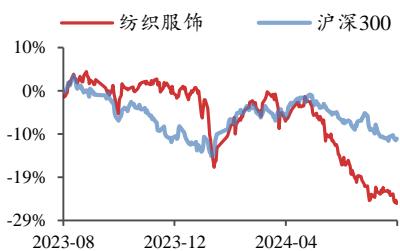


纺织服饰

2024年08月25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

- 《Puma 维持全年指引，推荐 Q2 业绩确定性强的出口出行链—行业周报》-2024.8.11
- 《休闲户外电商增速亮眼，推荐出口出海链并关注优质品牌—行业周报》-2024.7.28
- 《优衣库上调全年指引、台股制造持续改善，推荐出口出海链—行业周报》-2024.7.14

优质龙头业绩亮眼，推荐成长逻辑持续兑现的出海出口链

——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

吴晨汐（联系人）

wuchenxi@kysec.cn

证书编号：S0790122120013

● 重点推荐标的：

开润股份、泡泡玛特、名创优品、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、泡泡玛特、名创优品、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，关注成长逻辑持续兑现标的

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服装和箱包端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。**泡泡玛特：**2024H1业绩超预期，收入/经调整净利润同比+62%/+90%。上调2024年指引，预计收入同增60%+，海外收入同增200%+。看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现，毛绒、积木、卡牌等新品类持续上新带动IP多元发展，海外线下地标、快闪开店+东南亚电商发力+IP营销活动布局下，北美、东南亚等高潜市场快速发展。**名创优品：**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%。**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：**公司产品端构建跑步、篮球等专业产品矩阵并不断创新，2024H1聚焦质价比优势下预计跑步、篮球品类增长接近40%/20%，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：**2024H1业绩超预期，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，2024Q2盈利能力稳健，公司老客户整体稳健、新客户快速爬坡并不断开发新客户，预计2024H1新客户占比接近20%，预计与New Balance的合作加深，并持续推进与阿迪达斯合作，长期积极推进越南及印尼双基地建设。

● 行业：裕元集团盈利能力表现亮眼、新秀丽下调收入指引，7月电商放缓

裕元集团及新秀丽披露FY2024H1业绩：裕元集团营业收入同比-3.4%，归母净利润同比+120.6%，2024H1制鞋需求旺盛推动量增9.9%，宝胜聚焦提效控费。新秀丽FY2024H1收入货币中性下同比+2.8%，主要系亚洲增速放缓北美下降，下调全年收入指引至低单增长。**7月电商：**7月同比增速比较，户外>家纺>男装>休闲>童装>运动。户外服饰/家纺/男装/休闲/童装/运动服饰7月线上总体+42%/+21%/+16%/+13%/+12%/-1%，户外增速领先。

● **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、泡泡玛特、名创优品、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、 泡泡玛特：业绩超预期上调全年指引，看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现	5
1.2.3、 名创优品：收入利润稳步增长，看好欧美加速扩张&TOP TOY 拐点已至	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	6
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：2024H1 业绩超预期，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
1.3、 本周个股更新	9
1.3.1、 李宁：2024H1 跑步核心大单品表现亮眼，派息率提升	9
1.3.2、 报喜鸟：2024H1 商务需求承压，乐飞叶亮眼，增加中期分红	9
1.3.3、 特步国际：2024H1 电商及童装亮眼，上调专业运动分部指引	10
1.3.4、 华利集团：2024H1 量价利齐升，产能紧俏下全年展望乐观	11
2、 行业：裕元集团&新秀丽披露 2024H1 业绩，7 月电商放缓	11
2.1、 裕元集团：H1 制鞋需求旺盛推动量增 9.9%，宝胜聚焦提效控费	11
2.2、 新秀丽：FY2024H1 亚洲增速放缓北美下降，下调全年收入指引	12
2.3、 电商：7 月同比增速比较，户外>家纺>男装>休闲>童装>运动	15
3、 重点推荐公司盈利预测	18
4、 风险提示	19

图表目录

图 1： 近 1 月 A 股纺服板块跑赢大盘	3
图 2： 纺服板块本周下跌 2.29%，涨幅居中	3
图 3： 达芙妮国际、晶苑国际、都市丽人涨幅居前三	3
图 4： 安正时尚、扬州金泉、报喜鸟跌幅居前三	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： 新秀丽 2024H1 亚洲增速放缓北美下降，下调全年收入指引	15
图 9： 2024 年 7 月男装大盘销售额同比+16%	16
图 10： 2024 年 7 月运动大盘销售额同比-1%	16
图 11： 2024 年 7 月户外大盘销售额同比+42%	17
图 12： 2024 年 7 月家纺/童装大盘分别+21%/+12%	17
图 13： 2024 年 7 月休闲大盘+13%，其中森马女装增速较快	18
表 1： 重点推荐公司盈利预测与估值	18

1、行情回顾与下周推荐

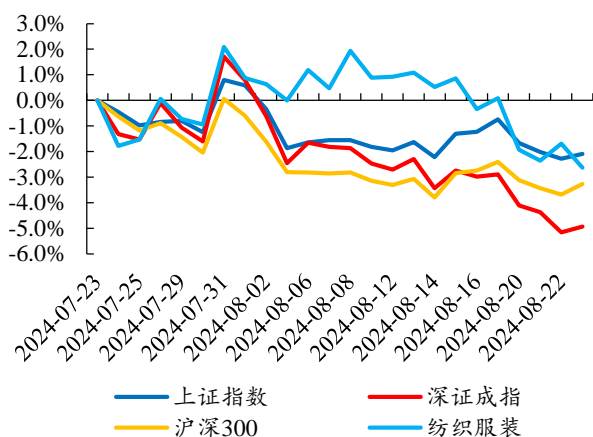
1.1、行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股跑输&H 股跑赢大盘

本周（2024 年 8 月 19 日-2024 年 8 月 23 日）

A 股板块表现:纺织服装板块下跌 2.29%，沪深 300 下跌 0.55%，跑输大盘 1.7pct，在 31 个一级行业中排名第 11，子行业表现来看，纺织制造下跌 0.58%，跑输大盘 0.03pct；服装家纺下跌 3.15%，跑输大盘 2.6pct。

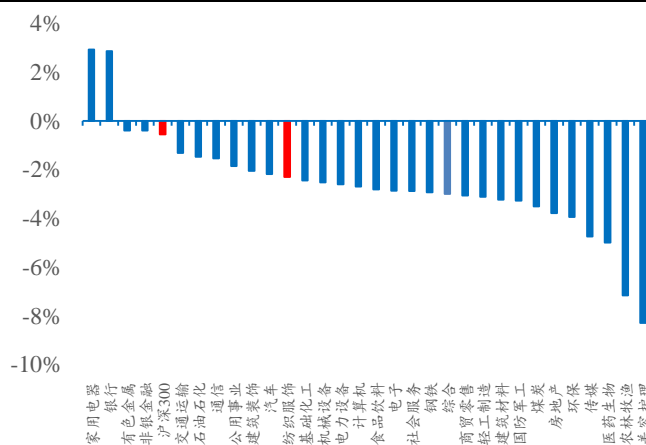
H 股板块表现：耐用消费品与服装板块上涨 1.70%，恒生指数上涨 1.04%，跑赢大盘 0.7pct。

