

纺织服装高股息标的梳理专题

积极关注高 ROE 高股息纺织细分领域龙头

核心观点

经济增长平缓期关注盈利稳定高分红标的。在经济增速平缓期及股息率相对无风险利率有超额收益时，高股息策略往往占优。2022 年以来 A 股高股息板块超额收益率持续显现，今年 6 月下旬以来有所回调，当前位置仍具有较好的防御属性。关于高股息标的筛选，第一，从分红能力角度，主要关注 ROE 高且稳定、现金充足、资本开支较少、业绩增长稳健等因素，纺织板块相关公司主要集中在运动/男装/中高端家纺女装/代工制造行业，细分行业均具备成熟度高、龙头地位稳定、公司盈利能力和现金流创造能力强的特点；第二，从分红意愿角度，主要考虑过去三年平均分红率在 50% 以上的公司，包括滔搏、报喜鸟、罗莱生活、富安娜、海澜之家、江南布衣、波司登、地素时尚、中国利郎、申洲国际、华利集团；第三，结合估值看股息收益率，过去三年平均股息率高于 5%，过去五年平均股息率高于 4.5%，从高到低排名分别是江南布衣、中国利郎、海澜之家、富安娜、报喜鸟、滔搏、罗莱生活、地素时尚、波司登。

家纺行业：家纺龙头地位稳固、盈利强、分红率高。家纺行业增速较缓、竞争格局分散，但龙头地位稳固、产品定位定价高，与大量的尾部品牌形成差异化竞争，高端市场竞争格局良好。其中富安娜、罗莱作为行业龙头盈利能力强且较为稳定，长期保持高分红率，尤其富安娜股息收益率行业领先。

男装行业：行业格局优化，龙头品牌竞争力强、分红率高。男装行业平稳增长，集中度高且持续提升。从成长动能看：1) 产品端，近年来运动类功能性产品占优，比音勒芬本身定位高尔夫运动服饰；报喜鸟、海澜之家等品牌近年运动功能性服饰占比明显提升。2) 渠道端，优质男装品牌疫情期间持续逆势拓店，奠定 2023 年消费复苏趋势下业绩领涨的基础。从具体标的来看：1) 海澜之家盈利稳定且相对较高，ROE 较高，现金流充裕，近三年分红率进一步提升，股息率在 7.5% 以上。2) 报喜鸟近年来业绩增速领先，逆势拓店成效显著、第二增长曲线哈吉斯表现优异，盈利能力持续提升，2021-2022 年大幅提升分红水平。3) 中国利郎 2021 年渠道改革后收入恢复增长，净利率虽有所波动但仍然较高，分红长期保持在较高水平。

中高端女装：成长较快盈利能力强，头部企业多品牌运营稳健。女装行业格局分散，中高端女装品牌拥有稳定、高客单价、高复购率的优质客户基本盘，同时基于定位中高端、品牌力强，拥有较高的品牌溢价，因此盈利能力强、利润率高。其中地素时尚和江南布衣净利率、ROE、分红率行业领先。

纺织制造：代工龙头商业模式好、长期现金回报高。代工龙头凭借良好竞争力和绑定优质大客户资源，长期维持较高盈利水平，ROE、净现比高；虽然当前华利、申洲仍处于产能快速扩张阶段，资本开支较大，分红率相对较低；但参考台企代工同行，随着资本开支放缓，收入增速中枢逐步放缓，同时分红比例上升，高派息率对估值形成支撑，PEG>1，享有明显的估值溢价；申洲、华利竞争实力和未来预期增速相对更优，估值仍有提升空间。

港股高分红标的：运动零售龙头滔搏，羽绒服龙头波司登。1) 滔搏是中国最大运动零售商，耐克和阿迪占公司总收入的 86%，所处的运动赛道长期成长性好，集中度高且持续提升，耐克和阿迪始终占据市场份额前二；公司盈利能力强，营运效率高，FY2021 以来保持高分红率。2) 波司登多年专注

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

优于大市 · 维持

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《纺织服装双周报（2407期）-6月电商销售增速亮眼，代工台企下半年订单预期乐观》——2024-07-16
- 《纺织服装7月投资策略暨中报业绩前瞻-越南鞋类出口增长提速，关注中报业绩出色标的》——2024-07-09
- 《纺织服装品牌力跟踪月报202406期-品牌联合代言人积极营销推新，特步热度显著提升》——2024-07-09
- 《纺织服装海外跟踪系列四十五-耐克第四季度收入增长低于预期，下调2025财年收入指引》——2024-06-30
- 《纺织服装双周报（2406期）-5月服装社零增长4%，中国纺织品出口转正》——2024-06-18

羽绒服发展，在羽绒服行业市占率领先、地位稳固；2016年以来战略性聚焦主业，品牌、商品、渠道全面升级带动公司势能向上，业绩保持快速增长，利润率与 ROE 持续提升，同时维持高分红水平，近 2 年股息收益率显著提升。

风险提示：宏观经济疲软；消费复苏不及预期；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：关注竞争格局良好、行业地位稳固，ROE 领先、业绩稳健、低估值高股息的纺服细分领域龙头。近年来随经济增长放缓，上市企业业绩增长预期下调，业绩增长稳健、股息收益率高的标的吸引力凸显，2022 年以来 A 股高股息板块超额收益率持续显现。纺服行业部分细分赛道多具备市场集中度高（如运动产业链）、竞争格局优化（男装行业）、中高端市场头部份额稳定（家纺、女装行业）的行业格局特点，龙头企业往往保持领先、稳健的业绩增速，同时具备较好的盈利水平和 ROE 水平，现金流充足、分红水平较高，故拥有确定性较强的股息收益率。重点推荐高股息标的**富安娜、海澜之家、报喜鸟、江南布衣、波司登、滔搏、地素时尚、中国利郎**，以及具备高分红能力的**华利集团、申洲国际**。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002327.SZ	富安娜	优于大市	8.8	73.6	0.76	0.82	11.6	10.6
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.48	321.8	0.69	0.77	9.4	8.4
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	4.11	61.7	0.55	0.63	7.5	6.5
3306.HK	江南布衣	优于大市	11.95	60.6	1.61	1.81	7.4	6.6
3998.HK	波司登	优于大市	3.51	376.8	0.32	0.36	11.1	9.8
6110.HK	滔搏	优于大市	3.24	197.7	0.36	0.37	9.1	8.7
603587.SH	地素时尚	优于大市	10.36	49.6	1.08	1.23	9.6	8.4
1234.HK	中国利郎	优于大市	3.89	45.0	0.49	0.55	7.9	7.1
300979.SZ	华利集团	优于大市	57.75	676.6	3.29	3.82	17.6	15.1
2313.HK	申洲国际	优于大市	59.72	882.2	3.58	4.24	16.7	14.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

高股息策略：经济增长平缓期关注盈利稳定高分红标的	8
经济增长平缓期高股息行情好于大盘整体	8
ROE 高且稳定带来长期高回报，预期增速降低情况下分红率成关键	10
家纺行业：家纺龙头地位稳固、盈利强、分红率高	15
家纺行业增速放缓，中高端家纺竞争格局较好	15
罗莱生活：国内家纺龙头，内生外延多点发力	17
富安娜：高端艺术家纺龙头，零售运营构建壁垒	19
男装行业：行业格局优化，龙头品牌竞争力强、分红率高	21
海澜之家：大众男装龙头品牌，新零售、子品牌、出海构建新成长曲线	25
报喜鸟：变革重焕新生，哈吉斯景气成长打开空间	29
中国利郎：中高档商务休闲男装，渠道转型效益释放，经营稳健股息率高	33
中高端女装：成长较快盈利能力强，头部企业多品牌运营稳健	35
地素时尚：中高端设计师品牌集团，盈利强分红率高	39
江南布衣：多阶段设计师品牌集团，ROE 高股息率高	41
纺织制造：代工龙头商业模式好、长期现金回报高	44
港股高分红标的：运动零售龙头滔搏，羽绒服龙头波司登	47
滔搏：中国最大运动零售商，效率提升驱动高质量增长	47
波司登：品类创新与渠道优化共振，品牌升级新征程	51
投资建议	59
风险提示	59

图表目录

图 1: 美国 GDP 与国债收益率及预期 EPS	8
图 2: 日本 GDP 与国债收益率及预期 EPS	8
图 3: 美国国债收益率下降时期高股息板块表现较好	9
图 4: 1997 年后日本高股息板块持续拥有超额收益	9
图 5: A 股高股息板块超额收益率持续显现	10
图 6: 中证红利及万得全 A 指数市盈率	10
图 7: 中证红利较万得全 A 指数相对市盈率	10
图 8: 2011-2023 年纺服板块标的 ROE 平均值及标准差	11
图 9: 2011-2023 年纺服板块标的现金资产占比平均值及标准差	12
图 10: 2011-2023 历年纺服板块资本开支/净利润	12
图 11: 2011-2023 年纺服板块标的资本开支/净利润平均值及标准差	13
图 12: 2011-2023 年纺服板块标的分红率平均值及标准差	14
图 13: 2018-2023 年纺服板块标的分红率平均值及标准差	14
图 14: 中国家纺市场规模及增速	16
图 15: 中国床上用品市场规模及增速	16
图 16: 中国家纺行业主要品牌公司市占率	16
图 17: 高端市场竞争格局良好	16
图 18: 各家纺公司毛利率	17
图 19: 各家纺公司净利率	17
图 20: 公司上市至今收入 (亿元) / 净利润 (亿元) / 利润率	18
图 21: 公司上市至今分红率及股息率	19
图 22: 公司上市至今收入 (亿元) / 净利润 (亿元) / 利润率	20
图 23: 公司上市至今分红率及股息率	20
图 24: 中国男士鞋服市场规模及增长	21
图 25: 男装行业头部公司规模及增长	21
图 26: 中国男士鞋服行业集中度统计 (按公司)	22
图 27: 中国男士鞋服 (非运动) 行业集中度统计 (按公司)	22
图 28: 中国女士鞋服行业集中度统计 (按公司)	22
图 29: 中国、日本、美国男士鞋服行业前 15 大公司集中度	22
图 30: 中国男士鞋服行业销售额前 25 大公司市占率及变化	22
图 31: 品牌男装商务转型对比 (海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装)	23
图 32: 男装品牌的功能性和运动类系列在天猫销售合计占比变化	24
图 33: 服装行业 DTC 渠道模式	24
图 34: 比音勒芬店铺数及同比增长	25
图 35: 海澜之家店铺数及同比增长	25
图 36: 哈吉斯店铺数及同比增长	25
图 37: 报喜鸟店铺数及同比增长	25

图 38: 海澜之家主要品牌和渠道布局一览 (2023 年)	26
图 39: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)	27
图 40: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)	27
图 41: 公司利润率变化情况	27
图 42: 公司费用率变化情况	27
图 43: 公司 ROE 和 ROIC (年化)	28
图 44: 公司营运资金周转天数 (天)	28
图 45: 公司经营现金流净额、资本支出、自由现金流 (亿元)	28
图 46: 公司上市至今分红率及股息率	28
图 47: 海澜之家近几年持续净开店	29
图 48: 海澜之家集团各零售渠道收入占比 (不含圣凯诺)	29
图 49: 集团分品牌收入情况	30
图 50: 集团分渠道收入占比情况	30
图 51: 公司营业收入及增速	31
图 52: 公司净利润及增速	31
图 53: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率	32
图 54: 公司营运资金周转天数	32
图 55: 公司上市至今分红率及股息率	32
图 56: 利郎品牌系列和渠道布局概览	33
图 57: 公司营业收入及增速	34
图 58: 公司净利润及增速	34
图 59: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率	34
图 60: 公司营运资金周转天数	34
图 61: 公司上市至今分红率及股息率	35
图 62: 全球和中国女士鞋服市场规模及增长	36
图 63: 全球和中国女士鞋服市场头部公司规模及增长	36
图 64: 中国女士鞋服行业集中度统计 (按公司)	36
图 65: 中国、日本、美国女士鞋服行业前 15 大公司集中度	36
图 66: 女装市场主要品牌及价格分类	37
图 67: 我国中高端女装市场零售规模/增速/占比	37
图 68: 中高端女装上市公司毛利率	39
图 69: 中高端女装上市公司净利率	39
图 70: 中高端女装上市公司 ROE	39
图 71: 地素时尚品牌系列和渠道布局概览 (2023 年)	40
图 72: 公司营业收入及增速	40
图 73: 公司净利润及增速	40
图 74: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率	41
图 75: 公司营运资金周转天数	41
图 76: 公司上市至今分红率及股息率	41
图 77: 江南布衣品牌系列和渠道布局概览	42
图 78: 公司营业收入及增速	43

图 79: 公司归母净利润及增速	43
图 80: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率	43
图 81: 公司营运资金周转天数	43
图 82: 公司上市至今分红率及股息率	43
图 83: 头部代工企业分红占净利比重、资本开支占净利比重	45
图 84: 成熟代工龙头股息率维持较可观水平	46
图 85: PE (未来 1 年) 提升	46
图 86: 滔搏品牌合作历程	47
图 87: 公司分商业模式收入占比	47
图 88: 公司分品牌收入占比	47
图 89: 全球运动服零售规模与增速	48
图 90: 全球运动鞋零售规模与增速	48
图 91: 我国运动服零售规模与增速	48
图 92: 我国运动鞋零售规模与增速	48
图 93: 全球 Top2 运动鞋服品牌份额	49
图 94: 全球 top3~10 运动鞋服品牌份额	49
图 95: 公司营业收入及增速	50
图 96: 公司净利润及增速	50
图 97: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率	51
图 98: 公司营运资金周转天数	51
图 99: 公司上市至今分红率及股息率	51
图 100: 公司品牌矩阵一图概览	52
图 101: 全球羽绒服市场规模及增长	52
图 102: 中国羽绒服市场规模及增长	52
图 103: 国内羽绒服销售单价统计 (人民币, 元)	53
图 104: 国内羽绒服销售量估算 (亿件)	53
图 105: 羽绒服行业主要品牌价格带金字塔分布图	54
图 106: 国内主要专家型羽绒服品牌在羽绒服行业的市占率	55
图 107: 天猫+京东羽绒服行业头部品牌羽绒服 GMV (气泡大小)、品牌均价 (横轴)、GMV 增速 (纵轴)	56
图 108: 公司营业收入及同比增长	56
图 109: 公司归母净利润及同比增长	56
图 110: 公司毛利率和净利率	56
图 111: 公司经营开支比率	56
图 112: 公司盈利周转能力	57
图 113: 公司营运资金周转天数	57
图 114: 公司上市至今分红率及股息率	57
图 115: 波司登 2023 年新款防晒服	58
图 116: 波司登 2023 年新款卫衣羽绒服	58
图 117: 集团线上收入 (百万元) 及增长	58
图 118: 集团品牌羽绒服门店和单店收入统计	58

表 1: 纺服板块高股息标的	15
表 2: 家纺上市公司分渠道毛利率	17
表 3: 公司品牌介绍	30
表 4: 公司分类型门店数	35
表 5: 女装男装品牌店数店效拆分（单位：百万元）	38
表 6: 头部代工企业的毛利率、ROE、净现比水平	44
表 7: 鞋服代工龙头未来增速预期、PE 及 PEG 对比	46
表 8: 公司零售店铺数及变化	48
表 9: 2023 年全球运动鞋服品牌市场占有率排名	49
表 10: 滔搏店数/店效/面积/坪效拆分	50
表 11: 国内外主要专家型羽绒服品牌信息汇总对比	53
表 12: 可比公司估值情况	59
表 13: 可比公司预期分红率及股息率	59

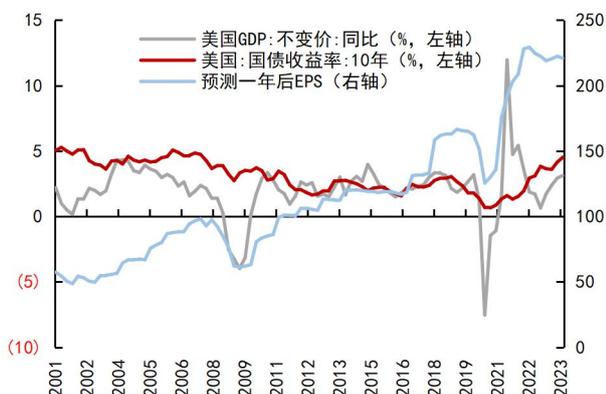
高股息策略：经济增长平缓期关注盈利稳定高分红标的

经济增长平缓期高股息行情好于大盘整体

参考海外经验及 A 股历史，在经济增速平缓期及股息率相对无风险利率有超额收益时，高股息策略往往占优，因为经济增长中枢下移带来名义利率下行，且多数公司 EPS 增速下行，市场波动性较大；高股息标的大多业绩增长较缓但盈利能力稳定、分红率高，可以带来确定性较高的股利回报，相对收益较高；同时高股息标的大多估值低、安全边际高，波动率较低，具备很强的防御属性。

参考美日市场，当经济增长降速，一方面预期回报降低带来借贷意愿减弱，从而无风险利率持续下行；另一方面多数公司预期增速下行，市场对 EPS 一致预期与经济增速高度相关。

图1：美国 GDP 与国债收益率及预期 EPS



资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

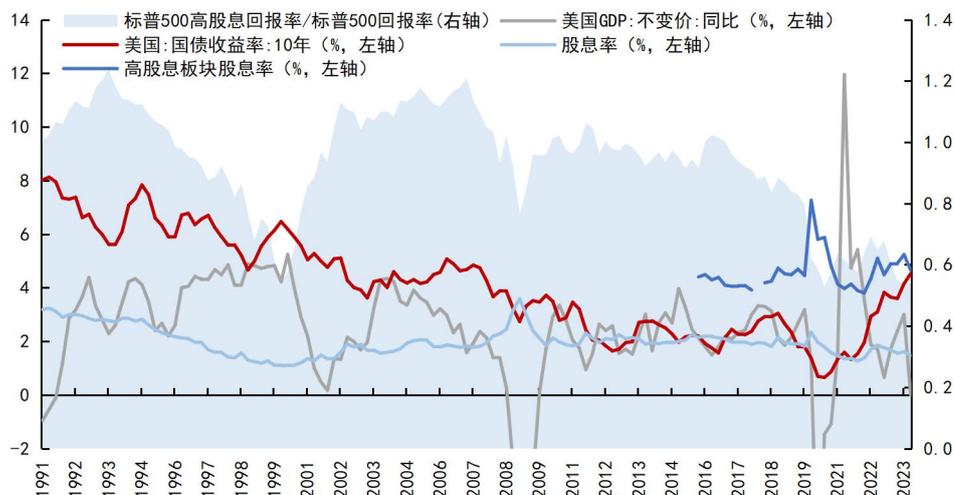
图2：日本 GDP 与国债收益率及预期 EPS



资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

高股息板块在经济增长平缓期，及股息率相对国债收益率有超额收益时，表现更佳。美国国债收益率相对较高，但自 2000 年以来整体股息率与长期国债收益率差额收窄；2007-2009 年美国次贷危机爆发致经济增长降速，同时美国国债收益率大幅下行，直至 2020 年底，国债收益率到达低点，这一时期股息率与国债收益率基本相近，因此这一时期高股息板块相对收益率较高。2021 年以来，美国国债收益率持续走高，高股息资产吸引力减弱，与大盘比相对收益率下降。

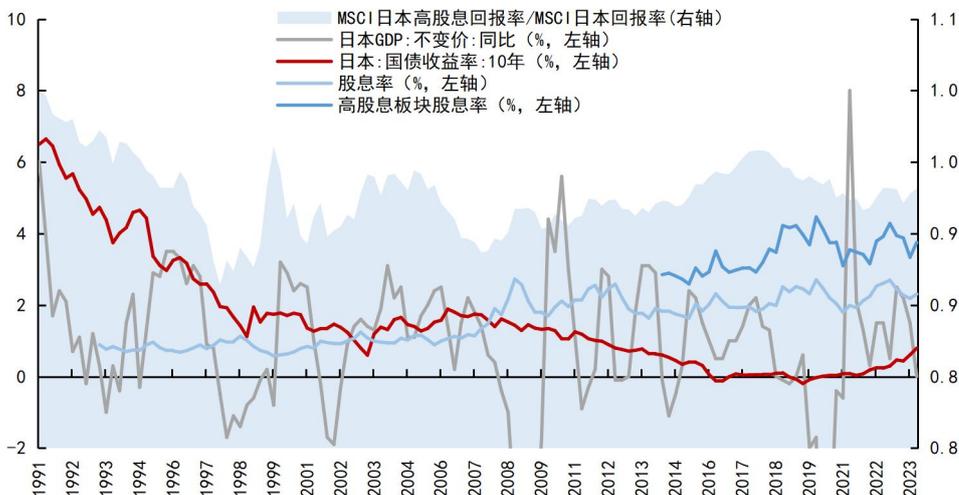
图3：美国国债收益率下降时期高股息板块表现较好



资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

日本上世纪90年代以来经济增长中枢持续下降，长期国债收益率持续下行，同时大盘股息率呈上涨趋势，尤其自90年代末至今，股息率从与长期国债收益率差额收窄到逐渐超越，相对收益率持续走强。因此从90年代末至今，日本高股息板块长期跑赢大盘。

