、电商流水 20-25%增长/30-35%，线下流水环比降速但电商亮眼且经营指标稳健。**经营指标：**2024Q2 库销比 4.5-5 保持良性，折扣大约 71 折，受益于性价比品牌的定价优势，折扣环比/同比均基本持平，有望恢复至 7.5 折的疫情前水平，售罄率预计 80%，表现优异。**线下：**2024Q2 成人门店预计净增，成人及儿童平均门店面积均有提升，成人门店平均月店效接近 200 万，童装门店平均月店效 100-130 万，预计 2024H2 童装店效随五代店占比提升进一步提高。**电商：**2024Q2 电商流水增长 30-35%，618 期间电商渠道销售额同比增长 94%，位列国产品牌第三，销量增长 99%，位列行业第一，洞察年轻群体心理推出差异化爆品，全渠道尖货销量超 24 万件，同比增长 167%，飞燃 3 在终端需求促进下补货需求旺盛。

产品端：2024Q2 持续加强产品迭代，提升产品品质同时继续体现功能性及质价比心智，跑步领域主打稳定支撑的泰坦家族系列推出泰坦 IICQT 跑鞋，6 月推出 Miro NUDE 栗蜂碳板跑鞋，中底使用 CQT Extrem3 科技，与德国赢创合作研发的 PA12 尼龙粗胚工艺使能量回馈达 90%。篮球领域结合代言人资源，4 月推出定价 799 的 Big3 5.0 Quick PRO，6 月推出 Supernova 2.0 Pro。**营销端：**代言人资源赋能篮球品类，预计巴黎奥运将结合约基奇产品及资源进行营销。

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，公司越南产能落地下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、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、本周重点公司信息更新

2.1、特步国际：2024Q2 电商表现亮眼，高质量运营下流水稳健增长

公司 2024Q2 全渠道流水增长 10%，2024H1 全渠道流水高单增长，预计 2024H1 在产品组合调整下 ASP 保持稳定。2024Q2 高质量运营下流水稳健增长，折扣环比改善，库销比恢复至疫情前水平，预计主品牌高质量运营下流水稳健增长，积极控费及 KP 剥离后有望提升集团利润率，同时 KP 剥离后，三大品牌聚焦跑步市场将进一步放大协同效应。

电商驱动主品牌 2024Q2 流水，折扣及库销比环比改善。2024Q2 流水由电商增长带动，电商/线下流水分别同比增长 25%/低单。电商：618 活动特步集团电商 GMV 录得 50%+增长，其中主品牌 GMV 也录得 40%+增长，主品牌线上增长受益于产品策略重新转向大众，预计 3 月定价 599 的碳板跑鞋 360X 推出以来销量实现 80 万双+。线下：线下流水及同店增长承压，主要系消费疲软、天气因素影响街边店客流。儿童：预计儿童表现略好于成人，2024Q2 流水也由电商驱动，预计儿童线上流水增长 30%+。经营指标：2024Q2 折扣环比改善至 75 折，库销比环比改善至 4 个月，2024Q1 折扣及库销比分别为 70-75 折、4-4.5 月，恢复至疫情前水平。

索康尼：品牌势能提升，跑鞋贡献动能，OG 及通勤系列占比预计稳步提升。索康尼定位社会双精英，预计 2024H1 同店增长 30%+，预计增长动力来自消费者对产品及品牌的认可度提升，同时服装类 SKU 逐渐丰富。目前预计通勤及 OG 系列销售占比 20%，未来销售占比将稳步提升。

3、行业：优衣库下修大中华区指引，6月台企延续同比改善

3.1、优衣库：FY2024Q3 业绩亮眼，上调 FY2024 收入及利润指引

1、营业收入：FY2024Q1-Q3 营收实现 2.4 万亿日元，同比增长 10.4%，FY2024Q3 营收实现 7675 亿日元，同比增长 13.5%，优衣库在北美、欧洲、东南亚和日本为主要收入增长支柱。

2、利润端：FY2024Q3 毛利率为 56.5%（同比+2.7pct），FY2024Q3 营业利润为 1447 亿日元，同比增长 31.2%，营业利润率为 18.9%，同比+2.6pct；FY2024Q3 归母净利润为 1169 亿日元，同比增长 37.4%，净利率为 15.2%，同比+2.6pct。

