

## 10月社零增速进一步改善，黄金珠宝与服饰消费表现较强

### 核心观点

- **行情回顾:** 本周沪深 300 指数下跌 0.51%，创业板指数下跌 0.93%，纺织服装行业指数（中信）上涨 1.76%，表现强于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块（中信）上涨 0.91%，品牌服饰板块（中信）上涨 2.5%。个股方面，我们覆盖的周大生、潮宏基和老凤祥等取得了正收益。
- **海外要闻:**（1）Pandora 潘多拉表现抢眼。（2）裕元继续低迷，宝胜增长放缓。
- **行业与公司重要信息:**（1）爱美客：公司发布关于公司董事股份减持计划期限届满暨实施完成公告：董事王兰柱在减持计划期间内未减持公司股份，本次减持计划实施完毕。（2）若羽臣：公司证券事务代表朱文进先生因个人原因申请辞去证券事务代表职务，辞职后将不在公司担任任何职务。
- **本周建议板块组合:** 珀莱雅、安踏体育、报喜鸟、海澜之家和华利集团。上周组合表现：珀莱雅-3%、安踏体育-10%、报喜鸟 1%、海澜之家 2%和华利集团-4%。

### 投资建议与投资标的

- 周三统计局披露了 10 月社零数据，10 月国内社会消费品零售总额同比增长 7.6%，增速环比 9 月进一步提升，除汽车以外的消费品零售额增长 7.2%，1-10 月实物商品网上零售同比增长 8.4%，其中穿类商品增长 7.6%。从结构来看，10 月可选消费多数品类保持正增长，我们覆盖的可选消费品中，金银珠宝受益国内金价的强势与旺季消费的启动，同比增长 10.4%（9 月增长 7.7%），化妆品和服装鞋帽分别同比增长 1.1%与 7.5%（9 月增长 1.6%与 9.9%）。本周纺织服装行业指数跑赢大盘，但板块中的大市值白马龙头整体表现较弱。我们认为市场对国内消费谨慎的预期基本上已经反映在当前板块龙头的估值和股价中，未来自下而上寻找业绩能够超预期的细分龙头是后续行业配置的主要机会。落实到短期行业配置，我们认为主要有三个方向：（1）全年经营有望维持较高景气度的个股，我们依然看好中高端男装和黄金珠宝两个子行业。相关公司重点推荐报喜鸟(002154, 买入)、比音勒芬(002832, 买入)、老凤祥(600612, 买入)、潮宏基(002345, 增持)和周大生(002867, 增持)。（2）在经济弱复苏、市场整体预期收益率下降的大背景下，中长期有望稳健增长且有较高历史分红收益率的公司今年建议关注，比如海澜之家(600398, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、波司登(03998, 买入)、富安娜(002327, 增持)和雅戈尔(600177, 未评级)等。（3）纺织制造行业伴随下游海外消费巨头去库存的逐步结束，已经进入左侧布局阶段，中短期仍是我们重点推荐子行业，个股主要推荐华利集团(300979, 买入)、申洲国际(02313, 买入)和伟星股份(002003, 买入)等，建议关注新澳股份(603889, 未评级)。关于行业中长期的配置，我们维持之前的观点：运动服饰、化妆品、医美等赛道特别是运动服饰板块的估值性价比逐步显现（港股运动龙头三季度流水数据相对其他服饰仍表现更好），建议积极配置真正具备中长期核心竞争力的龙头，推荐安踏体育(02020, 买入)、珀莱雅(603605, 买入)、李宁(02331, 买入)、巨子生物(02367, 买入)和爱美客(300896, 买入)、同时关注贝泰妮(300957, 买入)、特步国际(01368, 买入)、华熙生物(688363, 增持)等。

### 风险提示

经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦和人民币汇率波动等。

行业评级 看好（维持）

国家/地区 中国  
行业 纺织服装行业  
报告发布日期 2023 年 11 月 19 日



### 证券分析师

施红梅 021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

朱炎 021-63325888\*6107  
zhuyan3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070006  
香港证监会牌照：BSW044

