

中国平安 PINGAN

专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

运动户外专题系列（一）： 周期视角下，行业的修复反转期

证券分析师

王源 投资咨询资格编号：S1060524010001

纺服行业 强于大市（维持）

2024年7月17日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- **总论：**我国运动户外鞋服行业历经三十余年的发展，发展至今行业共经历了两次库存压力期。1) 行业于2012年前后经历了一次较大规模的库存危机期；2) 行业于2022年前后经历了一次整体库存承压期。我们认为，以行业库存水位为周期阶段，可将我国运动户外鞋服行业的周期粗略划分为四个阶段，即周期危机累积阶段、周期危机爆发阶段、周期回暖兴起阶段和周期承压修复阶段。行业历经三十余年的沉浮变化，又经历了周期波动，对我们有深远的启示。从周期的角度看运动户外鞋服行业，对于我们把握行业在周期中的趋势以及探究个股择时信号具有一定意义。
- **行业的周期分析：**从周期角度看，行业正值修复反转期。具体看周期的四个阶段：1) 周期阶段一（2010以前）：库存危机前的“野蛮生长”期，即需求旺盛，供给激增。2) 周期阶段二（2011-2014年）：库存危机去化的艰难曲折期，即需求透支，供给过剩。3) 周期阶段三（2015-2021年）：甩掉库存“大尾巴”，景气复苏的回暖上升阶段，特别是2021年的高光时刻。4) 周期阶段四（2022年以来）：库存短暂承压，行业修复调整。我们认为，自2022-2023年，行业流水由负转正，行业库销比从高企到健康，行业整体面貌从承压疲弱到复苏向好；2024年以来，行业整体基本恢复正常年份表现，穿越高库存承压期，逐渐修复向好。通过从周期角度对行业进行分析，我们认为，当前我国运动户外国货品牌崛起的势能强，国产替代潜移默化且势不可挡。本土运动鞋服品牌已抓住一轮又一轮的行业机遇，撕掉了土气和仿制的标签实现了华丽转身。当前，行业正处于全球疫情后周期底部的反转修复阶段。短期内，准入门槛低的运动项目及高性价比产品更能得到消费者青睐，以性价比为王的本土运动鞋服品牌将迎来新的发展机遇。
- **投资建议：**基于可选消费修复逻辑，我们认为，运动户外行业经过一轮较长时期调整后，各细分赛道龙头股估值具备性价比，或将迎来新的机遇与挑战。我们建议配置运动户外赛道的优质核心资产，特别是有底部困境反转的龙头白马股。建议关注两条投资主线：1) 自上而下，优选市场份额提升及具备估值性价比的细分赛道龙头。其中，推荐关注服装制造相关的出口企业的投资机会。建议关注：申洲国际及华利集团等。2) 自下而上，优选业绩确定性较强及股息率较高的白马股。其中，建议重点关注有边际改善的服装品牌企业，以及分红派息率稳健的龙头企业。建议关注：安踏体育等。
- **风险提示：**1) 消费偏好变化；2) 渠道库存积压风险，3) 海外需求的不确定性等。



目录CONTENTS

- ① 01 总论：我国运动户外行业的四个周期阶段
- ② 02 从周期角度看，行业正值修复反转期
- ③ 03 投资建议：建议关注运动户外全产业链的投资机会
- ④ 04 推荐标的
- ⑤ 05 风险提示

01 总论：我国运动户外行业的四个周期阶段

总论：

- 我国行业发展背景：20世纪80-90年代，外资运动品牌陆续进入中国，促进了我国运动鞋服行业的萌芽发展。其中，Nike于1980年进入中国，Adidas于1997年进入中国。外资品牌由于“水土不服”，在中国市场表现欠佳，这为我国本土运动品牌的成长留足了空间及机会。
- 复盘我国运动鞋服行业三十余年的发展，不难发现：1) 行业于2012年前后经历了一次较大规模的库存危机期；2) 行业于2022年前后经历了一次整体库存承压期。

图表1 20世纪90年代我国运动鞋服品牌

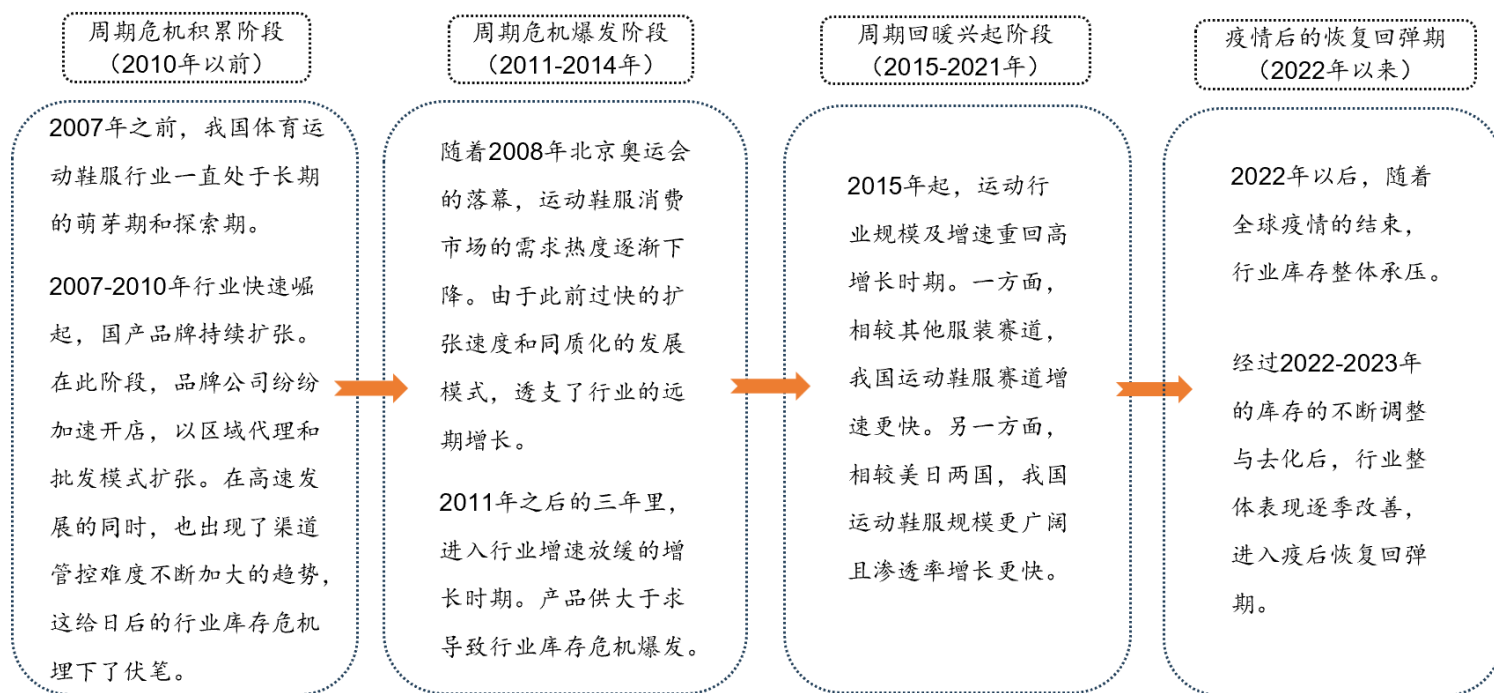
品牌	LOGO	创立年份	上市年份	国家	品牌定位
NIKE		1980年进入中国	N/A	美国	高端
ADIDAS		1997年进入中国	N/A	德国	高端
KAPPA		2002年进入中国	N/A	意大利	高端
李宁		1991年	2004年	中国	偏高端
匹克		1989年	已退市	中国	偏高端
安踏		1994年	2007年	中国	偏低端
特步		2001年	2008年	中国	偏低端
361度		2003年	2009年	中国	偏低端

资料来源：各公司官网，平安证券研究所

01 总论：我国运动户外行业的四个周期阶段

- 我们认为，以行业库存水位为周期阶段，可将我国运动户外鞋服行业的周期粗略划分为四个阶段，即周期危机累积阶段、周期危机爆发阶段、周期回暖兴起阶段和周期承压修复阶段。行业历经三十余年的沉浮变化，又经历了周期波动，对我们有深远的启示。从周期的角度看运动户外鞋服行业，对于我们把握行业在周期中的趋势以及探究个股择时信号具有一定意义。

