

# 纺服行业2024年三季度报总结： 制造龙头再续佳绩，期待品牌复苏回暖

证券分析师：汤军

执业证书：S0600517050001

联系邮箱：tangj@dwzq.com.cn

证券分析师：赵艺原

执业证书：S0600522090003

联系邮箱：zhaoyy@dwzq.com.cn

二零二四年十一月五日

- **品牌服饰**：受宏观消费环境低迷影响，24Q3品牌服饰板块（A股）业绩转弱，营收/归母净利润分别同比-8.6%/-59.4%，净利下滑幅度较大，主因费用投放较多，存货和现金流压力有所增加。结构上运动服饰品牌流水相对稳健，高端女装经营杠杆相对较重、利润承压明显。随9月底政府一揽子宽松政策出台，10月品牌服饰流水有所改善，我们预计部分品牌恢复至双位数增长。
- **投资建议**：随政策向实体经济逐步传导，服装消费有望回暖复苏，其中：1) 复苏早期，相对需求刚性和性价比定位品牌有望优先受益，推荐波司登、安踏体育、特步国际、361度、海澜之家、水星家纺。2) 复苏中后期，随消费者信心企稳，消费升级相关品牌可能逐步受益、释放业绩弹性，建议关注李宁、比音勒芬、报喜鸟等。
- **纺织制造**：24Q3纺织制造企业订单延续恢复趋势，板块（A股）营收/归母净利分别同比+8.8%/+7.1%（净利剔除个别异常值）。产能利用率、棉价和汇率影响不同公司盈利水平，净利表现呈分化，其中鞋服箱包制造龙头净利表现较好，棉纺织企业业绩承压。
- **投资建议**：随下游客户补库接近尾声，未来纺织制造企业订单将更多依赖于终端真实需求以及公司拓展客户+提升份额的能力。重点推荐兼具管理优势+客户优势、积极扩产、业绩增长确定性较高的华利集团、伟星股份，建议关注绑定优质客户资源的申洲国际、健盛集团、开润股份，以及在原材料价格回升环境下有望受益的新澳股份、百隆东方、鲁泰。
- **风险提示**：终端消费疲软、棉价大幅波动、人民币汇率波动等



■ 1、品牌服饰：24Q3业绩环比转弱，期待Q4改善

---

■ 2、纺织制造：24Q3延续订单恢复趋势，净利表现分化

---

■ 3、风险提示

---

■ 4、附录

---

## 1. 品牌服饰：24Q3业绩环比转弱，期待Q4改善

# 1.1. 行业概览：Q3服装类零售同比持续下滑，但降幅逐月收窄

- **2024年以来国内消费表现偏弱，服装类零售不及整体水平。** 2024年1-9月国内社零累计同比+3.3%、服装类零售额累计同比-0.2%，整体消费表现偏弱，服装作为可选消费品表现不及整体水平。
- **24Q3服装类零售同比持续下滑，但降幅逐月收窄。** 1-3月国内服装类零售同比小幅增长，但随消费者信心持续转弱（3-9月消费者信心指数分别为89.4/88.2/86.4/86.2/86.0/85.8/85.7），Q3服装类零售额持续同比下滑、环比Q2进一步转弱，但降幅逐月收窄（7-9月服装类零售额分别同比-5.6%/-1.9%/-0.3%）。

## 2024年以来国内消费表现偏弱



## 24Q3服装类零售同比持续下滑

零售额当月同比 (%)	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-01&02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
限额以上企业商品零售总额	2.8	0.7	0.0	-1.0	-3.5	-0.9	-2.5	-6.2	-4.8	-9.0	-7.9	-4.7
粮油、食品类	1.1	0.1	0.9	0.8	9.3	8.5	11.0	9.0	5.8	4.4	4.4	8.3
饮料类	0.7	2.7	6.1	1.7	6.5	6.4	5.8	6.9	7.7	6.3	6.2	8.0
烟酒类	0.7	3.1	-0.1	5.2	7.7	8.4	9.4	13.7	8.3	16.2	15.4	23.1
服装鞋帽针纺织品类	-0.4	-1.6	-5.2	-1.9	4.4	-2.0	3.8	1.9	26.0	22.0	7.5	9.9
服装类	-0.3	-1.9	-5.6	-2.2	3.2	-3.0	3.6	0.0	30.5	25.9	8.7	12.0
化妆品类	-4.5	-6.1	-6.1	-14.6	-18.7	-2.7	2.2	4.0	9.7	-3.5	1.1	1.6
金银珠宝类	-7.8	-12.0	-10.4	-3.7	-11.0	-0.1	3.2	5.0	29.4	10.7	10.4	7.7
日用品类	3.0	1.3	2.1	0.3	7.7	4.4	3.5	-0.7	-5.9	3.5	4.4	0.7
体育、娱乐用品类	6.2	3.2	10.7	1.5	20.2	12.7	19.3	11.3	16.7	16.0	25.7	10.7
书报杂志类	5.1	-3.9	-2.7	0.8	-5.1	-2.0	10.7	0.0	-3.6	4.6	-0.3	8.7
家用电器和音像器材类	20.5	3.4	-2.4	-7.6	-12.9	4.5	5.8	5.7	-0.1	2.7	9.6	-2.3
中西药品类	5.4	4.3	5.8	4.5	4.3	7.8	5.9	2.0	18.0	7.1	8.2	4.5
文化办公用品类	10.0	-1.9	-2.4	-8.5	4.3	4.4	-6.6	-8.8	-9.0	-8.2	7.7	-13.6
家具类	0.4	-3.7	-1.1	1.1	4.8	1.2	0.2	4.6	2.3	2.2	1.7	0.5
通讯器材类	12.3	14.8	12.7	2.9	16.6	13.3	7.2	16.2	11.0	16.8	14.6	0.4
石油及制品类	-4.4	-0.4	1.6	4.6	5.1	1.6	3.5	5.0	8.6	7.2	5.4	8.9
建筑及装潢材料类	-6.6	-6.7	-2.1	-4.4	-4.5	-4.5	2.8	2.1	-7.5	-10.4	-4.8	-8.2
汽车类	0.4	-7.3	-4.9	-6.2	-4.4	-5.6	-3.7	8.7	4.0	14.7	11.4	2.8

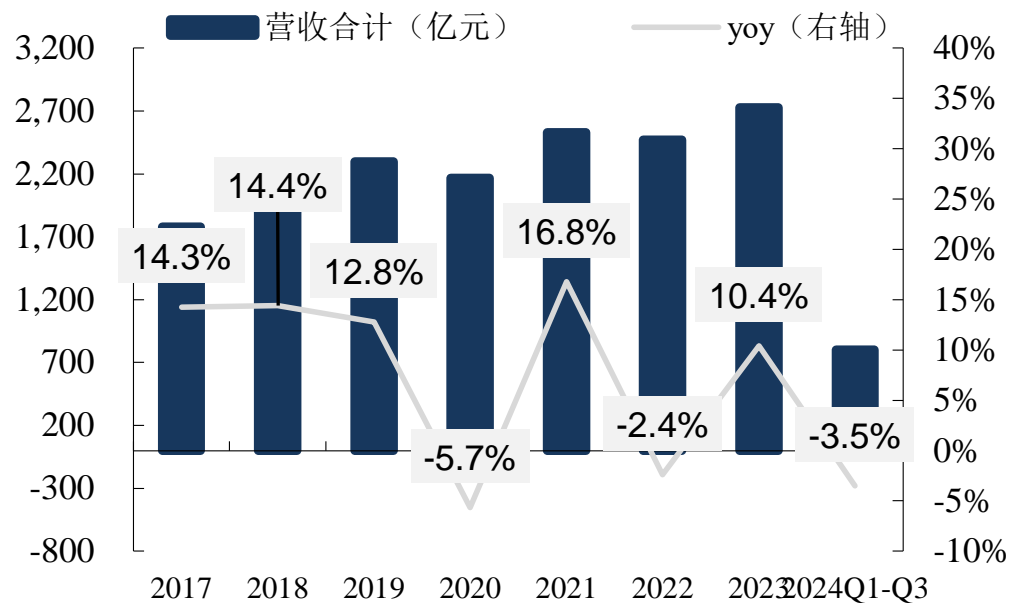
## 消费者信心指数逐月转弱



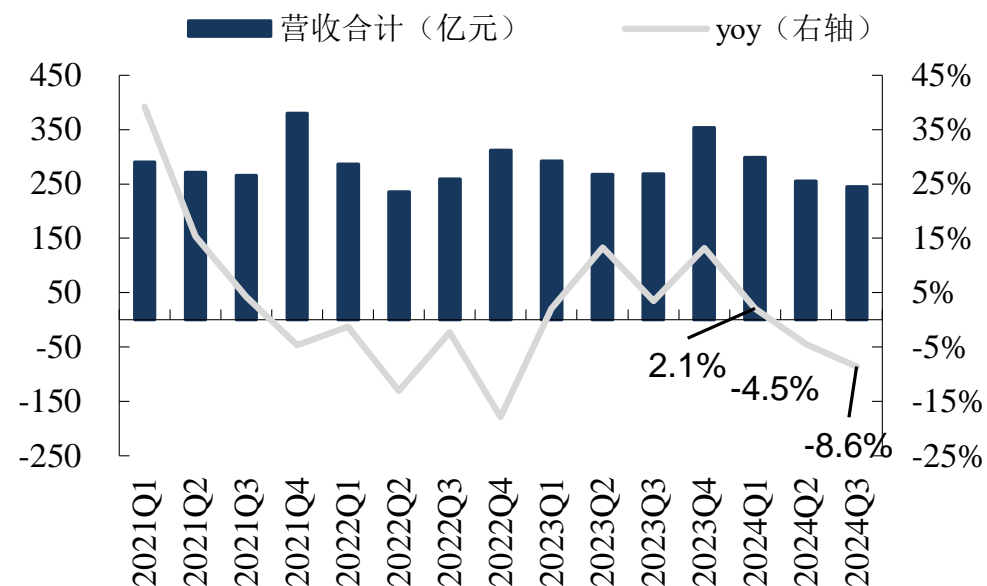
## 1.2. 板块财务：24Q3整体业绩承压，库存及现金流压力增加

- 我们统计了品牌服饰11个子行业48家A股+港股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。
- **营收端：前三季度同比小幅下滑，Q3较Q2降幅扩大。** 2017-2019年品牌服饰板块（A+H股）营收同比增速整体在12%-15%区间，2020-2023年在疫情扰动下增速波动较大。24年前三季度板块（A股）营收同比-3.5%，其中24Q1/Q2/Q3分别同比+2.1%/-4.5%/-8.6%，Q2起国内消费开始转弱，板块营收小幅下滑、Q3进一步承压。