图1：近 1 月 A 股纺服板块跑赢大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

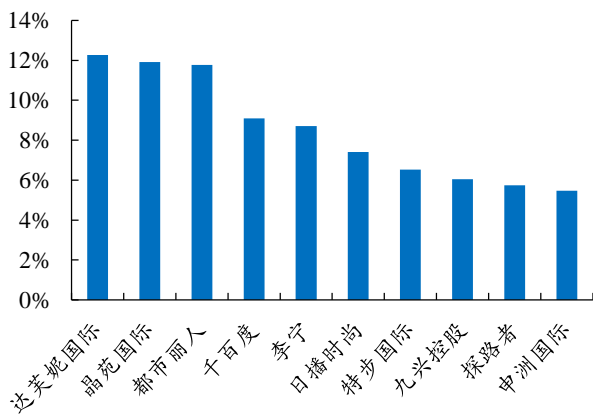
图2：纺服板块本周下跌 2.29%，涨幅居中



数据来源：Wind、开源证券研究所

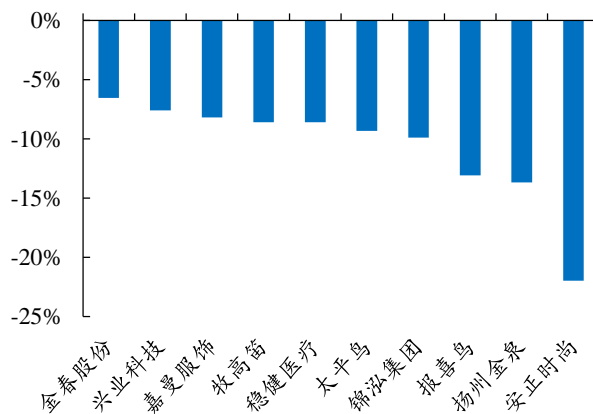
个股表现，达芙妮国际、晶范国际、都市丽人涨幅居前三，涨幅分别为 12.3%、11.9%、11.8%；安正时尚、扬州金泉、报喜鸟跌幅居前三，跌幅分别为 22.0%、13.7%、13.1%。

图3：达芙妮国际、晶范国际、都市丽人涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：安正时尚、扬州金泉、报喜鸟跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、重点推荐：开润股份、泡泡玛特、名创优品、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。

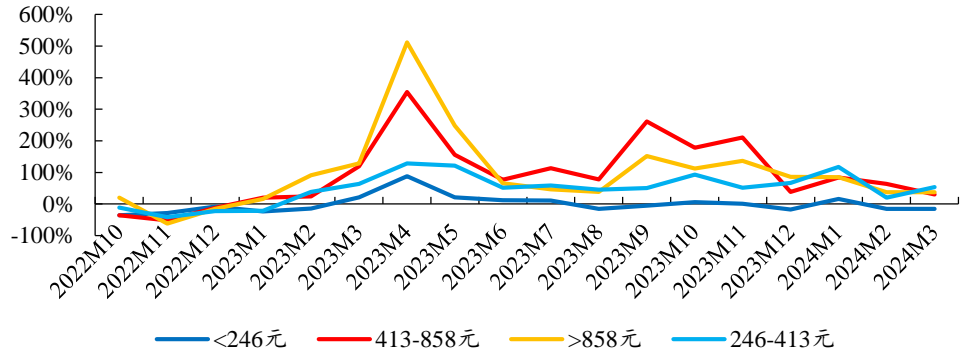
(1)箱包:客户结构优质且集中度高,预计订单维持双位数增长,同时公司优化客户及产能结构并提升精细化管理能力,2024Q1 箱包盈利能力提升显著,预计 2024Q2 维持较好盈利能力。(2)服装:印尼以服装加工为主,纺织产业链织造及染整加工的中上游环节较为薄弱,嘉乐 2003 年于印尼建厂,垂直一体化的产业链布局优势明显。同时,嘉乐服务于全球知名客户优衣库、Adidas、Puma、MUJI 等,客户集中度高于箱包,2023 年收入 12.85 亿元(+26.9%),规模提升空间广阔,预计并表后与箱包协同下盈利能力逐步释放,2024Q1 净利率 3.4%,预计 2024Q2 环比改善。

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

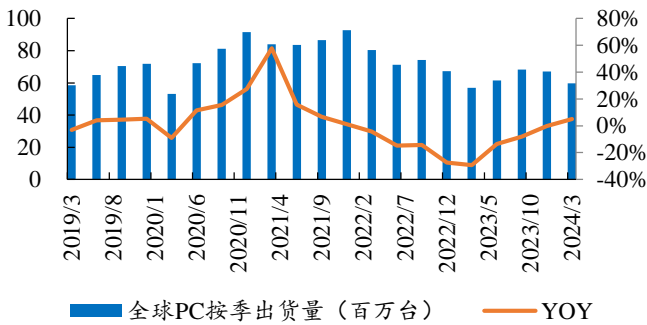
生态链的产品品类，N级单一品类只有一家合作伙伴，公司系箱包品类的N级合作伙伴，独供箱包品类。以前箱包作为小米生态链中不带店品类，渠道及推新受限，预计2024年改革后推新节奏加快、营销自由度提升，抖音渠道已开出箱包独立旗舰店，流量更精准&转化率更高。伴随新品占比提升，以及利益分配由毛利分成向毛保模式切换，盈利能力有望进一步提升。

图5：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升



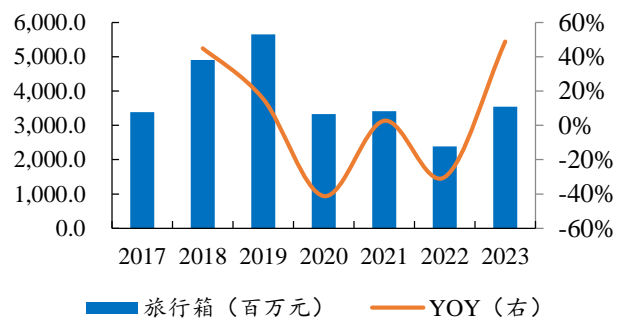
数据来源：久谦、开源证券研究所

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、泡泡玛特：业绩超预期上调全年指引，看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现

2024H1 业绩表现：2024H1 收入同比+62%，经调整净利润同比+90%。**上调 2024 年指引：**预计收入同增 60%+，海外收入同增 200%+。

(1) 中国大陆：收入/经营利润同比+31.5%/+76.5%，线下精细化运营，2024H1 零售同店同比+14%、机器人商店月均单产同比+15%，同时渠道稳步拓张，2024 年初至今零售门店净开 11 家至 374 家；线上渠道恢复增长，抽盒机业绩回暖(同比+7%)、抖音持续高速增长(同比+91%)。