图2 我国运动户外鞋服行业的四个周期阶段



资料来源：平安证券研究所

注：图表内容均为平安证券自有观点总结汇编，无外部引用。



目录CONTENTS

- ① 01 总论：我国运动户外行业的四个周期阶段
- ② 02 从周期角度看，行业正值修复反转期
- ③ 03 投资建议：建议关注运动户外全产业链的投资机会
- ④ 04 推荐标的
- ⑤ 05 风险提示

02 周期阶段一（2010年以前）：库存危机前的“野蛮生长”期

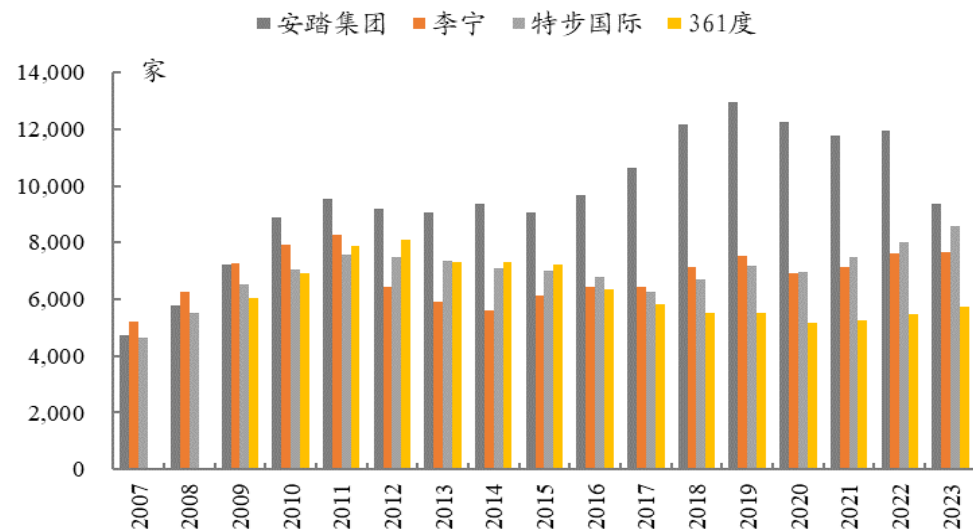
【我国运动户外周期阶段一（2010以前）】：库存危机前的“野蛮生长”期，即需求旺盛，供给激增。

- 我们认为，2007年可作为中国运动鞋服行业真正开始的元年。此前，我国体育运动鞋服行业一直处于长期的萌芽期和探索期。2008年北京奥运会的隆重举办，打开了我国运动鞋服行业的发展机遇，也成为我国本土运动鞋服品牌绝佳的发展机会，本土品牌加速扩张且“野蛮生长”。
- 2007-2010年行业快速崛起，国产品牌持续扩张。根据Euromonitor，我国运动鞋服行业规模由2007年的790亿元快速增至2011年的1,418亿元，CAGR=15.7%。在北京奥运会的加持下，我国运动鞋服需求激增，并促使行业的规模迅速扩大。在此阶段，各运动品牌公司纷纷加速开店；以区域代理商和批发经营模式为主，展开了野蛮生长的大规模扩张之路。在高速发展的同时，也出现了渠道管控难度不断加大的趋势，这给日后的行业库存危机埋下了伏笔。我们判断，2008年是一道“分水岭”：此前，行业增速连年高速攀升；此后，行业增速放缓，甚至增速为负。

图3 20世纪90年代初期，国产运动品牌汇总



图4 2007-2023年内资运动头部企业主要品牌门店数量走势（家）



资料来源：各公司官网，各公司财报，平安证券研究所

注：1. 品牌图标均来自各品牌官网，由平安证券自制而成，无外部引用；2. 门店数目为各公司品牌门店数量合计值。

02 周期阶段二（2011-2014年）：库存去化的艰难曲折期（需求端）

【我国运动户外周期阶段二（2011-2014年）】：库存危机去化的艰难曲折期，即需求透支，供给过剩。

产品供大于求导致行业库存危机爆发，而危机的开始其实有迹可循。即，行业内重点公司的营运周转表现就是很好的标尺，它对投资人预判行业和公司基本面有重要帮助。观察及分析该阶段内主要公司的营运数据指标，不难发现经营数据的明显变化，也就不难捕捉有可能出现的恶化。

■ 1) 从需求端看：需求透支，热度冷却，增速骤降。

随着2008年北京奥运会的落幕，运动鞋服消费市场的需求热度逐渐冷却。由于此前过快的扩张速度和同质化的发展模式，透支了行业的远期增长。2011年之后的三年里，行业进入了增速骤降的波动下降期。根据Euromonitor，2013年我国运动鞋服行业规模降至217.4亿美元，较2012年下降1.4%，较2011年下降1%。2012-2013年也成为我国运动鞋服行业增长最缓慢的年份。

图5 2011-2013年我国运动鞋服行业增速骤降且出现负增速情况

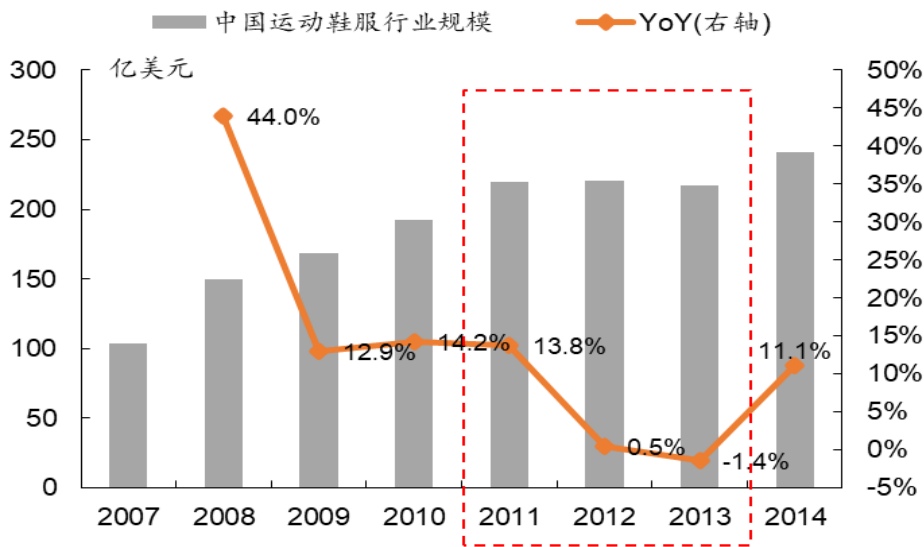
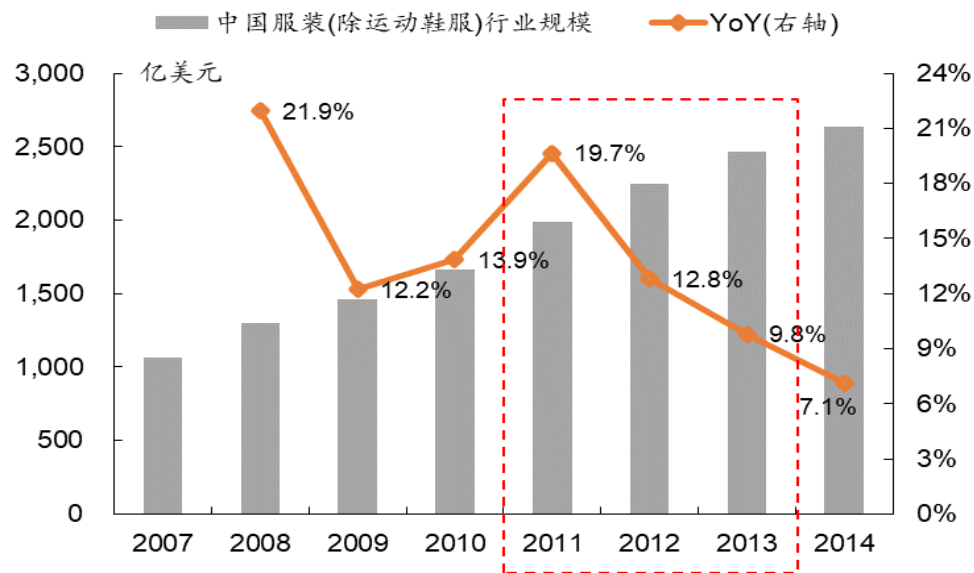