### 24年前三季度品牌服饰板块（A股）营收小幅下滑



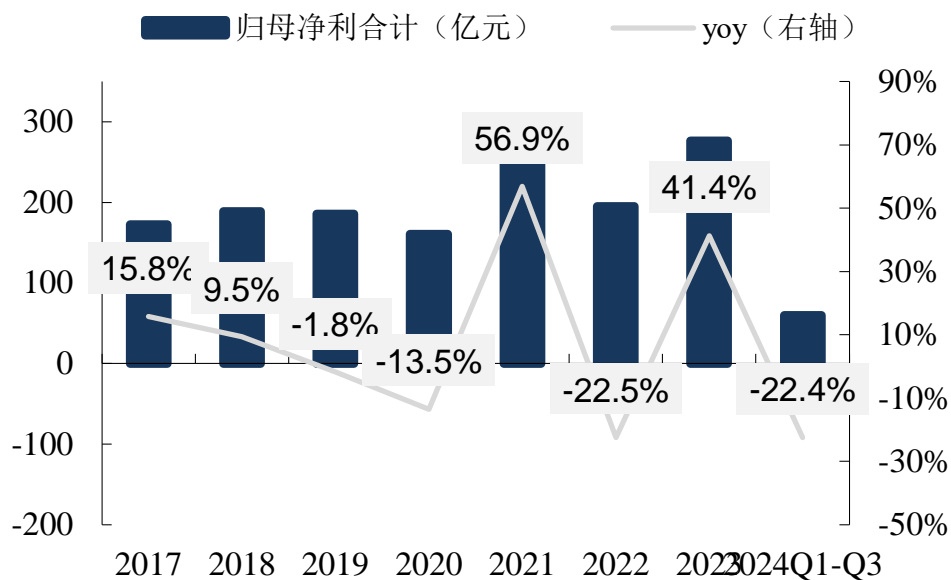
### 24Q3品牌服饰板块（A股）营收降幅扩大



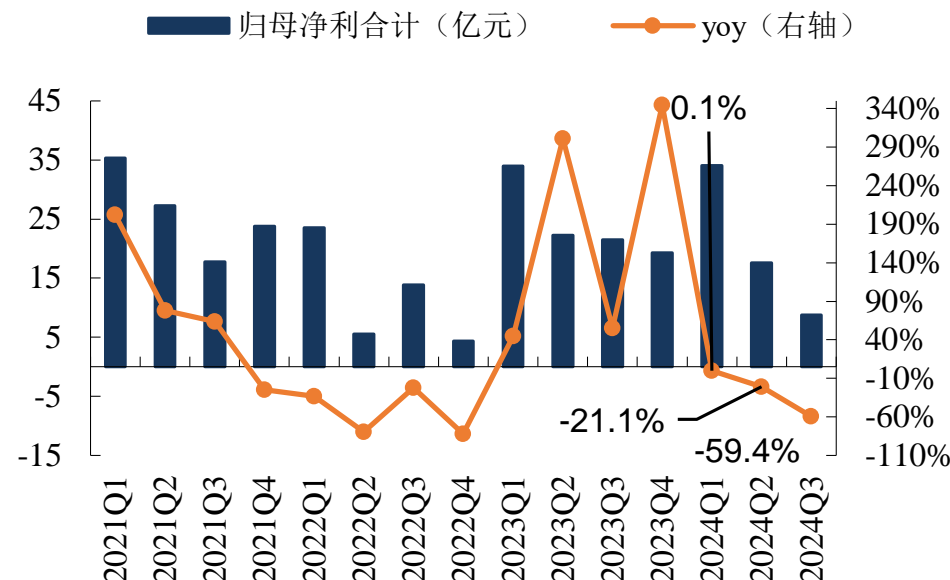
## 1.2. 板块财务：24Q3整体业绩承压，库存及现金流压力增加

- **净利端：前三季度同比下滑，Q3下滑较多、降幅较Q2环比扩大。** 17-18年板块归母净利润保持稳健增长，19-23年受行业低迷、疫情冲击影响增速波动较大。24年前三季度板块（A股）归母净利润同比-22.4%，其中Q1/Q2/Q3分别同比+0.1%/-21.1%/-59.4%，Q3在销售承压及负向经营杠杆影响下下滑较多、降幅较Q2环比扩大。

### 24年前三季度品牌服饰板块（A股）归母净利润承压下滑



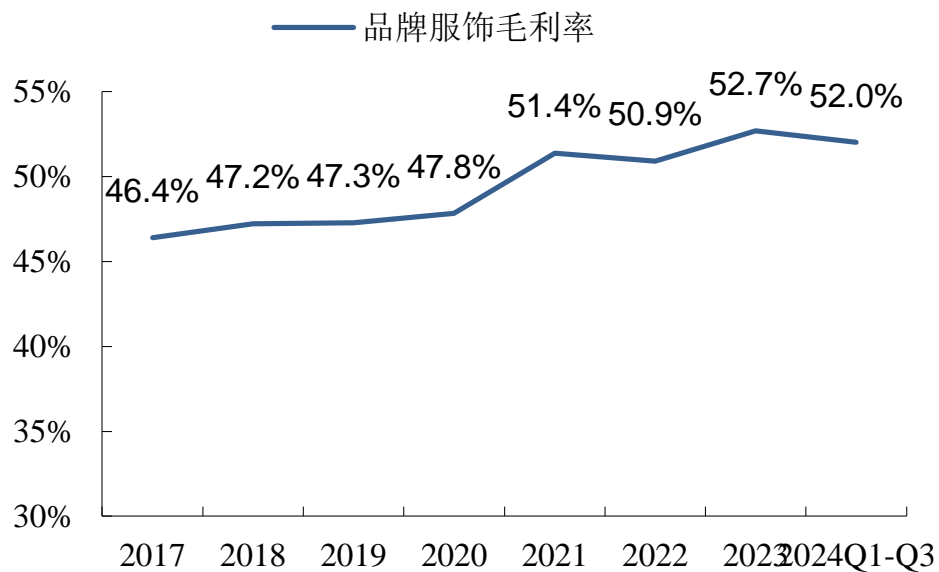
### 24Q3品牌服饰板块（A股）归母净利润降幅扩大



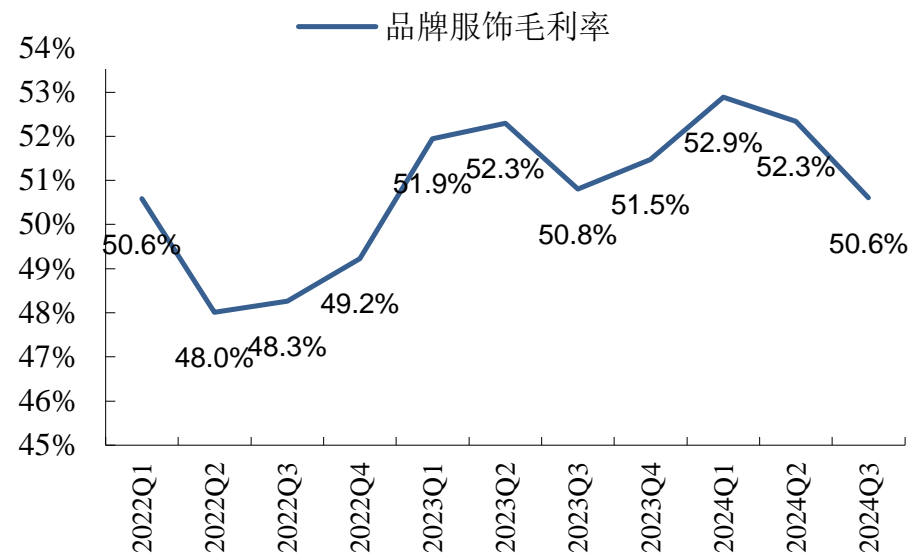
## 1.2. 板块财务：24Q3整体业绩承压，库存及现金流压力增加

- **毛利率：动态调整折扣应对低迷环境，24Q3板块毛利率在低基数下同比持平略降。** 17-19年品牌服饰板块毛利率持平略升、整体平稳，21年国内消费反弹毛利率上行，22年受疫情影响毛利率有所回调，23年以来重新进入恢复区间。24Q3板块毛利率（A股）同比-0.2pct至50.6%，在低基数下持平略降（23Q3板块处于去库阶段、折扣相对较深），主因多数品牌针对低迷的零售环境动态调整折扣。