杨妍 yangyan3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860523030001

### 相关报告

板块整体表现平淡，四季度聚焦增长确定性标的 2023-11-12

运动龙头大幅反弹，旺季开启期待零售进一步修复 2023-11-05

三季度中高端服饰和黄金珠宝相对更好 板块配置聚焦三个方向 2023-10-29

## 行情回顾

本周沪深 300 指数下跌 0.51%，创业板指数下跌 0.93%，纺织服装行业指数（中信）上涨 1.76%，表现强于沪深 300 和创业板指数，其中纺织制造板块（中信）上涨 0.91%，品牌服饰板块（中信）上涨 2.5%。个股方面，我们覆盖的周大生、潮宏基和老凤祥等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	奥特佳	步森股份	星期六	华孚时尚	维科精华	三夫户外	新澳股份	美盛文化	航民股份	摩登大道
幅度(%)	25.3	14.8	9.3	9.3	7.4	6.1	6.0	5.7	5.7	5.3
涨幅后 10 名	柏堡龙	爱迪尔	龙头股份	安踏体育	李宁	新野纺织	华利集团	珀莱雅	棒杰股份	凯瑞德
幅度(%)	-17.6	-10.4	-10.4	-9.6	-6.3	-5.5	-4.1	-3.3	-1.7	-1.7

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**Pandora 潘多拉表现抢眼。**丹麦珠宝品牌 Pandora A/S (CPH:PNDORA) 潘多拉集团三季度加速增长，成为奢侈品行业唯一在宏观环境不利情况下逆势表现的公司，除集团可负担得起的奢侈品定位外，近年钻石营销的“骗局”被年轻一代“识破”也成为另一衬托因素。

截至 9 月底的三季度丹麦公司有机销售大涨 11%，可比增幅亦达到 9%，两项数据远超二季度的 5%和 2%。

集团总裁、首席执行官 Alexander Lacik 表示管理层对三季度业绩非常满意，品牌投资正在吸引更多的消费者进入门店，公司实现了基础广泛的强劲增长，同时空前的高毛利率支撑着独特的盈利模式，因此上调全年业绩指引，并充满信心进入 Phoenix 下一章。

丹麦集团此前在英国资本市场日上宣布 2026 年中期计划，预期中期复合有机销售增长率 7-9%、EBIT 利润率目标 26-27%以及 160-170 亿丹麦克朗的现金股东回报。

Pandora A/S 潘多拉集团预计 2026 年集团培育钻石业务可带来 10 亿丹麦克朗的销售，并对该系列赋予“Diamonds for All”的口号。

与 Pandora 的平价培育钻石相比，此前香港珠宝商周大福和六福均表示钻石销售低迷；尽管不披露具体业绩，但全球最大奢侈品集团 LVMH SE(MC.PA)路威酩轩三季度珠宝和钟表有机销售增幅骤降至 3%，分析师预计集团收购的 Tiffany & Co.蒂芙尼品牌表现不如预期，而该品牌在被收购前就陷入“婚恋”陷阱，因为年轻一代消费者不再迷恋“钻石”被营销裹上的附加意义。

在业绩报告中，Pandora A/S 潘多拉集团重点提及品牌在年轻消费者热衷的社交媒体表现大放异彩，其中 TikTok 三季度播放量飙升 192%，KOL 的传播触达增加 60%至 4,200 万人，ins 被查看次数增加 11%。

业绩会上 Alexander Lacik 还透露旅游消费对公司推动，虽然不清楚该趋势假日季是否能够延续强劲，但相信仍有正面意义。他同时表示，在经济向下时，高端市场会表现疲软，但 Pandora 仍然是消费者可负担得起的。

业绩公布后，花旗发布报告称赞丹麦公司是整个行业唯一增长的品牌；摩根大通报告则指 Pandora A/S 潘多拉集团三季度表现在动荡环境下非常强劲。

二季度表现负面的美国业务在三季度大幅改善录得 5%的可比销售增幅，法国和德国分别录得 5% 和 31%的增幅，英国和意大利市场可比销售均轻微下滑 1%。

中国市场依然低迷，三季度可比销售同比持平，差于二季度 5%的增幅。Alexander Lacik 称品牌中国重塑后上海店重装开业客流量增加了 37%，不过被其他城市门店表现继续低迷。他同时重申中国市场的重塑需要时间。

该丹麦品牌在中国市场至少进行了两次重塑，但至今无果，且中国市场份额每况愈下，分析师认为中国消费者对平价奢侈品表现平淡，包括 Coach、Michael Kors 在内的多个类似定位品牌在中国市场的份额都远低于顶级和高端奢侈品的中国份额，因为中国消费者认为平价奢侈品并非真正的奢侈品。