图6 2011-2013年我国服装（不含运动类）行业增速整体表现较好



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

02 周期阶段二（2011-2014年）：库存去化的艰难曲折期（供给端）

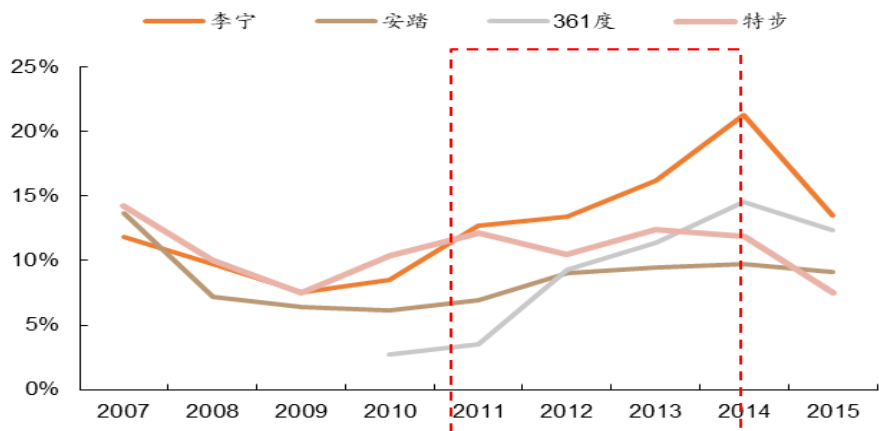
■ 2) 从供给端看：供给过剩，经销崩盘，品牌受损。

由于行业普遍采用“批发-经销”模式，且前期阶段的“野蛮扩张”导致品牌端对渠道终端疏于管理，致使品牌端对销售终端的消费风向变化有很强的滞后性，无法及时触达终端和调整生产节奏。复盘后我们发现，实际上品牌商与经销商是利益共同体，两者相生相成且同进同退。通过分析行业重点公司的财报，我们发现存货及应收账款表现是两大重要跟踪指标，能够一定程度上反映品牌公司经营水平情况（改善或恶化）。

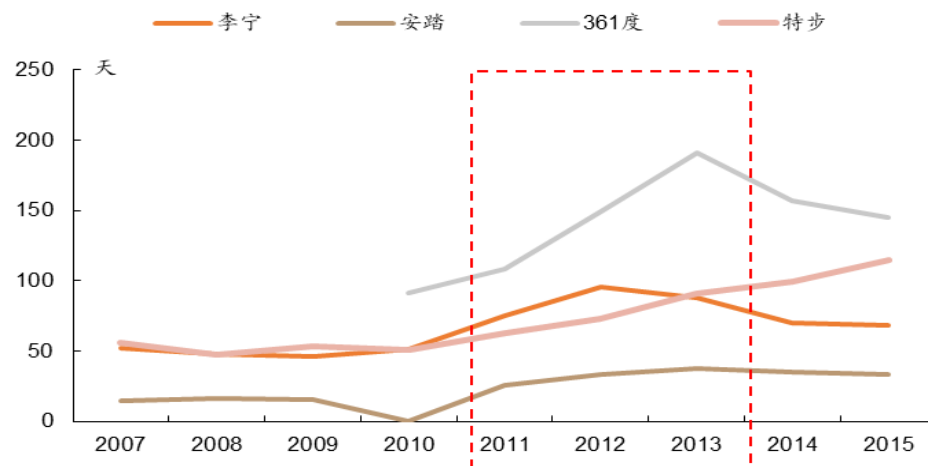
➤ 在该阶段，我们发现行业重点公司两大指标变化如下：

- 一方面，产品供过于求，导致经销商销售持续不及预期。经销商库存积压且进货动力降低，进而引发品牌商此前生产的产品无法被消化，被迫“囤”在手里。
- 另一方面，产品供过于求，导致经销商回款乏力。经销商无法及时还给品牌商货款，进而引发品牌商的应收账款风险上升。2011-2014年，本土主要运动鞋服品牌公司较高的库存周转及应收账款周转均表现变差，各公司营运效率骤降。行业TOP4公司的平均存货收入比率从2011年的8.82%增至2013年的12.35%，平均应收账款周转天数从2011年的68.75天增至2013年的102.5天。

◎ 图表7 2011-2014年行业重点公司存货收入比率明显上升（%）



◎ 图表8 2011-2014年行业重点公司应收账款周转天数明显增加（天）



资料来源：各公司财报，平安证券研究所

注：行业TOP4公司是指安踏体育、李宁公司、特步国际、361度公司；后文同。

02 周期阶段三（2015-2021年）：“轻装上阵”的景气上升期

【我国运动户外周期阶段三（2015-2021年）】：甩掉库存“大尾巴”，景气复苏的回暖上升阶段，特别是2021年的高光时刻。

- 甩掉库存“大尾巴”，“轻装上阵”重回高景气。从行业整体表现看，2015-2021年运动鞋服行业规模及增速均呈增长趋势。虽然2020年受全球疫情爆发影响，行业增速出现放缓情况；但在2021年行业规模及增速重回高增长。
- 具体来看，一方面，相较其他服装赛道，我国运动鞋服赛道增速更快。2015-2021年运动鞋服行业规模的CAGR=13.42%，复合增速明显高于其他细分赛道。另一方面，相较美日两国，我国运动鞋服规模更大且增速更快。2021年我国运动鞋服行业规模为570.71亿美元，同比+26.11%。

图9 我国服装行业细分赛道规模（亿美元）及增速（%）

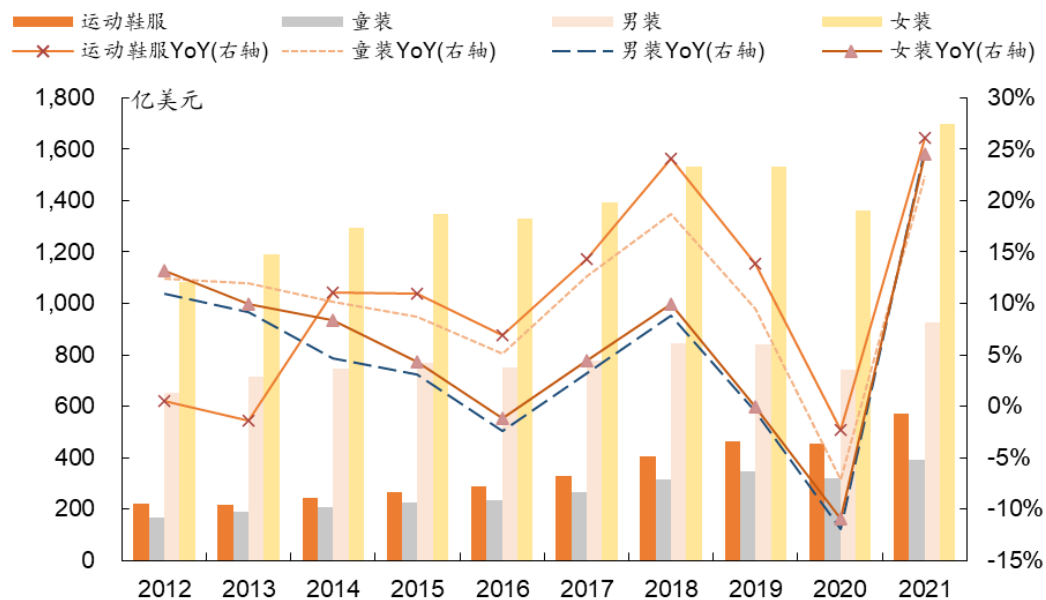
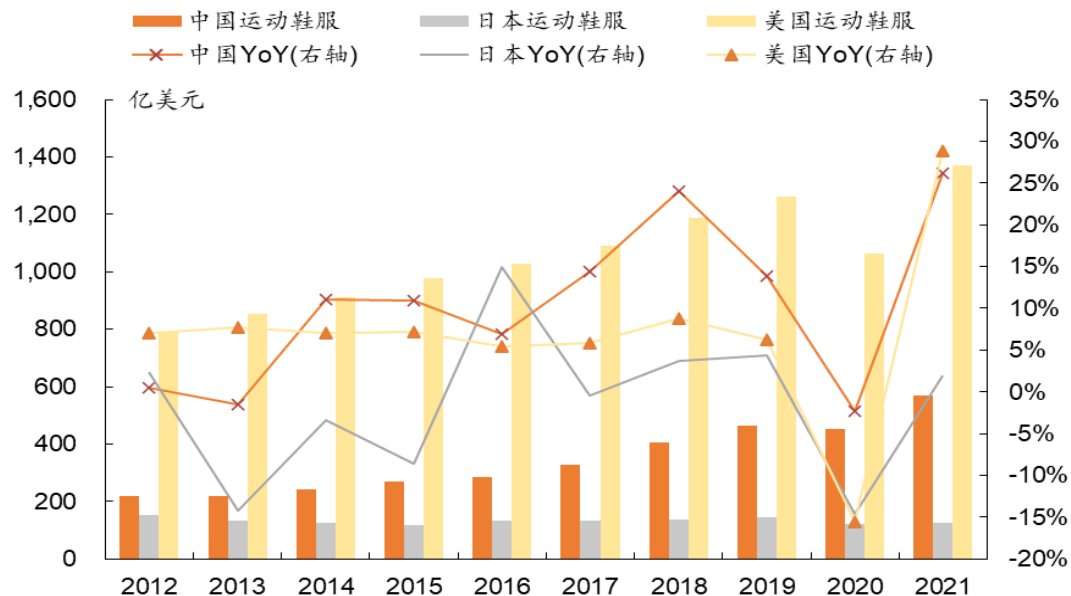