### 24年前三季度品牌服饰板块（A股）毛利率小幅下降



### 24Q3品牌服饰板块（A股）毛利率同比持平略降

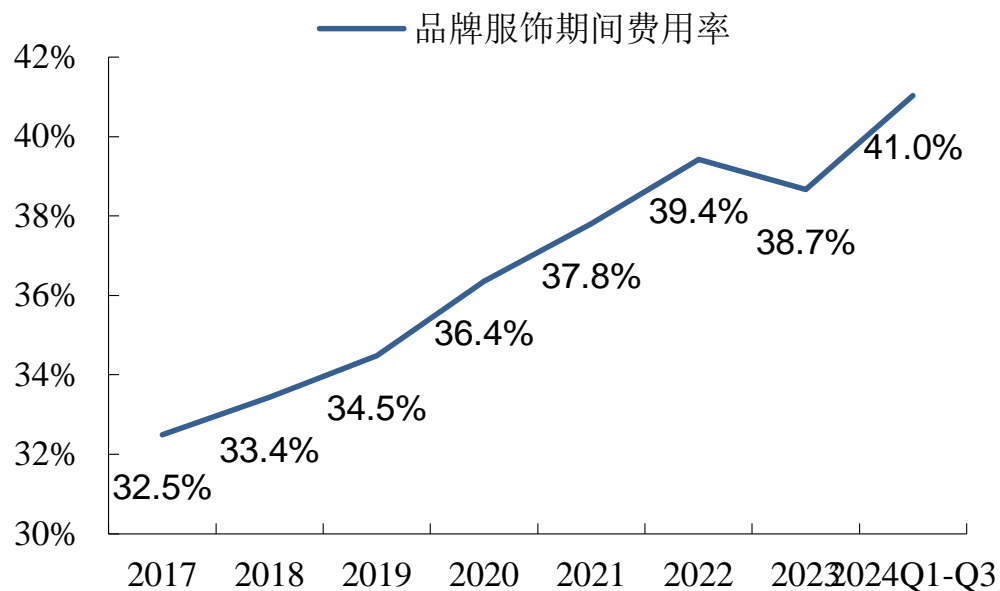




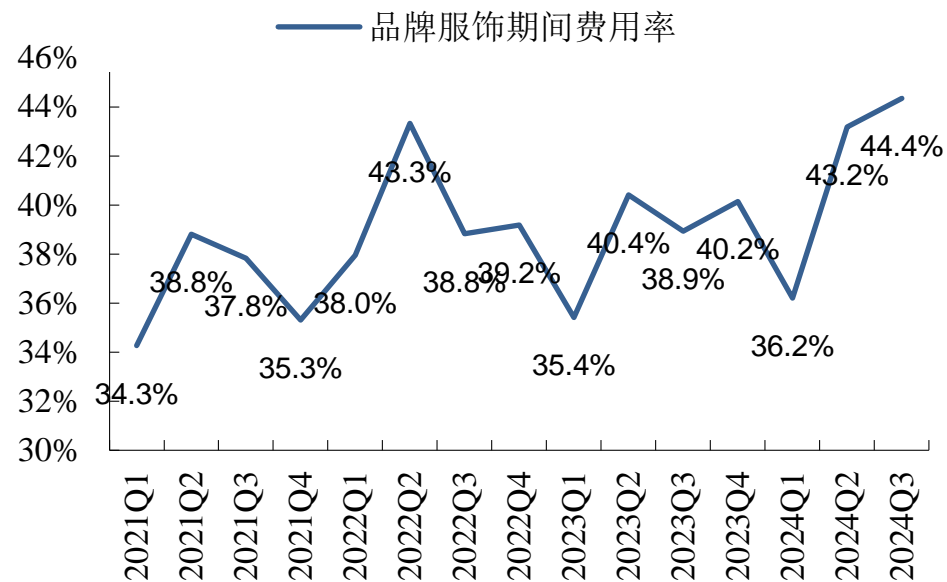
## 1.2. 板块财务：24Q3整体业绩承压，库存及现金流压力增加

- 期间费用率：24年前三季度同比提升，其中Q3提升较多。** 17-22年在品牌建设、渠道升级趋势下，板块(A+H股)期间费用率从32.5%升至39.4%，23年随终端销售改善摊薄刚性费用，期间费用率同比回落至38.7%。24年前三季度板块（A股）期间费用率同比+2.67pct至41%，其中Q1/Q2/Q3分别同比+0.79/+2.78/+5.41pct至36.2%/43.2%/44.4%，终端销售低于预期，而部分品牌加大营销宣传支出，结合门店刚性费用，导致Q3费用率提升较多。

### 24年前三季度品牌服饰板块（A股）费用率同比提升



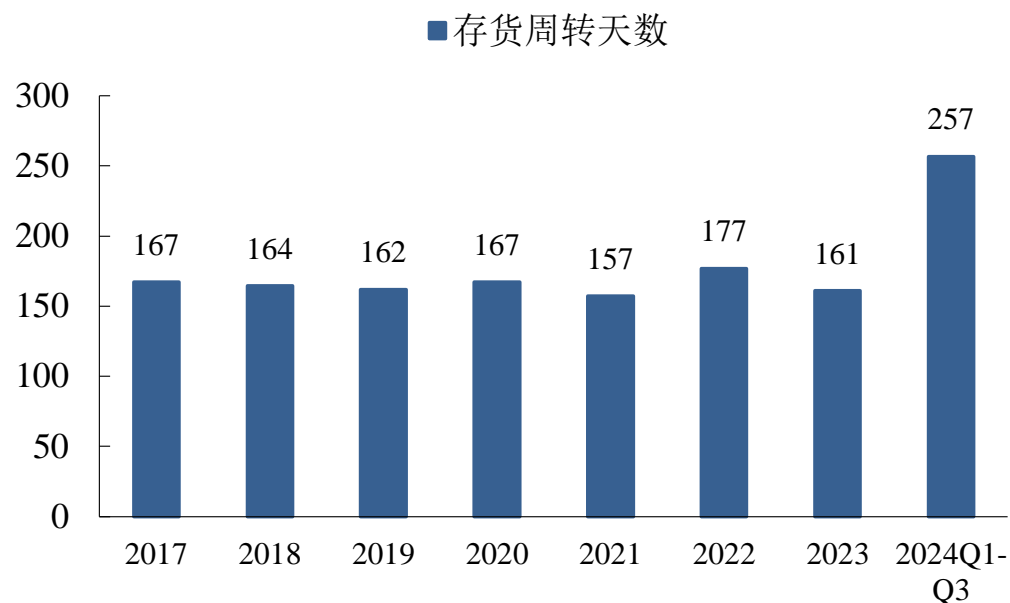
### 24Q3品牌服饰板块（A股）费用率提升较多



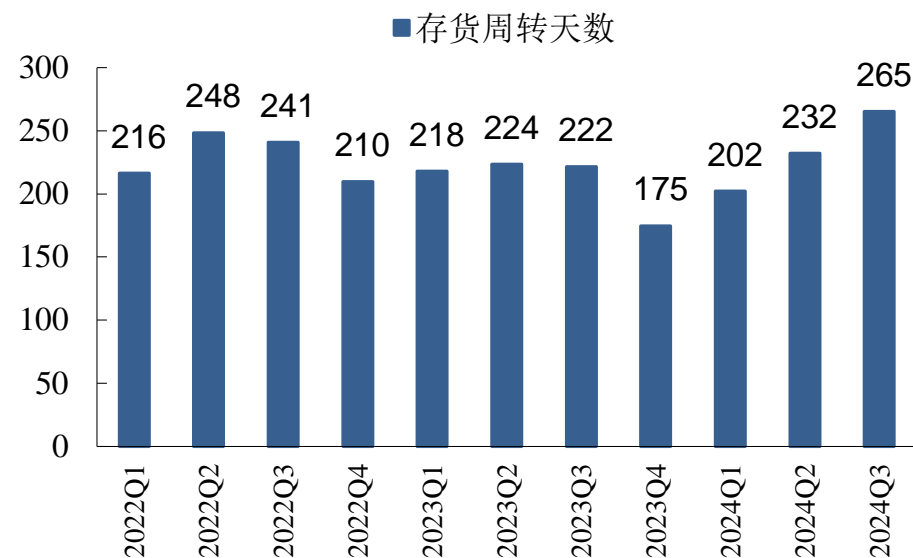
## 1.2. 板块财务：24Q3整体业绩承压，库存及现金流压力增加

- 存货：销售低于预期+冬装备货，24Q3存货周转进一步放缓。** 17-19年板块（A+H股）存货周转天数整体在162-167天，20-23年在外部环境变化下存货周转天数变动加大。24Q1/Q2/Q3年板块（A股）存货周转天数分别为202/232/265天，受终端销售承压及冬装备货影响，存货周转逐季放缓。

