

关注细分趋势下品牌机遇，把握 业绩弹性制造企业

——纺织服装行业2025年中期投资策略

民生纺服 郑紫舟



摘要

板块复盘：品牌端稳健，制造端分化。2025年以来服饰销售终端消费稳步向上，纺织制造出口表现分化。2025年4月社会零售总额维稳增长，当月同比增速为5.1%，环比3月-0.8pct；限额以上服装鞋帽针纺类销售额同比+2.2%，增速环比-1.4pct。2024年H2基数较低，看好25H2服装鞋帽品类消费总额增速表现。孟加拉和越南等服装出口表现较国内服装出口表现更强劲。2025年4月我国纺织品及服装同比-0.5%，表现弱于孟加拉和越南服装出口，其中，越南纺织品及服装出口额同比增速达到18.15%。从2025年前三个月来看，这两个国家服装出口表现同样显著优于我国纺织品及服装出口表现。

品牌服饰：内循环下，把握趋势与确定性。主线一：运动服饰表现韧性，户外细分垂类高景气，聚焦确定性。建议关注主品牌强韧性，户外品牌高景气的安踏体育；低估值高股息，Nike修复高弹性标的滔搏；主品牌受益于行业向上，高端品牌盈利改善的特步国际。主线二：性价比需求+线下弱客流量驱动折扣卖场业态快速兴起。建议关注京东奥莱带来广阔增长空间的海澜之家。主线三：育儿补贴、国补等政策刺激下，关注受益标的。建议关注，消费刺激+利润弹性+高分红标的罗莱生活；新消费驱动大单品销售的水星家纺；消费+医疗板块双轮驱动的稳健医疗。

纺织制造：弱 β 下，把握业绩弹性标的及经营稳健龙头。从需求端看，海外品牌库存回归健康水平，运动品牌收入指引环比走弱。其中，库存角度，零售商呈现补库结束、批发商呈现去库基本结束状态，均回归至合理健康水平，各品牌方呈现弱补库需求；零售端，品牌对终端消费保有谨慎态度，预计整体需求较上年走弱。但受美国关税政策影响，当前纺织制造企业尚未直接体现品牌端较弱需求。关税对纺织制造板块影响较大，虽当前关税压力有所缓解，但仍需持续关注后续进展。标的关注上，主要从两个方面出发：1) 关注业绩弹性标的的机遇，建议关注晶苑国际、浙江自然；2) 看好中长期纺织制造行业市场集中度提升，持续推荐纺织制造龙头企业，建议关注华利集团、申洲国际、伟星股份。

风险提示：终端需求不及预期的风险、国际贸易风险、劳动力成本上升的风险。



01

板块复盘：品牌向好，制造分化

02

品牌服饰：内循环下，把握趋势与确定性

03

纺织制造：弱 β 下，把握业绩弹性标的及经营稳健龙头

04

2025H2投资策略总结

05

风险提示

CONTENTS

目录

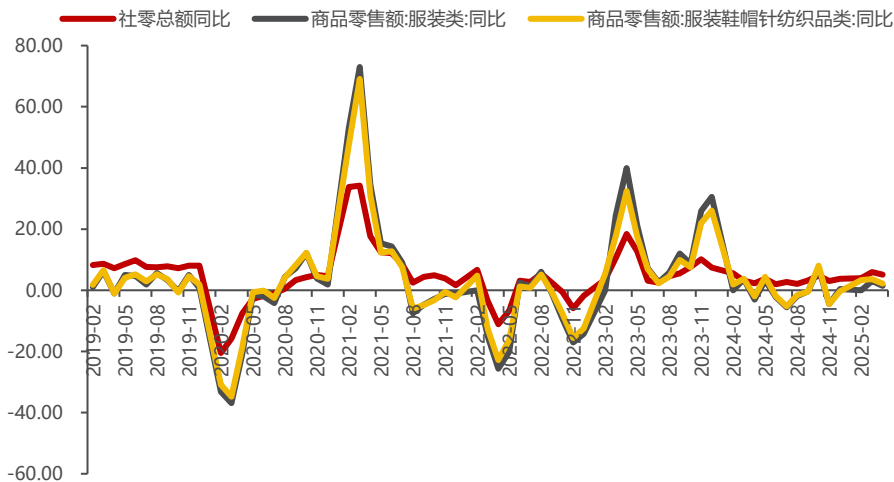


01. 板块复盘：品牌向好，制造分化

1.1 2025年以来服饰消费终端稳步向上，纺织制造出口表现分化

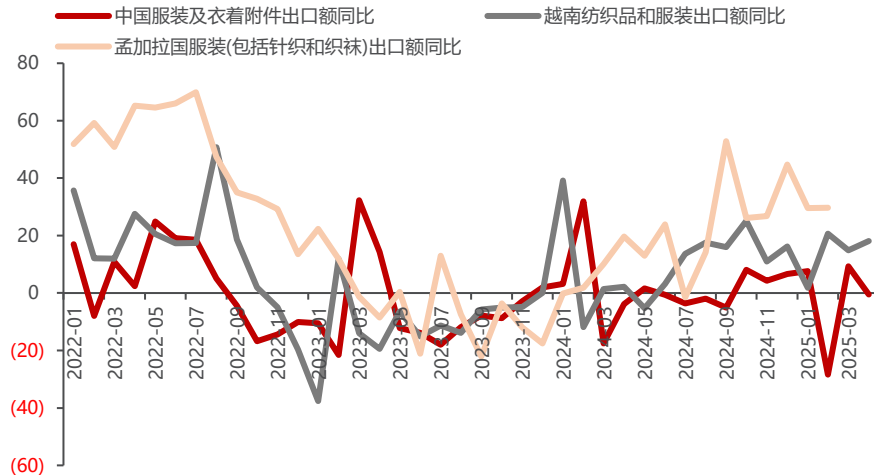
- 4月社零总额增速维稳，服装鞋帽品类消费总额边际有一定放缓。2025年4月社会零售总额维稳增长，当月同比增速为5.1%，环比3月-0.8pct；限额以上服装鞋帽针纺类销售额同比+2.2%，增速环比-1.4pct。2024年H2基数较低，看好25H2服装鞋帽品类消费总额增速表现。
- 越南等国纺织制造出口表现较国内服装出口表现更强劲。2025年4月我国纺织品及服装同比-0.5%，显著弱于越南、孟加拉服装出口，其中，越南纺织品及服装出口额同比增速达到18.15%。从2025年前三个月来看，越南、孟加拉国服装出口表现同样显著优于我国纺织品及服装出口表现。

图1：社零总额及服装类、服装鞋帽针织纺织品类零售总额当月同比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：2024年以来各国服装出口金额当月同比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 2025年以来纺服板块整体经营表现

收入及利润表现：24Q4及25Q1收入端呈现小个位数增长，利润端表现稍弱于收入端。

盈利能力及营运质量方面：24Q4及25Q1毛利率及净利率和去年同期相比变化不大，当前库存情况处于较健康状态，库销比约4个月。

图3：单季度A股纺服板块总营收及同比增速（单位：亿元）

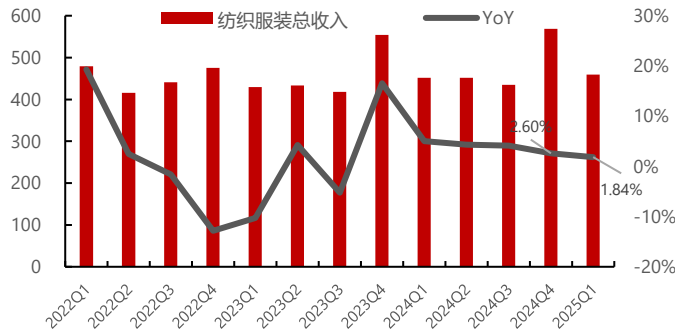


图4：单季度A股纺服板块毛利率

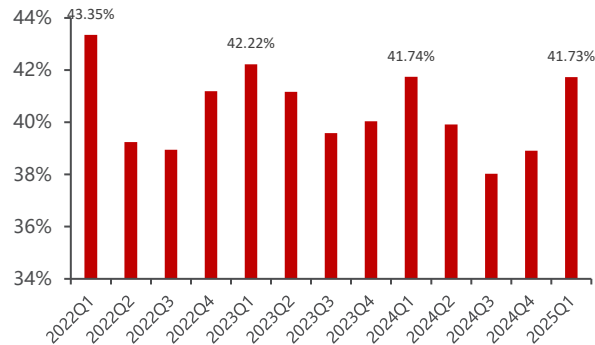


图5：单季度A股纺服板块库销比（单位：月）

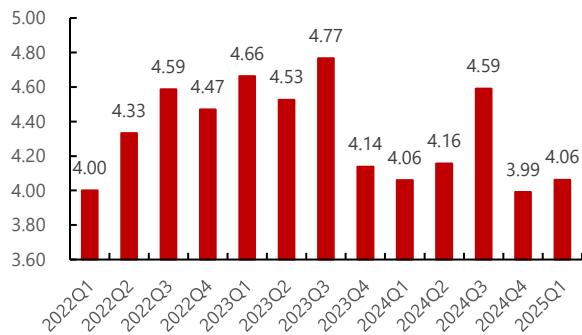


图6：单季度A股纺服板块归母净利润及同比增速（单位：亿元）

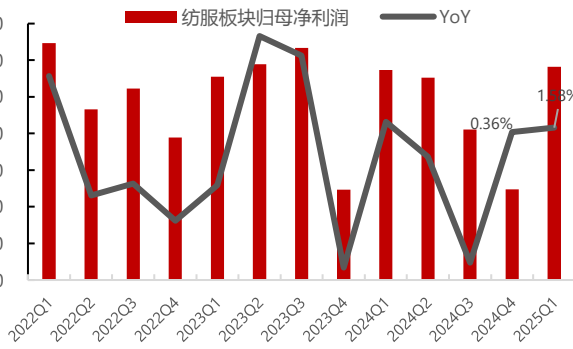
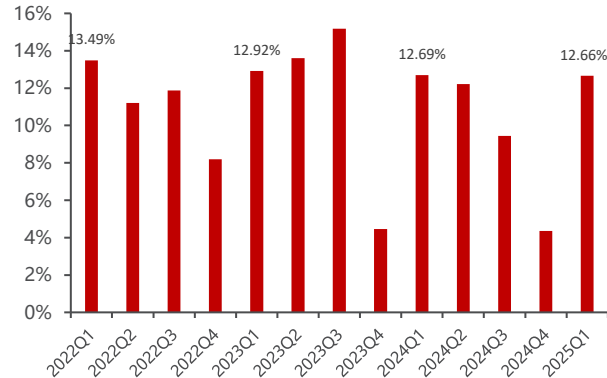