图10 中美日三国运动鞋服行业规模（亿美元）及增速（%）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

注：2020年各行业及各国家增速表现均下降，主要是全球突发性疫情影响所致。

02 周期阶段三（2015-2021年）：2021年行业红利叠加，行业重回高光时刻

我们认为，2021年有两大行业红利因素互相叠加，推动我国运动户外行业重回高光时刻：

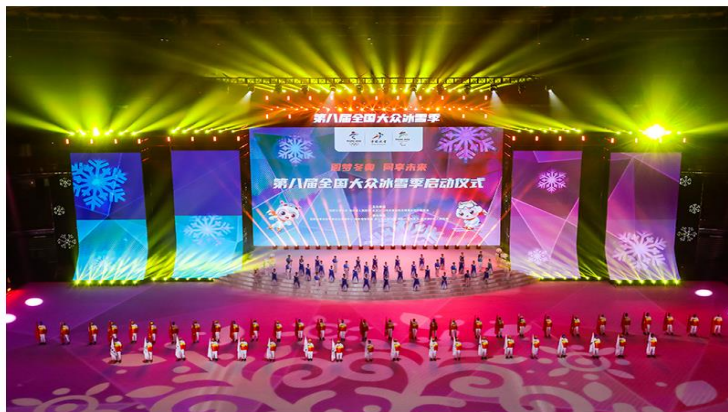
1、红利1（2021年）：政策加持北京2022冬奥，冰雪行业景气度持续攀升。2018年9月5日，国家体育总局公布《“带动三亿人参与冰雪运动”实施纲要（2018-2022年）》，提出“人民群众对冰雪运动的关注度、喜爱度、支持度、参与度达到更高水平”。

■ 根据国家体育总局委托国家统计局开展的《“带动三亿人参与冰雪运动”统计调查报告》（简称《报告》），自2015年7月31日北京获得2022年冬季奥运会的举办权以来，我国在备战北京冬奥会、推动群众性冰雪运动，实现“带动三亿人参与冰雪运动”。根据《报告》调查结果显示，自2015年北京成功申办冬奥会以来，全国居民冰雪运动参与人数为3.46亿人，冰雪运动参与率为24.56%，实现了“带动三亿人参与冰雪运动”的总体目标，兑现了我国申冬奥时提出的“带动三亿人参与冰雪运动”的庄严承诺。

图表11 2018-2022年“带动三亿人参与冰雪运动”目标已实现



图表12 2021年12月19日迪拜接全国大众冰雪季启动仪式



2021年12月19日，在湖北武汉，演员在第八届全国大众冰雪季启动仪式上表演。新华社记者 肖艺九 摄

图表13 2021年12月23日第三届“上海白玉兰国际冰雪节”开幕式



2021年12月23日，小朋友在第三届“上海白玉兰国际冰雪节”开幕式上表演。新华社记者 陈飞 摄

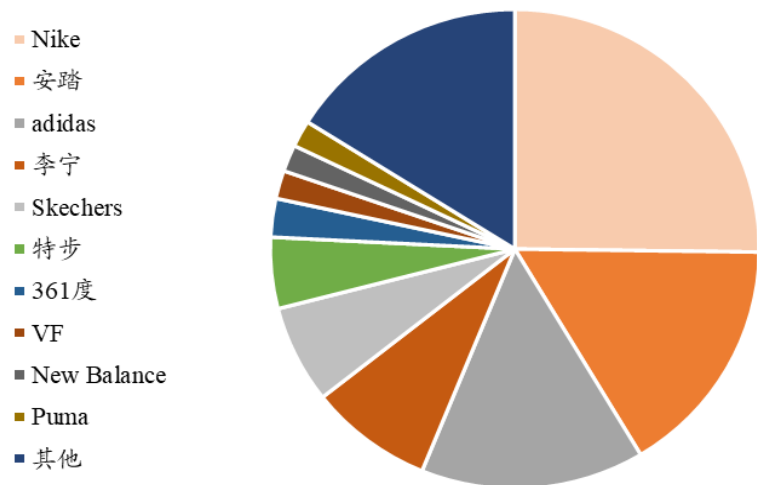
资料来源：国家体育总局，中华人民共和国中央人民政府，平安证券研究所

02 周期阶段三（2015-2021年）：2021年行业红利叠加，行业重回高光时刻

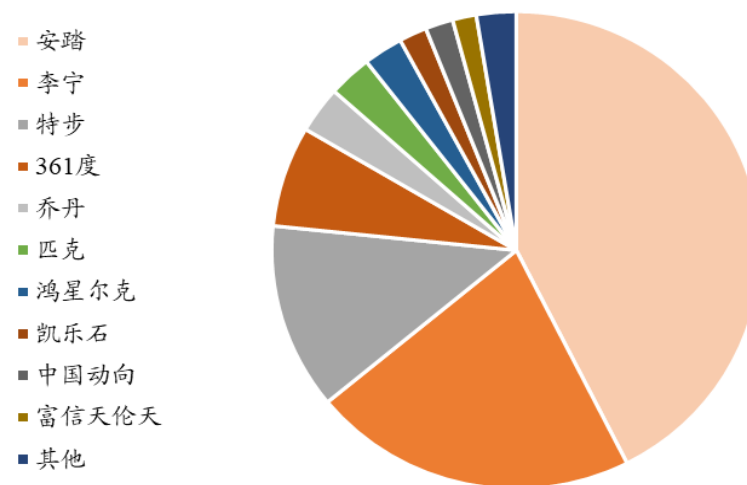
2、红利2（2021年）：“新疆棉”事件突发，本土品牌“弯道超车”。

- “新疆棉”事件的重点在于国货与洋货开始出现分化，激发国货服装品牌崛起。由于新疆棉事件激发了国民的爱国本色，特别是Z世代年轻群体的文化自信，以及其对“国风、国潮”的偏爱，给予本土运动品牌“弯道超车”的机会。同时，受到社会舆论的影响及部分外资品牌口碑的坍塌，对外资户外品牌市占率及业绩带来了一定程度的负面影响。根据Euromonitor数据，我们发现2021年我国运动鞋服行业呈现出新格局。

