

# 纺织服装2024三季度报总结

## 制造出口景气延续，内需触底拐点将至

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

- **板块业绩总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧。** 纺织制造板块，产销两旺增长提速至21%，尽管三季度基数环比有所上升，订单景气度具有较好的持续性；毛利率维持在较好水平，同比提升的幅度减小，大部分公司产能利用率爬升到了较为理想水平，但汇率对毛利率的帮助幅度环比减小；毛利率带动净利率小幅提升，幅度低于毛利率部分因汇兑贡献减少。服装家纺板块，收入下滑6%，在第二季度增速放缓的基础上进一步下探，毛利率同比下降的幅度环比二季度也进一步恶化，体现了终端需求趋弱；并且由于费用刚性，净利率下滑幅度扩大。重点公司中，A股服装家纺公司业绩环比压力继续增大，大部分公司在Q3收入跌幅加大，利润下滑幅度甚至超过5成，稳健医疗、比音勒芬的扣非盈利表现相对较好；纺织制造公司业绩持续体现较好的景气度，相比Q2基本延续收入快速增长和利润弹性释放的趋势，开润股份、健盛集团、台华新材、百隆东方扣非利润增幅超过20%。
- **服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压。** 1) 运动服饰：Q3消费环境恶化的背景下大部分品牌增速环比上半年放缓，但仍保持正增长。综合体育品牌普遍保持在中高个位数的增长，其中本土性价比品牌增长更优，两大国际品牌收入好于经销商收入增速；小众高端细分品牌呈现30~70%的快速增长。由于客流承压和旺季备货，部分品牌折扣和库存环比小幅恶化，但仍在健康区间内，预计到年末仍有折扣压力但库存将实现优化。2) 非运动服饰、家纺：大部分公司收入下滑幅度在10%~15%之间，主要因客流下滑拖累较大，线上增长好于线下，线下开店积极的公司收入相对占优，如森马服饰、稳健医疗、比音勒芬，而海澜之家、报喜鸟受职业装团购发货节奏推迟影响单季度收入表现。同时，由于费用刚性，大部分公司利润下滑幅度大于收入，跌幅在30%~60%之间，比音勒芬、罗莱生活、水星家纺利润下滑幅度相对较小。
- **纺织制造：外需补库订单增长，积极推动海外产能扩张。** 1) 代工制造：品牌去库结束带动供应商订单增速普遍好于品牌自身收入表现，华利集团、开润股份、健盛集团等公司收入和净利润均呈现快速双位数增长，产能利用率推升毛利率，变动幅度与毛利率有差异，主要受非经常性损益、汇兑影响。大部分公司资本开支双位数增长，在越南、印尼扩张产能。2) 纺织材料：上游公司普遍也受益于补库需求实现快速增长，台华新材供需两旺，收入、净利润增速均超过30%；伟星股份持续拓份额，收入增长19%，利润下滑因提前计提费用；新澳股份产能饱满，收入与净利润实现10%左右较快增长；百隆东方单价同比转正，毛利率大幅提升超过10个百分点。
- **行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度。** 10月以来各品牌流水增速好转，大部分恢复正向增长，预计主要与降温带动换季需求、国庆假期时间变化、双十一大促时间提前、政策提振消费信心等因素有关；9月服装社零同比下降0.4%，环比8月降幅收窄。纺织制造宏观层面，10月越南纺织品和鞋类出口增速大幅提升，国内纺织制造维持高景气度；微观层面，代工台企三季度表现普遍优于前两个季度。

- **风险提示：**宏观经济增长不及预期，品牌形象受损，供应商下游客户库存恶化，市场系统性风险。

- **投资建议：**布局份额驱动增长的制造出口企业，关注现金充沛的品牌服饰企稳机会

**1、纺织制造：**下游库存优化带动板块订单反弹，产能利用率改善推动较多优质公司实现好于预期的业绩。近期行业维持较高的产能利用率，全年有望保证较好的利润率，但随基数上升板块整体增速将有所放缓，具有份额提升能力的企业将凸显增长持续性。重点推荐运动代工龙头**申洲国际、华利集团**，以及细分赛道制造龙头**伟星股份、健盛集团**。

**2、品牌服饰：**前三季度终端消费疲软致使较多公司增长放缓或下滑，业绩低于年初预期。10月各品牌流水环比有明显好转，四季度预期好于三季度，优质企业基于谨慎灵活的库存管理和费用控制有望实现相对可控的利润水平，同时保有健康的现金流。建议关注低估值下仍具有相对成长性优势以及充沛现金流的运动及羽绒服龙头**安踏体育、李宁、波司登**；医疗业务高基数消退、内生外延齐发力，全棉时代品牌景气成长期的**稳健医疗**；以及业绩相对稳健、股息收益率高的品牌**富安娜**。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2313	申洲国际	优于大市	57.1	858	3.93	4.57	14.5	12.5
300979	华利集团	优于大市	69.7	816	3.35	3.79	20.8	18.4
002003	伟星股份	优于大市	13.1	153	0.61	0.69	21.4	19.0
603558	健盛集团	优于大市	10.6	39	0.90	1.04	11.8	10.2
2020	安踏体育	优于大市	80.2	2265	4.82	4.76	16.6	16.8
2331	李宁	优于大市	15.6	402	1.22	1.37	12.8	11.3
3998	波司登	优于大市	4.2	452	0.32	0.36	13.2	11.6
300888	稳健医疗	优于大市	33.8	197	1.38	1.73	24.5	19.5
002327	富安娜	优于大市	8.6	72	0.64	0.68	13.5	12.7

- [ 01 ] 板块总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧
- [ 02 ] 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压
- [ 03 ] 纺织制造：外需补库订单增长，积极推动海外产能扩张
- [ 04 ] 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度
- [ 05 ] 投资建议

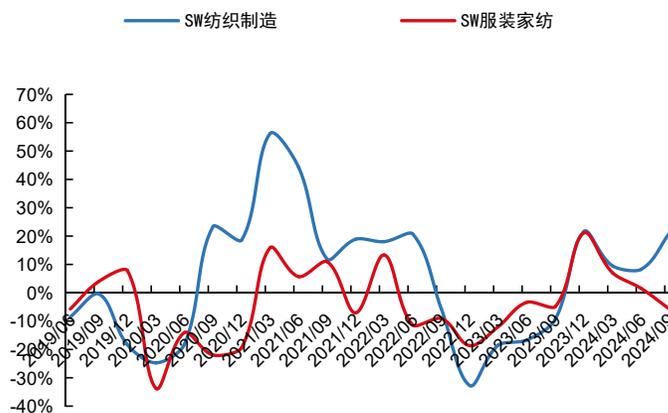
- [ 01 ] 板块总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧
- [ 02 ] 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压
- [ 03 ] 纺织制造：外需补库订单增长，积极推动海外产能扩张
- [ 04 ] 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度
- [ 05 ] 投资建议

# 板块业绩总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧

## 2024年三季度：纺织制造产销两旺增长提速，服装家纺负向杠杆拖累加大

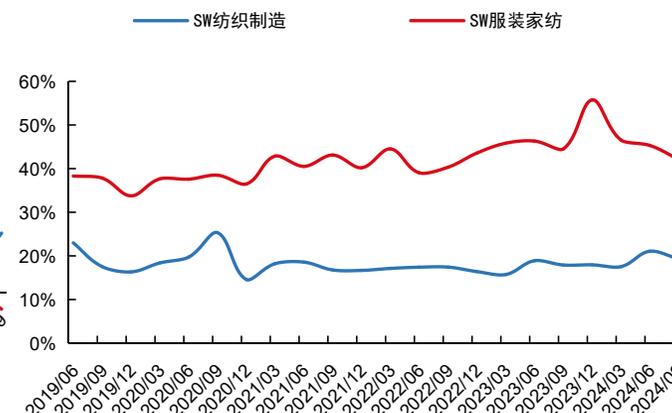
- 收入端，2024年第三季度，纺织制造板块收入增长21.0%，在上半年增速的基础上进一步加速，订单景气度具有较好的持续性；服装家纺板块收入下滑5.8%，在第二季度放缓至1.6%的基础上进一步下探，体现了需求趋弱的表现。
- 利润率端，
  - 纺织制造板块第三季度毛利率同比提升1.4pct至19.3%，维持在较好水平，相比第二季度提升幅度（2.2pct）有小幅回落，体现了大部分公司产能利用率环比爬升到了较为理想水平，但汇率对毛利率的帮助幅度环比减小。毛利率带动净利率提升0.5pct至8.8%，提升幅度低于毛利率部分因汇兑贡献减少；
  - 服装家纺板块第三季度毛利率同比下降2.4pct至42.1%，相比第二季的下滑（-1.6pct）趋势进一步恶化，体现了终端销售压力加剧的情况。净利率大幅下降3.6pct至6.1%，体现了负向经营杠杆的结果。
- 库存端，纺织制造板块库销比基本持平在4.2月，而服装家纺板块库销比环比有所上升至8.6月，同比小幅下降。

图：板块季度营业收入增速



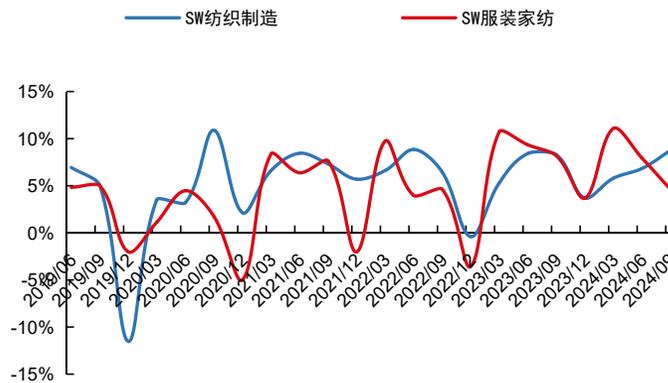
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度毛利率



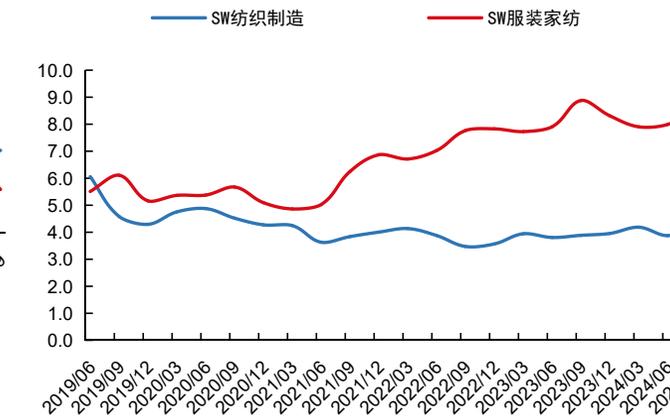
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度库销比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 重点公司：大部分下游公司收入跌幅扩大，上游公司延续利润弹性释放

- 服装家纺公司业绩环比压力继续增大，相比Q2，绝大部分公司在Q3收入跌幅加大，利润下滑幅度甚至超过5成，具体公司：
  1. 收入端仍有**正增长**的公司，稳健医疗（**17%**）、森马服饰（**3%**）和歌力思（**2%**），其中稳健医疗的消费和医疗业务增长双双加速，扣非利润增长出色（**105%**）；森马电商和开店推动增长但受开店投流等费用影响利润下滑，歌力思国内业务增长较好，受海外业务拖累利润下滑；
  2. 收入下滑幅度在**4~9%**的个位数水平，比音勒芬、九牧王、水星家纺，利润端，比音勒芬表现较为稳健（**-17%**），九牧王毛利和非经贡献盈利增长，水星家纺毛利率提升部分抵消费用杠杆的扩大；
  3. 收入下滑幅度在**10%~20%**之间，海澜之家、富安娜、罗莱生活、太平鸟、锦泓集团、地素时尚，利润端，海澜之家大幅下滑，因毛利率下降且费用率扩大，同期投资收益高基数，太平鸟费用率扩大导致亏损，富安娜销售费用扩大导致利润下滑明显；
- 纺织制造公司业绩持续体现较好的景气度，相比Q2基本延续收入快速增长和利润弹性释放的趋势，具体公司：
  1. 收入端增长高于**20%**的公司，开润股份（**64%**）、健盛集团（**37%**）、台华新材（**34%**），其中开润股份扣非利润增速（**27%**）低于收入主要受并表拖累，健盛集团由于无缝业务盈利拖累和汇兑亏损净利润增速（**27%**）低于收入，台华利润增速相对接近，利润率较稳定；
  2. 收入端增长接近**20%**的公司，华利集团（**19%**）、伟星股份（**19%**）延续了在行业内份额提升的趋势，其中华利利润率相对稳定，净利润增幅接近，伟星由于费用提前计提，净利润同比下滑，剔除后增长快于收入；
  3. 收入端增长接近**10%**的公司，新澳股份（**11%**）、百隆东方（**11%**），其中新澳股份利润率相对稳定，净利润增幅接近，百隆东方毛利率修复带动扣非利润大幅增长**257%**；
  4. 收入端小幅增长的公司，鲁泰A（**5%**），其中扣非利润同比下降（**-23%**）主要由于汇兑损失。

# 板块业绩总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧

重点公司：大部分下游公司收入跌幅扩大，上游公司延续利润弹性释放

图：纺服公司24Q3收入与净利润变化概览

行业	细分板块	证券代码	证券简称	Q1收入 (亿元)	Q2收入 (亿元)	Q3收入 (亿元)	Q1 YoY	Q2 YoY	Q3 YoY	Q1净利润 (亿元)	Q2净利润 (亿元)	Q3净利润 (亿元)	Q1 YoY	Q2 YoY	Q3 YoY
服装家纺	运动服饰	603908.SH	牧高笛	3.6	4.8	2.5	3.7%	-7.4%	-6.8%	0.3	0.5	0.1	9.3%	30.2%	2.1%
		002780.SZ	三夫户外	1.7	1.6	1.7	9.9%	-7.5%	-5.1%	0.0	0.1	0.0	-94.7%	154.0%	-43.9%
	非运动服饰	600398.SH	海澜之家	61.8	51.9	38.9	8.7%	-5.9%	-1.0%	8.9	7.5	2.7	10.4%	-14.4%	-64.9%
		002563.SZ	森马服饰	31.4	28.2	34.4	4.6%	0.1%	3.2%	3.5	2.1	2.0	11.4%	0.7%	-36.0%
		300888.SZ	稳健医疗	19.1	21.2	20.4	8.8%	1.0%	6.8%	1.8	2.0	1.7	51.6%	33.8%	-88.5%
		603877.SH	太平鸟	18.1	13.4	14.0	2.9%	-2.3%	3.9%	1.6	0.1	-0.6	-26.9%	-62.9%	-53.8%
		002154.SZ	报喜鸟	13.5	11.3	10.6	4.8%	-4.5%	-1.7%	2.5	0.9	0.7	-2.1%	-38.3%	-61.7%
		603518.SH	锦泓集团	11.5	9.2	8.5	-1.2%	-2.0%	4.2%	1.2	0.3	0.1	13.2%	-22.4%	-70.6%
		002832.SZ	比音勒芬	12.7	6.7	10.6	7.6%	0.5%	4.4%	3.6	1.2	2.8	20.4%	1.7%	-7.3%
		601566.SH	九牧王	9.4	6.4	6.9	1.7%	1.2%	6.3%	1.1	-0.6	0.9	11.3%	-112.3%	2104.3%
		603808.SH	歌力思	7.5	7.0	7.0	2.5%	-1.1%	1.6%	0.3	0.3	-0.4	38.2%	-52.9%	-238.5%
		603587.SH	地素时尚	5.4	5.9	4.8	-2.0%	-7.1%	9.0%	1.1	1.1	0.6	33.0%	-21.0%	-47.1%
	家纺	002293.SZ	罗莱生活	10.9	10.2	11.0	2.3%	-6.3%	5.6%	0.9	0.7	1.0	49.5%	35.7%	-21.7%
		603365.SH	水星家纺	9.1	8.9	8.8	1.8%	-8.9%	8.4%	0.9	0.5	0.6	11.5%	38.6%	-22.8%
		002327.SZ	富安娜	6.5	6.6	5.8	5.2%	0.5%	1.2%	1.2	1.0	0.8	10.2%	-11.7%	-40.8%
纺织制造	代工制造	300979.SZ	华利集团	47.6	67.1	60.4	30.2%	20.8%	18.5%	7.9	10.9	9.6	63.7%	11.9%	16.1%
		605138.SH	盛泰集团	10.0	9.0	7.5	23.3%	-27.4%	-28.4%	0.1	0.2	0.1	88.0%	-72.6%	543.0%
		300577.SZ	开润股份	9.1	9.2	11.9	22.9%	2.8%	64.4%	0.7	1.8	0.7	103.0%	341.1%	57.5%
		603558.SH	健盛集团	5.5	6.2	7.5	10.4%	1.5%	37.0%	0.8	0.8	1.0	112.1%	1.8%	27.0%
		605080.SH	浙江自然	2.7	3.3	1.9	3.8%	2.6%	34.9%	0.4	0.6	0.6	-42.5%	16.4%	372.4%
	纺织材料	002042.SZ	华孚时尚	39.2	26.0	28.0	3.4%	-9.3%	5.0%	0.1	0.3	0.0	74.0%	6.4%	-15.9%
		601339.SH	百隆东方	18.3	21.5	20.9	23.5%	24.3%	1.4%	0.8	1.5	1.8	4.5%	-9.3%	35.7%
		603055.SH	台华新材	14.7	19.5	17.7	51.7%	58.7%	33.9%	1.5	2.7	1.9	101.1%	152.4%	35.3%
		002003.SZ	伟星股份	8.0	15.0	12.8	14.8%	32.2%	19.3%	0.8	3.4	2.1	45.2%	36.2%	19.9%
		000726.SZ	鲁泰A	13.8	14.5	15.7	0.3%	-1.0%	4.5%	0.7	1.0	1.2	28.7%	-9.5%	4.3%
		603889.SH	新澳股份	11.0	14.6	13.2	2.5%	8.4%	0.5%	1.0	1.7	1.0	6.6%	3.4%	7.8%
		605189.SH	富春染织	5.4	8.1	8.4	13.5%	28.3%	19.3%	0.3	0.5	0.2	30.1%	164.3%	29.5%
		300918.SZ	南山智尚	3.6	4.2	3.9	0.3%	4.1%	2.6%	0.4	0.5	0.4	15.4%	0.2%	-1.0%

# 板块业绩总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧

重点公司：大部分下游公司收入跌幅扩大，上游公司延续利润弹性释放

图：纺服公司2024年前三季度收入与净利润变化概览

行业	细分板块	证券代码	证券简称	Q1~Q3收入(亿元)	Q1~Q3 YoY	Q1~Q3净利润(亿元)	Q1~Q3 YoY
服装家纺	运动服饰	603908.SH	牧高笛	10.8	-6.5%	0.9	-6.0%
		002780.SZ	三夫户外	5.0	-7.5%	0.1	-8.8%
	非运动服饰	600398.SH	海澜之家	152.6	-2.0%	19.1	-2.2%
		002563.SZ	森马服饰	94.0	-5.6%	7.6	-9.2%
		300888.SZ	稳健医疗	60.7	1.0%	5.5	-4.3%
		603877.SH	太平鸟	45.4	-3.1%	1.1	-8.5%
		002154.SZ	报喜鸟	35.4	-3.6%	4.2	-5.2%
		603518.SH	锦泓集团	29.2	-5.6%	1.6	-5.2%
		002832.SZ	比音勒芬	30.0	7.3%	7.6	0.5%
		601566.SH	九牧王	22.7	-6.0%	1.4	-4.3%
		603808.SH	歌力思	21.5	4.2%	0.2	-8.2%
	603587.SH	地素时尚	16.1	-2.6%	2.8	-2.5%	
	家纺	002293.SZ	罗莱生活	32.0	-4.7%	2.6	-7.1%
		603365.SH	水星家纺	26.8	-2.6%	2.1	-6.8%
002327.SZ		富安娜	18.9	-2.0%	2.9	-5.3%	
纺织制造	代工制造	300979.SZ	华利集团	175.1	-2.4%	28.4	-2.3%
		605138.SH	盛泰集团	26.6	-6.2%	0.4	-8.8%
		300577.SZ	开润股份	30.2	32.5%	3.2	164.6%
		603558.SH	健盛集团	19.2	16.0%	2.6	31.2%
		605080.SH	浙江自然	7.9	17.7%	1.6	21.8%
	纺织材料	002042.SZ	华孚时尚	93.3	-5.6%	0.5	-3.8%
		601339.SH	百隆东方	60.7	19.3%	4.1	-5.4%
		603055.SH	台华新材	51.8	47.5%	6.2	89.2%
		002003.SZ	伟星股份	35.8	23.3%	6.2	17.2%
		000726.SZ	鲁泰A	44.0	1.3%	2.9	-4.1%
		603889.SH	新澳股份	38.7	10.3%	3.7	5.4%
		605189.SH	富春染织	21.9	20.9%	1.0	44.6%
		300918.SZ	南山智尚	11.6	3.5%	1.2	3.8%