图7：单季度A股纺服板块净利率

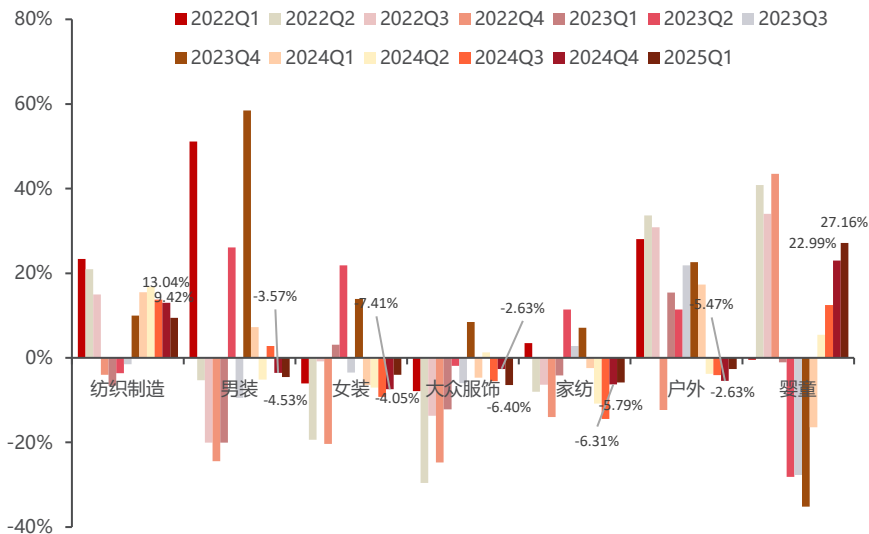


1.2 25Q1纺服板块中各子板块经营表现

分板块收入端表现：25Q1营收呈现正增长的为纺织制造板块及婴童板块；收入同比降速呈现环比收窄的为女装、家纺、户外板块。

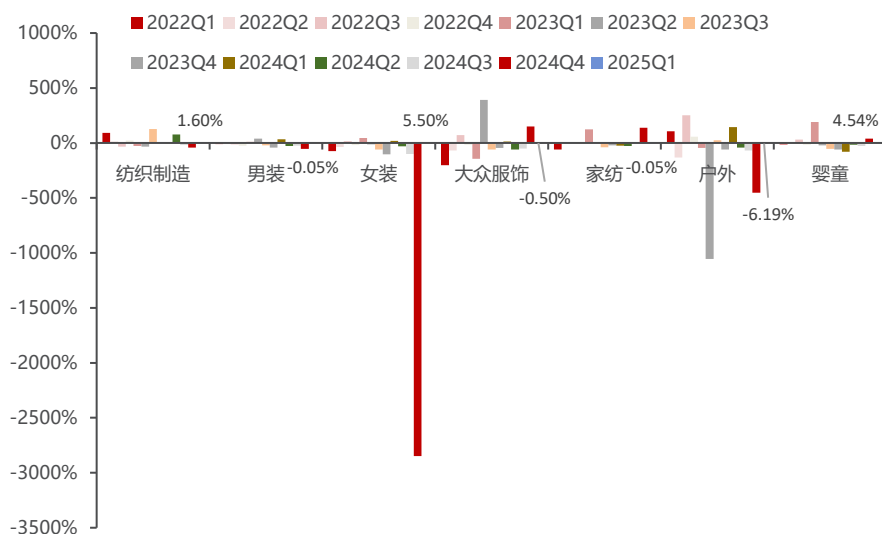
分板块利润端表现：25Q1利润呈现正增长的为纺织制造、女装、婴童板块，利润同比减速呈现环比收窄的为男装、户外板块。

图8：单季度A股纺织服装分板块的营收同比增速



资料来源：同花顺iFinD，民生证券研究院

图9：单季度A股纺织服装分板块的净利润同比增速



资料来源：同花顺iFinD，民生证券研究院

1.2 25Q1纺服板块中各子板块经营表现

盈利能力：男装、大众服饰、家纺、户外、婴童板块25Q1的毛利率均较24Q1有所提升；净利率上，纺织制造、男装、女装25Q1的净利率均较24Q1有提升。

营运质量方面：男装、女装、家纺25Q1库销比显著处于过去3年的较低位置；男装、婴童子板块的25Q1库销比较24Q4有环比下降。

图12：A股纺织服装板块分板块的库销比

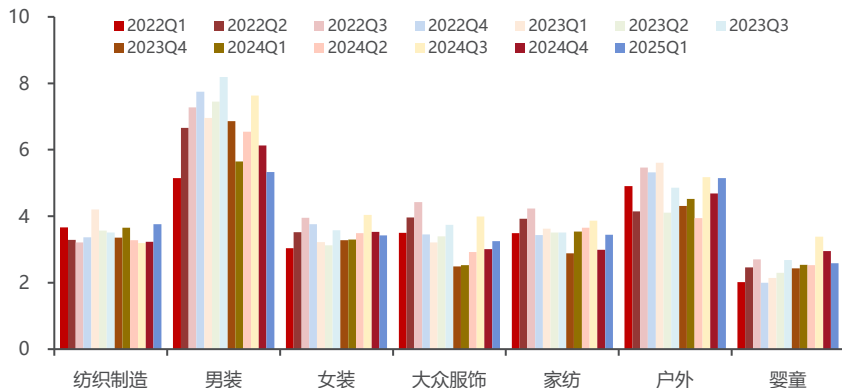


图10：单季度A股纺织服装分板块毛利率变化

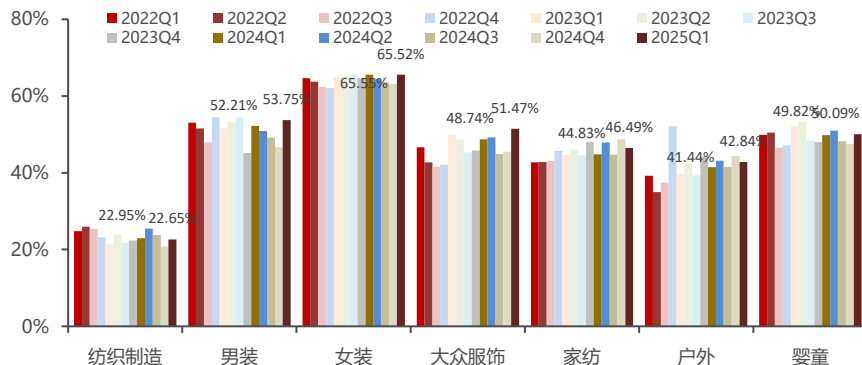
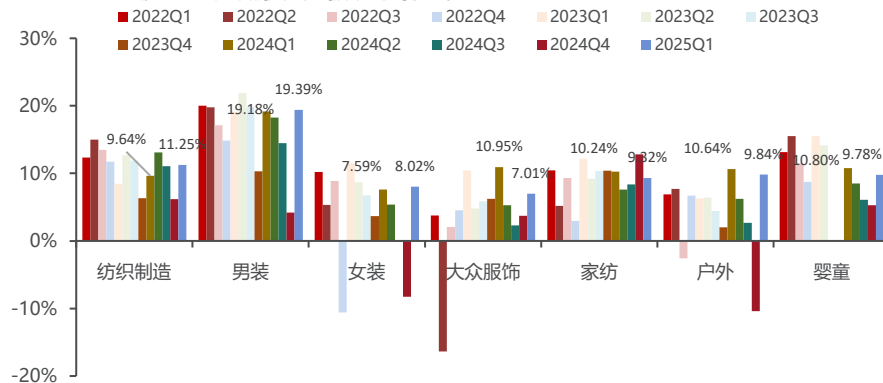


图11：单季度A股纺织服装分板块净利率变化



1.3 2025年以来板块及个股股价表现

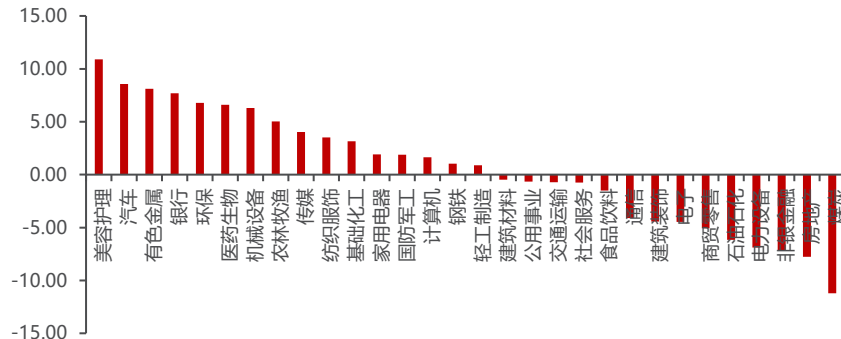
- 年初至今港股表现领先。截至2025年5月30日收盘，恒生指数上涨16.1%、上证指数下跌0.13%、沪深300下跌2.41%、深证成指下跌3.59%、创业板指数下跌6.93%。
- A股和H股中，纺织服装板块微涨，个股表现分化。A股中，截至2025年5月30日收盘纺服板块指数上涨1.87%；H股中，截至2025年5月30日收盘纺服板块上涨8.7%。

表1：年初至今A股及H股纺服板块涨跌幅前三公司

A股纺服板块涨幅前三标的		H股纺服板块涨幅前三标的	
1	南山智尚	1	APOLLO出行
2	聚杰微纤	2	安踏体育
3	华纺股份	3	晶苑国际
A股纺服板块跌幅前三标的		H股纺服板块跌幅前三标的	
1	华利集团	1	非凡领越
2	比音勒芬	2	裕元集团
3	开润股份	3	思捷环球

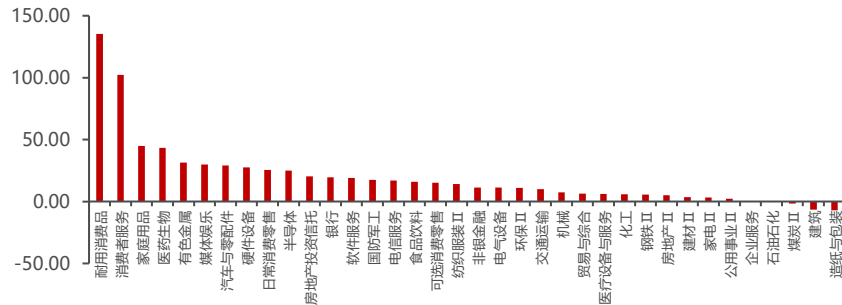
资料来源：Wind，民生证券研究院（时间截止2025年5月30日收盘）

图13：截至2025年5月30日A股各板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院（时间截止2025年5月30日收盘）

图14：截至2025年5月30日H股各板块涨跌幅（%）



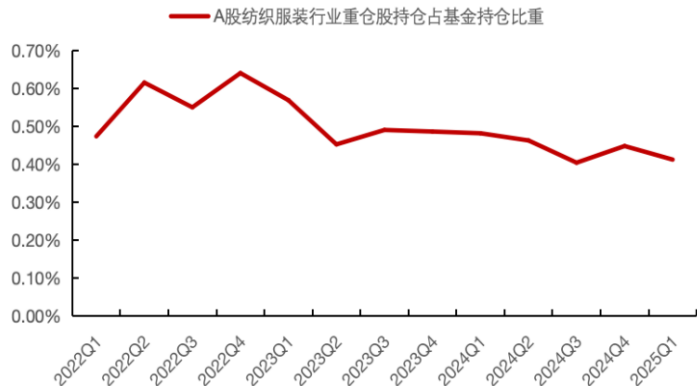
资料来源：Wind，民生证券研究院（时间截止2025年5月30日收盘）

1.3 2025Q1板块持仓情况

纺服行业持仓比重：自2022年起，A股纺织服装行业在基金持仓中的占比整体呈震荡下行趋势，期间波动区间在0.40%至0.65%左右，2023年后显著回落，2024年维持在低位徘徊，2025Q1纺织服装行业持仓占比为0.41%。

截至25Q1个股持仓情况：A股中海澜之家、稳健医疗、雅戈尔持有基金数位居前三；H股中李宁、安踏、申洲持有基金数位居前三。

图15：纺织服装行业持仓占基金持仓比重



资料来源：同花顺iFinD，民生证券研究院

表2：A股 & 港股纺织服装基金持仓明细(2025年一季度)

