

供应链为基，向外生长

纺织服装行业深度报告

2024年2月27日

证券分析师：谢建斌 S0630522020001

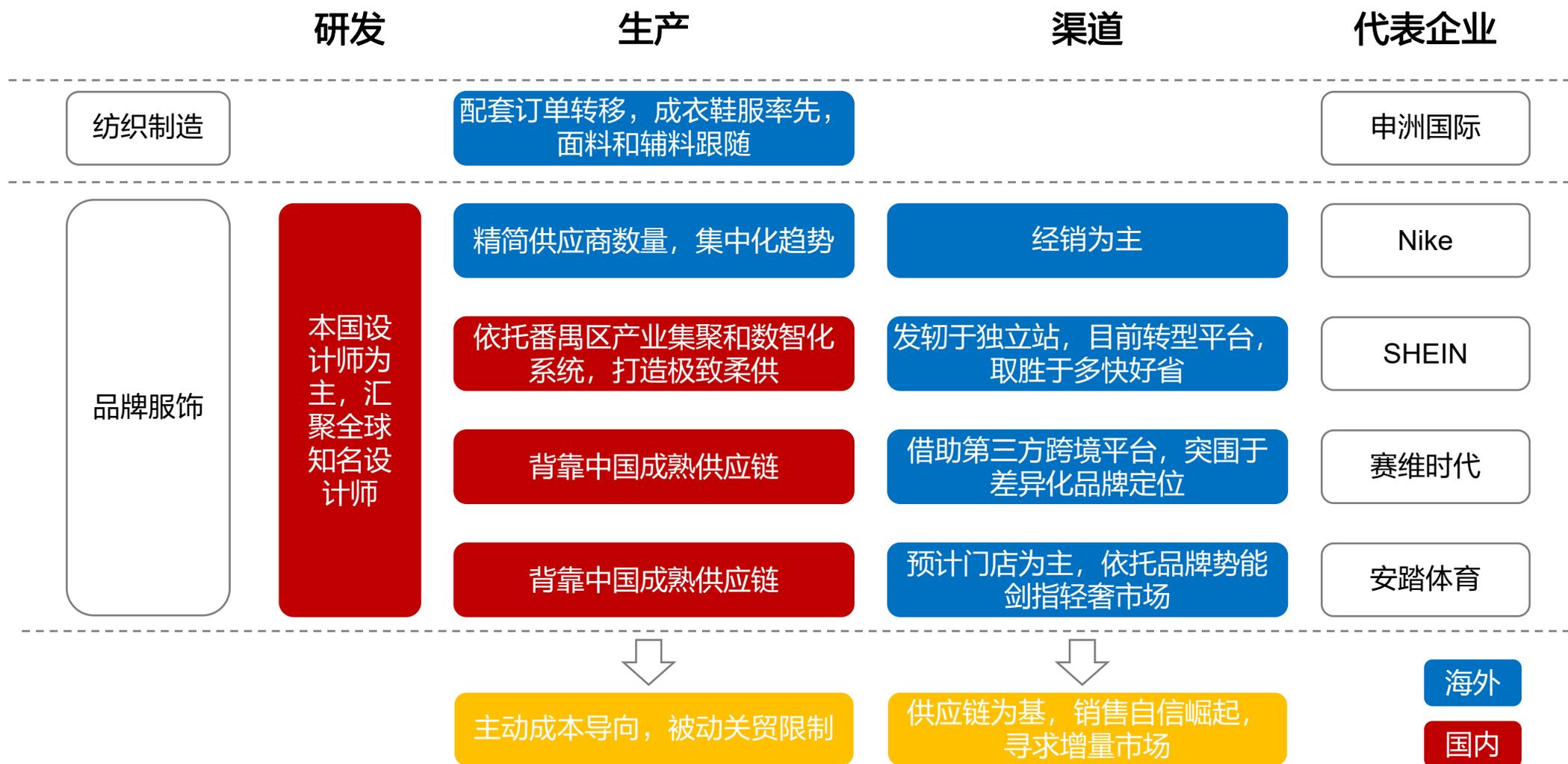
联系人：龚理

联系方式：gongli@longone.com.cn

投资要点

- **纺织制造：**全球历经五次产能转移。**1>本质**，产业升级推力和国际贸易格局重塑拉力下的综合结果。成本导向为主动因素，关贸限制为被动因素。国家级别的产业升级一般沿着传统产业-新兴产业-高精尖产业的方向进阶，纺织制造产业链环节升级顺序为成品加工-纱布-面料，遵循“劳动密集型-资本密集型-技术密集型，低附加值-高附加值”。**2>第四轮产能转移**，我国纺织制造出口启动于90年代，成衣节奏快于纺织品，分别于2015年、2020年达到顶点。因资源禀赋优异、下游巨头崛起、产业集聚等优势因素我国出口份额远超历史他国。**3>第五轮产能转移**，东南亚兼具成本效率和安全属性，我国企业携优质客户订单一体化输出。当下面临的挑战有工程进度不及预期、招聘难度加大、管理难度提升等，但综合成本相较国内仍存相对优势。未来纺织面料渐次转移，区域内其他国家可承接，转移空间仍广阔。
- **品牌服饰：**我国服装出口中发达经济体份额过半，新兴经济体拉动明显。借鉴Nike发展历程，全球化布局有望迎戴维斯双击。民族品牌以供应链为基，伴随销售自信崛起，逐步走上世界舞台。SHEIN、赛维时代、安踏体育成为跨境平台、跨境电商品牌、品牌服饰出海的典型代表。东南亚+中东市场高成长、美国市场预计迎复苏，带来明显增量市场。
- **投资建议：**海外产能持续深化且客情关系优秀的纺企订单确定性更强，建议关注纺织制造各细分环节龙头企业，申洲国际、华利集团、伟星股份、台华新材、百隆东方、新澳股份等。拥有强大品牌势能的企业有望率先取得用户品牌心智、推进出海进程，建议关注细分市场领导品牌，安踏体育、特步国际、波司登、海澜之家、比音勒芬、森马服饰、赛维时代等。
- **风险提示：**消费需求疲软、贸易政策变动、原材料价格波动、汇率波动等风险。