(2) 港澳台及海外：收入/经营利润同比+259.6%/+407.3%，海外收入占比快速提升至 29.7%。线下门店快速扩张，2024 年初至今零售门店净开 12 家至 92 家(含合营)；线上成绩亮眼，收入同比+335.4%。

看好扩品类、出海两条成长逻辑持续兑现。(1) 扩品类：多品类高速增长，手办/毛绒/MEGA/衍生品及其他 2024H1 收入同比+30%/+994%/+142%/+77%，占比分

别为 58.3%/9.8%/12.9%/19.0%，新品类持续拓展带动 IP 多元发展，看好毛绒、积木、卡牌等新品类持续发力。品类扩张匹配门店陈列运营，有望带动会员数量和连带率持续提升。此外，游戏、乐园等新业务有望持续丰富 IP。(2) **出海**：2024H1 港澳台及海外收入占比快速提升，看好线下地标、快闪开店+东南亚电商发力+IP 营销活动布局下，北美、东南亚等高潜市场快速发展。从盈利能力来看，短期来看高毛利的海外占比持续提升有望拉动毛利率提升，长期来看海外规模效应显现下，净利率有望持续优化。

1.2.3、名创优品：收入利润稳步增长，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 chiikawa 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%，2024Q1 OPM 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。

1.2.4、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，同时顶级渠道端持续提升门店形象，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，2024H1 聚焦质价比优势下预计跑步、篮球品类增长接近 40%/20%，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。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：2024H1 业绩超预期，长期看好老客户份额提升&新客户开拓

2024H1 业绩超预期。2024H1 实现营收 22.96 亿元（同比+25.6%），归母净利润 4.16 亿元（同比+37.8%）。分季度来看，2024Q1/Q2 营收分别同比+14.8%/+32.2%，归母净利润分别同比+45.2%/+36.2%，2024H1 补库背景下订单增长显著，业绩延续逐季改善趋势。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，精细化管理优势突出，2024Q2 盈利能力稳健，公司老客户整体稳健、新客户快速爬坡并不断开发新客户，预计 2024H1 新客户占比接近 20%，预计与 New Balance 的合作加深，并持续推进与阿迪达斯合作，长期积极推进越南及印尼双基地建设。

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），2024H1 人民币单价同比增长 5.3%，2024Q2 人民币兑美元汇率同比波动较小，美金单价稳健提升，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。2024Q1 越南峻宏、印尼新工厂顺利投产，2024Q1/Q2 销量 0.46/0.62 亿双，同比+18.36%/+18.17%，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（新工厂产能需 1.5-2 年爬坡）、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。

精细化管理竞争力显著。2024H1 公司持续优化流程，运营能力进一步加强，工厂效率逐步提升，预计 2024Q2 毛利率环比略有下降，2024Q1/Q2 归母净利率分别为 16.53%/16.26%，2024Q2 归母净利率受益于持续控费环比基本稳定，同比-1.29pct，主要系 2023Q2 汇兑收益对利润的正贡献影响，预计可比口径下同比仍有提升。

1.3、本周个股更新

1.3.1、李宁：2024H1 跑步核心大单品表现亮眼，派息率提升

2024H1 跑步核心大单品表现亮眼，派息率提升。公司 2024H1 营收 143.45 亿元(同比+2.3%，下同)，归母净利润 19.52 亿元(-8.0%)，中期派息比例自 2023H1 的 45% 提升至 50%。

收入：线下高层级提效新兴市场加速拓展，批发控货下 DTC 收入占比提升。分品类，2024H1 鞋/服/配件收入 78.4/53.8/11.3 亿元，分别+4.4%/-4.7%/+30.3%。分渠道，2024H1 批发/零售/电商/海外收入为 65.9/35.0/40.0/2.5 亿元，分别-2.0%/+2.7%/+11.4%/-14.39%，批发控货下 DTC 占比提升至 55%。**店数：截至 2024H1 共有 7677 家门店 (+3.1%)，李宁核心品牌门店 6239 家 (+1.2%)，李宁 Young 门店 1438 家 (+12.3%)，年初至今李宁核心/YOUNG 分别净-1/+10 家。面积及店效继续提升：截至 2024H1 平均面积同增单位数至 245 平、平均月店效 31 万元，聚焦高层级市场店铺运营效率提升并加速拓展新兴市场，大店数量 1650 家，高层级市场流水贡献保持稳定，新兴市场新开/整改/关闭 100+/80/80 家。**

流水：2024H1 全渠道流水-1%，跑步流水增 25%，量下降中单/ASP 增低单。2024Q1/Q2/H1 全渠道流水低单增长、低单下降、-1%。**分量价：ASP 在稳定的吊牌价及低单的折扣改善下提升低单位数，销量受线下客流影响下降中单位数。分渠道：**线上流水增加 10-20%中段，线下流水中单下降。**分品类：运动生活/篮球/跑步/健身流水分别增长 -7%/-20%/+25%/+7%，流水占比为 33%/-1pct、22%/-6pct、30%/+6pct、14%/+1pct。受益于专业品类的战略性聚焦及持续夯实产品矩阵的策略，跑鞋三大核心 IP 销量超 500 万双，同时积极扩充新产品、新人群、新市场，运动生活新系列 Soft 销量突破 100 万双。**

2024H1 盈利能力好于预期，销售费用及利息收入减少影响净利润。盈利能力：2024H1 毛利率 50.4% (+1.6pct)，主要系渠道组合及电商毛利率提升，销售/管理/财务费用率为 30.2%/4.7%/-0.7%，同比+2.0/+0.5/+0.9pct，主要系广告及宣传费用投入加大 2 亿元及利息收入减少，经营利润率 16.7%(-1.0pct)，归母净利率 13.6%(-1.5pct)。**营运能力：截至 2024H1 拨备前公司存货 24.57 亿元 (+9%)，全渠道存货增加中单位数，全渠道库销比 3.9 月，渠道存货中新品占比 83%；存货/应收/应付账款周转天数为 62/15/46 天 (+5/+1/-5 天)。净现金为 175.81 亿元(-2.2%)，经营性净现金流 27.30 亿元 (+40.6%)，现金管理能力优秀。**

1.3.2、报喜鸟：2024H1 商务需求承压，乐飞叶亮眼，增加中期分红

2024H1 商务需求承压，乐飞叶亮眼，增加中期分红。2024H1 收入 24.79 亿元(同比+0.36%，下同)，归母净利润 3.44 亿元 (-15.60%)，扣非归母净利润为 3.04 亿元 (-11.5%)，与归母净利润差异系政府补助同比减少 0.28 亿元。分季度看，2024Q1/Q2 收入 13.53 亿元(+4.8%)、11.27 亿元(-4.5%)，2024Q1/Q2 归母净利润 2.50 亿元(-2.1%)、0.94 亿元 (-38.3%)。