- [ 01 ] 板块总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧
- [ 02 ] 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压
- [ 03 ] 纺织制造：外需补库订单增长，积极推动海外产能扩张
- [ 04 ] 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度
- [ 05 ] 投资建议

# 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压

## 运动服饰：流水仍保持增长，折扣和库存有所承压

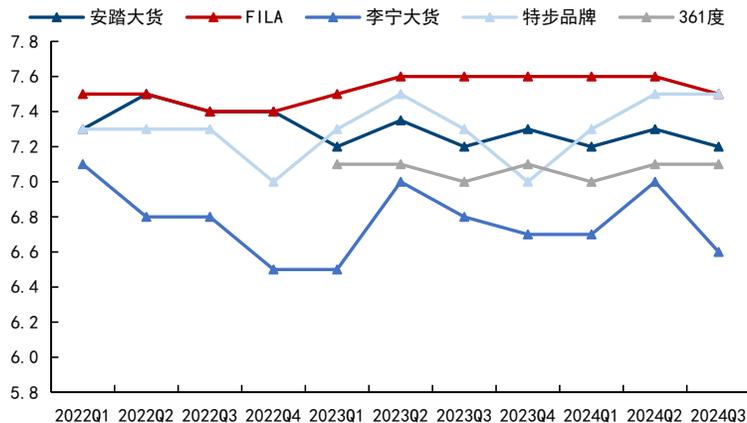
图：运动服饰公司大中华区流水变化对比

- 流水对比方面，本土品牌和国际品牌中国区收入在今年上半年均呈现较好的增长，Q3消费环境恶化的背景下大部分品牌增速环比上半年放缓，但仍保持增长；
  - 综合体育品牌普遍保持在中高个位数的增长，其中性价比品牌增长更优，国际品牌收入好于经销商收入增速；
  - 小众高端细分品牌如迪桑特、可隆呈现30~70%的快速增长；
  - 进入Q4在节假日和政策提振下品牌普遍实现显著的流水增长改善。

YoY	本土运动品牌公司							国际品牌中国代理商		国际品牌中国区						
	安踏品牌	FILA	迪桑特可隆	李宁大货	特步品牌	361大货	361童装	宝胜	滔搏	耐克	阿迪达斯	彪马	UA	亚瑟士	斯凯奇	LULU
2021Q1	42%	77%	117%	88%	55%	18%	23%	48%		42%	156%		107%	88%	174%	
2021Q2	37%	33%	73%	92%	32%	17%	33%	-14%		9%	-16%		43%	12%	51%	
2021Q3	12%	5%	37%	42%	15%	12%	12%	-25%		1%	-15%		13%	-6%	10%	
2021Q4	15%	8%	33%	32%	22%	18%	28%	-27%		-24%	-24%		-7%	-1%	9%	
2022Q1	18%	5%	43%	28%	32%	18%	23%	-25%	-18%	-8%	-35%	-17%	-13%	-11%	9%	13%
2022Q2	-5%	-8%	22%	-8%	15%	12%	23%	-24%	-28%	-20%	-35%	-2%	-8%	-8%	-20%	30%
2022Q3	5%	12%	43%	15%	22%	15%	23%	-8%	-3%	-13%	-27%	10%	14%	24%	-19%	70%
2022Q4	-8%	-12%	12%	-12%	-8%	0%	3%	-20%	-18%	6%	-50%	2%	1%	18%	-23%	30%
2023Q1	5%	8%	77%	5%	20%	13%	23%	7%	-12%	1%	-9%	27%	31%	41%	3%	79%
2023Q2	8%	18%	73%	15%	18%	15%	25%	16%	23%	25%	16%	24%	21%	36%	19%	61%
2023Q3	8%	13%	48%	5%	18%	18%	30%	-6%	-3%	12%	6%	5%	7%	29%	18%	53%
2023Q4	18%	28%	58%	23%	32%	23%	42%	-11%	13%	8%	37%	3%	8%	21%	22%	74%
2024Q1	5%	8%	28%	3%	8%	20%	22%	-8%	3%	6%	8%	1%	5%	17%	13%	39%
2024Q2	8%	5%	43%	-2%	10%	10%	15%	-11%	-5%	7%	9%	2%	-7%	21%	3%	28%
2024Q3	5%	-2%	48%	-5%	5%	10%	10%	-11%	-12%	-3%	9%					

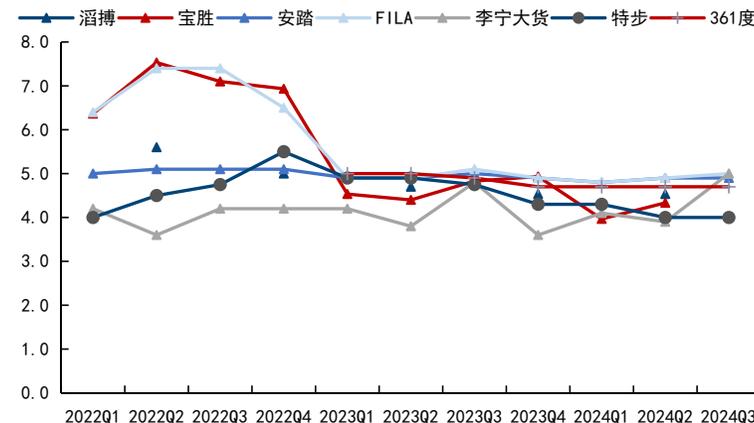
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司折扣变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司库销比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

- 折扣方面，多数品牌在Q3环比扩大，同比持平或扩大；在库存健康为首要目标下，预计Q4行业折扣环比维持或加深。
- 库存方面，品牌整体呈现库销比的小幅回升，但仍在健康区间内；Q4旺季销售带动去库，预计到年底库存将环比改善。

# 重点公司财报分析

## 安踏体育：在具有挑战的消费环境中展现品牌运营实力，看好全年业绩确定性和多品牌中长期增长潜力

● 2024第三季度：较高基数上流水稳健增长，FILA表现低于预期，各品牌库存水平健康，安踏及其他品牌折扣率同比改善

### 1、安踏第三季度流水增长中单位数，延续上半年趋势，库销比维持在小于5，线上零售折扣收窄

1) 分产品流水：安踏大货、儿童均有中单位数增长。2) 分渠道流水：电商增长20-25%。3) 库销比：季末库销比小于5，维持上季度末水平，库存健康度高。4) 零售折扣：线上零售折扣同比收窄2个点，线下折扣持平。

### 2、FILA第三季度流水低单位数下滑，库销比为5，线上折扣持平

1) 分产品流水：FILA大货增长好于kids和fusion，FILA大货同比持平，FILA儿童和FILA FUSION 轻微负增长，预计FILA品牌主要受消费降级影响。2) 分渠道流水：电商增长高单位数。3) 库销比：季末库销比为5，库存健康度高。4) 零售折扣：线上折扣率维持、线下折扣加深1个点。

### 3、其他品牌第三季度流水增长45%-50%，环比提速，尤其可隆增速较高，整体折扣收窄

1) 分品牌流水：可隆同比+65-70%；迪桑特同比+35-40%。2) 零售折扣：迪桑特、可隆折扣有所改善。

● **投资建议：**三季度以来行业下行趋势明显，安踏品牌保持较好增长，FILA品牌小幅下滑但库存折扣健康，其他细分品牌高速增长，公司多品牌运营能力凸显。中长期随着运动行业消费专业化、多元化趋势发展，我们看好公司多品牌矩阵受益于消费需求变化，持续引领行业增长。尽管三季度消费不及预期，随着四季度国庆黄金周和消费旺季来临，看好公司增长加速并保持良性的库存折扣水平，并通过费用管控等有效措施保障盈利水平稳定，预计2024-2026年经调后归母净利润分别约为120.7/134.9/148.2亿元，同比增长17.9%/11.8%/9.9%。维持103-112港元目标价，对应2024年经调后EPS为22-24x，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	69,507	75,950	82,616
(+/-%)	8.8%	16.2%	11.5%	9.3%	8.8%
净利润(百万元)	7590	10236	13647	13490	14820
(+/-%)	-1.7%	34.9%	33.3%	-1.2%	9.9%
每股收益(元)	2.68	3.62	4.82	4.77	5.24
EBITMargin	17.0%	21.9%	21.3%	21.7%	21.8%
净资产收益率(ROE)	22.1%	19.9%	23.1%	25.5%	47.2%
市盈率(PE)	29.8	22.1	16.6	16.8	15.3
EV/EBITDA	30.7	20.8	16.5	15.4	15.4
市净率(PB)	6.58	4.40	3.84	4.28	7.21

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：安踏体育2024H1业绩一图

		FY2021	FY2022	FY2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H
收入(百万元)	合计	49,328	53,651	62,356	29,645	32,711	33,735
	YoY	38.9%	8.8%	16.2%	14.2%	18.1%	13.8%
	安踏	24,012	27,723	30,306	14,170	16,136	16,077
	YoY	52.5%	15.5%	9.3%	6.1%	12.3%	13.5%
	FILA	21,822	21,523	25,103	12,229	12,874	13,056
	YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	13.5%	19.8%	6.8%
其他品牌		3,494	4,405	6,947	3,246	3,701	4,602
	YoY	51.1%	26.1%	57.7%	77.6%	43.6%	41.8%
	合计	61.6%	60.2%	62.6%	63.3%	62.0%	64.1%
毛利率	安踏	52.2%	53.6%	54.9%	55.8%	54.1%	56.6%
	FILA	70.5%	66.4%	69.0%	69.2%	68.8%	70.2%
	其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	73.4%	72.5%	72.7%
	合计	-41.9%	-43.3%	-40.7%	-39.7%	-41.6%	-40.8%
SG&A比率	销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-34.0%	-35.5%	-35.0%
	其中：广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-7.1%	-9.2%	-7.5%
	管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.7%	-6.1%	-5.8%
	其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	2.1%	3.3%	2.4%
	合计	22.3%	20.9%	24.6%	25.7%	23.7%	25.7%
经营利润率	安踏	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	23.3%	21.8%
	FILA	24.5%	20.0%	27.6%	29.7%	25.5%	28.6%
	其他品牌	18.4%	20.6%	27.1%	30.3%	24.3%	29.9%
	净融资收入占比	0.5%	0.2%	1.6%	1.2%	1.9%	2.1%
分占合营/联营公司利润		-81	28	-718	-516	-202	-19
	Amer上市权益摊薄所得						1,579
税前利润	综合	11,240	11,355	15,640	7,463	8,177	10,930
	所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	29.1%	26.8%	23.0%
净利润	归母	7,720	7,590	10,236	4,748	5,488	7,721
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.0%	16.8%	22.9%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	32.3%	37.1%	62.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 李宁：经营稳健，中长期继续看好专业品类成长空间

- 2024第三季度：第三季度李宁大货流水下降中单位数，电商流水增长中单位数，线下折扣加深线上折扣收窄，库销比同比小幅增长至5

1、**第三季度李宁大货下降中单位数。**李宁（不包括童装）实现整体流水下降中单位数，其中零售/批发/电商分别实现中单下降/高单下降/中单增长。直营表现好于批发主要由于直营中的奥莱门店表现相对较好，直营正价门店和批发门店表现相近。第三季度末李宁大货直营门店环比上季度末净减少11个至1484个，批发门店环比上季度末净增加53个至4797个，另外童装门店环比上季度末净增加21个至1459个。

2、**零售折扣和库销比：**第三季度线下折扣加深线上折扣收窄，库销比同比小幅增长。1) 零售折扣：第三季度受终端消费疲软、线下流水下滑影响，线下折扣同比加深低个位数；线上折扣仍然坚挺，同比改善低个位数。2) 库销比：截至9月底，全渠道库销比为5，略高于去年同期，仍处于健康可控的水平。库龄结构健康，6个月新品占比80%以上。

- **与红杉资本成立合资公司拓展国际业务，上市公司持股29%**

李宁集团通过间接全资附属公司LN Co与红杉资本成立合资公司，上市公司出资5800万港元，占合资公司股本总额的29%。合资公司的目的是在境外独家开发及经营李宁品牌业务（包括销售李宁品牌产品），订约方拟动用各自的资源，尽力协助合资公司建立独立经营能力，实现李宁品牌海外的长期发展，并寻求机会于日后上市。

- **管理层指引：管理层维持2024年收入增长低单位数，净利率低双位数的指引**

- **投资建议：**三季度消费环境相比上半年更加疲弱，公司流水增速受到影响，但奥莱渠道、电商渠道仍有较好表现；分品类看，跑步品类持续引领增长，跑鞋核心系列、运动生活soft系列持续表现优异。同时在经营压力较大的情况下，公司更加关注经营的稳健性，库存可控、折扣率基本稳定。10月以来流水趋势向好，四季度增长有望改善。中长期看，公司销量百万双级的多款跑鞋IP形成专业产品矩阵，证明品牌的专业度得到市场高度认可，继续看好专业品类拉动成长。预计2024-2026年净利润分别为31.5/35.5/38.6亿元，同比-1.2%/+12.9%/+8.5%。维持17.9-19.2港元的目标价，对应2024年13.5-14.5x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	28,340	30,068	31,722
(+/-%)	14.3%	7.0%	2.7%	6.1%	5.5%
净利润(百万元)	4064	3187	3148	3553	3857
(+/-%)	1.3%	-21.6%	-1.2%	12.9%	8.5%
每股收益(元)	1.57	1.23	1.22	1.37	1.49
EBITMargin	15.7%	10.9%	11.5%	12.5%	12.9%
净资产收益率(ROE)	16.7%	13.1%	12.0%	12.6%	12.8%
市盈率(PE)	9.9	12.6	12.8	11.3	10.4
EV/EBITDA	9.7	12.1	12.7	11.4	10.6
市净率(PB)	1.65	1.65	1.54	1.43	1.33

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：李宁2024H1业绩一图

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2023 1H	FY2023 2H	FY2024 1H
收入	22,572	25,803	27,598	14,019	13,580	14,345
批发	10,853	12,552	12,628	6,724	5,904	6,590
零售	5,010	5,330	6,907	3,410	3,498	3,503
电商	6,413	7,465	7,531	3,595	3,936	4,004
国际	296	456	532	290	242	248
营收增速	56.1%	14.3%	7.0%	13.0%	1.4%	2.3%
批发	56.7%	15.7%	0.6%	13.9%	-11.2%	-2.0%
零售	53.5%	6.4%	29.6%	22.3%	37.5%	2.7%
电商	58.4%	16.4%	0.9%	1.7%	0.1%	11.4%
国际	34.9%	53.9%	16.6%	55.8%	-10.4%	-14.4%
毛利	11969	12485	13352	6839	6513	7236
销售费用	-6,138	-7,314	-9,080	-3,948	-5,132	-4,327
其中：A&P	-1,779	-2,279	-2,496	-1,037	-1,459	-1,249
管理费用	-1,111	-1,113	-1,256	-591	-665	-680
其他收入	400	805	524	165	359	184
毛利率	53.0%	48.4%	48.4%	48.8%	48.0%	50.4%
销售费用率	-27.2%	-27.7%	-32.3%	-28.2%	-37.8%	-30.2%
其中：A&P	-7.9%	-8.2%	-8.5%	-7.4%	-10.7%	-8.7%
管理费用率	-4.9%	-4.3%	-4.6%	-4.2%	-4.9%	-4.7%
其他收入	1.8%	3.1%	1.9%	1.2%	2.6%	1.3%
经营利润	5,136	4,887	3,559	2,475	1,084	2,402
经营利润率	22.8%	18.9%	12.9%	17.7%	8.0%	16.7%
财务费用率	0.1%	1.3%	1.2%	1.6%	0.7%	0.7%
所得税率	-24.7%	-24.7%	-24.1%	-24.3%	-26.8%	-25.3%
归母净利润	4,011	4,064	3,187	2,121	1,066	1,952
归母净利率	17.8%	15.7%	11.5%	15.1%	7.8%	13.6%
YOY	136.1%	1.3%	-21.6%	-3.1%	-43.1%	-8.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 特步国际：看好公司发挥跑步品类专业优势，主品牌销售稳健增长，专业品牌快速增长，以及KP剥离后盈利进一步提升

图：特步国际2024H1业绩一图

### ● 第三季度特步主品牌流水增长中单位数，零售折扣7.5折，库销比4个月

#### 1、特步主品牌第三季度流水同比增长中单位数

分渠道看，线上增长高双位数，线下小幅增长，主要受客流影响；分品类看，儿童好于成人。

#### 2、特步主品牌第三季度零售折扣7.5折，库销比4个月，环比稳定、同比改善

- 1) 第三季度特步主品牌零售折扣7.5折，环比第二季度稳定，较去年同期7-7.5折有所改善；
- 2) 第三季度末特步主品牌库销比4个月，环比第二季度稳定，较去年同期4.5-5个月下降，库存健康度较高。

#### 3、第三季度索康尼增长超过50%。

#### 4、近期情况：10月以来趋势向好，10月至今主品牌流水双位数增长，索康尼保持高速增长。

#### 5、管理层展望：索康尼全年超过50%的增长目标预计可以达成；集团整体收入增长有压力，但随着KP剥离以及降本增效举措成效显著，净利润目标预计可以达成。

● **投资建议：**第三季度消费环境相比上半年更加疲弱，公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势，主品牌流水稳健增长，专业运动品牌流水快速增长，同时经营情况稳健，折扣率与库销比环比稳定、同比改善。看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速，索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外，保持较快增速。KP过去两年每年经营亏损1.8亿元左右，剥离后特步集团利润有望增厚。预计2024-2026年净利润分别为12.4/14.4/16.1亿元，同比增长20.3%/16.0%/12.3%。维持6.1-6.6港元目标价，对应2024年12-13x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	15,029	15,536	17,422
(+/-%)	29.1%	10.9%	4.8%	3.4%	12.1%
净利润(百万元)	922	1,030	1,239	1,437	1,613
(+/-%)	1.5%	11.8%	20.3%	16.0%	12.3%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.46	0.54	0.60
EBITMargin	7.1%	7.2%	8.2%	9.2%	9.3%
净资产收益率(ROE)	11.2%	11.6%	13.1%	14.1%	14.7%
市盈率(PE)	15.2	13.6	11.3	9.8	8.7
EV/EBITDA	24.7	26.9	13.0	11.1	10.2
市净率(PB)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

		FY2021	FY2022	FY2023	2023H1	2023H2	2024H1
营收	合计	10,013.2	12,930.4	14,345.5	6,522.4	7,823.1	7,203.2
	特步品牌	8,841.3	11,127.9	11,947.4	5,429.6	6,517.8	5,789.2
	时尚运动 (KS、P)	970.9	1,402.5	1,602.6	748.6	854.0	821.5
	专业运动 (S、M)	201.0	400.0	795.5	344.2	451.3	592.5
占比	合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	特步品牌	88.30%	86.06%	83.28%	83.24%	83.32%	80.37%
	时尚运动 (KS、P)	9.70%	10.85%	11.17%	11.48%	10.92%	11.40%
	专业运动 (S、M)	2.01%	3.09%	5.55%	5.28%	5.77%	8.23%
同比	合计	22.5%	29.1%	10.9%	14.8%	8.0%	10.4%
	特步品牌	24.5%	25.9%	7.4%	10.9%	4.6%	6.6%
	时尚运动 (KS、P)	-2.8%	44.5%	14.3%	18.9%	10.5%	9.7%
	专业运动 (S、M)	180.3%	99.0%	98.9%	119.9%	85.3%	72.1%
毛利率	合计	41.7%	40.9%	42.2%	42.9%	41.6%	46.0%
	特步品牌	41.4%	41.3%	42.0%	43.1%	41.0%	43.9%
	时尚运动 (KS、P)	44.6%	37.6%	44.8%	42.0%	47.3%	53.4%
	专业运动 (S、M)	40.2%	42.8%	40.0%	42.0%	38.5%	56.8%
销售费用率	合计	-18.9%	-20.8%	-23.5%	-23.2%	-23.8%	-23.5%
行政费用率	合计	-11.9%	-11.2%	-10.7%	-9.8%	-11.5%	-11.1%
经营利润率	合计	13.9%	11.3%	11.0%	15.1%	7.6%	15.2%
	特步品牌	18.2%	15.8%	15.8%	20.4%	12.0%	20.6%
	时尚运动 (KS、P)	-9.0%	-13.5%	-11.5%	-8.9%	-13.8%	-12.1%
	专业运动 (S、M)	-20.0%	-4.9%	1.1%	3.9%	-1.1%	3.9%
	总部分摊	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-1.0%	-0.9%	-0.3%
其他收入占比		3.0%	2.4%	3.1%	5.2%	1.3%	3.8%
归母净利润	金额	908.3	921.7	1,030.0	665.4	364.6	752.1
	净利率	9.1%	7.1%	7.2%	10.2%	4.7%	10.4%
	YoY	77.1%	1.5%	11.8%	12.7%	10.1%	13.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 361度：三季度流水表现稳健，中长期看好专业运动系列、童装、电商驱动成长