图4：1997年后日本高股息板块持续拥有超额收益

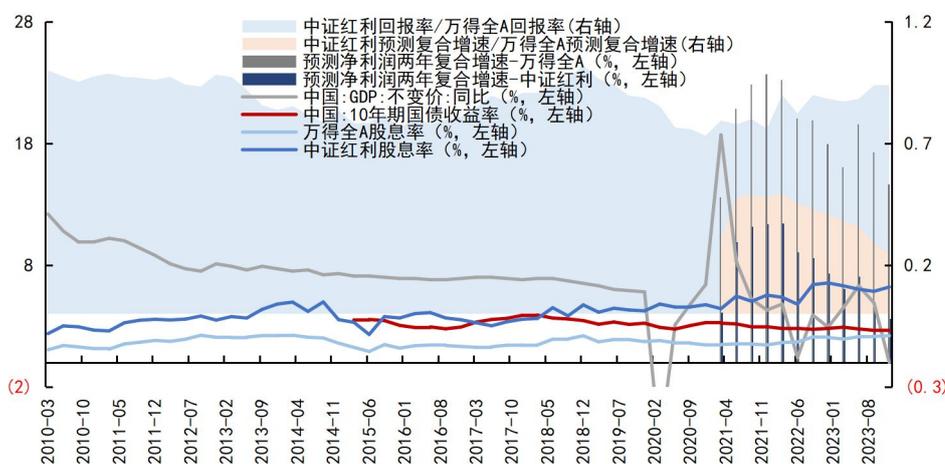


资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

2022年以来A股高股息板块超额收益率持续显现。纵观A股历史：1）2018年之前，我国经济快速增长，长期国债收益率与高红利股整体股息率相近，高股息板块相对收益率不明显。2）2018-2021年，高红利股股息率持续上行，与长期国债收益率差距拉大，同时我国经济增速仍较快，有大量高成长性企业受资本青睐，高红利股往往发展进入成熟期、增速较缓，根据对未来两年净利润复合增速的一致预期，2017年以来，中证红利净利润复合增速是万得全A净利润复合增速的0.2~0.6，高股息板块的超额收益与业绩一致预期相对全市场的折扣高度相关。3）

2022 年至今，经济增长放缓，大量标的业绩增速、估值中枢下移，高弹性标的风险加大；而高红利标的仍维持较好的业绩稳健性，同时估值较低拥有较强的安全边际，故超额收益持续显现。

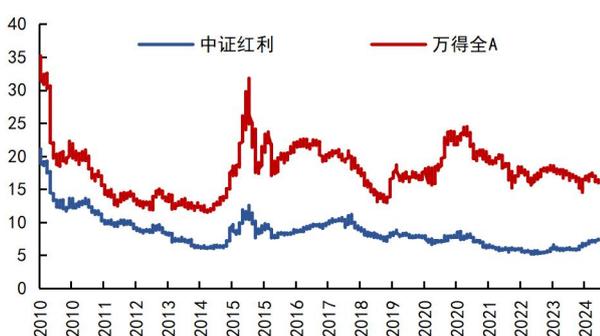
图5: A 股高股息板块超额收益率持续显现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

当前位置仍具有较好的防御属性。从估值角度看，2018 年底至 2022 年初，中证红利指数市盈率持续回落，2022 年至今年 6 月反弹，6 月下旬以来有所回调，截至 7 月 22 日，当前位置是 2010 年以来 12.6%历史分位数水平，PE(TTM) 仅为 7.2；相较万得全 A 的相对市盈率同样较低，位于 2010 年以来 33.7%的历史分位数。当前仍具有良好的安全边际和配置价值。

图6: 中证红利及万得全 A 指数市盈率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 中证红利较万得全 A 指数相对市盈率



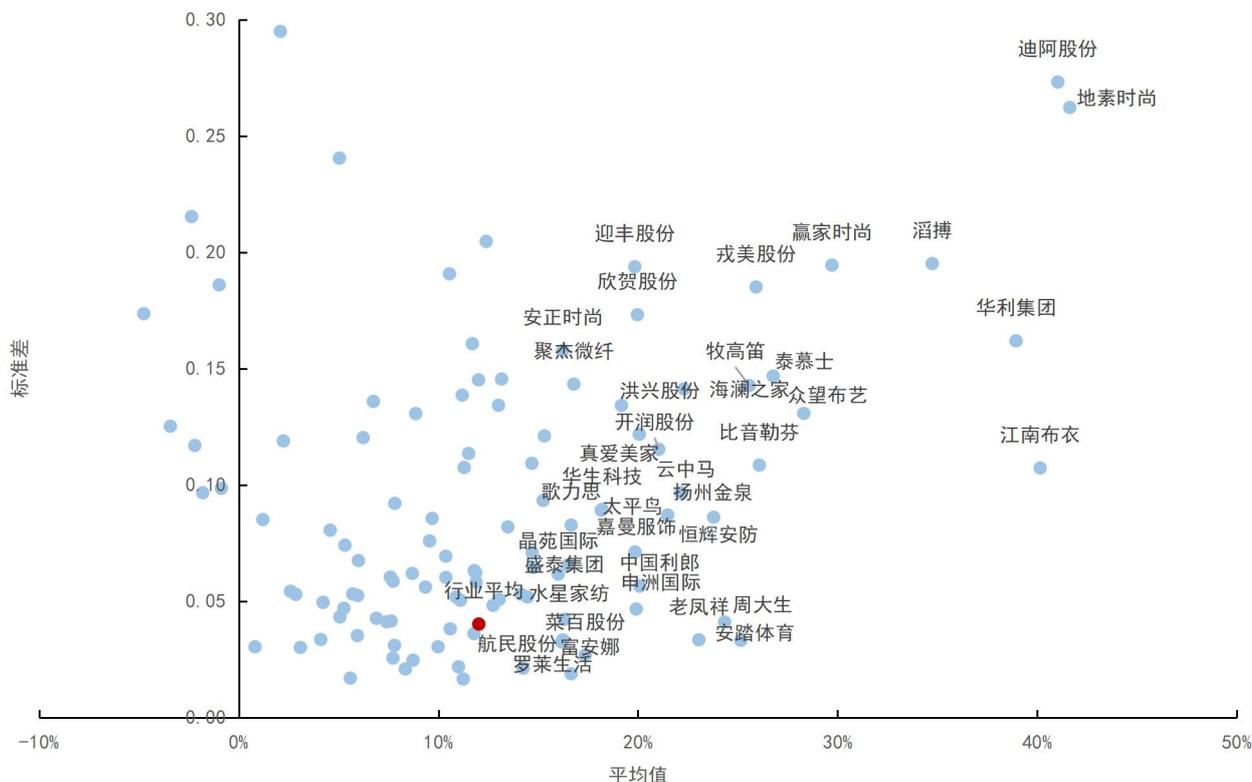
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 高且稳定带来长期高回报，预期增速降低情况下分红率成关键

稳定且高的 ROE 意味长期高回报，纺服板块高 ROE 标的集中在高端服饰/代工制造/家纺品牌行业。长期收益率=利润涨幅+股息率，根据戈登公式变式： $g = ROE \times (1 - d)$ ，其中 d 为分红比例，故长期收益率= $ROE \times (1 - d) + d/PE$ ，因此长期收益率与 ROE 正向相关。我们统计了 2011-2023 年 A 股、港股纺服板块 ROE，行业平均 ROE 为 12%，且历年平均 ROE 较稳定，标准差较小；板块中 ROE 水平相对较

高的标的包括：地素时尚、滔搏、华利集团、江南布衣、比音勒芬、安踏体育、申洲国际、开润股份等，下图所示标的平均 ROE 均高于 16%，细分行业以高端服饰、代工制造、家纺品牌为主。

图8：2011-2023 年纺服板块标的 ROE 平均值及标准差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

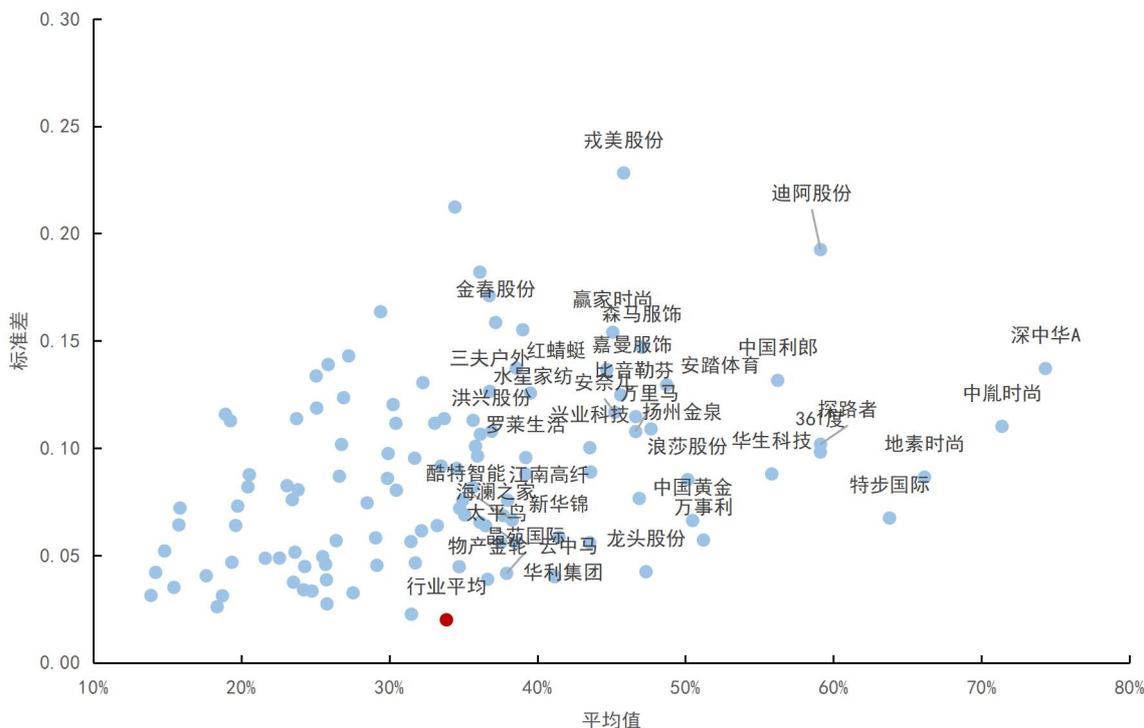
分红可降低 ROE 对成长性的要求。在过去宏观经济快速增长、大量优质企业快速成长的时期，市场在股票估值定价给予业绩增长预期（g）更大权重，当下在经济增速放缓、业绩复合增速中枢下移的背景下，ROE 的确定性更加重要。根据戈登公式变式： $g = ROE \times (1 - d)$ ，当 g 下滑，增加分红率 d 是维持 ROE 的方式。而维持较高分红的前提是现金充足、且资本开支较少。

1、现金充裕程度我们通过现金资产占比来衡量，即现金资产/总资产=（货币资金+应收账款+应收票据）/总资产；

2、资本开支多少我们通过资本开支占净利润比重来衡量。

运动服饰/高端服饰/代工制造龙头现金资产相对充裕。根据统计，2011-2023 年纺服板块平均现金资产占比为 34%，相对较高的标的包括：地素时尚、特步国际、中国利郎、361 度、安踏体育、李宁、比音勒芬、森马服饰、赢家时尚、开润股份、华利集团、罗莱生活、太平鸟、海澜之家、水星家纺、江南布衣等，下图所示标的平均现金资产占比均高于 36%，细分行业以运动服饰、高端服饰、代工制造为主。

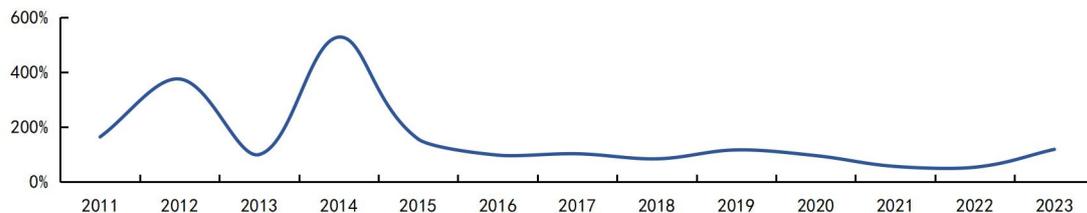
图9: 2011-2023 年纺服板块标的现金资产占比平均值及标准差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

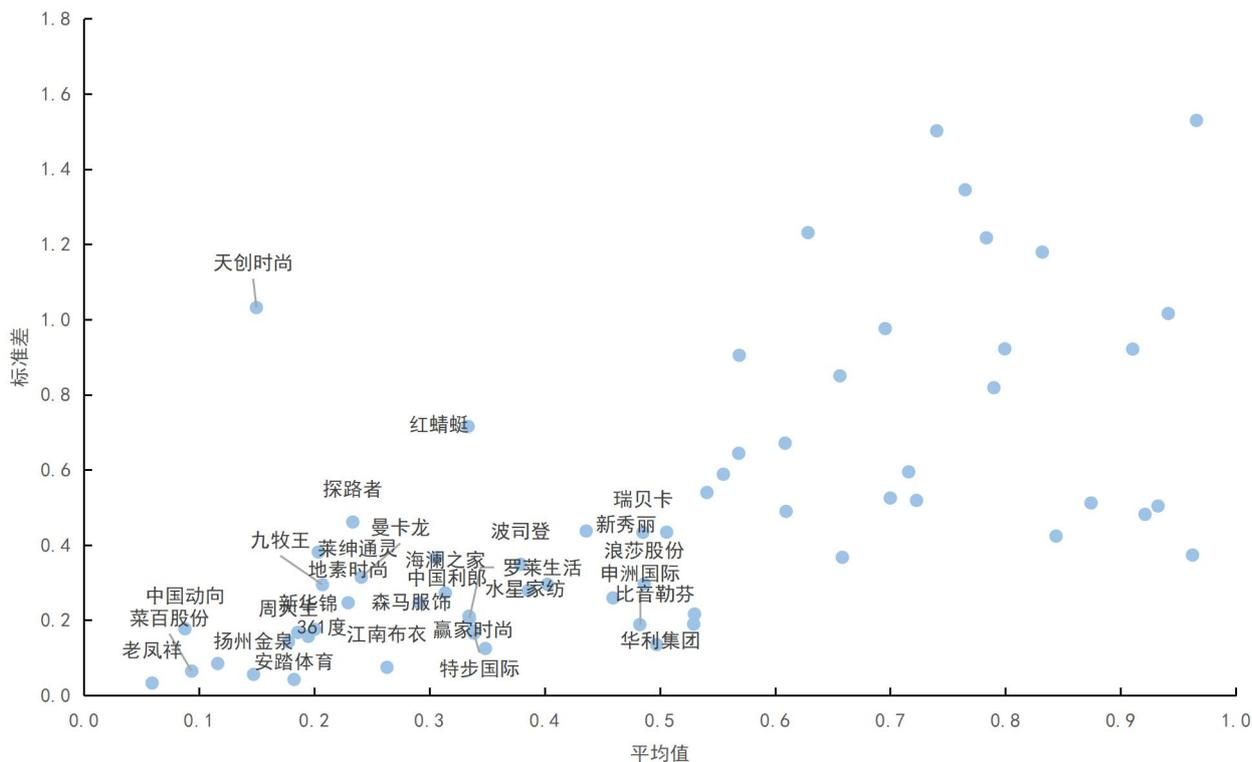
近年来纺服行业资本开支占比逐渐下降，品牌相较制造企业资本开支占比较低，制造企业中申洲和华利占比较低。从资本开支角度看，纺服板块资本开支主要用于产能建设、收购，在前期快速发展阶段，2011-2014 年纺服板块平均资本开支基本达到净利润的 3 倍甚至更高；随公司业务逐渐成熟、业务规模扩大、盈利能力提升，资本支出占比逐渐下降，2015-2019 年下降到 1 倍左右，2021-2022 年受疫情影响企业控制资本开支，占净利润的 50%，2023 年恢复到疫情前水平，从细分行业来看，品牌相较制造企业资本开支占比较低，资本开支较少的标的包括：牧高笛、安踏体育、361 度、九牧王、地素时尚、江南布衣、中国利郎、海澜之家、特步国际、罗莱生活、森马服饰、赢家时尚、滔搏、波司登、水星家纺等，平均资本开支占比基本均小于 0.4，富安娜、比音勒芬基本均小于 0.5；制造企业中，申洲国际和华利集团资本开支占比相对较低，平均值在 0.5 左右。

图10: 2011-2023 历年纺服板块资本开支/净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 2011-2023 年纺服板块标的资本开支/净利润平均值及标准差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上: 1) ROE 高且稳定带来长期高回报。2) ROE 水平及稳定性取决于业绩增长预期及分红率, 在当前业绩增长普遍降速的情况下, 增加分红率是维持 ROE 的方式。3) 维持较高分红的前提是现金充足、且资本开支较少, 纺服板块中运动服饰/高端服饰/代工制造龙头现金资产相对充裕; 近年来纺服行业资本开支占比逐渐下降, 品牌相较制造企业资本开支占比较低, 制造企业中申洲和华利占比较低。

维度一、分红能力强的公司

我们根据以上前提优选出具备高分红能力的标的, 主要集中在高端服饰/代工制造/家纺行业。之所以具备以上特点, 分行业来看:

1、品牌消费: 所在细分赛道或龙头市占率高(如运动、羽绒服), 主要公司包括安踏体育、滔搏、波司登; 或集中度较高且持续优化(如男装), 主要公司包括比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、中国利郎; 或竞争格局稳定(如家纺和女装的中高端市场), 主要公司包括富安娜、罗莱生活、地素时尚、歌力思、江南布衣。企业作为龙头业绩增速相对稳健; 基于较高的品牌力或定位高端, 盈利能力强、现金流创造能力强; 发展已较为成熟, 资本开支相对较少。

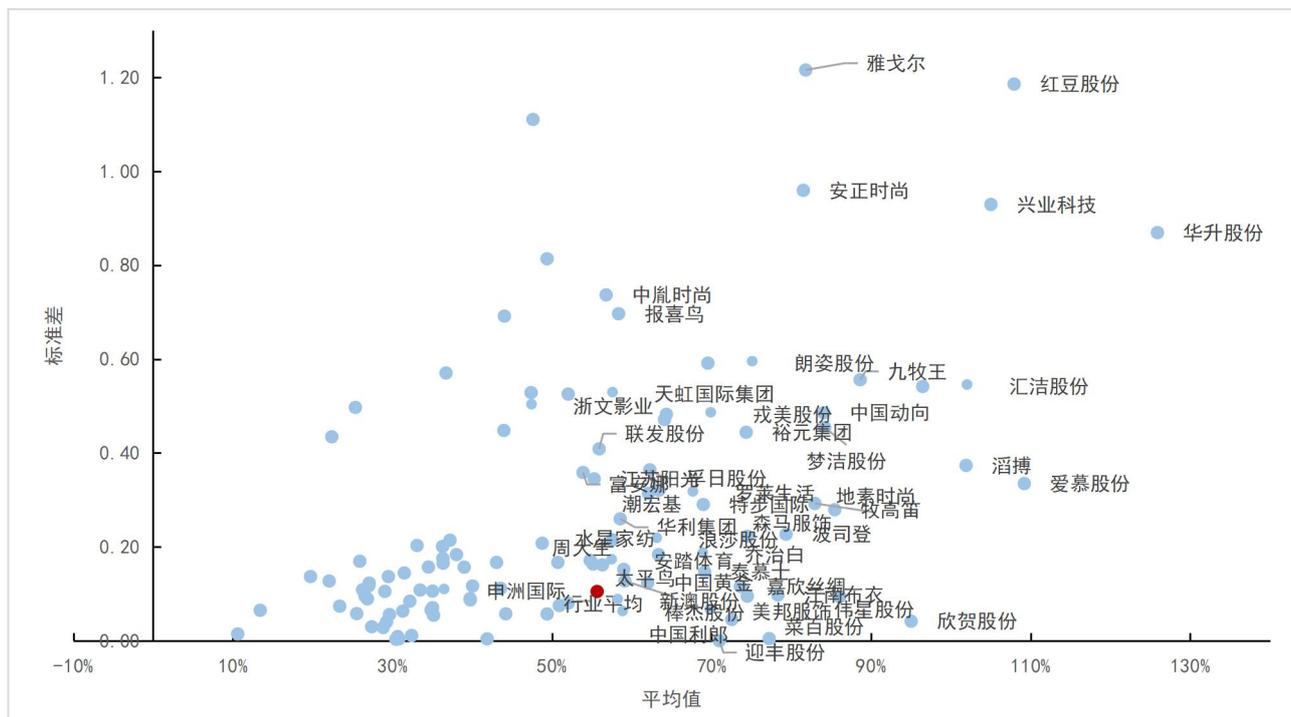
2、纺织制造: 申洲国际和华利集团, 分别为运动服和运动鞋代工制造龙头, 行业集中度高、公司份额高, 增速在行业内始终领先; 凭借良好竞争力和绑定优质大客户资源, 盈利能力好于同行, 毛利率、净利率、净现比均较高, 资本开支占比相对较低。

维度二、分红意愿高的公司

在具备高分红能力后, 我们进一步选择具备高分红意愿的公司。选择标准即既符合维度一分红能力强(ROE 高、现金流充裕、资本开支占比较小这三大前提条件), 同时近三年平均分红率 50% 以上的标的主要包括: 滔搏、报喜鸟、罗莱生活、富安娜、海澜之家、江南布衣、波司登、地素时尚、中国利郎、申洲国际、华利集

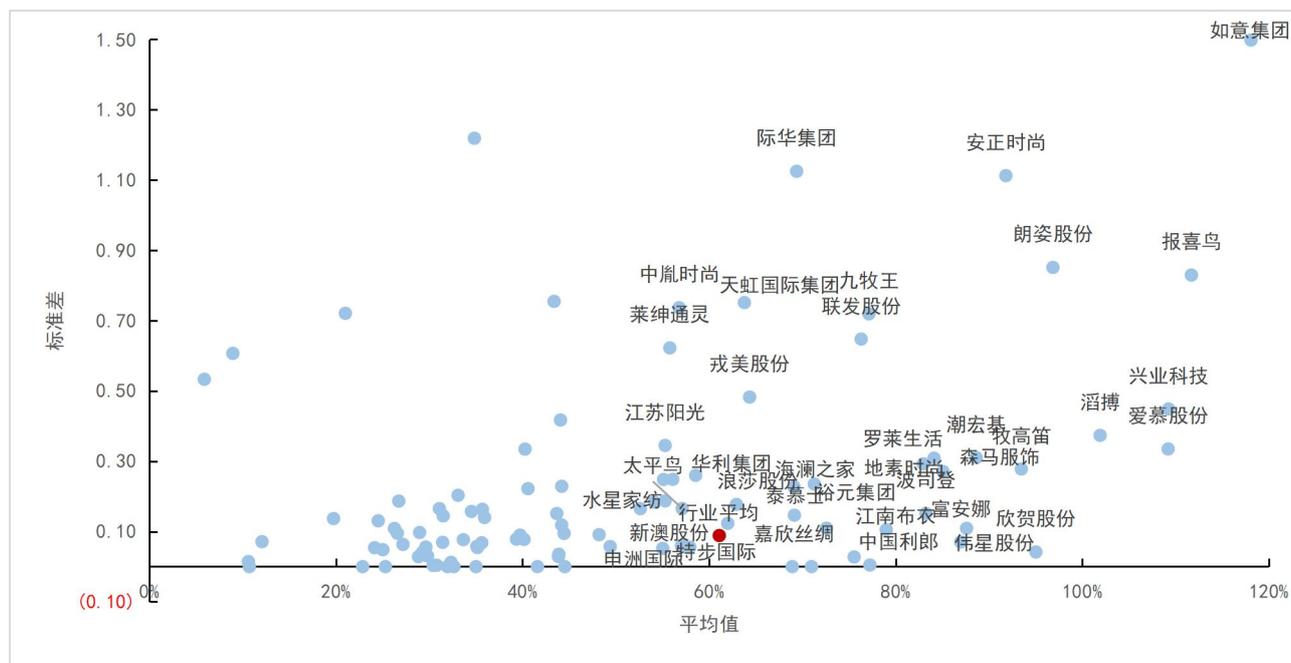
团。

图12: 2011-2023 年纺服板块标的的分红率平均值及标准差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 2018-2023 年纺服板块标的的分红率平均值及标准差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