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
600398.SH	海澜之家	113	33,130.53	7,853.46	31.07	6.90	262,062.47	2.62	3.34
300888.SZ	稳健医疗	53	1,936.03	527.65	37.46	11.03	89,173.38	4.75	5.89
600177.SH	雅戈尔	52	13,346.59	-7,697.83	-36.58	2.89	107,707.00	1.63	2.47
002003.SZ	伟星股份	29	7,739.23	-2,304.32	-22.94	7.60	92,870.72	3.85	5.91
300979.SZ	华利集团	23	1,203.37	-1,563.97	-56.52	1.03	75,355.17	4.24	5.02
605080.SH	浙江自然	17	554.41	474.93	597.56	3.92	17,851.85	3.86	4.71
002832.SZ	比音勒芬	15	1,610.78	-1,003.90	-38.39	4.14	29,751.07	2.91	5.87
002563.SZ	森马服饰	11	6,052.09	141.88	2.40	2.75	39,822.76	4.74	6.39
002327.SZ	富安娜	10	2,795.81	-235.44	-7.77	5.73	23,065.43	2.34	2.99
300577.SZ	开润股份	10	1,555.73	-139.09	-8.21	11.09	34,614.90	3.48	4.23
603889.SH	新澳股份	10	582.97	-214.14	-26.86	0.81	3,783.50	2.00	4.29
002293.SZ	罗莱生活	8	661.54	431.88	188.05	0.80	5,358.50	1.02	6.85
603558.SH	健盛集团	7	128.07	-1,335.52	-91.25	0.36	1,255.09	1.76	4.63
002154.SZ	报喜鸟	5	690.27	-2,568.76	-78.82	0.49	2,830.11	2.12	2.66
603055.SH	台华新材	5	2,053.47	-1,110.56	-35.10	2.32	23,512.18	4.31	4.76
603365.SH	水星家纺	3	1,120.42	244.55	27.92	4.34	16,806.30	3.65	4.19
300918.SZ	南山智尚	2	114.02	114.02	--	0.26	1,995.28	1.01	14.54
603518.SH	锦泓集团	2	479.27	-168.96	-26.06	1.39	4,284.67	2.41	2.62
301088.SZ	戎美股份	1	3.71	3.71	--	0.06	48.71	1.88	2.06
601566.SH	九牧王	1	119.65	119.65	--	0.21	1,017.03	0.87	1.13
605189.SH	富春染织	1	19.27	16.19	525.65	0.13	249.35	0.64	0.70
2331.HK	李宁	31	6,281.34	1,746.80	38.52	2.43	92,279.97	3.00	4.66
2020.HK	安踏体育	28	280.56	-1,485.59	-84.11	0.10	22,110.59	2.12	4.47
2313.HK	申洲国际	17	1,020.58	327.20	47.19	0.68	55,003.42	4.09	5.23
1368.HK	特步国际	12	5,582.85	-3,294.32	-37.11	2.01	26,122.02	2.39	4.30
6110.HK	滔搏	10	8,602.43	2,767.60	47.43	1.39	27,151.02	3.90	4.66
3998.HK	波司登	5	259.65	-9,541.35	-97.35	0.02	956.05	0.88	4.45
1361.HK	361度	3	1,349.20	1,135.90	532.54	0.65	5,515.71	3.79	4.31

资料来源：同花顺iFinD，民生证券研究院

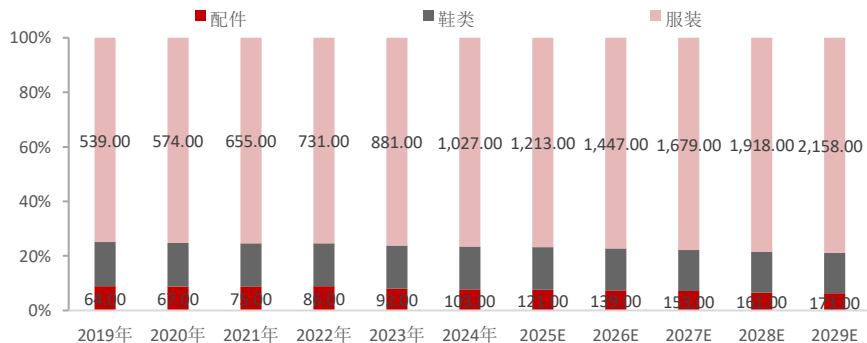
02. 品牌服饰：内循环下，把握趋势与确定性

2.1 主线一：运动服饰表现韧性，户外细分垂类高景气，聚焦确定性

运动鞋服赛道景气度持续优于整体鞋服市场表现。2019-2024年，我国整体鞋服行业销售额维持稳定增长，5年CAGR为0.43%。细分来看，运动服装类销售额5年CAGR为5.2%，运动鞋类销售额5年CAGR为4.9%。根据欧睿预测，未来5年运动鞋服市场规模增长依旧优于整体鞋服市场规模增速，预计2024年-2029年整体鞋服销售额规模CAGR约1%，其中运动鞋销售额CAGR4.9%、运动服销售额CAGR达到6.9%。

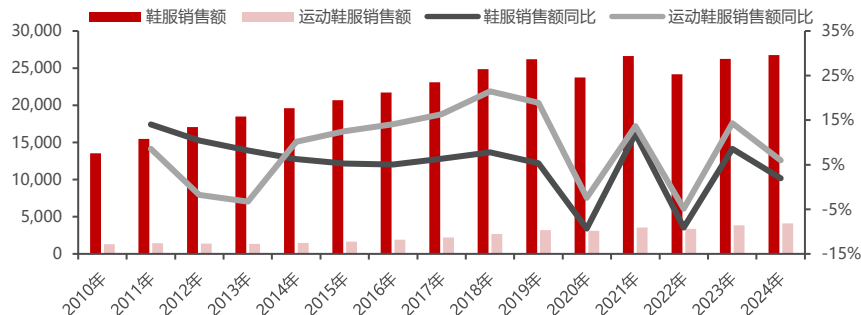
近年来户外运动兴起，户外鞋履服饰景气度显著优于整体运动赛道。2019-2024年，户外赛道整体市场规模增速达到13.8%，其中服装市场规模增速14.7%、鞋类市场规模增速12.8%。据弗若斯特沙利文预测，未来5年运动户外鞋履服饰市场规模CAGR有望达16%。

图18：2019年-2029年我国户外鞋履服饰行业销售规模及增速情况（单位：亿元人民币）



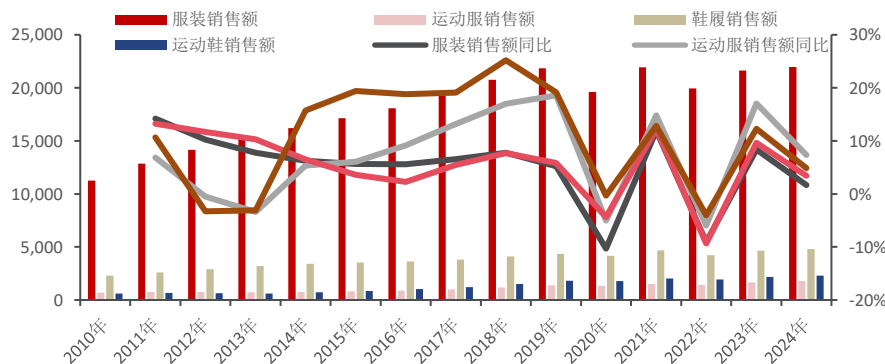
资料来源：伯希和招股书，民生证券研究院

图16：2010年-2024年我国鞋服行业销售规模及增速情况（单位：亿元人民币）



资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

图17：2010年-2024年我国鞋服行业销售规模及增速情况（单位：亿元人民币）



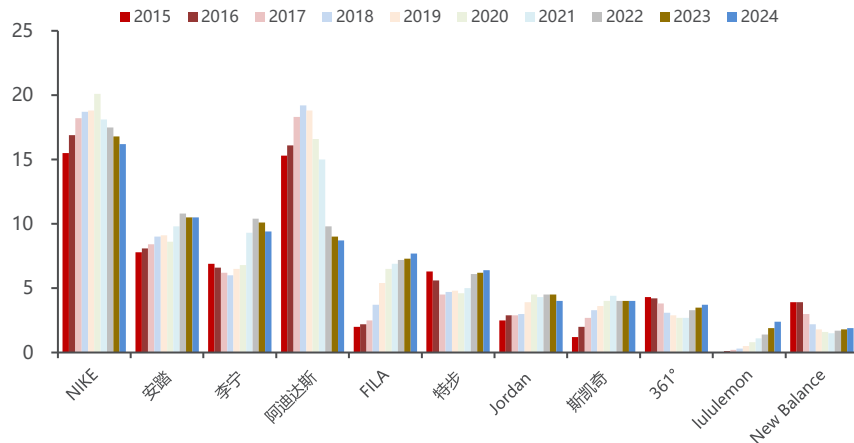
资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

2.1 主线一：运动服饰表现韧性，户外细分垂类高景气，聚焦确定性

户外运动风潮催生多样化功能性需求鞋服，加速细分小众品牌分流市场。随着户外运动热度细分至跑步、徒步、野营、骑行、滑雪等，不同运动场景带动不同功能性鞋服需求，使得小众品牌快速崛起，包括ON、HOKA、KOLON等，加速运动鞋服市场集中度分散，CR3从2019年的46.7%降至2024年的36.1%、CR5从2019年的58.6%降至2024年的52.5%。

25Q1传统运动品牌多维持个位数增长，细分垂类品牌呈现高增长，各运动品牌在品类及门店布局上聚焦深度挖掘消费者更细分的功能性需求。从整体增速看，安踏、FILA、李宁、特步等均呈现稳健增长，而聚焦跑鞋的索康尼、布局户外防风服的克隆等呈现高增长，体现当前消费需求更细化。在此消费需求之上，各品牌在品类和渠道上更精细化布局：**1) 品类上**，各品牌持续针对细分场景需求推出产品，如安踏2024年推出PG7跑鞋、风暴甲，克隆推出MOVE ALPHA徒步鞋，李宁针对户外场景推出万龙甲冲锋衣、行川徒步鞋等；**2) 渠道上**，各品牌不仅推出大店以满足消费者的沉浸式购物体验外，也在细化门店布局，例如推出安踏推出潮鞋店型、李宁推出跑鞋店型等，布局能够更深度挖掘消费者需求，也可进行精细化渠道管理。

图19：2015年-2024年我国运动鞋履服饰市场份额情况（单位：%）



资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

表3：2024年及2025Q1以来各品牌流水增速情况（其中高单/中单/低单均对应指高/中/低单位数百分比变动）

	安踏	FILA	安踏其他品牌	李宁	特步国际	索康尼	361度	361童装	ADS_大中华	NIKE_大中华
2024Q1	中单增长	高单增长	25-30%增长	低单增长	高单增长	-	高双增长	20-25%增长	8%	6%
2024Q2	高单增长	中单增长	40-45%增长	低单下滑	10%增长	-	~10%增长	15%增长	9%	7%
2024Q3	中单增长	低单下滑	45-50%增长	中单下滑	中单增长	50%+增长	~10%增长	~10%增长	9%	-3%
2024Q4	高单增长	高单增长	50-55%增长	高单增长	高单增长	50%+增长	~10%增长	10-15%增长	16%	-11%
2025Q1	高单增长	高单增长	65-70%增长	低单增长	中单增长	40%+增长	10-15%增长	10-15%增长	13%	-15%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院（注：安踏其他品牌主要包括克隆和迪桑特）