### 24年前三季度品牌服饰板块（A股）存货周转放缓



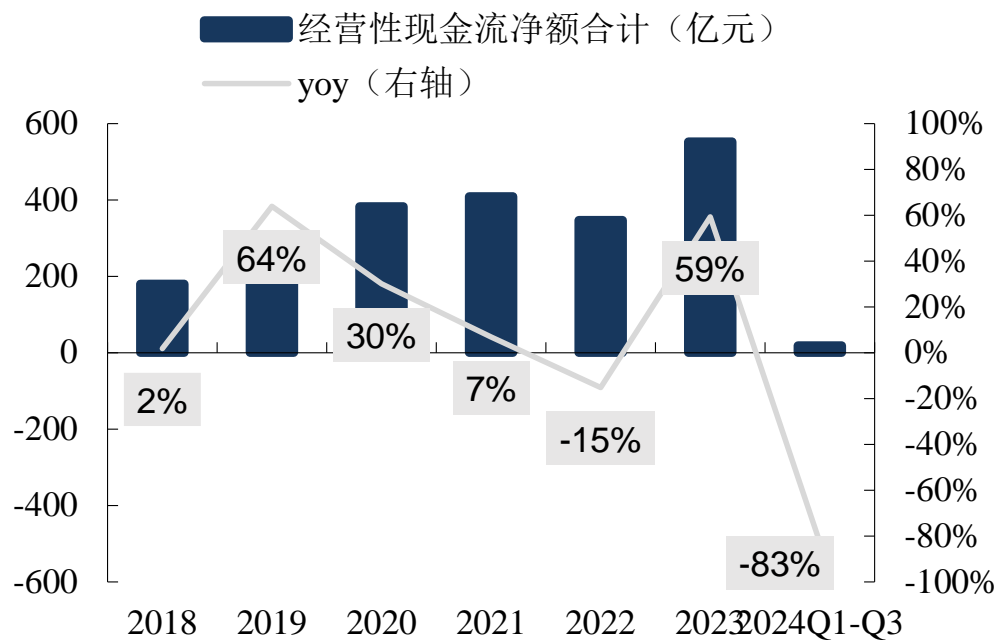
### 24Q3品牌服饰板块（A股）存货周转进一步承压



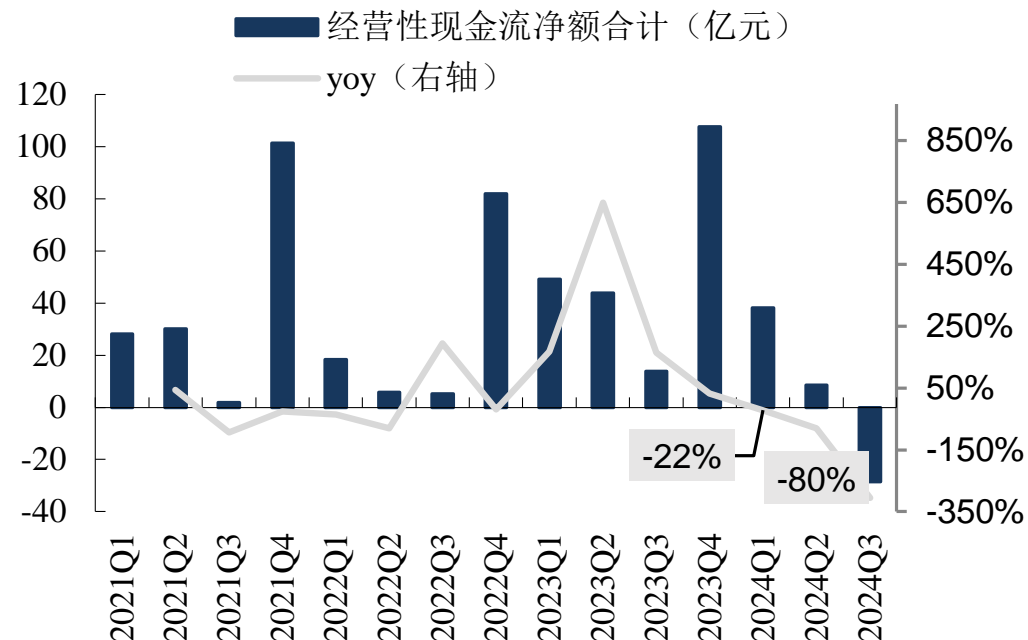
## 1.2. 板块财务：24Q3整体业绩承压，库存及现金流压力增加

- **现金流：24年前三季度经营活动现金流同比下滑较多，其中Q3为净流出。** 24年前三季度品牌服饰板块（A股）经营活动现金流同比下滑83%，其中Q1/Q2分别同比-22%/-80%，Q3为净流出，主因终端销售承压回款减少、叠加采购冬装备货现金支出增多。

### 24前三季度品牌服饰板块（A股）经营活动现金流承压



### 24Q3品牌服饰板块（A股）经营活动现金净流出



# 1.3. 公司表现：Q3多数公司营收下滑双位数以上，净利下滑更多或亏损

- **公司层面：24Q3多数公司营收下滑双位数以上，净利下滑更多或亏损，高端女装盈利承压明显。**
- ✓ 营收端，24Q3多数公司营收同比下滑双位数以上、较Q2降幅扩大。Q3营收下滑幅度较大的公司主要有奥康 (-24.6%)、欣贺 (-20.7%)、地素 (-19.1%)；实现正增长的公司仅有探路者 (+6.5%)、安正时尚 (+4.5%)、森马服饰 (+3.2%)、歌力思 (+1.6%)。
- ✓ 净利端，由于营收下滑、费用增加较多，24Q3多数公司净利承压明显。其中高端女装费用投入相对较重，歌力思、欣贺股份、安正时尚均出现亏损，其他净亏损公司还包括太平鸟、奥康、爱慕股份；净利正增的公司仅九牧王 (+2104%)、七匹狼 (+10.9%)、牧高笛 (+2.1%)。

**品牌服饰公司营收及归母净利润同比增速**

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY					归母净利润YOY						
			2022	2023	2024Q1-Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2022	2023	2024Q1-Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
体育服饰	2020.HK	安踏体育	8.92%	16.37%	-	-	-	-	-1.68%	34.86%	-	-	-	-
	2331.HK	李宁	14.76%	6.47%	-	-	-	-	1.32%	-21.58%	-	-	-	-
	1368.HK	特步国际	29.15%	11.09%	-	-	-	-	1.47%	11.75%	-	-	-	-
	1361.HK	361度	17.61%	20.24%	-	-	-	-	24.17%	28.68%	-	-	-	-
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	-13.54%	2.47%	5.62%	4.58%	10.07%	3.15%	-57.15%	76.06%	10.60%	11.40%	0.67%	-35.97%
	603877.SH	太平鸟	-21.24%	-9.41%	-13.05%	-12.92%	-12.30%	-13.93%	-72.73%	127.06%	-60.07%	-26.92%	-62.91%	亏损
	3998.HK	波司登	19.32%	3.46%	-	-	-	-	20.63%	3.70%	-	-	-	-
	603518.SH	锦泓集团	-9.83%	16.55%	-5.61%	-1.24%	-2.03%	-14.21%	-68.12%	316.76%	-9.95%	13.19%	-22.39%	-70.56%
中高端女装	603587.SH	地素时尚	-17.16%	10.35%	-12.59%	-11.98%	-7.12%	-19.05%	-44.23%	28.31%	-35.17%	-33.03%	-21.03%	-47.14%
	603808.SH	歌力思	1.35%	21.73%	4.20%	12.47%	-1.08%	1.64%	-93.27%	416.56%	-84.72%	-38.25%	-52.93%	亏损
	003016.SZ	欣贺股份	-17.09%	0.93%	-21.52%	-19.06%	-24.71%	-20.73%	-55.22%	-22.45%	亏损	-88.49%	亏损	亏损
	603839.SH	安正时尚	-26.47%	-4.13%	-8.42%	-15.26%	-25.75%	4.52%	亏损	扭亏	亏损	亏损	200.42%	亏损
3306.HK	江南布衣	-1.02%	9.29%	-	-	-	-	-13.65%	11.17%	-	-	-	-	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	-7.75%	0.03%	-14.74%	-12.26%	-16.35%	-15.61%	-19.59%	-1.44%	-42.34%	-49.47%	-35.70%	-21.71%
	002327.SH	富安娜	-3.14%	-1.62%	-1.96%	5.20%	0.51%	-11.21%	-2.21%	7.02%	-12.64%	10.24%	-11.70%	-40.78%
	603365.SH	水星家纺	-3.57%	14.93%	-2.57%	11.84%	-8.94%	-8.38%	-27.89%	36.23%	-14.49%	11.55%	-38.64%	-22.80%
男装	600398.SH	海澜之家	-8.06%	15.98%	-1.99%	8.72%	-5.88%	-11.01%	-13.49%	36.96%	-11.38%	10.41%	-14.42%	-64.88%
	002832.SZ	比音勒芬	6.06%	22.58%	7.30%	17.55%	10.49%	-4.37%	16.50%	25.17%	9.75%	20.43%	1.74%	-17.32%
	002154.SZ	报喜鸟	-3.11%	21.82%	-3.59%	4.84%	-4.55%	-11.73%	-1.20%	52.11%	-21.24%	-2.09%	-38.32%	-51.68%
	601566.SH	九牧王	-14.11%	16.60%	6.00%	21.70%	1.18%	-6.33%	亏损	扭亏	265.12%	11.28%	亏损	2104.31%
	002029.SZ	七匹狼	-8.13%	6.70%	-7.73%	-1.80%	-9.39%	-12.90%	-34.85%	79.30%	43.40%	19.48%	17.04%	10.87%
1234.HK	中国利郎	-8.65%	14.63%	-	-	-	-	-4.29%	18.38%	-	-	-	-	
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	-8.35%	22.10%	19.04%	57.70%	4.13%	6.48%	28.38%	2.72%	749.12%	286.55%	347.96%	-33.63%
	603908.SH	牧高笛	55.52%	1.40%	-6.49%	3.75%	-7.40%	-16.80%	78.88%	-24.05%	-19.01%	9.28%	-30.16%	2.06%
	002780.SZ	三夫户外	1.23%	50.51%	-7.54%	-9.93%	-7.48%	-5.09%	亏损	扭亏	扭亏	-94.74%	154.03%	-43.85%
皮鞋	603001.SH	奥康国际	-6.91%	12.05%	-18.80%	-15.34%	-17.69%	-24.58%	亏损	亏损	亏损	-44.66%	亏损	亏损
	603511.SH	爱慕股份	-6.21%	3.86%	-8.04%	-4.69%	-7.14%	-13.28%	-40.52%	49.06%	-34.00%	-15.78%	-26.85%	亏损
内衣	2298.HK	都市丽人	-10.37%	-8.46%	-	-	-	-	扭亏	28.64%	-	-	-	-