三季度集团核心类别可比销售增幅 7%，其中站销售比例 65%的 Pandora Moments 可比销售增幅 7%、Pandora Collabs 和 Pandora Me 分别录得 10%和 12%的可比销售增幅，三个系列合计占集团季度收入 78%。培育钻石 Pandora Lab-Grown Diamonds 继续高增长，三季度可比增幅 84%，收入 8,600 万丹麦克朗。

受益主要市场和类别的广泛增长，Pandora A/S 潘多拉集团现预期全年有机销售增幅 5-6%，此前预期为 2-5%；并维持约 25%的 EBIT 利润率预期。Alexander Lacik 在业绩会上透露四季度前六周可比销售有高个位数增幅，虽然大部分销售在假日季完成，但这让公司可以充满信心进入全年最关键的交易季。

由于大宗商品成本上涨和不利汇率，三季度集团 EBIT 利润率有所下滑同比跌幅 210 个基点至 16.5%，但受益涨价和精简成本毛利率期内同比增加 230 个基点至 79.0%创历史新高。业绩会上集团管理层预计四季度大宗商品成本下降将开始对 EBIT 做出贡献。

7-9 月丹麦集团整体收入 55.72 亿丹麦克朗，上年同期为 52.63 亿丹麦克朗，公司 EBIT 则由 9.78 亿丹麦克朗降至 9.20 亿丹麦克朗，但远超市预期的 8.75 亿丹麦克朗，而最新的业绩指引意味着四季度公司可录得 7%的可比销售增幅，高于市场预期的 5.5%。

**裕元继续低迷，宝胜增长放缓。**进入三季度零售业务和制造越发低迷，全球最大运动鞋制造商裕元集团(0551.HK)前三季度收入和盈利继续大幅下滑。

1-9 月裕元集团收入下滑 14.1%至 59.866 亿美元，较上半年 11.8%的跌幅继续恶化，其中包括鞋履、鞋底、配件及其他相关制造业务收入同比下滑 20.4%至 34.945 亿美元，差于中期跌幅 19.3%；零售业务宝胜国际（控股）有限公司(3813.HK) 前三季度收入 154.437 亿元同比增加 7.3%，远低于上半年的 11.1%。

不过受益于成本效应，裕元集团前三季度盈利下滑 49.0%至 1.377 亿美元，跌幅略好于上半年的 52.2%，持续经营业务盈利 1.340 亿美元同比下降 49.0%，同样好于中期盈利跌幅 51.6%。

评论业绩时集团管理层表示，三季度宏观环境隐忧抑制全球鞋履需求，虽然去库存接近尾声，全球鞋业曙光将至，但集团制造业务短期表现仍受保守订单及淡季影响，满单率低于正常水平，唯年初至今推行各项降本增效举措有利抵消部分运营反杠杆效应，三季度制造业务盈利继续攀升。

集团同时指出零售业务宝胜国际受内地多地店铺客流量波动影响，且去年同期比较基数高，销售按季转弱，但随着数字化转型，私域渠道表现尤其稳健。

前三季度裕元集团出货量同比下降 24.5%至 1.609 亿双，受益高端鞋履需求相对稳健，平均售价提升 5.4%至每双 21.71 美元，但升幅较上半年逊色。

报告期内，运动/户外鞋制造业务收入 30.301 亿美元同比下滑 19.2%，表现差于上半年，占整体制鞋业务收入 86.7%及集团整体营收 50.6%；休闲鞋及运动凉鞋收入 4.644 亿美元同比跌幅 27.3%，鞋底、配件及其他制造业务收入下滑 26.2%至 2.983 亿美元。

受收入下滑影响，前三季度裕元集团毛利下降 15.0%至 14.096 亿美元，其中制造业务毛利跌幅 21.6%至 6.839 亿美元，零售业务宝胜国际毛利跌幅 1.5%至 51.085 元；制造业务和零售业务毛利率分别下滑 20 个和 290 个基点 18.0%和 33.1%。

裕元集团解释制造业务主要受益降本增效、灵活调度生产排程因应需求动态优化人力配置，抵消了因需求不足导致的产能利用率下降；宝胜国际毛利率下滑主要因不利渠道组合改变导致，公司在期内已经致力于控制折扣水平，不过销售复苏带动运营杠杆效应，加上成本措施，宝胜国际前三季度营业利润率改善 90 个基点至 3.3%。