2.1 建议关注：安踏体育——主品牌强韧性，户外品牌高景气

1) 安踏品牌势能持续向上，FILA调整效果显著，即将迎来品牌革新。
 2024年公司推出安踏冠军和超级安踏店，以定位不同消费层级的消费群体，进一步带动品牌势能向上，其中安踏冠军店的店效较传统门店高出一倍以上、部分超级安踏门店已达传统门店的三倍，已有不错表现。FILA潮牌自24Q3进行调整、FILA儿童24年整年调整后，已于2024年四季度有所改善，25年1月FILA品牌CEO由原FILA FUSION总裁江艳接任，预计将有所革新，产品端预计将继续打造鞋类百万IP拉动增长。

2) 其他品牌：户外赛道高景气，驱动高增长。户外运动高景气驱动迪桑特、可隆品牌呈现高增长，24年整体户外品牌收入增速超过50%，25年有望持续向上。此外，公司于4月宣布收购狼爪，进一步完善户外系列品牌覆盖版图。

3) 海外渠道加速拓展，规划5年内安踏品牌海外的收入占比达到15%。公司加速全球化布局，包括在东南亚、中东、欧美区域均有布局/规划。截止2024年东南亚已开门店超过240家，未来业绩持续加大海外发力。

表4：2023年以来安踏各子品牌单季度经营表现

		安踏主品牌						
流水增速	整体	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
	成人	高单位数增长	高双位数增长	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长
	儿童	高单位数增长	高双位数增长	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长
折扣	折扣	72折	72折	75-80折	72折	72折	低双位数增长	高单位数增长
	折扣	72折	72折	75-80折	72折	72折	72折	72折
	库销比	<5	<5	<5	<5	<5	<5	<5
		FILA						
流水增速	整体	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
	大货	低双位数增长	25-30%增长	高单位数增长	中单位数增长	低单位数下滑	高单位数增长	高单位数增长
	儿童	高单位数增长	30-35%增长	中双位数增长	高单位数增长	略有放缓	高单位数增长	中单位数增长
折扣	潮牌	高单位数增长	25-30%增长	略有下滑	低单位数增长	承压	中单位数增长	低双位数增长
	折扣	高单位数增长	低双位数增长	持平	-	-	高双位数增长	中双位数增长
	库销比	76折	76折	77折	-	74-75折	74-75折	74折
折扣	折扣	5	3.6	4-4.5	3.9	5	5	5.5
	库销比	5	3.6	4-4.5	3.9	5	5	5.5
		其他品牌						
流水增速	整体	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
	迪桑特	40-45%增长	55-60%增长	25-30%增长	40-45%增长	45-50%增长	50-55%增长	65-70%增长
	可隆	40-45%增长	50-55%增长	20-25%增长	35-40%增长	35-40%增长	接近50%增长	接近翻倍
折扣	可隆	65-70%增长	65-70%增长	50%增长	60%增长	65-70%增长	60-65%增长	-
	MAIA	-	-	-	-	-	-	大双位数增长
	MAIA	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：2019年以来安踏品牌门店情况（单位：家）

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
安踏大货			6832	6924	7,053	7,135
安踏儿童	10516	9922	2571	2679	2,778	2,784
FILA大货					1,179	1,264
FILA儿童	1951	2006	2054	1984	582	590
FILA潮牌					211	206
迪桑特	136	175	182	191	187	226
可隆	185	157	155	161	164	191

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.1 建议关注：滔搏——低估值高股息，Nike修复高弹性标的

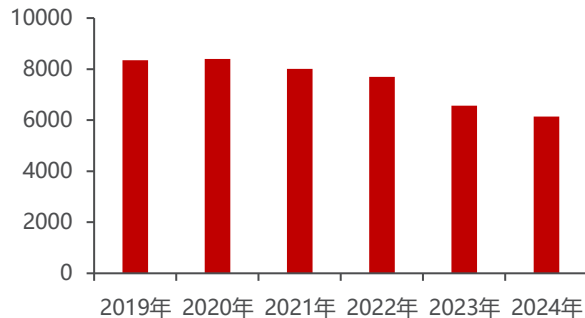
1) 关注折扣力度收窄带来盈利修复。 FY2025 (2024/3/1-2025/2/28) 因NIKE产品销售下滑，致使库存积压，公司采取主动去库策略，进一步对毛利率产生负面影响。随着存货周转率提升，收窄折扣力度将有望带来盈利弹性。

2) 门店数量处历史低位，为FY2026年门店扩张及效率回升奠定了良好基础。 公司持续推进门店端经营调整，聚焦提升门店效率并主动关闭低效门店。截至FY2025，公司门店总数处于近年来相对低位，结构更为优化，为FY2026年门店扩张及效率回升奠定了良好基础。

3) 聚焦NIKE品牌逐步恢复给终端销售带来弹性。 公司核心合作伙伴之一NIKE前期因产品更新、和渠道布局策略问题，呈现销售放缓。随着2024年NIKE新CEO上任，逐步改善产品和渠道层面存在的问题，未来能传导至公司端或将带来显著弹性。

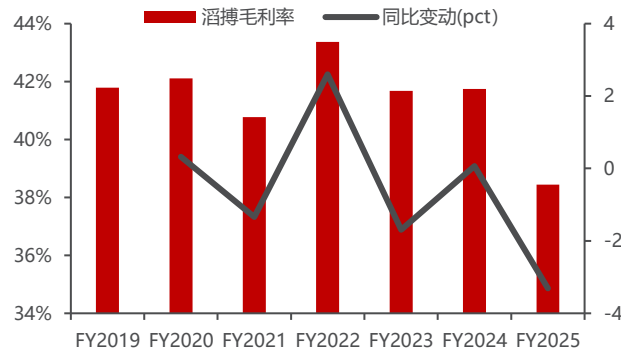
4) 低估值高股息标的，具备强防御力。 自2021年以来，公司现金分红率维持在97.54%-139.08%区间，回报股东意愿强，根据Wind一致预期，公司FY2026年PE在10-11倍，在当前市场波动背景下提供确定性收益支撑。

图20：2019-2024年滔搏门店数量变动（单位：家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：FY2019-2024滔搏毛利率（左轴）及同比变化（右轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

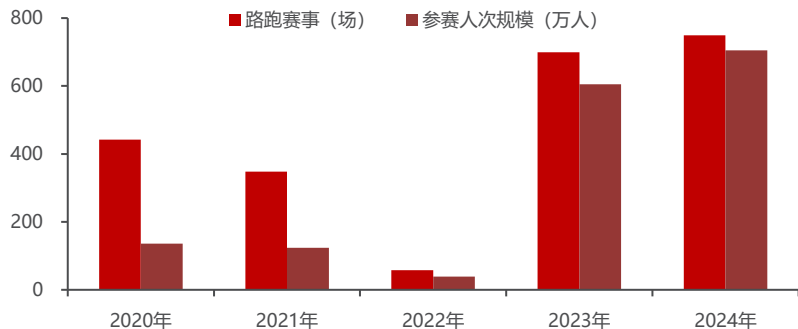
表6：滔搏及NIKE大中华区流水同比表现

NIKE财年对应时间	NIKE大中华区流水同比增速	滔搏财年对应时间	滔搏流水增速
2023Q1(2023.1.1-2023.3.30)	1%	2022Q4 (22.12.1-23.2.29)	10-20%低段下跌
2023Q2(2023.4.1-2023.6.30)	25%	2023Q1 (23.3.1-23.5.31)	20-30%低段增长
2023Q3(2023.7.1-2023.9.30)	12%	2023Q2 (23.6.1-23.8.31)	低单位数下跌
2023Q4(2023.10.1-2023.12.30)	8%	2023Q3 (23.9.1-23.11.30)	10-20%低段增长
2024Q1(2024.1.1-2024.3.30)	6%	2023Q4 (23.12.1-24.2.29)	低单位数增长
2024Q2(2024.4.1-2024.6.30)	7%	2024Q1 (24.3.1-24.5.31)	中单位数下跌
2024Q3(2024.7.1-2024.9.30)	-3%	2024Q2 (24.6.1-24.8.31)	10-20%低段下跌
2024Q4(2024.10.1-2024.12.30)	-11%	2024Q3 (24.9.1-24.11.30)	中单位数下跌
2025Q1(2025.1.1-2025.3.30)	-15%	2024Q4 (24.12.1-25.2.29)	中单位数下跌

2.1 建议关注：特步国际——主品牌受益于行业向上，高端品牌盈利改善

- 1) 跑步爱好者+严肃跑者快速增长，跑鞋潜在消费人群增长。**中国各地马拉松赛事参与度持续增加，据中国田径协会统计，2024年全国累计举办路跑赛事749场，总规模达704.86万人次，较2023年增长约100万人次。
- 2) 特步品牌心智持续提升，功能性跑鞋表现突出。**2024年特步品牌在国内主要大城市马拉松全局选手中的平均跑鞋穿着率33.2%，穿着率排名均为第一，于国内马拉松赛事中处于绝对领先地位；特步品牌在2025年厦门马拉松中全局穿着率达42.8%，显著高于2024年；而索康尼作为特步旗下品牌，穿着率保持稳定，连续多场赛事排名第三。
- 3) 高端品牌索康尼门店持续开拓，盈利能力有所改善。**截止2024年索康尼收入破10亿，持续开设旗舰店及概念店，2024年9月索康尼全球概念店于深圳万象城开幕、2024年11月首家城市体验店于北京合生汇开设，截止2024年索康尼于中国内地共145家门店。盈利端，2024年索康尼及迈乐品牌经营净利润率提升5.2pct至6.3%，盈利能力已呈现改善。

图22：2020-2024年中国路跑赛事及参赛人次规模



资料来源：《2023中国路跑赛事蓝皮书》，中国田径协会，民生证券研究院

表6：特步及索康尼在马拉松赛事中跑者穿着率以及穿着率排名

	特步	穿着率排名	索康尼	穿着率排名
2025厦门	42.80%	1	9.40%	3
2024成都	39.10%	1	8.50%	3
2024无锡	32.60%	1	8.90%	3
2024广州	31.70%	1	8.30%	3
2024北京	30.40%	1	10.60%	3
2024上海	22.40%	1	11.50%	3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

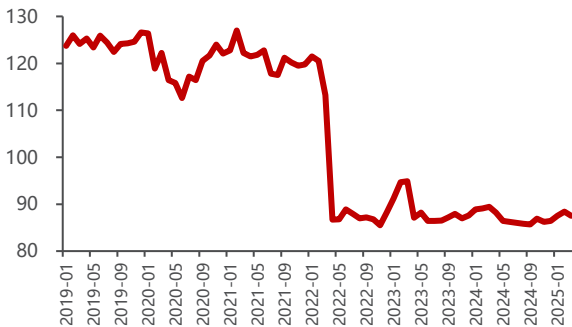
2.2 主线二：性价比需求+线下弱客流量驱动折扣卖场业态快速兴起

从宏观环境看，人均可支配收入增速有所收窄，居民消费信心指数下滑。2014-2024年中国居民人均可支配收入的同比增速由10.14%波动收窄至5.3%；居民消费信心指数自2022年5月后呈现显著下滑。

品牌因库存问题，需更全面可控价的终端渠道进行折价销售减低库存。库存高企加大企业资金占用、增加营业成本并加剧经营风险，进而影响企业销售收入和利润。折扣卖场对于品牌方能够实现薄利多销同时清理大量尾货库存。