## 1.4. 运动品牌流水：Q3环比走弱，结构上存在K型分化特点

- **24Q3运动服饰流水**：总体环比走弱，但在行业中相对稳健，折扣和库存控制情况相对较好。
- **结构上存在K型分化特点**：一方面，Q3流水表现最好的是安踏和特步旗下的细分垂类品牌，如迪桑特和可隆同比增长45-50%，索康尼同比增长50%，尽管定位中高端，但由于布局细分差异化赛道、基数较小，增长保持持续强劲势头。另一方面，主品牌比较来看，361度Q3全渠道流水同比增长双位数、增速领先，特步和安踏品牌全渠道流水增长中单位数，李宁下滑中单位数，一定程度体现消费降级环境下消费者对于大众定位和性价比品牌的偏好。

**各品牌季度流水增速（除注明负增长外，其余默认正增长）**

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安踏体育	安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	10-20%高段	中单位数	高单位数	中单位数
	FILA	高单位数	10-20%高段	10-20%低段	25-30%	高单位数	中单位数	低单位数负增长
	其他品牌	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	25-30%	40-45%	45-50%
特步国际	流水	约20%	高双位数	高双位数	超30%	高单位数	10%	中单位数
361度	大装线下	低双位数	低双位数	15%	20%+	高双位数	约10%	约10%
	童装线下	20-25%	20-25%	25-30%	40%	20-25%	中双位数	约10%
	电商	35%	30%	30%	30%+	20-25%	30-35%	20%+
李宁	全平台流水同比（李宁牌）	中单位数	10-20%低段	中单位数	20-30%低段	低单位数	下滑低单位数	下滑中单位数
	线下	高单位数	10-20%低段	高单位数	20-30%高段	下滑低单位数	下滑中单位数	下滑高单位数
	零售	10-20%中段	20-30%低段	20-30%低段	50-60%低段	中单位数	持平	下滑中单位数
	批发	中单位数	高单位数	低单位数	10-20%高段	下滑中单位数	下滑高单位数	下滑高单位数
	电商	下滑10-20%中段	低单位数	下滑低单位数	中单位数	20-30%低段	高单位数	中单位数

## 1.5. 投资建议与盈利预测

- **投资建议：期待消费复苏带动品牌服饰业绩改善。**随9月底政府一揽子宽松政策出台，国内消费悲观预期有所转变，10月以来品牌服饰流水环比改善，部分品牌恢复至同比双位数正增长。展望未来，随政策向实体经济逐步传导，我们认为消费有望逐步回暖复苏，其中：
  - ✓ 复苏早期，性价比和相对需求刚性品类有望率先受益，如**波司登、安踏体育、特步国际、361度、海澜之家、水星家纺。**
  - ✓ 复苏中后期，随宏观经济和消费者信心企稳，消费升级相关品牌可能逐步受益释放业绩弹性，如**李宁、比音勒芬、报喜鸟、歌力思等。**

### 品牌服饰重点公司业绩预测与估值

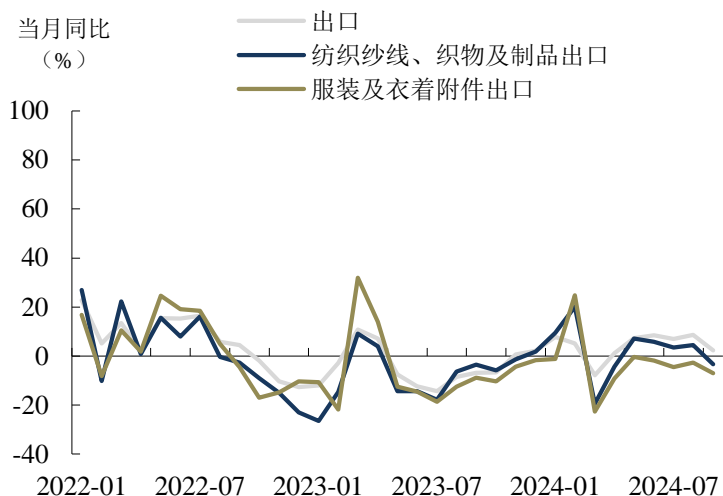
证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润YOY			PE				股息率
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	26E	
<b>体育服饰</b>														
2020.HK	安踏体育	2,180	102.36	134.73	134.82	151.89	35%	32%	0%	21.29	16.18	16.17	14.35	2.3%
2331.HK	李宁	376	31.87	31.29	35.56	39.11	-22%	-2%	14%	11.80	12.02	10.57	9.61	3.8%
1368.HK	特步国际	143	10.30	12.35	14.17	16.48	12%	20%	15%	13.85	11.55	10.07	8.66	11.4%
1361.HK	361度	77	9.61	11.31	13.29	15.47	29%	18%	18%	7.97	6.77	5.77	4.95	5.0%
<b>男装</b>														
002832.SZ	比音勒芬	108	9.11	9.19	10.55	12.07	25%	1%	15%	11.87	11.76	10.25	8.96	5.3%
600398.SH	海澜之家	269	29.52	25.08	31.27	34.59	37%	-15%	25%	9.13	10.74	8.62	7.79	10.0%
002154.SZ	报喜鸟	58	6.98	5.51	6.43	7.29	52%	-21%	17%	8.26	10.46	8.96	7.91	6.3%
601566.SH	九牧王	45	1.91	2.17	3.13	3.55	-305%	13%	44%	23.77	20.99	14.55	12.80	3.8%
<b>休闲服饰</b>														
3998.HK	波司登	446	30.74	36.07	41.00	46.64	44%	17%	14%	14.51	12.37	10.88	9.57	5.7%
002563.SZ	森马服饰	161	11.22	12.39	13.73	15.15	76%	10%	11%	14.34	12.98	11.71	10.62	5.0%
603877.SH	太平鸟	60	4.22	3.14	4.54	5.46	128%	-26%	45%	14.31	19.25	13.30	11.06	4.7%
603518.SH	锦泓集团	26	2.98	3.14	3.63	4.23	317%	5%	16%	8.68	8.24	7.12	6.11	3.5%
<b>中高端女装</b>														
603587.SH	地素时尚	54	4.94	3.47	3.87	4.22	28%	-30%	12%	10.90	15.53	13.90	12.75	7.1%
603808.SH	歌力思	26	1.06	0.53	2.03	2.75	417%	-50%	286%	24.25	48.79	12.65	9.31	3.5%
<b>家纺</b>														
002293.SZ	罗莱生活	59	5.72	3.99	4.97	5.56	0%	-30%	24%	10.23	14.68	11.80	10.55	5.7%
603365.SH	水星家纺	35	3.79	3.27	3.86	4.26	36%	-14%	18%	9.13	10.59	8.97	8.13	6.8%
<b>户外</b>														
603908.SH	牧高笛	20	1.07	1.00	1.14	1.30	-24%	-6%	14%	18.47	19.67	17.23	15.17	5.7%
300005.SZ	探路者	72	0.72	1.80	2.17	2.70	3%	150%	21%	99.94	39.94	33.07	26.63	0.3%
002780.SZ	三夫户外	16	0.37	0.20	0.60	0.76	-210%	-45%	200%	45.12	82.42	27.47	21.69	0.0%
6110.HK	滔搏	145	22.13	13.30	16.36	19.07	-10%	-40%	23%	6.56	10.92	8.88	7.62	14.0%

## 2. 纺织制造：24Q3延续订单恢复趋势，净利表现分化

## 2.1. 行业概览：出口延续增长，棉价延续下行，人民币汇率同比升值

- **24Q3国内纺织品出口延续增长，9月有所转弱。** 7/8/9月国内整体出口金额分别同比+7.0%/+8.7%/+2.4%，其中纺织制品出口金额分别同比+3.5%/+4.5%/-3.4%，随海外品牌补库接近尾声及基数走高，9月纺织制品出口环比有所转弱。
- **24年以来棉价先涨后跌，Q3整体下跌，9月以来有小幅回升。** 24Q1棉价在补库需求带动下有所回升，但4月以来由于整体消费偏弱棉价恢复下跌，Q3国棉、美棉均价分别为1.52万元/吨、81.3美分/磅，分别同比-16%、-15%，9月以来有小幅回升。
- **24Q3人民币汇率同比升值。** 24Q3人民币汇率均值7.12，同比升值0.8%，对出口型企业人民币营收、毛利率、汇兑损益形成一定影响。