报喜鸟及哈吉斯受商务需求及线下客流承压影响，乐飞叶表现亮眼。(1)报喜鸟：

2024H1 收入 7.7 亿元 (-3.69%)，占比 32.0%，门店同比+22 家至 807 家 (+2.8%)，年初以来净闭 10 家，其中直营/加盟+10/+12 家，年初以来-3/-7 家，2024H1 平均门店面积较 2023 年底的 209.55 平提至 210.78 平。(2)哈吉斯：2024H1 收入 8.6 亿元 (+0.25%)，占比 35.6%，门店同比+36 至 467 家 (+8.4%)，年初以来净增 10 家，其中加盟同比+21 至 132 家，直营同比+15 至 335，年初以来加盟/直营净增 2/8 家，2024H1 单店面积较 2023 年底的 128 平基本持平。(3)宝鸟：2024H1 收入 5.07 亿元 (-2.28%)，占比 21.0%，主要系 2024Q2 大单延后出货。(4)小品牌：2024H1 乐飞叶收入同比+32.20%，恺米切&TB 收入同比-5.94%。

2024H1 毛利率提升，Q2 盈利能力受销售费用影响，存货周转天数略提升。2024H1 毛利率 67.0%(+1.5pct)，直营/加盟/团购/电商毛利率分别+1.4/+3.4/+1/+3.3pct，期间费用率 48.7% (+2.6pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.9/+0.3/持平/-0.5pct，销售费用率上升主要系业务招待费及广告宣传费增加，财务费用率上升主要系银行定期存款同比增加导致利息收入增加。2024H1 归母净利率 13.9%(-2.6pct)，其中 2024Q1/Q2 归母净利率为 18.5%/8.3% (-1.3/-4.6pct)，扣非归母净利率同比+0.3/-4.3pct，2024Q2 盈利能力下滑主要系销售费用率同比+5pct。截至 2024H1 存货为 10.75 亿元 (-1%)，存货/应收周转天数为 258 天 (+7 天)、47 天 (-1 天)。经营性现金净额为 1.4 亿元 (-59.05%) 系政府补助减少且支付的货品采购款、上年度员工奖金、终端渠道拓展及运营费用、税费缴纳等均同比增长所致。

1.3.3、特步国际：2024H1 电商及童装亮眼，上调专业运动分部指引

2024H1 电商及索康尼亮眼，上调专业运动分部指引。2024H1 公司收入 72.03 亿元 (同比+10.4%，下同)，归母净利润 7.52 亿元 (+13.0%)，拟派发中期股息 15.6 港仙/股，派息率为 50% (同比持平)。主品牌跑步及童装增长稳健，预计主品牌 7-8 月线下流水稳健而线上延续高增，此外索康尼高速增长，专业运动分部收入增速指引自 30-40%上调至 50%+。

主品牌：童装及电商亮眼，线下谨慎开店，九代店平均客单价及店效持续增长。2024H1 收入 57.89 亿元 (+6.6%)，占比 80.4% (-2.8 pct)，其中特步儿童同比增长约 18%，主品牌鞋/服/配饰收入同比+14.1%/-3.1%/+9.2%，2024 年推出“冠军家族”跑鞋，为大众跑者提供高性价比的专业跑鞋，进一步提升跑步市场份额。**分渠道：**2024H1 电商渠道收入强劲增长，同比增长 20%+，占特步主品牌收入的 30%+，618 主品牌线上的 GMV 增长超过 40%；线下成人/儿童门店同比净增 135/118 家至 6578/1706 家，较年初以来净增 7/3 家，线下门店数量拓展谨慎，但结构上持续开大店、关小店，升级店铺形象，成人九代店占比超 65%，九代店平均客单价及店效持续增长。

新品牌：索康尼开启品牌升级元年，K&P 国内市场驱动增长。(1) 专业运动：2024H1 专业运动收入 5.93 亿元 (+72.2%)，占比 8.2% (+2.9pct)，截至 2024H1 索康尼门店为 128 家 (+48 家)，战略性剥离 K&P 后聚焦跑步战略核心，索康尼回归品牌打法，产品上打造“胜利 22”等爆款产品，营销上加码代言人等推广，渠道上将在中国内地高线城市的核心商圈持续开设更多新形象店铺，并专注店效提升，预计第一家新形象店铺将于 9 月于深圳开出。(2)时尚运动：2024H1 时尚运动收入 8.22 亿元(+9.7%)，由国内市场增长 85.7%带动，截至 2024H1 盖世威亚太区 105 家店(+25 家)、帕拉丁亚太区 114 家店 (+54 家)，K&P 剥离持续推进中。

主品牌盈利能力稳中有升，并购致索康尼盈利能力显著提升，营运指标保持健康。(1) 盈利能力：2024H1 毛利率为 46.0% (+3.1pct)，主品牌/时尚运动/专业运动

的毛利率为 43.9%/53.4%/56.8%，同比+0.8/+11.4/+14.8pct，高毛利率的 DTC 业务贡献增加带动主品牌毛利率提升，专业运动毛利率提升显著主要系收购索康尼和迈乐合资公司全部权益，销售/管理/财务费用率同比+0.5/+1.4/-0.3pct，新品牌营销活动投入提高广告及推广费用，DTC 门店增加带动管理费用提升。OPM 为 15.2%(+0.1pct)，归母净利率为 10.4% (+0.2pct)，盈利能力稳定。(2) **营运能力**：2024H1 存货 21.99 亿元 (-8.7%)，存货周转天数 100 天 (-7 天)，应收/应付账款周转天数+8/-1 天，经营性现金流净额为 8.26 亿元 (2023H1 为 2.65 亿元)。

1.3.4、华利集团：2024H1 量价利齐升，产能紧俏下全年展望乐观

2024H1 量价利齐升，产能紧俏下全年展望乐观。2024H1 公司收入 114.7 亿元(同比+24.5%，下同)，归母净利润 18.78 亿元 (+29%)。分季度看，2024Q1/Q2 分别实现收入 47.6/67.1 亿元，同比+30.2%/+20.8%，归母净利润 7.9/10.9 亿元，同比+63.7%/+11.9%。

2024H1 销量逐季提速，新客户收入占比快速提升，欧洲地区收入下降。拆分量价，2024H1 销售量 1.08 亿双 (+18.64%)，人民币单价 106 元 (+4.9%)，我们预计美金单价同比+2.9%。2024Q1/Q2 销量分别同比+18.4%/+19.2%，预计美金单价分别同比+6.5%/持平略增，单价变化主要系客户及产品结构影响。**分客户**：预计 2024H1 公司前五大客户保持不变，预计新客户占比接近 20%(预计 2023H1 占比约为 15%)，同比增长超 40%。**分地区 (按客户总部计)**：2024H1 美国/欧洲/其他地区营收 99.30/12.69/2.50 亿元，同比+30.79%/-9.50%/+25.29%。