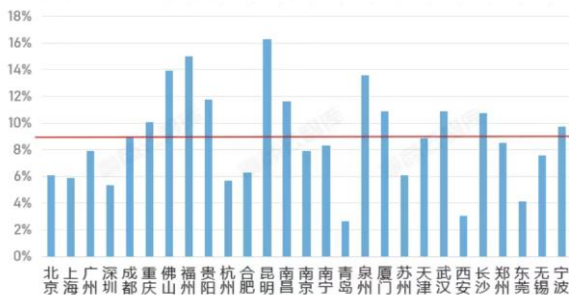
从线下环境看，线下消费表现较弱，购物中心空置率较高，给折扣卖场兴起创造条件。从线下客流表现看，全国购物中心日均客流2024同比2023增长3.2%，2024年购物中心较2023年减少59座。据赢商大数据显示，2024年全国重点27城600+样本购物中心平均空置率创四年新高，其中出租率超95%的购物中心占比超四成，约3成购物中心空置率超10%。对线下购物中心而言，需要可以更多引流的店铺入驻，且空置率高的购物中心也能在租金上给此类店铺让利。

图23：2019年以来中国居民消费信心指数



资料来源：Wind，民生证券研究院

图24：2024年27城样本购物中心空置率情况



资料来源：赢商大数据，民生证券研究院

图25：2024年全国线下客流表现较弱



资料来源：《中国实体商业客流桔皮书》，民生证券研究院

2.2 主线二：性价比需求+线下弱客流量驱动折扣卖场业态快速兴起

在此背景之下，国内奥特莱斯门店数不断增加，形成多运营商格局。2015-2024年，国内的奥特莱斯数量每年均保持上升态势，截至2024年达到261家。国内的奥莱运营商众多，包括了砂之船、王府井、首创、杉杉等。

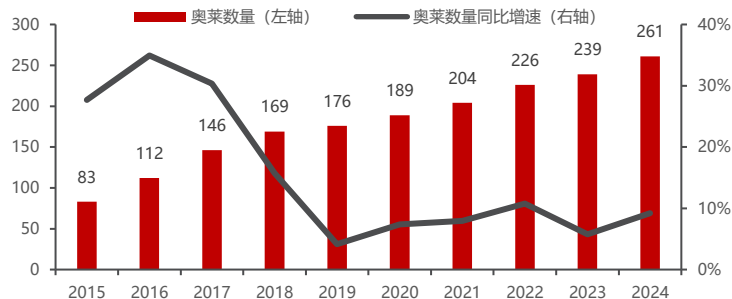
此外，城市奥莱门店也在加速布局。荟品仓、壹品仓等折扣卖场快速发展，其中荟品仓聚焦于华东区域，主要与运动休闲品牌合作，终端价格在1-3折，自2017年成立后，近几年呈现快速发展，截止2024年线下门店超过30家；壹品仓2013年成立至今布局有9家卖场，其中2023年-2024年开设有3家卖场、扩建一家卖场。

图26：荟品仓发展历程



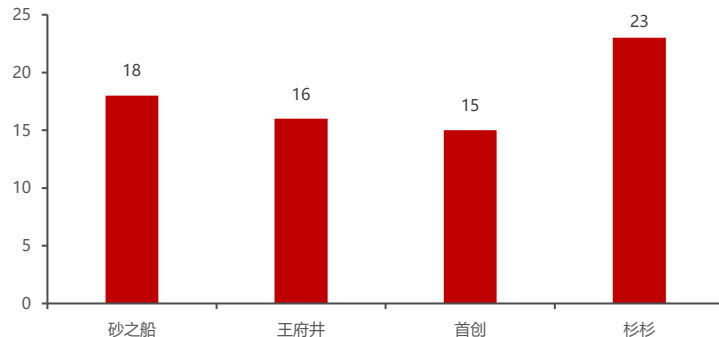
资料来源：荟品仓官网，民生证券研究院

图27：中国2015-2024年奥特莱斯数量（单位：家）



资料来源：赢商网、《2023-2024中国奥特莱斯行业白皮书》，民生证券研究院

图28：中国各大运营商运营奥莱数量（单位：家）



资料来源：赢商网、《2023-2024中国奥特莱斯行业白皮书》，民生证券研究院

2.2 建议关注：海澜之家——京东奥莱带来广阔增长空间

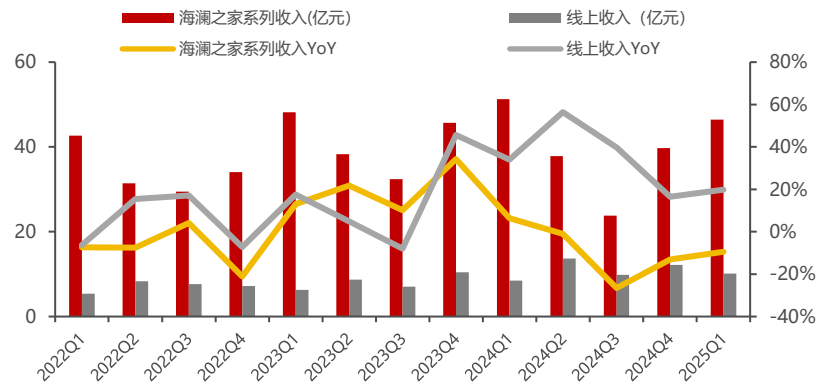
1) 阿迪达斯FCC业务与京东奥莱：加码运动赛道、布局城市奥莱，打造新的业务增长点。公司通过与阿迪达斯合作，能够更好地提升跨类目的零售管理能力和资源整合能力，为公司在运动领域布局以及持续深耕奠定基础。2024年4月，公司全资子公司取得斯搏兹控股权，推进阿迪达斯品牌门店的授权代理业务。截至2024年12月31日，公司授权代理的阿迪达斯门店数量达 433 家。此外，通过与奥莱合作凭借“大牌低价”策略进军高性价比消费市场。截止2025年5月1号之前，京东奥莱门店共计开出12家，五一期间预计开店4家。当前国内奥莱业态处于快速发展状态，京东奥莱定位3-5线城市具备较广阔的可拓展空间。

2) 主品牌稳健经营，海外布局带来更多增量。公司主品牌线下逐步修复，加速低效门店优化加码直营门店布局，直营门店由2023年的1252家增加至2024年的1468家，25Q1海澜之家主品牌收入跌幅环比收窄。海外布局上，公司在深耕马来西亚、泰国、越南、新加坡等成熟市场的同时，积极拓宽中亚、中东等新市场，2024年公司在马尔代夫和肯尼亚开出海澜之家首店，海外门店总计 101 家，全年海外地区实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 30.75%。

表7：京东奥莱门店布局情况

位置	店铺面积	开业时间
江苏省无锡江阴市海澜飞马水城	接近5000m ²	2024/9/25
河南省郑州市中原区朗悦公园茂1号馆	4000m ²	2025/5/1
河北省廊坊市广阳区万向城商场	3400 m ²	2025/1/17
河南省南阳市宛城区南阳万达广场	大约4000m ²	2025/1/22
河南省平顶山市新华区名门天街MALL	约5000m ²	2025/1/18
河北省石家庄市长安区北辰广场	约5000m ²	2025/1/18
河南省安阳市北关区彰德路万意广场	约5000m ²	2025/1/1
山东滕州市荆河中路 999 号中万购物中心	约5000m ²	2025/1/1
山东济宁市太白路银座商场	约5000m ²	2025/1/15
山东临沂市兰山区和谐广场	超10000m ²	2025/1/18
山东菏泽市和谐广场	约4000m ²	2025/1/18
安徽阜阳晶宫	约4000m ²	2025/1/23
安徽省合肥市庐阳区祥源广场	4000m ²	2025/3/22
山西省晋中市榆次区安宁街290号	超10000m ²	2025/5/1
安徽省包河区方兴社区百大心悦城	6700m ²	2025/4/30
江苏省徐州市泉山区解放南路	超5000m ²	2025/5/1
山东省青岛市李沧区银座和谐广场	约4000m ²	2025/5/1
山东省聊城市东昌府区银座商城	约4000m ²	2025/4/28

图29：海澜之家主品牌业务收入情况及线上渠道表现



2.3

主线三：育儿补贴、国补等政策刺激下，关注受益标的

- **生育补贴**：2025年3月13日，内蒙古呼和浩特市发布《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴，针对2025年3月1日起合法生育的家庭，生育一孩一次性发放育儿补贴1万元、生育二孩补贴5万元、生育三孩及以上补贴10万元。此外，2025年3月16日，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》也提到加大生育养育保障制度，预计全国多地有望复制落地育儿补贴，从而促进母婴产业链需求。
- **家纺补贴**：2024年以来，国家针对多城市推动“以旧换新”的补贴政策，驱动家纺行业消费，具体覆盖范围包括窗帘、毯类、软床垫、床上用品等家纺产品，各地政府提供的补贴比例主要为15%，部分高效产品可能享受更高的补贴比例；在具体城市上：**1) 上海**：自2024年起，上海已实施家纺“以旧换新”活动，参与商家包括线下400多家商超百货和企业专卖店，线上300余家企业的旗舰店；**2) 南通市**：南通市商务局发布《关于开展2025年南通市家装家居焕新补贴活动的通知》，补贴涵盖智能家居、常用家居和家纺三类，消费者最高可获1万元补贴；**3) 连云港市**：2025年连云港市开展家装家居焕新补贴活动，个人消费者购买包括家居布艺、床上用品、卫浴用品和窗帘遮阳等在内的家纺类产品，可享补贴。一般产品按最终销售价15%补贴，1级能效或水效标准产品按20%补贴，每人补贴上限1万元。
- **不同购物平台的补贴力度**：1) 上海联合京东、天猫、拼多多发放家装补贴，15%、单件≤2000元。2) 广州携唯品会补贴15%，个人全年上限3万元，覆盖品类更广。3) 四平台补贴均为2025年全年，指定入口购买即享立减。

表8：具体家纺政策梳理

补贴部门		发布时间	截止时间	补贴金额（元）	涉及品类
线下					
上海市	上海市政府	2024/6/4	2025/12/31	15%；单件≤2000	被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服等6类产品。
南通市	南通市市政府	2025/2/19	2025/12/31	15%；个人最高≤10000	家居布艺包括窗帘(不含轨道，下同)、窗纱、遮阳帘、门帘、幕帘、浴帘、沙发布、台布、坐垫/靠垫、椅套、沙发套、桌旗；床上用品包括床单、床笠、被子、被套、被面、床罩、盖毯、枕/枕芯、枕套、枕巾、毛巾被、床旗；厨房用品包括墩布、抹布、洗碗布、围裙(纺织品)、隔热手套(纺织品)、隔热垫(纺织品)、餐巾、茶巾、餐桌布；卫浴用品包括毛巾、浴巾、搓澡巾、洗衣袋、地垫(纺织品)、坐便器垫。
连云港市	连云港市政府	2025/2/7	2025/12/31	15%；个人最高≤30000	被子、床上套件、枕头、枕芯、毯类、窗帘、席类、坐垫椅垫。
补贴部门		发布时间	截止时间	补贴金额（元）	涉及品类
线上					
京东	上海市政府	2025/1/1	2025/12/31	15%；单件≤2000	窗帘、毯类、软床垫、床上用品等4类部分京东自营和指定商铺商品。
天猫	上海市政府	2025/1/1	2025/12/31	15%；单件≤2000	窗帘、毯类、软床垫、床上用品等4类。
拼多多	上海市政府	2025/1/1	2025/12/31	15%；单件≤2001	窗帘、毯类、软床垫、床上用品等4类。
唯品会	广州市政府	2025/1/1	2025/12/31	15%；个人最高≤30000	成品门窗、涂料、瓷砖、石材、木质地板、板材、床架、床垫、沙发、茶几、桌子、椅子、柜类、吊顶、龙骨、灯具、卫浴洁具、洗手槽、窗帘、门锁、晾衣架、开关。