图：361度2024H1业绩一图

- 2024第三季度成人装线下流水增长10%，童装线下流水增长10%，电商增长20%

### 1、流水增速拆分：

- 1) 线下：361度大货增长10%，童装增长10%；
- 2) 线上：361度线上增长20%；
- 3) 月度：7/8/9月逐月表现预计环比改善；十一假期期间流水增长进一步提速，线上流水增长超过30%，线下流水增长超过20%。

2、**新品**：公司持续推出跑步专业运动新品。第三季度，在跑步领域，推出“FUTURA S户外跑鞋”、“飞鹰2”及“雨屏8代”等产品，以高质量材质、全新工艺及自家研发科技为跑者营造舒适、实用的跑步体验。其中“雨屏8代”采用自主研发的防水透气膜科技FLY-TEX，为跑者带来暴雨级防水的轻盈舒适穿著体验。

3、**库销比和零售折扣**：库销比在4.5-5；第三季度零售折扣7.1折左右，环比第二季度维持稳定、同比有所改善。

- **投资建议**：第三季度行业消费环境充满挑战，公司流水仍保持稳健增长，持续推出具有市场竞争力的跑鞋新品，库销比与折扣率环比稳定；伴随国庆及消费旺季来临，行业趋势有所改善，看好公司四季度继续保持行业领先的增速。公司启动品牌重塑计划以来，产品和渠道调整初见起色、品牌产品势能向上，财务经营状况改善，中长期看，公司专业产品IP矩阵丰富将带动量价齐升，品牌成长空间较大。预计公司2024-2026年归母净利润为11.4/13.2/15.3亿元，同比增长18.1%/16.5%/15.6%；维持4.5-5.1港元目标价，对应2024年7.5-8.5x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,961	8,423	9,883	11,365	12,967
(+/-%)	17.3%	21.0%	17.3%	15.0%	14.1%
净利润(百万元)	747	961	1135	1322	1528
(+/-%)	24.2%	28.7%	18.1%	16.5%	15.6%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.55	0.64	0.74
EBITMargin	16.1%	17.7%	12.5%	12.7%	12.8%
净资产收益率(ROE)	9.4%	10.6%	11.4%	12.3%	13.1%
市盈率(PE)	10.4	8.1	6.8	5.9	5.1
EV/EBITDA	9.7	7.6	9.8	8.6	7.6
市净率(PB)	0.98	0.85	0.78	0.72	0.66

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

	FY2021	FY2022	FY2023	2023 H1	2023 H2	2024 H1
收入	5933	6961	8423	4312	4112	5141
分产品						
大货	4748	5397	6334	3333	2994	3937
儿童	1107	1442	1958	911	1054	1132
其他	79	122	132	68	64	72
分渠道						
大货(批发)	3663	3943	4372	2402	1970	2891
儿童(批发)	875	1087	1408	679	729	852
电商	1227	1685	2326	1079	1246	1253
大货国际	90	124	185	83	102	73
收入YOY	15.7%	17.3%	21.0%	18.0%	24.3%	19.2%
分产品						
大货	14.8%	13.7%	17.4%	14.6%	20.6%	18.1%
儿童	18.7%	30.3%	35.7%	33.4%	37.7%	24.2%
其他	34.0%	54.8%	8.0%	8.2%	7.8%	7.0%
分渠道						
大货(批发)	7.1%	7.7%	10.9%	8.0%	14.7%	20.4%
儿童(批发)	11.2%	24.2%	29.6%	27.1%	32.0%	25.4%
电商	55.1%	37.3%	38.0%	38.0%	37.9%	16.1%
大货国际	25.8%	37.6%	50.0%	66.9%	38.5%	-12.1%
毛利率	41.7%	40.5%	41.1%	41.7%	40.5%	41.3%
大货	42.3%	41.3%	41.4%	41.9%	41.0%	41.6%
儿童	41.2%	40.9%	41.8%	42.4%	41.1%	41.7%
其他	12.7%	2.5%	14.5%	20.5%	8.2%	22.1%
费用率						
销售费用率	-19.2%	-20.6%	-22.1%	-17.6%	-26.9%	-17.8%
管理费用率	-9.4%	-7.8%	-7.5%	-6.6%	-8.4%	-6.1%
其他收入支出净额比率	5.2%	3.3%	4.9%	5.6%	4.0%	3.2%
经营利润	1,083	1,074	1,384	993	391	1,060
YOY	31.7%	-0.8%	28.8%	28.6%	29.3%	6.8%
经营利润率	18.3%	15.4%	16.4%	23.0%	9.5%	20.6%
融资收入净额比率	-0.6%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
所得税率	-29.0%	-23.3%	-23.7%	-22.1%	-27.9%	-21.9%
归母净利润	602	747	961	704	258	790
YOY	45.0%	24.2%	28.7%	27.7%	31.4%	12.2%
经营利润率	10.1%	10.7%	11.4%	16.3%	6.3%	15.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 非运动服饰、家纺：线下客流下滑，费用刚性致盈利承压，电商表现相对较好

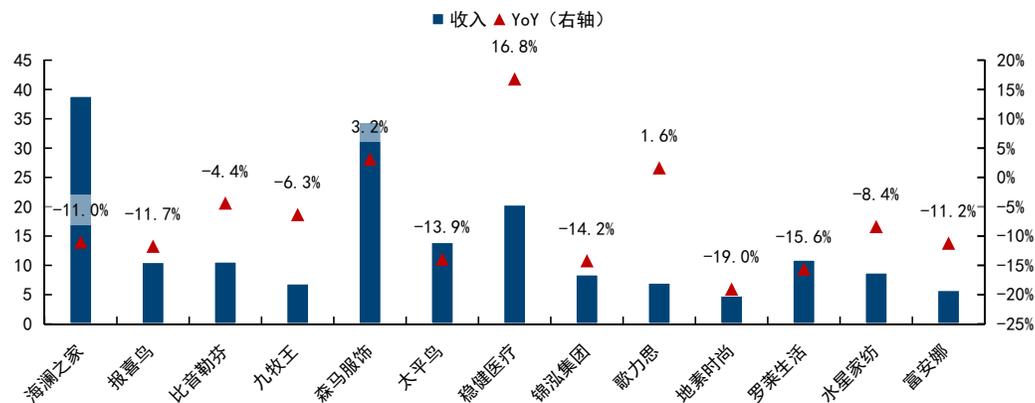
1、收入：第三季度在消费环境疲软影响下大部分非运动服饰及家纺企业收入同比下滑，大部分公司下滑幅度在10%~15%之间。

- 稳健医疗收入逆势增长16.8%，主要由于医疗和消费板块收入增长均加速，尤其消费业务收入增长达到20.6%；
- 三季度线下客流下滑对板块拖累较大，部分线上高增长、线下渠道扩张的公司实现了相对具有韧性的收入表现，如森马服饰、歌力思、比音勒芬，其中海澜之家、歌力思电商收入增速均在39%以上，电商收入占比分别提升至25.4%/15.9%；
- 部分男装品牌预计受职业装发货节奏影响，单季度团购业务收入跌幅较大，如海澜之家、报喜鸟，拖累总体收入到双位数的跌幅。

2、净利润：收入下滑叠加费用刚性的影响，大部分非运动服饰公司净利润下滑幅度大于收入，跌幅在30%~60%。

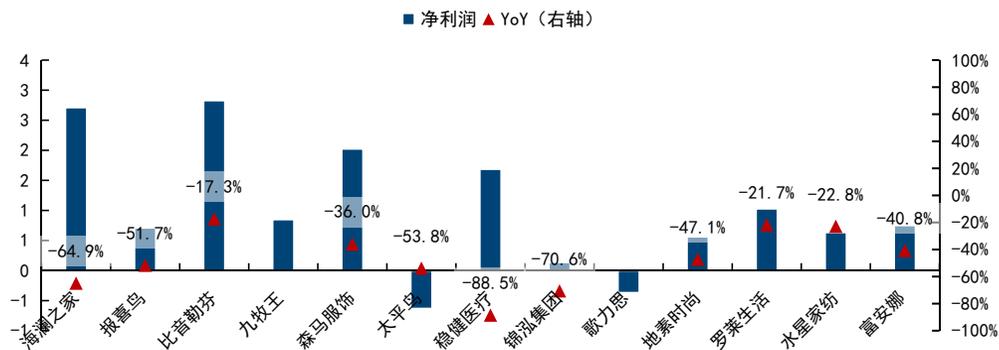
- 比音勒芬、罗莱生活、水星家纺利润下滑幅度相对较小，其中比音勒芬主要由于收入相对领先，保障利润下滑幅度可控；
- 森马服饰、歌力思收入仍有正增长但利润下滑较大，森马主要受折扣和费用投放影响拖累利润率，歌力思费用压力较大；
- 海澜之家利润下滑幅度较大，有并表业务净利润拖累，也有去年投资收益高基数影响；
- 九牧王由于期内市场波动影响下公司投资业务的公允价值变动净收益增多，净利润同比+2810.6%，扣非利润小幅亏损。

图：非运动服饰公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：非运动服饰公司净利润变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压

## 非运动服饰、家纺：线下客流下滑，费用刚性致盈利承压，电商表现相对较好

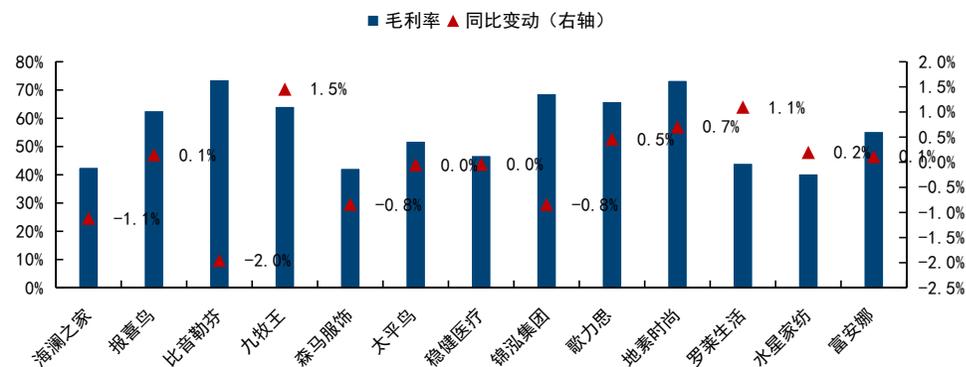
1、**毛利率**：各品牌在线下消费疲软、收入增速放缓的趋势下，基本倾向于严控折扣、保证利润率，渠道结构的变化对毛利率有所影响。

- 毛利率提升的品牌中，从高到低分别是，九牧王/罗莱生活/地素时尚/歌力思，毛利率均有0.5个百分点以上提升。
- 毛利率下滑的有海澜之家、比音勒芬、森马服饰、锦泓集团。

2、**净利率**：净利率普遍受广告宣传支出刚性、销售费用率提升影响，大部分品牌净利率均有不同程度的下滑。

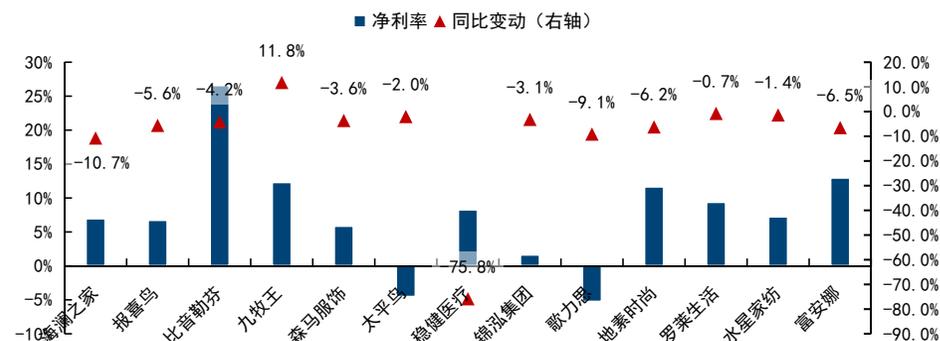
- 净利率相对稳定、下滑幅度在2个百分点以内的有太平鸟/罗莱生活/水星家纺。
- 净利率水平相对较高在10%以上，从高到低分别是比音勒芬/富安娜/九牧王/地素时尚。
- 九牧王净利率大幅提升，主要由于投资业务的公允价值变动净收益增多，占收入比例同比+16.4个百分点。稳健医疗净利率大幅下降，主要由于去年同期城市更新项目贡献的资产处置收益接近13.6亿，剔除影响后实际净利率大幅提升。

图：非运动服饰公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：非运动服饰公司净利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压

## 非运动服饰、家纺：线下客流下滑，费用刚性致盈利承压，电商表现相对较好

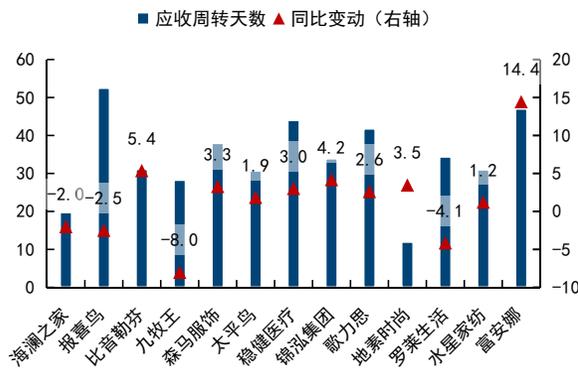
- 1、存货周转天数：**存货周转天数有明显改善、同比下降20天以上的公司主要有森马服饰/太平鸟；存货周转天数明显增加20天以上的主要有海澜之家/报喜鸟/九牧王/歌力思/地素时尚，主要受销售增速下滑、以及今年双十一和春节时间较早、提前备货影响，其中海澜之家受到斯博兹并表影响。
- 2、应收账款周转天数：**各公司应收周转基本维持稳定，有明显改善的是九牧王，同比下降8天；有明显上升的是富安娜，同比上升14天，主要受电商平台结算模式改变影响。
- 3、应付账款周转天数：**应付周转天数明显改善、同比上升20天以上的主要有海澜之家/报喜鸟/稳健医疗/歌力思/地素时尚/罗莱生活；同比下降20天以上的主要有森马服饰/太平鸟。
- 4、现金流：**大部分公司由于受到盈利压力以及库存压力、现金流变差，现金流表现较好、净现比大于1.0的公司主要包括稳健医疗、锦泓集团、罗莱生活。

图：非运动服饰公司存货周转天数



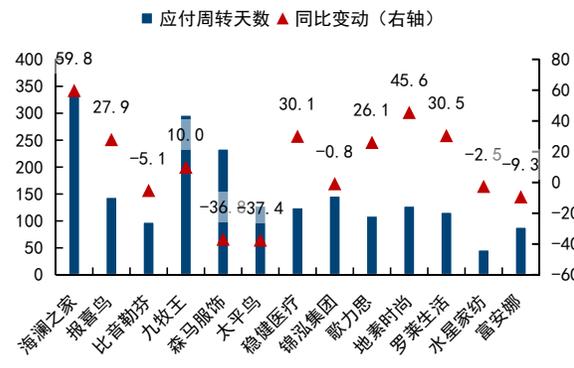
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：非运动服饰公司应收账款周转天数



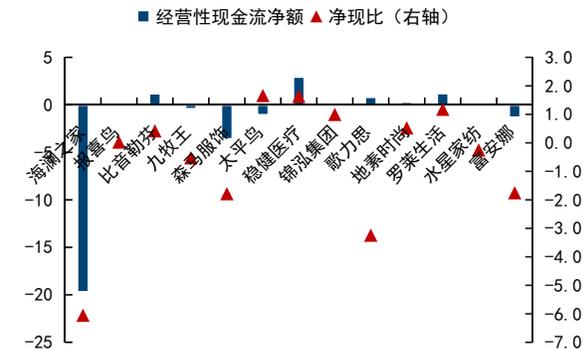
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：非运动服饰公司应付账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：非运动服饰公司经营性现金流



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压

## 非运动服饰、家纺：线下客流下滑，费用刚性致盈利承压，电商表现相对较好

- **门店数：**第三季度大部分公司呈现加盟店净减少的态势，部分公司净开直营店。在线下客流疲软的行业环境下，直营店往往具备更强的营运能力和经营韧性，且直营店一般开在一二线城市的核心商圈，加盟店普遍以低线城市为主，部分品牌加盟店以街铺店为主，客流较商场店面临更大压力，所以直营店往往拥有更好的店效，基于店铺结构优化、关闭低效门店的策略，加盟店在客流下滑环境下波动更大。
  - 三季度净开店较多的公司有海澜之家，其中主品牌三季度直营、加盟门店分别净+65/-101家，其他品牌直营、加盟门店分别净+31/177家，预计主要为斯搏兹的阿迪FCC门店；
  - 森马保持净开店，直营店较年初增加243家，加盟和联营店较年初增加83家；按品牌分，休闲/儿童分别较年初增加78/248家。
  - 稳健医疗消费品业务全棉时代品牌快速开店，同店收入基本持平，新开门店贡献增量约10%；
  - 太平鸟、地素时尚门店数量同比下滑，其中太平鸟三季度仍净关店，但是门店调整幅度已经开始收窄；歌力思门店数量同比持平。
  - 富安娜整体为净闭店，前三季度新开店约60-70家，主要为加盟店；预计调整关闭门店较新开店更多。
- **单店收入：**直营店和加盟店单店收入普遍下滑。受线下客流下滑影响，大部分公司直营和加盟渠道的单店收入均出现下滑，仅太平鸟加盟店收入同比增长5.1%。海澜之家单店收入同比下降双位数，受到公司强开店策略下部分新开门店爬坡的影响。

图：非运动服饰公司门店数量变化

公司	类型	2023 Q3	2024 Q2	2024 Q3	同比	环比
海澜之家	直营	1649	1773	1869	220	96
	加盟	5235	5184	5260	25	76
	合计	6884	6957	7129	245	172
太平鸟	直营	1210	1128	1095	-115	-33
	加盟	2847	2410	2381	-466	-29
	合计	4057	3538	3476	-581	-62
歌力思	直营	499	495	520	21	25
	加盟	159	150	138	-21	-12
	合计	658	645	658	0	13
地素时尚	直营	292	271	261	-31	-10
	加盟	794	706	675	-119	-31
	合计	1086	977	936	-150	-41

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：非运动服饰公司单店收入和收入同比情况（万元）

公司	类型	2023 Q3	2024 Q2	2024 Q3	单店同比	收入同比
海澜之家	直营	17.6	20.1	15.2	-13.9%	-2.4%
	加盟	17.7	20.9	15.1	-14.6%	-14.2%
	合计	17.7	20.7	15.1	-14.4%	-11.4%
太平鸟	直营	16.6	16.4	15.0	-9.9%	-18.4%
	加盟	7.7	5.5	8.1	5.1%	-12.1%
	合计	10.3	8.9	10.2	-0.9%	-15.1%
歌力思	直营	36.5	41.9	35.7	-2.3%	1.8%
	加盟	28.8	15.2	28.0	-2.9%	-15.7%
	合计	34.7	35.7	34.1	-1.7%	-1.7%
地素时尚	直营	26.2	26.7	22.8	-13.1%	-22.3%
	加盟	12.0	13.0	11.3	-5.4%	-19.6%
	合计	15.8	16.8	14.5	-8.1%	-20.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 非运动服饰、家纺：线下客流下滑，费用刚性致盈利承压，电商表现相对较好

- 电商渠道增长更加稳健：

三季度的消费疲弱体现在线下渠道较为明显，电商仍具有较好的韧性。为应对线下客流压力，各公司更加注重线上渠道增长，电商收入在总收入占比中同比均有提升。

- 线上增长的公司中，海澜之家/歌力思第三季度电商增速均在40%或更高；稳健医疗第三季度电商预计增长20%+；森马第三季度电商预计增长10%+；
- 线上下滑的公司中，太平鸟/地素时尚/富安娜电商渠道收入下滑幅度也小于线下渠道。

