

纺织服装行业：纺织产业链订单转好，格局优化

2024年4月12日

看好/维持

纺织服装

行业报告

分析师	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	常子杰	电话：010-66554040	邮箱：changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080005
分析师	沈逸伦	电话：010-66554044	邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523060001

投资摘要：

纺织出口出现拐点，趋势良好。海关总署发布数据，2024年1-2月，我国货物贸易进出口总值6.61万亿元，同比增长8.7%；其中，出口3.75万亿元，增长10.3%；进口2.86万亿元，增长6.7%，外贸实现良好开局。根据海关总署发布的数据，今年1-2月份，纺织纱线织物及其制品、服装及衣着附件出口累计总额分别为1543.3亿元、1662.0亿元，分别同比增加18.9%、16.3%。纺织服装出口结束了2023年负增长，进入到正增长区间，据海外库存观察看，未来正增长趋势乐观。

2024年以来服装销售呈现弱复苏。2024年1-2月，我国社会消费品零售总额超8万亿元，同比增长5.5%。2023年国内消费包括服装家纺的消费经历了一个复苏的过程，进入到2024年复苏进入到基数压力区间，增速将有所回落，但是复苏的整体进程仍在推进。服装销售方面，1-2月份服装、鞋帽、针纺织品类零售额同比+1.9%，增速出现明显回落，表明服装行业动销出现一定的压力。

纺织制造：

1) 海外品牌去库完成，补库周期开始，产业链订单从四季度好转，一季度订单饱满，产能利用率高。2) 原材料价格、产能利用率提升将带来利润弹性。3) 行业格局优化。主要驱动因素，贸易形势、对快速反应能力要求的提升。

重点公司：伟星股份，辅料龙头，行业竞争生态好；新澳股份，毛纺织龙头，羊毛价格有望上行带来业绩弹性；健盛集团，袜子和无缝内衣龙头，无缝新客户放量，收入和利润双升。

品牌服饰：

服装消费整体弱复苏，男装格局较好，集中度有所提升，男装龙头提升产品、扩张渠道。重点公司：比音勒芬，内生与并购构建奢侈品牌矩阵。报喜鸟，双主品牌发展，尤其哈吉斯仍有成长空间，新品牌成长健康。

投资建议：

纺织制造：推荐以优质产能和优秀管理，绑定下游优质客户的制造企业。推荐成衣及鞋服供应商，其与品牌方的绑定更为稳健，标的包括华利集团、申洲国际等。建议关注优质纺织原材料及辅料供应商。

服装家纺：男装行业格局较优，建议关注男装里兼具备运动时尚属性，且品牌自身渠道在扩张期的标的，看好其收入和利润增速持续领跑行业。同时，建议关注行业发展稳健、公司分红率高稳定的标的，其股息率有较好的回报等。

风险提示：消费能力持续不振，海外通胀持续压制需求，各行业相关风险等。

行业重点公司盈利预测与评级

子行业	股票简称	股票代码	EPS				PE				评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
纺织制	申洲国际*	2020.HK	3.04	3.03	3.70	4.28	25.84	24.03	17.93	15.51	强烈推荐
造	华利集团*	300979.SZ	2.77	2.74	3.19	3.73	20.65	19.20	19.74	16.92	推荐

	台华新材*	603055.SH	0.30	0.50	0.74	0.93	33.35	23.87	14.05	11.13	推荐
	伟星股份	002003.SZ	0.47	0.47	0.56	0.64	21.47	22.90	19.63	16.97	--
	新澳股份	603889.SH	0.76	0.57	0.66	0.77	9.43	11.70	10.08	8.62	--
	健盛集团	603558.SH	0.69	0.73	0.84	0.99	12.00	13.22	13.10	11.18	--
服装家 纺	比音勒芬	002832.SZ	1.13	1.27	1.68	2.08	22.43	20.09	17.21	13.94	--
	报喜鸟	002154.SZ	0.31	0.48	0.56	0.66	13.11	11.88	10.90	9.31	--
	罗莱生活*	002293.SZ	0.85	0.68	0.73	0.87	16.86	16.43	13.42	11.35	推荐