图表14 2021年我国运动鞋服行业格局情况：全部品牌



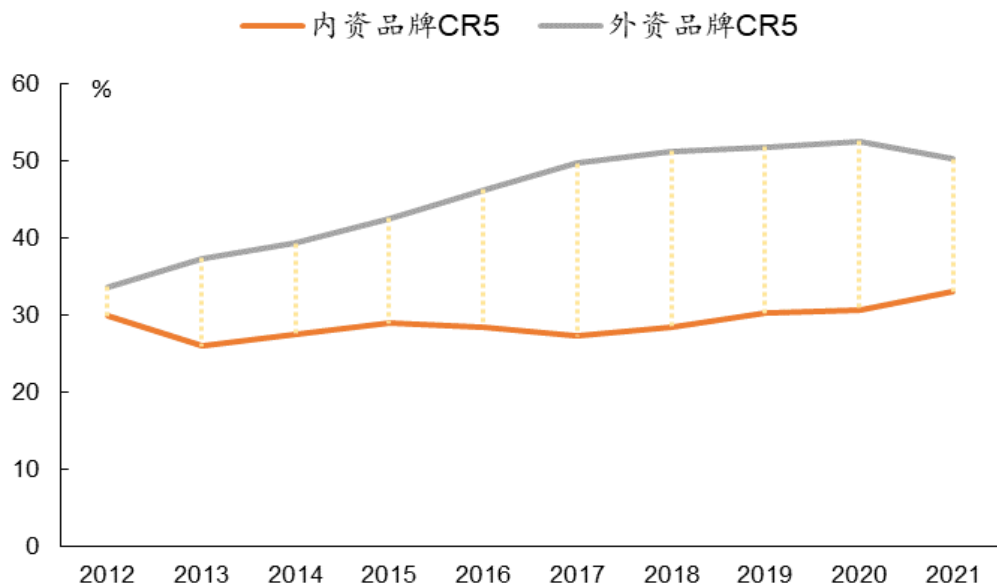
图表15 2021年我国运动鞋服行业格局情况：仅内资品牌



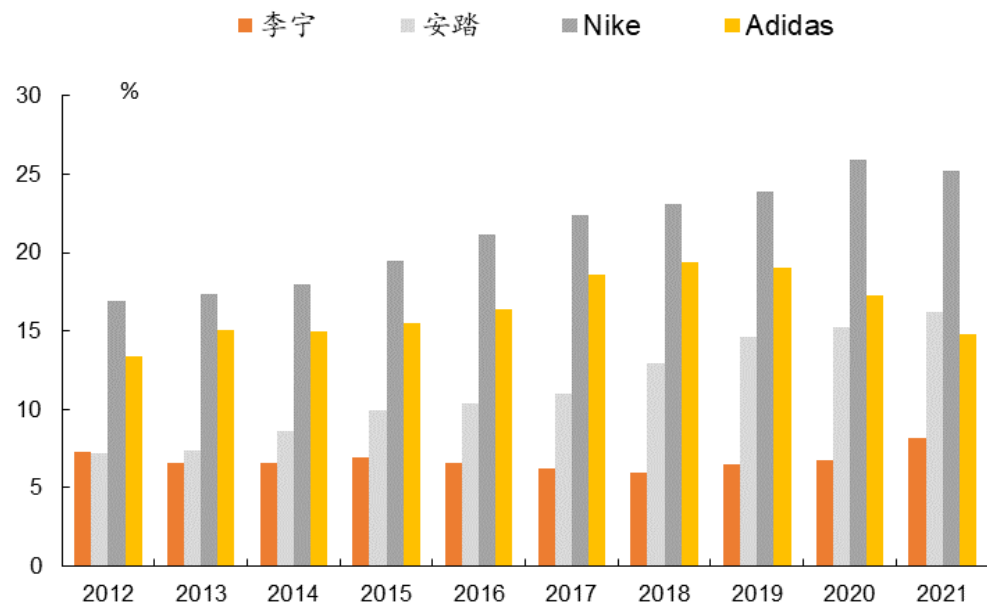
02 周期阶段三（2015-2021年）：2021年行业红利叠加，行业重回高光时刻

从结果上看，我们发现经过2021年以后，本土内资品牌可与外资品牌比肩，初次撬动外资的市场份额。2021年，内资品牌与外资品牌CR5分别为33.0%和50.3%，内资CR5逐年递增。对比2020年及2021年，内外资CR5之差分别为21.9ppt及17.3ppt，内资CR5与外资CR5的差距正在缩小，特别是本土头部品牌安踏体育的市占率正在逐年递增。

图表16 2016年以来，内资品牌与外资品牌CR5差距增大（%）



图表17 安踏、李宁、Nike、Adidas市占率表现（%）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