资料来源：上海市商务局，连云港市商务局，南通市商务局，京东APP，淘宝APP，拼多多APP，唯品会APP，民生证券研究院

2.3 建议关注：罗莱生活——消费刺激+利润弹性+高分红

1) 消费刺激政策之下，24Q4及25Q1利润端呈现显著修复。公司24年营收45.6亿元（同比-14.2%），归母净利润4.33亿元（同比-24.4%）。其中，24Q4营收13.6亿元（同比-13.0%），归母净利润1.71亿元（同比+9.5%），在家纺国补政策刺激之下，利润端或将迎来转正拐点。2025年以来补贴政策对公司呈现持续拉动，25Q1营收10.9亿元（同比+0.6%），归母净利润1.13亿元（同比+26.3%）。

2) 消费刺激+终端零售转好下，带动高毛利渠道表现亮眼，叠加费用端持续严控，看好公司今年利润端弹性。一方面，公司因在政策刺激零售+双春年婚庆产品销售下直营及电商渠道表现亮眼，且直营和电商渠道为公司高毛利渠道，公司整体毛利率已有提升（25Q1毛利率46.0%、同比+2.4pct，24年毛利率48.0%、同比+0.7pct）；此外，公司强化费用管控，25Q1费率端已呈现边际变化（2024年Q1期间费用率32.9%、同比+21.18pct，25Q1期间费用率32.7%、同比-0.58pct）。

3) 公司过往持续高分红：过去5年公司的现金分红率均处于较高水平，其中2024分红水平达到115.48%。

表9：2019年以来公司分红情况

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
现金分红金额（亿元）	4.15	4.97	10.06	5.04	3.34	5
分红率	76.05%	84.89%	141.11%	87.87%	58.31%	115.48%

资料来源：Wind，民生证券研究院

图30：罗莱生活2023年以来单季度营收及利润规模和同比增速情况（单位：亿元）

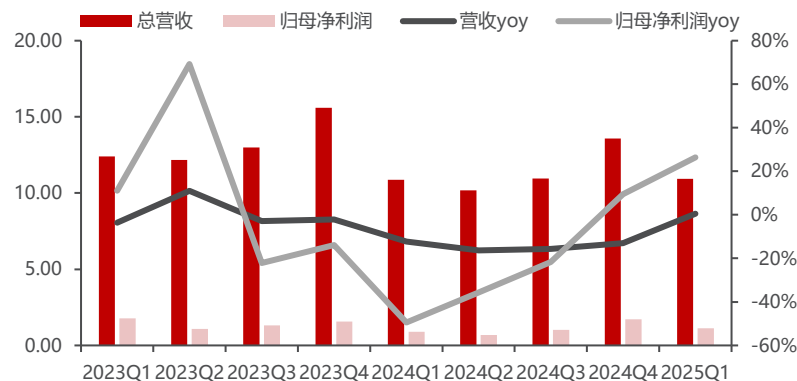
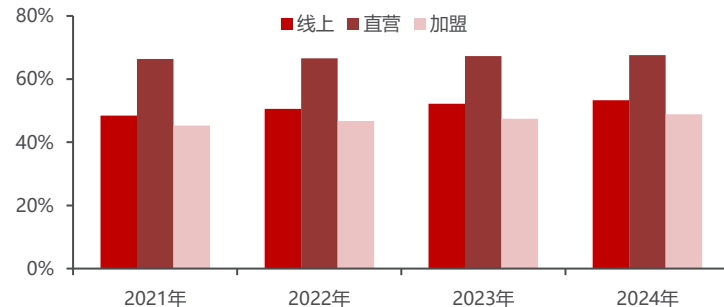


图31：罗莱生活各渠道毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.3

建议关注：稳健医疗——消费+医疗板块双轮驱动

1) 消费品板块：品牌力持续提升，产品销售趋势向上。全棉时代品牌的消费者心智逐步建立驱动线上快速增长，线下渠道大店改小店（减少800平以上门店、增加500平以下门店），带动整体店效提升，两者叠加带动2024年全棉时代干湿棉柔巾收入同比增速达到31.2%、成人服饰收入同比增长15.4%、婴童服饰及用品收入增速13.2%；卫生巾品牌奈丝公主在国产品牌快速崛起的当下，加大营销投放及市场教育，25Q1卫生巾收入增速高达73.5%。

2) 医疗板块：负面因素出清，叠加增业务推进以及并购GRI，看好医疗板块发展。一方面，25年口罩不存在过往高基数影响；另一方面，高端辅料、健康个护、手术室耗材均呈现高增（2024年同比增长均超过30%），同时并购GRI进一步增厚公司收入及利润。

表11：2023年以来天猫618及双十一活动中个护排行里卫生巾品牌销售额排名

排名	2023年 天猫618	2023年 天猫双十一	2024年 天猫618	2024年 天猫双十一	2025年 天猫618
1	护舒宝	护舒宝	护舒宝	护舒宝	护舒宝
2	苏菲	苏菲	自由点	自由点	自由点
3	高洁丝	高洁丝	高洁丝	高洁丝	她研社
4		自由点	苏菲	苏菲	苏菲
5				她研社	高洁丝

资料来源：天猫美妆公众号，民生证券研究院

表12：全棉时代不同面积门店的数量及坪效（单位：个、万元/平方米）

不同面积门店	2020	2021	2022	2023	2024
300平以下	数量	84	110	130	150
	坪效	1.54	1.52	1.21	1.40
300-500平	数量	59	70	85	94
	坪效	1.04	1.17	1.00	1.16
500-800平	数量	57	61	45	36
	坪效	0.73	0.84	0.76	0.99
800平以上	数量	24	23	14	11
	坪效	0.46	0.59	0.61	0.84

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表13：2024年及2025Q1公司各重点业务收入情况（单位：亿元）

	2023年	2024年	2024Q1	2025Q1
高端辅料	6	7.8	1.8	2.2
yoy		31.2%		21.1%
手术室耗材	5.6	8.3	1.2	3.7
yoy		48.80%		196.80%
健康个护	3	4	0.8	1.2
yoy		35.0%		39.80%
干湿棉柔巾	11.9	15.6	2.7	3.7
yoy		31%		38.6%
卫生巾	5.9	7	1.8	3.1
yoy		18.0%		73.5%
婴童服饰及用品	8.5	9.6		
yoy		13%		
成人服饰	8.4	9.6	2.1	2.5
yoy		15.4%		23.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

03. 纺织制造：弱 β 下，把握 业绩弹性标的及经营稳健 龙头

3.1

海外品牌库存回归健康水平，运动品牌补库存需求减弱

➤ 库存角度

1) **服装行业整体**：美国市场中，零售商及批发商库销比均修复至2019年以来的历史低位；结合库存同比变化情况看，**零售商呈现补库基本结束、批发商呈现去库基本结束状态，均回归至合理健康水平。**

2) **运动品牌情况**：2024年以来各品牌服饰的库存金额同比变动收窄，库销比大多处于健康水平，预计后续补库需求较弱。

图34：美国服装行业库销比（左轴）及库存同比增速（右轴）（单位：%）

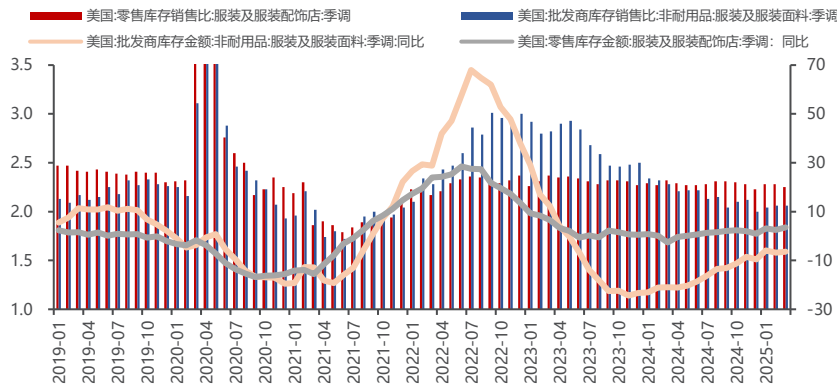


表14：2024年各运动品牌库存同比变动、库销情况

	库存金额同比变动				库销比			
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
耐克	-8.61%	-13.55%	3.43%	3.30%	1.79	1.76	2.14	2.00
阿迪达斯	-21.99%	-17.98%	-6.70%	10.19%	2.43	2.42	2.30	2.53
UA	-15.21%	-3.32%	-0.32%	-1.32%	2.84	2.57	2.49	2.20
DECKERS	1.72%	7.10%	7.00%	4.41%	2.74	2.18	1.31	-
PUMA	-16.84%	-8.61%	-3.35%	11.60%	2.55	2.78	2.37	2.91
VF	-24.27%	-16.05%	-16.46%	-7.89%	3.32	2.76	2.19	2.05
斯凯奇	-9.43%	1.92%	23.50%	25.83%	1.81	2.06	2.27	2.57
ON	-21.47%	-7.94%	-17.81%	17.59%	2.16	2.24	1.83	2.17
LULULEMON	23.94%	13.59%	-4.48%	-8.55%	2.37	2.37	2.33	1.65
迅销	-14.83%	-5.31%	4.49%	5.61%	1.80	1.56	1.54	1.83

3.1 海外品牌库存回归健康水平，运动品牌收入指引环比走弱

零售角度

1) **零售层面**：2025年以来，日本服装零售呈现正增长，但2月增幅较此前有一定收窄，3月进一步回升；美国服装零售在3月后呈现向上态势；欧洲国家中德国、法国等仍呈现负增长。

2) **各运动品牌角度**：相较于FY24财年营收表现，FY25指引增长环比有一定下滑，体现各品牌对终端消费保有谨慎态度，预计整体需求较上年走弱。

图35：2022年以来各国服装零售同比增速情况（单位：%）

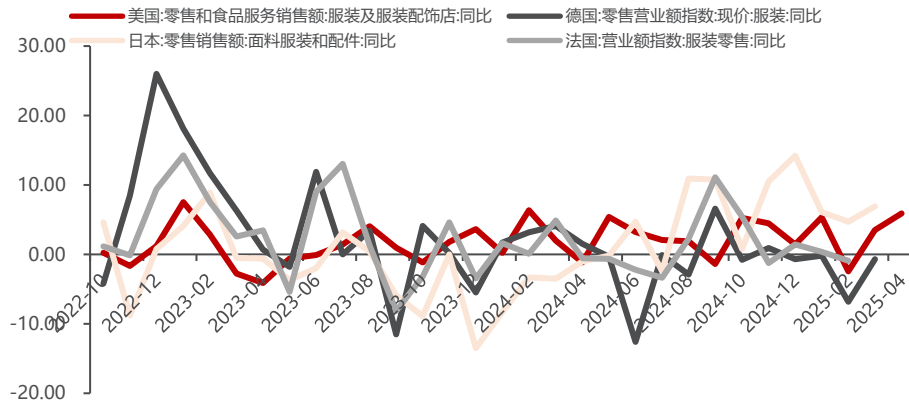


表15：各运动品牌的零售销售收入变动及2025年营收指引

	营收同比变动					2025年财年营收指引	2024财年营收同比变化	25财年对应实际日期
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1			
耐克	0.31%	-1.71%	-10.43%	-7.72%	-9.33%	取消指引	0.28%	2024.6.1-2025.5.31
阿迪达斯	3.49%	8.97%	7.32%	23.99%	12.73%	高个位数增长	10.53%	2025.1.1-2025.12.31
UA	-10.12%	-10.70%	-5.72%	-11.42%	-	26Q1指引下滑3~5%	FY25下滑9.4%	2024.2.28-2025.3.1
DECKERS	22.13%	20.09%	17.10%	6.49%	-	26Q1增长7.8%~10.3%	FY25增长16.3%	2024.2.28-2025.3.1
PUMA	-3.90%	-0.16%	-0.13%	15.50%	-1.25%	低至中个位数增长	2.51%	2025.1.1-2025.12.31
VF	-8.58%	-13.66%	-4.27%	-10.61%	-	无指引	FY25下滑9.09%	2024.2.28-2025.3.1
斯凯奇	12.47%	7.21%	15.94%	12.82%	7.11%	25%+增长	12.11%	2025.1.1-2025.12.31
ON	20.94%	27.77%	32.32%	35.67%	42.98%	28%+增长	29.36%	2025.1.1-2025.12.31
LULULEMON	24.01%	18.24%	18.70%	15.63%	10.40%	增幅为6%至7%	18.60%	2025.1.1-2025.12.31
迅销	13.27%	4.88%	12.88%	16.89%	10.18%	预计9.5%增长	12.19%	2025.1.1-2025.12.31