资料来源：标星号为覆盖公司；盈利预测来源于iFinD一致预期；东兴证券研究所

目录

1. 2024 年服装内销面临基数压力，外销出现拐点	4
2. 纺织制造：海外品牌去库顺利，供应链继续集中	5
2.1 出口订单转好，业绩乐观	5
2.2 格局优化，供应链集中度有所提升	6
2.3 重点公司	7
3. 服装家纺：寻找有开店空间&品牌势能向上公司	8
3.1 男装格局较好，龙头扩张	8
3.2 重点公司	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

插图目录

图 1：社会零售总额增速情况	4
图 2：限额以上服装销售情况	4
图 3：服装类出口增速（单位：%）	4
图 4：主要国际品牌的期末库存规模（单位：亿元本位币）	5
图 5：裕元集团制造业收入增速	6
图 6：儒鸿收入增速	6
图 7：棉花及化纤价格近期有所回落	6
图 8：羊毛价格	6
图 9：Nike 的鞋和服装工厂数量	7
图 10：Adidas 生产合作伙伴数量	7
图 12：2023 年男装、女装、童装 CR10 情况	8
图 13：2023 年男装市占率 top10 公司	8
图 14：比音勒芬门店数量持续扩张	9
图 15：报喜鸟的门店数量	9

1. 2024 年服装内销面临基数压力，外销出现拐点

2024 年以来服装销售呈现弱复苏。2024 年 1-2 月，我国社会消费品零售总额超 8 万亿元，同比增长 5.5%。2023 年国内消费包括服装家纺的消费经历了一个复苏的过程，进入到 2024 年复苏进入到基数压力区间，增速将有所回落，但是复苏的整体进程仍在推进。服装销售方面，1-2 月份服装、鞋帽、针纺织品类零售额同比+1.9%，增速出现明显回落，表明服装行业动销出现一定的压力。

图 1：社会零售总额增速情况（单位：%）

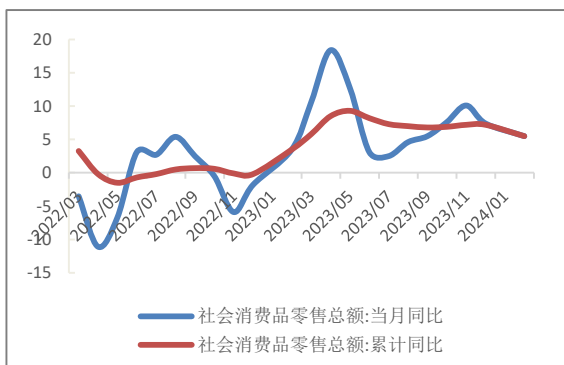
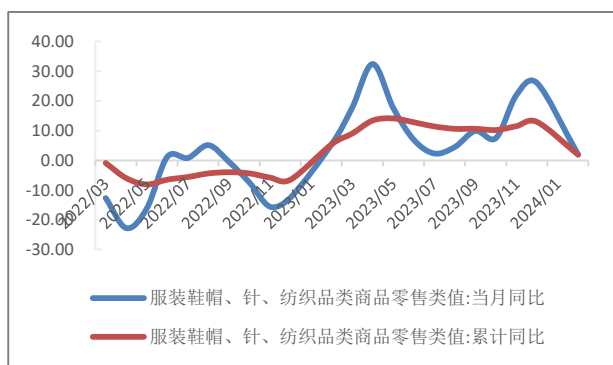