### 24Q3国内纺织品出口延续增长，9月有所转弱



### 24Q3棉价延续下行



### 24Q3人民币汇率同比升值

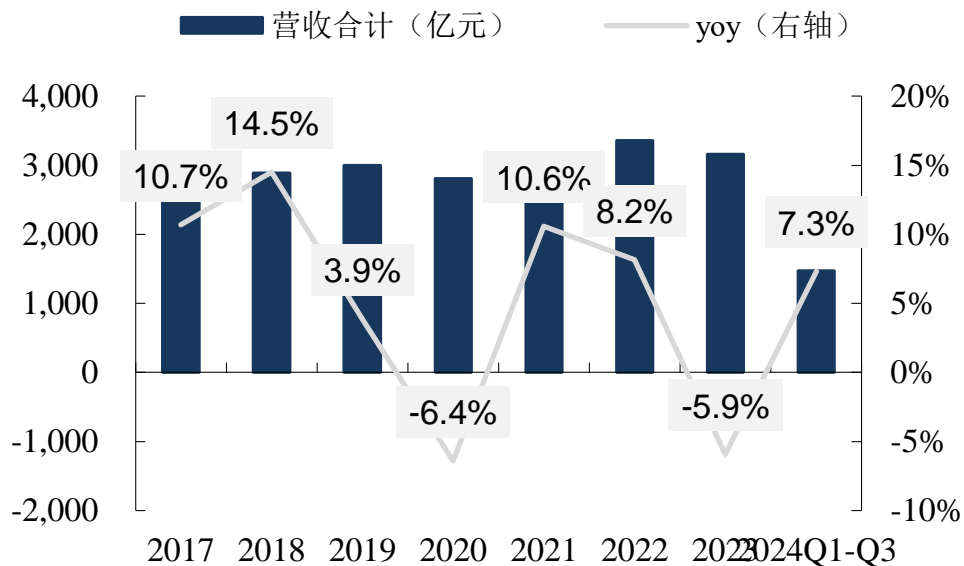




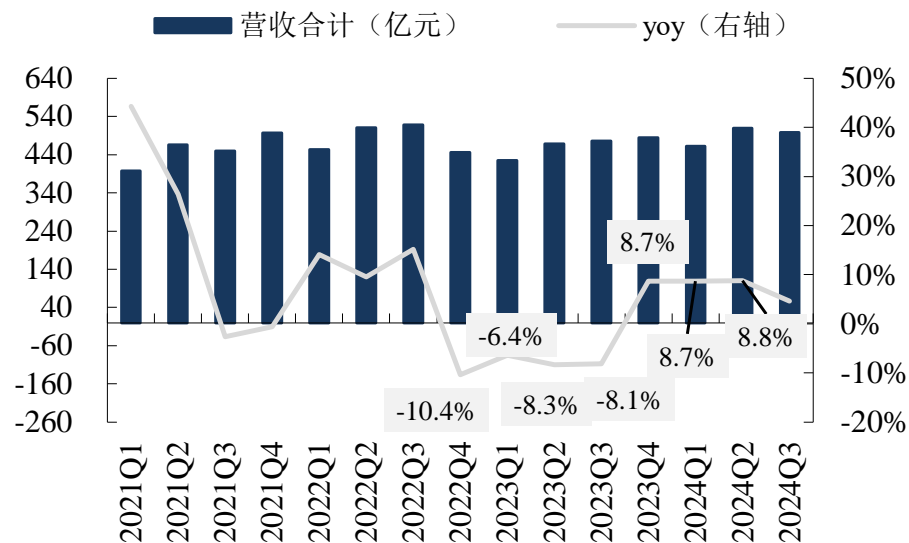
## 2.2. 板块财务：24Q3营收延续增长，净利增速略低于营收

- 我们统计了纺织制造全产业链12个子行业55家A+H股公司财务数据，包括上游（棉纺织、毛纺、毛皮、化纤及制品、丝麻制品）、中游（印染、辅料）、成品（鞋服制造、无纺布及制品、户外用品代工、箱包制造）及贸易环节（样本公司列表文末附表）。
- 营收端：24Q3延续增长趋势。** 17-18年纺织制造板块（A+H股）营收同比增速在10%-15%，19年受中美贸易摩擦影响增速放缓，20年受疫情影响同比下滑，21-22年随需求回暖、海外订单转移至中国恢复增长，23年受海外去库影响承压下滑。24年随海外开启补库恢复增长，前三季度板块（A股）营收同比+7.3%，其中Q1/Q2/Q3分别同比+8.7%/+8.7%/+8.8%，Q3延续增长趋势。

### 24Q1-Q3纺织制造板块（A股）营收同比增长



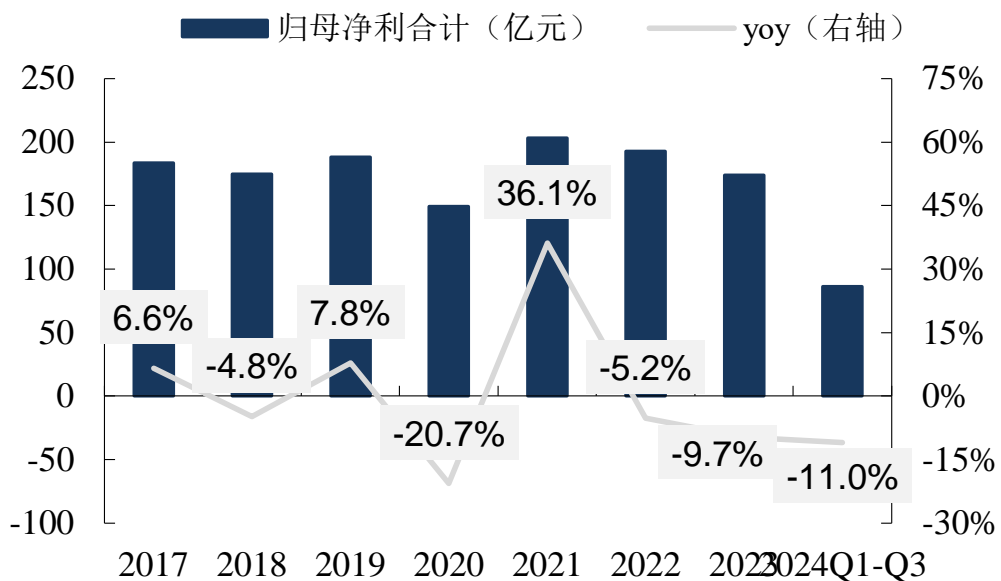
### 24Q3纺织制造板块（A股）营收同比延续增长



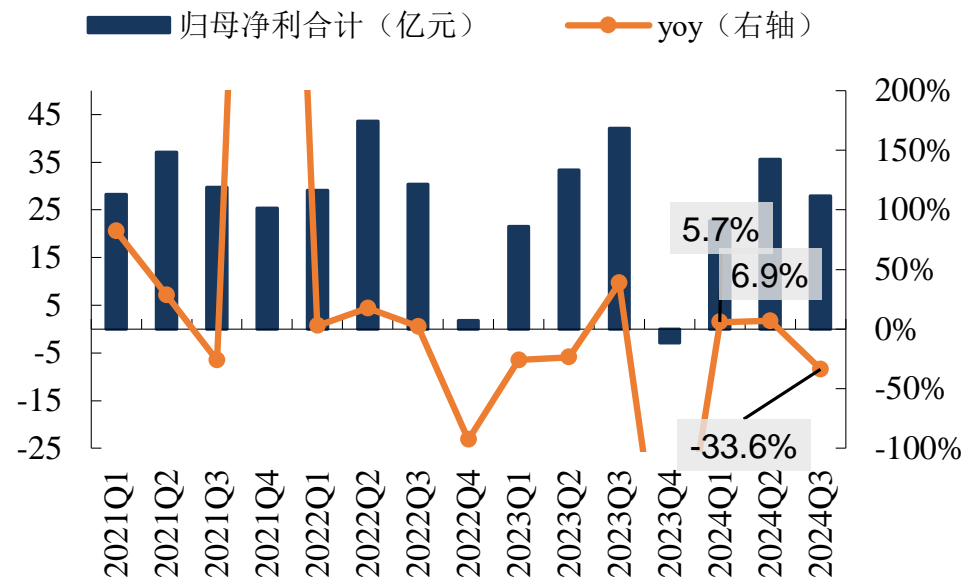
## 2.2. 板块财务：24Q3营收延续增长，净利增速略低于营收

- **净利端：24Q3同比下滑较多，主要来自稳健医疗拖累。** 17-19年受中美贸易摩擦影响，纺织制造板块业绩小幅波动；20-23年期间受疫情冲击、供应链扰动、去库周期等因素影响，业绩波动加大。24年前三季度纺织制造板块（A股）归母净利润同比-11%，其中Q1/Q2/Q3分别同比+5.7%/+6.9%/-33.6%，Q3同比下滑较多，主要来自稳健医疗拖累（由于工业园城市改造项目，24Q3稳健医疗归母净利润同比减少约16亿元），剔除稳健医疗后Q3板块归母净利润同比+7.1%、略低于营收端。