维度三、股息收益率高的公司

进一步缩小范围，既具备高分红能力和高分红意愿，同时兼备估值性价比，过去三年平均股息率均高于 5%，过去五年平均股息率在 4.5% 以上的标的，股息收益率从高到低排名分别是**江南布衣、中国利郎、海澜之家、富安娜、报喜鸟、滔搏、罗莱生活、地素时尚、波司登**。

表 1: 纺服板块高股息标的

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
股息率												
002327.SZ富安娜	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	1.1%	2.4%	6.7%	7.2%	6.5%	7.0%	8.5%	7.3%
002293.SZ罗莱生活	1.6%	1.5%	3.9%	1.1%	1.5%	2.4%	4.6%	5.5%	4.8%	8.4%	5.3%	4.3%
600398.SH海澜之家	1.3%	2.7%	3.8%	2.4%	4.5%	4.9%	4.5%	3.6%	4.0%	8.0%	8.1%	7.5%
002154.SZ报喜鸟	1.6%	0.8%	0.6%	0.1%	0.2%	0.3%	3.3%	-	1.8%	8.3%	9.7%	4.4%
1234.HK 中国利郎	9.6%	7.9%	8.2%	7.5%	9.2%	7.0%	8.2%	9.0%	8.3%	7.8%	8.5%	8.5%
603587.SH地素时尚	-	-	-	-	-	-	9.1%	3.9%	4.2%	5.2%	4.6%	6.1%
3306.HK 江南布衣	-	-	-	-	-	5.9%	6.5%	7.6%	6.0%	12.1%	10.3%	9.2%
6110.HK 滔搏	-	-	-	-	-	-	-	-	2.2%	6.4%	6.4%	5.8%
3998.HK 波司登	7.6%	5.5%	3.9%	2.2%	3.9%	2.2%	11.0%	5.4%	3.2%	3.4%	3.7%	4.9%
300979.SZ华利集团	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.4%	2.1%	2.3%
2313.HK 申洲国际	4.0%	2.6%	3.9%	2.4%	2.4%	1.9%	2.0%	1.7%	1.3%	1.1%	2.2%	2.5%
分红率												
002327.SZ富安娜	18.5%	10.2%	11.4%	20.8%	19.8%	44.1%	79.2%	83.2%	80.1%	91.2%	93.2%	95.1%
002293.SZ罗莱生活	25.7%	29.6%	70.5%	34.2%	44.2%	60.9%	56.5%	76.1%	84.9%	141.1%	87.9%	58.3%
600398.SH海澜之家	30.9%	602.3%	71.9%	50.2%	70.5%	64.8%	49.0%	37.8%	62.0%	88.4%	86.2%	91.1%
002154.SZ报喜鸟	2-	18.2%	21.9%	11.7%	-3.0%	48.7%	234.9%	-	19.9%	124.2%	127.2%	52.3%
1234.HK 中国利郎	68.1%	70.3%	68.7%	69.0%	78.2%	71.2%	74.2%	76.2%	80.6%	72.7%	75.4%	74.2%
603587.SH地素时尚	-	-	-	-	-	-	139.7%	64.2%	61.0%	69.6%	86.1%	77.1%
3306.HK 江南布衣	-	-	-	-	-	74.4%	77.1%	75.7%	69.9%	99.5%	78.6%	73.3%
6110.HK 滔搏	-	-	-	-	-	-	-	50.0%	139.1%	108.2%	110.4%	97.3%
3998.HK 波司登	75.9%	74.5%	51.9%	107.3%	70.5%	35.5%	112.5%	78.4%	72.2%	71.3%	81.5%	83.7%
300979.SZ华利集团	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88.5%	43.4%	43.8%
2313.HK 申洲国际	45.7%	46.3%	53.4%	53.8%	52.9%	47.9%	50.6%	51.1%	50.1%	60.9%	56.2%	61.3%

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理;

注: 波司登和滔搏由于财年未分别为 3 月底和 2 月底, 此处 2023 年对应两公司 FY2024, 此前年份同理

家纺行业: 家纺龙头地位稳固、盈利强、分红率高

家纺行业增速放缓, 中高端家纺竞争格局较好

中国家纺行业市场规模二千亿, 增速放缓, 近十年复合增速为 3%; 竞争格局分散, CR5 基本稳定在 4.5% 左右, 尾部公司多, 头部格局稳定。按消费层级看, 家纺市场整体及线上渠道中高端市场近年来增速均好于行业整体; 且竞争格局良好, 高端家纺市场当前规模预计在 100 亿元左右, 2020 年份额第一的罗莱占 21%; 线上 600 元以上的高端市场基本被我国 Top3 品牌占据。我国家纺市场与韩国较为类似, 但韩国家纺品牌发展相对较早且渠道结构稳定, 当前市场集中度高且持续提升。我们认为未来行业趋势主要为结构性的变化, 中高端市场和线下渠道占比有望提升, 均利好于头部品牌提升市占率。

图14: 中国家纺市场规模及增速



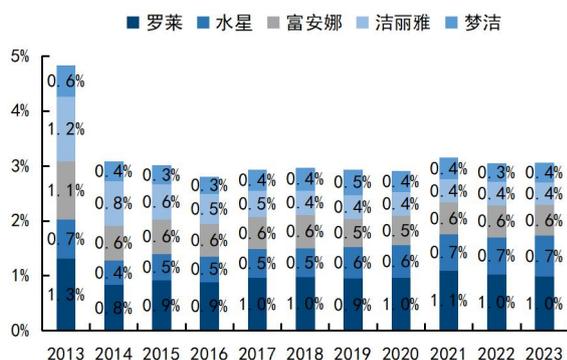
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图15: 中国床上用品市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图16: 中国家纺行业主要品牌公司市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

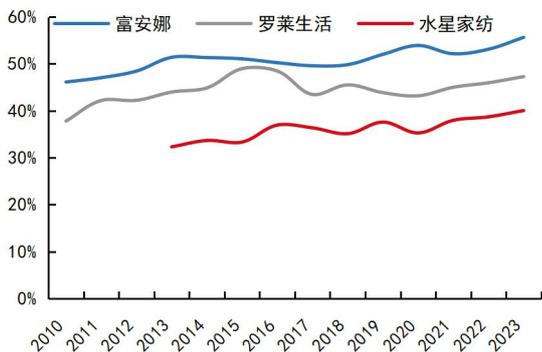
图17: 高端市场竞争格局良好



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

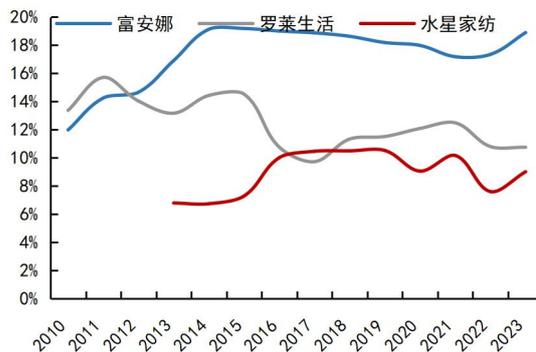
富安娜与罗莱盈利能力稳定。基于家纺中高端市场稳定的增速和良好的竞争格局，定位中高端的龙头企业罗莱和富安娜持续获得超额增速；利润率层面，基于强产品力和品牌力，拥有较强品牌溢价能力；同时渠道端强运营能力和供应链能力，使得利润率较高且稳定，与同行相比，两公司的毛利率、净利率均位于行业领先水平。

图18: 各家纺公司毛利率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图19: 各家纺公司净利率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

表2: 家纺上市公司分渠道毛利率

	2019	2020	2021	2022	2023
罗莱生活	44%	43%	45%	46%	47%
直营	64%	64%	66%	67%	67%
加盟	46%	43%	45%	47%	47%
电商	45%	46%	48%	51%	52%
美国	36%	35%	37%	37%	34%
富安娜	52%	54%	52%	53%	56%
直营	64%	66%	65%	67%	70%
加盟	50%	51%	50%	53%	56%
电商	45%	49%	46%	46%	48%
团购	42%	46%	42%	45%	44%
水星家纺		35%	38%	39%	40%
直营		57%	58%	52%	54%
加盟		31%	37%	37%	38%
电商		36%	36%	39%	40%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

复盘两公司历史业绩表现来看, 经历行业红利时期业绩快速增长后, 随着行业增速放缓, 两公司策略上也有所差异: 罗莱更加重视通过内生外延获得增长, 渠道拓展仍较为积极; 富安娜更加重视盈利能力的提升, 保证盈利的基础上寻求稳健增长:

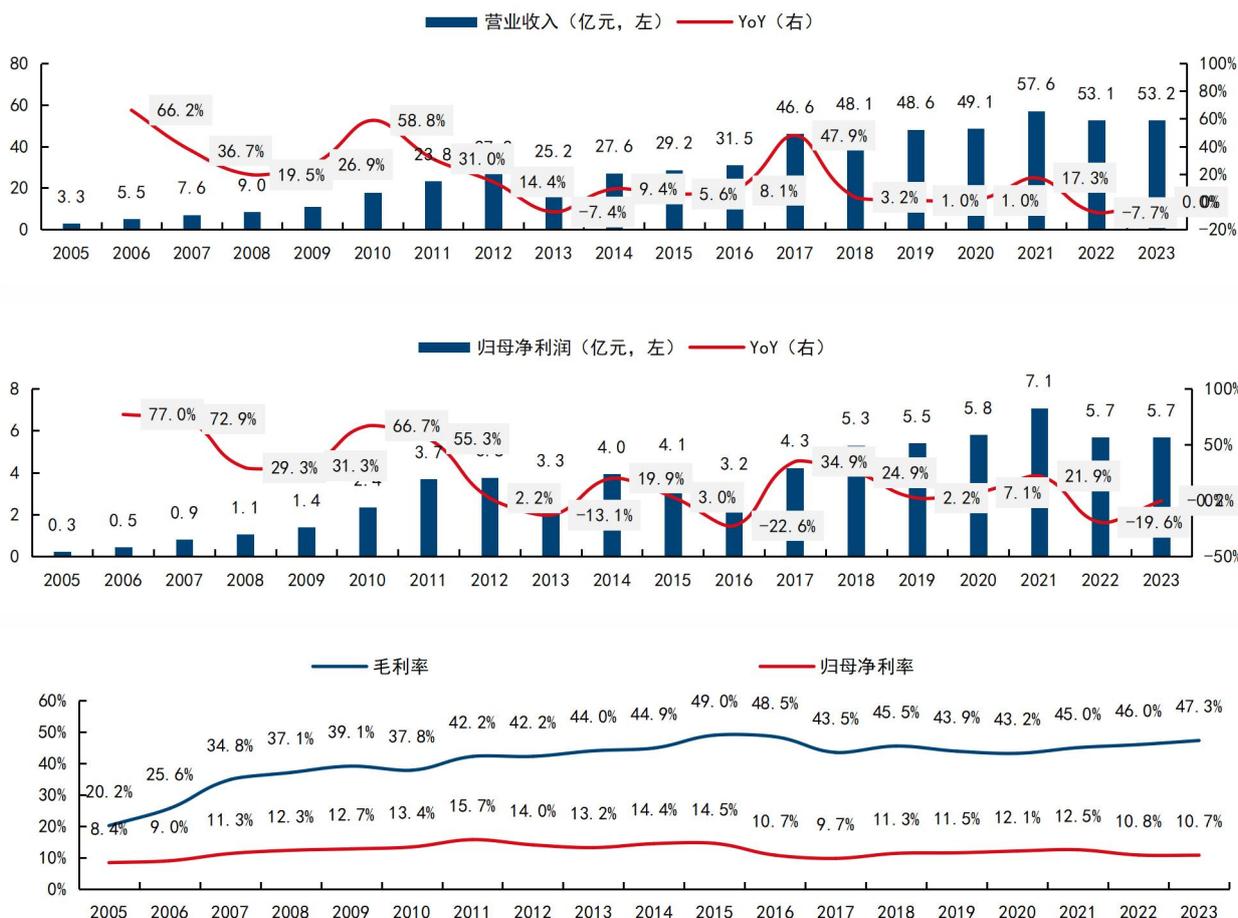
罗莱生活: 国内家纺龙头, 内生外延多点发力

1) **业绩爆发期: 2013年之前, 公司规模快速扩张, 业绩快速增长。**这一阶段, 公司布局多品牌、多品类矩阵, 同时叠加国内经济高速发展、房地产高速发展的红利期, 公司家纺主业快速增长; 线下渠道快速扩张门店, 截至2013年底达到2849家门店的历史峰值; 利润端主要受品牌力的提升带动价格提升, 利润率水平持续走高。2005-2012年收入复合增速为35.1%, 净利润复合增速为45.4%; 毛利率、净利率分别提升22和6个百分点至42%和14%。

2) **稳健增长期: 2013年至今, 行业红利逐渐消退, 多渠道品类获得稳健超额增速, 龙头地位稳固。**这一阶段, 随行业红利消退, 公司快速成长期已过, 进入平稳发展期, 公司更加注重多方位并行获取超额增长。①**电商渠道发力:**2012年后行业线下渠道受电商冲击, 公司随即快速布局电商渠道, 2012年首夺天猫双11床上用品类目销售冠军, 并于2013年调整电商策略, 主打定位大众价格带的LOVO, 罗莱主品牌推行线上线下同款同价政策。②**多品类拓展:**打造新品牌LACASA乐优

家（2016 年与 LOVO 合并），布局中低端市场；收购日本毛巾品牌内野、美国家具品牌莱克星顿。③线下渠道调整后重启开店：线下门店数量经历 2013 年左右的电商冲击后首次开始下降，2015-2018 年重新增长；2018 年在库存压力下门店数再度减少，2021 年重启拓店计划。2012-2023 年收入复合增速为 6.3%，净利润复合增速为 3.7%；毛利率小幅提升 5 个百分点至 47.3%，毛利率增长一定程度受电商渠道和美国家具业务毛利率较低影响；伴随销售、管理费用率的增长，净利率下滑 3 个百分点至 10.7%。2023 年国内家纺主业稳健增长，门店数量按计划稳步提升；美国莱克星顿家具业务亏损拖累公司整体。

图20: 公司上市至今收入（亿元）/净利润（亿元）/利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上市以来维持高分红高股息。公司 2009 年上市以来始终维持较高分红派息比例，上市以来累计现金分红 45.1 亿元，累计分红率为 68%。尤其在 2013 年之后，公司进入稳健增长期，除 2015-2016 年期间公司设立多个产业投资基金，并于 2016 年投资 5.15 亿元并购莱克星顿，带来较大的投资现金流外，每年分红率基本均在 60% 以上，2018 年以来公司股息率基本维持在 4%~9%。

图21：公司上市至今分红率及股息率



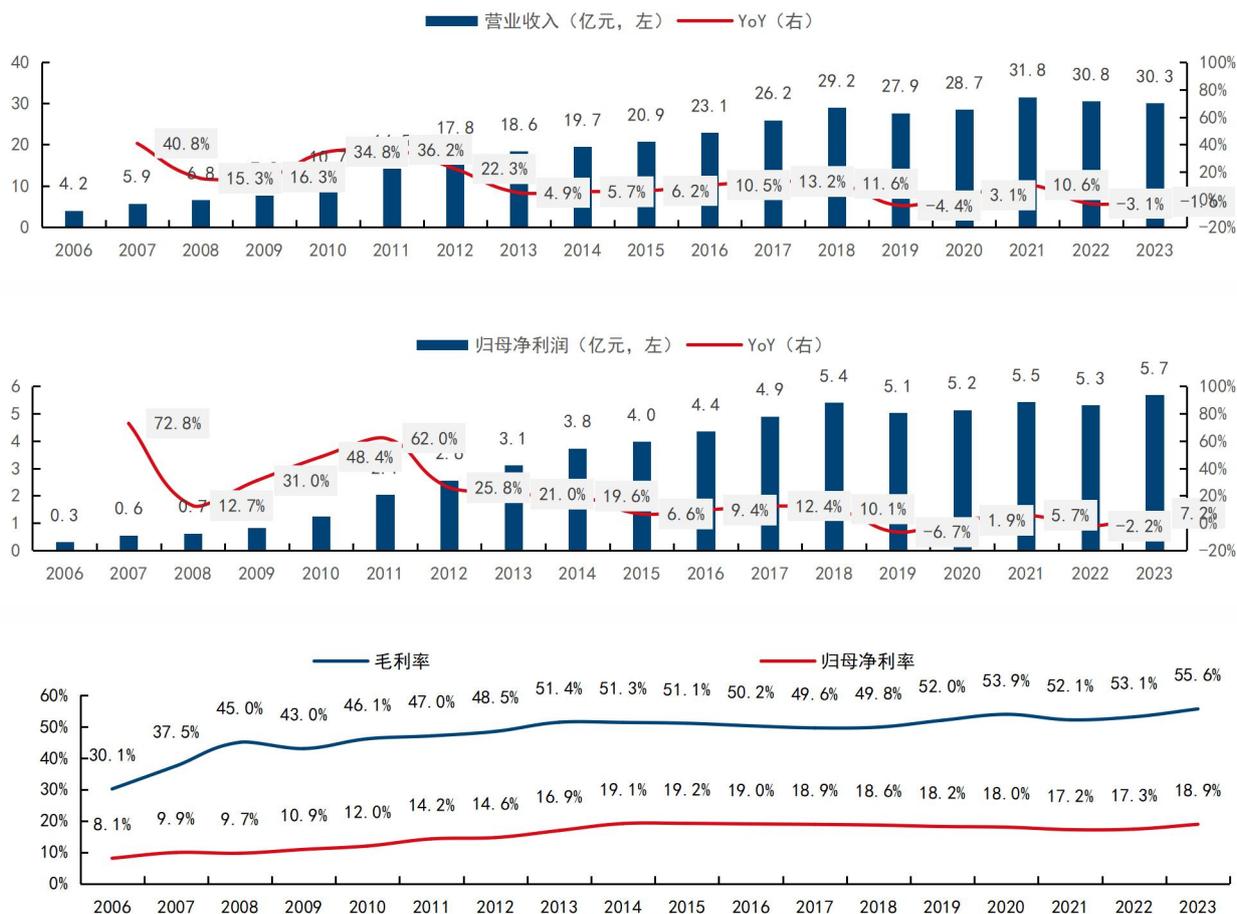
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

富安娜：高端艺术家纺龙头，零售运营构建壁垒

1) 业绩爆发期：2013年之前，公司规模快速扩张，业绩快速增长。这一阶段，公司快速扩张门店、基地，推出4个子品牌，同时叠加国内经济高速发展、房地产高速发展的红利期，公司收入快速增长；规模效应的提升、组织管理优化、生产工业园的成熟等有效提升公司净利率水平。2006-2012年收入复合增速27.2%，净利润复合增速40.5%；毛利率从30.1%提升至48.5%，净利率从8.1%提升至14.6%。其中2007年业绩高增，主要因门店快速扩张218家，同时店效亦有提升；2010-2011连续高增，主要因2009年底公司成功上市后为公司带来了较大的资金支持和较大的品牌影响力，同时公司开启了由华南区域向全国扩张的进程；品牌层面公司加大对第二品牌馨而乐的推广；产能方面进一步扩张。

2) 高质量稳健增长期：2013年至今，行业红利逐渐消退，收入增速放缓，利润率提升。这一阶段，随行业红利消退，公司快速成长期已过，进入平稳发展期，公司更加注重高质量增长，稳扎稳打做实单店效益。**2012-2018年收入增速放缓，利润率波动：**收入复合增速8.6%，净利润复合增速13.1%；毛利率从48.5%提升至51.1%后回落到49.8%，净利率从14.6%提升至19.2%后回落到18.6%。**2019年收入增速进一步放缓，主要因公司主动进行渠道改革调整，更加重视盈利能力提升：**2018-2023年收入复合增速0.7%，净利润复合增速1%；毛利率从49.8%提升至55.1%，净利率由于销售费用等增加，从18.6%小幅提升至18.9%。

图22: 公司上市至今收入（亿元）/净利润（亿元）/利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上市以来维持高分红高股息。富安娜盈利能力强、业绩增长稳健，公司上市以来累计现金分红 34.6 亿元，累计分红率为 57%。随公司发展进入稳健增长阶段，利润增厚、现金流更加充裕，同时自身资本开支减少，公司加大分红力度，2018 年以来分红率高达 79% 以上，股息率大约在 6.5%~8.5%。