图 2：限额以上服装销售增速情况（单位：%）

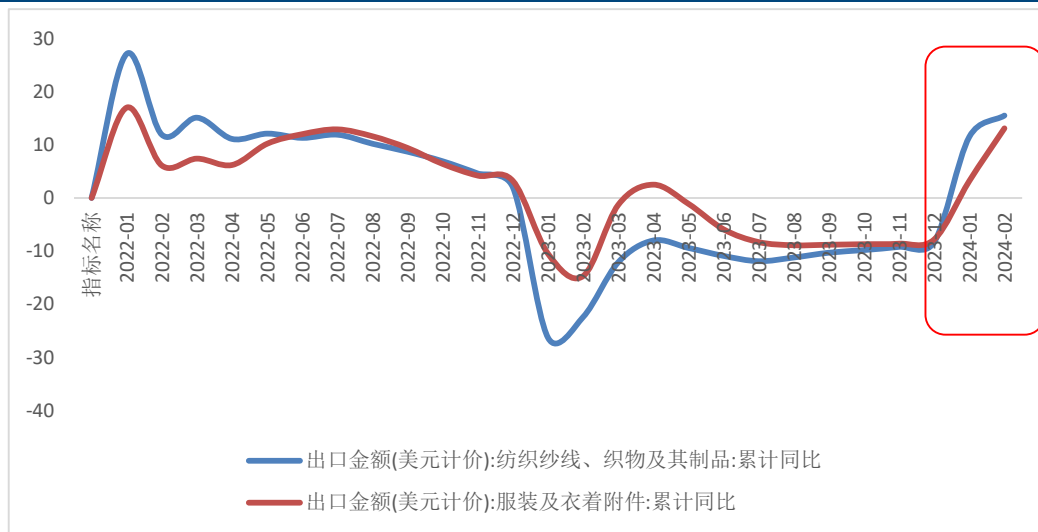


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

出口方面拐点明确，趋势向好。海关总署发布数据，2024 年 1-2 月，我国货物贸易进出口总值 6.61 万亿元，同比增长 8.7%；其中，出口 3.75 万亿元，增长 10.3%；进口 2.86 万亿元，增长 6.7%，外贸实现良好开局。根据海关总署发布的数据，今年 1-2 月份，纺织纱线织物及其制品、服装及衣着附件出口累计总额（美元计价）分别为 217.1 亿元、233.85 亿元，分别同比增加 15.5%、13.1%。纺织服装出口结束了 2023 年负增长，进入到正增长区间，据海外库存观察，未来正增长趋势乐观。

图 3：服装类出口增速（单位：%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

上市公司业绩方面：**2023年，服装内销复苏，纺织制造承压；24年或出现相反趋势。**从2023年业绩预告看，共计36家服装家纺上市公司披露业绩预告，其中29家为业绩预增，业绩增速的平均数达181%。共计19家纺织公司披露业绩预告，其中业绩预增的为13家。而根据社零数据、纺织出口数据看，24年服装内销或出现基数压力，而外销迎来增长的拐点。

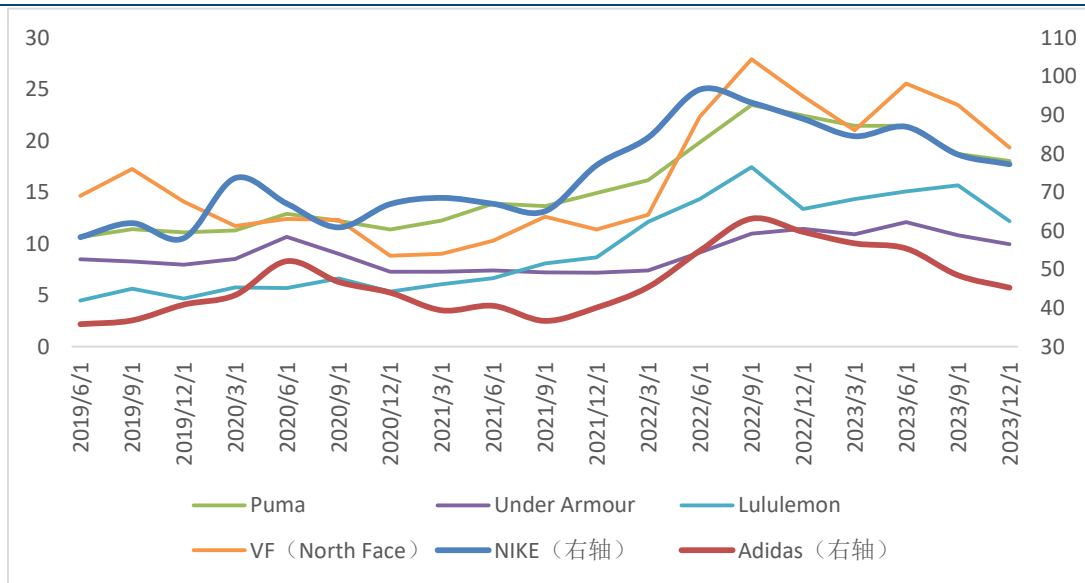
我国纺织制造企业出口占比较高，出口订单对纺织板块业绩影响较大。以2022年数据为例，A股纺织制造版块总收入为1250亿元，其中出口额550亿元，占比为43.97%，考虑到纺织产业链较长，有众多中间品如纱线、面料、辅料，因此穿透后的出口占比会更高。较高的出口占比使得纺织板块的收入和业绩影响受到海外清单影响明显。