图：非运动服饰公司电商渗透率和同比变化（百万元）

公司	类型	2023Q3	2023Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3
海澜之家	收入	706	1047	847	1365	986
	渗透率	16.2%	17.6%	13.7%	26.3%	25.4%
	同比	-8.0%	45.6%	34.0%	56.4%	39.7%
太平鸟	收入	355	770	516	374	307
	渗透率	21.9%	30.0%	28.6%	27.9%	22.0%
	同比	-22.7%	-13.5%	-6.1%	-10.7%	-13.5%
歌力思	收入	75	126	113	143	112
	渗透率	10.9%	14.8%	15.1%	20.5%	15.9%
	同比	8.4%	24.2%	33.7%	32.9%	48.5%
地素时尚	收入	82	118	92	98	74
	渗透率	13.7%	14.6%	17.2%	16.6%	15.2%
	同比	31.5%	23.2%	-4.7%	-1.5%	-10.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 稳健医疗：看好医疗与消费品板块共同驱动增长

- **第三季度收入同比增长17%，毛利率持平。**2024年第三季度摆脱了去年感染防护产品带来的高基数影响，营业收入同比+16.8%至20.4亿元。毛利率为47.0%，同比持平。公司严控费率，销售费用率和管理费用率分别同比-2.3/-0.3个百分点。主要受益于费用率改善，扣非归母净利润同比+104.6%至1.4亿元，扣非归母净利率同比+3.1个百分点至7.1%。由于去年同期稳健工业园城市更新项目贡献的资产处置收益接近13.6亿元，资产处置收益占收入比例为91.6%，进而导致今年三季度归母净利润同比-88.5%至1.7亿元。由于GRI收购后并入资产负债表，库存增加，期末存货金额同比+35.7%，存货周转天数同比增加10天。
- **医疗业务增长提速，并购GRI后协同效应将逐渐显现。**疫情基数影响消除后，第三季度收入增长提速至双位数，同比+13.1%至9.4亿元，其中常规医用耗材产品同比增长14.3%至8.5亿元。渠道方面，前三季度海外销售渠道累计同比+12.7%至12.0亿元，占比45.2%。第三季度医疗C端销售发展较好，国内药店及电商渠道同比+21.6%至1.9亿元。GRI利润表将于四季度并入，贡献业绩增量；中长期看，稳健医疗与其将在生产制造、销售网络、产品等多方面协同，同时稳健医疗赋能下GRI利润率有较大提升空间。
- **消费品业务核心品类和渠道发力，实现稳健增长。**第三季度全棉时代营业收入同比+20.6%至10.8亿元。核心品类干湿棉柔巾/卫生巾/成人服饰第三季度分别实现同比增长47.1%/17.1%/23.8%。渠道方面，线上渠道前三季度累计实现14.0%增长，线下门店累计增长近双位数，商超渠道取得突破性进展，奈丝公主作为第一个国产卫生巾品牌进驻山姆。
- **公司发布限制性股票激励计划（草案）。**业绩考核目标为2025-2027年，医疗板块、消费板块各自每年营收同比增速触发值为13%，目标值为18%。体现公司对未来稳健发展的信心，并有望激发员工动力、提振资本市场信心。
- **投资建议：**前三季度消费品业务增速好于预期。医疗板块方面，第三季度开始防疫产品高基数影响已经消除，收入规模重回良性发展。预计2024-2026年归母净利润为8.0/10.3/11.6亿元，同比增长38.4%/27.8%/13.1%。2025年防疫用品高基数影响消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，维持目标价34-36元，对应2025年19-21x PE，维持“优于大市”评级。

图：稳健医疗2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入(百万)	8,037	11,351	8,185	4,267	3,918	4,034	1,909	2,124	2,037
<b>医疗业务:</b>	<b>3,922</b>	<b>7,250</b>	<b>3,862</b>	<b>2,173</b>	<b>1,689</b>	<b>1,718</b>	<b>855</b>	<b>863</b>	<b>942</b>
防疫产品	2,378	4,735	912	734	178	170	76	94	97
常规品	1,544	2,515	2,949	1,439	1,511	1,548	779	769	845
<b>消费品业务:</b>	<b>4,054</b>	<b>4,008</b>	<b>4,263</b>	<b>2,063</b>	<b>2,200</b>	<b>2,282</b>	<b>1,038</b>	<b>1,244</b>	<b>1,078</b>
其他业务:	61	94	61	31	30	33	16	17	17
收入YOY	-35.9%	41.2%	-27.9%	-17.3%	-36.7%	-5.5%	-18.8%	11.0%	16.8%
<b>医疗业务:</b>	<b>-56.0%</b>	<b>84.9%</b>	<b>-46.7%</b>	<b>-32.8%</b>	<b>-58.0%</b>	<b>-20.9%</b>	<b>-37.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>13.6%</b>
防疫产品	-66.1%	99.1%	-80.7%	-67.4%	-92.8%	-76.9%	-87.7%	-20.0%	8.0%
常规品	-19.1%	62.9%	17.3%	46.6%	-1.5%	7.6%	4.3%	11.2%	14.3%
<b>消费品业务:</b>	<b>15.3%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>6.4%</b>	<b>10.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>13.7%</b>	<b>20.2%</b>
其他业务:	-36.4%	52.9%	-35.1%	-30.2%	1327.1%	7.7%	-16.2%	46.9%	-4.3%
<b>毛利率</b>	<b>49.9%</b>	<b>47.4%</b>	<b>49.0%</b>	<b>51.5%</b>	<b>46.3%</b>	<b>48.7%</b>	<b>47.6%</b>	<b>49.7%</b>	<b>47.0%</b>
医疗业务	47.5%	44.5%	40.4%	45.2%	34.3%	38.1%	36.0%	40.2%	
消费品业务	52.2%	53.0%	56.9%	58.2%	55.6%	56.9%	57.8%	56.1%	
期间费用	32.8%	26.9%	37.2%	32.6%	42.2%	36.5%	36.2%	36.7%	37.3%
销售费用率	24.7%	18.1%	25.5%	22.5%	28.8%	26.2%	25.0%	27.2%	25.5%
管理费用率	5.7%	5.6%	8.5%	6.8%	10.3%	7.7%	8.0%	7.4%	7.8%
研发费用率	3.7%	4.3%	3.9%	4.6%	3.3%	3.5%	4.0%	3.2%	4.3%
财务费用率	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-1.2%	-0.2%	-0.9%	-0.8%	-1.1%	-0.4%
资产减值比率	-1.3%	-3.2%	-4.8%	-2.4%	-7.5%	-1.4%	-0.9%	-1.8%	-0.2%
所得税率	15.4%	12.8%	16.2%	14.0%	-9.0%	14.2%	13.5%	14.8%	14.0%
<b>净利润(百万元)</b>									
归母净利润	1239	1651	580	682	-101	384	182	202	169
YOY	-67.5%	33.2%	-64.8%	-23.7%	-113.4%	-43.6%	-51.6%	-33.8%	-88.5%
净利率	15.4%	14.5%	7.1%	16.0%	-2.6%	9.5%	9.6%	9.5%	8.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	8,892	10,731	11,766
(+/-%)	41.2%	-27.9%	8.6%	20.7%	9.6%
净利润(百万元)	1651	580	804	1027	1161
(+/-%)	33.2%	-64.8%	38.4%	27.8%	13.1%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.37	1.75	1.97
EBITMargin	18.6%	10.2%	9.7%	10.6%	10.9%
净资产收益率(ROE)	14.1%	5.0%	6.7%	8.1%	8.7%
市盈率(PE)	8.7	34.6	24.7	19.4	17.1
EV/EBITDA	8.6	21.7	19.4	15.9	14.4
市净率(PB)	1.2	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

# 重点公司财报分析

## 森马服饰：前三季度表现好于同行，看好全年库存健康基础上实现稳健增长

- **第三季度收入增长3%，净利率短期承压。**森马旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰。2024第三季度收入同比增加3.2%至34.4亿元，表现好于同行。毛利率在历史较高水平下小幅波动，由于折扣略放松，同比减少0.8个百分点至42.4%。在公司强开店战略下，开店所需的成本费用上升，同时公司加大宣传和研发力度，举办走秀、代言相关活动增加品牌热度，提升产品品质，第三季度整体费用率增加2.0个百分点至30.9%，其中主要是财务/销售/研发费用率分别同比+0.9/0.7/0.5个百分点至0.2%/23.1%/2.7%。短期影响公司报表业绩，但品牌建设和产品品质提升将利好公司中长期表现。主要受毛利率下滑以及费用率增长影响，第三季度归母净利润同比-36.0%至2.0亿元，净利率同比-3.6个百分点至5.9%。
- **库存金额上升，存货周转效率提升。**四季度进入服装销售旺季，为获取冬季销售成本优势，公司提前备货，截至9月末存货金额同比+14.1%至41.7亿元；存货周转效率同比提升，库存周转天数同比-24天至180天。第三季度经营性现金流净额为-3.6亿元（去年同期净流入0.08亿元）。
- **投资建议：**2024年以来在宏观消费环境疲软的情况下，公司保持行业领先的增速，上半年收入与净利润实现同步增长，第三季随消费环境变差、经营压力提升，收入端保持稳健增速，但盈利受到费用投放增加的影响短期承压。预计公司2024-2026年净利润分别为11.0/12.5/13.9亿元，同比-2.3%/+14.0%/+11.3%。目标价为6.5-7.0元，对应2025年14-15x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331	13,661	14,642	15,558	16,510
(+/-%)	-13.5%	2.5%	7.2%	6.3%	6.1%
净利润(百万元)	637	1122	1096	1250	1391
(+/-%)	-57.1%	76.1%	-2.3%	14.0%	11.3%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.41	0.46	0.52
EBITMargin	12.2%	14.7%	11.7%	12.5%	13.0%
净资产收益率(ROE)	5.8%	9.8%	9.3%	11.4%	16.2%
市盈率(PE)	26.7	15.2	15.5	13.6	12.2
EV/EBITDA	13.3	10.6	12.1	11.0	10.7
市净率(PB)	1.6	1.5	1.4	1.6	2.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：森马服饰2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023H1	2023H2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入(百万元)	15419.8	13331.2	13660.5	5559.9	8100.7	5955.0	3139.3	2815.7	3443.7
按渠道分									
线下	8841.2	6760.4	7316.2	2902.0	4414.2	3189.3			
直营	1399.9	1152.8	1374.1	670.0	704.0	703.3			
加盟	6820.0	5268.9	5779.2	2147.1	3632.1	2400.9			
联营	621.3	338.7	163.0	84.9	78.1	85.2			
线上	6458.4	6454.4	6227.7	2607.0	3620.7	2694.6			
按品牌分									
儿童	10272.3	8933.1	9372.6	3824.6	5548.1	4070.4			
休闲	5027.3	4281.7	4171.2	1684.5	2486.8	1813.5			
YoY	1.4%	-13.5%	2.5%	-1.4%	5.3%	7.1%	4.6%	10.1%	3.2%
按渠道分									
线下	-4.7%	-23.5%	8.2%	3.8%	11.3%	9.9%			
直营	-29.9%	-17.6%	19.2%	22.0%	16.7%	5.0%			
加盟	2.5%	-22.7%	9.7%	7.4%	11.1%	11.8%			
联营	-0.9%	-45.5%	-51.9%	-65.6%	-15.1%	0.3%			
线上	11.2%	-0.1%	-3.5%	-6.4%	-1.3%	3.4%			
按品牌分									
儿童	1.4%	-13.0%	4.9%	6.3%	4.0%	6.4%			
休闲	1.4%	-14.8%	-2.6%	-15.1%	8.2%	7.7%			
毛利率	42.6%	41.3%	44.0%	44.6%	43.6%	46.1%	46.6%	45.5%	42.4%
按渠道分									
线下	46.4%	43.6%	45.0%	47.3%	43.5%	45.1%			
直营	66.5%	65.1%	67.6%	70.4%	64.9%	67.2%			
加盟	40.0%	37.3%	39.2%	39.5%	39.0%	38.1%			
联营	70.7%	68.3%	62.5%	62.7%	62.3%	62.2%			
线上	37.4%	38.8%	43.0%	41.7%	43.9%	47.4%			
儿童	43.7%	41.9%	46.8%	46.4%	47.0%	49.6%			
休闲	40.1%	40.0%	38.0%	40.6%	36.2%	38.6%			
费用率									
销售费用	21.9%	24.5%	24.1%	25.2%	23.4%	26.0%	24.5%	27.7%	23.1%
管理费用	4.0%	4.4%	4.6%	5.0%	4.3%	4.8%	4.4%	5.4%	4.9%
研发费用	2.1%	2.2%	2.1%	1.8%	2.2%	2.0%	1.5%	2.5%	2.7%
财务费用	-0.7%	-0.4%	-1.2%	-1.4%	-1.0%	-2.2%	-2.1%	-2.3%	0.2%
其他									
营业利润率	12.5%	6.5%	11.0%	11.8%	10.5%	12.3%	14.4%	10.6%	9.0%
所得税率	22.8%	29.4%	24.7%	24.0%	25.3%	25.5%	23.2%	28.5%	33.0%
净利润									
归母净利润	1486.5	637.0	1121.5	515.7	605.8	552.5	346.4	206.1	202.6
YoY	84.5%	-57.1%	76.1%	393.9%	13.8%	7.1%	11.4%	0.7%	-36.0%
净利率	9.6%	4.8%	8.2%	9.3%	7.5%	9.3%	11.0%	7.3%	5.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 比音勒芬：短期业绩保持行业领先增速，中长期卡位景气赛道成长可期

图：比音勒芬2024Q3业绩一图

	2021A	2022A	2023A	2023H1	2023H2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>收入</b>	2720.0	2884.8	3536.1	1683.5	1852.6	1936.3	1268.2	668.1	1063.8
YoY	18.1%	6.1%	22.6%	28.2%	17.9%	15.0%	17.6%	10.5%	-4.4%
<b>直营</b>	1914.1	1779.9	2395.0	1247.4	1147.6	1277.4			
YoY	17.5%	-7.0%	34.6%	30.8%	38.9%	2.4%			
店数	532	579	607	579	607	609			
YoY	9.5%	8.8%	4.8%	6.4%	4.8%	5.2%			
单店平均收入	3.76	3.20	4.04	2.15	1.94	2.10			
YoY	7.0%	-14.8%	26.0%	21.5%	31.5%	-2.5%			
<b>加盟</b>	683.3	936.9	917.6	330.2	587.4	516.8			
YoY	18.6%	37.1%	-2.1%	19.7%	-11.1%	56.5%			
店数	568	612	648	614	648	654			
YoY	15.2%	7.7%	5.9%	5.7%	5.9%	6.5%			
单店平均收入	1.29	1.59	1.46	0.54	0.93	0.79			
YoY	5.7%	23.3%	-8.3%	12.2%	-16.0%	47.4%			
<b>线上</b>	122.6	168.0	195.0	92.6	102.3	124.7			
YoY	24.8%	37.0%	16.1%	10.5%	21.6%	34.6%			
<b>毛利率</b>	76.7%	77.4%	78.6%	77.2%	79.9%	77.9%	76.0%	81.3%	73.8%
<b>直营</b>	81.1%	82.1%	83.1%	79.9%	86.6%	81.4%			
<b>加盟</b>	68.9%	71.0%	70.3%	70.7%	70.0%	71.9%			
<b>线上</b>	50.9%	63.4%	70.6%	62.7%	77.8%	77.6%			
<b>费用率</b>									
销售费用	38.3%	35.9%	37.1%	38.7%	35.6%	39.0%	33.0%	50.2%	27.7%
管理费用	5.7%	6.8%	7.8%	7.3%	8.4%	7.8%	6.1%	11.0%	11.0%
研发费用	3.1%	3.5%	3.5%	3.1%	3.9%	3.2%	3.2%	3.4%	3.3%
资产减值	-2.9%	-3.4%	-1.7%	-1.4%	-2.0%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-1.4%
其他经营收益率	-0.8%	-1.0%	0.0%	1.0%	-0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	-0.4%
所得税率	14.8%	15.0%	14.0%	14.8%	13.3%	15.5%	18.5%	4.9%	13.3%
<b>归母净利润</b>	624.5	727.6	910.7	415.8	495.0	479.1	362.0	117.1	283.0
YoY	25.2%	16.5%	25.2%	41.0%	14.4%	15.2%	20.4%	1.7%	-17.3%
净利率	23.0%	25.2%	25.8%	24.7%	26.7%	24.7%	28.5%	17.5%	26.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **第三季度收入下滑4%，表现持续好于同行。**2024年在消费力持续疲软的市场环境下，以及去年高基数基础上，前三季度公司收入同比+7.3%，归母净利润同比+0.55%，显著好于其他服装品牌。第三季度相较上半年行业环境进一步变差，公司业绩降幅仍好于行业，第三季度公司收入同比-4.4%至10.6亿元。毛利率同比-2.0个百分点至73.8%；销售、财务、研发费用率基本稳定，分别同比+0.2/+0.6/-0.3个百分点；主要由于职工薪酬及折旧摊销费用增加，第三季度管理费用同比+82.7%至1.2亿元，同时受负向经营杠杆影响，管理费用率同比+5.2个百分点至11.0%。非经项目中，资产减值损失较去年同期减少，主要系本期库存结构优化计提存货跌价减少所致，占收入比例同比改善1.5个百分点。进而归母净利率同比-4.2个百分点至26.6%，归母净利润同比-17.3%至2.8亿元。存货金额环比增长，存货周转基本保持稳定。三季度末，存货金额同比+28.2%，环比+16.3%至8.9亿元，预计主要受到三季度销售压力，以及为秋冬换季、双十一大促、春节提前备货的影响；存货周转天数同比+8天至304天；应收、应付周转天数分别同比+5/-20天至31/65天。现金流环比二季度改善，三季度经营活动现金流净额为1.2亿元，净现比为0.4。
- **预计三季度渠道库存压力上升但仍然可控，开店增速预计放缓。**分渠道看，上半年直营/加盟/线上收入分别同比+2.4%/56.5%/34.6%，主要由批发和线上渠道带动增长。2023年公司主动帮加盟商处理2022年疫情期间库存而减少订单，导致2023年加盟渠道收入下滑，但保障了渠道库存的健康良性，为今年加盟渠道收入增长奠定良好基础；三季度由于线下零售疲软，预计加盟商渠道库存压力上升但仍然可控。上半年公司保持净开店，但开店增速放缓，直营和加盟较去年年底分别净增2家和6家至609家和654家；我们预计下半年公司仍有新店开出，但同时面临老店调整。
- **投资建议：**第三季度行业环境进一步变差、公司收入降幅仍好于行业，保持优于同行的表现。中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过高质量营销和优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力提升，未来成长空间广阔。预计2024-2026年归母净利润分别为9.2/10.3/11.2亿元，同比+1.3%/11.1%/8.9%，目标价为22.6-24.2元，对应2024年14~15x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入(百万元)</b>	2,885	3,536	3,723	4,013	4,314
(+/-%)	6.1%	22.6%	5.3%	7.8%	7.5%
<b>净利润(百万元)</b>	728	911	923	1025	1117
(+/-%)	16.5%	25.2%	1.3%	11.1%	8.9%
<b>每股收益(元)</b>	1.27	1.60	1.62	1.80	1.96
<b>EBITMargin</b>	35.5%	34.0%	27.4%	28.5%	28.9%
<b>净资产收益率(ROE)</b>	17.6%	18.6%	16.5%	16.1%	15.5%
<b>市盈率(PE)</b>	13.8	11.1	10.9	9.8	9.0
<b>EV/EBITDA</b>	10.8	9.3	10.6	9.5	8.8
<b>市净率(PB)</b>	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 重点公司财报分析