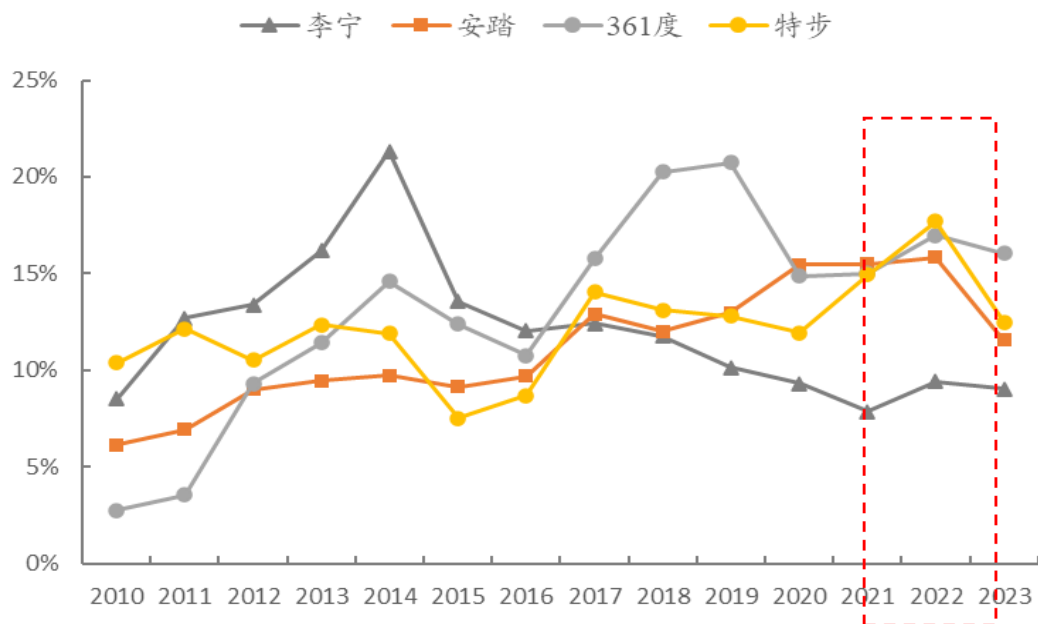
02 周期阶段四（2022年至今）：库存短暂承压的修复调整期

【我国运动户外周期阶段四（2022年以来）】：库存短暂承压，行业修复调整。

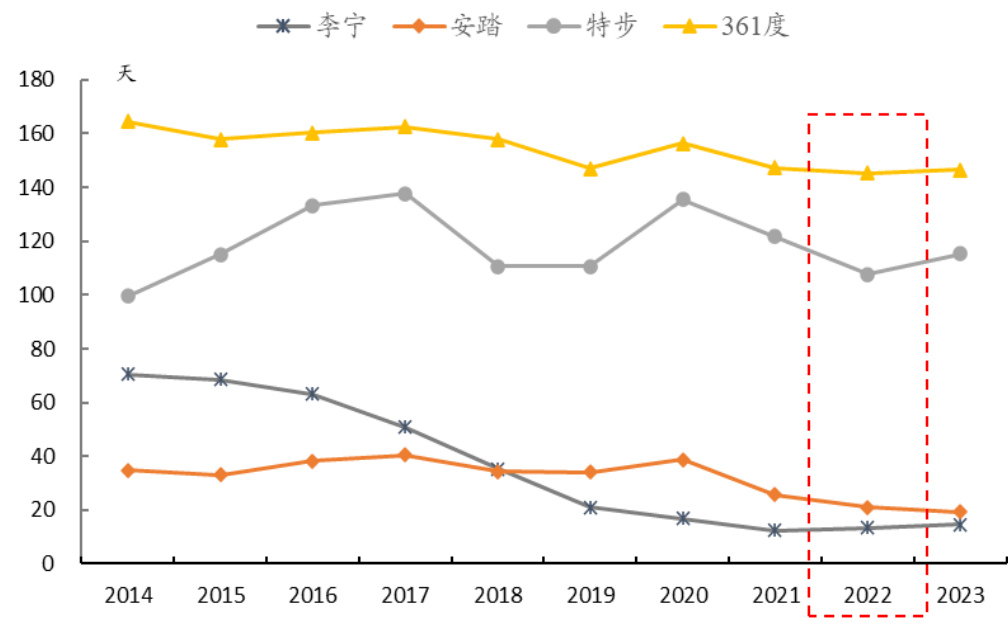
■ 2022-2023年的承压修复调整期，主要表现为以下两方面：

1) 存货虽短暂承压，但去化能力较强。虽然2022年头部运动户外品牌企业存货明显增长，但在2023年又开始下降，行业库存在2022年进入短暂的承压期。根据各公司财报数据，我们发现部分头部公司的存货收入比在15%-17%区间；而在2023年，其存货收入比出现下降趋势。

图表18 2022年前后行业内部分公司存货收入比率略有上升（%）



图表19 2022年前后行业内主要公司应收账款周转天数情况（天）



资料来源：各公司财报，平安证券研究所

02 周期阶段四（2022年至今）：库存短暂承压的修复调整期

2) 线下流水虽表现欠佳，但逐渐修复向好。2022年由于线下零售流水恢复受阻，导致服装品牌线下门店的到店客流减少，致使线下渠道零售流水表现欠佳。特别是2022年二季度和四季度，部分品牌出现流水负增长情况。自2023年以来，线下客流逐渐恢复健康，零售流水表现逐季改善。

图20 2020年以来，我国主要运动鞋服公司季度零售流水表现

公司	品牌	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
安踏	安踏牌	20-25%下降	低单位数下降	低单位数增长	低单位数增长	40-45%增长	35-40%增长	10-20%低段增长	10-20%中段增长	10-20%高段增长	中单位数增长	中单位数增长	高单位数下降	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	10-20%高段增长	中单位数增长
	FILA牌	中单位数下降	10-20%增长	20-25%增长	25-30%增长	75-80%增长	30-35%增长	中单位数增长	高单位数增长	正中单位数增长	高单位数增长	10-20%增长	10-20%下降	高单位数增长	10-20%高段增长	10-20%低段增长	25-30%增长	高单位数增长
	其他品牌（不含Amer）	高单位数下降	25-30%增长	50-55%增长	55-60%增长	115-120%增长	70-75%增长	35-40%增长	30-35%增长	40-45%增长	20-25%增长	40-50%增长	10-20%增长	75-80%增长	70-75%增长	45-50%增长	55-60%增长	25-30%增长
李宁	李宁牌整体	10%-20%高段下降	中单位数下降	中单位数增长	10%-20%中段增长	80%-90%高段	90%-100%低段增长	40%-50%低段增长	30%-40%低段增长	20%-30%高段增长	高单位数下降	10%-20%中段增长	10%-20%低段下降	中单位数增长	10%-20%低段增长	中单位数增长		低单位数增长
	线上	10-20%低段增长	20%-30%高段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	约100%增长	90%-100%高段增长	50%-60%中段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	中单位数增长	20%-30%中段增长	中单位数增长	10%-20%低段下降	低单位数增长	低单位数下降		20%-30%低段增长
	线下	20%-30%低段下降	10%-20%低段下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%中段增长	高单位数下降	10%-20%中段增长	10%-20%高段下降	高单位数增长	10%-20%低段增长	高单位数增长		低单位数下降
	~零售	30%-40%中段下降	10%-20%低段下降	持平	中单位数增长	90%-100%低段增长	80%-90%高段增长	30%-40%中段增长	20%-30%高段增长	30%-40%中段增长	高单位数下降	20%-30%低段增长	10%-20%中段下降	10%-20%中段增长	20-30%低段增长	20%-30%低段增长		中单位数增长
	~批发	10%-20%高段下降	高单位数下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%低段增长	高单位数下降	10%-20%低段增长	20%-30%低段下降	中单位数增长	高单位数增长	低单位数增长		中单位数下降
361度	361° 主品牌整体	25-30%下降	低双位数下降	高单位数下降	低单位数增长	高双位数增长	15-20%增长	低双位数增长	高双位数增长	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	大致持平	低双位数增长	低双位数增长	15%增长	超过20%增长	高双位数增长
	361° 童装品牌	25-30%下降	低双位数下降	高单位数下降	中单位数增长	20-30%低段增长	30-35%增长	15-20%增长	25-30%增长	20-25%增长	20-25%增长	20-25%增长	低单位数增长	20-25%增长	20-25%增长	25-30%增长	约40%增长	20-25%增长
	361° 电子商务平台	-	-	-	-	-	-	-	35-40%增长	50%增长	40%增长	45%增长	25%增长	35%增长	30%增长	30%增长	超过30%增长	20-26%增长
特步	特步主品牌	20-25%下降	低单位数下降	中单位数增长	高单位数增长	55%增长	30-35%增长	中双位数增长	20%-25%	30%-35%	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数下降	20%增长	高双位数增长	高双位数增长	超过30%增长	高单位数增长

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

注：1. 安踏公司其他品牌中不包含Amer Sports相关品牌；2. 李宁牌中不包括国际市场及李宁YOUNG；3. 2023Q3李宁公司无相关数据披露；4. 特步集团数据仅包含特步主品牌；5. 绿色部分表示该季度该品牌增速下降。

02 周期阶段四（2022年至今）：库存短暂承压的修复调整期

同时，自2020年以来，复盘行业龙头股价走势的异同点。

我们发现：

- 1) 2020-2022年龙头企业股价整体走势大致相同。其中，受2021年行业红利因素叠加的加持，股价整体走势佳，但李宁股价峰值出现晚于安踏。
- 2) 2023年以来，两大龙头多次出现不同股价表现。我们认为，行业及公司基本面差异均将造成个股股价的差异。

图表21 2020年以来，我国运动鞋服重点上市公司股价复盘（截止2024年7月8日）



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：1. 历史股价为前复权，交易货币为港币；2. 蓝色框线为股价的差异之处。

02 周期阶段四（2022年至今）：穿越周期，修复向好

■ 我们的观点：

自2022-2023年，行业流水由负转正，行业库销比从高企到健康，行业整体面貌从承压疲弱到复苏向好；2024年以来，行业整体基本恢复正常年份表现，穿越高库存承压期，逐渐修复向好。我们认为，当前我国运动户外国货品牌崛起的势能强，国产替代潜移默化且势不可挡。本土运动鞋服品牌已抓住一轮又一轮的行业机遇，撕掉了土气和仿制的标签实现了华丽转身。当前，行业正处于全球疫情后周期底部的反转修复阶段。短期内，准入门槛低的运动项目及高性价比产品更能得到消费者青睐，以性价比为王的本土运动鞋服品牌将迎来新的发展机遇。



目录CONTENTS

- ① 01 总论：我国运动户外行业的四个周期阶段
- ② 02 从周期角度看，行业正值修复反转期
- ③ 03 投资建议：建议关注运动户外产业链的投资机会
- ④ 04 推荐标的
- ⑤ 05 风险提示

03 投资建议：建议关注运动户外产业链的投资机会

通过对行业进行周期分析，我们认为，当前行业正处周期修复反转期，估值水平具备性价比。从运动户外行业全产业链来看，上游生产端、中游品牌端和下游渠道端都出现了强者恒强、强者愈强的趋势，且对外部零售环境变化的防御性更强。随着可选消费逐渐修复向好，终端消费环境逐渐改善，或将助力运动户外相关产业链的复苏。具体来看，