费率提升下 Q2 延续靓丽净利率，所得税率受利润及分红提升影响，营运稳健。

(1) **盈利能力**：2024H1 毛利率 28.23% (+3.63pct)，归母净利率 16.37% (+0.57pct)，稳中有升，2024Q1/Q2 毛利率及归母净利率分别为 28.4%/28.1%、16.5%/16.3%。2024H1 期间费用率为 6.73% (+2.54pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率为 0.40%/5.08%/1.33%/-0.1%，同比-0.03/+2.05/-0.26/+0.78pct，管理费用提升显著主要系计提薪酬绩效同比增加 2.8 亿元，财务费用率提升由于汇率波动导致轻微汇兑损失 1809 万元而 2023H1 录得汇兑收益 6718 万元，2024H1 所得税率为 23.2%，同比+3.3pct，主要系净利润增加以及中国香港子公司增加对母公司分红。(2) **营运能力**：截至 2024H1 末，存货规模 30 亿元 (+7.3%)，存货周转天数 63 天 (-5 天)，应收账款周转天数 64 天 (同比持平)，经营性现金流净额 17.22 亿元 (+24.12%)。

2024H1 产能利用率维持高位，积极推进越南、印尼双基地建设。产能及规划：截至 2024H1，公司总产能为 1.09 亿双，同比+4.66%，产能利用率为 97.32%，同比+11.32pct。2024H1 越南 2 家新建工厂 (成品鞋和鞋材厂各一家)、印尼新建 1 家成品鞋厂已开始投产。2024H2 产能利用率预计仍保持高位，越南预计将有 1 个新工厂投产，长期积极推进越南、印尼双基地建设以匹配订单增长。

2、行业：裕元集团&新秀丽披露 2024H1 业绩，7 月电商放缓

2.1、裕元集团：H1 制鞋需求旺盛推动量增 9.9%，宝胜聚焦提效控费

2024H1 集团盈利能力表现亮眼，宝胜致力保利润净利率、经营利润率均改善。公司 2024H1 整体实现营业收入 40.15 亿美元 (同比-3.4%)，实现归母净利润 1.84 亿美元 (同比+120.6%)，经营利润率为 6.46%，同比+2.74pct。

(1) 公司营收按业务拆分：

制造业务：共实现营收 26.34 亿美元（同比+2.4%）。

鞋履业务（运动鞋、户外鞋、休闲鞋、运动凉鞋）：实现营收 24.11 亿美元（同比+1.3%），其中：**（a）运动/户外鞋：**实现营收 20.75 亿美元（同比+0.5%），占鞋履制造业务比 86.0%，占收入比 51.7%；**（b）休闲鞋及运动凉鞋：**实现营收 3.36 亿美元（同比+6.6%），占制造业务比 14.0%，占收入比 8.4%。从量上看：出货鞋履双数+9.9%至 120.7 百万双，主要系订单逐渐常态化；从价上看：平均售价同比-7.8%至 19.98 美元/双，主要系高基数和产品组合变化。

鞋底、配件及其他业务：实现营收为 2.23 亿美元（同比+14.6%），占比 5.6%。

零售附属公司——宝胜：实现营收 13.8 亿美元（同比-13%），占比 34.4%，主要系零售环境多变以及店铺客流疲弱。

（2）盈利能力：产能利用率同比+15pct 至 90%，制造毛利率同比+1.7pct，归母净利润率+3.7pct。

毛利率：公司 2024H1 毛利为 9.75 亿美元（同比-0.3%），毛利率为 24.3%（同比+0.8pct），拆分来看：

（a）制造业务毛利率 19.1%（同比+1.7pct），系鞋履产能需求旺盛，虽然受限部分厂区加班及新增产能爬坡使得产能未达均衡，但整体产能利用率提升、产能灵活调度、有序加班计划、降本增效均有正面贡献。产能利用率同比+15pct 至 90%，原材料占收入比下降至 35.1%（同比-1.6pct），人工及制造费用增加至 45.8%（同比-0.1pct）。

（b）宝胜毛利率为 34.2%（同比+0.7pct），受益于折扣管控及高效库存管理有效抵消渠道组合不佳的影响。

费用：公司 2024Q2 销售/管理/财务费用率分别为 10.6%/6.9%/0.8%，分别同比-0.8pct/-0.03pct/-0.2pct。

（a）制造销售分销及行政开支率为 10.6%（-0.5pct）。

（b）宝胜销售分销及行政开支率为 30.6%（同比+0.4pct），其中租金、雇员成本、其他占收入比分别为 10.1%、11.0%、9.5%，分别同比+0.2pct、+0.1pct、+0.1pct。

经营利润：公司 2024H1 实现经营利润 2.59 亿美元（同比+68.0%），经营利润率为 6.46%（同比+2.7pct）。

（a）制造业务 2024H1 经营利润率 7.2%（同比+3.9pct）。

（b）宝胜业务 2024Q1 经营利润率为 4.8%（同比+0.5pct）。

归母净利润：公司 2024H1 实现归母净利润 1.84 亿美元（同比+120.6%），归母净利润率为 4.6%（同比+2.6pct）。

（a）制造业务 2024H1 归母净利率 5.9%（同比+3.7pct），受益于产品组合变化、产能利用率提升及有效成本管控、控费措施。

（b）宝胜业务 2024H1 归母净利率为 3.4%（同比+0.6pct），受益于毛利率改善 0.7pct。

2.2、新秀丽：FY2024H1 亚洲增速放缓北美下降，下调全年收入指引

1、营业收入：FY2024H1 公司营业收入 17.69 亿美元，同比-0.43%/+2.8%（货币中性下），主要由于亚洲增速放缓与北美洲增速下降。分季度看，FY2024Q1/Q2 营收分别 8.6/9.1 亿美元，分别同比+0.9%/-1.6%。

(1) 按品牌拆分：

新秀丽：FY2024H1 实现收入 9.04 亿美元，同比+2.7%/+5.8%（货币中性），且所有地区在货币中性下均实现增长，其中亚洲/北美洲/欧洲/拉丁美洲分别同比+5.7%/+2.6%/+6.8%/+23.9%。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 4.4/4.6 亿美元，分别同比+3.68%/+1.73%。

Tumi：FY2024H1 实现收入 4.14 亿美元，同比-1.7%/+0.3%（货币中性），货币中性下亚洲/北美洲/欧洲/拉丁美洲分别同比+2.7%/-1.5%/-1.1%/+31.8%。北美洲、欧洲下滑主要系 2024H1 客流量放缓与 2023H1 高基数。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 1.9/2.2 亿美元，分别同比-0.26%/-3.0%。

American Tourister：FY2024H1 实现收入 3.07 亿美元，同比-4.2%/-0.9%（货币中性），货币中性下亚洲/北美洲/欧洲/拉丁美洲分别同比持平/-11.9%/-1.5%/+24.0%，其中亚洲主要受竞争对手折扣促销活动导致印度销售额减少，北美洲系批发客户减少采购所致。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 1.51/1.56 亿美元，分别同比-0.07%/-7.8%。

其他：FY2024H1 实现收入 1.43 亿美元，同比-7.0%/-0.5%（货币中性）。

(2) 按地区拆分：

亚洲：FY2024H1 实现营收 6.8 亿美元，同比-2.0%/2.0%（货币中性），货币中性下中国/印度/日本/韩国/香港/澳洲/新加坡分别同比+7.6%/-10.6%/+19.0%/+4.6%/-12.9%/+12.9%/-5.0%，其中印度主要受竞争对手加大促销活动所致。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 3.4/3.4 亿美元，分别同比+3.34%/-6.83%。

