

景气度的延续，高质量的开始

——纺织服装2024中报总结

分析师：杨欣
执业编号：S1130522080010

赵中平
执业编号：S1130524050003

2024/09/01

证券研究报告

- **行业24H1增速及竞争格局：**1) **服装家纺板块：**24H1服装家纺整体收入、归母净利润同比+3.92%、+12.69%，实现高基数下稳健增长；单Q2边际走弱显著，收入、净利润分别-3.84%、-21.9%。且龙头相对行业整体收入、利润增速无明显超额，集中度无明显提升，龙头效应偏弱。2) **纺织制造板块：**24H1板块收入、净利润分别同增6.94%、32.89%，受益于需求回升、产能利用率提升，拉动利润率回升；单Q2收入、净利润增速略放缓至4.55%、24.28%；龙头恢复显著好于行业，集中度有所提升。
- **利润表端：筛选高景气、高质量标的。**
 - **筛选标准一：收入与利润匹配情况**——比较24H1收入/利润同比变动趋势，公司可由此分为：①收入利润双增，景气度提升且保持经营正杠杆；②增收不增利，需求量景气度延续，但可能存在以价换量或经营效率降低；③增利不增收；④收入利润双下滑，暂无明显修复。
 - **筛选标准二：修复质量及节奏**——将24H1净利润分别与去年同期、19H1、及20H1~23H1特殊期间平均值三者比较，公司由此分为：①高质量成长个股：三者均实现正增长；②恢复性增长个股：已回到19H1水平；③低基数增长：尚未回到19H1水平，由于特殊时期受损严重呈现低基数下的增长；④见底回升：较去年同期已有增长，已长期处于景气低位，24H1可能初现拐点；⑤尚未恢复：三者均下滑。其中伟星股份（补库带动收入利润高增）、申洲国际（订单量增显著，产能利用率带动毛利率超预期回升）、安踏体育（主品牌增长稳健，控费超预期）等个股中报增速领先。
- **资产负债表端：**1) 存货：品牌轻装上阵，制造增幅与收入同步；2) 资本开支：品牌龙头仍维持开店，制造资本开支减少。
- **总结及展望：**建议关注防御性突出的华利集团（份额持续提升，关税及内需敞口小）、李宁（安全边际足、估值性价比高）等。
- **风险提示：**下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；原材料价格大幅上涨所带来的风险；消费复苏不确定性所带来的风险。

01

社零及纺服板块景气度

02

纺服板块利润表端分析

03

纺服板块资产负债表端分析

04

超预期纺服个股分析

05

风险提示

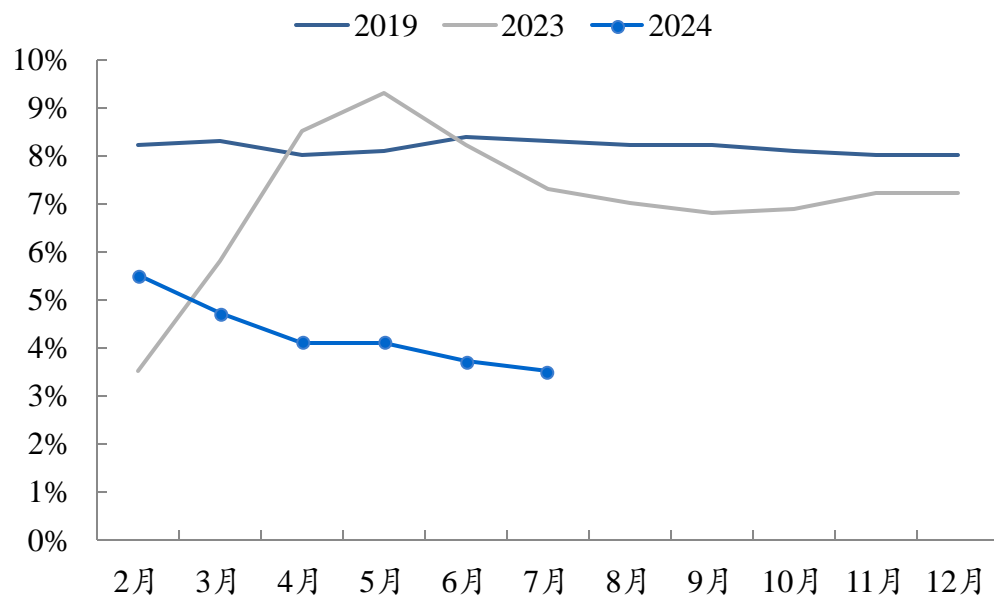
01 板块景气度把握

1.1、社零逐季放缓，消费拐点未至，服装弱于消费整体

24H社零逐季放缓明显，消费意愿偏弱。受经济转型波动影响，当前消费意愿仍整体偏弱，且进一步放缓趋势明显。分季度来看，1Q24社零累计增速为4.7%（23年同期5.8%），2Q24环比放缓1pct至3.7%（23年同期8.2%）。按月来看，社零总额累计同比增速从2024年1~2月的5.5%逐步放缓至2024年7月的3.5%，尚未出现拐点，仍处于较历年偏低水平。