### 24Q1-Q3纺织制造板块（A股）归母净利延续下滑



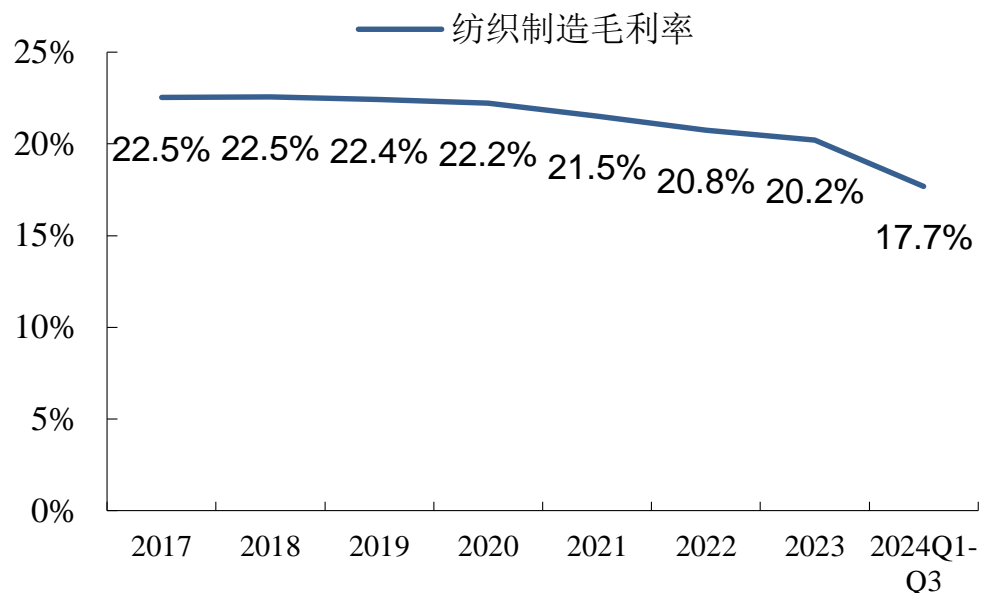
### 24Q3纺织制造板块（A股）归母净利承压下滑



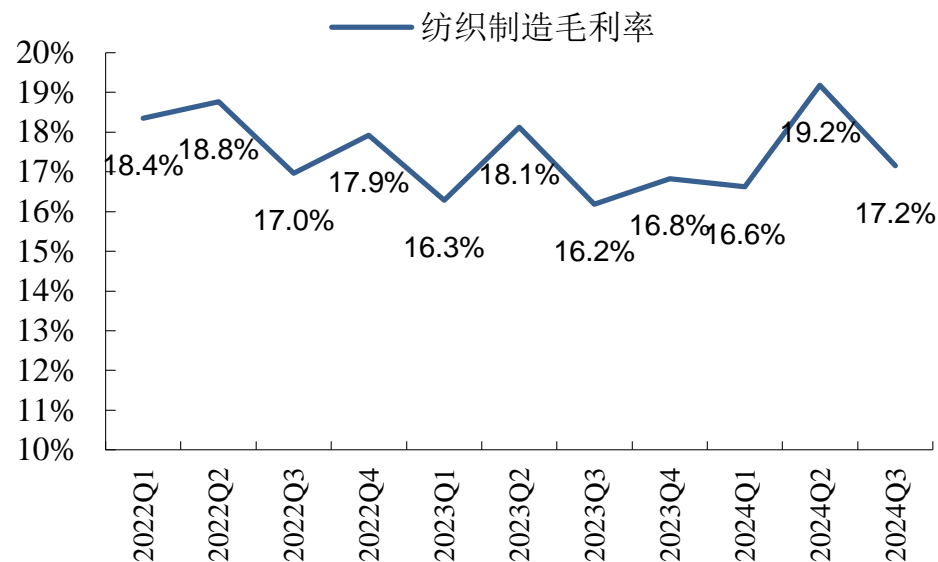
## 2.2. 板块财务：24Q3营收延续增长，净利增速略低于营收

- 毛利率：24Q3纺织制造板块（A股）毛利率同比提升。** 17-23年纺织制造板块（A+H股）在订单、棉价、汇率等因素波动加大的综合影响下，板块整体毛利率呈下降趋势，从17年的22.5%降至23年的20.2%。24年前三季度随订单改善产能利用率回升，Q1-Q3纺织制造板块（A股）毛利率同比+0.8pct至17.7%，分季度看24Q1/Q2/Q3分别同比+0.3/+1.1/+1.0pct至16.6%/19.2%/17.2%。

### 24Q1-Q3纺织制造板块（A股）毛利率同比提升



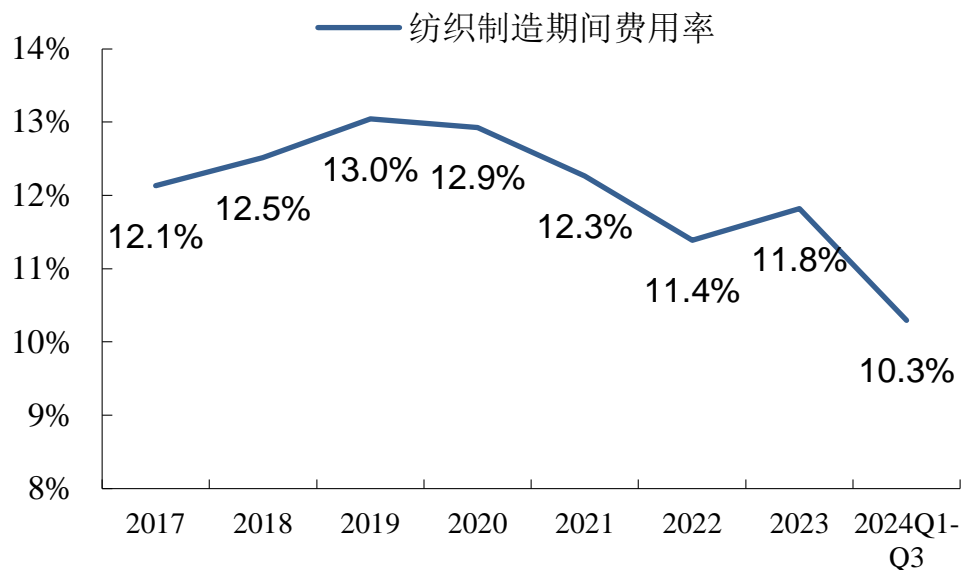
### 24Q3纺织制造板块（A股）毛利率同比提升



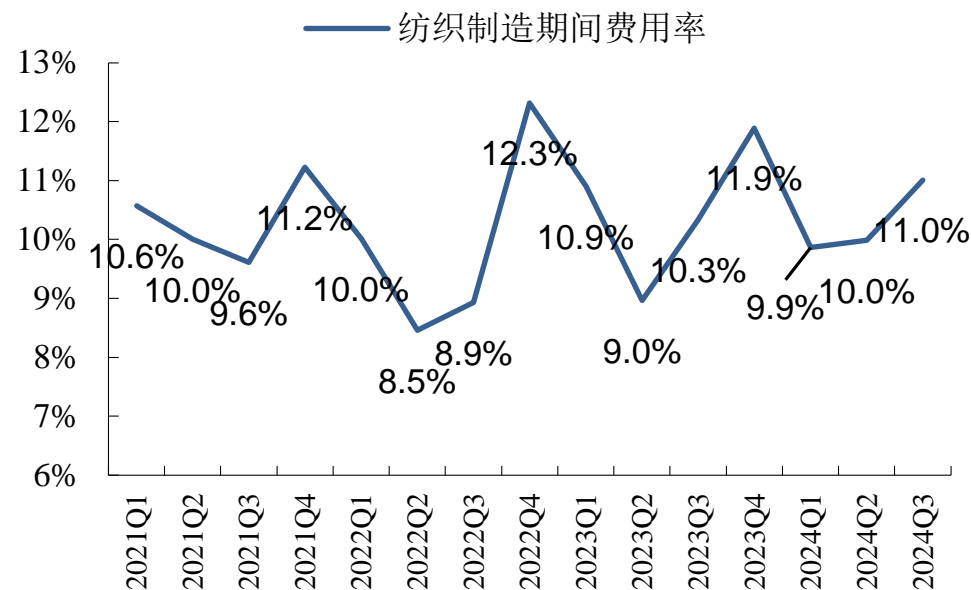
## 2.2. 板块财务：24Q3营收延续增长，净利增速略低于营收

- 费用率：24Q3纺织制造板块（A股）期间费用率同比提升。** 17-19年纺织制造板块（A+H股）期间费用率伴随用工支出提升小幅上行，20-22年在订单扩张、人民币贬值等因素影响下费用率下降，23年订单承压费用率回升。24Q1-Q3板块（A股）期间费用率同比+0.25pct至10.3%，其中Q1/Q2/Q3分别同比-1/+1/+0.7pct至9.9%/10%/11%，Q2、Q3费用率上升主要来自人民币升值、汇兑收益同比显著减少。

### 18-23年纺织制造板块（A+H股）期间费用率



### 21Q1-24Q1纺织制造板块（A股）期间费用率



## 2.3. 公司表现：24Q3鞋服制造企业业绩表现领先，棉纺织企业延续承压

- **公司层面：24Q3鞋服制造企业业绩表现领先，棉纺织企业延续承压。** 1) 营收端，24Q3多数企业营收延续较好恢复态势。2) 净利端，分化较大，多数鞋服箱包制造企业受益于产能利用率回升+低基数，归母净利延续增长（如华利集团、健盛集团、酷特智能、盛泰集团、开润股份），伟星股份因费用计提方式变化Q3净利同比下滑、还原后预计同比增长20%+，棉纺织企业受棉价下行影响业绩承压（如百隆、华孚），稳健医疗受一次性项目影响净利下滑较多、拖累板块净利表现。