图23: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

男装行业：行业格局优化，龙头品牌竞争力强、分红率高

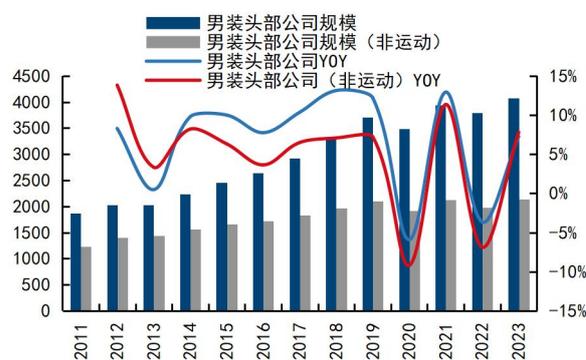
（一）中国男士鞋服七千亿市场平稳增长，行业格局持续优化

2023 年中国男士鞋服零售额 7360 亿人民币，2016–2021 年复合增速 3.3%，2022 年同比下滑 9.3%，2023 年同比增长 8.4%，相比 2021 年下滑 1.7%。男士鞋服头部公司（销售额前 100 名）零售额合计 3956 亿元，占全盘的 54%，2016–2021 年复合增速 8.3%，2022 年同比下滑 3.7%，2023 年同比增长 4.3%，增速好于整体。头部品牌中剔除运动品牌，总规模为 2138 亿元，近年来非运动品牌比运动品牌增速相对较慢。

图24：中国男士鞋服市场规模及增长



图25：男装行业头部公司规模及增长



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

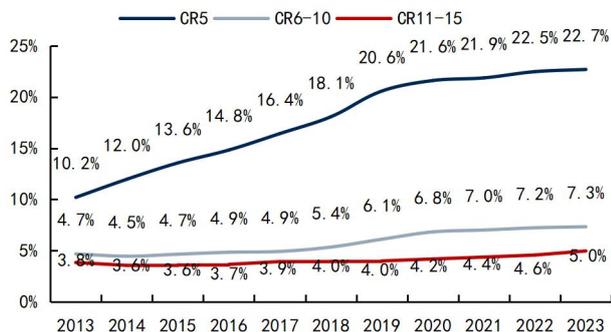
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理；备注：头部公司为男装行业 2023 年销售额前 100 名

男装集中度高且持续提升，相比发达国家仍有提升空间。2013–2023 年男装行业 TOP5、TOP6–10、TOP10–15 公司（仅统计男装品类销售，下同）都呈现份额提升趋势，集中度分别提升 12.5、2.6、1.1 百分点至 22.7%、7.3%、5.0%，且越头部的公司提升趋势更明显。剔除运动品牌后的男装集中度同样持续提升，2013–2023 年，非运动男装 TOP5、TOP6–10、TOP10–15 的公司集中度分别提升 5.5、3.1、0.3 百分点至 13.9%、7.5%、3.6%。

对比可见，男装行业前 15 大公司集中度达到 35%（非运动男装 CR15=25%），明显高于女装行业，女装 CR15 在 2022 年为 15.2%，2023 年下降至 14.9%，且过去 10 年女装行业集中度仅提升 2 百分点。这主要是由于女性对时尚要求多样性、潮流更新迭代速度要求高，再加上女性消费者对特定品牌忠诚度相对较低，因此女装竞争激烈程度更高。

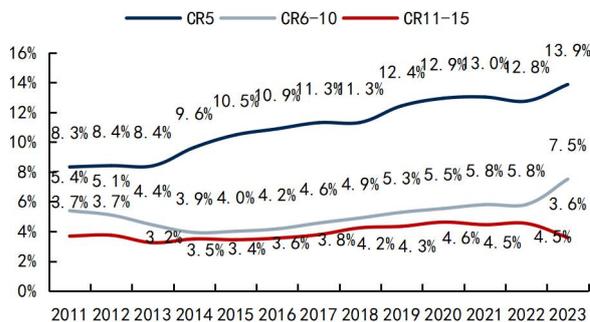
同时中国男装行业前 15 大公司的集中度相比美国和日本较低。国内消费升级背景下，加上疫情三年令不少服装品牌陆续出清，品牌力、产品力突出的头部男装品牌市场份额有望继续提升。

图26: 中国男士鞋服行业集中度统计 (按公司)



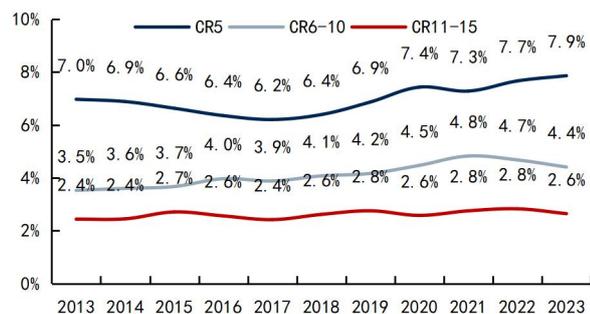
资料来源: 产业信息网, wind, 国信证券经济研究所; 备注: 对于既有女装又有男装品类的公司, 仅计入男装部分的销售额, 下同。

图27: 中国男士鞋服 (非运动) 行业集中度统计 (按公司)



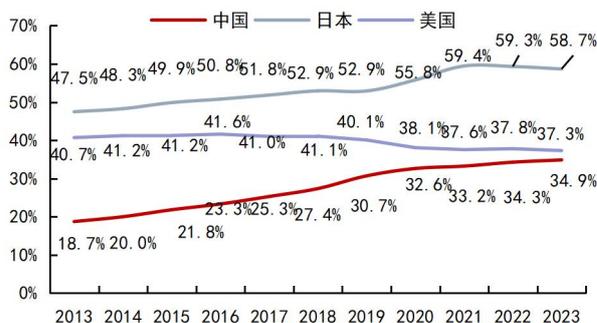
资料来源: 产业信息网, wind, 国信证券经济研究所; 备注: 假设非运动男装市场规模=男装市场规模-运动鞋服市场规模*60%

图28: 中国女士鞋服行业集中度统计 (按公司)



资料来源: 产业信息网, wind, 国信证券经济研究所

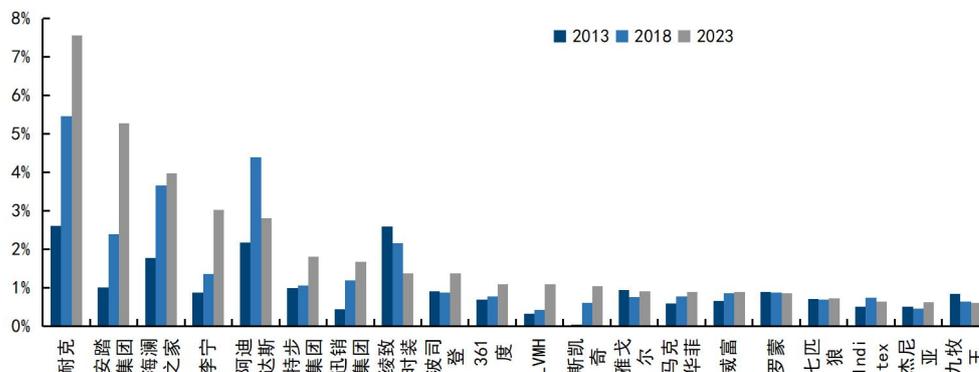
图29: 中国、日本、美国男士鞋服行业前 15 大公司集中度



资料来源: 产业信息网, wind, 国信证券经济研究所

在中国男士鞋服行业前 25 大公司中, 耐克规模最大, 市占率 7.6%, 其次是安踏集团、海澜之家、李宁、李宁、阿迪达斯、特步集团、迅销集团、绫致时装、波司登等。在前 25 大公司中, 过去 5 年男装市占率提升 1 倍以上的品牌公司有安踏集团、李宁、LVMH, 市占率提升了 0.5-1 倍之间的有特步、波司登、斯凯奇。

图30: 中国男士鞋服行业销售额前 25 大公司市占率及变化



资料来源: 产业信息网, wind, 国信证券经济研究所; 备注: 按 2023 年销售额前 25 名从左往右排列;

(二) 男装品类从商务正装向舒适度较高的运动休闲和功能性服饰转型

1) 定性角度看，男装品牌近年推出功能性面料、舒适度较高和设计时尚的新产品线，消费者反馈良好。年轻白领穿衣越来越偏好休闲舒适和个性化彰显，从男装品牌近年推出的新产品线可见，陆续从传统的纯商务正装融合运动休闲/功能性面料等元素，服饰风格更时尚，穿着体验更休闲舒适。

鞋类方面，国货皮鞋龙头奥康研发了运动皮鞋系列。奥康的运动皮鞋在大底中采用 EVA 橡胶一次发泡植入上下互动减震系统技术，在中底后跟处镶入减震气垫，加倍稳定，保护双足，除此之外还研发了舒适透呼吸专利，设计“微气孔加微气囊”内循环实现皮鞋透气不闷脚，明显提升了穿着舒适度。

裤装方面，海澜之家的“六维弹力裤”和九牧王的“小黑裤”。相较于以往传统西裤的紧身、无弹性，现在的裤装具有高弹、透气、百搭的特点。

上衣方面，报喜鸟的运动西服、利郎轻商务、太平鸟男装潮酷系列，以及品牌的功能性面料。传统男士西装的色调款式单一、厚重沉闷、使用场景局限，且穿着束缚感较强。运动西服系列既能满足舒适需求又符合商务社交场合的穿着要求。

图31：品牌男装商务转型对比（海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装）



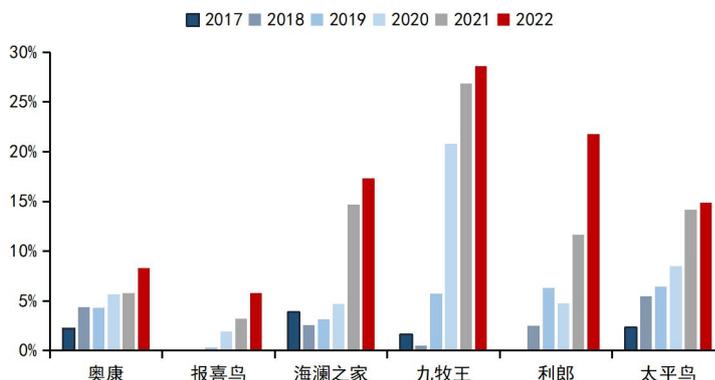
资料来源：各品牌天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

2) 定量角度看，男装的功能性和运动类产品线在天猫销售占比提升明显

我们收集了各个品牌在天猫上 2017-2022 年每年 GMV 前 500 名的商品，并从中按照商品名称中的关键词来甄别出与传统或常规品类有别的，具有“功能性面料”或“运动休闲”等舒适度改善属性的产品，并合并所有这些品类，统计它们在 2017-2022 年天猫上销售占比变动。

考虑到不同品牌之间品类甄别口径、销售渠道和策略的差异，不同品牌之间不可直接对比，但品牌可与自身历史年份对比。可见各品牌的功能性/运动品类占比总体提升，报喜鸟、海澜之家、九牧王、利郎均提升明显。

图32: 男装品牌的功能性和运动类系列在天猫销售合计占比变化



资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

(三) 男装企业积极 DTC 转型和数字化改革, 渠道提质增效, 弱化库存周期

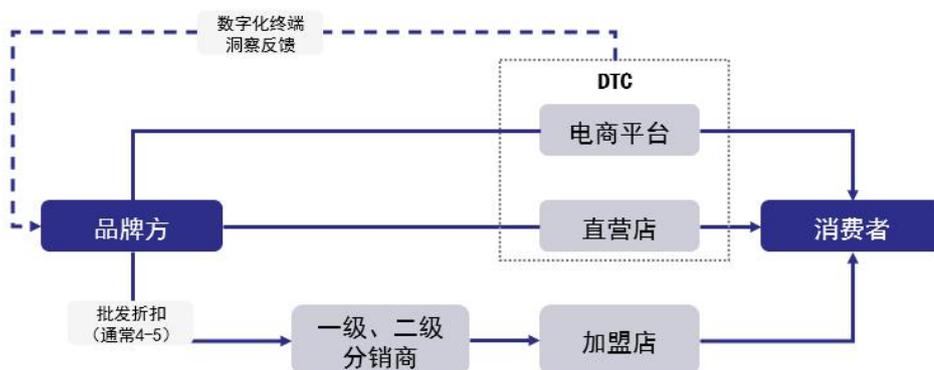
服装行业传统的批发模式有难以直接触及零售端消费者的弊端, 也是加剧了当时 2010-2015 年行业库存危机的因素之一。库存危机过后, 头部品牌陆续开始启动零售转型策略, 引领全产业链 DTC 变革, 从供应端和渠道端入手, 解决响应周期过长导致供需错配放大的行业痛点, 有效降低库存危机再次爆发的风险。

从品牌公司近 5 年分渠道的收入可见: 1) 线上: 品牌线上占比迅速提升, 呈现形式多样化, 洞察消费者, 2) 线下自营: 海澜之家、波司登, 安踏、利郎近几年新开线下自营店或转型自营力度大。

DTC 业务对于品牌意义重大, 1) 电商渠道可通过图片、视频、直播等形式让消费者直观感受和对标商品, 同时方便品牌方搜集统计会员画像和消费数据, 洞察终端零售。2) 线下直营渠道对于进驻高档商圈、推送新品、提升品牌形象、数字化洞察终端变化、库存互通和赋能周边等方面有众多积极作用。

从结果来看, 随着近年服装企业零售转型和数字化升级, 虽然 3 年疫情经历多次超预期负面冲击, 但没有再出现大规模的库存危机问题, 弱化传统的库存周期。

图33: 服装行业 DTC 渠道模式



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

(四) 优质男装品牌持续开店扩张, 成长势能较强

2020-2022 年, 三年疫情影响下, 国内男装行业市场规模相比 2019 年下降 6%, 大

部分品牌选择关店控制成本费用。而比音勒芬、海澜之家、哈吉斯持续保持较快净开店势头，2022年比音勒芬/海澜之家/哈吉斯门店数比2019年净增长33%/13%/6%，分别净增门店数297、965、25家；2023年国内消费弱复苏，比音勒芬、哈吉斯继续实现5%以上的同比净开增速，2023年海澜之家门店数下降，主要是因为处置童装品牌男生女生的股权。

优质男装品牌逆势开店扩张，印证其较强的品牌成长势能及对未来增长的信心，随着终端消费力和消费意愿逐步修复带动店效爬坡，未来经营效益释放潜力大。

图34: 比音勒芬店铺数及同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 海澜之家店铺数及同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 哈吉斯店铺数及同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 报喜鸟店铺数及同比增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

海澜之家：大众男装龙头品牌，新零售、子品牌、出海构建新成长曲线

（一）业务概况：大众男装龙头品牌，同时形成涵盖多领域的新品牌矩阵

公司成立于1997年，是国内非运动男装第一大品牌集团（市占率5.3%），2023年收入215亿元，店铺数6877个。公司董事长、总经理周立宸为集团创始人和前任董事长周建平之子，同时担任工商联纺织服装商会常务会长、中国服装协会副会长等，周氏家族（实控人周建平、董事长周立宸、周建平女儿周晏齐）合计持股51%；副总经理强红兵、徐兴福分别担任拓展条线和市场条线负责人。

分品牌看，主品牌海澜之家定位大众男装，有“男人的衣柜”之美誉，2023年品牌收入165亿元。同时公司还拥有职业装团购品牌圣凯诺（收入22.8亿元），以及新品牌矩阵（OVV、英氏等，收入20.2亿元）。

从渠道模式看，公司线下直营/加盟/电商/团购分别占比19%/54%/16%/11%，直营/加盟门店分别为1683/5194个。海澜之家加盟店采用类直营模式管理，加盟商类似“财务投资人”角色，门店的人员培训、数字化系统监控、库存调配等工作基本由集团参与。

图38：海澜之家主要品牌和渠道布局一览（2023年）

主要产品	品牌布局	渠道分布
<ul style="list-style-type: none"> • 裤子：收入42.9亿元，占19.9%，毛利率43.0% • 衬衫：收入22.3亿元，占10.4%，毛利率43.8% • T恤：收入31.8亿元，占14.8%，毛利率46.8% • 羽绒服：收入25亿元，占18.7%，毛利率42.4% • 茄克衫：收入15.8亿元，占7.3%，毛利率42.7% • 西服：收入18.9亿元，占8.8%，毛利率42.9% • 针织衫：收入8.5亿元，占4%，毛利率42.9% • 其他：收入42.3亿元，占57.1%，毛利率54.3% 	<ul style="list-style-type: none"> • 海澜之家~大众男装龙头品牌~77% 收入164.6亿元，占77%；毛利率45.2%  • 圣凯诺~职业装团购品牌~11% 收入22.8亿元，占11%；毛利率46.8%  • 其他品牌~女装/童装/家居/运动/潮流~9% 中高端女装（OVV），中高端童装（英氏），家居及日用品（海澜优选），奥地利专业运动品牌（海德），简潮时尚男装（黑鲸）。 合计收入20.2亿元，占9%；毛利率50.2% 	<ul style="list-style-type: none"> • 线下（~71%） <ol style="list-style-type: none"> 1、直营~17% 37亿元，门店1683个，mall为主；毛利率66% 2、加盟~53% 115亿元，门店5194个，街店为主；毛利率39% 类直营管理模式 • 线上（~16%） 33亿元，毛利率48.2% • 团购（~11%） 22.8亿元，毛利率46.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（二）财务分析：盈利稳定且相对较高，ROE 较高，现金流充裕，分红率高

2014年2月18日海澜之家完成借壳凯诺科技，4月11日成功重组上市。公司利用独特的加盟代销模式快速扩张，2013-2019年收入和净利润的复合增速分别为20.6%和15.5%。2020-2022年受疫情影响收入下降，且公司逆势扩张直营门店进驻购物中心，因此费用率提升、净利率受损，2019-2022年收入和净利润复合增速分别为-5.5%和-12.4%。2023年，随着疫情期间品类优化、电商发力、渠道升级等改革效益逐步显现，公司收入增长16%，在正向经营杠杆、折扣收窄带动下，扣非净利润增长37%。

图39: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

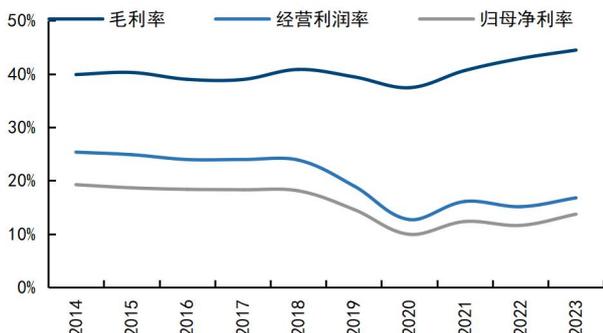
图40: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

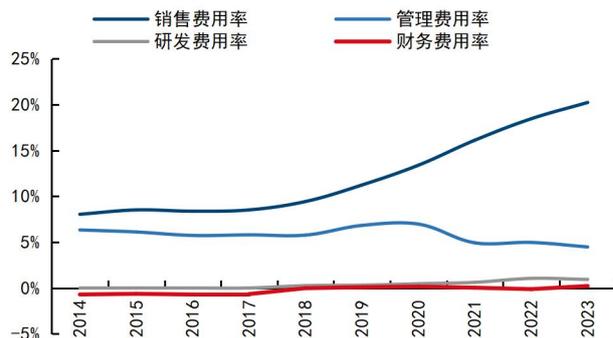
公司毛利率稳定在 40%左右, 近年来随直营渠道占比的提升, 从 2017 年的 1.6% 提升至 2023 年的 17.3%, 毛利率小幅提升; 同时公司销售费用率从 8.5% 大幅提升至 20.2%, 管理费用率小幅下降、研发费用率小幅提升, 最终归母净利率从 18.3% 下降至 13.7%, 净利率处于行业较高水平, 仅低于定位高端的比音勒芬和地素时尚。

图41: 公司利润率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

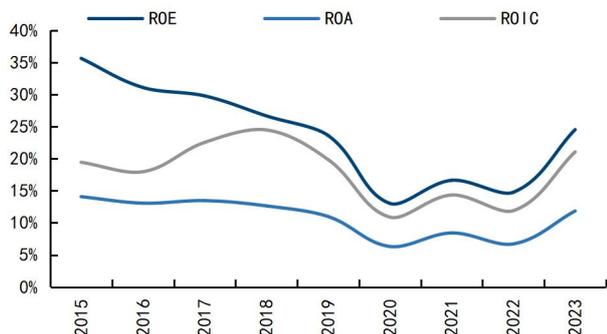
图42: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理; 备注: 2018 年前研发费用计入管理费用。

横向比较公司 ROE 相对较高, 主要因净利率和资产负债率较高, 资产周转率处于行业平均水平。纵向来看, 公司 ROE 的波动主要受净利率波动影响, 从存货情况看, 加盟商代销模式下, 公司渠道库存全部计入报表, 因此公司报表库存较多, 存货近 3 年均在 80 亿以上, 存货周转天数较长, 基本在 250~300 天; 但同时由于大部分存货为可退还存货, 存货减值风险并不高。由于与供应商合作大部分采取赊购模式, 产品售出后按期结款, 公司应付账款账期长, 近 2 年在 250 天以上; 同时对下游账期短, 应收账款周转天数在 20 天左右, 进而一定程度上保证了公司现金流的充裕度。

图43: 公司 ROE 和 ROIC (年化)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图44: 公司营运资金周转天数 (天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司现金流充裕, 2019-2023 年净现比均大于 1, 同时资本开支占净利润比重相对稳定, 近年来保持在 20%左右, 自由现金流较多。

图45: 公司经营现金流净额、资本支出、自由现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上市以来维持高分红, 近两年来进一步提升。公司上市以来分红率始终较高, 上市以来累计现金分红 194.3 亿元, 累计分红率为 62%。尤其在 2013 年之后, 每年分红率基本维持在 50%以上, 2021 年以来进一步提升至 86%-92%, 股息率提升至 7.5%~8.1%。

图46: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(三) 成长分析: 疫情期间逆势开店释放效益, 中长期看好主品牌新零售驱动和子品牌成熟放量

1、主品牌：大众男装龙头，年轻化、科技升级、渠道升级、新零售驱动成长

海澜之家是国内男装行业龙头品牌，若剔除运动品牌，公司市占率 3.7% 位列行业第一，明显超越第二名的绫致时装（1.7%），形成相对的规模优势和品牌大众影响力。

近年来公司积极推进品牌、产品、渠道年轻化策略，深受年轻消费者青睐，例如 1) 在营销方面，海澜之家通过成为央视春晚独家服装合作伙伴、携手中国航天发布联名 T 恤、与代言人周杰伦深入互动等有效输出国民品牌价值；2) 在产品方面，打造“时尚+科技”产品，推出如六维弹力裤、三防黑白小 T、全能夹克等功能性面料和运动休闲爆款；3) 在渠道方面，积极开拓新零售，并通过开设直营店进驻购物中心渠道，2018-2021 年虽然公司总收入仅增长 6%，但线下自营/电商收入分别增长 233%/137%。未来 3-5 年集团还将计划开拓 1000 家购物中心门店，提升品牌形象、吸引优质客群；同时计划实现电商百亿零售额目标。