## 报喜鸟：短期营收及销售费用率承压，毛利率稳健，继续看好中长期成长前景

- **第三季度收入下滑12%，销售费用率提升，净利润承压。**报喜鸟是国内中高档男装品牌集团。2024年以来服装零售整体承压、三季度消费需求愈加疲软，第三季度收入同比-11.7%至10.6亿元，环比二季度降幅进一步扩大；通过严控折扣毛利率保持稳定，同比+0.1个百分点至62.9%。主要为积极应对市场环境变化促进销售、持续提升市场竞争力，公司增加品牌推广投入、加大直营市场开拓力度等导致销售费用同比增长5.1%至4.5亿元，销售费用率同比+6.8个百分点至42.3%；财务费用率同比+1.6个百分点至-0.5%；管理与研发费用率分别下降0.6和0.2个百分点。非经项目整体较稳定，主要受销售费用率提升影响，归母净利率同比-5.6个百分点至6.7%，归母净利润同比-51.7%至0.7亿元。
- **存货金额及存货周转天数增长，资金周转效率整体稳定。**三季度末，公司存货金额同比增长8.7%、环比增长21.4%至13.0亿元，预计主要受到三季度销售压力，以及为秋冬换季、双十一大促、春节提前备货的影响；存货周转天数同比+29天至288天。应收、应付周转天数分别同比-2/+23天至51/100天。经营活动现金流短期承压，第三季度经营活动现金流净额为0.02亿元。
- **三季度预计各品牌增长承压。**分品牌看，上半年报喜鸟/哈吉斯/宝鸟收入分别同比-3.7%/+0.2%/-2.3%，我们预计三季度各品牌收入均有下滑压力，哈吉斯降幅比主品牌降幅相对较窄，团购品牌宝鸟三季度受发货节奏影响，四季度预计将有所好转。
- **投资建议：**第三季度行业环境进一步变差、公司收入出现低双位数下滑，同时销售费用率提升、带来净利润端承压。展望中长期，哈吉斯品牌定位泛运动休闲景气赛道，继续保持良好开店扩张势头，新品牌乐飞叶受益于户外赛道高景气增长潜力逐步显现，报喜鸟与宝鸟预计稳步成长。预计2024~2026年归母净利润分别为5.6/6.3/6.9亿元，同比-19.0%/+12.0%/+9.2%。目标价为4.6-5.0元，对应2024年12-13x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,095	5,503	5,925
(+/-%)	-3.1%	21.8%	-3.0%	8.0%	7.7%
净利润(百万元)	459	698	565	633	691
(+/-%)	-1.2%	52.1%	-19.0%	12.0%	9.2%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.39	0.43	0.47
EBITMargin	13.8%	16.0%	13.7%	14.2%	14.5%
净资产收益率(ROE)	11.7%	16.1%	12.2%	12.8%	13.1%
市盈率(PE)	13.0	8.6	10.6	9.5	8.7
EV/EBITDA	11.6	9.3	10.9	9.1	8.3
市净率(PB)	1.52	1.38	1.29	1.21	1.13

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：报喜鸟2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入(百万元)	4451	4313	5254	2471	2783	2479	1353	1127	1056
分品牌:									
报喜鸟	1612	1476	1730	803	926	774			
-门店数	796	804	817	785	817	807			
-单店收入	205	184	213	101	116	95			
哈吉斯	1452	1416	1758	858	900	860			
-门店数	401	417	457	431	457	467			
-单店收入	366	346	402	202	203	186			
宝鸟	837	980	1135	519	616	507			
其他品牌	426	361	486	239	247	276			
分渠道:									
直营	1758	1450	2089	1043	1046	1009			
加盟	806	771	807	332	475	357			
团购	861	1008	1165	549	617	539			
线上	681	798	804	390	414	381			
收入yoy	17.5%	-3.1%	21.8%	23.8%	20.1%	0.4%	4.8%	-4.5%	-11.7%
分品牌:									
报喜鸟	26.3%	-8.4%	17.2%	14.2%	19.9%	-3.7%			
-门店数	2.2%	1.0%	1.6%	-1.4%	1.6%	2.8%			
-单店收入	26.3%	-9.8%	15.7%	14.4%	19.8%	-5.8%			
哈吉斯	17.8%	-2.5%	24.1%	29.6%	19.3%	0.2%			
-门店数	2.0%	4.0%	9.6%	9.9%	9.6%	8.4%			
-单店收入	16.5%	-5.3%	16.2%	21.2%	8.7%	-8.0%			
宝鸟	6.6%	17.0%	15.9%	23.3%	10.3%	-2.3%			
其他品牌	7.3%	-15.2%	34.7%	39.3%	30.5%	15.5%			
分渠道:									
直营	14.4%	-17.5%	44.0%	42.7%	45.4%	-3.3%			
加盟	38.3%	-4.4%	4.7%	1.2%	7.4%	7.4%			
团购	7.4%	17.1%	15.6%	21.9%	10.6%	-1.7%			
线上	13.2%	17.2%	0.8%	7.9%	-5.2%	-2.3%			
毛利率	63.9%	62.7%	64.7%	65.5%	64.0%	67.0%	67.8%	66.0%	62.9%
费用率	48.7%	47.3%	46.8%	46.1%	47.5%	48.7%	43.2%	55.4%	52.5%
销售费用率	39.6%	39.7%	38.7%	37.6%	39.6%	40.5%	36.2%	45.7%	42.3%
管理费用率	7.4%	6.5%	7.1%	6.9%	7.2%	7.2%	6.2%	8.3%	8.7%
研发费用率	1.7%	1.9%	2.1%	1.9%	2.2%	1.9%	1.6%	2.3%	2.0%
财务费用率	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.3%	-1.5%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	-0.5%
其他经营收益	-0.2%	-0.6%	0.0%	2.5%	-2.3%	0.8%	-0.1%	1.8%	-0.3%
所得税率	22.2%	21.5%	18.9%	19.8%	17.5%	21.3%	19.9%	24.9%	20.7%
归母净利润	464.4	458.8	697.9	407.6	290.3	344.0	250.2	93.8	71.3
yoy	26.7%	-1.2%	52.1%	53.9%	49.6%	-15.6%	-2.1%	-38.3%	-51.7%
归母净利率	10.4%	10.6%	13.3%	16.5%	10.4%	13.9%	18.5%	8.3%	6.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 海澜之家：主品牌短期承压，斯搏兹未来增长可期，关注高分红优质男装龙头投资机遇

图：海澜之家2024Q3业绩一图

- 第三季度收入下滑11%，销售费用率提升，盈利承压。**海澜之家是国内大众男装龙头品牌公司。2024年以来服装零售整体承压、三季度消费需求愈加疲软，第三季度收入同比-11.0%至38.9亿元；毛利率同比-1.1个百分点至42.8%；除销售费用率外其他费用率较为稳定，销售费用率同比+5.8个百分点至24.8%，销售费用同比+16.0%至9.6亿元，预计一方面因主品牌直营占比提升，另一方面与斯搏兹并表后加速业务发展和推广有关。非经项目中，去年同期因处置男生女生品牌股权确认投资收益1.6亿元，投资净收益占收入比例今年同比下滑3.7个百分点。在毛利率下滑、销售费用率大幅提升、以及投资收益高基数影响下，净利润下滑明显，第三季度归母净利润同比-64.9%至2.7亿元，归母净利率同比-9.1个百分点至8.4%。
- 存货大幅增长，存货周转效率下降，预计主要受斯搏兹并表影响。**三季度末，存货金额同比+53.5%、环比+29.1%至123.3亿元，预计主要与斯搏兹并表后进货增加有关，此外也受到三季度销售压力，以及主品牌为秋冬换季、双十一大促、春节提前备货的影响。存货周转天数同比+71天至346天。应收、应付周转天数分别同比-2/+58天至20/298天。
- 第三季度主品牌线下承压，电商及其他品牌表现优异。**1) 分品牌看，第三季度海澜之家/团购/其他品牌收入分别-27%/-37%/+110%，其中海澜主品牌和团购业务收入增长承压，四季度预计环比将有所好转；其他品牌收入快速增长主要来自斯搏兹并表贡献。2) 分渠道看，直营/加盟收入分别-2%/-14%，若剔除电商，直营、加盟线下门店预计收入下滑幅度更大。线下整体-26%，电商增长40%。从门店数量看，由于加盟门店主要为街边店，面临更大客流下滑压力，海澜主品牌三季度直营、加盟门店分别净+65/-101家；其他品牌直营、加盟门店分别净+31/177家，预计主要为斯搏兹的阿迪FCC门店。3) 斯搏兹：斯搏兹主营授权代理阿迪达斯等一线国际运动品牌鞋服国内的拓展和零售业务，上海海澜持有斯搏兹51%股权，于二季度完成并表。斯搏兹目前核心业务主要包括阿迪FCC项目以及京东奥莱项目，未来增长可期。
- 投资建议：**第三季度行业环境进一步变差、公司收入出现低双位数下滑，主要受主品牌线下下滑影响。展望未来，公司的购物中心和电商渠道仍有较大的增长潜力，同时斯搏兹并表后，阿迪FCC和京东奥莱项目有望快速发展，增厚公司收入和利润。公司现金流充裕、分红率高，长期拥有良好的现金回报。预计2024~2026年归母净利润分别为24.0/27.6/30.0亿元，同比-18.8%/+15.3%/+8.6%。目标价为6.5-7.0元，对应2024年13-14x PE，维持“优于大市”评级。

	2021A	2022A	2023A	2023H1	2023H2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>收入金额</b>	<b>20,188</b>	<b>18,562</b>	<b>21,528</b>	<b>11,199</b>	<b>10,329</b>	<b>11,370</b>	<b>6,177</b>	<b>5,193</b>	<b>3,889</b>
海澜之家	17,175	15,658	18,474	9,709	8,765	9,824	5,501	4,322	3,235
- 直营	2,081	2,483	3,734	1,960	1,773	1,919	1,191	729	593
- 加盟及其	12,368	10,318	11,482	6,244	5,238	5,692	3,464	2,228	1,655
- 线上	2,726	2,856	3,258	1,505	1,753	2,212	847	1,365	986
圣凯诺品牌	2,260	2,247	2,281	1,093	1,188	1,086	550	536	376
<b>收入YoY</b>	<b>12.4%</b>	<b>-8.1%</b>	<b>16.0%</b>	<b>17.7%</b>	<b>14.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>8.7%</b>	<b>-5.9%</b>	<b>-11.0%</b>
海澜之家	11.7%	-8.8%	18.0%	16.9%	19.2%	1.2%	3.5%	-1.7%	-11.4%
- 直营	40.2%	19.3%	50.4%	57.6%	43.1%	-2.1%	9.4%	-16.4%	-15.6%
- 加盟及其	4.5%	-16.6%	11.3%	9.7%	13.3%	-8.8%	-3.6%	-15.9%	-26.1%
- 线上	33.0%	4.8%	14.1%	9.9%	17.9%	47.0%	34.0%	56.4%	39.7%
圣凯诺品牌	0.0%	-0.6%	1.5%	24.6%	-13.3%	-0.7%	54.2%	-27.2%	-37.1%
<b>毛利率</b>	<b>40.6%</b>	<b>42.9%</b>	<b>44.5%</b>	<b>45.1%</b>	<b>43.8%</b>	<b>45.2%</b>	<b>46.7%</b>	<b>43.4%</b>	<b>42.8%</b>
海澜之家	40.5%	43.5%	45.7%	46.4%	45.0%	47.3%	47.2%	47.3%	43.7%
- 直营	68.6%	68.4%	65.7%	65.4%	66.1%	66.6%	66.0%	67.4%	65.7%
- 加盟及其	36.7%	38.4%	38.6%	39.8%	37.1%	40.0%	40.7%	38.9%	34.4%
- 线上	36.2%	39.9%	48.2%	49.1%	47.4%	49.3%	47.6%	50.4%	46.2%
圣凯诺品牌	51.6%	48.6%	46.8%	44.8%	48.7%	43.6%	48.3%	38.8%	57.6%
<b>费用率</b>	<b>16.8%</b>	<b>19.4%</b>	<b>21.4%</b>	<b>19.9%</b>	<b>23.0%</b>	<b>21.2%</b>	<b>18.8%</b>	<b>24.2%</b>	<b>25.5%</b>
销售费用	16.1%	18.5%	20.2%	18.7%	21.9%	21.0%	19.0%	23.4%	24.8%
管理费用	4.9%	5.0%	4.5%	4.3%	4.6%	4.2%	5.2%	2.9%	6.6%
研发费用	0.6%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	0.8%	1.2%	1.9%
财务费用	0.0%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.7%	-1.0%	-0.4%	-1.2%
其他经营收	-2.2%	-2.7%	-1.2%	-1.9%	-0.4%	-1.2%	-3.7%	1.7%	0.1%
-资产减值	-2.8%	-2.7%	-2.1%	-2.2%	-2.0%	-2.5%	-4.2%	-0.5%	-0.1%
-投资收益比率		0.0%	0.9%	0.1%	1.7%	1.1%	0.2%	2.2%	0.0%
所得税率	26.3%	28.8%	19.5%	19.4%	19.5%	20.3%	22.5%	17.6%	19.2%
<b>归母净利润</b>	<b>2,491</b>	<b>2,155</b>	<b>2,952</b>	<b>1,679</b>	<b>1,273</b>	<b>1,636</b>	<b>887</b>	<b>750</b>	<b>271</b>
<b>YOY</b>	<b>39.6%</b>	<b>-13.5%</b>	<b>37.0%</b>	<b>31.6%</b>	<b>44.7%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>10.4%</b>	<b>-14.4%</b>	<b>-64.9%</b>
净利润率	12.3%	11.6%	13.7%	15.0%	12.3%	14.4%	14.4%	14.4%	7.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入(百万元)</b>	18,562	21,528	21,021	22,776	24,601
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-2.4%	8.3%	8.0%
<b>净利润(百万元)</b>	2155	2952	2397	2764	3002
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-18.8%	15.3%	8.6%
<b>每股收益(元)</b>	0.50	0.67	0.50	0.58	0.63
<b>EBITMargin</b>	19.3%	19.2%	15.5%	16.8%	16.8%
<b>净资产收益率 (ROE)</b>	14.8%	18.4%	14.7%	16.7%	17.8%
<b>市盈率 (PE)</b>	11.3	8.4	11.3	9.8	9.0
<b>EV/EBITDA</b>	9.1	7.9	12.7	11.3	10.8
<b>市净率 (PB)</b>	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6

# 重点公司财报分析

## 富安娜：看好公司经营韧性及出色盈利能力

- **第三季度收入同比下滑11%，毛利率稳定，销售费用率增长致净利率承压。**2024年第三季度在消费需求较上半年愈加疲软的宏观环境下，公司收入出现下滑，第三季度收入同比-11.2%至5.8亿元；在高基数基础上毛利率仍保持稳定，毛利率同比+0.1个百分点至55.5%；除销售费用率外，其他费用率基本保持稳定，销售费用率同比+6.5个百分点至32.1%，预计主要系加盟门店装修返利补贴提前，以及电商投入增加所致；归母净利率主要受销售费用率提升影响有所承压，同比-6.5个百分点至13.0%。
- **期末存货金额同环比上升、现金流短期承压。**三季度末，存货金额同比+12.4%、环比+8.5%至8.9亿元，预计主要因今年鹅绒原材料持续上涨，公司为秋冬鹅绒被产品提前备货备料所致；进而存货周转天数同比+14天至253天；应收账款预计主要受电商平台结算模式改变影响，同比提升29.7%至2.7亿元，应收账款周转天数同比+14天至47天。主要受收入下滑、以及存货与应收账款增长影响，经营活动现金流承压，单三季度经营活动现金流净额为-1.3亿元。
- **前三季度收入表现相较行业依然稳健，提前备货及销售费用错期有望缓解四季度利润压力。**前三季度，公司收入同比-2.0%至18.9亿元；归母净利润同比-15.3%至2.9亿元，相较消费及服装行业整体仍保持较为稳健的增速。分渠道来看，预计直营渠道受客流下滑及消费降级趋势影响，收入及利润端相对压力最大。展望四季度，10月以来行业趋势回暖，公司流水增长也相较三季度好转，但后续预计销售端仍存在压力；利润端一方面由于公司在鹅绒价格低位备货，鹅绒被为冬季核心品类，预计四季度毛利端压力较小；另一方面加盟商装修补贴去年全部体现在四季度，今年部分体现在三季度，故四季度销售费用率有望改善，进而净利率趋势有望扭转。
- **投资建议：**2024年消费环境持续疲软，公司第一、第二季度收入仍保持同比正向增长，第三季度销售承压，但毛利率持续提升，净利率在第三季度主要受销售费用率增长影响有所下降，但部分费用存在确认时间错配问题，有望缓解四季度费用压力。我们看好较差市场环境下公司的经营韧性和抗周期性，同时公司保持较高分红水平，拥有确定性较强的股息收益率。预计2024~2026年净利润分别为5.3/5.7/6.0亿元，同比-7.1%/+6.8%/+6.2%。维持8.9~9.6元目标价，对应2024年14~15x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,080	3,030	2,960	3,101	3,240
(+/-%)	-3.1%	-1.6%	-2.3%	4.8%	4.5%
净利润(百万元)	534	572	532	568	603
(+/-%)	-2.2%	7.2%	-7.1%	6.8%	6.2%
每股收益(元)	0.65	0.68	0.64	0.68	0.72
EBITMargin	18.9%	21.0%	19.3%	20.3%	20.7%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.8%	13.6%	14.3%	15.0%
市盈率(PE)	13.9	13.1	14.1	13.2	12.4
EV/EBITDA	12.7	12.1	12.5	11.5	10.9
市净率(PB)	1.97	1.94	1.91	1.89	1.86

图：富安娜2024Q3业绩一图

	FY2021	FY2022	FY2023	2023 H1	2023 H2	2024 H1	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入(百万元)	3179	3080	3030	1272	1757	1308	652	656	579
直营	767.09	731.21	722.89	312.38	410.51	309.48	155.62	153.86	
店数	470	470	484	473	484	498			
单店收入	169.15	155.58	151.55	66.25	85.79	63.03			
加盟	814.33	827.73	824.19	322.61	501.58	328.90	144.00	184.90	
店数	1,055	999	1,010	991	1,010	1,033			
单店收入	78.15	80.60	82.05	32.55	49.66	31.84			
电商	1,323.41	1,280.49	1,210.19	530.88	679.31	527.60	281.50	246.11	
天猫	440.08	384.00	296.97						
京东	453.50	444.65	474.68						
唯品会	191.61	175.97	173.83						
团购	176.36	137.32	164.07						
其他	98.08	102.84	108.22						
收入YOY	10.6%	-3.1%	-1.6%	-4.7%	0.8%	2.8%	5.2%	0.5%	-11.2%
直营	10.4%	-4.7%	-1.1%	-6.3%	3.2%	-0.9%	4.1%	-5.6%	
店数	7.6%	0.0%	3.0%	-0.2%	3.0%	5.3%			
单店收入	8.4%	-8.0%	-2.6%	-5.8%	1.3%	-4.9%			
加盟	5.0%	1.6%	-0.4%	-2.4%	0.9%	1.9%	7.5%	-2.0%	
店数	2.5%	-5.3%	1.1%	-4.9%	1.1%	4.2%			
单店收入	7.0%	3.1%	1.8%	2.6%	-0.2%	-2.2%			
电商	16.6%	-3.2%	-5.5%	-6.0%	-5.1%	-0.6%	1.3%	-2.8%	
天猫	3.2%	-12.7%	-22.7%						
京东	9.2%	-2.0%	6.8%						
唯品会	13.4%	-8.2%	-1.2%						
团购	-9.2%	-22.1%	19.5%						
其他	31.2%	4.9%	5.2%						
毛利率	52.1%	53.1%	55.6%	54.2%	56.7%	55.0%	54.2%	55.8%	55.5%
直营	65.3%	66.5%	70.1%	68.5%	71.4%	68.0%			
加盟	50.0%	52.7%	56.2%	51.3%	59.4%	53.2%			
电商	46.2%	46.3%	48.0%	44.5%	50.7%	46.5%			
团购	42.4%	44.5%	43.8%						
其他	64.7%	57.2%	57.5%						
费用率									
销售费用率	23.1%	25.6%	26.1%	27.0%	25.5%	28.8%	26.8%	30.8%	32.1%
管理费用率	4.8%	4.0%	3.7%	4.5%	3.2%	4.1%	3.7%	4.5%	4.8%
研发费用率	2.4%	3.6%	3.6%	3.2%	3.8%	3.6%	3.6%	3.7%	2.9%
财务费用率	0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.5%
所得税率	20%	17%	17%	21%	15%	20%	21%	18%	25%
归母净利润(百万元)	545.87	533.82	572.10	219.31	352.79	218.01	122.37	95.64	75.18
YOY	5.7%	-2.2%	7.2%	3.8%	9.4%	-0.6%	10.2%	-11.7%	-40.8%
归母净利率	17.2%	17.3%	18.9%	17.2%	20.1%	16.7%	18.8%	14.6%	13.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 板块总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧
- [ 02 ] 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压
- [ 03 ] 纺织制造：外需补库订单增长，积极推动海外产能扩张
- [ 04 ] 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度
- [ 05 ] 投资建议