北美洲：FY2024H1 实现营收 6.08 亿美元，同比-0.5%/-0.5%（货币中性），主要受到零售客户流量放缓，消费者情绪疲弱影响。货币中性下美国/加拿大分别同比-0.2%/-4.4%。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 2.85/3.23 亿美元，分别同比+0.35%/-1.22%。

欧洲：FY2024H1 实现营收 3.72 亿美元，同比+1.8%/+4.6%（货币中性），主要受益于比利时销售净额增加。比利时/德国/意大利/英国/法国/西班牙货币中性下同比+12.3%/-3.9%/-4.3%/-0.4%/-7.8%/+5.7%。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 1.76/1.97 亿美元，分别同比-2.45%/+5.92%。

拉丁美洲：FY2024H1 实现营收 1.08 亿美元，同比+2.7%/+20.3%（货币中性），主要受益于墨西哥收入增长，但部分被智利收入下降所抵消。货币中性下，墨西哥/智利/巴西分比同比+17.1%/-0.6%/+8.7%。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 0.59/0.49 亿美元，分别同比+0.17%/+6.06%。

(3) 按渠道拆分：

DTC 渠道：FY2024H1 实现收入 6.74 亿美元，同比+0.7%/+4.7%（货币中性），其中 DTC 电商货币中性下同比+10.0%，线下较年初净增加 31 家自营零售店，同比净增加 16 家。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 3.2/3.5 亿美元，分别同比+3.64%/-1.86%。

批发渠道：FY2024H1 实现收入 10.94 亿美元，同比-1.1%/+1.5%（货币中性）。FY2024Q1/Q2 分别实现收入 3.4/3.4 亿美元，分别同比+3.34%/-6.83%。FY2024Q1/Q2

分别实现收入 5.4/5.54 亿美元，分别同比-0.72%/-1.55%。

(4) 按品类拆分：

旅游类：FY2024H1 实现营收 11.61 亿美元，同比-1.1%/+1.4%（货币中性）。

非旅游类：FY2024H1 实现营收 6.08 亿美元，同比+0.9%/+5.3%（货币中性）。

2、盈利能力：

毛利率：FY2024H1 毛利率为 60.2%（同比+1.4pct），所有地区毛利率均有改善。主要受益于 DTC 渠道占比提升、品牌组合变化以及严控折扣。FY2024Q1/Q2 毛利率分别为 60.4%/60.0%，分别同比+2.4/+0.6pct。

费用：

分销开支：FY2024H1 分销开支为 5.20 亿美元，同比+6.3%/+10.4%（货币中性下），占销售净额的 29.4%，主要由净开设 82 家自营零售店的租赁使用权资产折旧及摊销增加，与支持销售增长的其他开支所致。

营销开支：FY2024H1 营销开支为 1.17 亿美元，同比+2.8%/+5.4%（货币中性下），占销售净额为 6.6%。

一般及行政开支：FY2024H1 一般及行政开支为 1.18 亿美元，同比-7.0%/-4.8%（货币中性下），占销售净额 6.7%。

利润：

FY2024H1 经营溢利为 3.15 亿美元，同比+0.8%/+5.6%（货币中性下），经营溢利率为 17.8%（+0.2pct）；

FY2024H1 归母净利润为 1.64 亿美元，同比+7.7%/+16.1%（货币中性下），净利率为 9.3%（+0.7pct）；FY2024Q1/Q2 归母净利润分别为 0.83/0.81 亿美元，同比+12.3%/+3.4%，归母净利率分别为 9.6%/9.0%，同比+1.0/+0.4pct。

3、营运能力

存货：Q2 末存货规模为 6.38 亿美元，同比下降 8.36%，库存保持在健康水平。

4、2024 展望

收入：2024 年全年低单增长；2024Q3 略下滑，低于 2024Q2；2025 年全年中至高单增长。分区域看，欧洲、北美、拉美将会继续表现，亚洲由于中国和印度的影响收入将会降低。

费用：全年营销开支占销售净额 7%。

利润：在增加广告支出之后 EBIT 在 19%左右。

图8：新秀丽 2024H1 亚洲增速放缓北美下降，下调全年收入指引

【开源纺服】新秀丽 FY2024H1业绩要点						
收入YOY (货币中性下)						
	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2024Q1	FY2024Q2	备注
公司整体	36%	21%	16%	4%	2%	2023H1高基数以及大型批发客户恢复库存水平
分品牌 (自然增速)						
新秀丽	31%	20%	15%	4%	2%	所有地区表现强劲增长
American Tourister	34%	19%	15%	0%	-8%	由于竞争对手大幅度折扣促销活动导致印度销售额减少, 以及北美洲主要批发客户销售减少
Tumi	47%	29%	19%	0%	-3%	受亚洲、拉丁美洲增长推动, 但被北美洲、欧洲销售下降抵消 (客流减少及消费者审慎)
其他	8%	10%	16%	-9%	-4%	
分渠道 (自然增速)						
批发	29%	18%	14%	-1%	-2%	
DTC	39%	27%	18%	4%	-2%	线下: 年初以来净增加31家自营零售店, 同比增加82家自营零售店。 电商: 销售净额不变汇率下增长10.0%
其他	-20%	-27%	-33%	37%	149%	
分地区 (自然增速)						
亚洲	76%	41%	40%	3%	-7%	澳洲、日本增长良好, 但中国受到消费需求疲软, 2024Q2货币中性下增速为-3.5%; 印度受到竞争对手折扣促销影响, 2024Q2货币中性下增速为-11.3%; 剔除印度, 2024H1亚洲地区货币中性下增速为4.8%
欧洲	6%	11%	9%	-2%	6%	
北美洲	19%	10%	0%	0%	-1%	由于客流量减少与消费者愈加谨慎, Tumi品牌销售净额货币中性下下降1.2%
拉丁美洲	16%	21%	29%	0%	6%	
分品类 (自然增速)						
旅游	33%	20%	15%	0%	-3%	
非旅游	32%	24%	18%	2%	0%	
财务表现						
FY2024Q2	GPM	SG&A ratio	经调整 EBITDA 利润率	NPM	备注	
公司整体	60.0%	23.3%	19.0%	9.0%	GPM: 所有地区毛利率均有改善, 主要系DTC渠道占比上升, 品牌组合变化以及严格控制促销折扣活动	
YOY	+0.6pct	+0.5pct	-0.3pct	+0.5pct		
印度&中国市场策略						
中国: Tumi和美旅的机会仍有很大 1) 从消费者需求的角度来看, 奢侈品类别的溢价目前正受到不同程度的影响, 但整体旅行需求非常强劲, Tumi不仅仅是奢侈品, 产品还具有功能, 所以人们仍然在购买, Tumi在中国市场是非旅行品类, 同时购物中心等为TUMI门店及面积可以正确渗透客户提供了机会。 2) 美旅在印度取得了显著的成功, 如果中国市场的消费者需求在未来一两年内仍面临压力, 我们可以采用同样的策略来瞄准中国的中端客户。 印度: 印度是全球为数不多的拥有强大的第二大参与者的市场之一, 将坚持发展印度市场: 1) 在保持品牌定位基础上不放弃促销活动, American Tourister是印度业务的最大组成部分, 会确保品牌有吸引力; 2) 新秀丽品牌在印度市场渗透率较低; 3) 印度有加工厂无须承受进口关税。						
营收: 2024年低单增长, 2024Q3低于Q2; 2025年中-高单增长; 2024H2 欧洲、北美和拉丁美洲地区将继续表现, 亚洲地区由于中国和印度的影响增速可能会降低; 费用: 全年营销开支占销售净额7%; 利润: 在增加广告支出之后EBIT 19%。						