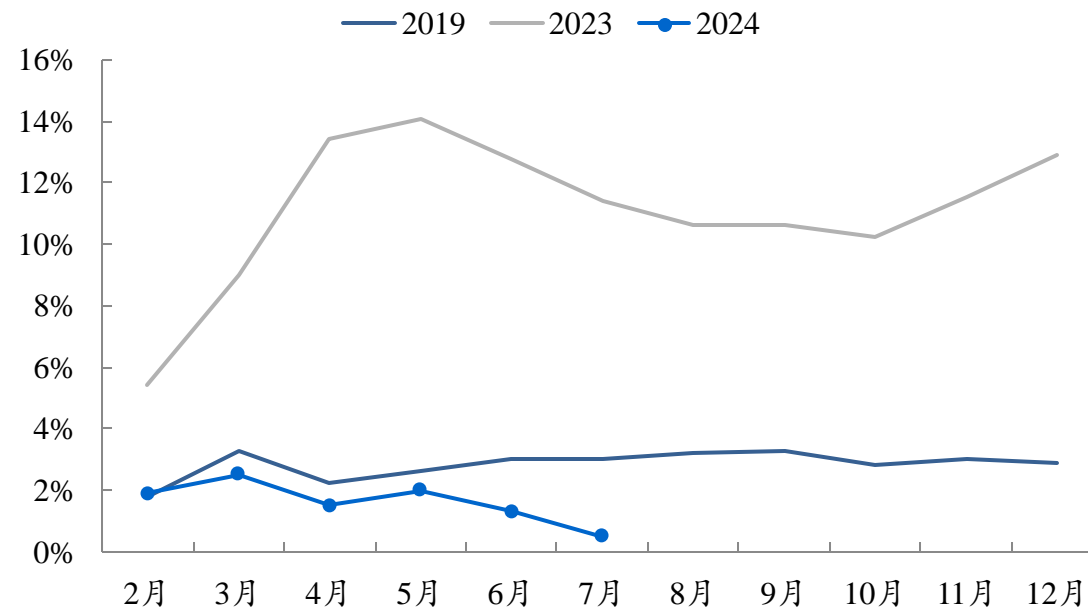
相比之下，2019年的全年社零增速稳定在8%左右水平；2023H则受到出行恢复拉动，消费明显复苏，增速从2月的3.5%提升至5月9.3%的高点，之后有所波动，但2023全年仍维持在7%左右水平。

图表：社会消费品零售总额累计同比（%）



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表：服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比（%）



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

1.1、社零逐季放缓，消费拐点未至，服装弱于消费整体

服装2Q24以来降速明显，表现弱于社零整体。24年1-7月服装零售累计增长0.5%，弱于社零整体（3.5%）；在各细分行业中位于中下游，略好于文化办公用品类、金银珠宝类和化妆品类，逊色于粮油食品、家电、烟酒、饮料等行业。

分季度来看，1Q24服装零售额增速为2.5%，2Q24环比降速1.2pct至1.3%；分月度来看，受益于春节旺季1-3月服装零售整体表现稳定，进入到4月份以来有所波动，6、7月份由正转负且降幅进一步扩大至-5.2%水平，与社零整体差距进一步扩大。

图表：主要商品零售额年初至今&月度同比增速（%）

分类	年初至今	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
社会消费品零售总额	3.5%	2.7%	2.0%	3.7%	2.3%	3.1%	5.5%
粮油、食品类	9.6%	9.9%	10.8%	9.3%	8.5%	11.0%	9.0%
饮料类	5.6%	6.1%	6.1%	6.5%	6.4%	5.8%	6.9%
烟酒类	8.7%	-0.1%	-0.1%	7.7%	8.4%	9.4%	13.7%
家用电器和音像器材类	2.3%	-2.4%	-2.4%	12.9%	4.5%	5.8%	5.7%
服装、鞋帽、针纺织品类	0.5%	-5.2%	-1.9%	4.4%	-2.0%	3.8%	1.9%
金银珠宝类	-1.0%	-10.4%	-3.7%	-1.0%	-0.1%	3.2%	5.0%
化妆品类	0.3%	-6.1%	-14.6%	18.7%	-2.7%	2.2%	4.0%
日用品类	2.3%	2.1%	0.3%	7.7%	4.4%	3.5%	-0.7%
文化办公用品类	-5.3%	-2.4%	-8.5%	4.3%	-4.4%	-6.6%	-8.8%
家具类	2.0%	-1.1%	1.1%	4.8%	1.2%	0.2%	4.6%

来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

1.2、服装家纺板块：二季度由正转负，龙头效应弱

服装家纺板块表现疲软。24H1服装家纺整体收入、归母净利润同比+3.92%、+12.69%，实现高基数下稳健增长；单Q2边际走弱显著，收入、净利润分别-3.84%、-21.9%，在需求走弱背景下经营杠杆由正转负，利润下滑尤其明显。

集中度无明显提升，龙头效应偏弱。24H1龙头相对行业整体收入、利润增速无明显超额，其中仅高端服饰板块龙头比音勒芬、运动服饰龙头安踏体育存在收入与净利润端的明显超额；且比音勒芬2024单季度收入、净利润超额进一步提升至14pct\24pct；女装龙头歌力思、大众龙头森马服饰则在H24收入端存在超额，且2024幅度增加。

图表：服装家纺行业龙头比较

细分板块	公司名称	收入增速 (%)		利润增速 (%)		收入增速超额 (pct)		利润增速超额 (pct)		收入是否超额	利润是否超额
		24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24H1
高端服饰	比音勒芬	15.0	10.5	15.3	1.7	11.1	14.3	2.6	23.6	是	是
	报喜鸟	0.4	-4.5	-15.6	-38.3	-3.6	-0.7	-28.3	-16.4	否	否
女装	歌力思	5.5	-1.1	-46.6	-52.9	1.6	2.8	-59.3	-31.0	是	否
	地素时尚	-9.5	-7.1	-27.5	-21.0	-13.4	-3.3	-40.2	0.9	否	否
	锦泓集团	-1.6	-2.0	3.1	-22.4	-5.5	1.8	-9.6	-0.5	否	否
家纺	富安娜	2.8	0.5	-0.6	-11.7	-1.1	4.3	-13.3	10.2	否	否
	罗莱生活	-14.3	-16.3	-44.3	-35.7	-18.2	-12.5	-57.0	-13.8	否	否
	水星家纺	0.5	-8.9	-13.9	-38.6	-3.4	-5.1	-26.6	-16.7	否	否
大众服饰	海澜之家	1.5	-5.9	-2.5	-14.4	-2.4	-2.0	-15.2	7.5	否	否
	森马服饰	7.1	10.1	7.1	0.7	3.2	13.9	-5.5	22.6	是	否
户外	牧高笛	-2.9	-7.4	-18.4	-30.2	-6.9	-3.6	-31.1	-8.3	否	否
	三夫户外	-8.8	-7.5	-28.0	154.3	-12.7	-3.6	-40.6	176.2	否	否
运动服饰	安踏体育	13.8		62.6		9.9		49.9		是	是
	李宁	2.3		-8.0		-1.6		-20.7		否	否