2、子品牌：2023 年剥离男生女生减亏，其他品牌未来 3-5 年目标形成百亿规模

子品牌存在较大增长潜力。公司旗下子品牌涵盖男装、女装、童装、职业装及生活家居等，其中高端婴童生活方式品牌英式及女装品牌 OVV 表现突出。旗下大众品牌男生女生近年来持续亏损，2023 一二季度陆续关店，第三季度已对该品牌进行剥离，公司利润端减亏。随着新品牌陆续孵化成熟，未来 3-5 年公司规划子品牌分别达到 100 亿零售额的规模（2023 年子品牌收入 43 亿元，圣凯诺/其他分别 22.8/20.2 亿元），随着规模扩张、利润率提升，有望成为集团第二增长曲线。

3、斯搏兹和出海：积极寻求新增量

2023 年公司出资设立合营品牌斯搏兹，目前主要与 Adidas 达成合作，负责处理 Adidas 尾货，预计将涵盖阿迪达斯正标及阿迪达斯 Neo 系列，并瞄准国内下沉市场推出低价产品线。主品牌出海方面，公司 2017 年公司提出出海战略，2018 年开始布局，2023 年海外地区实现营业收入 2.72 亿元，同比增长 24%。

图47：海澜之家近几年持续净开店



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48：海澜之家集团各零售渠道收入占比（不含圣凯诺）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

报喜鸟：变革重焕新生，哈吉斯景气成长打开空间

（一）业务概况：以报喜鸟和哈吉斯为主，渠道模式以 DTC 为主

报喜鸟集团成立于 1996 年，经过 27 年发展目前旗下自有品牌包括报喜鸟、恺米切、宝鸟、所罗、亨利格兰、东博里尼，合作品牌有衣丽特，代理品牌有哈吉斯、乐飞叶，品牌定位中高端领域。渠道上，线下不断提升购物中心渠道占比、突破

中部弱势市场，核心品牌依靠店效驱动增长，同时加大电商渠道布局、拓展抖音直播等新零售平台。2023年集团总收入52.5亿元，总门店数1761个。

其中集团主力品牌是主打中高档男士西服的报喜鸟和代理品牌中高档英伦服饰哈吉斯，2023年收入分别为17.3/17.6亿元，门店数分别为817/457个，团购品牌宝鸟11.4亿元。集团采用DTC为主的渠道模式，线下直营和电商合计占比55%，团购占比22%。

表3: 公司品牌介绍

品牌名称	品牌定位	目标客户群	产品价格带	主要销售城市
自有品牌				
报喜鸟	中高档商务男装	30-50岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士	西服: 3000-5000元/套	1-5线城市
恺米切	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	30-45岁的中产阶层、商务人士	1199-1599元/件	1-3线城市
宝鸟	职业装团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织	西服: 1000-2000元/套	1-5线城市
所罗	专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士	衬衫: 150-400元/件	
亨利·格兰	中高档英伦高尔夫风男装	30-40岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的男士	西服: 3980-5800元/套	1-5线城市
东博利尼	意大利轻奢男装品牌	30-45岁追求精致生活的中产阶层人士	外套: 1500-4000元/件	3-4线城市
			内搭: 500-3000元/件	
			单西: 2980-5980元/件	
			裤子: 1680-2480元/条	1-2线城市
			衬衫: 1180-1680元/件	
合作品牌				
衣俪特	高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织	秋冬款: 500-800元/套	1-3线城市
			春夏款: 300-350元/套	
代理品牌				
哈吉斯	中高档英伦风格男装、女装品牌	25-40岁时尚、品味的都市精英	800-7000元/件	1-3线城市
乐飞叶	高档户外休闲品牌	30-50岁户外休闲爱好者	外套: 999-5299元/件	1-3线城市
			内搭: 499-1199元/件	

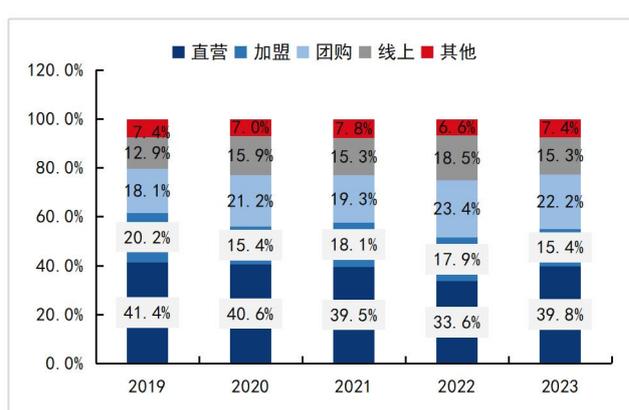
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 集团分品牌收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 集团分渠道收入占比情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

（二） 财务分析：收入业绩重回高增长，盈利水平较好，库存改善

收入和业绩经历快速增长遇行业调整而下滑，一系列变革后重回正轨。2007 年报喜鸟 A 股上市，在中国服装市场高度景气驱动下，进入快速增长期，2011 年获得哈吉斯在中国的代理权，2007~2011 年收入 CAGR29.3%至 20.3 亿元。2012 年国内服装行业陷入库存危机，叠加电商平台对线下冲击，2012~2016 年收入下滑，投资失利、折扣促销和存货减值令业绩大幅下滑，2016 年亏损 3.9 亿元。2017~2021 年，公司多轮定增明确控人地位、聚焦主业、股权激励、主品牌年轻化改革和哈吉斯成功培育，积极变革下收入 CAGR14.4%，业绩大幅反弹。2022 年在行业受疫情严重影响下公司仍保持稳健业绩，2023 年业绩大幅增长。

毛利率、净利率近 5 年持续恢复改善，盈利水平较好。公司主品牌报喜鸟和代理品牌哈吉斯均定位中高端服装，有较高的加价倍率，因此近 5 年集团整体毛利率均维持在 60%以上（即使占比 22%的团购毛利率仅 46%），高于大部分同行。净利率 2020 年以来保持在 10%以上且持续提升。

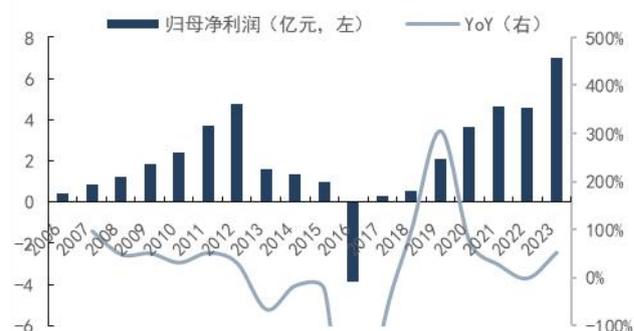
2013 年后存货周转天数持续优化，目前处于较健康水平。2013 年公司存货周转达到最高值 465 天，2016 年公司大力度清理库存并计提减值导致亏损 3.9 亿元，2017 年存货周转天数下降至 281 天。随着定制智能化推进、库存管控能力提升，2019~2021 年公司存货周转 263/258/240 天，稳步优化；2022 年存货周转小幅上升后，2023 年重新回落到 236 天的水平。由于，公司主品牌所处的中高端西服领域和哈吉斯所处的中高端休闲男装领域对潮流款式更新迭代要求较低，因此当前存货周转处于相对健康和可控水平。

图51：公司营业收入及增速



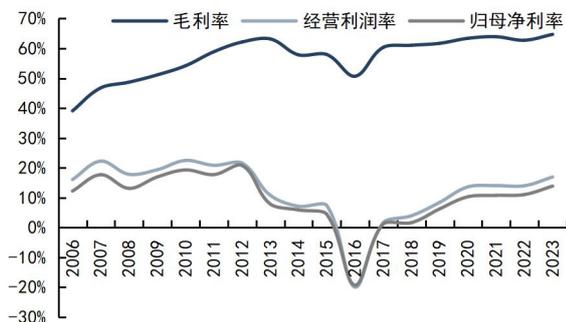
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：公司净利润及增速



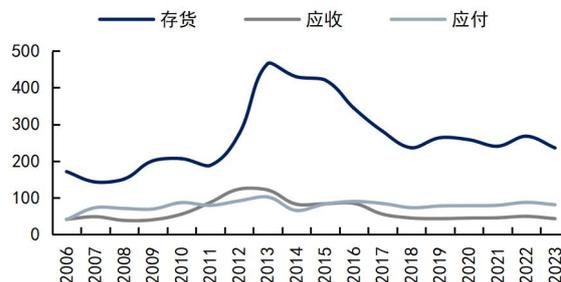
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图53: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近三年公司分红率及股息率大幅提升，分红率均在 50%以上。2021~2022 年公司每年派息两次，分红率大幅提升至 124%和 127%，同时股息率大幅提升至 8.3%和 9.7%；2023 年分红率和股息率回落。公司累计分红 21.5 亿元，累计分红率 54%，其中近三年发放的现金分红占 94%，为 15.3 亿元。

图55: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(三) 竞争力和成长分析：报喜鸟焕发新生，哈吉斯打开成长空间

报喜鸟主品牌：智能化定制、新品类、新零售驱动下，增长领先竞品。聚焦核心品类西服、发挥大规模智能化定制优势并开拓年轻时尚、运动西服和轻正装产品系列，并邀请张若昀任品牌代言人，积极开拓新零售渠道，年轻和时尚感令这一传统西服品牌焕发新生。近年品牌在运动西服、轻正装、联名款等新品类驱动下保持 10%左右的收入复合增长，领先同类商务装品牌。

哈吉斯：卡位运动休闲景气赛道，精心培育强势成长，对标同类品牌，拓店空间广阔。在英伦风盛行背景下，哈吉斯通过稀缺英伦风基因、领先研发设计能力、高质量主题营销和跨界合作、拓展女子和年轻系列、进驻高端渠道等举措成功培育影响力，进入快速高质量成长期，2017-2021 年，哈吉斯坪效从 2430 元增长至 3220 元。

从未来成长空间看，对标风格和定位相近的比音勒芬。第一，中国个人可投资资产超 1000 万元人数近 300 万，而比音勒芬（零售额 39 亿元）VIP 客群仅 70 万，因此轻奢品牌仍有广阔空间。第二，2022 年哈吉斯对标风格相近、定位更高的比音勒芬有 700 多家门店差距，而哈吉斯下沉市场渗透率非常低，未来品牌将通过线上订单分布指导下沉市场拓店计划，开店空间广阔。

中国利郎：中高档商务休闲男装，渠道转型效益释放，经营稳健股息率高

（一）业务概况：中高档商务休闲和都市休闲男装

利郎于 1987 年由王氏三兄弟王冬星、王良星、王聪星联合创立，是国内中高档男装品牌，2023 年收入 35.4 亿元，店铺数 2695 个。目前公司实控人、董事会主席为王冬星先生，负责集团的业务发展、策略企划管理、经营计划制定及重大投资决策建议；王良星担任副主席兼行政总裁，负责集团业务发展企划及发展策略建议；王聪星担任副主席，负责财务及资讯科技、内部管理及监管月度计划实施等。从业务层面看，主系列定位中高档商务休闲，定位 25-45 岁消费者，收入 28.4 亿元，占比 80.2%，2393 个门店；轻商务是 2016 年开拓的子系列，主打年轻时尚和性价比，定位 1,2 线城市 20-30 岁消费者，收入 7 亿元，占比 19.8%，302 个门店。

图56: 利郎品牌系列和渠道布局概览



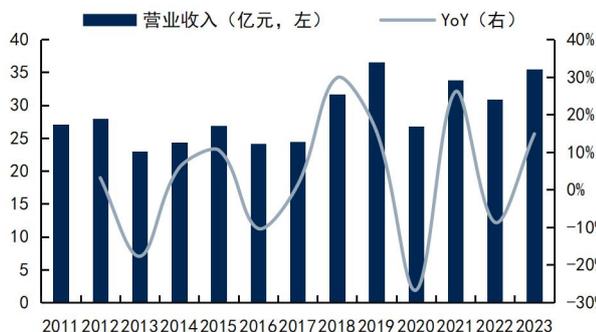
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（二）财务分析：渠道改革推动收入恢复增长，但存货和净利率因此波动，盈利能力强，分红水平高

2012-2017 年受到国内服装行业需求疲软、库存危机影响，公司增长乏力，2018-2019 年公司收入实现 30%/16% 的增长，收入增长主要由于前期在原创产品力提升、性价比策略、渠道运营能力提升等效果逐步显现，同时前一年渠道库存健康、经销商加大订货力度并积极开拓门店贡献增长。2020 年疫情下商务社交频次的减少影响品牌的销售，业绩有所波动；2021 年开始公司进行渠道改革，将网店由经销改为自营，近 40% 的主系列门店由经销改为代销，2021 年公司收入增长 26%（零售增长 15-20%），但由于鞋类产生存货拨备 1.22 亿元导致净利润下滑；2022

年受疫情影响较大收入与净利润下滑，2023 年在此前奠定的良好基础上业绩反弹。

图57: 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 公司净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司毛利率正常保持在 41-42%的水平，2017 年后毛利率较低的轻商务系列（低于主系列 5%左右）的规模增长、以及“提质不提价”策略小幅拖累毛利率，2019 年由于暖冬、折扣加深毛利率下滑 2.6pct，2020 年-2023 年由于轻商务转型自营贡献毛利率上升，但费用率也有所增加，净利率从正常的 22%-23%下降至 15%左右，仍处于行业较高水平。

由于 2020 下半年轻商务转型直营和 2021 年主系列转型代销，部分门店库存计入公司报表，再加上受到疫情影响，2022 年存货周转天数增加至 195 天。2023 年公司建立更大消化能力的库存管理系统，年内增开 22 家奥特莱斯店，配合新的物流园投入运作，存货周转有所改善。

图59: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

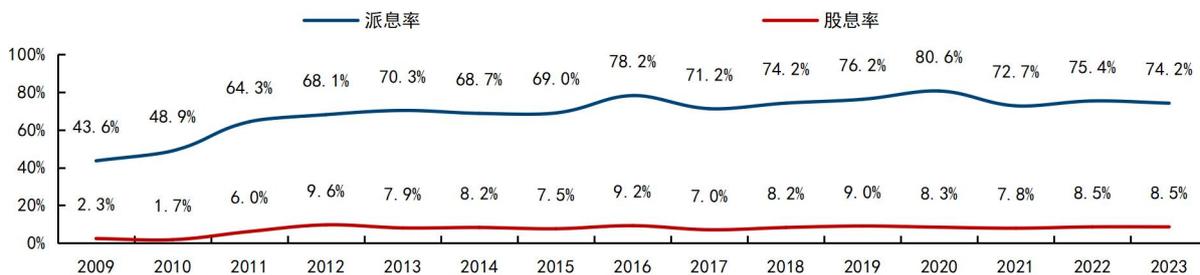
图60: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市以来持续维持高分红率。公司自 2009 年上市以来始终维持较高且平稳的分红率，每年分红两次，2011 年以来年度分红率基本维持在 64%以上，且逐年提升；上市以来累计现金分红 69.2 亿港元，平均股利支付率为 69%。股息率基本维持在 7%以上。

图61: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(三) 竞争力分析: 渠道转型代销和自营成效显著, 产品竞争力提升

1) **渠道: 疫情期间转型自营和代销, 积极发力新零售, 成效显著。**2020 年下半年轻商务 250-300 家门店基本全部转型自营, 2021 年主系列 40% 门店转为代销(仍为批发模式, 但库存由集团负责管控和调拨), 直营和代销店铺有效实现库存互联互通和随时调配, 提升店效和售罄率。

同时电商清理库存的职能弱化, 积极开发电商专供款(目前电商专供款约占比一半), 电商毛利率提升, 并为品牌引流和形象宣传起到重要作用。电商收入占比只有 10% 左右, 对比同类服装品牌, 电商渗透率可提升空间较大。

2) **坚持原创产品, 产品竞争力提升, 有望推动加价倍率提升。**2021~2023 年公司年产品中原创比例从 70% 提升到 75%, 其中应用独有面料开发的产品比例约 50%, 产品竞争力增强, 有望推动加价倍率提升

3) **近期恢复趋势向好, 2024 年零售增长目标 15% 以上。**通过抖音直播带货等方式, 公司拟和消费者建立更紧密的联系, 2024 全年新零售业务增长目标 20% 或以上, 整体销售达到 15% 的增长。全年公司计划净开 100-200 家门店, 并完成 400 家门店的装修工程以提升品牌形象, 改善消费者购物体验。

表4: 公司分类型门店数

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
主系列-自营	-	-	-	-	-	-	1	1
主系列-代销	-	-	-	-	-	966	938	936
主系列-分销	2,575	2,321	2,458	2,525	2,466	1,477	1,446	1,456
轻商务-自营	-	-	-	-	287	290	251	296
轻商务-分销	-	89	212	290	8	0	8	6
总店数	2575	2410	2670	2815	2761	2733	2644	2695

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

中高端女装: 成长较快盈利能力强, 头部企业多品牌运营稳健

我国女装市场近年来受疫情影响波动大, 头部公司表现相对较好。2023 年全球女士鞋服行业零售规模 8747 亿美元, 同比+5.3%, 2017-2021 年复合增速 0.4%; 2019-2023 年复合增速 0.5%; 2023 年中国女士鞋服行业零售规模 12612 亿人民币,

同比+8.5%，2017-2021年复合增速3.2%；2019-2023年复合增速-0.1%。2020年以来由于受疫情影响，2020年、2022年我国女装市场规模均出现下滑，且2022年下滑幅度大于全球市场，在低基数下，2023年我国女装市场有所回暖。行业头部公司增速快于整体增速，全球前10的女士鞋服企业2023年整体规模为1173亿美元，占全球市场的13.4%；2019-2023年复合增速为2.9%，快于行业整体。我国前10的女士鞋服企业2023年整体规模为1780亿元，占中国市场的14.1%；2019-2023年复合增速为1.2%，快于行业整体。

图62: 全球和中国女士鞋服市场规模及增长



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

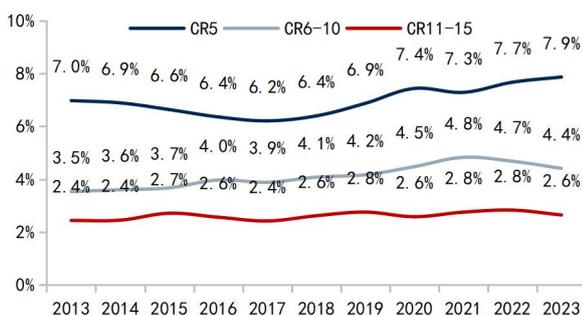
图63: 全球和中国女士鞋服市场头部公司规模及增长



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

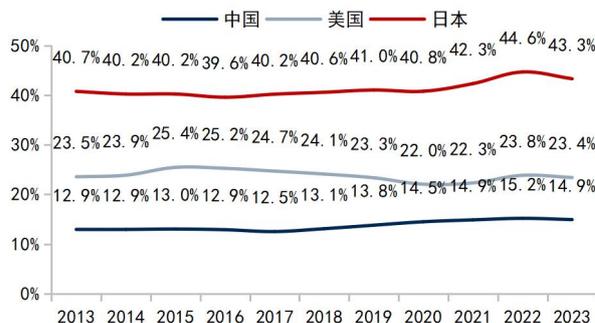
我国女装市场格局分散，相比发达国家有较大提升空间。我国女装行业集中度较低，前15大公司份额从2013年的12.9%，到2023年小幅提升至14.9%，其中TOP5、TOP6-10、TOP10-15公司市场份额2023年分别为7.9%、4.4%、2.6%左右。相比美国和日本集中度差距较大，美国和日本前15大公司份额分别为23.4%和43.3%，我国女装市场集中度有较大提升空间。

图64: 中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图65: 中国、日本、美国女士鞋服行业前15大公司集中度



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

国内女性时装市场主要可以分为重奢、轻奢、高阶、大众等四类。具体来看：

1) 国内女装市场的最高端基本由国际奢侈品牌如 Chanel、Hermes、LV 等占据，均价在 3 万元以上，此类品牌的共同点是创立时间悠久、定价高昂。对于消费者而言，这些品牌可替代程度较低，消费者看重的更多是品牌，因此消费者对品牌的议价能力较低；另一方面，一线奢侈品牌长期以来形成的设计风格难以替代，进入壁垒较高。由此，形成了奢侈品市场寡头竞争的格局。

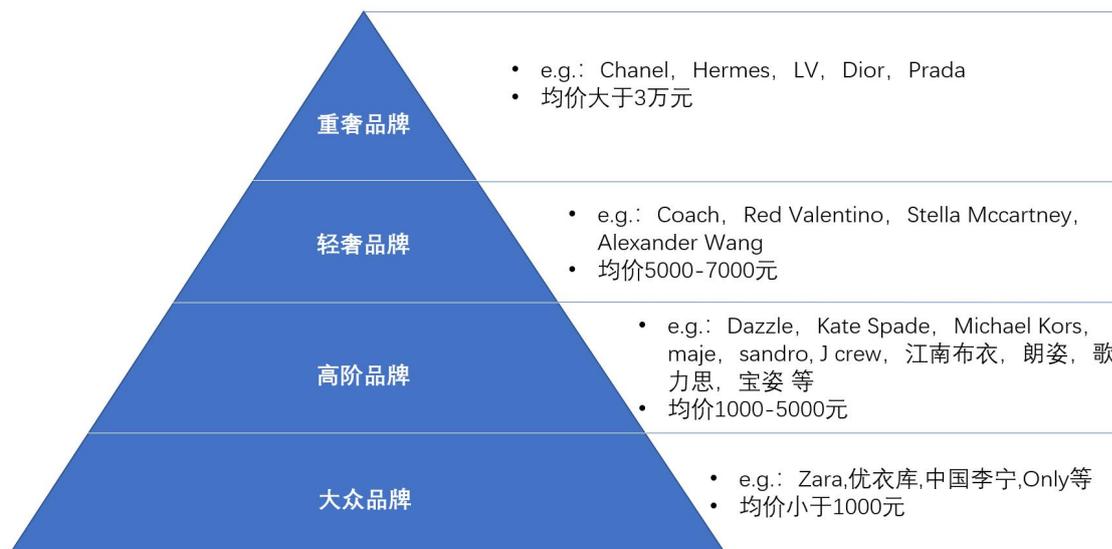
2) 轻奢品牌主要有 Coach、RedValentino、StellaMccartney、AlexanderWang 等，均价大多在 5000-7000 元之间，是“奢侈品的入门价格”。这些品牌中有历史悠久的国际品牌，也有新兴高端设计师品牌。此类品牌以时尚丰富的产品线、精良