## 代工制造：订单量大幅回升带动收入增长，盈利稳定，龙头积极推动产能扩张

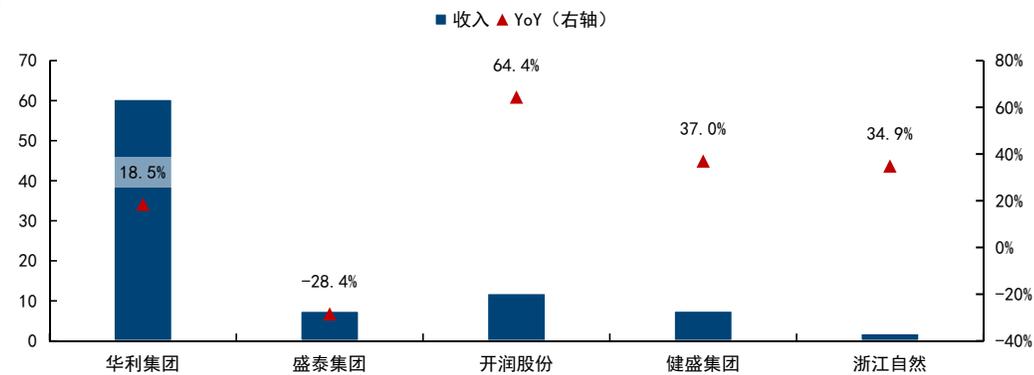
1、收入：今年纺织制造受益于下游去库结束，下单恢复正常，上游供应商订单增速普遍好于品牌自身收入表现。

- 华利集团/开润股份/健盛集团/浙江自然均取得双位数增长。其中华利集团在销量驱动下收入增长18.5%；开润股份收入大幅增长64.4%，受益于原有箱包代工业务、品牌业务收入增长提速，以及嘉乐并表；健盛集团主业棉袜业务预计维持较快增长，无缝服饰业务出现拐点，收入增长37%；浙江自然得益于公司海外发展战略，收入同比+34.9%。
- 盛泰集团收入下滑28%，主要受外需疲弱、欧美客户订单承压，以及三季度有大客户订单延迟到四季度出货的影响。

2、净利润：伴随订单快速增长、产能利用率恢复，带动毛利率、净利率提升，第三季度大部分公司净利润增速均达到双位数以上。

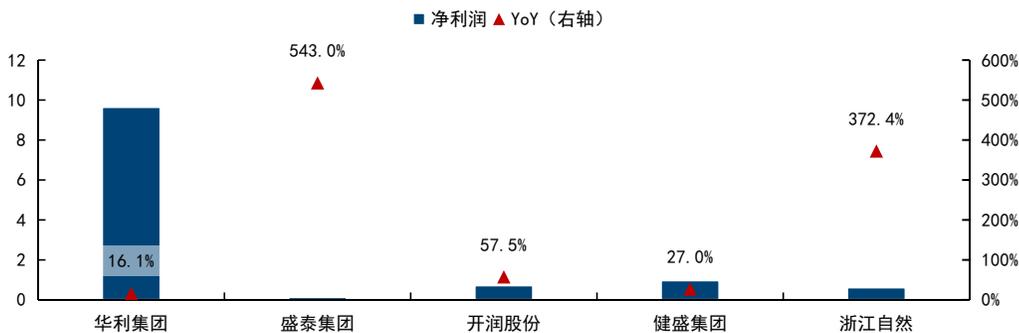
- 华利集团毛利率和费用率相对稳定，利润增速接近；开润股份并表带来的投资收益弥补毛利率下滑，利润增速也较为接近；健盛受汇兑和所得税影响利润增速低于收入；
- 去年利润低基数的公司盈利弹性更为显著，盛泰集团在去年低基数影响下净利润大幅增加；
- 浙江自然净利润大幅增长主要来由于期内远期外汇合约及理财产品估值带来的公允价值变动净收益较大。

图：代工制造公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司净利润变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 代工制造：订单量大幅回升带动收入增长，盈利稳定，龙头积极推动产能扩张

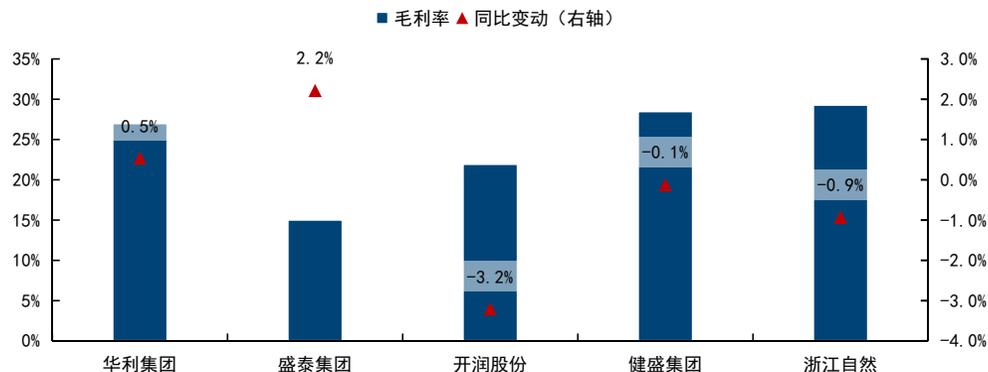
### 1、毛利率：产能利用率推升毛利率。

- 伴随产能利用率改善，华利和盛泰集团毛利率分别提升0.5/2.2个百分点；健盛集团和浙江自然毛利率也较为稳定。
- 开润股份毛利率下滑幅度较大，主要由于嘉乐并表导致，嘉乐毛利率比公司原有业务毛利率低10个百分点左右，并表导致公司整体毛利率-3.2个百分点至22.0%。

### 2、净利率：变动幅度与毛利率有差异，主要受非经常性损益、汇兑影响。

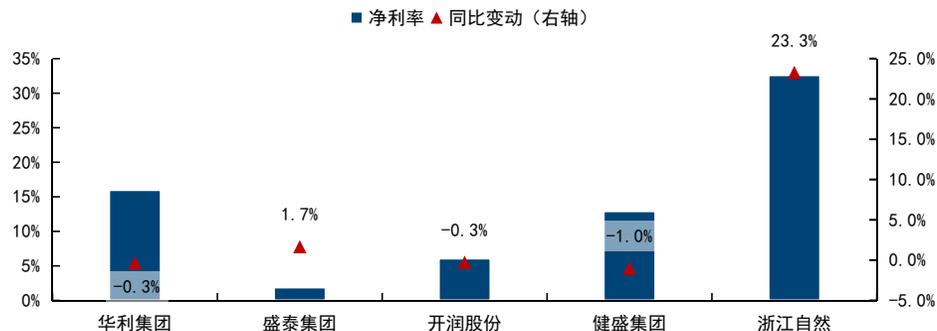
- 盛泰集团毛利率提升，费用率改善，但由于去年同期非经常性收益较大，净利率提升幅度不如毛利率。
- 开润股份和浙江自然毛利率小幅下滑，但开润股份期内投资收益占收入比例同比增长7.1个百分点，浙江自然期内由于期内远期外汇合约及理财产品估值带来的公允价值变动净收益较大，占收入比例同比+18.6个百分点，净利率表现好于毛利率。
- 华利集团、健盛集团受所得税率增加影响，净利率同比小幅下滑。

图：代工制造公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司净利率变化

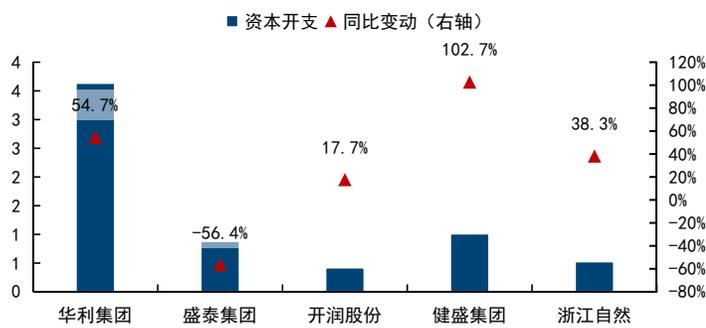


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 代工制造：订单量大幅回升带动收入增长，盈利稳定，龙头积极推动产能扩张

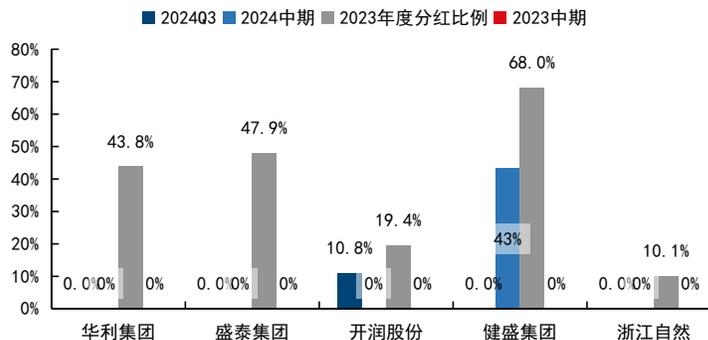
- 1、资本开支:**大部分公司保持积极的产能扩张，资本开支同比增加较多，华利集团作为代工龙头三季度资本开支在3.5亿元以上，同比+54.7%至3.6亿元，主要用于产能建设，未来两年预计越南、印尼共投产5-6家工厂左右，每年资本开支预计维持在10-15亿元的水平。开润股份/健盛集团/浙江自然资本开支也均实现双位数增长，加大在海外的产能建设。
- 2、分红率:**开润股份本次增加期间分红，拟每10股派发现金红利人民币1.46元（含税），分红率约10.8%。
- 3、现金流:**第三季度各公司净现比在1.2以上的健康水平。

图：代工制造公司资本开支变化



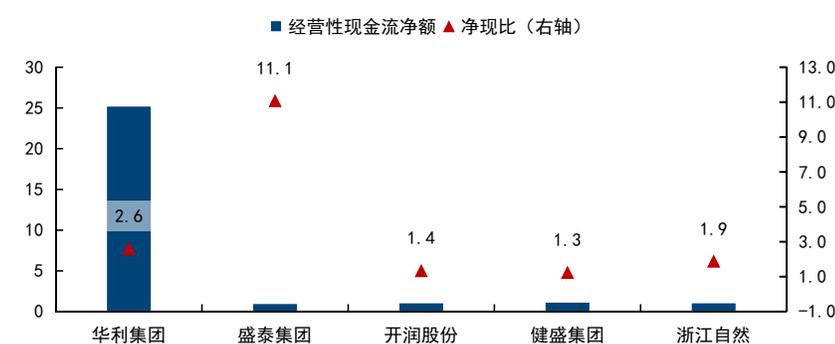
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司分红比例变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司经营性现金流和净现比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 重点公司财报分析

## 华利集团：公司客户拓展顺利，产能扩张积极，看好未来持续保持出色的成长和盈利能力

- **第三季度销量驱动收入快速增长，毛利率净利率稳定在较高水平。**第三季度公司收入同比增长18.5%至60.4亿元，主要受销量带动；归母净利润同比增长16.1%至9.6亿元。毛利率同比提升0.5个百分点至27.0%；整体费用率稳定，同比+0.2个百分点至6.5%，除管理费用外其他各项费用率均同比改善，其中财务费用率同比-0.9个百分点至-0.9%，预计主要受益于汇兑收益贡献；管理费用率同比+1.3个百分点至5.7%，主要系本期公司收入与净利润上升，计提的薪酬绩效增加以及计提员工长期服务金增加。营业利润率同比提升0.4个百分点至20.5%；主要因香港子公司增加对母公司的分红而计提的所得税费用增加，所得税率从去年同期19.1%提升至今年21.8%，进而归母净利率同比小幅下降0.3个百分点至16.0%，处于历史较高水平。
- **第三季度量增价减，资本开支增加用于产能扩张。**拆分量价来看，前三季度销售运动鞋1.63亿双，同比+20.4%；其中第三季度销量同比+22.2%至0.55亿双，单价约为109.8元人民币，同比-3.0%，单价下跌预计主要来自品牌结构变化，以季度平均汇率推算，美元角度单价为15.4美元，同比-2.4%。第三季度营运资金周转天数维持稳定，存货周转天数同比-5天至63天，应收周转天数、应付周转天数分别同比-1/+1天。资本开支同比+54.7%至3.6亿元，主要用于产能建设，未来两年预计越南、印尼共投产5-6家工厂左右，每年资本开支预计维持在10-15亿元的水平。
- **投资建议：**中长期来看，公司目前已切入新的头部国际品牌客户阿迪达斯，同时部分近两年拓展的客户仍处于快速成长期，公司产能扩张进程有望进一步加速，预计未来2年增加5-6个工厂左右，扩张市场份额前景明确。预计公司2024~2026年净利润分别为39.0/44.3/50.3亿元，同比+22.0%/13.4%/13.5%，维持73.1~79.5元的合理估值区间，对应2024年22-24x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	24,136	27,726	31,384
(+/-%)	17.7%	-2.2%	20.0%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3904	4428	5025
(+/-%)	16.6%	-0.9%	22.0%	13.4%	13.5%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.35	3.79	4.31
EBITMargin	20.4%	20.4%	21.1%	20.9%	20.9%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.9%	23.0%	23.1%
市盈率(PE)	25.1	25.3	20.7	18.3	16.1
EV/EBITDA	17.8	17.9	15.4	13.6	12.1
市净率(PB)	6.13	5.35	4.74	4.20	3.71

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：华利集团2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024Q1	2024Q2	2024Q3
总收入(亿元)	174.70	205.69	201.14	92.12	109.02	114.72	47.65	67.07	60.39
分量价									
销量(百万双)	210.87	220.68	190.11	91.00	99.11	108.00	45.63	62.37	55.00
单价(人民币口径)	82.67	93.01	105.61	101.03	109.82	106.01	104.43	107.53	109.81
分客户									
客户一	61.81	79.22	76.09						
客户二	37.63	39.55	40.60						
客户三	32.08	34.14	23.67						
客户四	18.93	22.28	14.03						
客户五	9.65	12.53	11.30						
其他	14.22	17.52	35.10						
总收入YOY	25.4%	17.7%	-2.2%	-6.9%	2.2%	24.5%	30.2%	20.8%	18.5%
分量价									
销量	29.5%	4.7%	-13.9%	-20.9%	-6.2%	18.7%	18.4%	18.9%	22.2%
单价	-3.1%	12.5%	13.6%	17.6%	9.0%	4.9%	10.0%	1.6%	-3.0%
毛利率	27.2%	25.9%	25.6%	24.6%	26.4%	28.2%	28.4%	28.1%	27.0%
费用率	5.4%	5.2%	4.9%	4.2%	5.4%	6.7%	7.4%	6.2%	6.5%
销售费用	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%
管理费用	3.9%	3.8%	3.4%	3.0%	3.8%	5.1%	5.2%	5.0%	5.7%
研发费用	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.3%	1.7%	1.1%	1.4%
财务费用	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.9%	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.9%
经营利润	37.02	41.05	40.56	18.22	22.34	24.52	10.02	14.50	12.40
比率	21.2%	20.0%	20.2%	19.8%	20.5%	21.4%	21.0%	21.6%	20.5%
营业外收支	-0.17	-0.15	-0.20	-0.03	-0.17	-0.06	-0.04	-0.01	-0.05
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
利润总额	36.84	40.90	40.36	18.19	22.17	24.47	9.98	14.49	12.35
比率	21.1%	19.9%	20.1%	19.7%	20.3%	21.3%	20.9%	21.6%	20.5%
所得税	9.17	8.62	8.36	3.63	4.73	5.69	2.10	3.58	2.70
所得税率	24.9%	21.1%	20.7%	20.0%	21.3%	23.2%	21.1%	24.7%	21.8%
净利润	27.68	32.28	32.00	14.56	17.45	18.78	7.87	10.91	9.65
比率	15.8%	15.7%	15.9%	15.8%	16.0%	16.4%	16.5%	16.3%	16.0%
YoY	47.3%	16.6%	-0.9%	-6.8%	4.7%	29.0%	63.7%	11.9%	16.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 健盛集团：看好公司棉袜业务基本盘稳健增长，无缝服饰订单爬坡以及盈利改善

- **第三季度收入快速增长37%，归母净利润增长27%。**公司是棉袜龙头制造商，2017年拓展无缝服饰代工业务。2024年第三季度收入同比增长37.0%至7.5亿元，其中主业棉袜业务预计维持较快增长，无缝服饰业务出现拐点、同比高速增长。归母净利润同比增长27.0%至1.0亿元。第三季度毛利率同比小幅下滑0.1个百分点至28.5%，预计棉袜业务毛利率表现较好，主要受无缝服饰越南生产基地盈利水平较低影响。整体费用率优化0.9个百分点，主要来自销售和管理费用率的优化；财务费用率受汇兑损失影响，同比+1.3个百分点至1.4%。此外，所得税率较过去大幅提升，主要因部分子公司减亏，今年及未来预计将维持在15%左右的水平。归母净利率同比-1.0个百分点至12.9%。
- **经营指标健康度较高，资本开支增加用于产能提升。**存货周转天数同比-16天至115天，存货金额同比增长18.5%，环比二季度末下降4.7%，预计主要因下半年订单体量同比增加，提前备料所致；应收和应付周转天数保持稳定，分别同比+7/-1天。受新增设备投入加大以及新建越南基地影响，资本开支同环比增加至1.0亿元。
- **棉袜业务保持较快增长的同时盈利较好，无缝业务营收拐点已现盈利有待改善。**1) 公司棉袜主业竞争力强、客户结构优质、客户自身增速较好的同时、健盛份额不断提升。自去年三季度以来，公司棉袜业务保持稳健的同比增长，今年三季度规模预计达到历史较高水平，同时毛利率也处于较好水平。分客户来看，棉袜核心客户优衣库、HBI均有较快增长。2) 无缝业务从去年一季度以来同比持续下滑，今年三季度恢复同比增长、且预计同比增速较高，但由于越南兴安基地开机率、管理效率有待提升，盈利水平较低，未来有望持续优化。无缝业务的核心客户也均有较好增速。
- **投资建议：**公司棉袜制造在规模、供应链完整度、海外工厂布局等各方面都具备强劲的竞争力，且客户结构优质，伴随产能的持续扩张，看好棉袜业务收入稳健增长，同时维持较高的盈利水平；无缝服饰三季度收入增速转正，客户订单趋势向好，未来随着订单爬坡以及产效提升，盈利水平有望改善。预计2024-2026年净利润为3.3/3.8/4.3亿元，同比增长23.4%/15.0%/11.8%。维持11.8-12.7元目标价，对应2024年13-14x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,354	2,281	2,542	2,862	3,154
(+/-%)	14.7%	-3.1%	11.4%	12.6%	10.2%
净利润(百万元)	262	270	334	384	429
(+/-%)	56.5%	3.3%	23.4%	15.0%	11.8%
每股收益(元)	0.69	0.73	0.90	1.04	1.16
EBITMargin	11.8%	11.8%	15.2%	15.5%	15.6%
净资产收益率(ROE)	10.5%	11.1%	13.1%	14.5%	15.4%
市盈率(PE)	15.7	14.7	11.9	10.4	9.3
EV/EBITDA	12.3	11.3	9.2	8.3	7.6
市净率(PB)	1.65	1.63	1.57	1.50	1.43

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：健盛集团2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023H1	2023H2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024Q3
总收入(百万元)	2052	2354	2281	1108	1174	1169	549	620	755
棉袜(百万元)	1503	1541	1589	732	857	844	409	435	565
-销量(百万件)	383	343	330						
-单价(元)	3.9	4.5	4.8						
无缝(百万元)	502	739	626	376	250	324	139	185	190
-销量(百万件)	21.4	29.2	26.6						
-单价(元)	23.5	25.3	23.5						
总收入YOY	29.7%	14.7%	-3.1%	-11.7%	6.8%	5.5%	10.4%	1.5%	37.0%
棉袜YOY	41.8%	2.6%	3.1%	-9.7%	17.3%	15.3%	30.7%	3.8%	28.7%
-销量YOY	34.4%	-10.4%	-3.6%						
-单价YOY	5.5%	14.5%	7.0%						
无缝YOY	4.8%	47.3%	-15.3%	-13.7%	-17.6%	-13.8%	-24.0%	-4.1%	69.6%
-销量YOY	23.1%	36.4%	-8.6%						
-单价YOY	-14.8%	7.9%	-7.3%						
毛利率	26.8%	25.8%	26.0%	24.7%	27.1%	28.9%	29.3%	28.5%	28.5%
棉袜	31.2%	29.3%	29.4%						
无缝	11.7%	15.4%	12.7%						
费用率									
销售费用率	2.9%	3.1%	3.3%	3.2%	3.4%	3.1%	3.3%	2.8%	2.6%
管理费用率	9.6%	7.4%	7.8%	7.7%	7.9%	7.9%	7.7%	8.0%	6.9%
研发费用率	2.9%	2.8%	2.2%	2.3%	2.1%	1.9%	2.0%	1.8%	1.5%
财务费用率	1.0%	-0.4%	0.2%	-0.2%	0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.8%	1.3%
-汇兑损失率	-0.1%	-1.5%	-1.0%	-1.4%	-0.5%	-1.8%			
其他经营收益率	0.1%	0.2%	0.6%	0.4%	0.8%	0.8%	1.8%	-0.1%	0.0%
所得税率	13.7%	6.6%	2.1%	1.8%	2.5%	14.2%	14.8%	13.6%	15.9%
归母净利润	167.2	261.7	270.4	123.8	146.6	165.7	82.2	83.5	97.5
YOY	-131.7%	56.5%	3.3%	-34.2%	99.5%	33.8%	112.0%	-1.9%	27.0%
归母净利率	8.2%	11.1%	11.9%	11.2%	12.5%	14.2%	15.0%	13.5%	12.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 开润股份：看好中长期开拓服装代工第二增长曲线，以及盈利改善空间