展望未来，尤其通胀持续和高息环境，裕元集团表示继续谨慎保守态度，积极监测行情灵活调度产能，同时审慎控制资本支出，继续瞄准中长期产能布局

## A 股行业与公司重要信息

【爱美客】公司发布关于公司董事股份减持计划期限届满暨实施完成公告：董事王兰柱在减持计划期间内未减持公司股份，本次减持计划实施完毕。

【水星家纺】公司发布关于注销剩余回购股份减少注册资本实施暨股本变动公告：公司将于 2023 年 11 月 15 日注销回购专用证券账户中剩余回购股份 1,470,000 股，占注销前公司总股本的 0.56%，注销完成后公司总股本将由 264,203,500 股减少为 262,733,500 股。

【朗姿股份】公司发布关于为全资子公司提供担保并接受关联方担保公告：公司、公司下属全资子公司四川米兰柏羽、公司控股股东、实际控制人申东日及其配偶翁洁为朗姿医疗管理有限公司提供连带责任担保，最高担保本金 8000 万元，担保期限为主合同项下债务履行期限届满之日后三年，协议签署日为 2023 年 11 月 13 日。

【若羽臣】公司证券事务代表朱文进先生因个人原因申请辞去证券事务代表职务，辞职后将不在公司担任任何职务。

【富安娜】公司第五期限限制性股票激励计划首次授予第三个解锁期解除限售股份上市流通，将于 2023 年 11 月 21 日解禁 2,523,828 股，占目前公司股本总额的 0.3051%，激励对象为 90 名。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：珀莱雅、安踏体育、报喜鸟、海澜之家和华利集团。

上周组合表现：珀莱雅-3%、安踏体育-10%、报喜鸟 1%、海澜之家 2%和华利集团-4%。



## 投资建议和投资标的

周三统计局披露了10月社零数据，10月国内社会消费品零售总额同比增长7.6%，增速环比9月进一步提升，除汽车以外的消费品零售额增长7.2%，1-10月实物商品网上零售同比增长8.4%，其中穿类商品增长7.6%。从结构来看，10月可选消费多数品类保持正增长，我们覆盖的可选消费品中，金银珠宝受益国内金价的强势与旺季消费的启动，同比增长10.4%（9月增长7.7%），化妆品和服装鞋帽分别同比增长1.1%与7.5%（9月增长1.6%与9.9%）。本周纺织服装行业指数跑赢大盘，但板块中的大市值白马龙头整体表现较弱。我们认为市场对国内消费谨慎的预期基本上已经反映在当前板块龙头的估值和股价中，未来自下而上寻找业绩能够超预期的细分龙头是后续行业配置的主要机会。落实到短期行业配置，我们认为主要有三个方向：（1）全年经营有望维持较高景气度的个股，我们依然看好中高端男装和黄金珠宝两个子行业。相关公司重点推荐报喜鸟(002154, 买入)、比音勒芬(002832, 买入)、老凤祥(600612, 买入)、潮宏基(002345, 增持)和周大生(002867, 增持)。（2）在经济弱复苏、市场整体预期收益率下降的大背景下，中长期有望稳健增长且有较高历史分红收益率的公司今年建议关注，比如海澜之家(600398, 买入)、森马服饰(002563, 买入)、波司登(03998, 买入)、富安娜(002327, 增持)和雅戈尔(600177, 未评级)等。（3）纺织制造行业伴随下游海外消费巨头去库存的逐步结束，已经进入左侧布局阶段，中短期仍是重点推荐子行业，个股主要推荐华利集团(300979, 买入)、申洲国际(02313, 买入)和伟星股份(002003, 买入)等，建议关注新澳股份(603889, 未评级)。关于行业中长期的配置，我们维持之前的观点：运动服饰、化妆品、医美等赛道特别是运动服饰板块的估值性价比逐步显现（港股运动龙头三季度流水数据相对其他服饰仍表现更好），建议积极配置真正具备中长期核心竞争力的龙头，推荐安踏体育(02020, 买入)、珀莱雅(603605, 买入)、李宁(02331, 买入)、巨子生物(02367, 买入)和爱美客(300896, 买入)、同时关注贝泰妮(300957, 买入)、特步国际(01368, 买入)、华熙生物(688363, 增持)等。

## 风险提示

### 1) 经济减速对国内零售终端的压力

若经济持续减速，则会对终端零售造成压力。

### 2) 贸易摩擦

若未来相关贸易摩擦激化，则会对纺织服装出口产生不利影响。

### 3) 人民币汇率波动

纺织服装行业涉及较多海外出口，若汇率短期波动较大则对行业出口带来影响。

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有潮宏基(002345，增持)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。