数据来源: 公司官网、开源证券研究所

2.3、电商：7月同比增速比较，户外>家纺>男装>休闲>童装>运动

男装：2024年7月男装大盘销售额（天猫、抖音、京东渠道合计）同比+16%，分渠道看，7月天猫/京东/抖音分别-1%/-31%/+30%。分品牌看，7月比音勒芬/海澜之家/利郎/优衣库品牌销售额分别同比+2%/+9%/+48%/+3%，哈吉斯/报喜鸟分别同比-28%/-47%。

图9：2024年7月男装大盘销售额同比+16%

Table with columns for months (2023M1-2024M7) and rows for sales data (销售额), growth rates (同比增长), and brand performance (品牌表现) for men's apparel.

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

运动：2024年7月运动大盘销售额（天猫、抖音、京东渠道合计）同比-1%，分渠道看，7月天猫/京东/抖音分别同比-31%/+30%/+16%。分品牌看，7月 FILA / 阿迪达斯 / 耐克 / 安踏 / 李宁 / 特步 / 361 度销售额同比 +4%/+20%/+8%/+18%/+5%/+4%/-7%，大部分品牌7月线上增速表现较好。

图10：2024年7月运动大盘销售额同比-1%

Table with columns for months (2023M1-2024M7) and rows for sales data (销售额), growth rates (同比增长), and brand performance (品牌表现) for the sports apparel market.

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

户外：2024年7月户外大盘销售额（天猫、抖音、京东渠道合计）同比+42%，分渠道看，7月天猫/京东/抖音分别同比+3%/+26%/+119%；分品牌看，7月迪桑特/波司登/X-bionic（三夫户外）/迪卡侬/攀山鼠（三夫户外）/北面/可隆/凯乐石销售额分别同比+101%/+86%/+63%/+56%/+48%/+48%/+47%/+45%，跑赢行业。

图11: 2024年7月户外大盘销售额同比+42%

Table with columns for '户外品大盘分渠道数据' and '户外品牌QWV-YOY'. Rows include sales volume in 10,000 yuan and percentage change for various brands like 天猫, 京东, 抖音, and 拼多多 across months from 2023M1 to 2024M7.

数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

家纺: 2024年7月家纺大盘销售额(天猫、抖音、京东渠道合计)同比增长21%, 分渠道看, 7月天猫/京东/抖音分别同比+5%/+10%/+44%。分品牌看, 7月罗莱家纺/水星家纺/富安娜同比-15%/-14%/-4%, 龙头与大盘分化主要系中低端品牌和白牌驱动大盘增长。

童装: 2024年7月童装大盘销售额(天猫、抖音、京东渠道合计)同比+12%, 分渠道看, 7月天猫/京东/抖音分别同比-8%/+28%/+29%。分品牌看, 7月巴拉巴拉品牌销售额同比-10%。

图12: 2024年7月家纺/童装大盘分别+21%/+12%

Large table showing '月度数据' and '季度数据' for '家纺/童装行业数据总览'. It includes sub-sections for '家纺品类' and '童装品类', detailing sales volume and percentage changes for various brands like 罗莱家纺, 水星家纺, 富安娜, and 巴拉巴拉 from 2023M5 to 2024Q2.

数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

休闲: 2024年7月休闲大盘销售额(天猫、抖音、京东渠道合计)同比+13%, 分渠道看, 7月天猫/京东/抖音分别同比-31%/+23%/+35%。分品牌, 7月TW/森马男装/森马女装/太平鸟男装/太平鸟女装/乐町分别同比-72%/ -6%/ +49%/ +9%/ -36%/ -55%。