纺织服装出海框架



目录

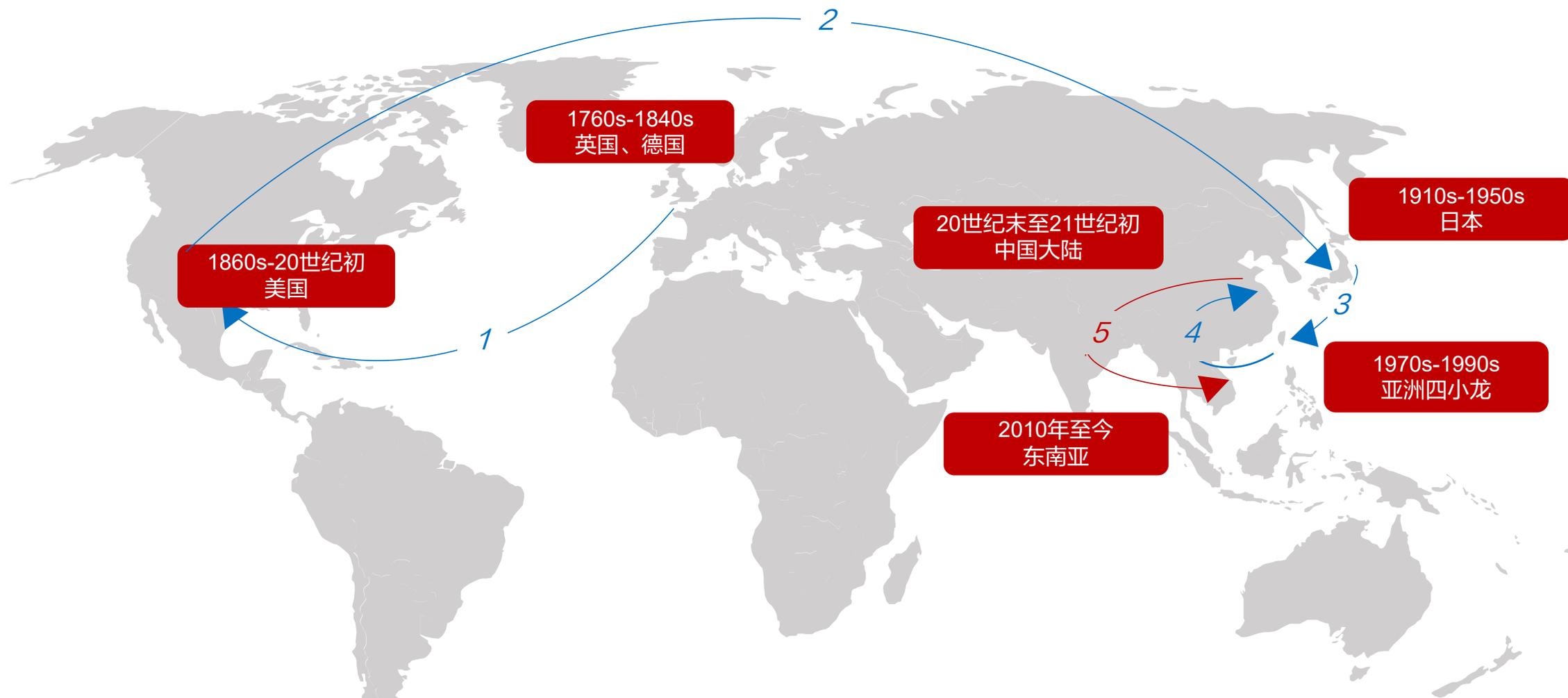
纺织制造：优质订单引领一体化输出

品牌服饰：销售自信掘金成长性市场

风险提示



全球五轮产能大转移

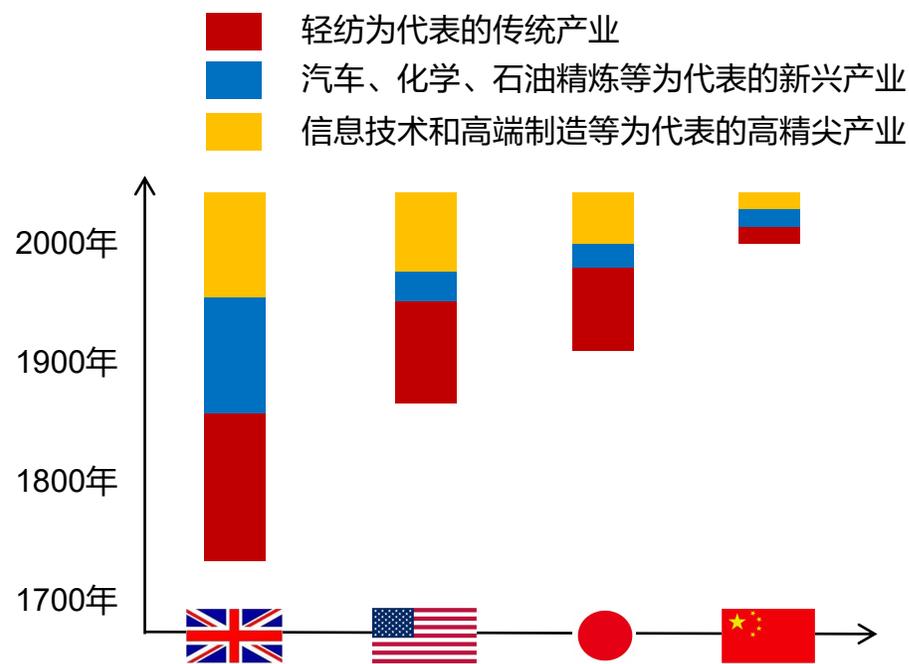


资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

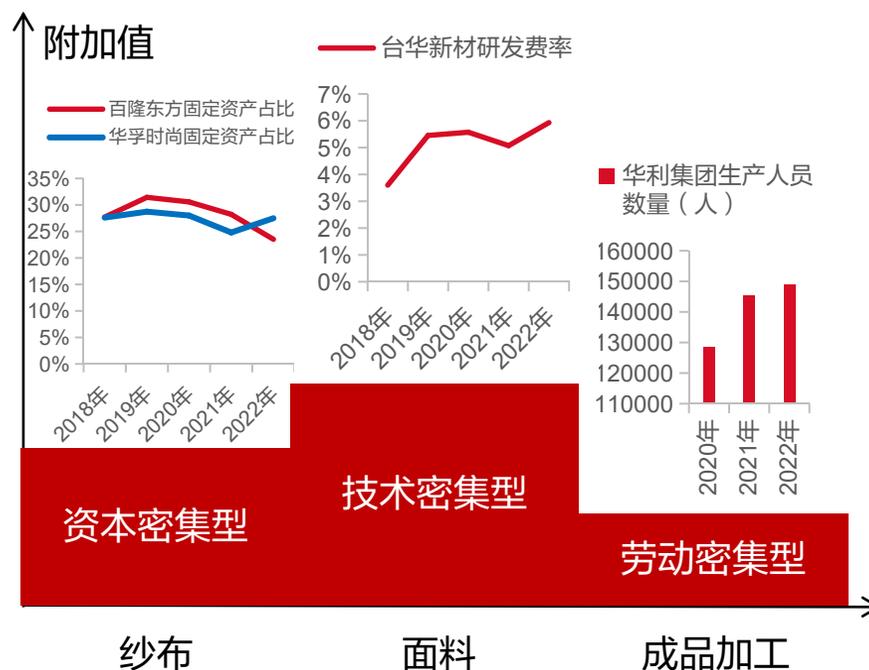
本质：产业升级推力和国际贸易格局重塑拉力

- **产业升级：**纺织制造是传统支柱产业和民生产业，国家级别的产业升级一般沿着传统产业-新兴产业-高精尖产业的方向进阶。纺织制造产业链环节升级顺序为成品加工-纱布-面料。产业升级一般遵循“劳动密集型-资本密集型-技术密集型，低附加值-高附加值”，完成初始资本积累后进行资源再分配。
- **相对优势：**从技术突破开启，成本要素牵引产能流转。

主要国家主导产业升级大致路径



产业链价值分配



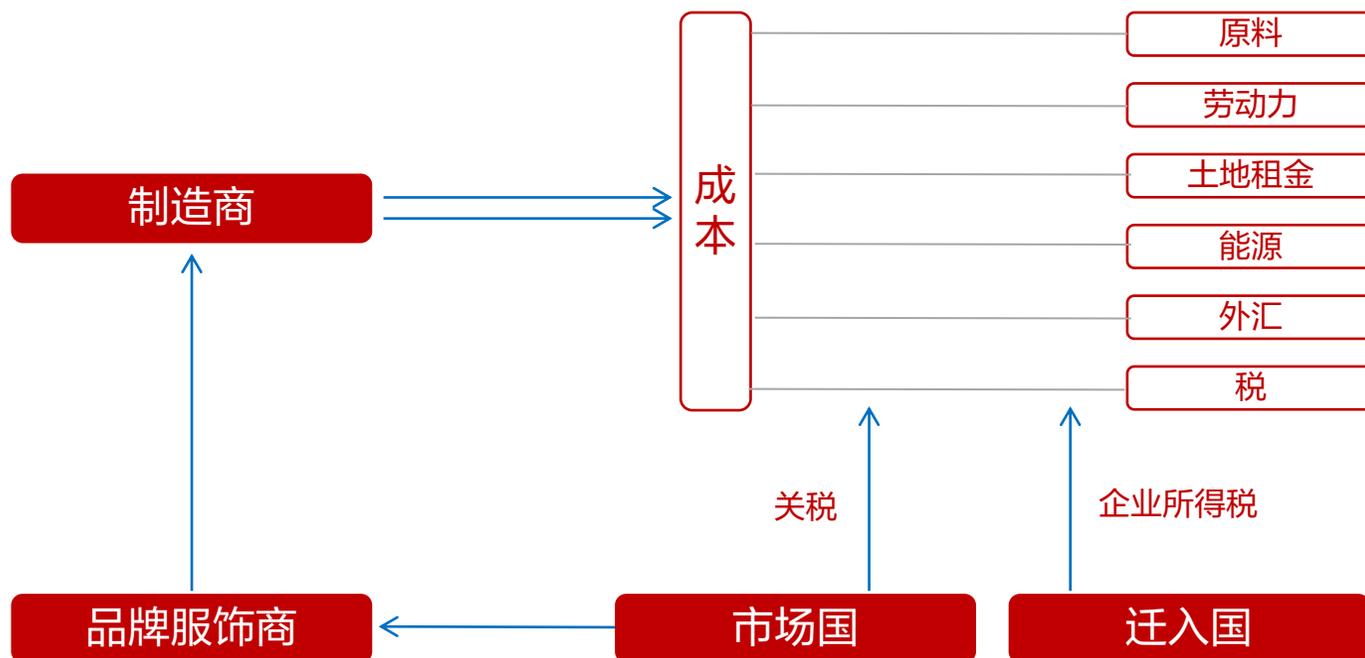
各产能中心相对优势

	英国	美国	日本	亚洲四小龙	中国	东南亚
技术	√	√				
原料		√	√	√	√	√
劳动力成本			√	√	√	√
土地租金			√	√	√	√
能源			√	√	√	√
关税						√
企业所得税					√	√
市场		√			√	√

资料来源：ifind，公开资料整理，东海证券研究所

影响因素逻辑图一览

- 技术因素是限制条件，原料+劳动力+土地租金+能源等是关键成本项。技术可以迁移，而劳动力不可迁移。
- 贸易政策借助关税成本和企业所得税施加影响。



资料来源：东海证券研究所

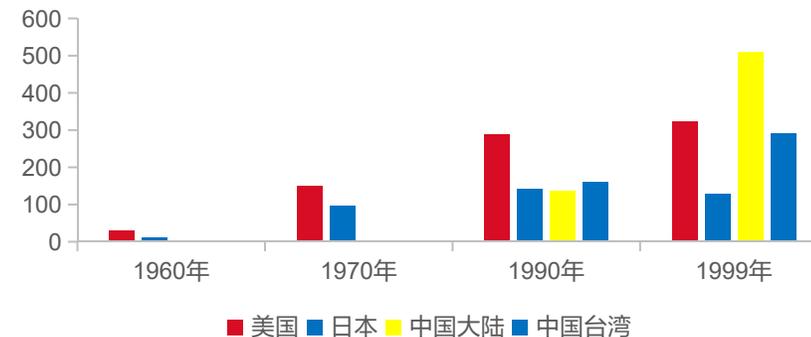
前三轮产能转移

阶段	时期	产能中心	发展情况	迁出原因	后续发展
1	1760-1840s (第一次工业革命)	英国	<ul style="list-style-type: none"> 英国工业革命促成纺织工业起源。 原料棉花主要从印度殖民地大量廉价进口。 	一战爆发使得英国出口陷入低迷，劳动力成本上升，原料相对匮乏	发展合成纤维和高端设备制造完成转型升级：1939年美国杜邦公司实现尼龙66纤维工业化生产；1953年和1955年美国杜邦和英国ICI先后建成涤纶纤维生产基地；50年代末全球石油化工迅速崛起，合纤原料由煤电向石油和天然气转换。
2	1860s-20世纪初 (第二次工业革命至一战后)	美国	<ul style="list-style-type: none"> 1790年，美国工业革命之父斯莱特将纺织机引入美国。 19世纪中期，美国借助土地资源、劳动力优势发展棉花，也是当时最大最快的消费市场。 19世纪70s，电力广泛应用。 一战期间，美国古德里奇公司购买拉链专利并开始大规模商用。 	劳动力成本上升	
3	1910-1950s	日本	<ul style="list-style-type: none"> 20年代初，日本购买并改进纺织设备，科学管理模式下生产效率高于英美。 1937-1945年，受经济危机和二战影响，日本纺纱量和纺织物产量下滑，合成纤维和面料仍增长较快。1947年再次恢复纺织品生产和出口。 1950s，日本替代美国成为世界拉链制造中心。 	劳动力成本上升，广场协议引发日元升值	向高端纤维和面料研发升级：东丽公司有“新材料之王”美誉，是碳纤维全球最大制造厂商。
4	1970-1990s	亚洲四小龙 (以台湾为例)	<ul style="list-style-type: none"> 二战后外汇拮据，政府推行纺织进口替代政策，棉纺织品从进口为主达到自给自足。 1961~1967年，美国推行棉纺织品短期协定和棉纺织品长期协定限制台湾棉纺织品出口量，台湾开始发展合成纤维事业。 	劳动力成本上升	发展资本密集型石化原料，合成纤维和面料成为纺织出口的支柱：1968年台湾第一个轻油裂解厂投产，1973年乙烷裂解厂投产。

第一次工业革命主要发明



1960-1999年主要地区合成纤维产量（万吨）

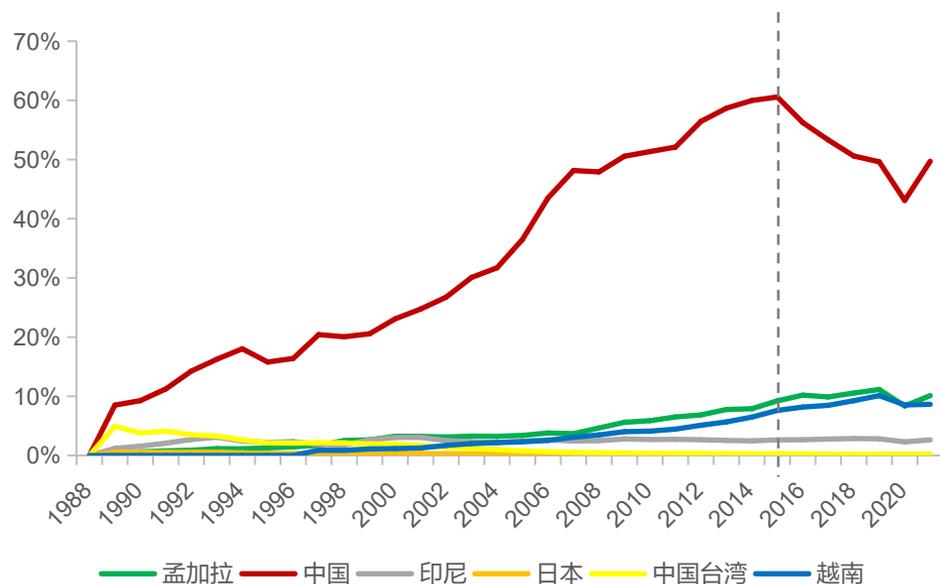


资料来源：《全球纺织产业发展史：梳理产业链，复盘全球纺织业》，《世界合成纤维工业》，UN Comtrade，公开资料整理，东海证券研究所

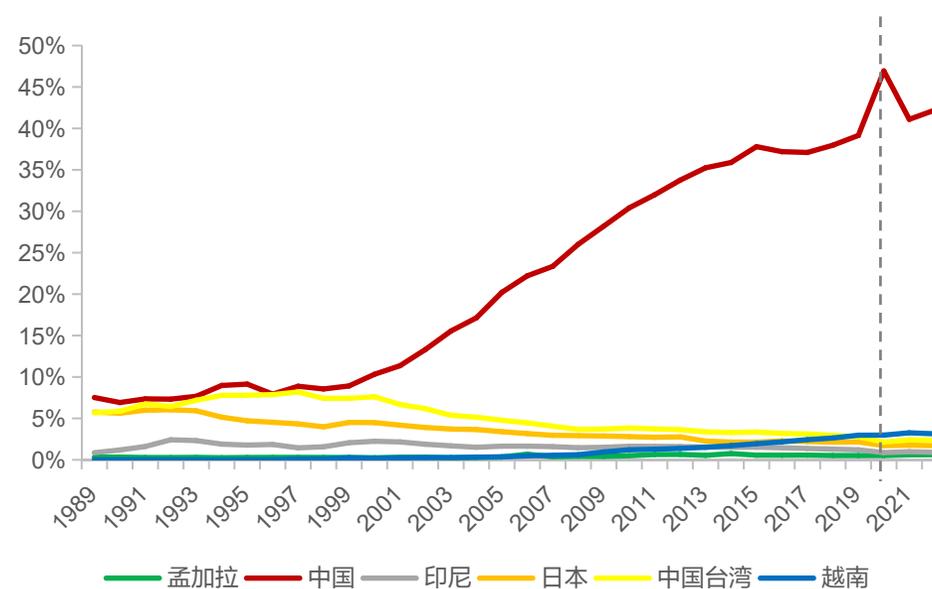
第四轮产能转移：成衣节奏>纺织品

- 我国的纺织制造出口启动于90年代，成衣节奏>纺织品，成衣、纺织品分别于2015年、2020年达到顶点。
- 节奏分化原因：成衣代工为劳动密集型，最先承接产能。