3、分品牌看：

(1) 优衣库日本：FY2024Q3 营收/营业利润分别实现 2369/505 亿日元，同比+10.4%/+56.9%，收入及利润大幅增长，折扣率和销售成本均有所改善。截至 FY2024Q3 末，门店数为 798 家，较 FY2024Q2 末-2 家；同店销售额同比+9%，其中量/价分别同比+0.2%/+8.9%，其中 3-5 月同店销售额同比-1.5%/+18.9%/+8.4%，4-5 月销售强劲主要系在持续温暖的天气期间，采用超弹力材料制成的 T 恤、BRATOPS 和下装的强劲销售，同时黄金周和优衣库 40 周年感谢节日。毛利率同比改善 4.1pct，这归功于折扣率改善、追加生产时使用的即期汇率所受影响同比降低带动成本率改善。

(2) 优衣库全球：FY2024Q3 营收/营业利润分别实现 4088/710 亿日元，同比增长 19.4%/+15.6%，收入、利润大幅增长；截至 FY2024Q3 末，门店数为 1697 家，较 FY2024Q2 末+28 家；分具体区域看，中国/亚洲&大洋洲/北美&欧洲营收分别同比+4%/+20%/+48%，门店数较 FY2024Q2 末分别+2/+12/+14 家。

大中华区：收入下降，利润大幅下滑。主要系 FY2023Q3 高基数，外部因素：消费者兴趣低迷、天气反常等。内部因素：符合消费者需求的产品组合不足、相关信息传达不够、营销力度不够。

北美&欧洲：收入、利润大幅增长。北美地区录得收益及经营溢利大幅增长，主要系为提高策略性商品的销售，强化营销与商品情报宣传，使得 BRATOPS、亚麻衫及 SUW（运动功能服饰）销售表现出色。欧洲地区录得收益及经营溢利大幅增长，主要系 UNIQLO 于欧洲的品牌知名度提升，同时陆续于英国爱丁堡、意大利罗马等推出当地首家店铺，获得高于预期的销售表现，推动同店销售净额同比呈双位数增长。

亚洲&大洋洲：东南亚、印度、澳大利亚收入、利润大幅增长；韩国夏装销售强劲带动收入、利润均增长。

4、营运能力：截至 FY2024Q3 末，公司存货规模为 4047 亿日元（同比+4%）。

5、FY2024 指引：

收入端：较上期指引上调 400 亿日元至 3.07 万亿日元，预计同比+11%（原：+9.5%）。

利润端：经营利润和净利润分别上调至 475/365 亿日元，同比+24.6%/+23.2%，OP 上调，利息收入增加上调净利润。

分品牌看：预计优衣库日本收入录得更高增长，利润大幅增长；优衣库全球收

入和利润均大幅增长，H2 大中华区业绩将下降、利润大幅下降；GU 收入增长，利润大幅增长；全球品牌收入稳定，经营扭亏为盈。

图8：优衣库 FY2024Q3 收入同比增长中双，上调 FY2024 收入指引

【开源纺织】优衣库FY2024Q3业绩要点							备注
	FY2023Q2 (22.12-23.2)	FY2023Q3 (23.3-23.5)	FY2023Q4 (23.6-23.8)	FY2024Q1 (23.9-23.11)	FY2024Q2 (23.12-24.2)	FY2024Q3 (24.3-24.5)	
公司整体 (十亿日元)							
营业收入	751	676	623	811	788	768	优衣库北美、欧洲、东南亚和日本为主要增长支柱
YOY	27%	24%	16%	13%	5%	14%	
净利润	68	85	58	108	88	117	
YOY	28%	-6%	62%	27%	29%	37%	
财务表现							
FY2024Q3	GPM	SG&A ratio	OPM	NPM			
公司整体	56.5%	38.0%	18.9%	15.2%			
YOY	+2.7pp	+0.1pp	+2.6pp	+2.6pp			
分品牌 (十亿日元)							
优衣库-日本							
营业收入	254	215	181	244	241	237	收入及利润大幅增长，超预期
YOY	18%	8%	6%	1%	-5%	10%	
营业利润	28	32	18	47	31	51	
YOY	9%	-16%	267%	18%	10%	57%	
门店数	807	807	800	811	800	798	Q3同店销售额同比+9%，其中量/价分别同比+0.2%/+8.9%
YOY	5	(5)	(9)	(3)	(7)	(9)	
优衣库-全球							
营业收入	397	342	339	441	443	409	收入、利润大幅增长，大中华区不及预期
YOY	35%	38%	22%	23%	11%	19%	
营业利润	65	61	43	78	73	71	
YOY	62%	89%	68%	36%	12%	16%	
门店数	1622	1636	1634	1677	1669	1697	中国1030+韩国128+亚洲剩余382+北美81+欧洲76
YOY	77	73	49	40	47	64	
优衣库-全球分地区 (十亿日元)							
中国	174	155	144	180	180	162	大中华区收入及OPM下降，主要系高基数、消费意愿疲软、天气不佳、商品组合未能满足消费者需求
YOY	12%	49%	13%	23%	3%	4%	
亚洲&大洋洲	123	109	107	131	142	132	
YOY	71%	32%	21%	19%	15%	20%	东南亚、印度、澳大利亚收入、利润大幅增长
北美&欧洲	100	78	89	130	121	115	北美、欧洲收入及OPM双双大幅增长
YOY	50%	27%	44%	29%	21%	48%	
GU							
营业收入	66	82	67	88	72	87	收入及Opm大幅增长，商品反应全球大众潮流特色，销售强劲
YOY	25%	22%	21%	11%	8%	5%	
营业利润	2	13	0	12	3	14	
YOY	412%	51%	-127%	16%	23%	11%	
门店数	455	464	463	472	468	476	
YOY	15	13	14	13	13	12	
全球品牌							
营业收入	33	36	35	37	33	34	PLST改革阶段，收入下降但OP受益于经费结构改善增长；Comptoir des Cottonniers关店导致收入下降，亏损收窄；Theory营收略微下降，未能控制管理费用导致OP大幅下降
YOY	15%	16%	7%	-3%	1%	-5%	
营业利润	2.4	1.3	-32.3	0.3	-2.0	1.4	
门店数	708	722	681	679	654	652	PLST和Comptoir des Cottonniers关店
YOY	(33)	(4)	(38)	(40)	(54)	(70)	
FY2024业绩预测							
收入：上调400亿日元，预计同比+11%（原：+9.5%）。							
利润：经营利润和净利润分别上调至475/365亿日元，同比+24.6%/+23.2%，OP上调，利息收入增加上调净利润。							
	收入	营业利润		收入	营业利润		
优衣库-日本	更高增长	大幅增长	H2收入及利润大幅增长	GU	增加	大幅增长	
			H2大中华区收入下降、利润大幅下降，全年收入增长、利润小幅下降	全球品牌	保持稳定	利润转盈	