- **上游生产端：**基数低且有增量的制造端企业，且具有规模化生产的头部生产商将有新增订单的机会，我们看好体量规模有成长性，且稳健度较高的运动鞋类代工厂商，如申洲国际、华利集团等。
- **中游品牌端：**受益于行业集中度不断提高，头部企业优势明显。如，具有代表性的是Nike、Adidas、安踏、李宁等。此外，由于当前经济增速放缓，终端消费更注重产品性价比，因此具备高性价比的本土运动品牌将受益其中，如安踏体育等。
- **下游渠道端：**经销商与品牌商珠联璧合。一方面，部分品牌商发展出封闭的批发体系；另一方面，高景气度的市场孕育出优质的龙头经销渠道商，如滔搏体育等。

03 投资价值：建议关注两条投资主线

基于可选消费修复逻辑，我们认为，运动户外行业经过一轮较长时期调整后，各细分赛道龙头股估值具备性价比，或将迎来新的机遇与挑战。我们建议配置运动户外赛道的优质核心资产，特别是有底部困境反转的龙头白马股。投资主线如下：

- **主线一：自上而下，优选市场份额提升及具备估值性价比的细分赛道龙头。**其中，推荐关注服装制造相关的出口企业的投资机会。建议关注：申洲国际及华利集团等。
- **主线二：自下而上，优选业绩确定性较强及股息率较高的白马股。**其中，建议重点关注有边际改善的服装品牌企业，以及分红派息率稳健的龙头企业。建议关注：安踏体育等。

图22 运动户外鞋服行业重点关注公司估值表（更新至2024年7月16日）

公司	代码	货币	市值 (亿货币单位)	PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E
		2024/7/16					
Nike	NKE US Equity	USD	1,479	18.43	22.53	19.75	17.57
Adidas	ADS GY Equity	EUR	359	NA	NA	29.16	19.63
lululemon	LULU US Equity	USD	566	23.20	20.42	18.41	16.51
安踏体育*	02020.HK	HKD	2,085	18.61	15.77	13.43	11.50
申洲国际*	02313.HK	HKD	1,060	21.25	18.11	15.69	13.63
李宁	02331.HK	HKD	386	12.11	11.43	10.10	9.04
华利集团	300979.SZ	CNY	700	21.90	18.26	18.26	18.26

资料来源：Wind, Bloomberg, 平安证券研究所

注：安踏体育为平安证券预测值，A股及H股为Wind一致预期，海外股为Bloomberg一致预期。

注：Nike和Lululemon为FY2024-2027财年，其对应自然年为2023-2026年。

注：2023A及2024E的PE均值为剔除Adidas异常值后数值。

03 投资价值：建议关注两条投资主线

图表23 纺服行业重点公司估值表（收盘日2024年7月16日）

细分行业	公司名称	公司代码	报告货币	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E			股息率 (%)
						2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
服装品牌	海澜之家	600398.SH	CNY	362.1	7.5	0.7	0.7	0.8	11.1	10.9	9.7	7.4
	比音勒芬	002832.SZ	CNY	134.2	23.5	1.6	2.0	2.4	14.7	11.7	9.6	0.0
	报喜鸟	002154.SZ	CNY	63.2	4.3	0.5	0.6	0.6	9.0	7.8	6.7	5.8
	地素时尚	603587.SH	CNY	50.3	10.5	1.0	1.1	1.2	10.1	10.0	8.8	7.6
	太平鸟	603877.SH	CNY	62.2	13.1	0.9	1.2	1.4	14.6	11.1	9.4	4.5
	森马服饰	002563.SZ	CNY	141.7	5.3	0.4	0.5	0.6	12.5	10.8	9.4	5.7
	锦泓集团	603518.SH	CNY	26.1	7.5	0.9	1.1	1.3	8.6	6.9	5.8	3.5
	欣贺股份	003016.SZ	CNY	26.7	6.2	0.2	0.2	0.2	26.0	33.3	29.9	3.6
	歌力思	603808.SH	CNY	22.6	6.1	0.3	0.7	0.9	21.1	9.0	6.9	3.9
服装制造	华利集团	300979.SZ	CNY	700.2	60.0	2.7	3.3	3.8	21.9	18.3	15.8	2.0
	富春染织	605189.SH	CNY	16.9	11.3	0.7	1.5	1.9	16.9	7.7	6.1	1.3
	台华新材	603055.SH	CNY	102.4	11.5	0.5	0.7	0.9	23.0	15.5	12.6	1.4
	健盛集团	603558.SH	CNY	32.8	8.9	0.7	0.9	1.0	12.0	10.2	8.8	5.6
	百隆东方	601339.SH	CNY	78.8	5.3	0.3	0.4	0.5	15.4	13.1	9.8	5.7
	兴业科技	002674.SZ	CNY	26.4	9.0	0.6	0.9	1.2	14.2	9.9	7.7	6.6
	新澳股份	603889.SH	CNY	50.7	6.9	0.6	0.6	0.7	12.4	11.0	9.5	4.3
	伟星股份	002003.SZ	CNY	148.2	12.7	0.5	0.6	0.6	23.9	22.8	19.8	3.5
	鲁泰A	000726.SZ	CNY	42.4	5.7	0.5	0.8	0.9	12.1	7.6	6.5	2.3
家纺及箱包	罗莱生活	002293.SZ	CNY	64.7	7.8	0.7	0.7	0.8	11.4	10.9	9.5	5.2
	富安娜	002327.SZ	CNY	75.6	9.0	0.7	0.8	0.8	13.1	12.0	10.9	7.2
	水星家纺	603365.SH	CNY	37.5	14.3	1.4	1.6	1.8	9.9	8.8	7.8	6.3
黄金珠宝	开润股份	300577.SZ	CNY	46.3	19.3	0.5	1.1	1.4	40.2	17.6	13.5	0.5
	老凤祥	600612.SH	CNY	223.7	54.1	4.2	4.9	5.6	12.8	11.0	9.6	3.6
港股	潮宏基	002345.SZ	CNY	39.4	4.4	0.4	0.5	0.6	11.7	9.4	7.9	5.6
	安踏体育*	2020.HK	HKD	2084.8	73.6	4.0	4.7	5.5	18.6	15.8	13.4	2.7
	李宁	2331.HK	HKD	385.6	14.9	1.2	1.3	1.5	12.1	11.4	10.1	4.1
	特步国际	1368.HK	HKD	125.6	4.8	0.4	0.5	0.5	11.7	10.5	9.0	4.6
	361度	1361.HK	HKD	77.3	3.7	0.5	0.6	0.6	8.0	6.8	5.8	5.5
	滔搏体育	6110.HK	HKD	239.4	3.9	0.3	0.4	0.4	13.0	10.4	9.8	10.1
	波司登*	3998.HK	HKD	454.0	4.1	0.2	0.3	0.3	19.4	15.4	13.3	4.4
	赢家时尚	3709.HK	HKD	63.1	9.0	1.2	1.4	1.7	7.2	6.3	5.3	7.8
	江南布衣	3306.HK	HKD	70.3	13.6	1.2	1.6	1.8	10.9	8.4	7.4	11.2
	申洲国际*	2313.HK	HKD	1059.8	70.5	3.3	3.9	4.5	21.2	18.1	15.7	2.9
	维珍妮	2199.HK	HKD	28.2	2.3	0.3	0.0	0.2	7.3	NA	14.2	2.3
	中国利郎	1234.HK	HKD	50.7	4.2	0.4	0.5	0.6	9.5	8.3	7.4	8.5
	新秀丽	1910.HK	HKD	301.2	20.6	0.3	0.3	0.4	71.3	64.1	56.9	3.9
	周大福	1929.HK	HKD	807.0	8.1	0.5	0.0	0.8	15.0	NA	10.7	3.1
	谢瑞麟	0417.HK	HKD	1.9	0.8	-0.3	0.0	0.0	NA	NA	NA	0.0
	周生生	0116.HK	HKD	46.9	6.9	1.5	1.8	2.1	4.6	3.8	3.3	8.7