纺织制造公司营收及归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY						归母净利润YOY					
			2022	2023	2024Q1-Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2022	2023	2024Q1-Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	17.74%	-2.21%	22.39%	30.15%	20.83%	18.50%	16.63%	-0.86%	29.04%	63.67%	11.94%	16.07%
	603558.SH	健盛集团	14.71%	-3.07%	15.97%	10.42%	1.51%	37.01%	56.50%	3.34%	33.82%	112.06%	-1.85%	27.03%
	300840.SZ	酷特智能	3.95%	21.18%	-2.76%	1.80%	-7.55%	-1.48%	39.01%	31.00%	21.06%	291.64%	-171.73%	193.36%
	605138.SH	盛泰集团	15.68%	-22.04%	-26.20%	-23.32%	-27.38%	-28.39%	29.08%	-72.25%	-79.51%	-87.98%	-72.57%	542.97%
	2313.HK	申洲国际	16.49%	-10.14%	-	-	-	-	35.33%	-0.12%	-	-	-	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	32.46%	-14.08%	1.33%	0.32%	-0.98%	4.50%	177.28%	-58.14%	-23.50%	-28.74%	-19.52%	4.26%
	601339.SH	百隆东方	-10.10%	-1.08%	19.29%	23.45%	24.27%	11.39%	14.00%	-67.75%	-14.78%	-4.51%	-19.35%	-35.71%
	002042.SZ	华孚时尚	-13.46%	-5.51%	-15.61%	-13.43%	-19.29%	-15.02%	亏损	扭亏	-44.96%	-74.04%	6.39%	-15.92%
	2678.HK	天虹纺织	-10.09%	-4.53%	-	-	-	-	-94.16%	亏损	-	-	-	-
印染	605189.SH	富春染织	1.49%	13.73%	20.95%	13.55%	28.34%	19.26%	-30.01%	-35.90%	93.67%	30.06%	164.26%	-29.47%
	600987.SH	航民股份	0.83%	1.00%	18.34%	31.83%	7.35%	15.81%	-1.32%	4.13%	6.44%	3.64%	8.65%	3.24%
无纺布及制品	300888.SZ	稳健医疗	41.23%	-27.89%	0.99%	-18.84%	10.96%	16.80%	33.18%	-64.84%	-43.64%	-51.60%	-33.79%	-88.49%
	300658.SZ	延江股份	-1.95%	2.29%	9.68%	0.24%	23.04%	7.36%	62.48%	-28.95%	21.95%	32.39%	17.38%	-30.35%
	603238.SH	诺邦股份	4.60%	20.48%	15.47%	9.95%	22.38%	13.41%	-60.95%	119.07%	44.35%	98.70%	16.61%	6.60%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	19.75%	13.28%	32.48%	22.92%	12.81%	64.36%	-73.98%	146.49%	230.15%	102.95%	341.07%	57.52%
辅料	002003.SZ	伟星股份	8.12%	7.67%	23.26%	14.83%	32.20%	19.34%	8.97%	14.21%	37.79%	45.25%	36.17%	-9.87%
化纤及制品	603055.SH	台华新材	-5.83%	27.07%	47.46%	51.72%	58.74%	33.86%	-42.06%	67.16%	131.53%	101.13%	152.37%	35.31%
	605003.SH	众望布艺	-29.04%	10.93%	14.99%	9.68%	18.33%	16.51%	-38.30%	245.67%	20.60%	35.48%	8.62%	15.15%
户外用品代工	605080.SH	浙江自然	12.27%	-12.95%	17.74%	13.83%	12.64%	34.88%	-2.98%	-38.64%	-16.42%	-42.46%	16.42%	372.43%
	603307.SH	扬州金泉	45.42%	-25.03%	-5.57%	-18.96%	-11.89%	29.14%	136.86%	-4.85%	-43.76%	-28.38%	-52.35%	-53.93%
毛纺	603889.SH	新澳股份	14.64%	12.37%	10.28%	12.48%	8.44%	10.54%	30.66%	3.70%	4.51%	6.59%	3.38%	7.79%
	300918.SZ	南山智尚	9.50%	-2.05%	3.52%	10.35%	4.07%	-2.63%	22.51%	8.53%	6.50%	15.37%	0.22%	-1.00%

## 2.4. 投资建议与盈利预测

- **投资建议：** 随下游补库尾声渐近，纺织制造企业业绩增长确定性更多来自新客户拓展及老客户份额提升。24Q3纺织制造企业订单延续恢复趋势，在棉价和汇率影响下净利表现有所分化。随下游客户补库接近尾声，我们认为未来纺织制造企业订单将更多依赖于终端真实需求以及公司拓展客户+提升份额的能力，重点推荐兼具管理优势+客户优势、积极扩产的**华利集团、伟星股份**，建议关注客户资源优质的**申洲国际、健盛集团、开润股份**，以及在原材料价格回升环境下有望受益的**新澳股份、百隆东方、鲁泰**。

### 纺织制造重点公司业绩预测与估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润YOY				PE				股息率
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	26E		
<b>鞋服制造</b>															
2313.HK	申洲国际	827	45.57	58.31	64.80	71.89	0%	28%	11%	18.14	14.18	12.76	11.50	3.4%	
300979.SZ	华利集团	786	32.00	38.76	45.15	51.08	-1%	21%	16%	24.55	20.27	17.40	15.38	1.8%	
603558.SH	健盛集团	38	2.70	3.28	3.79	4.23	3%	21%	16%	14.06	11.59	10.03	8.99	4.9%	
<b>棉纺织</b>															
601339.SH	百隆东方	78	5.04	5.77	7.46	8.95	-68%	14%	29%	15.47	13.51	10.45	8.71	5.8%	
002042.SZ	华孚时尚	63	0.67	0.75	1.29	2.14	-119%	12%	72%	93.72	83.45	48.52	29.25	0.0%	
000726.SZ	鲁泰A	46	4.03	3.91	5.43	5.87	-58%	-3%	39%	11.44	11.81	8.50	7.86	2.1%	
<b>辅料</b>															
002003.SZ	伟星股份	152	5.58	6.95	8.03	9.19	14%	25%	16%	27.27	21.90	18.95	16.56	3.5%	
<b>化纤及制品</b>															
603055.SH	台华新材	103	4.49	8.07	9.70	11.50	67%	80%	20%	22.88	12.73	10.59	8.94	1.4%	
<b>户外用品代工</b>															
605080.SH	浙江自然	26	1.31	1.85	2.21	2.54	-39%	41%	20%	19.83	14.04	11.75	10.20	0.5%	
<b>毛纺</b>															
603889.SH	新澳股份	52	4.04	4.28	4.78	5.33	4%	6%	12%	12.80	12.09	10.82	9.71	4.2%	
<b>印染</b>															
600987.SH	航民股份	76	6.85	7.26	7.76	8.28	4%	6%	7%	11.13	10.51	9.83	9.21	4.1%	
<b>毛皮</b>															
002674.SZ	兴业科技	26	1.86	1.66	2.31	2.75	24%	-11%	39%	13.99	15.70	11.31	9.48	6.7%	
<b>箱包制造</b>															
300577.SZ	开润股份	51	1.16	3.94	3.96	4.79	147%	241%	1%	44.53	13.07	13.00	10.75	0.4%	

### 3. 风险提示

- **终端消费疲软：**国内外下游需求疲软影响服装终端销售，直接影响纺服企业收入及利润表现、加大其库存压力。
- **棉价大幅波动：**棉花为纺织服装行业的主要原材料，棉价大幅波动不利于棉纺企业的原材料成本控制。
- **人民币汇率波动：**纺织企业中出口导向公司较多，人民币汇率波动影响订单价格、毛利率、汇兑收益，从而影响业绩。



## 4. 附录

## 4. 附录一品牌服饰样本公司

### 品牌服饰板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称		
体育服饰	2020.HK	安踏体育	男装	002832.SZ	比音勒芬		
	2331.HK	李宁		600398.SH	海澜之家		
	1368.HK	特步国际		002154.SZ	报喜鸟		
	1361.HK	361度		601566.SH	九牧王		
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰		002029.SZ	七匹狼		
	603877.SH	太平鸟		600400.SH	红豆股份		
	002269.SZ	美邦服饰		1234.HK	中国利郎		
	603196.SH	日播时尚		603587.SH	地素时尚		
	3998.HK	波司登		603808.SH	歌力思		
	603518.SH	锦泓集团		002612.SZ	朗姿股份		
内衣	603511.SH	爱慕股份	中高端女装	003016.SZ	欣贺股份		
	002763.SZ	汇洁股份		603839.SH	安正时尚		
	2298.HK	都市丽人		3306.HK	江南布衣		
	1388.HK	安莉芳控股		3709.HK	赢家时尚		
户外	300005.SZ	探路者		301088.SZ	戎美股份		
	603908.SH	牧高笛		300901.SZ	中胤时尚		
户外运动零售	002780.SZ	三夫户外		品牌设计	603214.SH	爱婴室	
	6110.HK	滔博			002875.SZ	安奈儿	
	3813.HK	宝胜国际			603557.SH	起步股份	
皮鞋	603001.SH	奥康国际			童装	002762.SZ	金发拉比
	603116.SH	红蜻蜓	301276.SZ			嘉曼服饰	
	603958.SH	红蜻蜓	002293.SZ			罗莱生活	
	1028.HK	千百度	002327.SZ			富安娜	
	0210.HK	达芙妮国际	603365.SH			水星家纺	
			家纺				

## 4. 附录—纺织制造样本公司

纺织制造板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称	
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	丝麻制品	002404.SZ	嘉欣丝绸	
	603558.SH	健盛集团		601339.SH	百隆东方		600156.SH	华升股份	
	605138.SH	盛泰集团		002042.SZ	华孚时尚		600232.SH	金鹰股份	
	601718.SH	际华集团		002394.SZ	联发股份	化纤及制品	603055.SH	台华新材	
	002687.SZ	乔治白		002083.SZ	孚日股份		605003.SH	众望布艺	
	600137.SH	浪莎股份		000850.SZ	华茂股份		300819.SZ	聚杰微纤	
	600630.SH	龙头股份		2678.HK	天虹纺织		603665.SH	康隆达	
	300840.SZ	酷特智能		600493.SH	凤竹纺织		603073.SH	彩蝶实业	
	002486.SZ	嘉麟杰	箱包制造	300577.SZ	开润股份	贸易	600626.SH	申达股份	
	001234.SZ	泰慕士		605189.SH	富春染织		600689.SH	上海三毛	
	2313.HK	申洲国际	印染	600987.SH	航民股份	户外用品代工	605080.SH	浙江自然	
	0551.HK	裕元集团		600448.SH	华纺股份		603307.SH	扬州金泉	
	2232.HK	晶苑国际		600370.SH	三房巷	毛纺	002193.SZ	如意集团	
	2199.HK	维珍妮	300888.SZ	稳健医疗	603889.SH		新澳股份		
	2111.HK	超盈国际控股	300658.SZ	延江股份	300918.SZ		南山智尚		
	辅料	002634.SZ	棒杰股份	无纺布及制品	603238.SH	诺邦股份	毛皮	002674.SZ	兴业科技
		002003.SZ	伟星股份		000955.SZ	欣龙控股		002494.SZ	华斯股份
		002098.SZ	浔兴股份		300877.SZ	金春股份		300591.SZ	万里马

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

# 东吴证券 财富家园