1.3、纺织制造板块：二季度景气度延续，龙头效应强

纺织制造板块收入利润显著提升，景气度延续。24H1板块收入、净利润分别同增6.94%、32.89%，受益于需求回升、产能利用率提升，拉动利润率回升；单Q2收入、净利润增速略放缓至4.55%、24.28%。

龙头恢复显著好于行业，集中度有所提升。辅料龙头伟星股份、鞋服制造龙头申洲国际、九兴控股，以及配件制造龙头开润股份均实现了收入、利润双超额，预计主要受益于国际品牌重视供应链质量与稳定性，订单进一步向头部集中；其余制造龙头基本均实现了收入或利润的超额提升。

图表：纺织制造行业龙头比较

细分板块	公司名称	收入增速 (%)		利润增速 (%)		收入增速超额 (pct)		利润增速超额 (pct)		收入是否超额	利润是否超额
		24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24H1
辅料	伟星股份	25.6	320.0	37.8	36.2	18.6	315.4	4.9	11.9	是	是
配件制造	健盛集团	5.5	1.5	33.8	-1.8	-1.4	-3.0	0.9	-26.1	否	是
	开润股份	17.6	12.8	230.1	341.0	10.7	8.3	197.3	316.7	是	是
上游制造	新澳股份	10.1	8.4	4.5	3.4	3.2	3.9	-28.4	-20.9	是	否
	百隆东方	23.9	24.3	-14.8	-19.3	16.9	19.7	-47.7	-43.6	是	否
户外制造	扬州金泉	-15.6	-11.9	-43.8	-52.4	-22.5	-16.4	-76.6	-76.6	否	否
	浙江自然	13.2	12.6	-16.4	16.4	6.2	8.1	-49.3	-7.9	是	否
鞋服制造	华利集团	24.5	20.8	29.0	11.9	17.6	16.3	-3.8	-12.3	是	否
	申洲国际	12.2		37.8		5.3		4.9		是	是
	九兴控股	8.0		65.8		1.1		32.9		是	是

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

02 利润表端：筛选高景气、高质量标的

2、利润表端：筛选高景气、高质量标的

筛选标准一：收入与利润匹配情况

比较24H1收入/利润同比变动趋势，公司可由此分为：①收入利润双增，景气度提升且保持经营正杠杆；②增收不增利，需求量景气度延续，但可能存在以价换量或经营效率降低；③增利不增收，需求疲软但成本优化、控费能力较强；以及④收入利润双下滑，暂无明显修复。

筛选标准二：修复质量及节奏

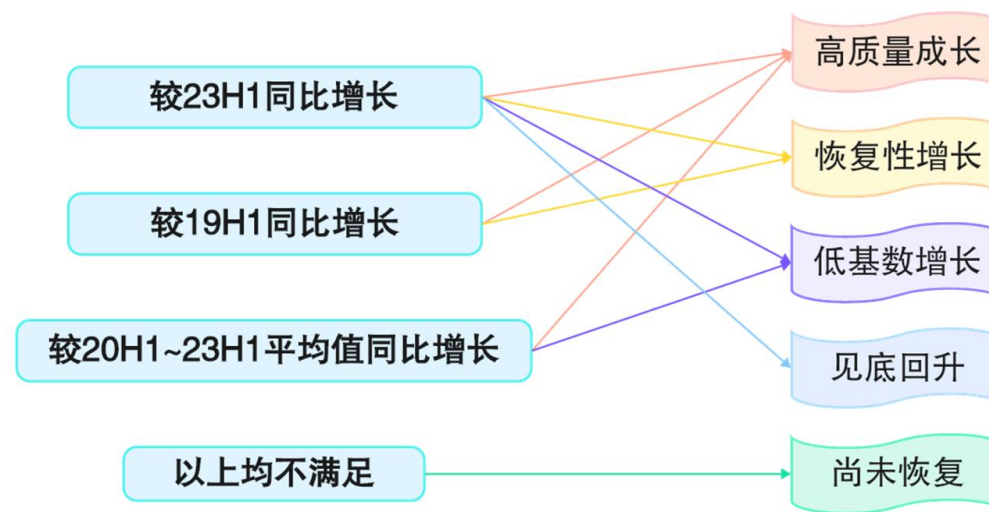
将24H1净利润分别与去年同期、19H1、及20H1~23H1特殊期间平均值三者比较，公司由此分为：①高质量成长个股：三者均实现正增长；②恢复性增长个股：已回到19H1水平，较去年同期也有正增长，但仍低于20H1-23H1均值，可能特殊时期相对收益；③低基数增长：较去年同期和20H1~23H1均值均有正增长，但尚未回到19H1水平，由于特殊时期受损严重呈现低基数下的增长；④见底回升：较去年同期已有增长，但仍低于19H1及20H1~23H1平均水平，说明已长期处于景气低位，24H1可能初现拐点；⑤尚未恢复：即三者均呈现下滑趋势。

图表：标准一（收入与利润匹配情况筛选）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表：标准二（修复质量筛选）



来源：公司公告，国金证券研究所

2.1、利润表端——收入与利润匹配情况

1) **收入利润双增**：反映量价两旺，需求与经营效率均有提升，主要集中在受益补库的制造或辅料、高功能性面料供应等细分环节。其中台华新材（24H1收入+55.64%，净利润+131.53%）显著受益于下游高功能性服饰如防晒服、户外服饰、速干衣等需求旺盛；浔兴股份（收入+30.75%，净利润101.79%）受益于下游补库需求；富春染织（收入+22.02%，净利润+93.67%）则主要由于公司拓产、低价新品打入市场，量增同时降低平均生产成本；安踏体育、探路者等受益于品牌份额提升、经营效率稳定。