- **第三季度收入增长64%，毛利率下降3个百分点。**公司主要有代工和品牌业务，收入占比约为8:2。第三季度受益于原有箱包代工业务、品牌业务收入增长提速，以及嘉乐并表，公司收入同比增长64.4%至11.9亿元；由于嘉乐毛利率比公司原有业务毛利率低10个百分点左右，并表导致公司整体毛利率-3.2个百分点至22.0%。扣非归母净利润同比增长27.1%至0.7亿元；受投资净收益增加影响，归母净利润同比增长57.5%至0.7亿元。公司本次增加期间分红，拟每10股派发现金红利人民币1.46元（含税），分红率约10.8%。
- **费用率下降，归母净利率受投资收益变化扰动。**预计主要因品牌收入占比下降，第三季度销售和管理费用率分别同比-1.4/-0.7个百分点。主要受毛利率下滑影响，扣非归母净利率同比-1.6个百分点至5.6%；投资收益占收入比例同比增长7.1个百分点，主要系以套期保值为目的的远期外汇交易损益变化；归母净利率同比-0.3个百分点至6.1%。存货金额同比+96.2%至8.4亿元，预计主要系上海嘉乐并表所致；营运效率稳定，存货周转天数同比-2天至78天；应收/应付周转天数分别同比+7/4天。资本开支同比+17.7%至0.4亿元，未来2年公司加大印尼箱包和服装产能扩建，预计资本支出将位于高位。
- **第三季度箱包代工保持较快增长、嘉乐实现并表贡献增量；品牌业务恢复增长。**1) **代工业务：**第三季度持续受益于下游核心客户订单增速较好，预计箱包代工收入仍维持在较高增速，且毛利率较上半年更高。嘉乐第三季度开始并表，收入端贡献较大增量，嘉乐上半年净利率约为3%，下半年受产能调整、印尼部分工厂搬厂影响，产能利用率及净利率预计更低，故净利润贡献有限。2) **品牌业务：**第三季度品牌端预计主要受小米带动，收入恢复增长，同时毛利率较上半年改善。
- **投资建议：**展望未来两年公司印尼箱包和服装产能将持续扩建和爬坡，代工业务规模有望快速增长；利润端，嘉乐目前盈利水平较服装代工优秀同行以及公司原有业务仍有较大差距，未来随产能爬坡、规模效益提升，利润率有较大提升空间。预计公司2024-2026年归母净利润分别3.9/3.5/4.0亿元，剔除今年0.96亿元一次性收益贡献后，净利润分别2.9/3.5/4.0亿元，同比+151.3%/19.9%/14.3%，维持22.8-23.8元目标价，对应2024年14-15x PE，维持“优于大市”评级。

图：开润股份2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>收入 (百万元)</b>	2289.0	2741.0	3104.9	1557.1	1547.8	1831.5	909.9	921.6	1193.3
YoY	17.8%	19.7%	13.3%	18.1%	8.8%	17.6%	22.9%	12.8%	64.4%
<b>代工</b>	1,464.4	2,198.0	2,443.5	1,257.0	1,186.5	1,528.7	759.9	768.8	970.0
YoY	24.0%	50.1%	11.2%	17.7%	5.0%	21.6%	24.6%	18.8%	79.6%
占比	64.0%	80.2%	78.7%	80.7%	76.7%	83.5%	83.5%	83.4%	81.3%
<b>品牌</b>	756.3	513.5	626.3	288.5	337.7	281.4	150.0	131.4	203.4
YoY	3.2%	-32.1%	22.0%	21.1%	22.8%	-2.5%	15.2%	-17.0%	13.0%
占比	33.0%	18.7%	20.2%	18.5%	21.8%	15.4%	16.5%	14.3%	17.0%
<b>毛利率</b>	26.6%	21.6%	24.4%	21.6%	27.2%	23.7%	24.2%	23.7%	22.0%
代工	26.0%	22.0%	23.9%	20.6%	27.3%	23.7%			
品牌	28.3%	20.9%	26.6%	26.5%	26.6%	25.2%			
<b>费用率</b>	23.3%	17.0%	16.0%	14.7%	17.3%	14.2%	13.0%	15.3%	14.8%
销售费用	11.8%	6.9%	6.4%	6.3%	6.6%	5.4%	4.9%	5.9%	4.8%
管理费用	7.4%	7.2%	6.4%	6.3%	6.5%	5.9%	5.3%	6.5%	6.1%
研发费用	2.8%	2.1%	2.2%	1.9%	2.5%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%
财务费用	1.4%	0.8%	0.9%	0.2%	1.6%	0.7%	0.8%	0.7%	1.6%
<b>其他</b>									
其他经营收益率	5.6%	-1.3%	-2.9%	-0.7%	-5.0%	5.9%	-1.2%	12.8%	1.5%
所得税率	11.3%	30.6%	25.2%	20.0%	32.4%	10.9%	18.3%	7.6%	15.4%
<b>归母净利润</b>	180.1	46.9	115.6	75.2	40.5	248.1	71.1	177.1	72.4
YoY	131.0%	-74.0%	146.7%	51.3%	-1544.3%	230.1%	103.0%	341.0%	57.5%
归母净利率	7.9%	1.7%	3.7%	4.8%	2.6%	13.5%	7.8%	19.2%	6.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入(百万元)</b>	2,741	3,105	4,192	5,248	5,632
(+/-%)	19.7%	13.3%	35.0%	25.2%	7.3%
<b>净利润(百万元)</b>	47	116	387	348	398
(+/-%)	-74.0%	146.7%	234.3%	-9.9%	14.3%
<b>每股收益(元)</b>	0.20	0.48	1.61	1.45	1.66
<b>EBITMargin</b>	7.5%	11.1%	9.4%	8.3%	8.8%
<b>净资产收益率(ROE)</b>	2.7%	6.2%	18.7%	15.5%	16.1%
<b>市盈率(PE)</b>	115.0	46.6	13.9	15.5	13.5
<b>EV/EBITDA</b>	29.0	17.8	16.2	15.0	13.4
<b>市净率(PB)</b>	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 纺织材料：订单修复带动收入增长，收入增速普遍好于预期

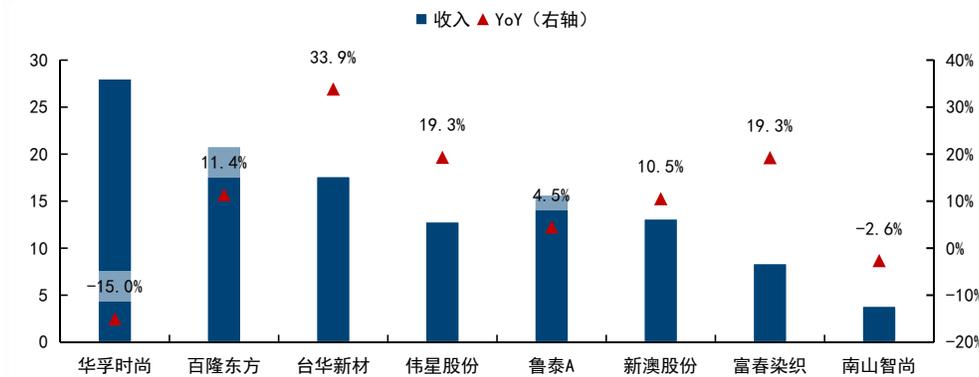
1、收入：上游材料供应商同样受益于下游品牌补库需求，订单增长普遍较好。

- 台华新材受益于锦纶下游需求高景气和新建产能持续爬坡，收入在去年高基数下仍同比增长33.9%；
- 伟星股份、富春染织收入均快速增长19.3%，其中伟星延续在行业内扩份额的趋势，三季度接单受终端需求影响有所放缓但出货确认收入有所延迟，预计目前接单情况也回暖；
- 百隆东方、新澳股份均获得双位数增长，其中百隆东方在需求改善和棉价低基数下预计价格有所回升；新澳股份毛精纺纱业务受下游消费需求疲软影响以及产能满载、交期过长导致部分客户流失，收入预计小幅下滑，但羊绒业务第三季度订单和营收预计仍保持快速增长，带动总体收入增长10.5%。

2、净利润：部分公司非经常因素扰动导致利润增长低于收入。

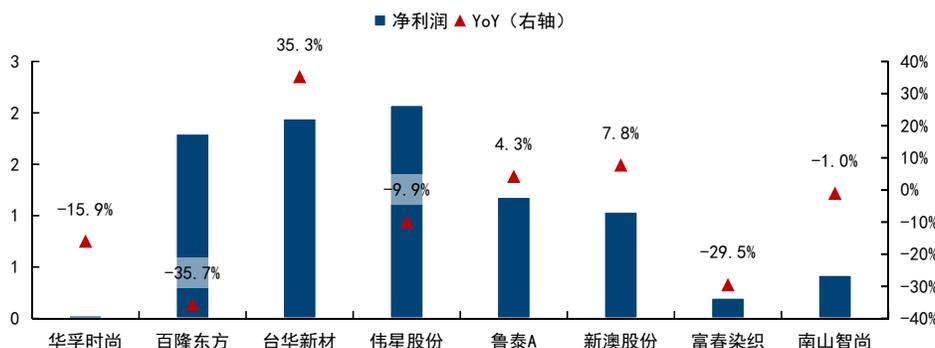
- 台华新材净利润增长35%以上，受益于成本优化毛利率改善、政府补贴增加、以及资产减值损失减少；
- 鲁泰、新澳股份净利润均实现单位数增长，与收入增长相对接近；
- 百隆东方受去年同期子公司股权转让带来的投资收益形成的高基数影响，净利润下滑双位数，实际核心利润增长显著；
- 富春染织期内公允价值变动收益下滑，对净利润产生负面影响。

图：纺织材料公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司净利润变化



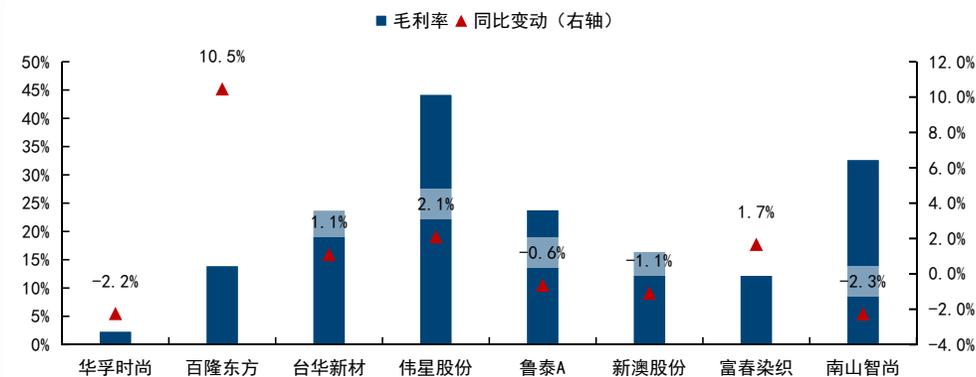
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 纺织材料：订单修复带动收入增长，收入增速普遍好于预期

### 1、毛利率：产品结构优化、产能利用率爬升推动毛利率上升。

- 受益于高毛利产品结构提升、产能利用率恢复等因素，百隆东方/台华新材/伟星股份/富春染织均实现毛利率同比提升，其中百隆东方在价格同比恢复增长带动下毛利率提升10个百分点以上；
- 新澳股份毛利率同比下降1.1个百分点，预计主要受羊绒资产折旧增加、以及部分毛利较低客户订单影响，由于去年从9月开始计提折旧，故基数影响从四季度开始消除，未来羊绒业务盈利有望优化。

图：纺织材料公司毛利率变化

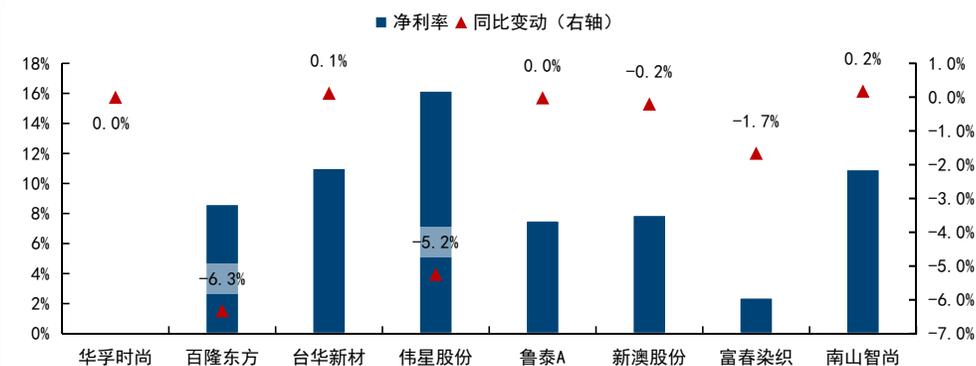


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

### 2、净利率：毛利率带动净利率改善。

- 在毛利率提升或管理费用率改善下，台华新材和鲁泰净利率基本保持稳定；
- 伟星股份、百隆东方净利率较去年同期下降较多影响，其中伟星股份主要由于费用提前计提导致净利率下降；百隆东方主要受去年同期子公司股权转让带来的投资收益形成的高基数影响。

图：纺织材料公司净利率变化

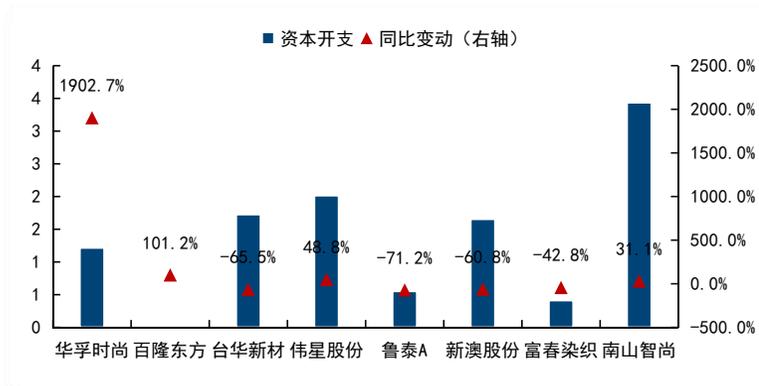


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 纺织材料：订单修复带动收入增长，收入增速普遍好于预期

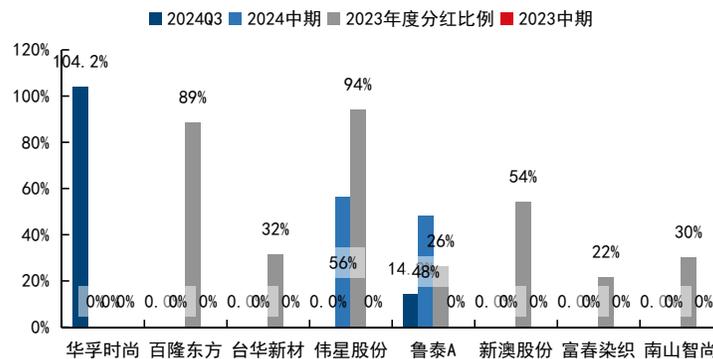
- 资本开支：**伟星股份/百隆东方/华孚时尚/南山智尚同比增加30%以上，主要用于产能建设、技术改造等募投项目。台华新材/鲁泰/新澳股份/富春染织资本开支同比下滑。
- 分红率：**为响应政策并回馈股东，华孚时尚/鲁泰A新增期间分红，分红率分别为104.2%/14.2%。
- 现金流：**百隆东方/台华新材/伟星股份/新澳股份现金流表现较好，净现比在1.0及以上；富春染织由于购买商品、接受劳务支付的现金支出增加，整体经营性现金净流出。

图：纺织材料公司资本开支变化



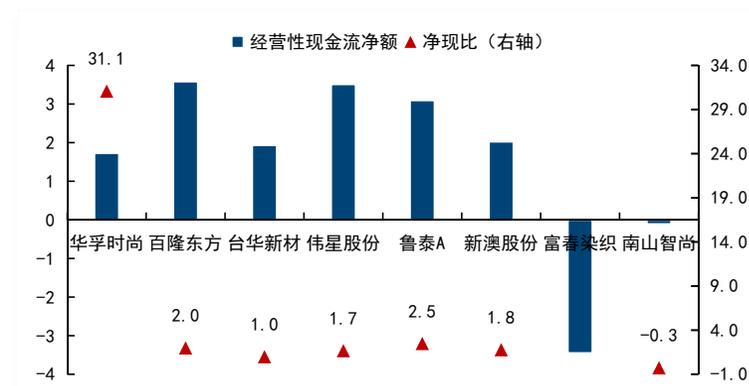
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司分红比例变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司经营性现金流和净现比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 重点公司财报分析

## 伟星股份：看好公司保持行业领先增速以及中长期份额扩张潜力

- **第三季度收入增长19%，毛利率同环比提升。**2024年第三季度公司收入同比增长19.3%至12.8亿元，在去年三季度基数已有所上升的基础上，公司收入仍保持较快的高双位数增长；基于高毛利产品占比提升、产能利用率提升、以及智能制造、数字化转型升级效果显现，毛利率同比提升2.1个百分点、环比提升0.5个百分点至44.3%，达到历史较高水平；受销售及管理费用率提升影响，扣非归母净利润增速低于收入增速，同比增长2.6%至2.1亿元；主要由于资产处置收益较去年同期减少，占收入比例同比-2.1个百分点，归母净利润同比-9.9%至2.1亿元。
- **由于绩效奖金提前计提致扣非净利率承压。**第三季度销售和管理费用分别同比增长50.6%和66.6%，销售费用率同比+1.8个百分点至8.6%，管理费用率同比+3.2个百分点至11.3%，扣非归母净利润率同比-2.7个百分点至16.2%。销售及管理费用率大幅增长主要因公司2024年起改变奖金计提方式，由以往的在第四季度一次性计提改为根据经营绩效按季度计提，职工薪酬增加较多所致；今年前三季度因奖金计提方式原因销售费用和管理费用分别同比增加4989.1/3942.4万元，若将奖金计提金额以及资产处置收益影响剔除，前三季度净利润增长接近40%（实际增长为17%）；进而四季度费用率有望下降、净利率预计同比有较好改善。营运效率提升、经营性现金流增长，资本开支增加。第三季度营业效率提升，存货周转天数同比-8天至86天，应收周转天数同比-2天至39天。经营活动现金流净额同比增长46.7%至3.5亿元。资本开支同比增长148.8%至2.0亿元，主要用于产能建设、技术改造等募投项目。
- **投资建议：**公司经过多年积累，具备规模、成本、技术、快速响应等多方面核心优势，近年智能化与国际化战略增强公司竞争力，随着原有客户份额提升和新品牌客户拓展，公司成长潜力充足。2024年前三季度公司展现出领先行业的良好增长势头，订单增速和盈利水平均超出市场预期。预计公司2024-2026年净利润分别为7.1/8.0/8.7亿元，同比增长27.0%/13.1%/8.5%；目标价为14.5-15.1元，对应2024年24-25x PE，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,628	3,907	4,671	5,269	5,707
(+/-%)	8.1%	7.7%	19.6%	12.8%	8.3%
净利润(百万元)	489	558	709	802	870
(+/-%)	9.0%	14.2%	27.0%	13.1%	8.5%
每股收益(元)	0.47	0.48	0.61	0.69	0.74
EBITMargin	14.9%	16.2%	17.7%	17.8%	17.8%
净资产收益率(ROE)	16.9%	12.8%	14.8%	15.3%	15.1%
市盈率(PE)	28.4	28.1	22.1	19.5	18.0
EV/EBITDA	21.1	20.3	16.5	14.3	13.0
市净率(PB)	4.8	3.6	3.3	3.0	2.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：伟星股份2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营收(百万元)	3355.7	3628.1	3906.5	1828.7	2077.8	2296.4	800.5	1495.9	1283.8
分品类									
拉链	1836.0	2005.8	2142.6	1015.1	1127.5	1258.9			
销量(百万米)	464.0	474.1	501.0						
单价(元/米)	4.0	4.2	4.3						
纽扣	1390.6	1468.3	1599.7	729.6	870.2	927.5			
销量(百万粒)	9135.3	8516.1	8910.6						
单价(元/粒)	0.2	0.2	0.2						
其他辅料	80.8	106.4	115.7	61.8	53.9	76.1			
分区域									
国内	2447.1	2514.6	2696.4	1231.1	1465.4	1536.5			
国外	908.6	1113.5	1210.1	597.6	612.5	759.9			
YOY									
合计	34.4%	8.1%	7.7%	0.0%	15.5%	25.6%	14.8%	32.2%	19.3%
分品类									
拉链	37.9%	9.2%	6.8%	-2.8%	17.3%	24.0%			
销量	27.4%	2.2%	5.7%						
单价	8.3%	6.9%	1.1%						
纽扣	26.2%	5.6%	9.0%	3.2%	14.3%	27.1%			
销量	15.3%	-6.8%	4.6%						
单价	9.4%	13.3%	4.1%						
其他辅料	28.4%	31.6%	8.8%	25.1%	-5.3%	23.2%			
分区域									
国内	29.5%	2.8%	7.2%	-5.6%	21.0%	24.8%			
国外	49.9%	22.6%	8.7%	13.8%	4.1%	27.2%			
毛利率	38.0%	39.0%	40.9%	41.2%	40.7%	41.8%	37.9%	43.9%	44.3%
分品类									
拉链	36.4%	38.1%	41.0%	42.5%	39.6%	42.9%			
纽扣	41.4%	41.2%	42.2%	41.8%	42.5%	42.1%			
分区域									
国内	37.0%	37.9%	39.7%	39.4%	39.9%	41.3%			
国外	40.8%	41.5%	43.7%	44.9%	42.6%	42.9%			
费用率	22.0%	22.6%	24.0%	21.0%	26.6%	20.1%	26.5%	16.6%	25.0%
销售费用率	7.8%	8.6%	9.1%	7.8%	10.2%	8.0%	9.5%	7.2%	8.6%
管理费用率	9.3%	10.4%	10.4%	9.7%	11.0%	9.1%	13.0%	7.0%	11.3%
研发费用率	4.1%	4.2%	4.0%	3.9%	4.2%	3.6%	4.5%	3.1%	3.8%
财务费用率	0.7%	-0.6%	0.4%	-0.5%	1.2%	-0.6%	-0.4%	-0.7%	1.3%
归母净利润	448.6	488.9	558.1	301.9	256.2	415.9	77.9	338.0	207.7
YoY	13.2%	9.0%	14.2%	-3.2%	44.7%	37.8%	45.2%	36.2%	-9.9%
净利率	13.4%	13.5%	14.3%	16.5%	12.3%	18.1%	9.7%	22.6%	16.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 新澳股份：业绩增长稳健，看好公司产能扩张，持续获取市场份额