主要地区成衣出口额占全球份额



主要地区纺织品出口额占全球份额

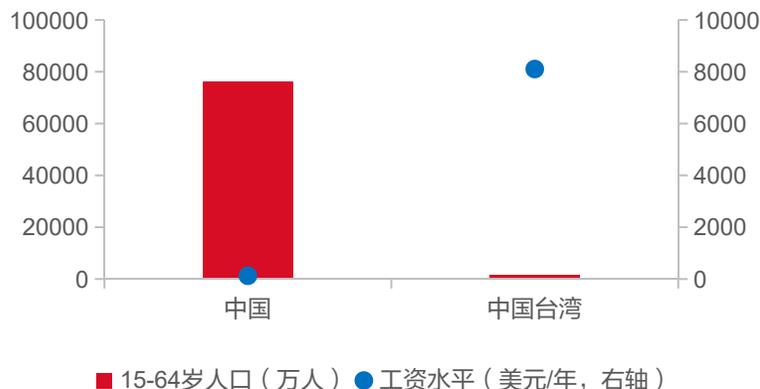


资料来源：WTO，东海证券研究所

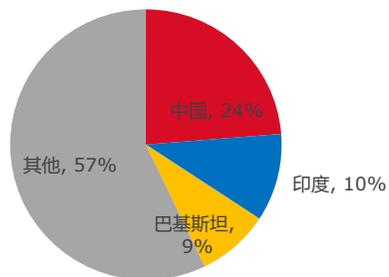
第四轮产能转移：出口份额远超历史他国

资源禀赋优异

劳动力丰富且低廉（1990年）

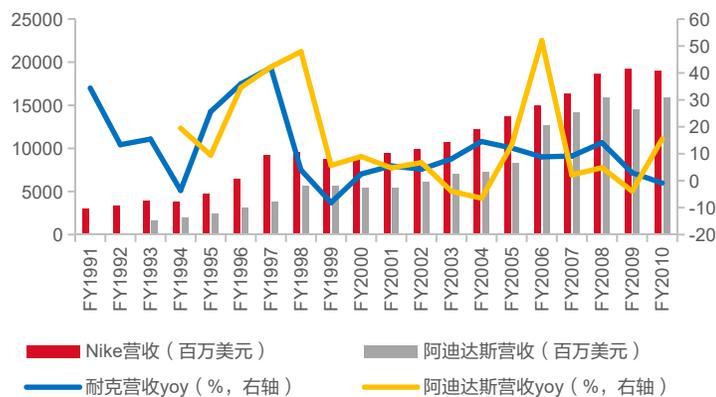


中国是世界最大棉花主产区（1990年）

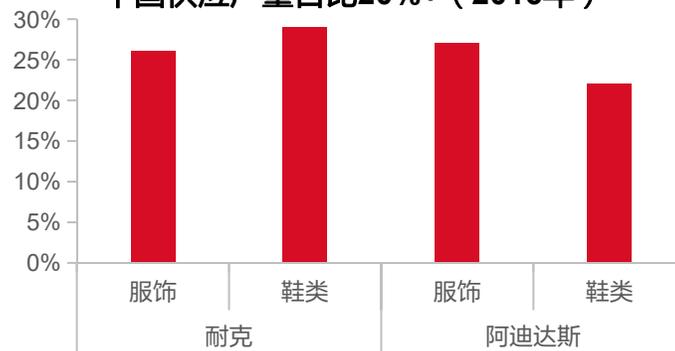


下游巨头崛起

Nike和阿迪达斯营收持续增长



中国供应产量占比20%+（2016年）

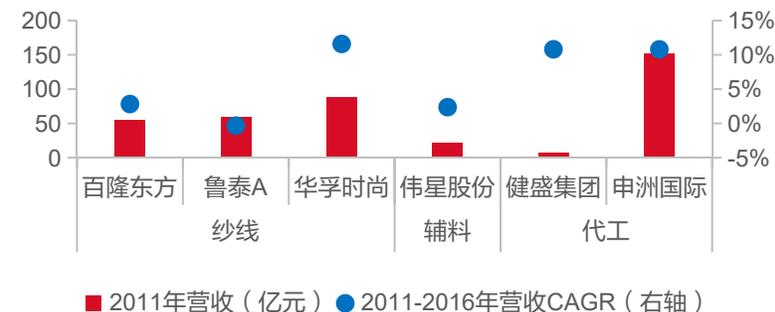


产业链成熟

产业集群涌现

省	集群地区	省	集群地区	省	集群地区
江苏	江阴	山东	淄博市淄川区	安徽	宿松
	常熟		淄博市周村区		望江
	张家港		昌邑市	福州市长乐区	
	南通市通州区	河南	滨州市	福建	永安
	南通国际家纺产业园区		夏邑县		晋江
	海安		固始县	江西	奉新
宿迁	太康县	广东	汕头市		
浙江	杭州市萧山区		西安市灞桥区	开平市	
	海宁		宁夏 吴忠市利通区	普宁市	
	桐乡				
	绍兴市柯桥区				
	兰溪				

主导企业成长



资料来源：国家统计局，台湾统计局，世界银行，USDA，Nike年报，阿迪达斯年报，彭博，CNTAC，ifind，东海证券研究所
注：中国工资水平采用人均可支配收入，台湾工资水平采用纺织业平均工资，汇率采用2024年1月31日实时汇率

第五轮产能转移：东南亚兼具成本效率和安全属性（以越南为例）

劳动力成本效率突出



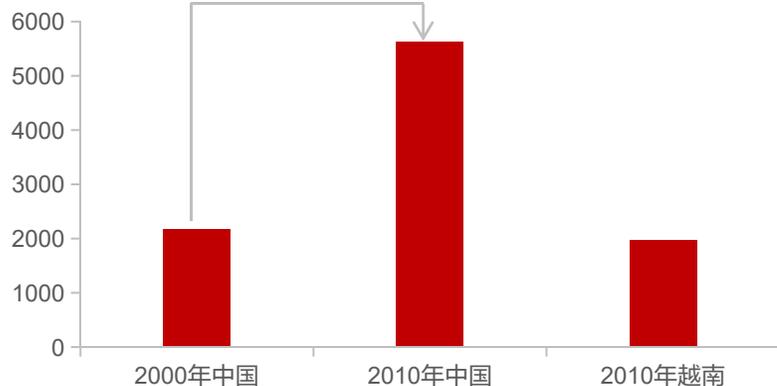
安全属性明显



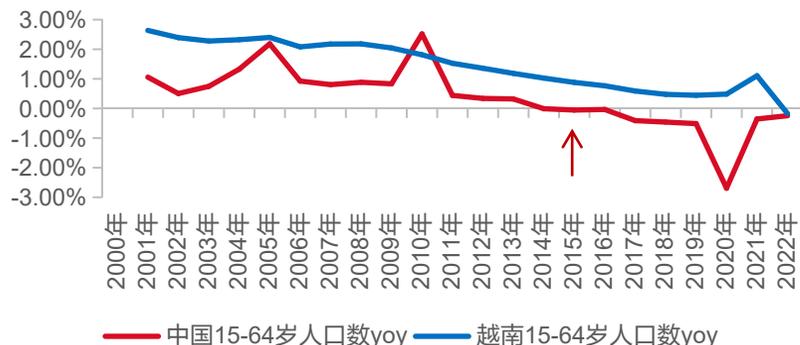
境外基地净利优于境内
(2021年)

劳动力成本相当于我国2000年水平（美元/年）

增幅159%



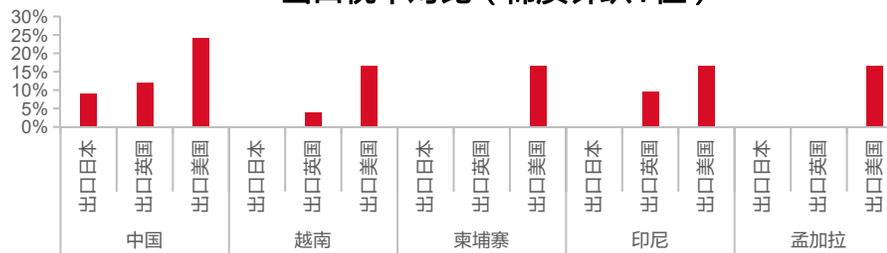
劳动力持续正增



贸易协定 《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》 CPTPP 《越南与欧盟自由贸易协定》 EVFTA

优惠税率	0%	0%
参与方	越南、日本、加拿大、澳大利亚、智利、新西兰、新加坡、文莱、马来西亚、墨西哥和秘鲁	越南、欧盟

出口税率对比（棉质针织T恤）



中国企业所得税

25%

越南企业所得税

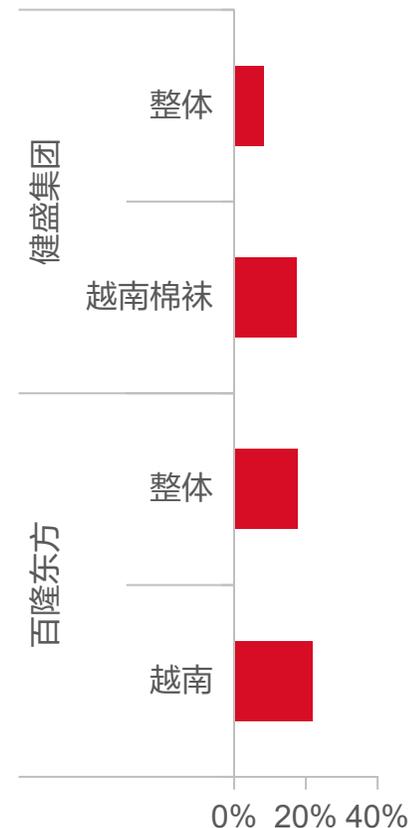
20%

越南企业所得税优惠政策

两免四减半

四免九减半

企业自取得第1笔生产经营收入所属纳税年度起10年内享受17%的优惠税率，优惠期结束后企业所得税税率为20%。
企业自取得第1笔生产经营收入所属纳税年度起15年内享受10%的优惠税率，优惠期结束后企业所得税税率为20%。