2) **增收不增利**：可能存在以量换价，或成本上升快于订单导致侵吞利润、门店经营效率降低等情况。百隆东方（收入+23.89%，净利润-14.78%）订单、产能利用率有所恢复，但利润端受到棉价下跌售价降低压制；兴业科技（收入+5.45%，净利润-38.44%）则主要受到资产减值拖累；李宁亦受到同期非经基数较高影响。

图表：收入利润双增长公司

公司名称	24H1收入\24H1归母净利润YOY	
探路者	27.51%	295.65%
开润股份	17.62%	230.14%
迎丰股份	6.01%	194.85%
台华新材	55.64%	131.53%
浔兴股份	30.75%	101.79%
富春染织	22.02%	93.67%
泰慕士	20.69%	77.86%
孚日股份	2.01%	75.16%
安踏体育	13.80%	62.62%
浪莎股份	9.84%	36.35%

来源：同花顺FinD，公司公告，国金证券研究所

图表：增收不增利公司

公司名称	收入YOY	归母净利润YOY
富安娜	2.79%	-0.59%
海澜之家	1.53%	-2.54%
李宁	2.33%	-7.98%
嘉欣丝绸	12.28%	-9.58%
宏达高科	10.46%	-12.41%
水星家纺	0.52%	-13.89%
百隆东方	23.89%	-14.78%
夜光明	8.34%	-36.10%
兴业科技	5.45%	-38.44%
华纺股份	2.53%	-55.13%

来源：同花顺FinD，公司公告，国金证券研究所

2.1、利润表端——收入与利润匹配情况

3) 增利不增收：裕元集团（收入-2.92%，净利润+121.58%）主要受零售业务收入下滑、且门店费用较为刚性的拖累，制造业务实现正增长。

4) 收入利润双降：反映需求尚未迎来明显好转，经营压力较大。

图表：增利不增收公司

公司名称	4H1收入YOY	24H1归母净利润YOY
美邦服饰	-25.80%	648.34%
欣龙控股	-3.96%	267.65%
华升股份	-12.63%	168.78%
裕元集团	-2.92%	121.58%
美尔雅	-7.42%	59.40%
ST摩登	-29.04%	58.24%
酷特智能	-3.39%	21.06%
七匹狼	-4.90%	18.43%
聚杰微纤	-15.30%	12.17%

来源：同花顺FinD，公司公告，国金证券研究所

图表：收入利润双下滑公司

公司名称	收入YOY	归母净利润YOY
嘉曼服饰	-8.30%	-4.10%
梦洁股份	-13.78%	-5.18%
红豆股份	-1.33%	-5.77%
江南高纤	-20.68%	-8.66%
雅戈尔	-2.75%	-9.68%
牧高笛	-2.95%	-18.42%
鲁泰A	-0.35%	-23.50%
华孚时尚	-15.87%	-44.96%

来源：同花顺FinD，公司公告，国金证券研究所

2.2、利润表端——修复质量及节奏

图表：高质量成长型个股

1) 高质量成长型：

台华新材、开润股份、九兴控股等制造龙头收入利润均创近年来的新高，主要受益于下游品牌补库，以及运动、出行需求旺盛，实现产销两旺，产能利用率提升；安踏体育、比音勒芬等品牌具备较强韧性，收入、利润规模较19H1有所提升，且20~23H1在零售环境下行期波动相对较小，24H1继续稳步增长，品牌势能充足。

公司名称	较23H1同比增速		较19H1同比增速		较20H1-23H1平均值增速	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
开润股份	17.62%	230.14%	91.81%	117.91%	51.97%	246.70%
华升股份	-12.63%	168.78%	-38.11%	67.31%	-27.52%	103.83%
台华新材	55.64%	131.53%	65.01%	192.88%	91.31%	130.91%
裕元集团	-2.92%	121.58%	-15.90%	18.07%	-3.64%	181.56%
浔兴股份	30.75%	101.79%	35.19%	172.53%	28.66%	111.27%
九兴控股	8.02%	65.77%	8.96%	150.79%	19.26%	175.52%
安踏体育	13.80%	62.62%	129.97%	210.99%	44.95%	123.25%
酷特智能	-3.39%	21.06%	-4.00%	159.08%	6.78%	70.73%
七匹狼	-4.90%	18.43%	7.92%	51.02%	-0.61%	110.25%
比音勒芬	15.02%	15.25%	116.58%	175.59%	51.86%	71.56%

来源：同花顺FinD，公司公告，国金证券研究所（从上到下依次为高质量增长、恢复性增长板块表现最好的至多不超过5家个股）
注：19年末上市的公司已剔除，不在列表内，例如富春染织、华利集团

2) 恢复增长型：

欣龙控股由于主营水刺无纺布及医药健康及消费品业务，20H1~22H1公共卫生健康事件期间相对受益，基数较高。

图表：恢复性增长个股

公司名称	较23H1同比增速		较19H1同比增速		较20H1-23H1平均值增速	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
探路者	27.51%	295.65%	138.32%	4.45%	64.10%	-487.36%
龙头股份	5.30%	291.78%	-47.21%	108.97%	-34.23%	-265.07%
欣龙控股	-3.96%	267.65%	-36.29%	88.49%	-47.89%	-134.50%
浙文影业	10.49%	30.23%	-4.02%	57.56%	33.63%	-159.05%
众望布艺	14.18%	20.60%	28.66%	19.83%	6.50%	-23.14%

来源：同花顺FinD，公司公告，国金证券研究所

2.2、利润表端——修复质量及节奏

3) 低基数效应增长型:

主要由于前期受损严重呈现低基数下的增长。例如森马服饰22H1、23H1收入均下滑，利润基数也相对较低，24H1随着渠道扩张实现低基数下稳健增长。

4) 见底回升型:

美邦服饰、凤竹纺织等由于经济环境偏弱、下游品牌去库等因素近年来收入、利润双双下滑，24H1美邦受益于品牌调整升级、渠道调整等业绩初现回升；凤竹纺织受益于行业补库需求订单恢复正增长，叠加开发新产品、新客户拉动收入业绩增长。

图表：低基数效应增长型个股

公司名称	较23H1同比增速		较19H1同比增速		较20H1-23H1平均值增速	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
迎丰股份	6.01%	194.85%	86.61%	-39.84%	41.90%	29.58%
孚日股份	2.01%	75.16%	5.32%	-14.26%	8.81%	44.28%
美尔雅	-7.42%	59.40%	33.26%	-162.58%	-3.14%	64.77%
浪莎股份	9.84%	36.35%	34.92%	-5.08%	17.23%	13.66%
恒辉安防	16.51%	17.08%	36.64%	-2.98%	21.78%	3.38%
安奈儿	-16.29%	15.92%	-30.11%	-153.43%	-31.76%	47.81%
森马服饰	7.11%	7.14%	3.85%	-23.49%	1.57%	69.11%
航民股份	19.77%	6.44%	61.58%	-7.75%	40.98%	11.73%

来源：同花顺iFinD，公司公告，国金证券研究所（从上到下依次为低基数效应增长、见底回升板块表现最好的至多不超过5家个股）
注：19年未上市的公司已剔除，不在列表内，例如富春染织、华利集团

图表：见底回升型个股

公司名称	较23H1同比增速		较19H1同比增速		较20H1-23H1平均值增速	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
美邦服饰	-25.80%	648.34%	-74.14%	-155.68%	-61.10%	-125.68%
华生科技	64.25%	65.77%	15.60%	-6.41%	-2.09%	-31.85%
ST摩登	-29.04%	58.24%	-63.09%	-298.14%	-42.45%	-682.50%
凤竹纺织	4.66%	38.69%	-9.84%	-65.90%	-10.68%	-59.68%
康隆达	0.26%	6.16%	50.20%	-215.08%	27.24%	-384.06%

来源：同花顺iFinD，公司公告，国金证券研究所（从上到下依次为低基数效应增长、见底回升板块表现最好的至多不超过5家个股）
注：19年未上市的公司已剔除，不在列表内，例如富春染织、华利集团

2.2、利润表端

5) 尚未恢复型:

24H1部分品牌受到零售环境波动影响，收入增速放缓但前期保持渠道扩张等产生了刚性成本费用，因此利润率受损下滑。富安娜、海澜之家等由于在目标市场内份额较高、规模大，与整体零售环境相关性较强，新产品、边际份额提升等增量较小，利润受到直接影响；鲁泰A利润端则受到汇兑、非经等因素影响，呈现下滑趋势。

图表：尚未恢复型个股

公司名称	较23H1同比增速		较19H1同比增速		较20H1-23H1平均值增速	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
富安娜	2.79%	-0.59%	18.84%	40.78%	4.27%	7.93%
海澜之家	1.53%	-2.54%	40.33%	-23.00%	16.76%	17.88%
嘉曼服饰	-8.30%	-4.10%	46.24%	76.23%	1.87%	30.12%
梦洁股份	-13.78%	-5.18%	-2.79%	-75.76%	-10.62%	13.89%
红豆股份	-1.33%	-5.77%	-11.59%	-53.35%	-3.39%	-36.71%
江南高纤	-20.68%	-8.66%	-51.64%	-22.14%	-43.11%	-70.76%
宏达高科	10.46%	-12.41%	11.23%	6.79%	10.45%	-16.54%
百隆东方	23.89%	-14.78%	39.26%	3.70%	16.17%	-46.37%
鲁泰A	-0.35%	-23.50%	-11.14%	-58.79%	6.03%	-25.73%
兴业科技	5.45%	-38.44%	80.17%	-17.58%	59.16%	-12.81%

来源：同花顺FinD，公司公告，国金证券研究所（选取尚未恢复板块表现最好的至多不超过5家个股）
注：19年未上市的公司已剔除，不在列表内，例如富春染织、华利集团

03 资产负债表端：存货 健康，开店延续

3.1、 存货：品牌轻装上阵，制造增幅与收入同步

服装家纺行业：24H末存货绝对值同比降低2.93%，由于收入整体仍有小幅增长，整体库存压力预计未显著增加。龙头公司中，罗莱生活同比减速8.3%，降幅大于收入；牧高笛、森马服饰存货亦有所去化；但多数龙头存货同比仍有增长。

纺织制造行业：24H末存货绝对值同比增长6.55%，与行业收入增幅基本一致。龙头公司中，百隆东方存货同比降低22.34%、新澳股份存货同比降低3.28%；其余均有增长，但伟星股份、华利集团等存货增幅小于收入增幅。

图表：服装家纺存货绝对值及同比增速

存货绝对值及同比增速(单位:亿元, %)			
服装家纺			
公司名称	2023H1	2024H1	同比增速
罗莱生活	15.69	12.82	-18.31%
牧高笛	5.30	4.61	-13.10%
森马服饰	31.75	28.51	-10.18%
锦泓集团	9.20	8.37	-8.96%
报喜鸟	10.86	10.75	-1.05%
地素时尚	4.26	4.57	7.33%
李宁	21.20	23.13	9.12%
比音勒芬	6.88	7.63	10.97%
富安娜	7.36	8.18	11.09%
三夫户外	3.81	4.27	12.11%
水星家纺	9.59	10.82	12.76%
海澜之家	78.26	95.53	22.07%
安踏体育	64.87	80.13	23.52%
歌力思	7.11	9.38	31.98%
服装家纺行业	731.64	710.19	-2.93%