的做工和“触手可及的价格”吸引中产及以上的女性消费者。

3) 高阶品牌主要有 Dazzle、江南布衣、maje、sandro、朗姿等品牌，均价在 1000-5000 元之间。这个定位中包括了较多的新晋品牌。在高端品牌已经深度扎根的竞争环境下，新晋品牌往往以精准独特的定位、风格化的产品引发消费者的共鸣，占据细分市场。

4) 大众品牌主要包括 Zara、优衣库、Only 等国际快时尚品牌和拉夏贝尔等本土快时尚品牌，均价在 1000 元以下。快时尚女装品牌往往以丰富的品类、较高的性价比吸引消费者，拥有广泛的消费者群体，头部快时尚品牌 GMV 往往有较大的 GMV。

图66: 女装市场主要品牌及价格分类



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

中高端女装增速相对较快, 江南布衣与地素增长领先。我们选取上市公司旗下的头部女装品牌测算头部中高端女装品牌合计零售规模, 如地素时尚旗下的 Dazzle、dzzit, 江南布衣旗下的 JNBY, 赢家时尚旗下的 Koradior, 歌力思旗下主品牌 ELLASSAY 等。2023 年我国头部中高端女装合计零售额达 257.6 亿元, 近十年复合增速为 4.7%, 快于女装行业整体 3.5% 的增速。其中 Dazzle 和 dzzit 合计零售额复合增速为 5.6%; JNBY 零售额复合增速为 16.0%, 增长均好于同行。

图67: 我国中高端女装市场零售规模/增速/占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

地素时尚和江南布衣客户粘性高、业绩稳健、店效高、盈利能力强。地素时尚、江南布衣均为设计师品牌, 一方面, 相比大众时尚品牌来说, 受众群体相对较小, 但独特差异化的产品设计, 以及重视客户服务的成熟会员体系, 造就客户粘性相

对较高，拥有稳定、高客单价、高复购率的优质客户基本盘；同时两公司均有定位差异化的多品牌矩阵，多维度助力公司业绩增长，故两公司营收、零售额增长稳健。另一方面，定位中高端、品牌力强，拥有较高的品牌溢价，因此两公司的盈利能力强、利润率高。

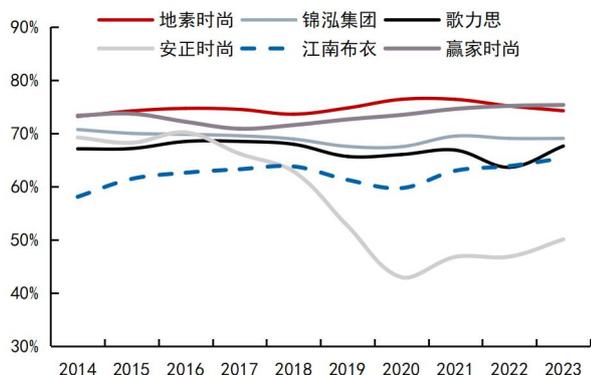
与同行相比，从线下渠道来看，江南布衣和地素时尚店效较高且持续提升，近年来每年直营店效达到 300 万元以上；从盈利能力来看，和其他头部高端女装上市公司相比，地素时尚毛利率、净利率领先，江南布衣利润率处于中等水平但保持稳定；从 ROE 水平来看，江南布衣 ROE 较高且稳定，地素时尚 2017 年之前 ROE 较高，2017 年之后下降一方面因为负债率下降，另一方面由于 2022 年以来存货周转率下降，但仍保持在健康水平。

表5: 女装男装品牌店数店效拆分（单位：百万元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
江南布衣									
店数	直营	432	507	541	578	542	545	552	565
	加盟	884	1084	1290	1440	1313	1386	1404	1425
店效	直营	2.18	2.44	2.67	2.66	2.42	3.23	3.05	3.32
	加盟	0.93	1.02	1.01	1.08	0.93	1.27	1.24	1.24
地素时尚									
店数	直营	372	395	378	380	371	354	312	276
	加盟	620	643	684	724	783	845	811	761
店效	直营	2.25	2.25	2.35	2.75	3.08	3.56	3.12	3.91
	加盟	1.33	1.40	1.40	1.45	1.38	1.49	1.27	1.40
歌力思									
店数	直营	206	239	275	325	312	380	460	504
	加盟	268	294	317	275	238	170	153	148
店效	直营	3.34	4.38	4.51	4.42	3.60	4.41	3.77	4.16
	加盟	1.68	2.93	3.04	2.67	1.94	2.59	2.65	3.19
森马服饰									
店数	直营	597	679	1,218	1,310	681	781	723	681
	加盟	7655	7744	8407	8677	7693	7412	7336	7164
	联营			280	270	351	374	81	92
店效	直营	1.97	2.29	2.20	2.37	2.01	1.92	1.53	1.96
	加盟	0.94	0.96	1.15	1.23	0.81	0.90	0.71	0.80
	联营			0.37	1.27	2.02	1.71	1.49	1.88
比音勒芬									
店数	直营	274	294	365	441	486	532	579	607
	加盟	328	358	399	453	493	568	612	648
店效	直营	2.14	2.73	3.12	2.92	3.51	3.76	3.20	4.04
	加盟	0.77	0.81	1.18	1.48	1.22	1.29	1.59	1.46
太平鸟									
店数	直营	376	722	812	743	943	1,198	1,271	1,516
	加盟	1,354	1,720	2,043	2,523	2,651	2,835	2,980	3,062
店效	直营	2.43	2.26	2.29	2.14	2.56	2.91	2.25	2.51
	加盟	0.79	0.82	0.79	0.73	0.78	0.86	0.70	0.81
报喜鸟									
店数	直营			815	788	746	752	746	793
	加盟			761	890	887	924	938	968
店效	直营			1.63	1.69	2.00	2.35	1.94	2.71
	加盟			0.93	0.80	0.66	0.89	0.83	0.85
海澜之家									
店数	直营	19	47	291	659	805	1115	1578	1683
	加盟	5224	5745	6382	6595	6576	6537	6641	5194
店效	直营	14.33	8.70	3.70	2.61	2.03	2.17	1.84	2.29
	加盟	3.00	2.66	2.45	2.57	1.80	1.89	1.57	1.94

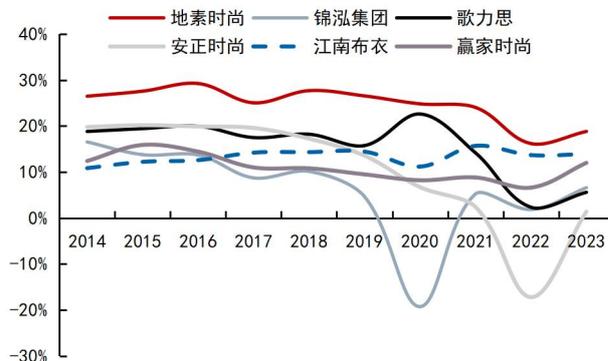
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图68: 中高端女装上市公司毛利率



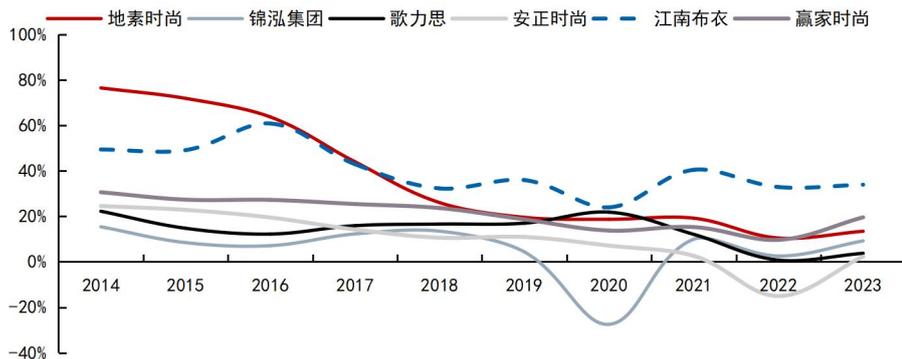
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 中高端女装上市公司净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图70: 中高端女装上市公司 ROE



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

地素时尚: 中高端设计师品牌集团, 盈利强分红率高

(一) 业务概况: 三大核心女装品牌实现多维度、多层次的消费者覆盖

地素时尚成立于2002年, 是一家多品牌运作的时尚集团。2023年收入26.5亿元, 总门店数1037家。分品牌看, 公司三大自有核心女装品牌“DAZZLE”、“DIAMONDDAZZLE”以及“d'zzit”分别针对中高端时装、高端时装和中端潮流女装市场, 产品服务于18-45岁这一服装消费能力最强的女性消费群体, 2023年收入分别为14.3亿元、1.5亿元和10.2亿元; “RAZZLE”针对中高端男装市场, 服务于25-40岁的男性群体, 主打个性与时尚, 2023年收入为0.5亿元。分渠道看, 公司以线下渠道为主, 2023年公司直营/经销/电商的收入分别为11.5亿元/11亿元/4亿元, 占比分别为43.5%/41.5%/15%; 直营门店/经销门店分别为276/761个。

图71：地素时尚品牌系列和渠道布局概览(2023年)

主要产品	品牌布局	渠道分布
<ul style="list-style-type: none"> • 裤类：收入5.7亿元，占21.5%，毛利率74.5% • 皮草：收入0.3亿元，占1.2%，毛利率68.3% • 裙类：收入3.7亿元，占13.9%，毛利率75.6% • 上衣：收入11.4亿元，占43%，毛利率74.8% • 外套：收入5.3亿元，占20%，毛利率73.6% • 其他：收入0.07亿元，占0.26%，毛利率66.1% 	<ul style="list-style-type: none"> • DAZZLE~中高端女装~53.9% 收入14.3亿元，占53.9%；毛利率75.2% • DIAMOND DAZZLE~高端女装~5.7% 收入1.5亿元，占5.7%；毛利率80.8% • D'zzitd~中端潮流女装~38.6% 收入10.2亿元，占38.6%；毛利率72.3% • RAZZLE~中高端男装~1.8% 收入0.5亿元，占1.8%；毛利率81.9% 	<ul style="list-style-type: none"> • 线下 (~85%) <ol style="list-style-type: none"> 1、直营 11.5亿元，门店279个，毛利率79.9% 2、经销 11亿元，门店761个，毛利率68.1% 类直营管理模式 • 线上 (~15%) 4亿元，毛利率76.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(二) 财务分析：盈利能力强，分红率高

2017-2021年，公司营业收入和归母净利润均实现稳健增长，复合增速分别为10.5%、9.5%。分渠道看，电商渠道收入快速增长，复合增速为18.6%；经销渠道主要靠电商增长带动，直营渠道靠店效提升带动。2022年受疫情影响，线下客流和消费需求收缩，公司的营业收入同比下降17.2%，归母净利润同比下滑44.2%。2023年公司业绩恢复增长，各品牌收入、店效均显著增长；电商渠道增速亮眼。

得益于公司的高端品牌基因、优秀的溢价能力以及轻资产的业务模式，公司利润率处于行业领先水平，历年毛利率均保持在75%左右。公司营运效率稳健，2022年以来存货和存货周转天数小幅增加，但仍处于健康水平；应付账款和应收账款周转天数维持稳定。

图72：公司营业收入及增速



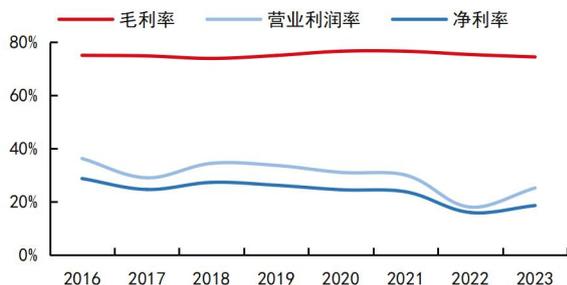
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图73：公司净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图74: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

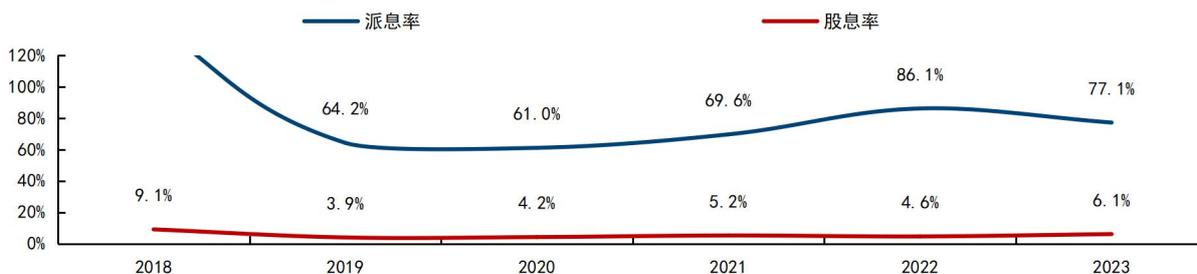
图75: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市以来持续维持高分红率。公司自 2018 年上市以来始终维持较高且平稳的分红率, 目前已分红 7 次, 2018 年以来年度分红率基本维持在 60% 以上, 近两年均高于 75%; 上市以来累计现金分红 27.8 亿元, 平均股利支付率为 79%。股息率基本维持在 4% 以上。

图76: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

江南布衣: 多阶段设计师品牌集团, ROE 高股息率高

(一) 业务概况: 多阶段设计师品牌矩阵, 成熟品牌稳健新兴品牌助力增长

江南布衣创立于 1994 年, 是一家中国领先的设计师品牌时尚集团。目前公司的品牌组合包括三个阶段的多个品牌, 即成熟品牌 JNBY, 三个成长品牌 CROQUIS (速写)、jnbybyJNBY 和 LESS, 以及包括 POMMEDETERRE (蓬马) 及 JNBYHOME 等多个新兴品牌。截至 2023/6/30 的 FY2023 财年, 公司实现收入 44.7 亿元, 实现归母净利润 6.2 亿元。

从品牌层面看, 2023 财年成熟品牌/成长品牌/新兴品牌分别实现收入 25.1 亿元/18.7 亿元/0.9 亿元, 占收入的比重分别为 56.3%/41.8%/1.9%。从渠道层面看, 2023 财年自营/经销/线上分别实现收入 18.5 亿元/17.6 亿元/8.5 亿元, 占比分别为 41.5%/39.4%/19.1%。截至 2023 年 6 月 30 日, 成熟品牌/成长品牌/新兴品牌/多品牌集合店的全球门店数量分别为 921 个/1019 个/31 个/19 个, 共计 1990 个。

图 77: 江南布衣品牌系列和渠道布局概览



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(二) 财务分析: 多品牌推动下业绩快速增长, ROE 高股息率高

江南布衣于 2016 年 10 月 31 日在港股上市。2016-2019 财年, 公司收入稳健增长, CAGR 达 20.93%, 其增长动力一方面主要来自于 2016-2019 年新推出的 POMMEDETERRE (蓬马)、JNBYHOME、SAMO 等新兴品牌协同成熟品牌和成长品牌构成了多元化的品牌组合矩阵, 形成了收入增长的接力棒; 另一方面来自于粉丝战略下的全域零售网络建设, 会员所贡献的零售额不断提升。2020 财年受新冠疫情影响, 公司零售业务开展受阻, 营业收入与归母净利润均有所下滑。随着新冠疫情防控逐渐取得成效, 2021-2023 财年, 公司继续延续其疫情前的增长态势, 2023 财年公司取得收入 44.7 亿元, 创近年新高。

得益于公司零售折扣稳定、以及坚持设计和品牌驱动下品牌溢价能力的提升, 公司毛利率、经营利润率、归母净利率总体呈增长趋势。

2020-2023 财年, 公司存货周转效率取得较大提升, 存货周转天数从 FY2020 的 254 天下降至 FY2023 的 188 天; 应收账款周转天数与应付账款周转天数保持相对稳定。

图78: 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图79: 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图80: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图81: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市以来持续维持高分红率。公司自2016年上市以来始终维持较高且平稳的分红率,2016年以来年度分红率基本维持在70%以上,2021财年以来分红率稳定在75%;上市以来累计现金分红35.5亿港元,平均派息率为78%,股息率基本维持在6%以上,最高于2021年达12.1%。

图82: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

纺织制造：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

参考中国台湾地区成熟鞋服代工大厂丰泰、聚阳、儒鸿、裕元，由于代工龙头拥有良好的竞争力和绑定优质大品牌，同时以较轻资本投入模式扩张，长期维持较高的盈利水平，ROE 较高且现金状况健康。随着扩张增速放缓，资本开支占经营活动现金流下降（小于 1/4），同时派息率提升或保持高水平（成熟代工大厂派息率在 75%-100%），即使估值中枢提升，仍保持较可观股息率，弥补增速预期下降对估值的压力，估值长期保持一定溢价，PEG>1。

具体来看：

1) 代工龙头凭借良好竞争力和绑定优质大客户资源，长期维持较高盈利水平，ROE、净现比高

从毛利率看，代工龙头与优质品牌深度合作，同时凭借较好的品质、创新、效率、交期和成本管控优势收获较高的盈利水平，儒鸿、申洲、鲁泰 A 毛利率正常在 28%-30%，丰泰、华利、裕元毛利率一般在 23%-26%，聚阳正常在 20%-23%。近 10 年，若不考虑疫情影响，鞋服代工龙头毛利率总体提升。

从 ROE 看，在良好的盈利水平基础上，较轻的资本投入模式带来了较高的固定资产周转率，因此 ROE 也保持较高水平，丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、鲁泰 A 2010-2019 年平均 ROE 分别为 27%、22%、27%、10%、21%、14%，华利 2023 年 ROE 为 21.2%。

从净现比看，代工龙头盈利水平较高的同时，经营现金流净额占归母净利的比重大多时候大于 1。丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、鲁泰 A 2010-2019 年平均净现比分别为 1.5、1.1、1.1、1.4、1.0、1.4，华利 2023 年净现比为 1.15。

表6: 头部代工企业的毛利率、ROE、净现比水平

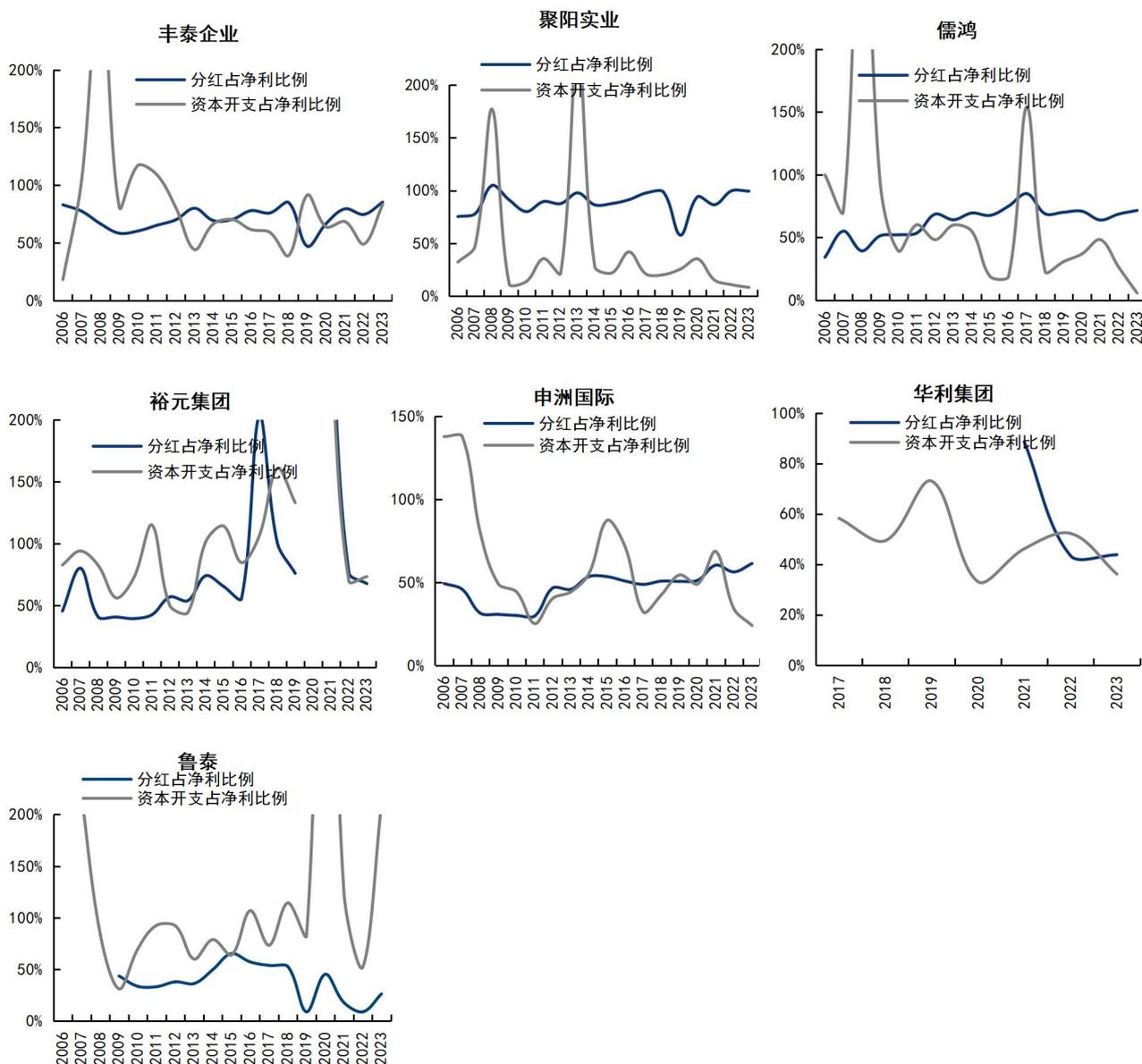
	平均毛利率	平均 ROE	平均净现比
丰泰企业	21.0%	27.3%	1.54
聚阳实业	20.6%	21.6%	1.10
儒鸿	27.3%	26.9%	1.09
裕元集团	23.7%	10.4%	1.39
申洲国际	30.1%	20.7%	0.97
华利集团	25.6%	21.2%	1.15
鲁泰 A	29.8%	13.6%	1.43