2. 纺织制造：海外品牌去库顺利，供应链继续集中

2.1 出口订单转好，业绩乐观

海外库存转好，需求有韧性，共同推动了出口订单转好。从海外主要鞋服品牌看，库存已经回到了健康的水平。从需求来看，海外对于高利率的适应好于预期，消费呈现出一定的韧性。从主要品牌的库存看，Nike截止到2024年2月29日的期末库存为77.226亿美元，同比下降13%，有明显改善；Adidas截止到23年12月31日的期末库存为45.25亿元，同比下降24.24%，主要公司的库存水平平均回落至近两年的最低水平。

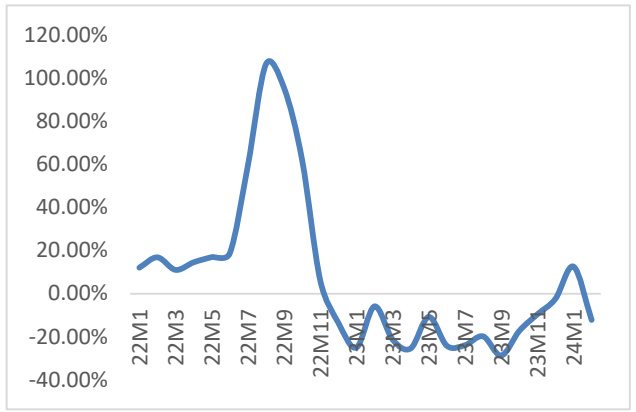
图4：主要国际品牌的期末库存规模（单位：亿元本位币）



资料来源：同花顺、万德，东兴证券研究所

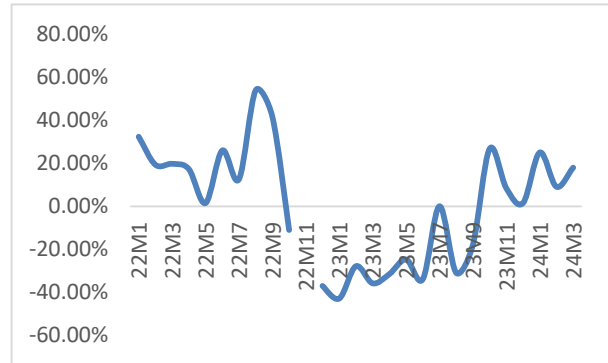
从运动鞋服制造商的月度数据观察，部分制造商订单已经恢复增长。运动鞋制造龙头裕元工业的制造板块自22年底进入到负增长区间，至23年12月降幅收窄并在24年1月份增速转正（2月份有春节效应，同比转弱）。成衣制造龙头儒鸿自23年10月份起增速已转正，至今已连续6个月正增长。24年补库需求确定性强。具体来看，儒鸿24年1-3月份收入的累计增速为17.5%，推测纺织产业链一季度增速预计也有类似趋势。