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

图表：纺织制造存货绝对值及同比增速

存货绝对值及同比增速(单位:亿元, %)			
纺织制造			
证券名称	2023H1	2024H1	同比增速
百隆东方	54.64	42.43	-22.34%
新澳股份	18.87	18.25	-3.28%
九兴控股	14.22	14.74	3.66%
申洲国际	63.19	66.94	5.93%
华利集团	28.00	30.04	7.29%
健盛集团	5.46	6.74	23.38%
浙江自然	1.60	1.99	24.83%
伟星股份	6.03	7.78	29.02%
扬州金泉	1.00	1.31	31.21%
开润股份	3.95	7.21	82.84%
纺织制造行业	493.61	525.97	6.55%

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

3.2、资本开支：品牌龙头仍维持开店，制造资本开支减少

服装家纺行业：行业龙头资本开支24H1同比增长124.7%，其中Q2同增182.49%，行业仍呈现扩张趋势，其中大众服饰、家纺龙头表现尤其显著。

门店数量方面，服装家纺龙头公司中，24H1森马服饰门店较年初净增203家，增速达2.56%，开店较快；海澜之家、安踏体育亦净开店80家以上，保持扩张。

纺织制造行业：行业龙头资本开支24H1同比减少55.32%，其中Q2同比减少155.74%，行业产能扩张保守。其中百隆东方、开润股份资本开支同比降幅较大，健盛集团、新澳股份同比扩产幅度较大。

图表：服装家纺门店数量及同比增速

服装家纺门店数量及同比增速（单位：家，%）				
证券名称	2023	2024H1	净变动	增速
三夫户外	54	47	-7	-12.96%
地素时尚	1037	977	-60	-5.79%
锦泓集团	1296	1260	-36	-2.78%
罗莱生活	2730	2690	-40	-1.47%
歌力思	652	645	-7	-1.07%
李宁	7668	7677	9	0.12%
牧高笛	211	212	1	0.47%
报喜鸟	1761	1772	11	0.62%
比音勒芬	1255	1263	8	0.64%
安踏体育	12154	12242	88	0.72%
海澜之家	6877	6957	80	1.16%
富安娜	1494	1531	37	2.48%
森马服饰	7937	8140	203	2.56%
合计			287	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表：资本支出绝对值及同比增速

资本支出绝对值及同比增速（单位：亿元，%）						
服装家纺						
证券名称	2023H1	2024H1	同比增速	2023Q2	2024Q2	同比增速
牧高笛	0.34	0.06	-81.86%	0.19	0.02	-88.89%
三夫户外	0.08	0.03	-65.17%	-0.02	0.00	-105.56%
比音勒芬	7.91	2.96	-62.60%	7.13	1.79	-74.90%
报喜鸟	2.00	1.47	-26.64%	1.03	0.72	-29.70%
地素时尚	0.26	0.21	-17.71%	0.08	0.05	-38.57%
歌力思	0.39	0.41	4.54%	0.18	0.17	-1.25%
海澜之家	2.56	2.69	4.84%	0.17	1.58	827.59%
锦泓集团	0.19	0.21	10.88%	-0.03	0.10	-503.95%
安踏体育	6.64	8.91	34.19%	--	--	--
罗莱生活	0.89	1.56	74.32%	0.15	0.72	378.63%
森马服饰	0.59	1.53	157.30%	0.43	0.54	27.58%
富安娜	0.04	0.15	285.05%	0.00	0.02	402.04%
水星家纺	0.15	0.60	306.97%	0.05	0.44	876.82%
李宁	6.71	--	--	--	--	--
服装家纺行业	30.40	68.31	124.71%	19.02	53.72	182.49%
纺织制造						
证券名称	2023H1	2024H1	同比增速	2023Q2	2024Q2	同比增速
百隆东方	4.40	0.01	-99.70%	3.69	0.00	-100.03%
开润股份	0.71	0.43	-39.50%	0.34	0.21	-38.08%
伟星股份	3.32	3.11	-6.20%	1.33	1.23	-7.81%
九兴控股	1.66	1.74	4.85%	--	--	--
扬州金泉	0.10	0.13	26.77%	0.08	0.03	-59.67%
华利集团	4.84	7.89	62.87%	3.45	4.61	33.43%
浙江自然	0.48	0.88	81.28%	0.31	0.45	45.18%
新澳股份	1.50	4.40	192.73%	1.27	1.88	48.19%
健盛集团	0.19	0.97	413.75%	0.01	0.70	5486.40%
申洲国际	6.27	--	--	--	--	--
纺织制造行业	44.15	19.73	-55.32%	63.52	28.11	-155.74%

来源：同花顺FinD，国金证券研究所

04 超预期个股梳理

4、纺服板块超预期个股——伟星股份

伟星股份2024H1收入利润均超出市场预期：

2024H1营业收入同比增长25.57%至22.96亿元，归母净利润同比增长37.79%至4.16亿元，扣非归母净利润同比增长33.65%至4.01亿元；单Q2营业收入同比增长32.2%至14.96亿元，归母净利润同比增长36.17%至3.38亿元，扣非归母净利润同比增长31.06%至3.25亿元。

公司各个品类均实现较快增长，且国际市场增长快于国内：

1)分产品看，24H1拉链/钮扣/其他服饰辅料/其他收入分别同比+24.0%/+27.1%/+23.2%/+52.2%、收入分别占比54.8%/40.4%/3.3%/1.5%。2)分地区看，23H1国内/国际收入分别同比+24.8%/+27.2%、收入分别占比67%/33%，国际市场增长略快于国内。

公司费用率有所下降，毛利率和归母净利率有所提升：

1)毛利率:24H1同比+0.58pct至41.80%，其中拉链/钮扣毛利率分别同比+0.34pct/+0.27pct至42.89%/42.09%，我们判断主要来自订单增长、产能利用率提升带动，24H1产能利用率同比提升13.6pct至70.7%。2)期间费用率:24H1期间费用率同比-0.95pct至20.06%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.12/-0.68/-0.25/-0.14pct至7.97%/9.07%/3.61%/-0.59%，销售费用率上升主因上半年业绩表现较好相关人员工资提升，管理费用率下降主因股权激励计划前四期结束、激励费用下降，财务费用率下降主因利息收入增多。3)其他损益项目:24H1政府补助1987万元、同比增加1226万元。4)归母净利率:24H1同比+1.6pct至18.11%。