资料来源：彭博，wind，国信证券经济研究所整理；备注：华利集团展示 2023 年数据，其余公司展示 2010-2019 年期间十年的平均值

2) 成熟代工龙头资本开支占比下降，分红比例上升

随着资本开支放缓，成熟代工龙头收入增速中枢逐步放缓，同时分红比例上升，2023 年丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、华利和鲁泰开支占净利比重分别为 83%、12%、6%、73%、24%、36%、210%，派息率分别为 85%、99%、72%、68%、61%、44% 和 26%，申洲、儒鸿派息率相比早期都有较大提升，裕元、丰泰小幅提升，聚阳保持 80%-100% 的高水平，鲁泰 A 相比早期些许下降。

图83: 头部代工企业分红占净利比重、资本开支占净利比重



资料来源: 彭博, wind, 国信证券经济研究所整理

成熟代工龙头增速相对稳健，高派息率对估值形成支撑，PEG>1。历史上疫情前10年，丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、华利、鲁泰 A2009-2019 年收入复合增速分别为 11%、7%、16%、7%、14%、18%、2%。成熟代工龙头增速趋势上逐步放缓，但综合竞争优势提升和派息率的增长，驱动估值提升，2019 年丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲未来 1 年 PE 分别比 2010 年增加 106%、95%、163%、21%、288%至 19.9、16.8、21.0、13.0、24.6 倍。

派息率的提升一部分抵消了估值上升对股息率的影响，2023 年丰泰、聚阳、儒鸿、裕元股息率分别为 2.5%、4.6%、2.4%、10.4%，申洲、华利和鲁泰 A 分别为 2.5%、2.3%和 2.0%，成熟代工龙头的股息率仍保持较可观水平。

成熟代工龙头估值溢价较明显，申洲、华利估值仍有提升空间。若剔除 2023 年行业下游砍单的低基数影响，主要以 2025 年业绩增速作为未来中长期成长性的参考，收入增速从高到低前三名分别是华利、儒鸿、申洲，净利润增速从高到低前

三名分别是裕元、申洲、鲁泰，当前股价对应 2025E 的 PEG，几家台企均高于 1.0，从高到低分别是聚阳、儒鸿、丰泰，PEG 分别为 1.8/1.3/1.0；而申洲和华利均低于 1.0，分别为 0.8/0.9；聚阳仅为成衣单一环节制造商，产品定位以快时尚为主，历史增速波动较大；儒鸿与申洲同为纵向一体化面料成衣制造商，但儒鸿规模与申洲比较小；丰泰为运动鞋制造商，深度绑定耐克但客户结构单一，可见台企代工龙头享有明显的估值溢价，申洲华利竞争实力和未来预期增速相对更优，估值仍有提升空间。

表7: 鞋服代工龙头未来增速预期、PE 及 PEG 对比

备注	收入历史 CAGR	2023A	2024E	2025E	收入预测 CAGR			
	2009-2019 年	收入 YOY	收入 YOY	收入 YOY	2023-2025E	PE	PEG	PEG
丰泰企业	11%	-11%	8%	9%	9%			
聚阳实业	7%	1%	11%	10%	10%			
儒鸿	16%	-23%	19%	14%	17%			
裕元集团	7%	-12%	15%	7%	11%			
申洲国际	14%	-10%	15%	13%	14%			
华利集团*	18%	-2%	19%	15%	17%			
鲁泰 A	2%	-14%	10%	8%	9%			

备注	净利润历史 CAGR	2023A	2024E	2025E 净利润 CAGR	PE	PEG	PEG	
	2009-2019 年	净利润 YOY	净利润 YOY	净利润 YOY 2023-2025E	2025E	CAGR	2025E	
丰泰企业	15%	-45%	39%	18%	28%	16.7	0.6	1.0
聚阳实业	8%	14%	10%	12%	11%	21.9	2.0	1.8
儒鸿	28%	-24%	23%	16%	19%	20.0	1.0	1.3
裕元集团	-4%	-7%	7%	18%	13%	6.3	0.5	0.3
申洲国际	15%	0%	18%	18%	18%	14.6	0.8	0.8
华利集团*	17%	-1%	20%	16%	18%	14.8	0.8	0.9
鲁泰 A	3%	-58%	51%	18%	34%	6.3	0.2	0.4

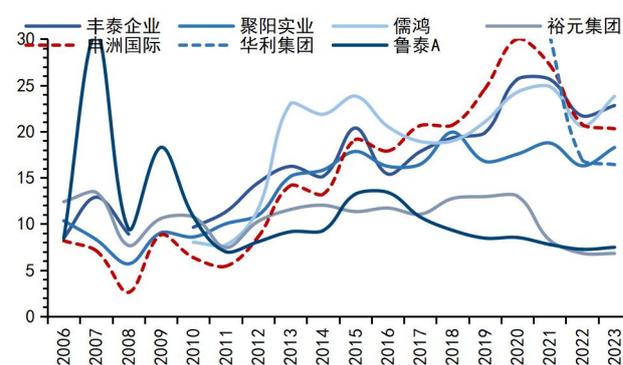
资料来源：彭博，国信证券经济研究所预测；备注：1) 以上数据采集日期为 2024 年 7 月 26 日；2) 丰泰企业、聚阳实业、儒鸿、裕元集团的 2024E-2025E 净利润预测值来自彭博一致预测；3) 历史 CAGR：华利集团展示 2022 年增速，其余公司展示 2009-2019 年之间 CAGR

图84: 成熟代工龙头股息率维持较可观水平



资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

图85: PE (未来 1 年) 提升



资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

港股高分红标的：运动零售龙头滔搏，羽绒服龙头波司登

滔搏：中国最大运动零售商，效率提升驱动高质量增长

（一）业务概况：以耐克和阿迪为主，合作多家全球知名头部运动品牌

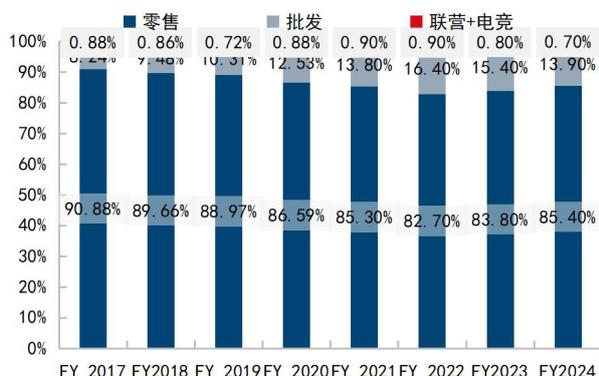
滔搏是国内最大的运动鞋履零售商，截至 2024. 2 月底，公司共运营 6144 家门店，为消费者提供全域、跨场景的优质运动生活体验。共合作 14 个国内外知名运动品牌，主要合作运动品牌商包括主力品牌 Nike、Adidas，以及 PUMA、Vans、鬼冢虎、Reebok、斯凯奇、李宁等全球知名头部运动品牌。自 2004 年开始成为耐克中国第一大经销商、2012 年成为阿迪达斯全球第一大经销商；2024 财年主力品牌耐克和阿迪占公司总收入的 86%。

图86: 滔搏品牌合作历程



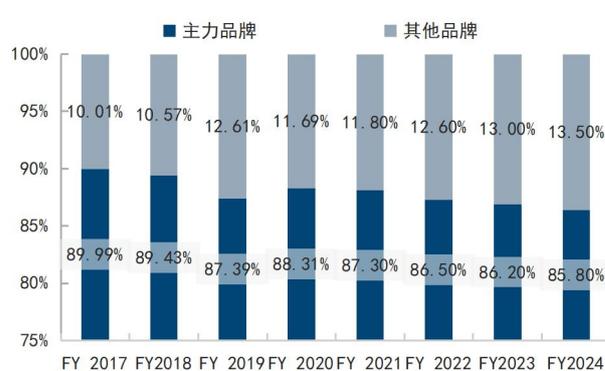
资料来源：公司招股书，公司官网，国信证券经济研究所整理

图87: 公司分商业模式收入占比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图88: 公司分品牌收入占比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表8: 公司零售店铺数及变化

	FY19 2H	FY20 1H	FY20 2H	FY21 1H	FY21 2H	FY22 1H	FY22 2H	FY23 1H	FY23 2H	FY24 1H	FY24 2H
期初	8588	8343	8365	8395	8156	8006	7785	7695	6928	6565	6209
净增加	-245	22	30	-239	-150	-221	-90	-767	-363	-356	-65
期末	8343	8365	8395	8156	8006	7785	7695	6928	6565	6209	6144

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

(二) 运动行业: 运动鞋服长期成长性好, 集中度较高且持续提升, 耐克和阿迪始终占据市场份额前二

运动市场长期增长较快, 我国运动鞋服市场未来五年预期保持双位数增长。2023 年全球运动服、运动鞋市场规模分别为 2310/1647 亿美元, 2017 年以来 CAGR 分别为 4.0%/5.1%, 未来 5 年 CAGR 预计分别为 6.3%/7.0%。2023 年我国运动服、运动鞋市场规模分别为 233/323 亿美元, 2017 年以来 CAGR 分别为 7.8%/10.3%, 相较全球市场增速更快, 未来 5 年 CAGR 预计分别为 10.2%/10.4%。

图89: 全球运动服零售规模与增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图90: 全球运动鞋零售规模与增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图91: 我国运动服零售规模与增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图92: 我国运动鞋零售规模与增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

运动鞋服市场集中度高且持续提升, 头部品牌地位稳固。2023 年全球排名前十的运动鞋服品牌企业的市场占有率合计为 45%, 排名前五的合计市场占有率为 35%, Top2 的 Nike 和 Adidas 市占率分别达 18%和 8%。品牌集中度长期稳步提升, 头部

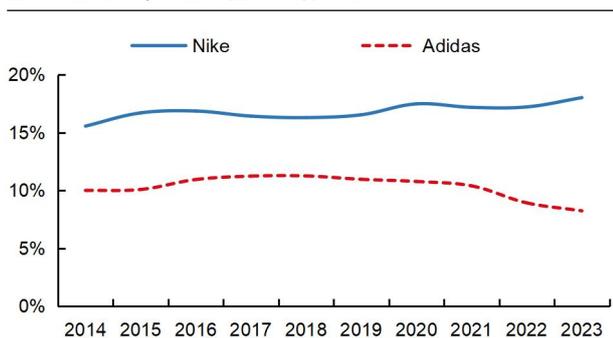
品牌份额稳定，运动鞋服 Top10 品牌份额从 2014 年的 40%提升至 2023 年的 45%。

表9: 2023 年全球运动鞋服品牌市场占有率排名

排名	公司	主要品牌	零售规模 (亿美元)	公司市占率
1	Nike Inc	Nike、Converse	713	18.0%
2	adidas Group	Adidas	326	8.2%
3	VF Corp	Vans、Timberland、Lee	136	3.4%
4	Anta (China) Co Ltd	Anta、Fila	121	3.1%
5	Puma SE	Puma	104	2.6%
6	Skechers USA Inc	Skechers	94	2.4%
7	lululemon athletica inc	Lululemon	86	2.2%
8	Under Armour Inc	Under Armour	84	2.1%
9	New Balance Athletic Shoe Inc	New Balance	58	1.5%
10	Li Ning Co Ltd	Li Ning	56	1.4%
11	Asics Corp	Asics	55	1.4%
12	Decathlon SA	Decathlon	46	1.2%
13	Columbia Sportswear Co	Columbia	42	1.1%
14	Xtep International Holdings Ltd	Xtep	34	0.9%
15	Hanesbrands Inc	Champion	30	0.8%
16	Authentic Brands Group LLC	Reebok	28	0.7%
17	On AG	On	28	0.7%
18	Wolverine World Wide Inc	Merrell、Saucony、Wolverine	27	0.7%
19	Fila Holding SpA	Fila	26	0.6%
20	Patagonia Inc	Patagonia	20	0.5%
21	361 Degrees International Ltd	361 Degrees	19	0.5%
22	Mizuno Corp	Mizuno	19	0.5%
23	Deckers Outdoor Corp	HOKA、UGG、Teva、sanuk	16	0.4%

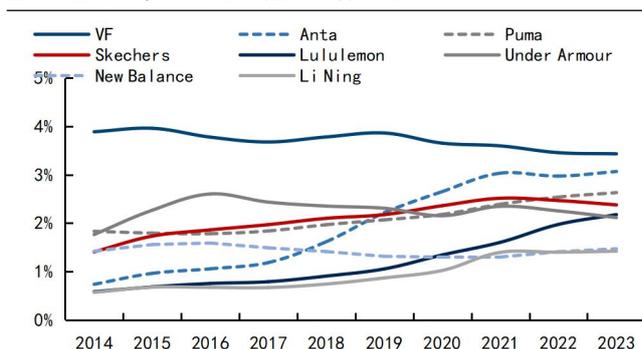
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图93: 全球 Top2 运动鞋服品牌份额



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图94: 全球 top3~10 运动鞋服品牌份额



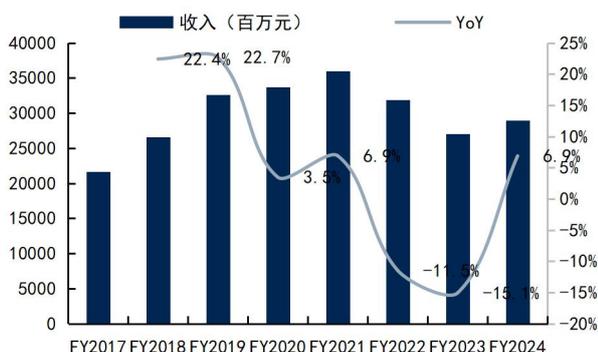
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

(三) 财务分析：盈利能力强，营运效率高，FY2021 以来保持高分红率

前期增速稳健，FY21-22 受新疆棉事件及疫情影响，FY2024 恢复高质量增长。滔搏的收入及净利润体量在行业内处于领先水平，FY2024 实现营业收入 289.3 亿元，净利润 18.4 亿元。FY2021（截至 2021/2/28）之前，在店数、面积、店效共同增长推动下，公司收入与净利润维持稳健增长，FY2017-2021 收入和净利润复合增

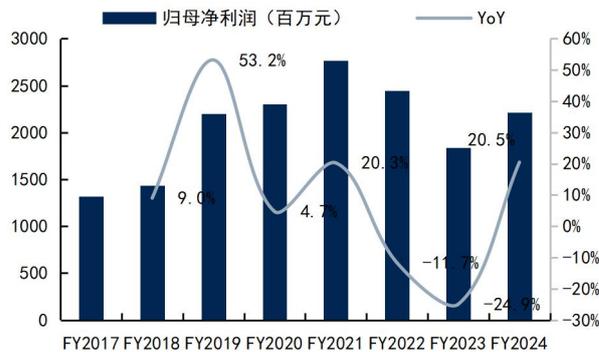
速分别为 13.5%和 20.4%；FY2022 以来，受新疆棉事件影响下国际品牌大中华区销售下滑，以及疫情影响下门店关闭、客流下滑、店效下滑，FY2022-2023 收入及净利润同比下滑；FY2024，公司业绩随行业复苏恢复增长，且增速行业领先，实现收入 289.3 亿，同比+6.9%；基于折扣同比改善、零售收入占比提升、新品占比提升、店效人效提升等因素，归母净利润同比+20.5%至 22.1 亿元。

图95: 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图96: 公司净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表10: 滔搏店数/店效/面积/坪效拆分

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY2024
店铺数量	8,302	8,343	8,395	8,006	7,695	6,565	6,144
YOY	9.2%	0.5%	0.6%	-4.6%	-3.9%	-14.7%	-6.4%
店铺面积 (万平, 估算)	118.9	130.0	143.8	149.7	157.8	147.0	145.9
YOY	11.4%	9.3%	10.6%	4.1%	5.4%	-6.8%	-0.8%
平均单店面积 (估算)	143	156	171	187	205	224	237
YOY	2.0%	8.8%	9.9%	9.2%	9.7%	9.2%	6.0%
12 个月零售收入 (百万/年)	23,804	28,974	29,171	30,716	26,362	22,687	24,709
YOY	20.8%	21.7%	0.7%	5.3%	-14.2%	-13.9%	8.9%
单月平均店效 (万元/年)	24.94	29.01	29.05	31.21	27.98	26.52	32.40
YOY	10.8%	16.3%	0.1%	7.5%	-10.3%	-5.2%	22.2%
单月平均坪效 (万元/年)	0.18	0.19	0.18	0.17	0.14	0.12	0.14
YOY	7.7%	10.4%	-8.5%	-1.8%	-18.1%	-13.2%	13.3%

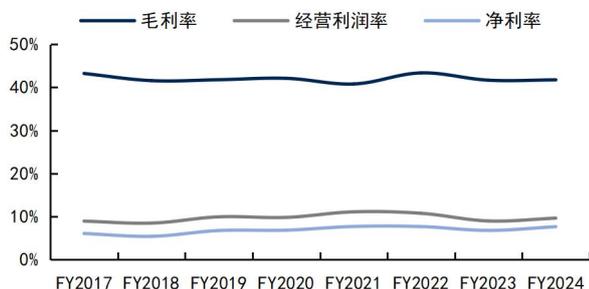
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

利润率高且稳定。基于与品牌的深度合作和对折扣率的严格管理，公司盈利水平稳健，即使 FY2021-2022 营收受冲击，利润率也维持在稳定较高的水平。FY2017-FY2024 毛利率基本维持在 41%以上；营业利润率从 FY2017 的 8.9%最高提升至 FY2021 的 11.1%，近两财年虽有所回落，但仍保持在 9%以上；净利率从 FY2017 的 6.1%提升至 FY2022 的 7.7%，FY2023 下滑至 6.8%，FY2024 利润率也恢复增长至 7.6%。相比而言，宝胜 FY2017-2024 的平均毛利率、营业利润率、净利率分别为 34.2%/3.9%/2.1%，滔搏盈利水平高于宝胜。

周转效率高。滔搏虽然以直营为主，但存货周转效率好于竞争对手，除 FY2023 年外，公司库存周转天数维持在 100-140 天，而宝胜大约在 140-160 天。2023 自

然年，即滔搏的 FY2024，公司库存周转天数同比下降 14 天至 136 天。

图97: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

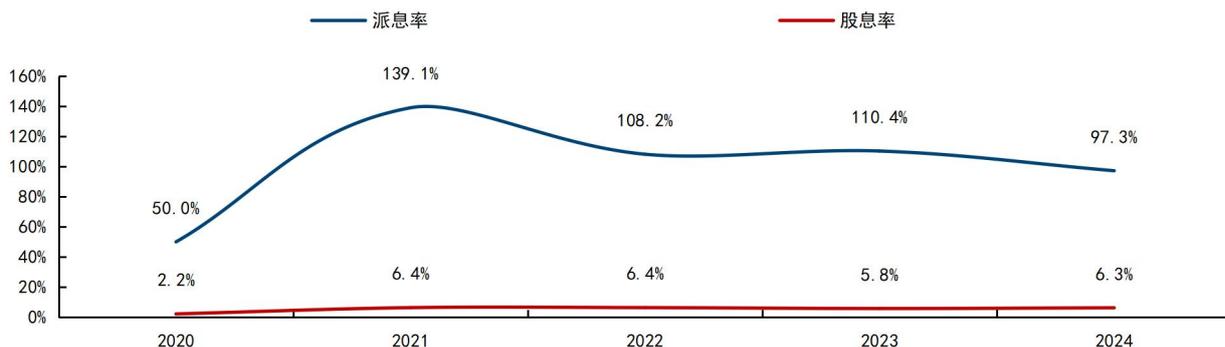
图98: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

FY2021 以来维持高分红率。公司自 FY2021 起维持较高且平稳的分红率，年度分红率超过 97%，股息率在 5.8% 以上；累计现金分红 137.5 亿港元，累计分红率超过 100%。

图99: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

波司登：品类创新与渠道优化共振，品牌升级新征程

（一）业务概况：龙头羽绒服品牌，厚积薄发，转型重塑

公司 FY2024（截至 2024/3/31）整体营收 232.14 亿元，以羽绒服、代工、女装和多元化四大板块为主，其中，品牌羽绒服收入占 84%、贴牌加工占 12%，女装和多元化仅占 5%。羽绒服业务为主要收入来源，其中波司登品牌占总收入 72%。在羽绒服板块中，波司登定位中高端，毛利率 70% 左右；雪中飞定位中端，毛利率 46%；冰洁定位大众，毛利率 39%。1976 年创始人以代工起家，1990 年注册波司登品牌，2017 年至今从前期跑马圈地到高质量增长、从前期四季化发展到聚焦主业，品牌、商品、渠道全面升级带动公司势能向上，近 5 年收入/净利润复合增速 17%/26%，营运周转健康。公司未来的发展策略着重于重塑品牌羽绒服业务，收缩多元化业务，聚焦主品牌的转型升级。

图100: 公司品牌矩阵一图概览

业务板块	品牌	定位	FY2024 收入 (亿元)	FY2023 毛利率
羽绒服	波司登	中高端羽绒服	167.8	69.6%
	雪中飞	中端羽绒服	20.2	46.0%
	冰洁	大众羽绒服	1.5	39.2%
	其他	物料等	5.7	3.7%
贴牌加工	阿迪达斯、北面、哥伦比亚等		26.7	20.6%
女装	杰西	28-45 岁中高端女装	3.0	64.8%
	邦宝	35 岁左右现代女性	2.0	59.9%
	柯利亚诺、柯罗芭	25-40 岁女性	3.2	74.9%
多元化	飒美特	校服	1.9	20.2%
	波司登男装等	男装、居家服等	0.1	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(二) 行业概况: 波司登一超多强, 地位稳固