图 5：裕元集团制造业收入增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 6：儒鸿收入增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

利润端：棉花价格回暖，羊毛价格在底部。2024 年一季度棉花市场价格基本处在上涨阶段，主要是受到春节前后下游补货带动，需求明显好转带动以及美棉上涨提振，从价格驱动因素以及目前纺企的接单回暖来看，原材料价格的传导预计较为顺畅，成本加成的定价方式下，棉纺织企业的利润展望乐观。羊毛价格在 23 年由于订单疲软持续下跌，使得毛纺织企业承担了高库存成本和低价格订单的双重压力，转至 2024 年羊毛价格目前处在近五年历史低位水平上，下降空间有限，在订单回暖驱动下，羊毛价格有望实现回暖从而带动毛纺织企业利润回暖。整体来看，纺织企业的主要原材料的价格趋势结合成本加成的定价模式，有利于纺织企业保持较好的利润率水平。

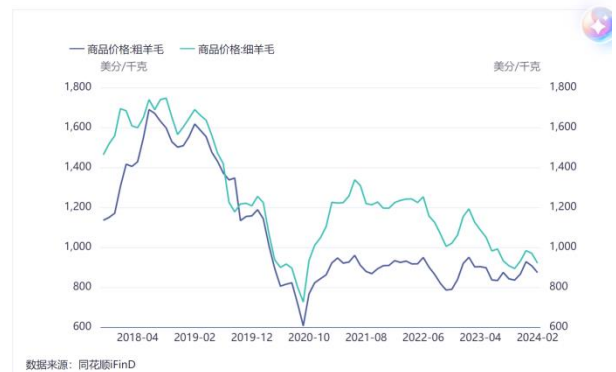
产能利用率提升带来业绩弹性，主要公司资本开支高峰已过，折旧摊销压力小。订单转好之下，预计纺织企业 2024 年的产能利用率会高于 2023 年，相应的折旧摊销成本被摊薄，经营杠杆效应之下利润率将有所抬升。此外，主要公司的资本开支（以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金来代表）高峰出现在 2022 年，根据前三季度报表 2023 年行业重点公司的资本开支预计有所下降，由此带来的 2024 年的折旧摊销压力预计有所下降。

图 7：棉花及化纤价格近期有所回落



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 8：羊毛价格



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

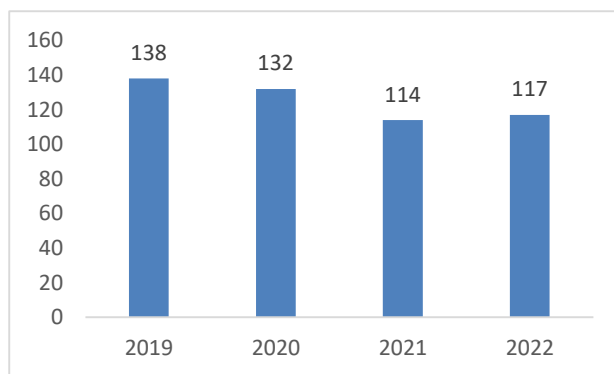
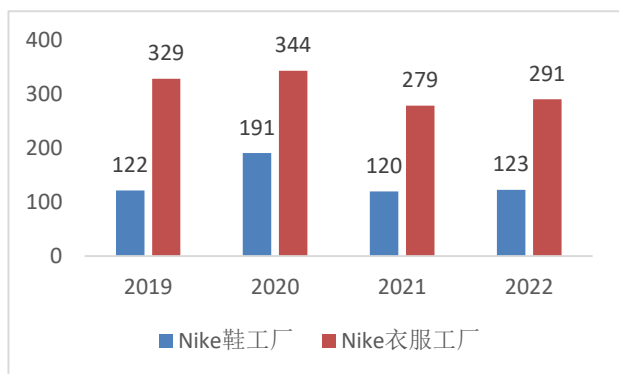
2.2 格局优化，供应链集中度有所提升