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院（季度数据增速为在财年季度数据基础上调整至对应的实际财年时间的增速表现）

3.1

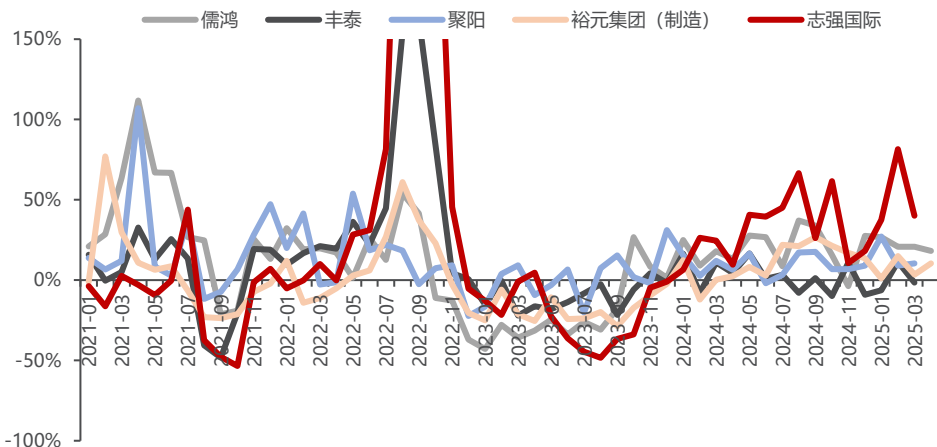
当前纺织制造企业尚未直接体现品牌端较弱需求

1) 分国家服装出口情况看：孟加拉、越南的服装出口金额在24年较高基数下，25年以来仍保持不弱的走势；相比之下，中国的服装出口表现稍弱。

2) 各鞋履服饰制造企业表现：从各企业月度营收同比情况看，依旧保持较为强劲的表现，尚未直接体现出终端需求一定程度上转弱态势。

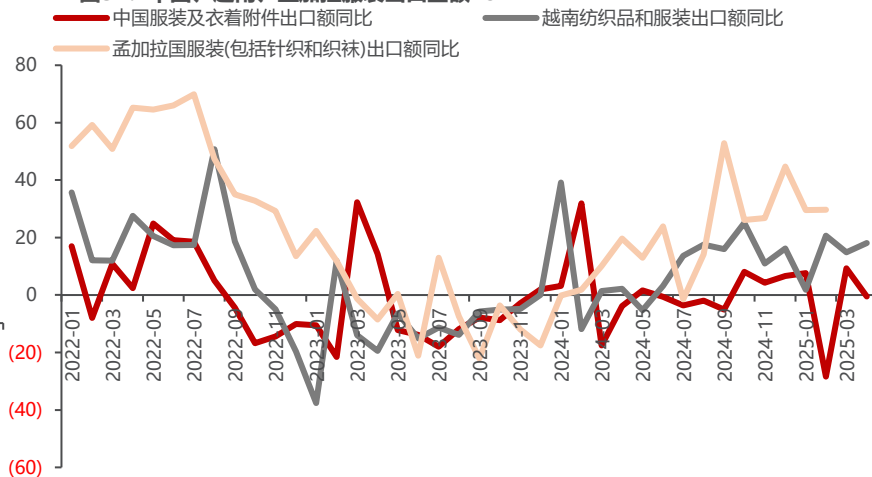
我们预计25Q1纺织制造企业表现由于品牌销售终端主要来源于各品牌加大期初订单，呈现一定抢出口情况，以避免后续关税加征的影响。

图36：纺织制造企业月营收YoY



资料来源：同花顺iFind，民生证券研究院

图37：中国、越南、孟加拉服装出口金额YoY



资料来源：同花顺iFind，民生证券研究院

3.1 关税压力有所缓解，关注后续进展

中美关税压力有所缓解。4月2日美国对全球加征对等关税，4月5日起所有国家面对最低10%的最低基准关税，此外对于数十个国家或地区在10%的基础上加征更高关税，其中，中国34%、越南46%、柬埔寨49%、孟加拉37%、印尼32%、印度26%；4月9日对上加征125%，对包括东南亚在内的超75个国家实施关税暂停90天，仅实施10%的互惠关税；5月14日美国修改2025年4月2日第14257号行政令对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的34%的对等关税措施，其中24%的关税暂停加征90天，保留剩余10%的关税。

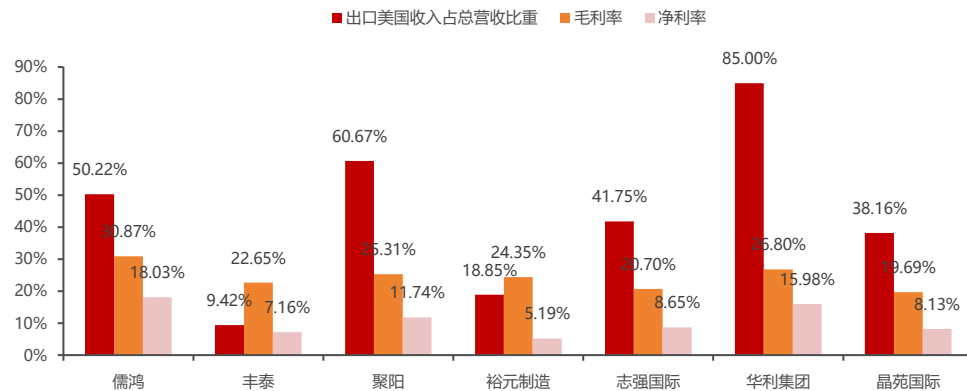
1) 短期影响：因中美双方宣布对部分加征关税措施实施90天临时豁免，后续关税政策尚存不确定性，以及存在部分运动品牌提前下单的情况，纺织制造企业抢出口现象。

2) 中长期影响：存在对美敞口小、净利率较高、对客户传导能力强的企业在加征关税之下受到影响小。

表16：美国对各个国家关税变化

国家/地区	4.2加征关税情况	4.9加征关税情况	5.15加征关税情况
越南	10%	46%	46%
中国	20%	34%	30%
孟加拉国	10%	37%	37%
印度	10%	27%	27%
柬埔寨	10%	49%	49%
欧盟	10%	20%	10%
印度尼西亚	10%	32%	32%
巴基斯坦	10%	30%	30%
斯里兰卡	10%	44%	44%
土耳其	10%	10%	10%
多米尼加共和国	10%	10%	10%
洪都拉斯	10%	10%	10%

图38：制造企业对出口美国收入占总营收比重、毛利率以及净利率



资料来源：公司年报，同花顺iFind，民生证券研究院（注：其中裕元及儒鸿美国出口占比为美洲出口占比）

3.1 中长期角度，供应商集中度持续提升，看好龙头份额提升

- **头部品牌供应商精简化、集中化为发展趋势。**2018到2024年，NIKE的服装类工厂数量从328家减至285家；鞋类工厂从124家减至120家，其前五大供应商的占比由2017年的43%提升至2024年的51%。2017年至2024年Adidas制造工厂数量从296个减少至283个。对于PUMA来说，尽管由于疫情后阶段性扩张产能使2021年至2023年PUMA的独立供应商数量增加，但是最新一年仍呈现下降波动。品牌方通过积极采取精简供应商的模式，优化供应链管理的同时也提高生产效率，与少数几家具备规模优势和生产效率的代工厂建立更紧密的合作关系，进一步增强产品质量和交货时间的稳定性。

图42: Nike前五大供应商产能占比

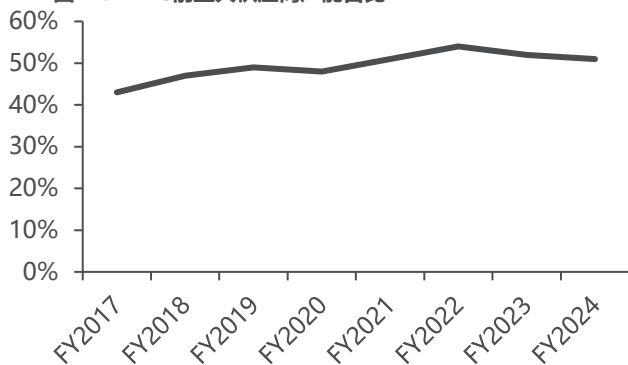


图41: Adidas制造工厂数量 (单位: 个)

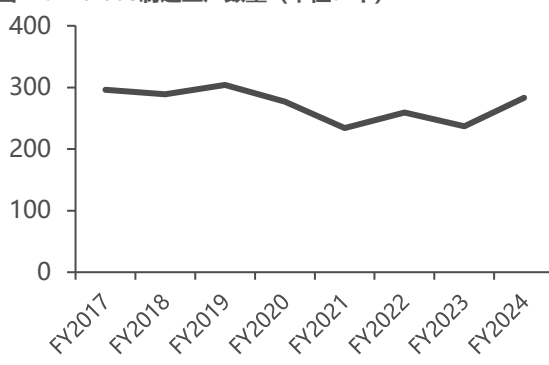


图39: 2017-2024 Nike分产品供应商数量 (单位: 个)

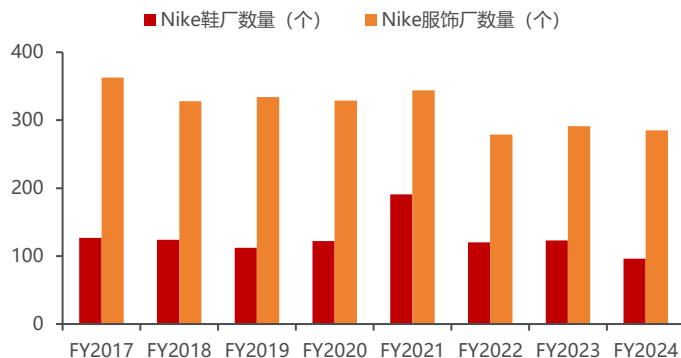
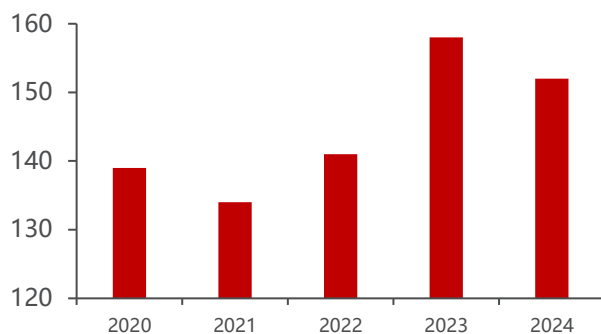


图40: 2020-2024年PUMA独立供应商 (单位: 个)