近年羽绒服行业增长主要为单价驱动。据中国服装行业协会统计, 2021 年中国羽绒服零售额 1461 亿元, 5 年复合增速 11%, 明显高于服装行业整体的增速。拆分量价来看, 2016-2019 年国内羽绒服销量平均增长低单位数, 单价平均增长高单位数, 2020 年受疫情影响销量下滑 2.7%, 但疫情利于尾部品牌出清, 当年单价显著提升 11%, 由此可见近年羽绒服行业增长主要为单价驱动。

图101: 全球羽绒服市场规模及增长



资料来源: 产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图102: 中国羽绒服市场规模及增长



资料来源: 产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图103: 国内羽绒服销售单价统计（人民币，元）



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图104: 国内羽绒服销售量估算（亿件）



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

1) 按照现有服装品牌定位可将羽绒服分为四类——专业品牌羽绒服（波司登、加拿大鹅、鸭鸭等）、运动品牌羽绒服（耐克、阿迪、李宁等）、户外品牌羽绒服（始祖鸟、迪桑特等）、休闲品牌羽绒服（优衣库、ZARA 等）。

表11: 国内外主要专家型羽绒服品牌信息汇总对比

品牌	年零售额 (亿 2022 天 元人民币)	猫均价	毛利率	品牌简介
国内				
波司登	179	974 元	69.4%	全球知名的羽绒服品牌，产品畅销美国、法国、意大利等 72 个国家
鸭鸭	49	396 元	-	国产知名中低端羽绒服品牌，产品包含羽绒背心/马甲、短款和中长款羽绒外套等
雅鹿	30	342 元	-	以羽绒服、男女装为主的多品牌综合服装经营集团，品牌定位偏中端
雪中飞	15	399 元	47.3%	波司登旗下的中端羽绒服品牌，产品主打面向年轻消费者的亲民路线
坦博尔	5	343 元	40.6% (2016 年)	国产知名中高端羽绒服品牌，产品包含羽绒服、休闲裤、羽绒裤等
冰洁	4	372 元	24.8%	波司登旗下的大众羽绒服品牌，产品主打 20~35 岁的都市女性风格
海外				
Moncler	59 (亚洲收入)	12673 元	76.6%	法国高端户外运动服饰品牌，主要产品为羽绒服、针织衫、箱包与鞋类等，其中羽绒服收入占比约 30%；2017-2021 年，亚洲收入复合增长 13%，达到 8 亿欧元；目前在亚洲拥有 117 家直营门店。
加拿大鹅	约 15 (大中华区收入)	7960 元	66.8%	加拿大奢侈羽绒服品牌。全球拥有 52 家门店，其中亚洲地区 23 家（大中华区 22 家，日本 1 家）；FY2019-FY2022 公司在亚洲收入复合增速为 43%，达到 3.3 亿加元，以大中华区为主。

资料来源：各公司官网，各公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：1) 如无特殊说明，零售额、毛利率取最新财年数据；2) 2022 天猫均价取该品牌羽绒服品类的销售单价（天猫价格可能比全渠道零售价偏低）

2) 若按照价格定位来看，可将羽绒服品牌分为五类（这里采用的线上价格通常会偏低，但竞品之间可用于比较），高端奢侈/轻奢类（品牌天猫均价 6000-12000 元，主要品牌有 Moncler、加拿大鹅、始祖鸟等）；高端/户外品牌（品牌天猫均价 2000-4000 元，主要品牌有迪桑特、可隆、北面、哈吉斯等）；中高端/国际运动品牌（品牌天猫均价 1000-2000 元，主要品牌有波司登、FILA、耐克、阿迪、UA 等）；中档/快时尚/本土运动品牌（品牌天猫均价 500-1000 元，主要品牌有安踏、李宁、优衣库、冰洁等）；大众品牌（品牌天猫均价 300-500 元，主要品牌有雪中飞、鸭鸭、雅鹿、特步、361 度等）。

图105: 羽绒服行业主要品牌价格带金字塔分布图



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理；备注：1) 价格区间的分布参考阿里第三方平台统计的品牌羽绒服品类 2022 年年均价（天猫上价格可能比品牌实际零售价偏低一些）；2) 图中品牌均为 2022 年天猫羽绒服品类销售额的前 100 名

行业格局：中高档市场、专家型羽绒服品牌增速更快，波司登市场份额领先且持续提升

1) 国内全渠道格局：一超多强，波司登市占率 11%且持续提升。波司登凭借清晰的羽绒服专家定位、近年改革效能的释放，市占率持续提升且在专家型羽绒服品牌中遥遥领先，2021 年波司登市占率 10.7%，过去 5 年累计提升 3.3pct。

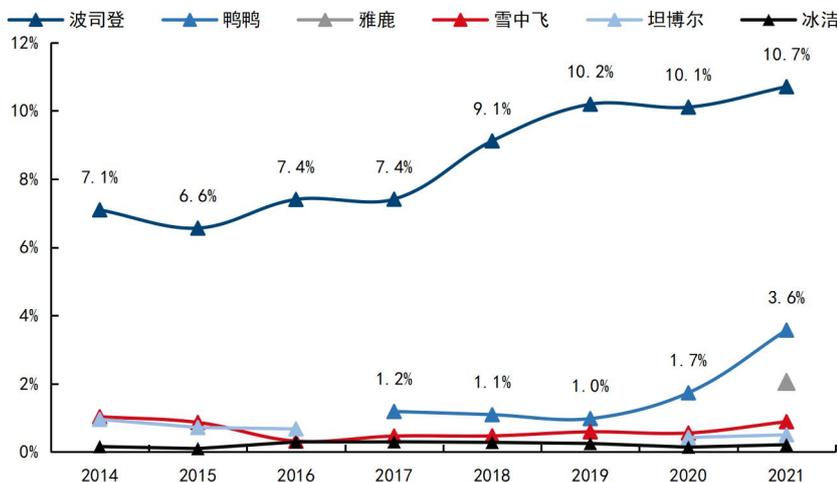
2) 天猫京东格局：波司登市占率 12%。我们统计 2022 年天猫+京东羽绒服行业销售规模前 20 名的品牌，并绘制成图表。排名前 5 的品牌分别为波司登、鸭鸭、雪中飞、雅鹿、FILA，市占率依次为 12.1%、5.8%、5.0%、3.3%、2.3%。

专家型羽绒服品牌市场份额较大、且成长性较优秀。若把这些品牌分成专家型羽绒服品牌、运动、户外和快时尚这四类，可以发现头部品牌中，专家型羽绒服占据市场份额最大，其次是运动羽绒服、快时尚羽绒服。另外大众专家型羽绒服品牌线上成长性领先，其次是户外和运动品牌，快时尚品牌增速较弱。

中高档市场品牌增速更快，波司登在中高端市场份额一枝独秀。分价格段竞争格局看，专家型羽绒服品牌的超高端市场主要由加拿大鹅和 Moncler 占据、1000-2000 元的中高端市场由波司登一枝独秀（在该价格带，竞品较小）。而大部分本土专家型羽绒服品牌鸭鸭、雪中飞、雅鹿等则在 600 元以下的大众市场与

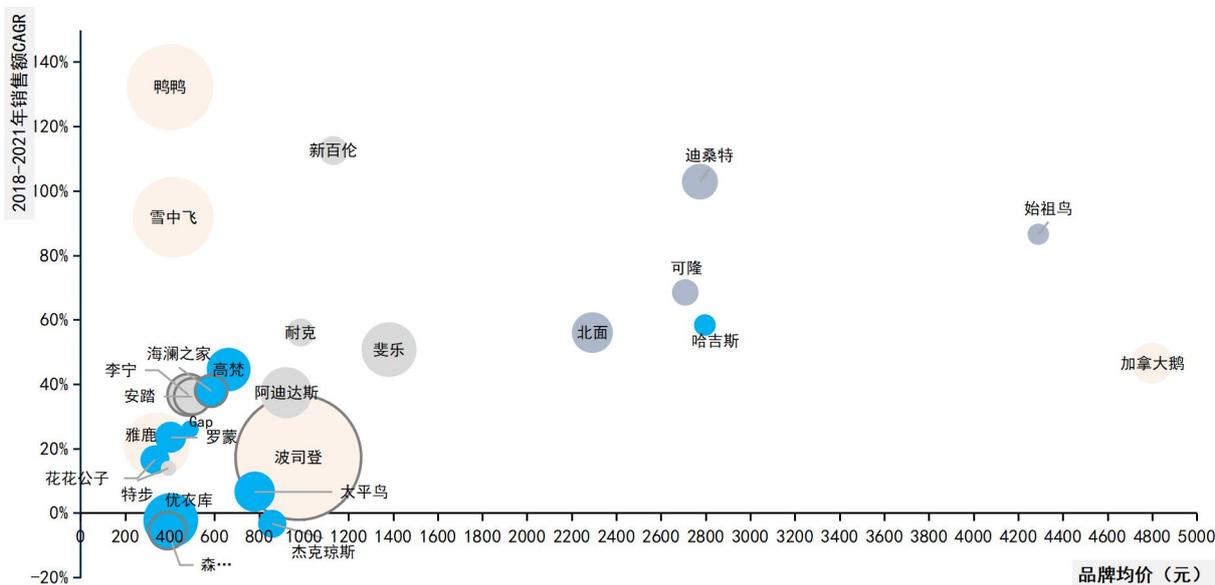
其他运动和休闲时尚品牌展开竞争，其中专家型羽绒服品牌增速明显更快。另外，户外品牌始祖鸟、迪桑特、可隆、北面因为功能性加持，羽绒服价格明显高于运动和快时尚羽绒服，位于 2500-5000 元之间。另外，我们可以看到在均价 1000 元以上的市场品牌复合增速明显更快。

图106: 国内主要专家型羽绒服品牌在羽绒服行业的市占率



资料来源：各公司公告，产业信息网，阿里第三方数据，国信证券经济研究所；备注：鸭鸭 2017-2019 年市占率为天猫市占率

图107: 天猫+京东羽绒服行业头部品牌羽绒服 GMV (气泡大小)、品牌均价 (横轴)、GMV 增速 (纵轴)



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理。备注：1) 加拿大鹅实际均价为 8021 元，这里为优化图表可视化程度而把单价缩小到 5000 内。2) 销售额增速用 2018-2021 的 CAGR；3) 气泡不同颜色代表不同定位，浅黄色表示专家型羽绒服品牌、深蓝色表示休闲时尚品牌，灰蓝色表示户外品牌，灰色表示运动品牌

(三) 财务分析：2016 年以来业绩快速增长，利润率与 ROE 持续提升，维持高分红水平

FY2016-2024，品牌升级驱动均价提升，收入/净利润复合增速 19%/35%。2016 财

年公司聚焦主业，不断进行品牌重塑和升级，优化渠道等一系列改革措施，提升运营效率，疫情期间即使在严峻经营环境中，凭借公司较强的品牌势能及稳健的经营策略，公司仍然实现收入和净利润的增长。2016~2024 财年收入以 19%的复合增速增长至 232.1 亿元，净利润以 35%复合增速增长至 30.7 亿元。

品牌升级带动单价的提升是驱动公司过往收入增长的重要驱动力，单价提升和渠道的改革又同时带动毛利率的增加，因此公司净利率也在持续提升。截至 2024/3/31 的 2024 财年公司毛利率达到 59.6%，2016~2024 财年累计提升 14.5pct；净利率达到 13.2%，2016~2024 财年累计提升 8.4pct。

图108: 公司营业收入及同比增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图109: 公司归母净利润及同比增长



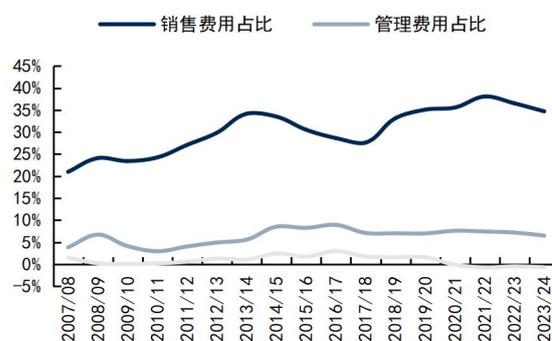
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图110: 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

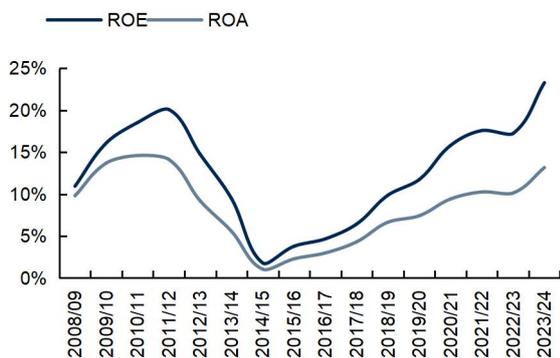
图111: 公司经营开支比率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

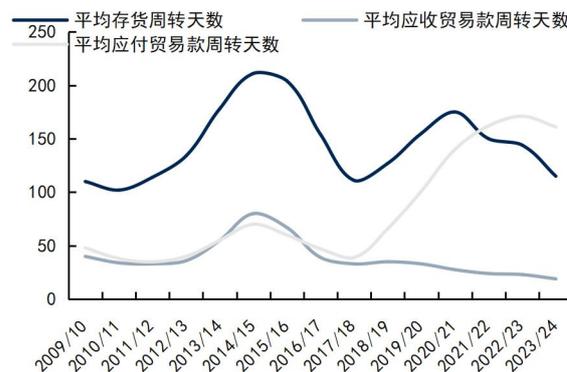
ROE 快速提升至 23.3%，存货和应收周转保持健康水平。过去 5 年，公司盈利能力快速提升，ROE 从 9.9%提升至 23.3%；同时存货周转天数因直营渠道比例增加而小幅增加，总体保持健康水平。2024 财年，公司平均存货周转天数为 115 天，同比减少 29 天，基本恢复历史最佳水平，得益于公司加强商品一体化运营管理、门店拉式补货和供应链快反能力，库存管控能力得到较好提升。平均应收账款周转天数为 19 天，同比减少 4 天，反映客户回款加速。

图112: 公司盈利周转能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图113: 公司营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续维持高分红率。公司上市以来分红率始终维持在较高水平，每年分红两次，2019 年以来分红率较为稳定，维持在 70% 以上，且逐年提升。公司上市以来累计现金分红 188.3 亿港元，平均股利支付率为 81%。受股价波动影响，2019-2021 年股价上涨，股息率相对较低；2022-2024 年初股价回调，股息率提升至 5% 以上。

图114: 公司上市至今分红率及股息率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

(四) 成长分析: 创新品类收入快速增长, 线上增长亮眼, 线下店效持续优化

产品创新: 推出新款防晒衣与一衣三穿冲锋衣鹅绒服、轻薄羽绒服第二次迭代升级

2023 年春夏季, 公司推出新款防晒衣, 其潮流的风格、良好的防晒性能, 上市即引起广泛关注、并得到消费者青睐。波司登通过防晒服面料的创新突破、创新组合式纱线、创新织造结构等方式, 在持久防晒、瞬间凉感及透气舒适等功能端予以提升; 2023 年 9 月, 公司在米兰打造“米兰达芬奇庄园大秀”, 以“更多样、更时尚、更轻暖”的设计理念, 再一次重新定义轻薄羽绒服, 通过不同材质精密组合, 真正开启羽绒服跨季节、多场景时尚穿搭自由的新格局。公司在“Brand Finance 2023 全球最具价值服饰排行榜 50 强”榜单中的名次提升至 47 名。

通过产品持续的迭代创新，公司成功拓展增量业务。防晒服销售额从 2023 财年的 1 亿上升至 2024 财年的 5 亿；三合一冲锋衣羽绒服，2023.9 月份上市后便取得 6 亿多的销售额；轻薄羽绒服 2023 财年销售额突破 20 亿，2024 财年突破 30 亿。

图115: 波司登 2023 年新款防晒服



资料来源：波司登官网，国信证券经济研究所整理

图116: 波司登 2023 年新款卫衣羽绒服



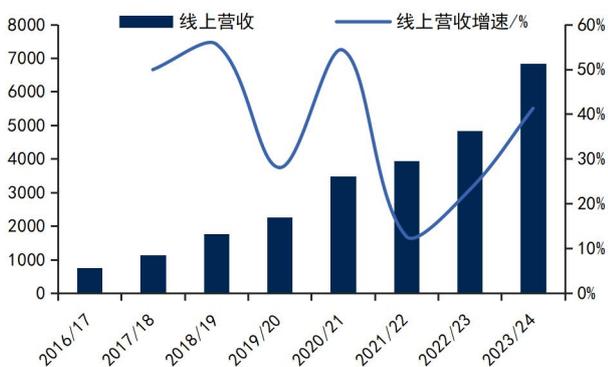
资料来源：波司登官网，国信证券经济研究所整理

渠道：线上增长亮眼，线下实施分店态运营，店效实现快速成长

1) **线上增长 41%，反映品牌势头强劲。**2023/24 财年公司积极开展新零售运营，发力线上渠道，全渠道拓展和会员经营带动时代主流消费者占比稳步提升。全年集团线上收入同比增长 40.6%至 69.3 亿元。同时在双 11 获得天猫服饰品牌、女装店铺销售榜双第一，在 12 月的明星直播与抖音超品日联合活动中打破明星直播及超品日销售双记录。

2) **线下继续关闭低效门店并采用分店态运营模式，自营店效大幅增长 69%。**公司进一步升级渠道结构，关注核心城市核心商圈发展，并优化和关闭低效门店，品牌羽绒服同比净关 263 家直营店，净开 57 家加盟店，合计关闭 206 家门店至 3217 家。同时，集团采用分店态运营模式，通过把零售门店根据不同店态进行细致分解，在不同店态的标杆门店中广泛推行畅销款。本财年公司也开设超过 1400 家旺季店，去年为超过 1000 家。以上举措有效推动单店经营效益的提升。2023/24 财年，直营单店收入实现 69%的大幅增长。

图117: 集团线上收入（百万元）及增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图118: 集团品牌羽绒服门店和单店收入统计



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

关注竞争格局良好、行业地位稳固，ROE 领先、业绩稳健、低估值高股息的纺织服装细分领域龙头。近年来随经济增长放缓，上市企业业绩增长预期下调，业绩增长稳健、股息收益率高的标的吸引力凸显，2022 年以来 A 股高股息板块超额收益率持续显现，今年 6 月下旬以来有所回调，当前位置具有较好的防御属性。纺织服装行业部分细分赛道多具备市场集中度高（如运动产业链）、竞争格局优化（男装行业）、中高端市场头部份额稳定（家纺、女装行业）的行业格局特点，龙头企业往往保持领先、稳健的业绩增速，同时具备较好的盈利水平和 ROE 水平，现金流充足、分红水平较高，故拥有确定性较强的股息收益率。重点推荐高股息标的富安娜、海澜之家、报喜鸟、江南布衣、波司登、滔搏、地素时尚、中国利郎，以及具备高分红能力的华利集团、申洲国际。

表12: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 人民币	EPS 2023A	2024E	2025E	PE 2023A	2024E	2025E	g 2023-2025	PEG 2024	总市值 (人民币亿元)
002327.SZ	富安娜	优于大市	8.8	0.68	0.76	0.82	12.8	11.6	10.6	9.8%	1.18	73.6
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.48	0.67	0.69	0.77	9.7	9.4	8.4	7.2%	1.30	321.8
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	4.11	0.48	0.55	0.63	8.6	7.5	6.5	14.6%	0.51	61.7
3306.HK	江南布衣	优于大市	11.95	1.24	1.61	1.81	9.6	7.4	6.6	20.9%	0.36	60.6
3998.HK	波司登	优于大市	3.51	0.28	0.32	0.36	12.5	11.1	9.8	13.2%	0.84	376.8
6110.HK	滔搏	优于大市	3.24	0.30	0.36	0.37	11.0	9.1	8.7	12.0%	0.76	197.7
603587.SH	地素时尚	优于大市	10.36	1.04	1.08	1.23	10.0	9.6	8.4	8.8%	1.10	49.6
1234.HK	中国利郎	优于大市	3.89	0.44	0.49	0.55	8.9	7.9	7.1	11.8%	0.67	45.0
300979.SZ	华利集团	优于大市	57.75	2.74	3.29	3.82	21.1	17.6	15.1	18.1%	0.97	676.6
2313.HK	申洲国际	优于大市	59.72	3.03	3.58	4.24	19.7	16.7	14.1	18.3%	0.91	882.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表13: 可比公司预期分红率及股息率

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 人民币	分红率 2022A	2023A	2024E	2025E	股息率 2022A	2023A	2024E	2025E	总市值 (人民币亿元)
002327.SZ	富安娜	优于大市	8.8	93.2%	95.1%	93.2%	93.2%	8.5%	7.3%	8.0%	8.8%	73.6
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.48	86.2%	91.1%	88.6%	88.6%	8.1%	7.5%	9.5%	10.6%	321.8
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	4.11	127.2%	52.3%	80.0%	80.0%	9.7%	4.4%	10.8%	12.5%	61.7
3306.HK	江南布衣	优于大市	11.95	78.6%	73.3%	83.8%	83.8%	10.3%	9.2%	11.5%	13.0%	60.6
3998.HK	波司登	优于大市	3.51	83.7%	81.7%	82.3%	82.3%	4.9%	7.1%	7.7%	8.8%	376.8
6110.HK	滔搏	优于大市	3.24	110.4%	97.3%	100.0%	100.0%	5.8%	6.3%	11.6%	12.2%	197.7
603587.SH	地素时尚	优于大市	10.36	86.1%	77.1%	77.6%	77.6%	4.6%	6.1%	7.9%	8.9%	49.6
1234.HK	中国利郎	优于大市	3.89	75.4%	74.2%	74.1%	74.1%	8.5%	8.5%	9.9%	11.1%	45.0
300979.SZ	华利集团	优于大市	57.75	43.4%	43.8%	44.0%	44.0%	2.1%	2.3%	2.5%	2.9%	676.6
2313.HK	申洲国际	优于大市	59.72	56.2%	61.3%	59.5%	59.5%	2.2%	2.5%	3.7%	4.3%	882.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济疲软；消费复苏不及预期；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032