4、纺服板块超预期个股——伟星股份

上半年业绩表现超预期原因，主要系下游品牌客户去库存进入尾声，叠加奥运年影响，增加了较多的订单，使得公司实现收入及利润端的较快增长，经营质量亦有所提升。长期以来公司不断强化产品力，多维度、多形式创新产品，满足客户多元化需求。持续推进智能制造水平。

随着越南工厂投产，孟加拉和国内工厂技改扩建，预计公司产能将持续扩张。我们判断随着越南工厂的逐步投产，海外产能规模扩张，同时客户订单的充沛带动公司整体产能利用率提升，长期来看我们判断公司仍处于扩产阶段，以满足品牌客户持续增长的订单需求。

图表：伟星股份市场一致预期

项目	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	39.07	45.91	52.59	59.84
营业收入增长率（%）	8%	18%	15%	14%
归母净利润（亿元）	5.58	6.84	7.86	8.99
归母净利润增长率（%）	14%	23%	15%	14%
摊薄每股收益（元/股）	0.53	0.59	0.67	0.77
每股经营现金流净额（元/股）	0.61	0.79	0.85	0.95
ROE（%）	17%	15%	16%	17%
PE（倍）	25.33	21.15	18.40	16.09
PB（倍）	2.94	3.08	2.85	2.63

4、纺服板块超预期个股——安踏体育

安踏体育2024H1收入利润均超出市场预期。公司实现营业收入337.4亿元，同比增长13.8%，归母净利润(包括合营公司AMER影响)77.2亿元，同比大幅增长62.6%，不包括合营公司影响的归母净利润为61.6亿元，同比增长17.0%。EPS为2.75元，拟每股派发中期现金红利1.18港币、派息率达50.1%。

2024H1主品牌收入160.77亿元(+13.5%)，占比47.7%(-0.1pct)，Q1/Q2流水为中单/高单增长，收入增长主要系跑步品类增长双位数、欧文系列全球发售提升声量、高线主流商圈流水双位数增长、新店型店效提升，收入增速快于流水系批发发货错位及分销商收回DTC。分渠道看:DTC/电商/批发收入89.37/55.67/15.73亿元，同比+10.5%/+20.1%/+8.5%，占比55.6%/34.6%/9.8%，成人/儿童门店数7073家(较年初+20家)2831家(较年初+53家)。

2024H1FILA收入130.56亿元(+6.8%)，占比38.7%(-2.6pct)，Q1/Q2流水为高单/中单增长，整体门店1981家(较年初+9家)，预计电商增长、鞋类增长20%+，儿童及潮牌承压。

2024H1其他品牌收入46亿元(+41.8%)，占比13.6%(+2.7pct)，迪桑特增长30%、可隆增长50%+，迪桑特/可隆门店197/160家(较年初+10/-4家)，预计迪桑特儿童将继续加大高线布局、可隆继续加强华南市场覆盖。

上半年毛利率创2020年以来新高。1)上半年，公司实现毛利率64.1%(+0.8pct)，经营利润率25.7%(较去年同期持平)，归母净利润率(不含Amer)为18.3%(+0.5pct.)，上半年毛利率创2020年以来新高。2)毛利率上，安踏/FILA/其他品牌毛利率分别为56.6%/70.2%/72.7%，较去年同期分别+0.8pct./+1pct./-0.7pct，鞋类毛利率及占比提升、批发业务占比下降、存货撇减拨回等因素带动安踏、FILA毛利率提升。3)经营利润率上，安踏/FILA/其他品牌经营利润率分别为21.8%/28.6%/29.9%，较去年同期分别+0.8pct./-1.1pct./-0.4pct，安踏核心受益于毛利率提升，FILA为本期跨界联名合作增加，广告宣传等经营开支增加。

4、纺服板块超预期个股——安踏体育

多品牌管理策略逐渐实现高质量增长的目标：

安踏品牌于2023年开始聚焦大众定位，并针对专业品类进行梳理以完善产品矩阵。目前，品牌战略布局已逐渐进入收获期，安踏旗下冠军系列于上半年取得不错的增长。总体来看，FILA品牌延续I季度的中高个位数增速。Descente和Kolon的增速有所加快，迪桑特定位高端专业运动，目前在滑雪行业的品牌力位居前列。

图表：安踏体育市场一致预期

项目	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	626.61	702.70	786.20	873.84
营业收入增长率（%）	16%	12%	12%	11%
归母净利润（亿元）	102.36	133.79	139.31	157.58
归母净利润增长率（%）	35%	31%	4%	13%
摊薄每股收益（元/股）	3.60	4.72	4.92	5.56
每股经营现金流净额（元/股）	6.93	5.46	6.30	6.35
ROE（%）	20%	22%	20%	21%
PE（倍）	22.61	16.26	15.62	13.80
PB（倍）	4.06	3.14	2.71	2.36

4、 纺服板块超预期个股——申洲国际

申洲国际2024H1收入略低于预期，利润超出市场预期。24H1营收129.8亿元，同比+2.2%。营收增长的原因:公司订单数量增长幅度表现较好，特别是休闲类和内衣类的订单增速较快。从产品类别看，运动类收入为92.1亿元，同比+7.6%，占营收的71%；休闲类收入为27.6亿元，同比+20%，占营收的21.3%；内衣类收入为9.0亿元，同比+47.4%，占营收的7.0%；其他针织品类收入为9.95亿元，同比+12.2%，占营收的7.7%。从市场区域看，国际市场收入为92.5亿元，同比+9.4%，占营收的71.3%。具体看欧盟市场收入为25.3亿元，同比+4.4%，占营收的19.5%；日本市场收入为21.2亿元，同比+27.0%，占营收的16.3%；美国市场收入为18.8亿元，同比+2.7%。另一方面，国内市场收入为37.2亿元，同比+20.0%，占营收的28.7%。