长期看纺织制造格局继续走向集中。中国纺织制造自 90 年承接全球的产业转移，发展至今亦面临新的挑战。在成本要素价格上升、贸易环境不确定性增加的背景下，大企业在研发、质量、交期、环保等各方面都具备优势，能与品牌商进行更长远的合作，实现可持续的发展。生产端，拥有全球化布局的制造商抗风险能力更强，海外产能具备劳动力优势、税收优惠、能源成本优势等利好。在 ESG 标准要求更为提升的环境下，工厂对于员工、环境保护的效用也决定了工厂能否可持续的发展。在此背景下，优秀纺织企业如伟星股份等加速提升自动化水平，加速清洁能源的替代使用。我们认为，中国作为全球纺织制造中心的地位不会改变，在考验之间优秀的纺织制造企业与优秀品牌的绑定关系也将继续加深。

运动服饰的功能性，使得品牌对供应商的依赖度更强，制造端集中度提升明显。NIKE、Adidas 等头部品牌其产品拥有优秀的功能性和耐久性，产品的优秀品质与上游的面料厂家和服装制造厂商密不可分。从 Nike、Adidas 的供应商数量变化能够看出，头部品牌也在优选供应商，生产端的集中度在提升。Nike2019 年鞋、服生产厂商为 122 和 329 家，至 2022 年变为 123 和 291 家；Adidas 的生产合作伙伴从 2019 年的 138 家减少到 2022 年的 117 家。从厂商端看，申洲国际及华利集团作为我国代表性体育鞋服制造厂商，以其优秀的 ODM 开发能力和高效的制造生产能力与头部品牌建立了深厚的战略合作。在此背景下，申洲、华利集团等优秀制造企业也通过规模优势，不断升级自己的研发和制造实力。

图 9：Nike 的鞋和服装工厂数量

图 10：Adidas 生产合作伙伴数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 重点公司

一、伟星股份

公司过去几年业绩稳健。纺织行业在 2022 年期出现行业库存压力，而公司自 2022 年以来 7 个季度，仅在 22Q4 23Q1 分别出现了单季度亏损和业绩下滑，其他季度均实现了利润的增长。2023 年前三季度收入增速分别为 -3.60%、2.37%、8.68%，利润增速分别为 -17.74%、0.64%、10.57%，实现了逐季度好转。

行业竞争生态健康。从大型成衣工厂公布出来的成衣成本构成看，辅料成本在成衣成本中占比较低，加之库存周期使得品牌服装方对供应链的快速反应能力提升，品牌服装在辅料供应商选择时最为看重时效，而对价格不敏感，这使得辅料行业摆脱了纯价格竞争生态。（申洲国际公布的成衣的成本结构：纱线：27.3%，工资：31.2%，辅料：12.0%，染料：8.0%，折旧 6.1%，水电煤蒸气 6.0%，其它：9.4%。资料来源：申洲国际业绩发布会）

公司未来增长乐观，股息率具备一定吸引力。考虑到公司有新产能投放，及接单状况良好，我们认为公司有能力维持双位数的业绩复合增速。分红方面，公司近三年的现金分红率为 80%，股息率平均为 4.41%。

二、新澳股份

新澳股份是毛纺行业龙头。主要产品为毛精纺纱和羊绒纺纱，2023H1 羊毛业务利润 2.41 亿元，羊绒业务利润 5100 万。前三季度公司收入增速分别为 9.44%、9.56%、18.32%。

看好 2024 年公司业绩具备弹性：①羊毛收入，收入端接单排产期达到历史最高水平，预计一二季度订单收入增长较为确定。②羊毛价格，羊毛价格目前在底部，无下探空间，羊毛价格的稳定及微上行将有利于利润率抬升。③羊绒业务，公司原业务模式为租赁，2023 年公司相关资产购入转为自有资产，原租赁成本为每年 650 万，现折旧摊销成本约每年 4000 万，但我们预计随着羊绒业务产能利用率的提升，羊绒业务短期面临折旧压力长期共享率将会提升。