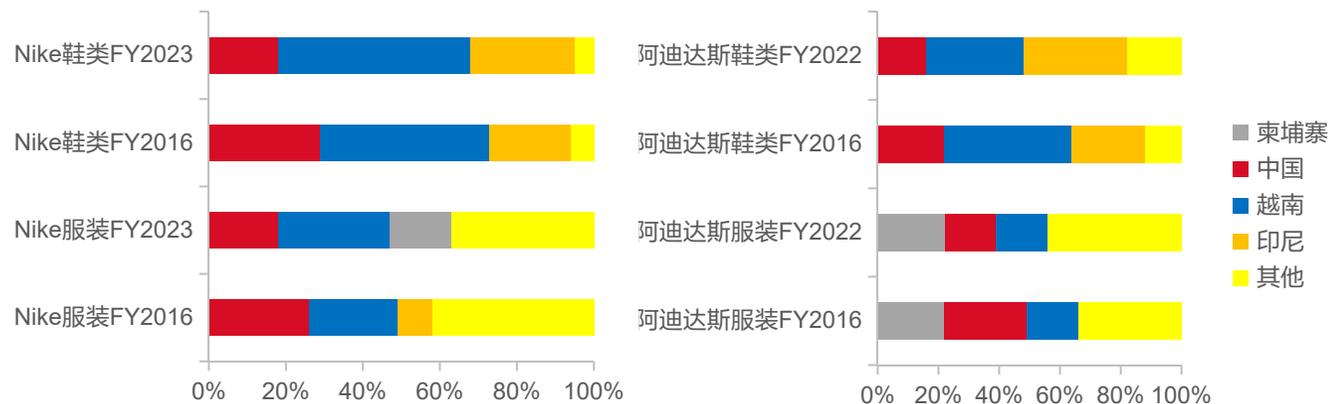
资料来源：国家统计局，世界银行，中华人民共和国商务部，纺织贸促会，各公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

第五轮产能转移：我国企业携订单一体化输出

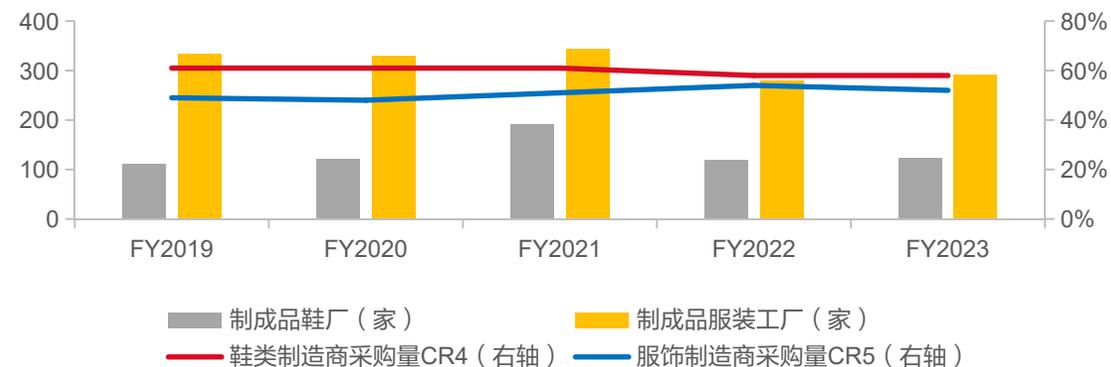
我国纺织制造企业海外布局一览（2022年）

		海外产能占比	越南	柬埔寨	印尼	缅甸	孟加拉
华利集团	鞋履制造	<div style="width: 40%;"></div>	√		√	√	
申洲国际	面料	<div style="width: 20%;"></div>	√				
	成衣	<div style="width: 20%;"></div>	√	√			
鲁泰A	面料	<div style="width: 10%;"></div>	√				
	成衣	<div style="width: 30%;"></div>	√	√		√	
百隆东方	色纺纱	<div style="width: 30%;"></div>	√				
华孚时尚	色纺纱	<div style="width: 10%;"></div>	√				
健盛集团	棉袜	<div style="width: 30%;"></div>	√				
	无缝	<div style="width: 25%;"></div>	√				
伟星股份	辅料	<div style="width: 10%;"></div>	√				√

Nike和阿迪达斯供应商分布



Nike供应商数量精简，集中化趋势明显

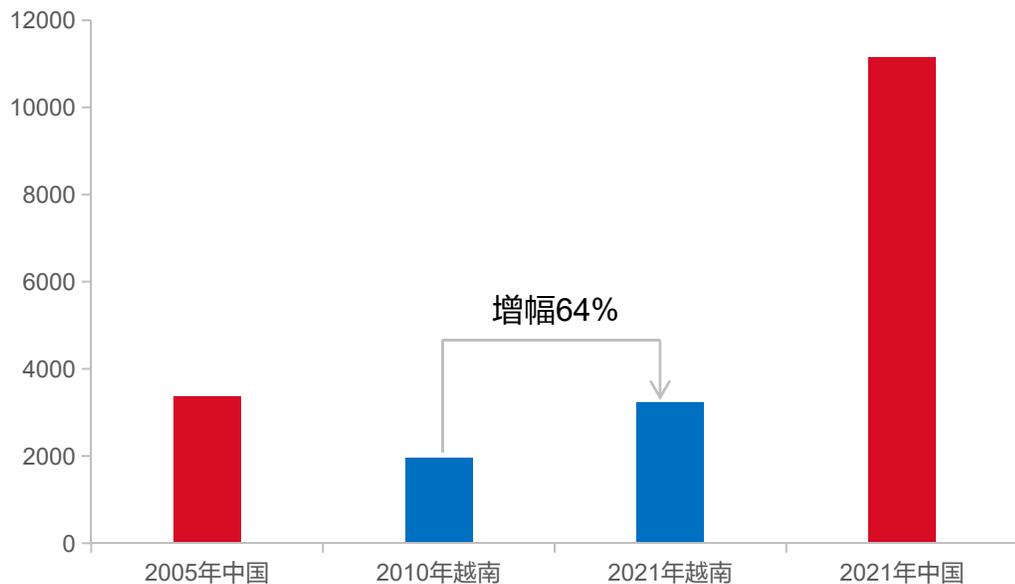


资料来源：各公司年报，东海证券研究所

第五轮产能转移：行至山腰，空间尚广

- **挑战：**拿地、设备引进、施工遇阻，工程进度不及预期；薪资吸引力下降，叠加其他外企分流，招聘难度加大；文化差异以及员工工作素质不及中国，管理难度提升等。
- **相对优势仍存：**兼具效率和安全属性，劳动力成本和土地租金、企业所得税等综合成本相较国内仍存优势，同时可规避贸易关税。

越南人均国民总收入提升64%，相当于我国2005年水平（美元/年）



越南加征附加税，影响有限

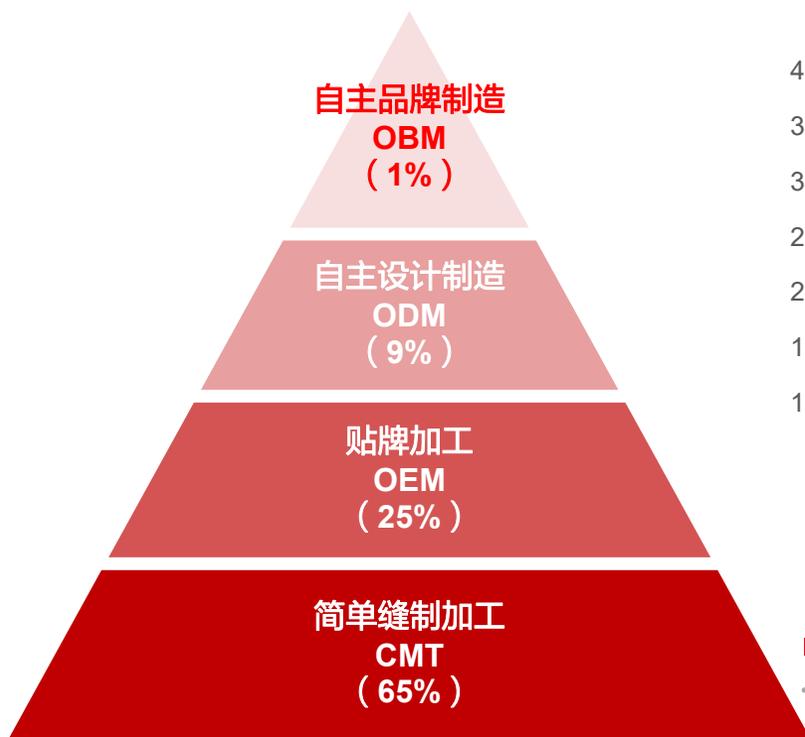
事件	影响
越南自2024年1月1日起将对连续4年的2年合并总收入为7.5亿欧元或以上的跨国企业征收全球最低税15%，此举为响应国际税改方案。	影响较小 申洲国际、华利集团、百隆东方、鲁泰A等
	无影响 健盛集团、新澳股份、伟星股份、浙江自然等未达征税标准