数据来源：*为平安证券研究所预测，其余为wind一致预期，平安证券研究所注：NA为该项目不适用。



目录CONTENTS

- ① 01 总论：我国运动户外行业的四个周期阶段
- ② 02 从周期角度看，行业正值修复反转期
- ③ 03 投资建议：建议关注运动户外全产业链的投资机会
- ④ 04 推荐标的
- ⑤ 05 风险提示

04 安踏集团（02020.HK）：全球化布局的国货品牌“领头羊”

【短期】强化渠道效率，提升产品毛利率。线上及线下渠道齐发力，提高渠道营运效率。同时，公司将在不同层级市场分层级门店，以实现更好的聚焦终端消费者。此外，不断提升门店店效水平，实现门店经营有质量的增长。

【中长期】“运动+户外”双管齐下，龙头风采依旧。我国运动鞋服行业的高成长势不可当，体量仍有高增长空间。安踏集团稳居内资品牌市占率之首，且对外资的替代“初现”。安踏集团市占率持续反超Adidas，且积极缩小与Nike的差距。安踏品牌的“赢领计划”及渠道DTC改革将助力店效的提升。FILA品牌以提升店效为中长期目标。我们认为，立足中长期，FILA Kids及FILA Fusion的展店空间更大，而FILA大货的店效提升可期。

【我们的观点】安踏集团坐拥专业运动、时尚运动及户外运动三条成长曲线，叠加体育运动及户外运动的红利期，以及国货新机遇的加持下，公司长短期均呈现较强韧性。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为120.8亿元/141.8亿元/165.6亿元，同比+18.0%/+17.4%/+16.8%。

图表24 安踏集团股价及估值复盘（前复权，20240716）



资料来源：Wind，平安证券研究所

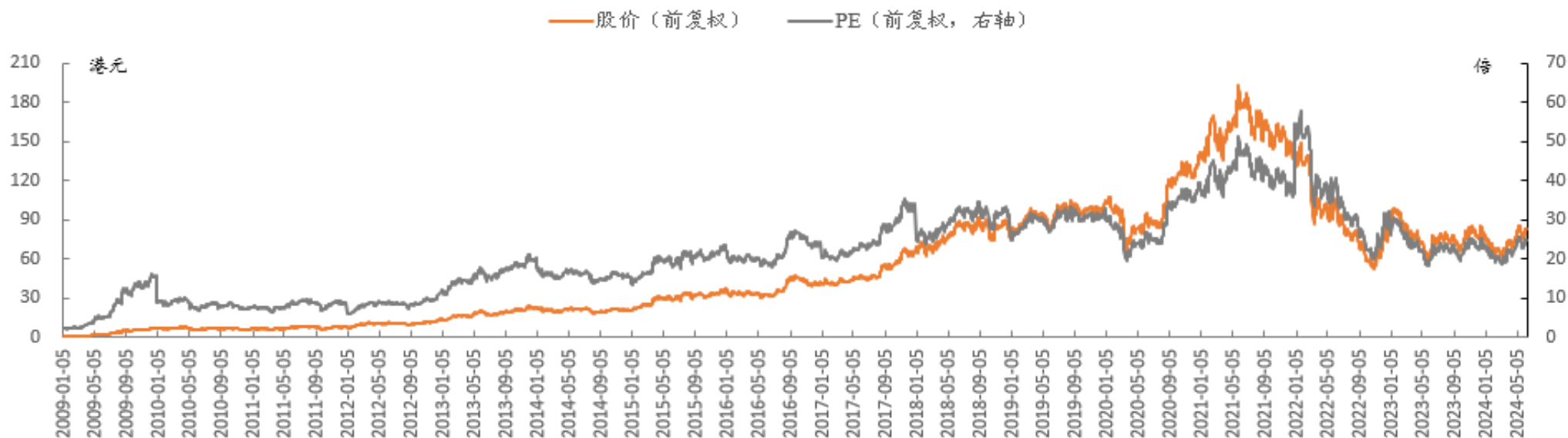
04 申洲国际 (02313.HK)：运动户外鞋服制造全球龙头标杆

【短期】基本面改善，订单增速表现佳。1) 从订单看，24Q1服装制造行业订单低基数，整体呈增长趋势。申洲国际作为行业龙头，订单水平与行业趋势基本一致。我们估计，2024年公司国内品牌客户及Adidas国外客户订单有望提升，Nike订单稳健增长。2) 从产能看，公司产能利用率持续向好。我们估计，2024年公司国内外产能利用率均将回归正常年份水平，并有望实现利润的进一步增长。

【中长期】规模一体化优势突出，占客户份额有望持续提升。1) 公司集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制四个完整工序于一体，规模化优势带来高抗风险能力以及更快的业绩增长能力。2) 订单资源向头部集中，公司占核心国际客户的份额有望保持较高水平、占国内品牌客户及新客户的份额有望提升。

【我们的观点】2022年在国内疫情反复、海外通胀、品牌方清库存等多重挑战下，公司收入端的表现已充分体现公司作为头部供应商的韧性。我们认为公司在鞋服供应链的龙头地位没有改变，疫后盈利水平有望恢复正常。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为53.5亿元/61.7亿元/71.0亿元，同比+17.3%/+15.4%/+15.1%。

图表25 申洲国际股价及估值复盘（前复权，20240716）



资料来源：Wind，平安证券研究所

04 华利集团（300979.SZ）：客户多元促使订单表现稳健

【短期】客户库存去化稳步推进，订单改善趋势清晰。公司与Nike、Deckers、VF、PUMA、UA等核心客户保持深度合作，并挖掘新品牌新客户的机会。根据公司2023年财报，公司前5大客户Nike、Deckers、VF、PUMA、UA占公司营收比例分别为38%/20%/12%/7%/6%，前五大客户合计占比82%。随着品牌客户库存去化及客户多元化，促使公司订单表现稳健。

【中长期】深度合作优质客户，持续扩充产能。1) 公司凭借完整的产业链、开发设计实力、生产制造工艺优势、规模化采购、精细化管理能力以及持续扩张的产能，不断提升在核心品牌客户供应链中的份额，并积极拓展具有增长潜力的新品牌客户，优化品牌矩阵。2) 公司持续投建新工厂，扩充产能、优化产能布局。目前，公司仍有多个产能项目在建，预计未来两年公司产能或将集中释放期，充足的产能为公司业绩增长和市占率的提升奠定基础。

【我们的观点】作为运动鞋履制造龙头，公司在产能、生产效率、成本管控、研发设计等方面优势突出，客户结构多元化。我们认为随着核心客户库存恢复正常水平，公司业绩将重回高速增长，并有望持续提升市场份额。根据Wind一致预期，2024年7月16日收盘价对应公司2024年PE为18.3倍。

● 图表26 华利集团股价及估值复盘（前复权，20240716）



资料来源：Wind，平安证券研究所



目录CONTENTS

- ① 01 总论：我国运动户外行业的四个周期阶段
- ② 02 从周期角度看，行业正值修复反转期
- ③ 03 投资建议：建议关注运动户外全产业链的投资机会
- ④ 04 推荐标的
- ⑤ 05 风险提示

05 风险提示

- **消费偏好变化风险。**我国运动户外服装品牌众多，品牌销量容易受社会舆论、品牌宣传力度以及消费者购买力等因素影响。一方面，消费者对运动户外品牌的喜好容易发生转移；另一方面，服装的潮流及风尚容易发生变化。运动户外品牌公司若不及时加强与终端消费者的互动，则可能导致消费者与品牌的粘性下降，进而导致客流的流失及业绩的下降。
- **海外需求的不确定性。**我国服装制造企业是国内外众多知名运动品牌的服装制造商之一。若海外运动户外鞋品牌的零售表现疲弱，将会给我国服装制造企业的订单数量带来负面影响。因此海外市场需求的不确定性，将给我国服装制造企业的业绩带来一定的不确定性。
- **行业零售渠道的整体库存积压的风险。**由于运动户外服装消费逐渐进入存量时代，消费者新增消费量有限。加之，服装零售消费趋势具有一定的不确定性。若服装零售端到店成交率不足，或将会导致零售渠道的库存积压，这将对公司良性经营发展带来一定的风险。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。