公司具有较为稳定的股息率。分红方面，公司近三年的现金分红率为 57%，股息率平均为 4.86%。

三、健盛集团

健盛是国内袜子和无缝内衣的制造龙头。2023 年公司实现营收 22.8 亿元，同比下滑 3.1%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 3.3%，利润端略超预期。

“棉袜+无缝”双轮驱动增长。产能方面，公司积极推进海外产能扩张，满足客户采购需求。分业务看，棉袜业务公司加大与 Uniqlo、迪卡侬等老客户合作，同时积极开发国内外优质客户；无缝业务顺利实现优化调整，新客户订单逐渐贡献收入，产能利用率也带动盈利能力逐步提升。

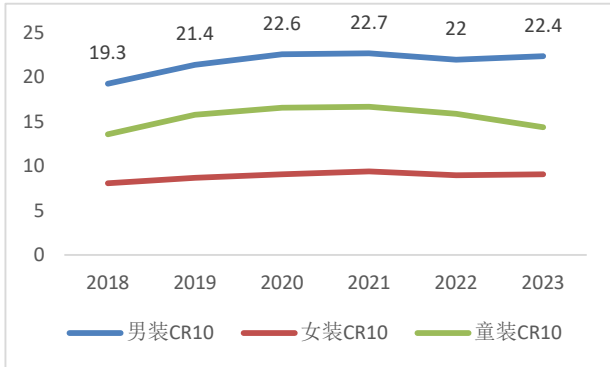
公司近两年业绩较好，分红率较好。公司 21/22 年业绩呈现压力分红较弱，近两年公司业绩较好，现金分红率平均为 46%，股息率平均为 5%。

3. 服装家纺：寻找有开店空间&品牌势能向上公司

3.1 男装格局较好，龙头扩张

男装竞争格局更好，品牌集中度进一步提升。女装与男装为服装行业最大的两个细分行业，男装与女装相比有较为明显的特点，一是款式变化不大，二是消费者本身粘性更强，这使得男装的集中度更高。欧睿数据显示，2023 年男装的 CR10 为 22.4%，女装、童装的 CR10 分别为 9.1% 和 14.4%。从格局变化看，近几年头部的男装公司凭借品牌影响力和优秀产品力逆势拓店，市场份额有所提升，男装的 CR10 从 2018 年的 19.3% 提升至 2023 年的 22.4%，市场集中度进一步提升。