资料来源：世界银行，各公司公告，ifind，公开资料整理，东海证券研究所

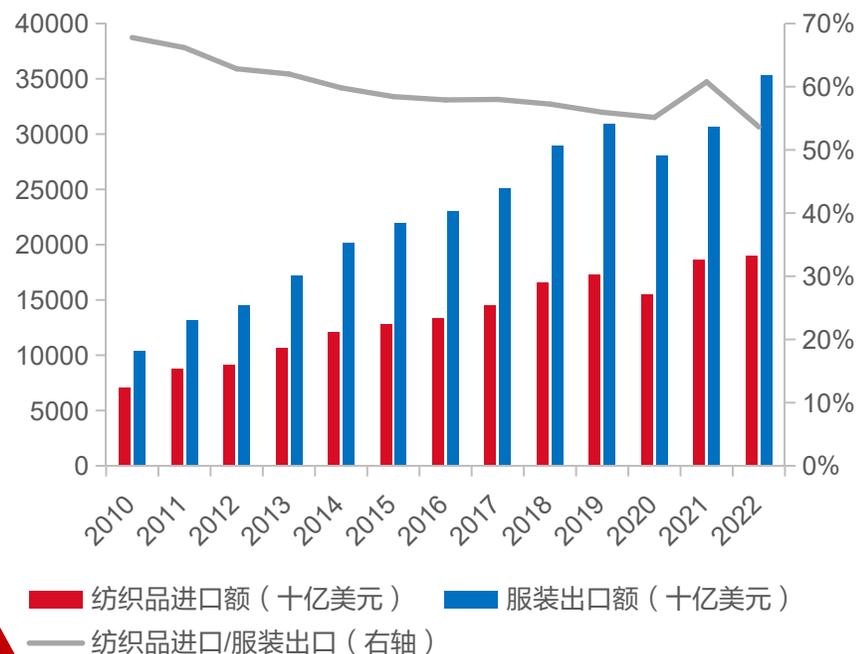
第五轮产能转移：行至山腰，空间尚广

● 纺织面料渐次转移

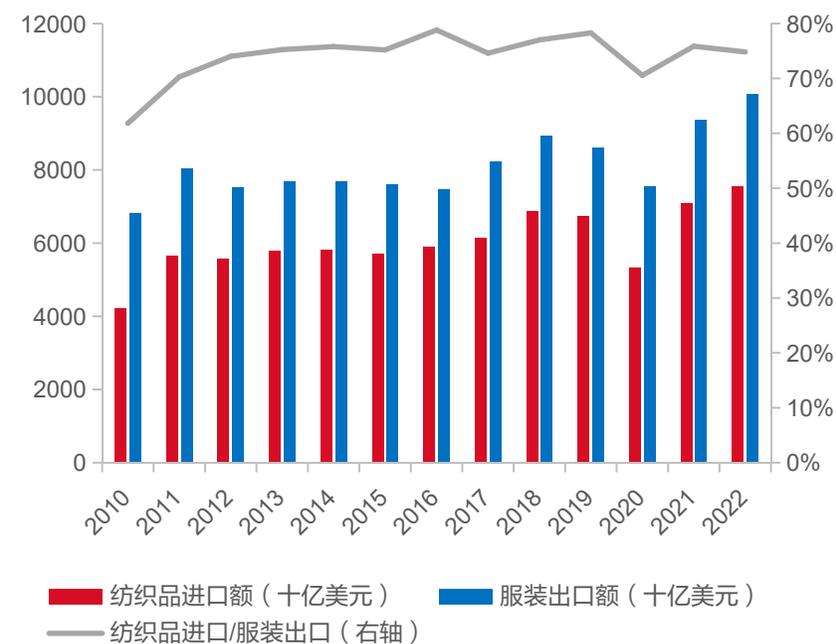
2018年越南纺织制造业企业数量结构



越南对进口纺织品依赖程度降低



印尼纺织品进口仍位于高位



资料来源：越南纺织服装协会，WTO，东海证券研究所

第五轮产能转移：行至山腰，空间尚广

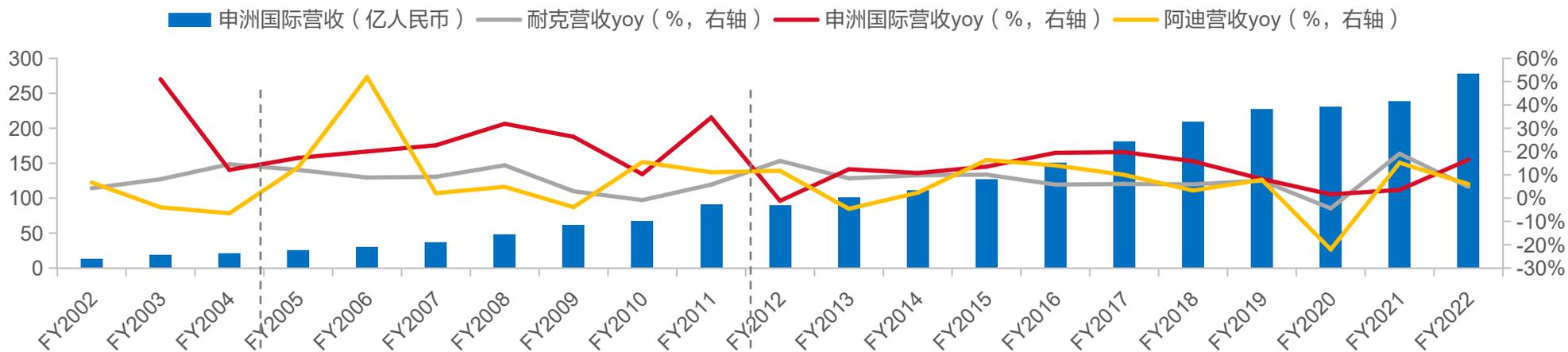
● 区域内其他国家可承接

		缅甸	柬埔寨	孟加拉国	印尼
经济	GDP (亿美元)	651	286	4,163	11,867
	2017-2021年GDP CAGR	0.08%	6.50%	9.10%	3.93%
	人均GDP (美元)	1187	1730	2458	4350
	工业优势产业	纺织制衣业	制衣业和建筑业	服装业	石油天然气业
成本要素	总人口 (亿人)	0.55	0.16	1.65	2.76
	劳动力 (亿人)	0.22	0.08	0.64	1.38
	最低工资 (美元/月)	69	194 (制衣、制鞋业)	95	127
	平均水费 (美元/立方米)	0.0029	0.5	0.38	0.31
	平均电费 (美元/千瓦时)	0.06	0.25	0.08	0.03
	厂房年租金 (美元/平方米)	50-65	13.8-24	16-78	/
税收	贸易协定	东盟自贸区协议、中国—东盟自贸区、韩国—东盟自贸区、日本—东盟自贸区、印度—东盟自贸区等自由贸易协定、区域全面经济伙伴关系协定、中缅优惠贸易安排、欧缅优惠贸易安排等	普惠制、配额优惠 东盟自贸区协议、区域全面经济伙伴关系协定、中华人民共和国政府和柬埔寨王国政府自由贸易协定、柬埔寨—韩国自由贸易协定等	普惠制、免关税市场准入待遇 亚太贸易协定、南盟优惠贸易安排、南盟自由贸易协定、南盟服务贸易协定、伊斯兰合作组织成员国贸易特惠制度等	《东盟货物贸易协定》、东盟—中国自由贸易区、东盟—韩国自由贸易区、东盟—印度自由贸易区、东盟—澳大利亚—新西兰自由贸易区、东盟—日本全面经济伙伴关系、区域全面经济伙伴关系协定等
	企业所得税优惠	25%，企业所得税豁免待遇	基本奖励、额外奖励和特别奖励	成衣企业15%，纺织企业20%	20%

资料来源：《对外投资合作国别（地区）指南》2021年版，东海证券研究所

注：汇率采用2024年2月6日实时汇率

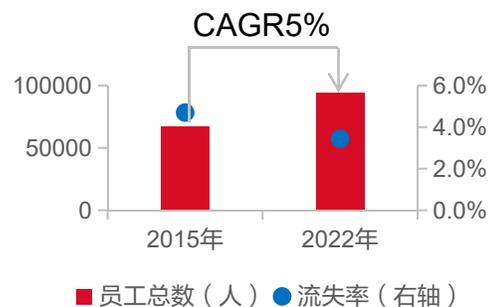
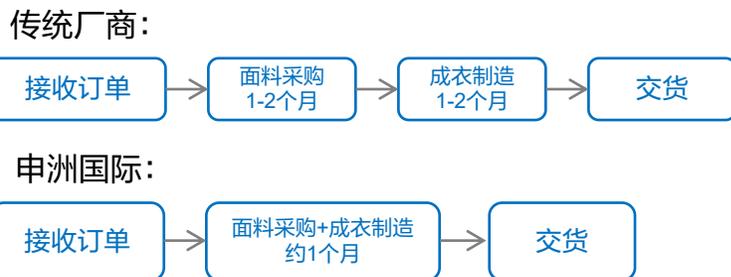
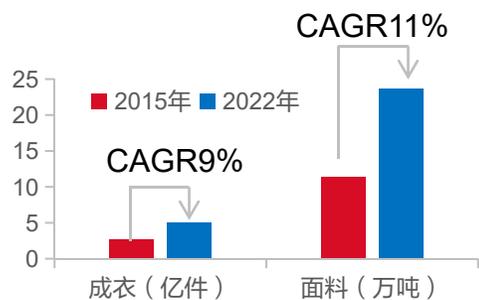
申洲国际：“品牌”收割机，代工龙头壁垒深厚



	1990-2004年：快速成长	2005-2011年：客户升级	2012年至今：海外扩产
营收CAGR		24%	12%
资本	1990年，公司成立	2005年，港交所主板上市	
客户	1997年，从儿童服饰转为休闲服饰，与优衣库建立合作	2005年起，切入运动服饰赛道，与Nike、Adidas和Puma建立合作	2021年，与Lululemon建立合作
产能		2005年，柬埔寨金边制衣厂投产； 2006年，成立Nike专用工厂； 2008年，成立Adidas专用工厂； 2009年，安徽安庆制衣厂、浙江衢州制衣厂投产。	2012年，扩建柬埔寨二期制衣工厂； 2013年，安徽成衣二期工厂投产； 2016年，德利面料厂及世通制衣厂投产； 2019年，越南德利制衣厂投产； 2020年，柬埔寨越群制衣厂投产； 2022年，越南Adidas专用制衣厂投产。

资料来源：公司官网，彭博，ifind，公开资料整理，东海证券研究所

申洲国际：复制海外一体化打开新空间

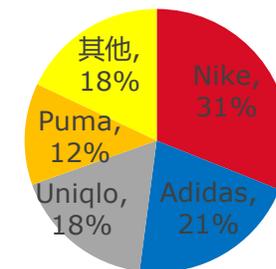


合作方	开发面料	功能性
优衣库	Airism	吸汗速干、透气、柔软弹性、适用内衣
	Flyknit	一体织鞋面
Nike	Dri-Fit Knit	透气轻薄、快速排汗
	Tech Fleece	轻盈、保暖、透气

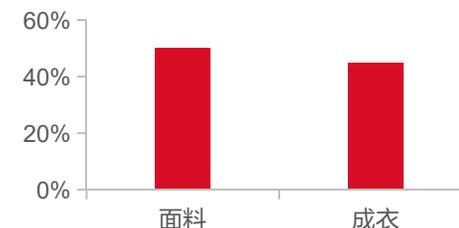
绑定老客，持续拓新客



四大客户营收占比80%+ (2022年)



海外产能近半 (2022年)