图13: 2024年7月休闲大盘+13%, 其中森马女装增速较快

		月度数据												季度数据						
休闲男装&女装行业数据总览 (天+京+抖)		2023M5	2023M6	2023M7	2023M8	2023M9	2023M10	2023M11	2023M12	2024M1-2	2024M3	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
休闲服装品类大盘销售额 (百万元)		21190	25188	24831	22226	28560	36804	46876	41772	46387	25930	35695	41488	38214	27972	67265	75617	125452	72316	115397
细分行业份额	TEENIE WEENIE	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	1.1%	0.8%	0.5%	0.8%	0.4%
	森马男装	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	1.3%	0.8%	0.8%	0.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%
	森马女装	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
	太平鸟男装	0.8%	1.0%	0.6%	1.0%	0.8%	0.6%	1.1%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
	太平鸟女装	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
乐町	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
休闲服装品类大盘销售额同比 (%)		-5%	-23%	15%	-12%	3%	9%	-8%	-6%	-16%	-8%	71%	96%	52%	13%	-11%	1%	-3%	-13%	72%
品牌总销售额同比 (%)	TEENIE WEENIE	69%	1%	50%	-3%	6%	-39%	-31%	-46%	-45%	-5%	-1%	-36%	-21%	-72%	41%	14%	-38%	-32%	-20%
	森马男装	0%	-28%	-8%	-32%	-27%	-47%	-22%	-32%	-20%	-13%	125%	41%	16%	-6%	-15%	-23%	-33%	-18%	59%
	森马女装	8%	-24%	-12%	-38%	-47%	-53%	-47%	-14%	-23%	-25%	-22%	30%	47%	49%	-7%	-33%	-40%	-24%	20%
	太平鸟男装	-6%	-32%	-15%	-15%	-13%	-48%	-20%	-27%	-1%	-11%	27%	52%	-7%	9%	-19%	-14%	-30%	-4%	21%
	太平鸟女装	-26%	-15%	36%	-31%	-14%	-60%	-17%	-46%	-45%	-40%	75%	24%	-21%	-36%	-29%	-5%	-40%	-43%	14%
乐町	-44%	-48%	-33%	-38%	-59%	-81%	-46%	-80%	-69%	-68%	-34%	-37%	-47%	-55%	-44%	-43%	-70%	-69%	-40%	
天猫休闲服装行业数据总览																				
天猫休闲服装品类大盘销售额 (百万元)		10257	13642	8159	8971	11156	13831	21030	17700	21631	9586	10787	11453	9522	5614	35588	28286	52561	31218	31762
天猫休闲服装品类大盘销售额同比 (%)		-5%	-24%	-12%	-15%	-9%	-17%	-18%	-2%	-4%	-26%	-8%	12%	-30%	-31%	-7%	-12%	-13%	-12%	-13%
品牌总销售额同比 (%)	TEENIE WEENIE	35%	-12%	28%	-12%	-28%	-29%	-34%	-26%	-11%	-6%	6%	74%	-45%	-53%	10%	-10%	-30%	-9%	-6%
	森马男装	-6%	-30%	-26%	-39%	-23%	-43%	-12%	-23%	-11%	-23%	140%	35%	-7%	-22%	-21%	-29%	-25%	-15%	52%
	森马女装	-3%	-33%	-15%	-38%	-33%	-44%	-34%	-4%	0%	-36%	-14%	9%	-14%	-7%	-18%	-30%	-29%	-14%	-8%
	太平鸟男装	9%	-29%	-27%	-9%	0%	-47%	-8%	-5%	25%	-7%	-5%	44%	-39%	8%	-7%	-10%	-18%	14%	-6%
	太平鸟女装	11%	-19%	-11%	-2%	39%	-39%	36%	19%	25%	25%	58%	29%	-22%	16%	-9%	7%	8%	25%	15%
乐町	-45%	-40%	-37%	0%	-28%	-74%	-24%	-61%	-39%	-49%	-4%	29%	-44%	-52%	-35%	-22%	-50%	-43%	-15%	
京东休闲服装行业数据总览																				
京东休闲服装品类大盘销售额 (百万元)		1136	1059	1256	1396	1279	1468	2277	2043	3031	0	1636	1158	2185	1539	2928	3931	5787	3031	4979
京东休闲服装品类大盘销售额同比 (%)		-33%	-44%	-22%	-4%	-31%	-40%	-45%	-53%	-26%	-100%	123%	2%	106%	23%	-39%	-20%	-47%	-54%	70%
品牌总销售额同比 (%)	TEENIE WEENIE	260%	336%	116%	25%	57%	19%	-27%	-40%	-41%	24%	199%	-10%	4%	-42%	274%	66%	-25%	-22%	25%
	森马男装	52%	-11%	56%	93%	36%	36%	-12%	1%	-10%	36%	136%	-3%	149%	65%	24%	79%	2%	1%	80%
	森马女装	156%	31%	115%	179%	133%	91%	5%	52%	45%	68%	170%	8%	256%	93%	99%	143%	42%	51%	126%
	太平鸟男装	36%	0%	-9%	89%	187%	94%	-23%	17%	16%	48%	368%	58%	274%	178%	1%	71%	13%	26%	204%
	太平鸟女装	276%	99%	121%	38%	59%	26%	-52%	-31%	-14%	64%	123%	-33%	151%	2%	117%	65%	-30%	5%	61%
乐町	86%	62%	75%	158%	116%	27%	-82%	-78%	-73%	-68%	127%	-47%	238%	-38%	51%	117%	-67%	-71%	77%	
抖音休闲服装行业数据总览																				
抖音休闲服装品类大盘销售额 (百万元)		9797	10486	15416	11859	16124	21506	23569	22029	21724	16343	23273	28876	26507	20819	28749	43400	67104	38068	78657
抖音休闲服装品类大盘销售额同比 (%)		-1%	-18%	45%	-10%	18%	49%	13%	-1%	-24%	28%	175%	195%	153%	35%	-11%	16%	17%	-8%	174%
品牌总销售额同比 (%)	TEENIE WEENIE	79%	11%	58%	2%	22%	-4%	-28%	-58%	-58%	-5%	-8%	-68%	3%	-79%	61%	25%	-45%	-41%	-30%
	森马男装	-21%	-23%	29%	-79%	-86%	-94%	-95%	-78%	-64%	-18%	-2%	219%	77%	-49%	-3%	-60%	-87%	-50%	84%
	森马女装	10%	-4%	-24%	-63%	-78%	-89%	-91%	-58%	-76%	-28%	-75%	71%	144%	108%	8%	-57%	-81%	-59%	51%
	太平鸟男装	-42%	-50%	4%	-28%	-41%	-58%	-63%	-63%	-56%	-36%	94%	78%	86%	-24%	-52%	-27%	-62%	-50%	86%
	太平鸟女装	-40%	-14%	53%	-51%	-33%	-80%	-71%	-82%	-86%	-82%	97%	24%	-26%	-49%	-41%	-12%	-78%	-85%	11%
乐町	-46%	-60%	-30%	-81%	-94%	-91%	-98%	-96%	-95%	-97%	-85%	-88%	-69%	-58%	-55%	-66%	-94%	-96%	-80%	

数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

3、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	6.8	6.2	22.1	23.7	25.8	27.8	20.5	7.0	9.1	7.7	161.2	买入
安踏体育	13.3	13.1	102.4	134.3	136.6	156.5	34.9	31.2	1.7	14.6	1790.1	买入
李宁	10.9	9.9	31.9	31.0	34.1	37.0	-21.6	-2.9	10.1	8.5	336.8	买入
特步国际	10.0	8.8	10.3	12.3	13.9	15.6	11.8	19.2	12.8	12.6	122.5	买入
361度	5.8	4.9	9.6	11.4	13.5	15.8	28.7	18.3	19.1	16.8	66.0	买入
报喜鸟	7.7	6.8	7.0	6.4	7.3	8.2	52.1	-8.3	13.6	12.1	49.5	买入
比音勒芬	9.1	7.5	9.1	11.4	13.8	16.5	25.2	25.4	20.8	19.6	103.9	买入
海澜之家	10.2	9.7	29.5	27.8	29.4	32.2	37.0	-5.7	5.7	9.4	285.3	买入
锦泓集团	6.4	5.6	3.0	3.4	3.9	4.5	316.8	15.2	14.3	14.0	21.8	买入

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

森马服饰	9.8	8.5	11.2	12.9	14.7	16.3	76.1	14.8	14.5	10.8	125.5	买入
申洲国际	16.2	14.2	45.6	56.3	64.5	73.2	-0.1	23.5	14.6	13.5	914.2	买入
华利集团	19.3	16.3	32.0	38.6	45.6	53.0	-0.9	20.6	18.0	16.4	744.9	买入
开润股份	14.2	10.4	1.2	3.0	4.1	5.2	146.7	159.5	36.7	26.8	42.7	买入
兴业科技	10.6	8.6	1.9	2.2	2.8	3.3	23.7	20.2	23.2	20.3	23.7	买入
健盛集团	10.1	8.9	2.7	3.2	3.6	4.3	3.3	18.3	13.8	17.0	32.3	买入
名创优品	12.5	10.2	22.5	28.6	35.1	43.0	111.3	27.2	22.6	22.4	359.0	买入
泡泡玛特	40.6	31.6	10.8	14.5	18.6	23.5	127.5	33.7	28.4	26.7	586.9	买入
伟星股份	21.5	19.1	5.6	6.8	7.7	8.7	14.2	22.4	12.3	13.8	146.6	买入
波司登	10.8	9.4	30.7	36.2	41.7	47.7	49.1	17.8	15.2	14.2	390.9	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8月23日汇率：港币：人民币=0.92，收盘日截至2024年8月23日，其中滔搏、波司登为FY2025-FY2027预测）

4、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

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

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

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