图 11：2023 年男装、女装、童装 CR10 情况（单位：占比%） 图 12：2023 年男装市占率 top10 公司



资料来源：通联数据，欧睿，东兴证券研究所

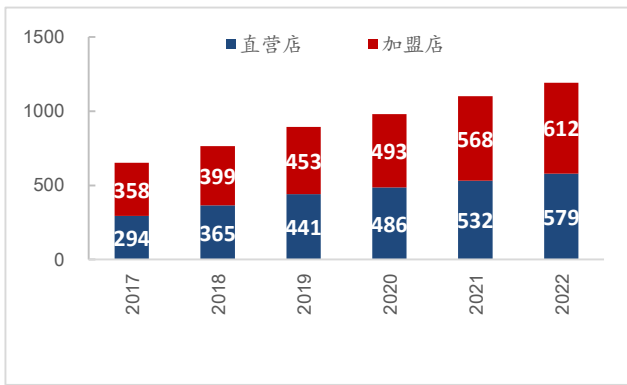


资料来源：通联数据，欧睿，东兴证券研究所

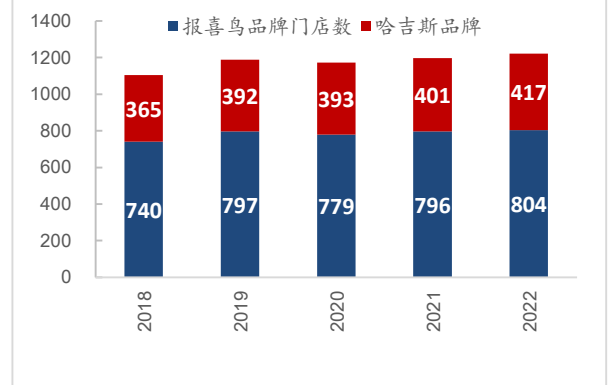
男装重点公司借势扩张。近年来重点服装公司在渠道方面，积极进行 DTC 转型和数字化升级。这些都有效承接了年轻消费群体的消费偏好和消费习惯，因此我们看好男装行业积极转型升级的优质品牌的中长期持续成长潜力。典型的就是比音勒芬和报喜鸟，凭借着产品力提升和渠道优质管理，两家公司在过去三年和疫情管控放开之后都维持着扩张之势。比音勒芬卡位运动加商务景气赛道，品牌力突出，直营渠道和加盟渠道双重发力，远期成长空间广阔。报喜鸟，主品牌开拓年轻时尚、运动西服和轻正装产品系列，哈吉斯品牌卡位运动休闲景气赛道，对标同类品牌，拓店空间广阔，双主品牌驱动公司成长无虞。

图 13：比音勒芬门店数量持续扩张

图 14：报喜鸟的门店数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 重点公司

一、比音勒芬

高端时尚运动龙头。2023 年前三季度收入分别同增 33.1%/20.3%/22%，归母净利润分别同增 41.4%/40.2%/22.8%。门店数方面，截止 23H1，主品牌门店数量 1193 家（直营、加盟 各 579、614 家）。

公司通过自主培养和并购完成了奢侈品集团版图的构建。公司于 2023 年 6 月 20 周年庆活动时，公司了公司未来十年发展愿景：2033 年比音勒芬集团的销售额将增长 10 倍，超 300 亿元。即公司收入年复合增速将达到 25.8%。其中比音勒芬主标将加快发展高尔夫服饰领域，强调高端时尚运动风格，并实现营业收入超过 150 亿元的目标；收购的品牌 CERRUTI1881 超 50 亿、KENT&CURWEN 超 30 亿。

二、报喜鸟

报喜鸟，男装多品牌矩阵发展。分品牌看，23 H1 哈吉斯营收 8.58 亿元，门店数量 431 家。主品牌报喜鸟营收 8.03 亿元，门店数量 785 家。宝鸟、其他品牌分别 5.19、2.91 亿元。

未来增长点方面：成熟品牌报喜鸟坚持稳健发展，哈吉斯和宝鸟仍有扩张空间，成长品牌乐飞叶、恺米切坚持快速发展。公司经过多品牌运营在渠道管理等方面具备成功经验，通过渠道质量提升，公司两大主品牌的同店仍在提升。

三、罗莱生活

公司主营国内家纺，以及海外高端家具业务。公司 23 年前三季度收入增速为-3.62%、11.02%、-2.81%，利润增速分别为 11.13%、69.26%、-22.19%。

未来双主业驱动增长。2023 年国内家纺稳健增长，美国业务短期承压。展望未来，家纺龙头稳步拓店，精细化管理助力稳步增长；美国家具市场，2024 年进入低基数区间，如果降息落地房地产上行也将带来家居需求释放，看好 2024 年公司家居业务改善。

股息率具备配置价值。分红方面，公司近三年的现金分红率为 105%，股息率平均为 6.18%。

4. 投资建议

纺织制造：推荐以优质产能和优秀管理，绑定下游优质客户的制造企业。推荐成衣及鞋服供应商，其与品牌方的绑定更为稳健，标的包括华利集团、申洲国际等。建议关注优质纺织原材料及辅料供应商。

服装家纺：男装行业格局较优，建议关注男装里兼具备运动时尚属性，且品牌自身渠道在扩张期的标的，看好其收入和利润增速持续领跑行业。同时，建议关注行业发展稳健、公司分红率高稳定的标的，其股息率有较好的回报等。

5. 风险提示

消费能力持续不振，海外通胀持续压制需求，各行业相关风险等。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士。2019年7月加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责造纸、包装、电子烟等研究方向。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526