资料来源：公司官网，百度地图，彭博，ifind，公开资料整理，东海证券研究所

目录

纺织制造：优质订单引领一体化输出

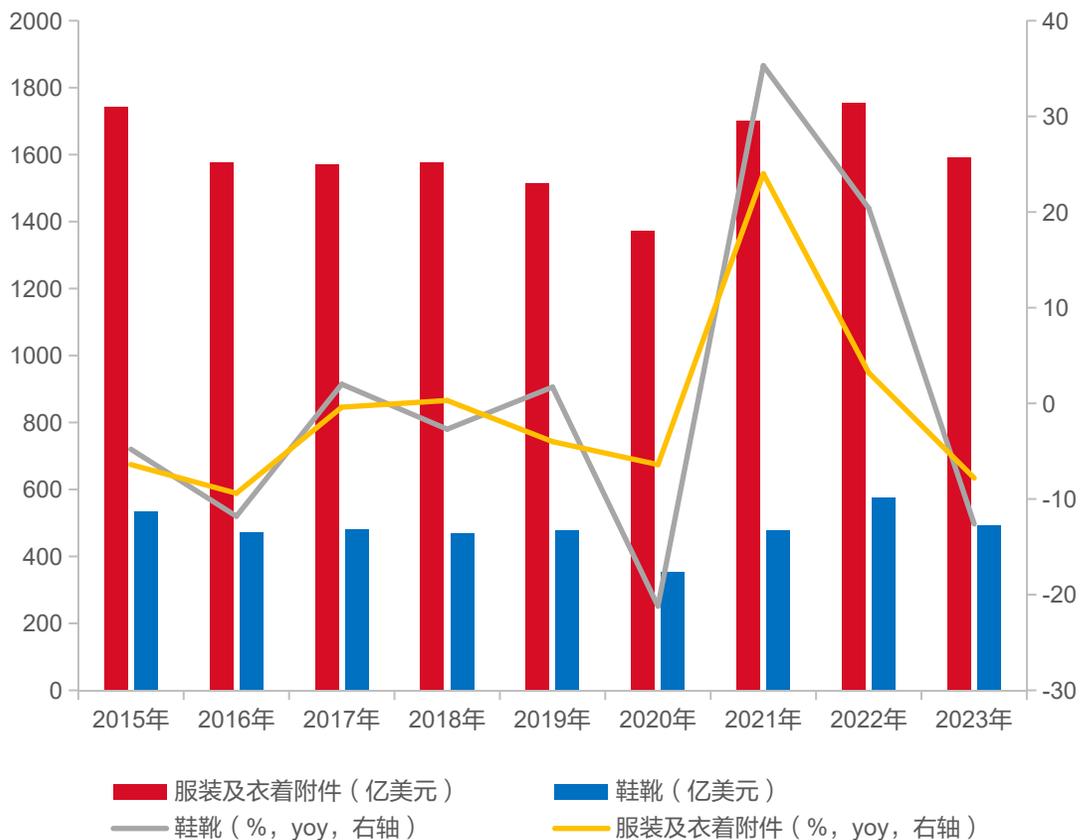
品牌服饰：销售自信掘金成长性市场

风险提示

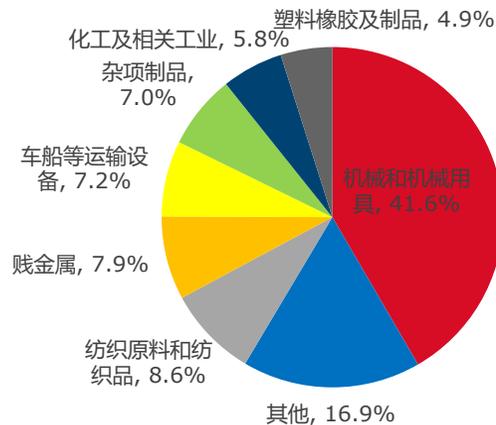


出口：发达经济体份额过半，新兴经济体拉动明显

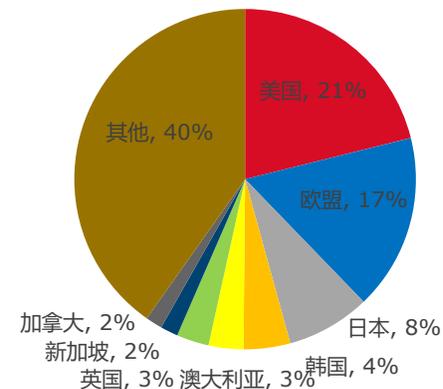
2015-2023年中国服装出口情况



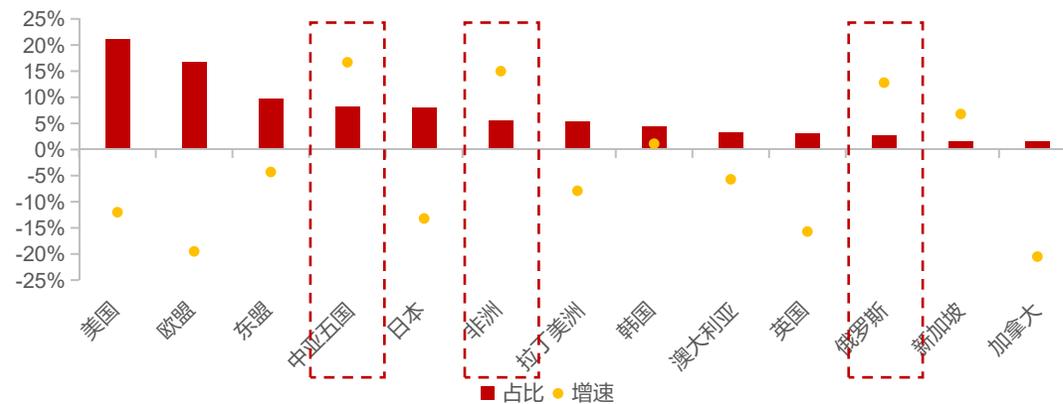
纺服出口占比8.6% (2023年)



出口发达经济体占比过半 (2023年)



新兴经济体拉动明显

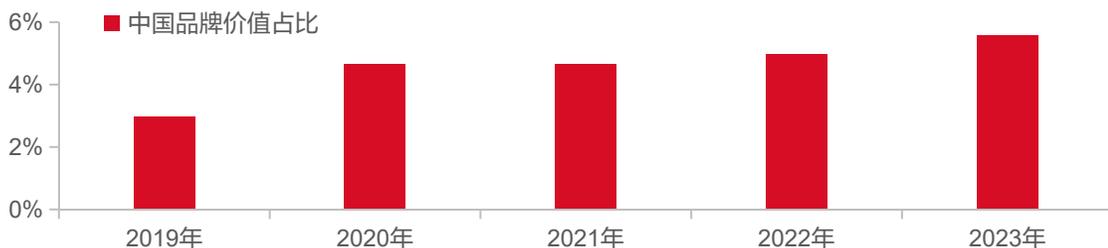


资料来源：海关总署，全球纺织网，ifind，东海证券研究所
 注：东盟、中亚五国、俄罗斯、非洲、拉丁美洲为1-11月数据

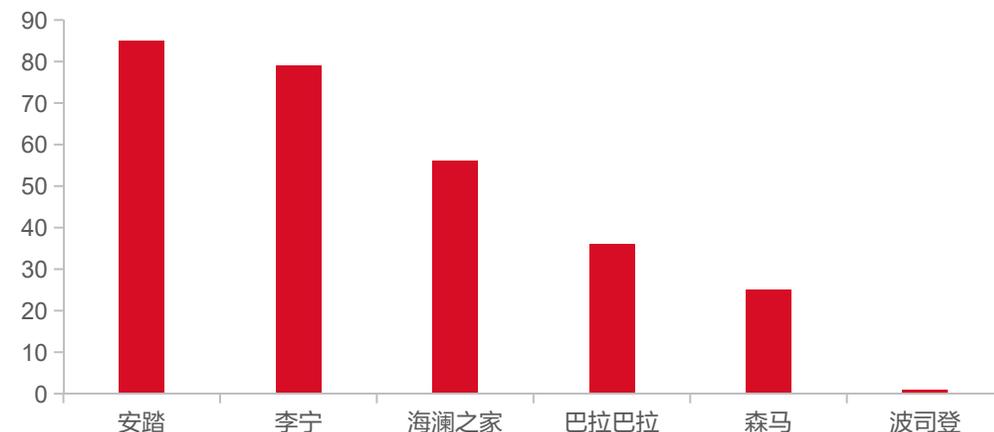
销售自信崛起，民族品牌走上世界舞台

Top50榜单中，中国品牌独占6席，品牌价值占比5.58%

	2019		2020		2021		2022		2023	
	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名
前五	Nike	1	Nike	1	Nike	1	Nike	1	Nike	1
	Zara	2	GUCCI	2	GUCCI	2	Louis Vuitton	2	Louis Vuitton	2
	Adidas	3	Adidas	3	Louis Vuitton	3	GUCCI	3	Chanel	3
	H&M	4	Louis Vuitton	4	Adidas	4	Chanel	4	Gucci	4
	Gucci	5	Cartier	5	Chanel	5	Adidas	5	Adidas	5
中国品牌	Chow Tai Fook	16	Chow Tai Fook	15	Chow Tai Fook	14	Chow Tai Fook	15	Chow Tai Fook	15
	Anta	22	Anta	18	Anta	17	Anta	17	Anta	26
			Lao Feng Xiang	47	Fila	34	Fila	28	Fila	34
			Fila	50	Bosideng	49	Lao Feng Xiang	42	Li Ning	42
							Bosideng	48	Lao Feng Xiang	45
									Bosideng	47



国产品牌海外门店数 (家)



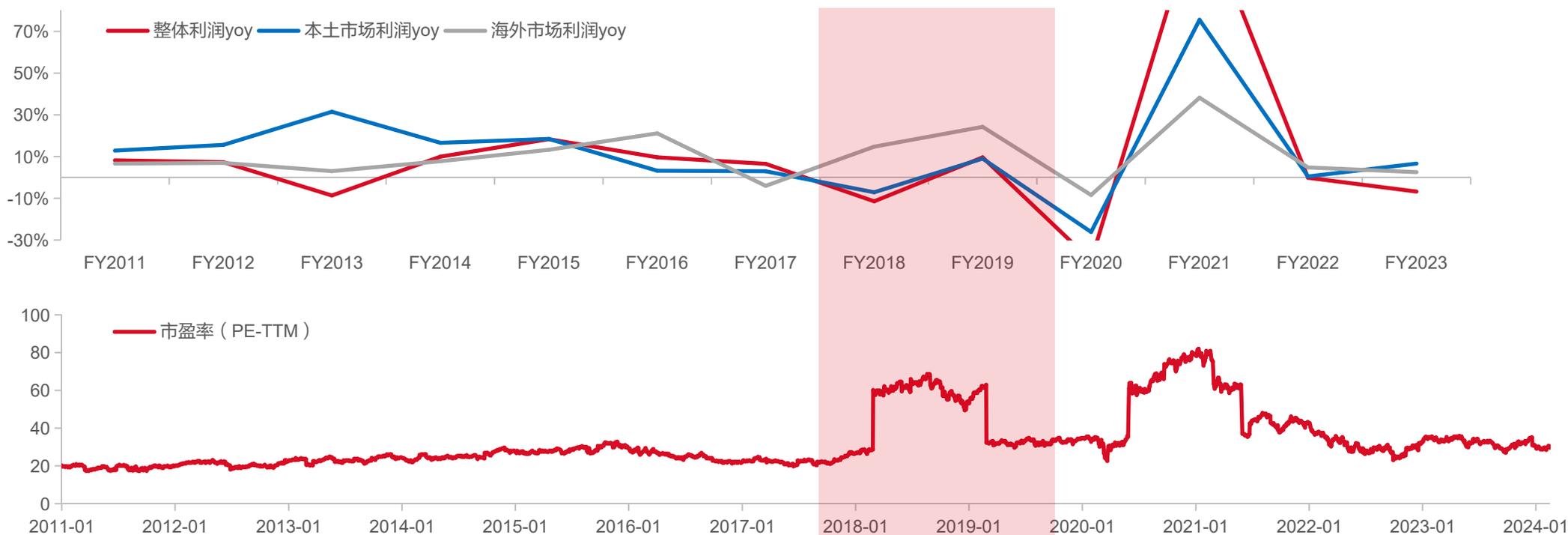
国力增强，居民收入增厚

年份	GDP (亿元)	人均GDP (元/人)	城镇居民人均可支配收入 (元)
2019年	986,515	70,078	42,359
2020年	1,013,567	71,828	43,834
2021年	1,149,237	81,370	47,412
2022年	1,204,724	85,310	49,283
2023年	1,260,582	89,358	51,821
增幅	28%	28%	22%
CAGR	6%	6%	5%

资料来源：Brand Finance, ifind, 公开资料整理, 东海证券研究所

复盘Nike：全球化布局迎戴维斯双击

	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
北美洲	13.17%	16.62%	26.24%	10.23%	11.72%	7.45%	3.06%	-2.37%	7.05%	-8.92%	18.61%	6.83%	17.74%
欧洲、中东和非洲	1.45%	8.88%	1.46%	17.41%	11.94%	6.20%	5.31%	15.96%	6.17%	-4.74%	22.56%	8.93%	7.52%
大中国	18.25%	23.25%	-2.40%	5.00%	17.87%	23.41%	11.94%	21.17%	20.92%	7.59%	24.12%	-8.96%	-3.96%
亚太和拉丁美洲	13.70%	21.05%	11.06%	0.25%	-1.42%	-7.22%	9.73%	9.06%	1.70%	-4.30%	6.26%	11.45%	7.99%



资料来源：ifind，东海证券研究所

注：本土市场为北美洲，利润采用息税前利润

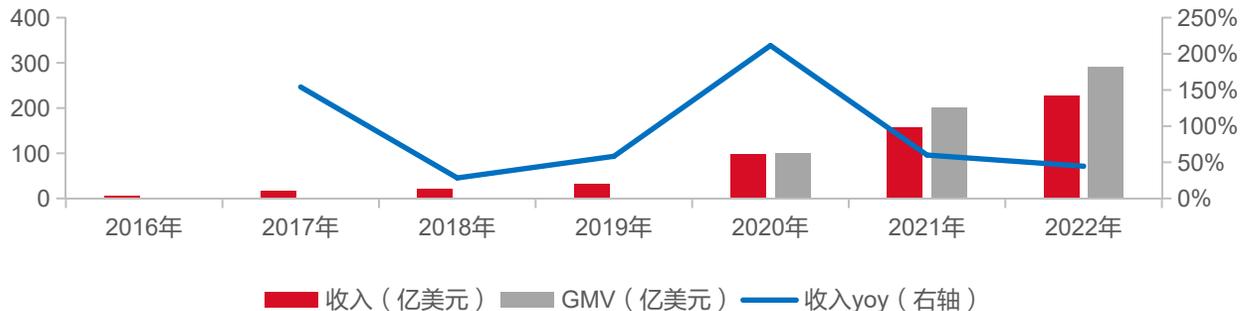
复盘Nike：行销全球的市场策略

	EMEA (欧洲、中东和非洲)	APLA (亚太和拉丁美洲)	大中华区
时间	1981年，在荷兰设立第一家欧洲球鞋专卖店	70年代，日本是Nike生产中心；80年代初期，着力开拓日本市场和拉美市场；	80年代初期，建立生产工厂
渠道	收购颓势的法国、英国、西班牙经销商	1982年，在日本成立联营公司	大代理模式，主要经销商包括滔搏体育和宝胜国际
营销	<ul style="list-style-type: none"> ● 签约阿斯顿·乌伊拉足球队成为球鞋赞助商，该球队后来赢得欧洲杯足球锦标赛冠军； ● 签约英国国宝级板球选手伊恩·柏汉为品牌代言人； ● 主要广告预算投放于欧洲青少年热衷观看的MTV全球电视频道等。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 签约知名足球运动员罗纳尔多和巴西足球队，突出运动员从平凡到卓越的奋斗历程，化解公众对美国文化的敌意，同时切入足球市场。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 1994年加拿大世锦赛结束后不久，Nike取代阿迪达斯签约男篮国家队成为新的球衣赞助商； ● 签约刘翔和中国田径队等。