盈利能力方面，2024H1毛利率为29%(+6.6pct)，预计2024Q2毛利率接近30%主要系产能利用率提升，尤其海外新厂员工达到设定规模且效率提升。2024H1期间费用占比9.4%(-0.47pct)，销售/管理/财务费用率分别为0.65%(-0.05pct)/7.3%(-0.6pct)/1.47%(+0.2pct)，管理费用率提升主要系工资提升。2024H1归母净利率22.6%(+4.2pct)，主要系政府补助及汇兑收益9543.6/7516.5万元(同比减少0.7/1.7亿元)，利息收入同比增加2.1亿元带来正面贡献，有效税率基本稳定。营运能力:截至2024H1存货66.9亿元(较2023年末+9.3%)，存货/应收周转天数较2023年末+7/-1天，现金及现金等价物100.8亿元(-13.1%)。

营运能力方面，截至2024H1，公司存货同比基本增长6%至66.9亿元，存货周转天数同比下降1天至125天。应付账款周转天数同比上升5天至25天，整体保持健康。期末拥有货币资金10亿元，现金流状况健康充裕。

4、纺服板块超预期个股——申洲国际

优衣库/阿迪等客户表现优异，产能稳步扩张。分客户来看，H优衣库收入为34.0亿元，同比增长33.9%，Adidas收入为23.3亿元，同比增长23.8%，引领公司增长，一方面得益于客户自身销售较佳，另一方面公司在供应链中的份额持续提升。分地区来看，中国地区收入37.2亿元，同比增长20%，国际品牌大中华区销售优异，且公司在国际品牌供给国内市场的供应链中份额增长；日本收入21.2亿元，同比增长27%，主要得益于优衣库优异表现。

图表：申洲国际市场一致预期

项目	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	249.96	282.24	316.68	352.29
营业收入增长率（%）	-10%	13%	12%	11%
归母净利润（亿元）	45.57	57.21	65.27	73.12
归母净利润增长率（%）	0%	26%	14%	12%
摊薄每股收益（元/股）	3.03	3.81	4.34	4.86
每股经营现金流净额（元/股）	3.48	3.94	4.43	4.36
ROE（%）	14%	16%	17%	17%
PE（倍）	25.78	38.03	33.33	29.75
PB（倍）	3.47	2.56	2.32	2.10

来源：Wind，国金证券研究所(2023年为公司公开数据，2024-2026年均为Wind一致预期)

4、纺服板块超预期个股——台华新材

台华新材2024H1业绩超出市场预期。公司24H1实现营业收入34.19亿元，同比+55.64%;实现归母净利润4.24亿元，同比+131.53%;扣非后归母净利润3.71亿元，同比+202.69%。分季度看，Q1/Q2分别实现营业收入14.72/19.46亿元，同比分别+51.72%/+58.74%;实现归母净利润1.5/2.74亿元，同比+101.13%/+152.37%;扣非后归母净利润1.35/2.36亿元，同比+377.67%/+150.26%。

分子公司数据来看：1)锦纶长丝子公司贡献利润2.88亿元，同比增加1.3亿元;其中，嘉华尼龙(本部长丝)收入14.97亿元，同比+6.1%，净利润1.98亿元，同比增加5980万元;嘉华尼龙(江苏)收入9.26亿元，净利润4855万元，同比增加4639万元;再生尼龙(江苏)收入4.53亿元，净利润487万元，同比增加2285万元。2)面料子公司贡献利润.05亿元，同比增加8074万元;其中，高新染整收入8.19亿元，同比+45.2%，净利润1.02亿元，同比增加7808万元;福华面料收入5272万元，同比+27.5%，净利润293万元，同比增加169万元。3)坯布子公司贡献利润2741万元，同比增加3107万元。

盈利能力方面，24H1毛利率同比+2.93pct至24.09%;销售净利率同比+4.07pct至12.4%。期间费用率同比-2pct至10.4%;其中，销售费用率-0.27pct至0.85%;管理费用率同比-2.03pct至7.97%;研发费用率同比-0.11pct至5.19%;财务费用率同比+0.29pct至1.58%。分子公司看，24H1嘉华尼龙/嘉华尼龙(江苏)/高新染整净利率分别为13.2%/5.2%/12.5%，同比分别增加3.4pct/2.8pct/8.2pct。

4、纺服板块超预期个股——台华新材

受益于户外防晒等需求拉动，锦纶龙头全年业绩高增可期

展望下半年，受益于全国范围内的户外、防晒等产品需求的增长拉动，在当前的经济大背景之下，公司主业有望受益于行业需求增长的推动，从而实现业绩的稳步增长，配合相关的可再生产能进一步投产和释放，进一步从生产端保障业绩的有效释放，从而实现业绩进一步增厚的预期，全年来看，公司业绩持续稳定增长的目标可期。

图表：台华新材市场一致预期

项目	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	50.94	64.33	77.39	88.27
营业收入增长率（%）	27%	26%	20%	14%
归母净利润（亿元）	4.49	7.10	8.59	10.19
归母净利润增长率（%）	67%	58%	21%	19%
摊薄每股收益（元/股）	0.50	0.80	0.97	1.14
每股经营现金流净额（元/股）	0.41	1.64	1.64	1.96
ROE（%）	11%	14%	15%	16%
PE（倍）	35.93	13.17	10.88	9.17
PB（倍）	2.51	1.88	1.65	1.43

来源：Wind，国金证券研究所(2023年为公司公开数据，2024-2026年均为Wind一致预期)

05 风险提示

- 下游需求不及预期导致提价不及预期的风险
- 原材料价格大幅上涨所带来的风险
- 消费复苏不确定性所带来的风险

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题