资料来源：优衣库官网、开源证券研究所

3.2、台企：6月大部分同比持续改善，成衣及鞋靴环比表现分化

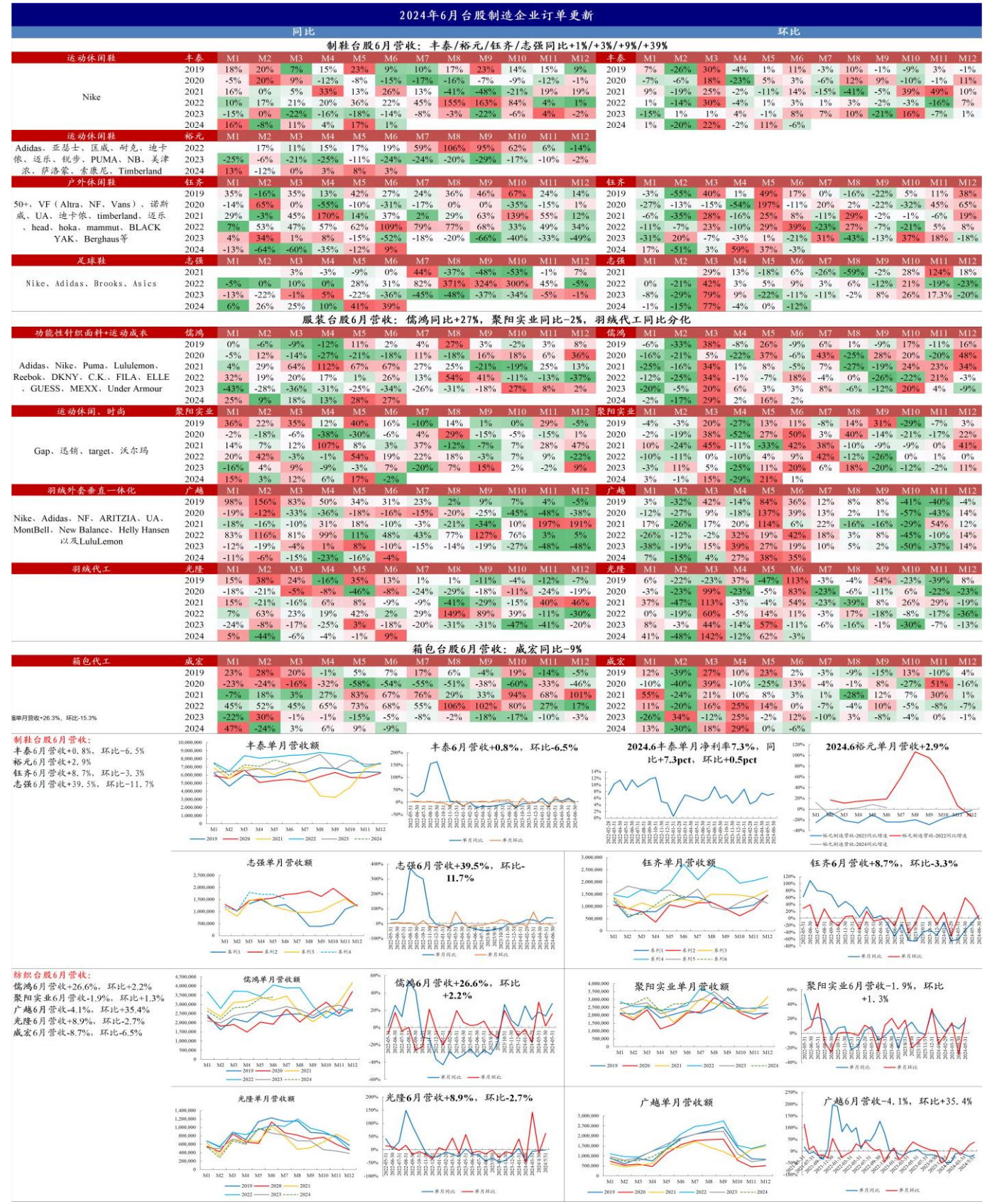
制鞋企业中，整体看收入同比改善、环比下降。丰泰6月同比+1%/环比-6%，裕元6月同比+3%，志强6月同比+39%/环比-12%，钰齐6月同比+9%/环比-3%。