资料来源：Nike年报，公开资料整理，东海证券研究所

SHEIN：快速成长的快时尚跨境电商巨头

2022年GMV接近300亿美元



2022年下载量突破2亿



2022年用户增长至0.75亿



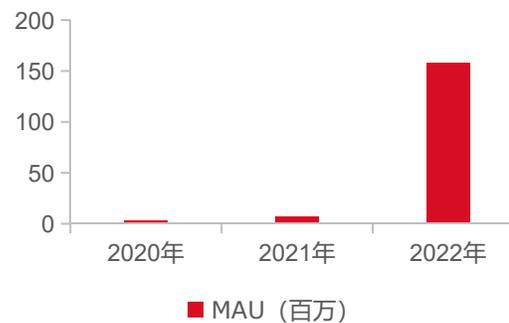
2008-2014：试水婚纱跨境

2015-2022：深耕快时尚跨境

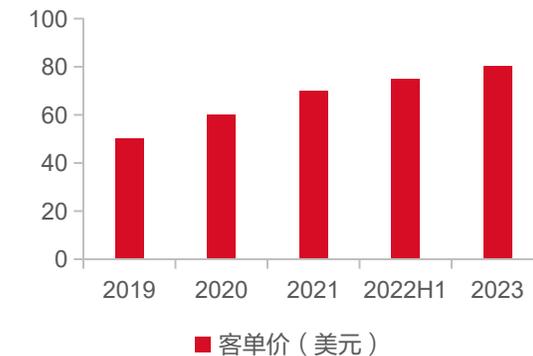
2023至今：转型跨境平台

资本	2008：前身南京点唯成立 2009：试水婚纱跨境电商 2013：A轮，集富亚洲投资	2015：更名SHEIN 2015：B轮，IDG资本&景林投资，估值15亿人民币 2018：C轮，红杉中国&顺为资本投资，估值25亿美元 2019：D轮，红杉中国&老虎环球基金，估值50亿美元 2022：F轮，泛大西洋投资&老虎环球基金&红杉中国&Coatue&博裕资本投资，估值1000亿美元	2023：G+轮，红杉中国&泛大西洋投资&穆巴达拉投资，估值660亿美元
市场	2010-2013：西班牙、法国、俄罗斯、德国等站点陆续上线	2015：收购ZZKKO，布局移动端 2015：阿拉伯站点上线 2022：覆盖国家150+，下载量超越亚马逊成为北美第一	
品牌		2014：收购ROMWE快时尚女装品牌 2016：收购美国DTC品牌MAKEMECHIC 2017：投资平价环保女包品牌JW PEI 2018：投资竹纤维睡衣品牌latuza 2021：投资户外家居品牌Outer和DTC品牌帕特逊 2022：与Forever 21成立合资公司	2023：收购英国快时尚品牌Missguided 2023：品类扩展至美妆、宠物等多品类
供应链		2014：在广州番禺建立供应链中心 2022：建立波兰仓配中心	2023：宣布在美国、墨西哥、巴西等国建设仓配中心

MAU高速增长



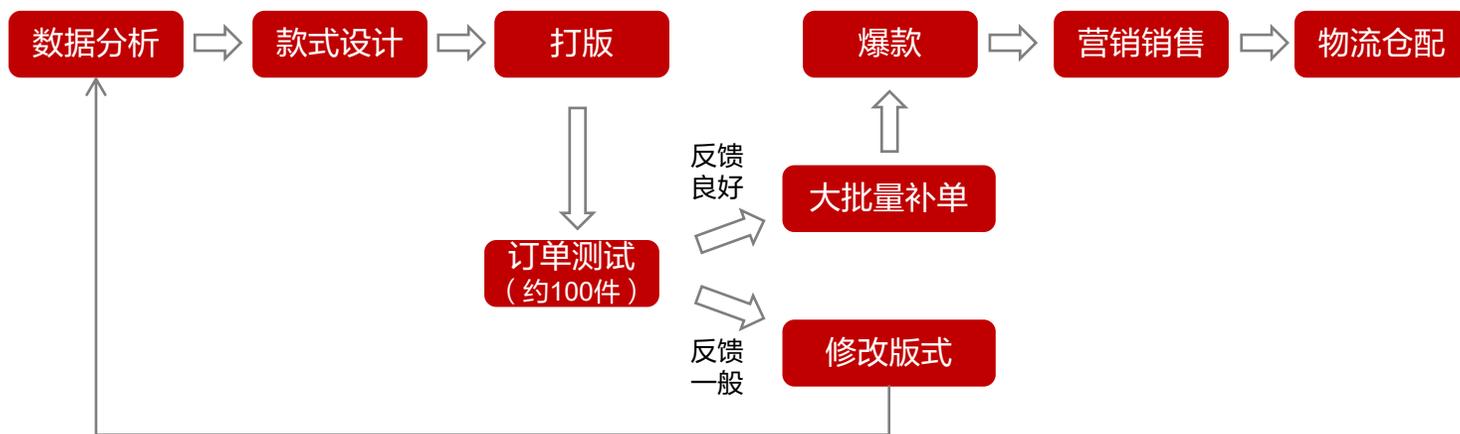
客单价持续提升



资料来源：Statista, Similarweb, 公司官网, 公开资料整理, 东海证券研究所

SHEIN: 极致柔供, 取胜于多快好省

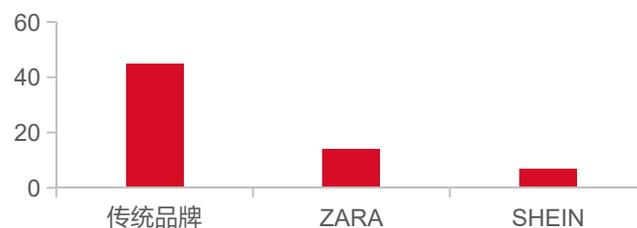
SHEIN商业模式



SHEIN海量上新, 选择更充沛 (日)



SHEIN7天生产, 快速补货 (天)



GMP高效跟踪订单



番禺区南村镇汇聚上千家服装厂



公域私域投流



国内+海外仓双保障



SHEIN性价比明显 (美元)



资料来源: 公司网站, 百度地图, 公开资料整理, 东海证券研究所

SHEIN：转型平台化横向发展，大有可为

跨境平台对比表

	SHEIN	TEMU	TikTok	速卖通
出海时间	2012年	2022年	2020年	2010年
GMV	2023年前三季度约240亿美元，同比+40%，2023E300+亿美元	2023E140亿美元	2023E136亿美元	2022E290亿美元，FY2024Q3同比+60%
用户	约1.5亿	约4.67亿	约19.2亿	约3亿
平台模式	自营、全托管	全托管	全托管	全托管、半托管
主要品类	快时尚为主	多品类	多品类	3C、服装、家居等
主要市场	美国、欧洲、巴西等	美国、欧洲等，2023Q3美国市场GMV占比约60%	东南亚、美国、英国、沙特等，印尼市场GMV约42%，泰国市场GMV约16%	巴西、西班牙、俄罗斯、法国等