3.2

主线一：关注业绩弹性标的的机遇—晶苑国际

➤ 晶苑国际：产业链一体化布局，带动改善

1) 收入端：品牌保持增长+运动户外布局强化。最大客户优衣库预计2025财年收入+9.5%，多个运动品牌预计2025财年保持高单位数或双位数增长；运动户外品类加码，公司垂直一体化布局持续推进，加大在运动品牌方的合作。公司加大招工，以匹配产能需求：24H2以来加快招工以提升产能，公司25年计划继续增加招工。**2) 盈利端：产品结构改善+产能利用率提升带动毛利率向上。**一方面，公司产品结构改善带动毛利率向上。在公司五大品类中，截至2024年毛利率最高为毛衣产品达到22.6%、其次为运动户外20.9%。未来公司将进一步加码运动户外，拉动其在品牌客户中的市场份额提升，带动其在公司收入占比提升，进一步带动公司整体毛利率向上；另一方面，产能利用率提升叠加自动化体系推进带动毛利率上行。

3) 历史高分红率高。2024年分红率达到70%，低估值+高股息带来安全边际。

图43：2018-2024年公司总收入、员工数、人均创收情况

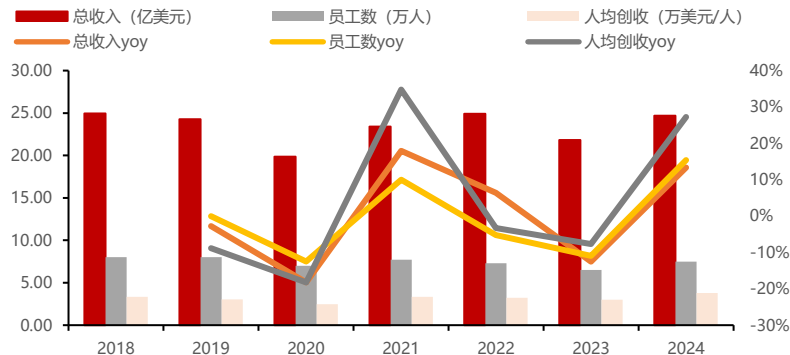
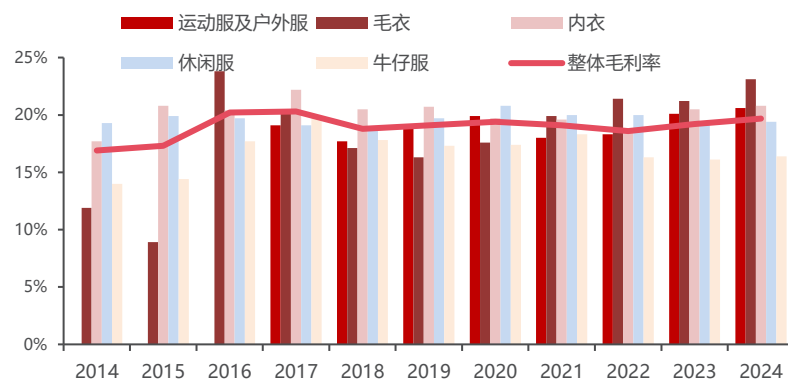


图44：2014-2024H1公司五大品类毛利率情况



3.2

主线一：关注业绩弹性标的机遇——浙江自然

➤ 浙江自然：户外赛道高景气，带来业绩弹性显著

1) 户外用品赛道呈现高景气，随着户外运动场景不断扩展，除充气类产品外，水上用品及保温箱包仍存广阔市场空间。据Global Market Insights数据，2021-2024 年全球户外产品市场规模同比增长环比提速。其中 2023 年全球保温箱包行业规模达到39 亿美元，预计2024-2032 年行业 CAGR为 3.8%。户外露营高景气推动充气床垫需求向上，根据Verified Market Report，2024 年全球充气床垫市场收益将达 12 亿美元，预计2026-2033年的市场规模CAGR达到9.2%；随着户外场景不断拓展，水上用品及保温箱包市场规模也呈现持续向上。根据Research&Markets统计数据，2023 年全球水上户外运动用品行业市场规模 265.6 亿美元，预计到 2029 年将达到 485.4 亿美元，GAGR为 10.6%。

2) 充气床垫产品竞争力较强，核心大客户采购力度较大；水上用品产品持续拓展，带动公司收入向上。迪卡侬为公司核心大客户，公司产品优势显著并推出轻量化充气，加大做深核心客户；此外，公司在水上用品领域持续加码，成为迪卡侬头部供应商，带动公司收入向上。

3) 海外产能爬坡，盈利能力有望呈现稳步提升。随着水上用品及保温箱产品放量，2025年柬埔寨及越南等海外基地的盈利水平有望快速提升，业绩弹性将呈现持续释放。

4) 股权激励目标彰显信心。2024年12月公司制定股权激励计划，2025-2026 年营收目标为不低于 13.89/20.00 亿元，对应同比增长38.6%/44%；扣非净利润目标为不低于 2.75/3.74 亿元，对应同比增长 44.6%/36.2%，高增长目标彰显管理层对公司快速发展信心。

表17：2024年12月浙江自然股权激励对应考核目标

业绩考核指标	指标权重	考核指标的目标值	
		第一个解除限售期	第二解除限售期
净利润	40%	2025年度不低于2.747亿元	2026年度不低于3.74亿元
营业收入	60%	2025年度不低于13.89亿元	2026年度不低于20亿元

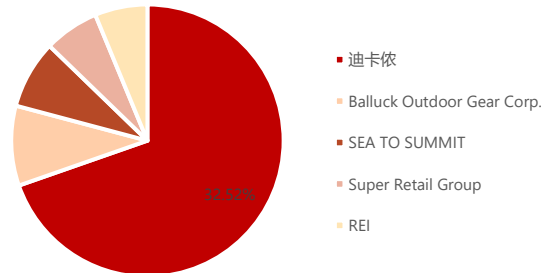
资料来源：浙江自然公告，民生证券研究院

图45：2021-2025年全球户外产品市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Global Market Insights，民生证券研究院

图46：截至2020年公司前五大核心客户占比



资料来源：浙江自然招股书，民生证券研究院

3.3 主线二：市场集中度提升下，持续推荐纺织制造龙头企业

关税事件之下，各品牌方也加速调整内部供应链结构，同时制造商加快或提高对印尼、印度的投产布局，将进一步加速品牌供应商集中度的提升。

未来我们认为，具备强竞争优势的头部制造企业有望获得市场份额的持续提升，建议关注：华利集团、申洲国际、伟星股份。

➤ 华利集团：兼具稳定性与成长性鞋履制造龙头

公司研发生产能力突出，同时具备较强组织管理效率。未来成熟客户NIKE、匡威等稳定其业绩基本盘，次新客户昂跑、阿迪达斯、New Balance贡献业绩弹性；此外，公司积极布局新产能，以保证在需求改善后能实现订单的及时满足，带动业绩快速反弹。

➤ 申洲国际：优质服装制造龙头，关注NIKE复苏带来弹性

公司竞争力强劲，生产端进行垂直一体化全产业链布局；客户服务方面，与全球头部运动品牌（包括NIKE、阿迪达斯等）较早期形成了深度合作关系。未来我们认为，一方面，随着NIKE业务持续改善，有望给公司带来显著业绩弹性；另一方面，有望持续和新品牌合作，带动公司向上。

➤ 伟星股份：辅料制造龙头，海外产能逐步释放

公司产品质量优质、具备较快交期、同时销售服务端竞争力较强，在国内受到各品牌客户认为，抢占YKK在国内市场份额。当前公司凭借三大强竞争力，进一步深耕东南亚市场，2024年孟加拉园区持续改造升级、越南工业园顺利投产，海外制造能力快速提升，中长期来看海外客户拓展&份额提升，持续打开公司向上空间。

04. 投资建议

4

建议关注及核心推荐

➤ 品牌服饰端：

1) **主线一**：运动服饰表现韧性，户外细分垂类高景气，聚焦确定性，建议关注安踏体育、滔搏、特步国际；2) **主线二**：性价比需求+线下弱客流量驱动折扣卖场业态快速兴起，建议关注海澜之家；3) **主线三**：育儿补贴、国补等政策刺激下，关注受益标的，建议关注罗莱生活、水星家纺、稳健医疗。

➤ 纺织制造端：

当前服饰品牌库存水平处于健康状态，预计补库基本结束；从需求角度看，预计终端需求环比走弱，此外关税仍需持续关注。**主线一**：建议关注业绩弹性标的浙江自然、晶苑国际；**主线二**：持续看好纺织制造龙头企业市场份额提升，建议关注华利集团、申洲国际、伟星股份。

表18：各公司盈利预测及估值情况

证券代码	公司简称	当前股价 (2025/6/9)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	总营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
2020.HK	安踏体育	96.70	28.07	2,714.58	708.26	784.21	864.88	155.96	134.80	152.73	17.41	20.14	17.77
6110.HK	滔搏	2.81	62.01	174.25	289.50	264.73	283.53	22.13	13.15	15.91	7.87	13.25	10.95
1368.HK	特步国际	5.69	27.75	157.87	135.77	144.70	156.21	12.38	13.73	15.22	12.75	11.50	10.37
600398.SH	海澜之家	7.56	48.03	363.09	209.57	228.54	249.03	21.59	24.83	28.36	16.82	14.62	12.80
002293.SZ	罗莱生活	9.27	8.34	77.32	45.59	48.49	51.45	4.33	5.21	5.79	17.86	14.84	13.35
603365.SH	水星家纺	20.83	2.63	54.71	41.93	44.43	47.63	3.67	3.86	4.10	14.92	14.16	13.34
300888.SZ	稳健医疗	49.36	5.82	287.44	89.78	112.05	130.24	6.95	10.45	12.33	41.34	27.51	23.31
605080.SH	浙江自然	29.51	1.42	41.78	10.02	13.91	19.06	1.85	2.74	3.78	22.57	15.22	11.05
2232.HK	晶苑国际	4.99	28.53	142.36	24.70	27.80	31.08	2.00	2.35	2.75	71.00	60.71	51.76
300979.SZ	华利集团	51.88	11.67	605.44	240.06	275.32	314.56	38.40	43.11	49.41	15.77	14.04	12.25
2313.HK	申洲国际	54.35	15.03	817.00	286.63	317.84	352.48	62.41	66.03	73.94	13.09	12.37	11.05
002003.SZ	伟星股份	11.27	11.69	131.73	46.74	50.80	57.11	7.00	7.69	8.73	18.81	17.13	15.08

资料来源：Wind，民生证券研究院（注：上述盈利预测均采用wind一致预期）

05. 风险提示

5

风险提示

- 1) **终端需求不及预期的风险。**若终端需求不及预期，则会影响到制造业务与零售业务的经营，对应呈现在品牌端和纺织制造端营收受到负面影响。
- 2) **国际贸易风险。**纺织制造企业的客户为全球知名品牌，销售遍及全球多个国家和地区，生产工厂主要设于越南、柬埔寨、孟加拉等人力成本相对较低的国家，如果国际政治、经济环境或者进出口国的贸易政策发生重大变化，将可能对生产制造业的发展产生重要影响。
- 3) **劳动力成本上升的风险。**服饰制造属于劳动密集型产业，制造端企业主要生产基地位于劳动力充足的越南、柬埔寨等地，人力成本相对较低，但随着越南经济的发展，以及更多企业将生产制造环节转移至越南，越南的劳动力成本不断上升。如果不能有效应对劳动力成本上升带来的挑战，合理规划和布局，将对制造企业经营产生不利影响。

THANKS 致谢

纺织服装研究团队：



分析师 郑紫舟

执业证号：S0100522080003

电话：17621823792

邮件：zhengzizhou@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦7层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。