服装代工企业中，大部分成衣制造企业环比改善。儒鸿6月同比+27%/环比+2%，聚阳实业6月同比-2%/环比+1%，羽绒代工中广越6月同比-4%/环比+35%，光隆6

月同比+9%/环比-3%。

箱包代工企业中，威宏 6 月同比-9%/环比-6%。

图9：2024 年 6 月丰泰/裕元/钰齐/志强同比+1%/+3%/+9%/+39%，儒鸿/聚阳实业同比+27%/ -2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、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
	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
滔搏	9.5	8.7	22.1	23.7	25.8	27.8	20.5	7.0	9.1	7.7	225.4	买入
安踏体育	14.4	12.6	102.4	136.6	156.5	0.0	34.9	33.5	14.6	-100.0	1970.2	买入
李宁	11.5	10.0	31.9	33.4	38.4	43.5	-21.6	4.8	15.0	13.2	382.9	买入
特步国际	10.2	8.2	10.3	12.3	15.4	17.6	11.8	19.4	24.8	14.9	125.8	买入
361度	6.6	5.6	9.6	11.4	13.5	15.8	28.7	18.3	19.1	16.8	75.4	买入
报喜鸟	8.0	7.0	7.0	8.0	9.1	10.2	52.1	14.1	14.3	12.0	63.9	买入
比音勒芬	11.6	9.6	9.1	11.4	13.8	16.5	25.2	25.4	20.8	19.6	133.0	买入
海澜之家	11.9	10.7	29.5	31.5	35.3	38.8	37.0	6.8	11.8	9.9	376.5	买入
锦泓集团	7.4	6.3	3.0	3.7	4.3	5.0	316.8	23.0	18.6	15.7	27.2	买入
森马服饰	11.1	9.7	11.2	12.9	14.7	16.3	76.1	14.8	14.5	10.8	142.5	买入
申洲国际	18.3	16.0	45.6	56.3	64.5	73.2	-0.1	23.5	14.6	13.5	1031.8	买入
华利集团	18.9	16.0	32.0	38.6	45.6	53.0	-0.9	20.6	18.1	16.2	731.4	买入
开润股份	16.7	12.2	1.2	3.0	4.1	5.2	146.7	159.5	36.7	26.8	50.1	买入
兴业科技	9.9	7.8	1.9	2.7	3.4	4.0	23.7	44.9	26.3	15.8	26.8	买入
健盛集团	10.8	9.5	2.7	3.2	3.6	4.3	3.3	18.3	13.8	17.0	34.4	买入
名创优品	15.3	12.4	22.5	28.6	35.1	43.0	111.3	27.2	22.6	22.4	437.1	买入
泡泡玛特	33.1	25.8	10.8	14.5	18.6	23.5	127.5	33.7	28.4	26.7	479.6	买入
伟星股份	23.7	20.8	5.6	6.6	7.5	8.5	14.2	17.7	13.9	13.4	155.5	买入
波司登	11.6	10.1	30.7	36.2	41.7	47.7	49.1	17.8	15.2	14.2	419.7	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7月12日汇率：港币：人民币=0.91，收盘日截至2024年7月12日，其中滔搏、波司登为FY2025-FY2027预测）

5、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3层
邮编：200120
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

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

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