SHEIN优劣势

平台化转型成功的有利因素

- 服装大品类的相关延伸
- 原有客群的高度重合
- 供应链、系统的全链路打通
- 海外市场的熟悉程度
-

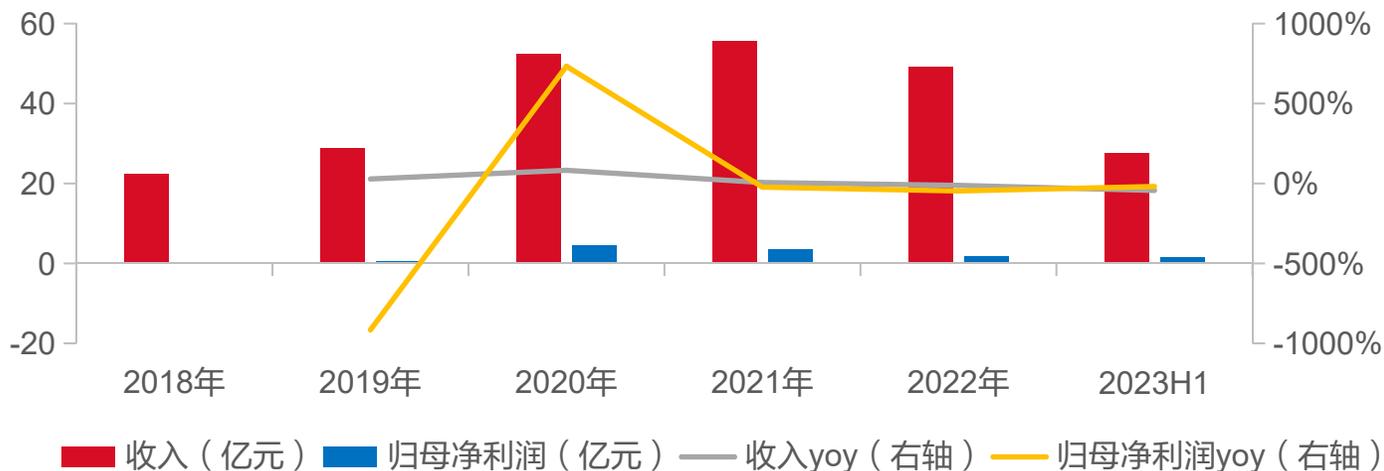
核心资源比较

	SHEIN	TEMU	TikTok
流量	★	★★	★★★★
全品类运营	★★	★★★★	★
资本	★	★★★★	★★

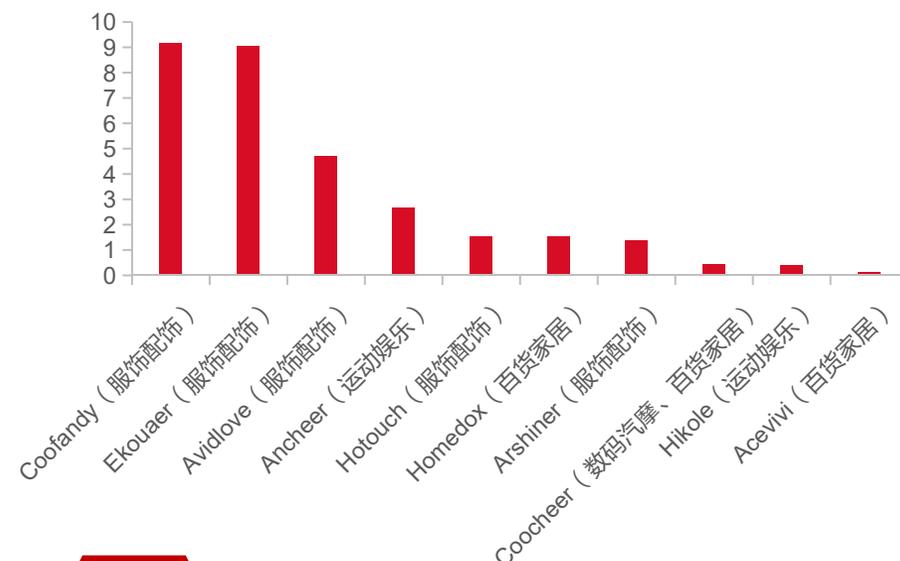
资料来源：公司官网，公开资料整理，东海证券研究所

赛维时代：聚焦服饰品类，品牌化战略成效凸显

2020年以来迎爆发式增长



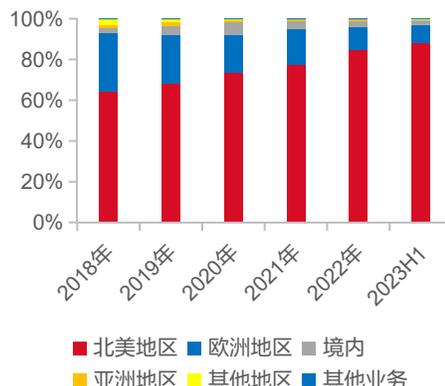
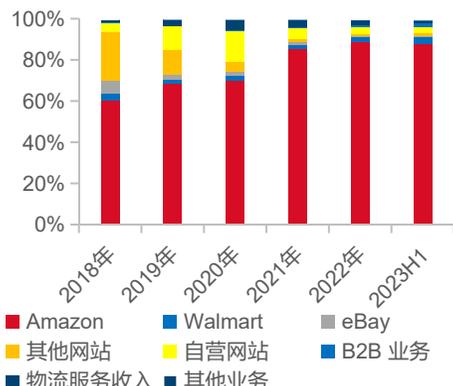
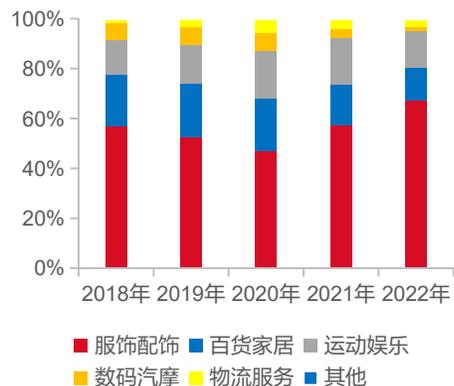
手握多个亿级品牌 (2022年营收, 亿元)



服饰配饰营收占比近7成

亚马逊平台营收占比近9成

北美营收占比近9成



01

立足服装大品类+亚马逊大平台，锚定高潜赛道

基于细分市场+差异化品牌定位，打造亿级品牌

02

03

构建小前台+大中台敏捷型组织，赋能业务成长

资料来源：赛维时代招股书，ifind，东海证券研究所

安踏体育：致力于成为世界的安踏

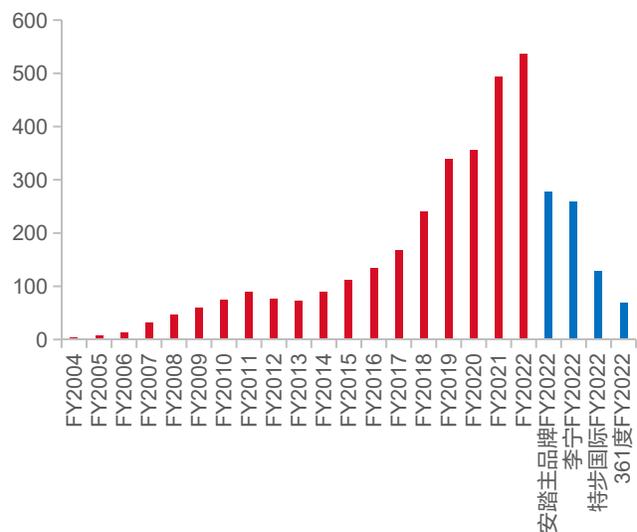
安踏体育发展阶段一览

自主品牌成为国产运动鞋No.1

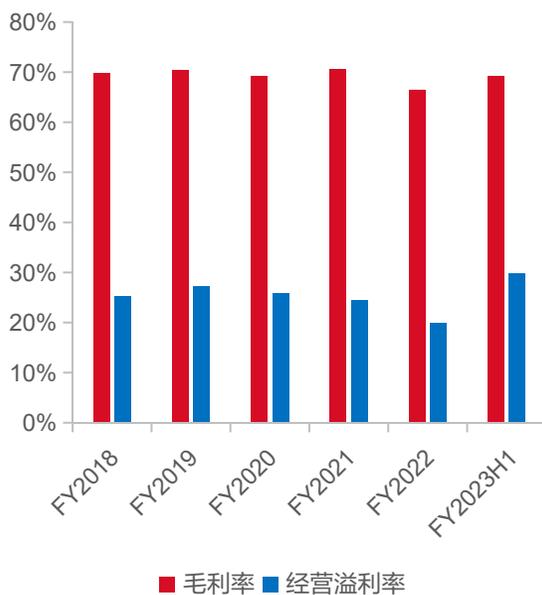
国际品牌本土化运作，扭亏为盈

手握多个重磅国际品牌，蓄势待发

安踏体育FY2022营收约为李宁2倍，特步国际4倍，361度8倍
(亿元)



FILA保持优秀的盈利能力



亚玛芬体育旗下品牌矩阵



安踏体育收购/合作标的

时间	投资项目
2009年	收购斐乐国内IP权
2015年	收购斯潘迪
2016年	与迪桑特成立合资公司
2017年	与可隆成立合资公司
2019年	联合收购亚玛芬体育

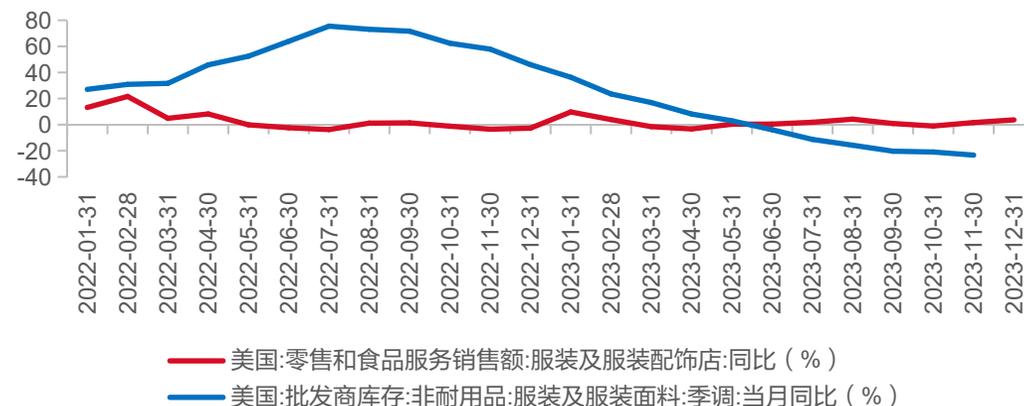
资料来源：亚玛芬体育招股书，ifind，公开资料整理，东海证券研究所

锚定高成长、强复苏预期市场

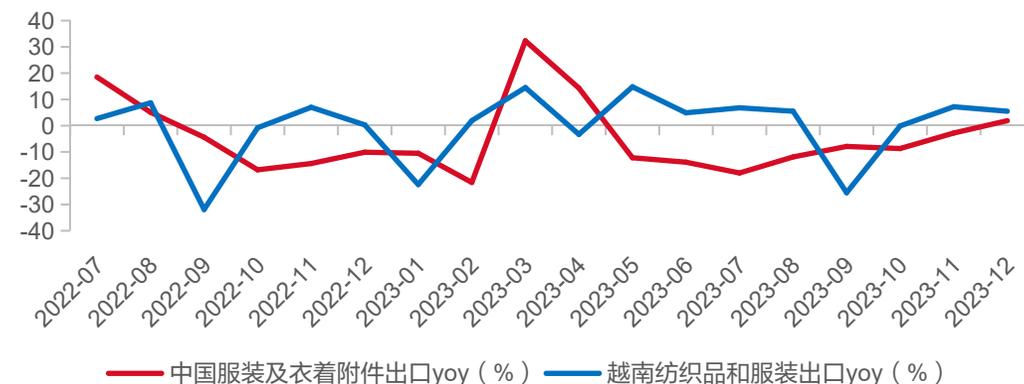
	东南亚		中东	
	越南	印度尼西亚	沙特阿拉伯	阿联酋
人口 (亿人口)	0.98	2.76	0.36	0.09
15-64岁人口占比	68%	68%	71%	83%
GDP (万亿美元)	0.41	1.29	1.11	0.51
2022年鞋服市场规模 (亿美元)	102	45	179	152
鞋服市场规模2014-2019CAGR	11%	7%	2%	3%
政策	《区域全面经济伙伴关系协定》等		《双边本币互换协议》等	

资料来源：各国统计局，欧睿，海关总署，ifind，东海证券研究所

美国去库接近尾声



中越服装出口四季度趋势向上



投资建议

- 第五轮产能转移至东南亚的趋势背景下，纺企加速东南亚产能布局，成衣鞋服制造企业配套订单率先布局，面纱和辅料企业配套产业链跟随布局。海外产能持续深化且客情关系优秀的纺企订单确定性更强，建议关注纺织制造各细分环节龙头企业，申洲国际、华利集团、伟星股份、台华新材、百隆东方、新澳股份等。
- 东南亚+中东市场高成长、美国市场预计迎复苏，带来明显增量市场。拥有强大品牌势能的企业有望率先取得用户品牌心智、推进出海进程，建议关注细分市场领导品牌，安踏体育、特步国际、波司登、海澜之家、比音勒芬、森马服饰、赛维时代等。

证券简称	营收增速			归母净利润增速			归母净利润 (亿元)			PE			
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
纺织制造	申洲国际	17%	-3%	15%	35%	1%	22%	46	46	56	22	22	18
	华利集团	18%	-1%	17%	17%	-2%	18%	32	40	47	21	17	14
	伟星股份	8%	8%	15%	9%	16%	17%	5	7	8	25	18	16
	台华新材	-6%	17%	28%	-42%	68%	50%	3	5	7	32	17	11
	百隆东方	-10%	-4%	15%	14%	-63%	38%	16	6	8	5	13	9
	新澳股份	15%	13%	14%	31%	7%	16%	4	5	6	14	11	9
品牌服饰	安踏体育	9%	16%	15%	-2%	29%	19%	76	98	116	29	23	19
	特步国际	29%	12%	14%	1%	13%	19%	9	10	12	12	11	9
	波司登	20%	11%	21%	21%	13%	26%	21	23	27	20	18	16
	海澜之家	-8%	16%	12%	-13%	36%	13%	22	39	43	18	10	9
	比音勒芬	6%	26%	21%	17%	32%	24%	7	11	14	24	15	12
	森马服饰	-14%	4%	11%	-57%	77%	21%	6	15	18	23	10	8
赛维时代	-12%	32%	28%	-47%	94%	37%	2	4	6	59	27	20	

资料来源：ifind一致预期，东海证券研究所，截至2024年2月27日

风险提示

- 消费需求疲软：疫后信心修复仍需时间，经济弱势恢复可能导致国外服装需求下降以及制造企业订单不足。
- 贸易政策变动：市场国的关税、产地国的企业所得税和税收优惠以及跨境平台的规则调整均将对参与企业造成重大影响。
- 原材料价格波动：纺企处于产业链中游，需要采购大宗商品，原材料价格波动将直接影响企业业绩表现。
- 汇率波动：跨境投资、贸易涉及外币兑换，汇率快速波动将侵蚀企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

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

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

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

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

T
务 实

A
创 新

Y
规 范 协 同

东海证券研究所



东海证券



东海研究