- **第三季度收入增长11%，归母净利润增长8%**。2024第三季度公司收入同比增长10.5%至13.2亿元，归母净利润同比增长7.8%至1.0亿元。毛利率同比-1.1个百分点至16.5%，预计主要受羊绒资产折旧增加、以及部分毛利较低客户订单影响，由于去年从9月开始计提折旧，故基数影响从四季度开始消除，未来羊绒业务盈利有望优化。费用率整体保持稳定，财务费用率同比-0.9个百分点至0.3%。归母净利率同比-0.2个百分点至7.9%。前三季度经营性现金流净额同比增长200%至2.7亿元，净现比为0.7。
- **毛精纺订单增速放缓、公司积极备货，羊绒业务订单快速增长**。分业务看：1) 毛精纺纱业务第三季度一方面受下游消费需求疲软影响，另一方面由于上半年产能满载、交期过长导致部分客户流失，第三季度接单和营收预计小幅下滑。但同时公司仍保持满负荷生产、在下半年的淡季抓紧备货，有望在后续旺季来临以及消费回暖后抓住市场机遇、实现订单和营收的快速增长。2) 羊绒业务第三季度订单和营收预计仍保持快速增长，虽然目前盈利承压，但未来由于订单饱满公司可挑选高毛利订单、规模爬升、新增折旧基数影响消除，毛利率净利率有望逐步优化。
- **毛精纺产能规划明确，明年逐步释放**。1) 公司“6万锭高档精纺生态纱项目”二期所涉及的1.5万锭设备已陆续投产，随产成品后续发货完成、有望开始贡献增量；2) 越南“5万锭高档精纺生态纱纺织染整项目”按计划稳步推进，项目一期2万锭预计今年年底至明年建设完成并陆续投产；3) 新澳银川“2万锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”计划于明年陆续投产。
- **投资建议**：前三季度公司收入增长10%，符合预期，在终端消费疲软的市场环境下，公司仍保持领先的订单增速和营收增长，同时保持积极的产能扩张；净利润增长5%，略低于预期。展望明年，公司毛精纺业务随着海内外产能陆续释放，后续增长有望提速；羊绒业务订单饱满、盈利有望改善。预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.3/4.8/5.3亿元；维持7.9-8.6元的目标价，对应2024年PE 13-15x，维持“优于大市”评级。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,950	4,438	4,827	5,322	5,855
(+/-%)	14.6%	12.4%	8.8%	10.3%	10.0%
净利润(百万元)	390	404	431	480	533
(+/-%)	30.7%	3.7%	6.7%	11.3%	11.0%
每股收益(元)	0.76	0.55	0.59	0.66	0.73
EBITMargin	10.9%	10.6%	10.8%	10.9%	11.0%
净资产收益率(ROE)	13.2%	12.7%	12.7%	13.2%	13.7%
市盈率(PE)	9.1	12.5	11.7	10.5	9.5
EV/EBITDA	9.2	11.9	10.1	9.1	8.4
市净率(PB)	1.20	1.59	1.49	1.39	1.30

图：新澳股份2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入(百万元)	3446	3950	4438	2321	2117	2556	1100	1457	1315
按业务分									
毛精纺纱	2060	2244	2497	1345	1153	1479			
羊绒纱线	830	1071	1222	566	656	677			
羊毛毛条	495	586	661	381	280	361			
改性处理及染整	41	27	32	15	17	22			
销量(吨)									
毛精纺纱	13364	13644	14983	8193	6790	9285			
羊绒纱线	1302	1608	1996	740	1256	1029			
羊毛毛条	5275	5938	7179						
改性处理及染整	3042	2560	3192						
单价(万元/吨)									
毛精纺纱	15.4	16.4	16.7	16.4	17.0	15.9			
羊绒纱线	63.8	66.6	61.3	76.5	52.3	65.8			
羊毛毛条	9.4	9.9	9.2						
改性处理及染整	1.4	1.0	1.0						
按区域分									
国内	2410.4	2586.1	3085.1	1527.9	1557.2	1672.3			
国外	1018.3	1344.2	1329.5	792.8	536.8	883.8			
收入YOY	51.6%	14.6%	12.4%	9.5%	15.7%	10.1%	12.5%	8.4%	10.5%
按业务分									
毛精纺纱	29.1%	8.9%	11.3%	5.9%	18.3%	10.0%			
羊绒纱线	324.6%	29.0%	14.1%	7.7%	20.3%	19.6%			
羊毛毛条	24.9%	18.3%	12.8%	27.3%	-2.4%	-5.3%			
改性处理及染整	-38.0%	-35.3%	21.1%	-9.8%	76.2%	44.7%			
按区域分									
国内	59.2%	7.3%	19.3%	16.9%	21.7%	9.4%			
国外	37.3%	32.0%	-1.1%	-2.4%	0.9%	11.5%			
毛利率	19.1%	18.8%	18.6%	20.3%	16.7%	20.8%	19.9%	21.5%	16.5%
毛精纺纱	23.2%	25.4%	25.1%	25.7%	24.3%	27.1%			
羊绒纱线	13.7%	11.4%	12.7%	16.3%	9.6%	14.2%			
羊毛毛条	8.5%	5.5%	3.6%	5.8%	0.6%	5.5%			
改性处理及染整	28.6%	31.0%	32.3%	29.6%	34.7%	30.8%			
费用率	8.3%	7.2%	7.4%	6.0%	8.8%	7.7%	8.5%	7.1%	7.4%
销售费用率	1.9%	1.8%	2.1%	1.7%	2.5%	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%
管理费用率	3.0%	3.0%	2.8%	2.7%	3.0%	2.7%	3.1%	2.4%	3.0%
研发费用率	2.8%	2.7%	2.5%	2.3%	2.7%	2.3%	2.4%	2.3%	2.0%
财务费用率	0.6%	-0.3%	-0.1%	-0.7%	0.6%	1.0%	1.3%	0.7%	0.3%
-汇兑损失比率	0.3%	-0.6%	-0.4%	-1.0%	0.2%	0.0%			
其他经营收益率	-0.2%	0.7%	0.2%	-0.7%	1.3%	-0.1%	-0.4%	0.2%	1.0%
所得税率	11.7%	12.6%	11.4%	12.6%	9.3%	13.2%	13.8%	12.8%	11.0%
归母净利润	298.3	389.7	404.2	254.7	149.5	266.2	96.1	170.1	103.9
yoy	96.9%	30.7%	3.7%	5.1%	1.5%	4.5%	6.6%	3.4%	7.8%
归母净利率	8.7%	9.9%	9.1%	11.0%	7.1%	10.4%	8.7%	11.7%	7.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司财报分析

## 台华新材：看好下游高景气及锦纶66产能爬坡增厚业绩，中长期成长前景广阔

- **下游高景气度带动收入持续快速增长，第三季度收入同比增长34%，净利润保持同步增长。**公司是锦纶一体化龙头生产商。2024年第三季度在去年高基数基础上，公司收入同比增长33.9%至17.7亿元；扣非归母净利润同比增长20.9%至1.5亿元；归母净利润同比增长35.3%至1.9亿元。毛利率延续同比提升趋势，第三季度毛利率同比提升1.1个百分点至23.9%；整体费用率增长1.0个百分点，主要来自财务费用率同比+1.0个百分点至2.0%，预计主要受汇兑损失影响；研发费用率同比+0.6个百分点至5.7%，预计主要因公司在技术研发上持续加大投入。销售费用率基本稳定；管理费用率有所优化，同比-0.7个百分点至3.0%。非经项目中，预计主要因政府补贴同比增加，其他收益占收入比例同比+1.1个百分点；资产减值损失占收入比例同比-1.4个百分点。最终归母净利率基本稳定，同比提升0.1个百分点至11.0%。
- **存货周转效率提升，资本开支放缓。**第三季度末公司存货金额同比+19.5%、环比+2.8%至23.0亿元，存货周转效率大幅改善，存货周转天数同比-26天至147天。应收、应付周转天数分别同比+4/-16天。截至6月底，公司两大在建工程项目年产10万吨PA6再生差别化纤维项目、年产6万吨PA66差别化纤维项目工程累计投入占预算比例已分别达到72%/96%，故预计资本开支已过大幅投入期，今年三个季度以来资本开支均有同比下降，第三季度资本开支同比-65.5%至1.7亿元。
- **户外赛道持续高景气度，旺季来临有望继续推动订单增长，近期锦纶切片价格有所下降。**从近期上下游情况来看，下游户外服饰销售仍维持高景气，更多运动、休闲品牌拓展冲锋衣等户外服饰产品，伴随气温下降、旺季来临，购买需求提升有望带动品牌提前备货和补单。上游锦纶切片价格6月以来自高位持续下跌，锦纶丝价格趋势也一致但跌幅较窄。
- **投资建议：**公司去年三季度以来各季度收入增速均超过30%，同时坯布与面料从去年下半年开始盈利环比改善，订单景气度和盈利水平有望维持；未来锦纶66新产能爬坡及化学法再生项目投产将进一步增厚业绩。预计2024~2026年净利润分别为7.7/9.1/10.1亿元，同比增长72.0%/17.4%/10.8%。维持12.5-13.2元目标价，对应2024年PE 14~15x，维持“优于大市”评级。

图：台华新材2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3
收入(百万元)	4257	4009	5094	2197	2897	3419	1472	1946	1766
锦纶长丝	1797	2060	2623	1154	1469	1945			
坯布	1191	841	1204	503	701	640			
面料	1074	1001	1132	494	638	749			
收入YoY	70%	-6%	27%	7%	48%	56%	52%	59%	34%
锦纶长丝	114%	15%	27%	14%	40%	69%			
坯布	55%	-29%	43%	29%	55%	27%			
面料	36%	-7%	13%	-17%	57%	52%			
毛利率	25.5%	21.7%	21.8%	21.2%	22.3%	24.1%	23.4%	24.6%	23.9%
锦纶长丝	24.2%	19.1%	17.7%	18.9%	16.8%	20.9%			
坯布	30.1%	24.5%	23.8%	22.0%	25.1%	22.6%			
面料	24.9%	23.6%	27.7%	25.0%	29.7%	33.1%			
费用率	12.1%	14.2%	12.5%						
销售费用	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	1.1%
管理费用	4.7%	5.7%	4.4%	4.7%	4.1%	2.8%	3.1%	2.5%	3.0%
研发费用	5.1%	5.9%	5.5%	5.3%	5.7%	5.2%	5.4%	5.0%	5.7%
财务费用	1.1%	1.4%	1.5%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	2.0%
其他经营收益率	-0.8%	0.6%	1.0%	1.2%	0.8%	1.0%	-0.5%	2.1%	1.3%
所得税率	10.3%	8.1%	6.6%	8.8%	5.0%	11.3%	9.6%	12.2%	11.3%
归母净利润(百万元)									
归母净利润	464	268	449	183	266	424	150	274	195
YoY	287%	-42%	67%	-24%	816%	132%	101%	152%	35%
归母净利率	10.9%	6.7%	8.8%	8.3%	9.2%	12.4%	10.2%	14.1%	11.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,009	5,094	6,993	7,813	8,376
(+/-%)	-5.8%	27.1%	37.3%	11.7%	7.2%
净利润(百万元)	269	449	773	907	1005
(+/-%)	-42.1%	67.2%	72.0%	17.4%	10.8%
每股收益(元)	0.30	0.50	0.87	1.02	1.13
EBITMargin	6.7%	8.8%	11.0%	11.6%	12.0%
净资产收益率(ROE)	6.6%	10.1%	15.5%	16.3%	16.0%
市盈率(PE)	39.2	23.4	13.6	11.6	10.4
EV/EBITDA	19.2	21.8	12.1	9.9	8.8
市净率(PB)	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

# 重点公司财报分析

## 百隆东方：海外纱线产能竞争优势明显，短期关注盈利修复趋势

- 第三季度收入增长11%，毛利率进一步修复。**公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。海外品牌去库存基本结束后，今年订单回暖，2024第三季度收入同比增长11.4%至20.9亿元。三季度进入生产淡季，整体订单量收缩，收入环比下降3.2%。2023年下游客户订单需求减少，产品价格下降，毛利率被压缩，2024年订单修复以来，毛利率持续改善，同时受益于三季度棉价回暖，第三季度毛利率同比+10.5个百分点至14.0%，环比+0.5个百分点。受益于毛利率及费用率同比改善，扣非归母净利润较去年同期扭亏至1.5亿元；归母净利润主要受投资收益影响，同比下降35.7%至1.8亿元。
- 扣非净利率环比均有提升，盈利趋势逐季向好。第三季度除财务费用率外，其他费用率均较为稳定。**财务费用率同比-2.4个百分点、环比+1.5个百分点至2.5%，主要系期内美元兑人民币、美元兑越南盾贬值造成的汇兑损失所致。盈利能力改善，扣非净利率同比、环比分别+12.1/1.8个百分点至7.1%，今年以来呈现逐季改善的趋势。归母净利率同比/环比-6.3/+1.6个百分点至8.6%，主要受去年同期子公司股权转让带来的投资收益形成的高基数影响，第三季度投资净收益占收入比例同比-20.5个百分点至2.3%。随销量增加，库存商品得到消化，截至三季度末，存货金额同比/环比-16.5%/-2.5%，存货周转天数同比/环比-84/-3天，周转效率进一步提升。
- 展望：短期关注盈利能力修复情况和棉价趋势，中长期关注海外扩张布局。**1) 从短期看，今年底至明年初进入订单旺季，未来订单相对乐观，目前棉花供给仍较为充足，价格下行，公司在棉价低位储备较多原材料，有利于未来盈利能力提升；今年棉价下行或扰动明年棉农种植积极性，种植面积若缩减将造成棉价上行，公司盈利水平将进一步得到修复。2) 从中长期看，公司在越南产能利用率接近最大化，剩余产能将陆续投产。海外价格、毛利等竞争优势明显，未来市场增量将重点布局海外，看好公司海外扩张贡献业绩增长。
- 投资建议：**短期看，公司第三季度毛利率、扣非净利率环比提升程度好于预期，随着行业景气度好转、价格水平回升，业绩低谷期正逐步过去。预计2024-2026年归母净利润为5.8/8.2/8.8亿元，同比增长15.6%/40.0%/7.4%。维持5.6-6.3元目标价，对应2024年14-16x PE，维持“优于大市”评级。

图：百隆东方2024Q3业绩一图

	2021	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入 (百万元)	7774	6989	6914	3220	3694	3989	1834	2155	2085
YoY	26.7%	-10.1%	-1.1%	-18.8%	22.1%	23.9%	23.5%	24.3%	11.4%
境内收入 (百万元)	2692	1809	1801	779	1022	916			
YoY	17.1%	-32.8%	-0.5%	-19.2%	21.0%	17.6%			
境外收入 (百万元)	4715	4598	4656	2228	2428	2755			
YoY	32.7%	-2.5%	1.3%	-16.5%	25.8%	23.7%			
其他业务	367	582	457	213	244	318			
YoY	30.4%	58.4%	-21.4%	0.0%	0.0%	0.0%			
毛利润	2037	1878	598	480.4	117.6	399.0	108.1	290.9	292.7
毛利率	26.2%	26.9%	8.6%	14.9%	3.2%	10.0%	5.9%	13.5%	14.0%
费用率									
销售费用	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
管理费用	4.7%	5.6%	4.8%	5.8%	3.9%	4.0%	4.5%	3.5%	3.9%
研发费用	2.0%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.1%	1.8%	1.4%
财务费用	1.4%	2.2%	2.2%	0.4%	3.8%	1.5%	2.1%	1.0%	2.5%
其他									
其他经营收益率	1.8%	8.7%	9.3%	3.2%	14.6%	4.3%	9.0%	0.3%	3.5%
所得税率	6.7%	11.1%	13.7%	12.4%	15.2%	10.5%	26.3%	-0.9%	5.9%
净利润	1371	1563	504	273	231	233	80	152	180
YoY	274.5%	14.0%	-67.7%	-64.8%	-70.6%	-14.8%	-4.5%	-19.3%	-35.7%
净利率	17.6%	22.4%	7.3%	8.5%	6.2%	5.8%	4.4%	7.1%	8.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,989	6,914	8,198	8,869	9,489
(+/-%)	-10.1%	-1.1%	18.6%	8.2%	7.0%
净利润(百万元)	1563	504	583	816	877
(+/-%)	14.0%	-67.7%	15.6%	40.0%	7.4%
每股收益(元)	1.04	0.34	0.39	0.54	0.58
EBITMargin	20.3%	3.2%	5.9%	8.1%	8.1%
净资产收益率(ROE)	15.5%	5.1%	5.9%	8.0%	8.4%
市盈率(PE)	5.1	15.8	13.6	9.7	9.1
EV/EBITDA	7.1	18.0	16.1	12.5	11.9
市净率(PB)	0.79	0.81	0.80	0.78	0.76

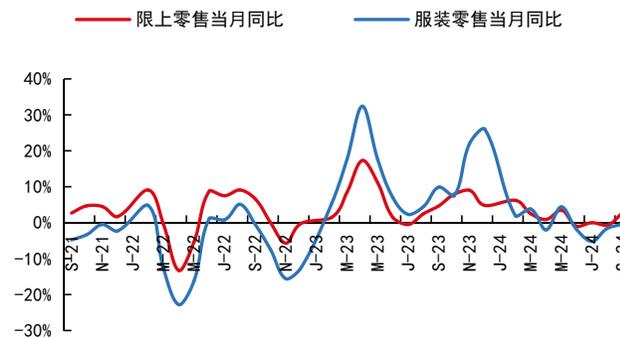
资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

- [ 01 ] 板块总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧
- [ 02 ] 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压
- [ 03 ] 纺织制造：外需补库订单增长，积极推动海外产能扩张
- [ 04 ] 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度
- [ 05 ] 投资建议

## 品牌渠道：9月服装零售降幅持续收窄，10月有望显著提速，电商平台户外服饰表现亮眼

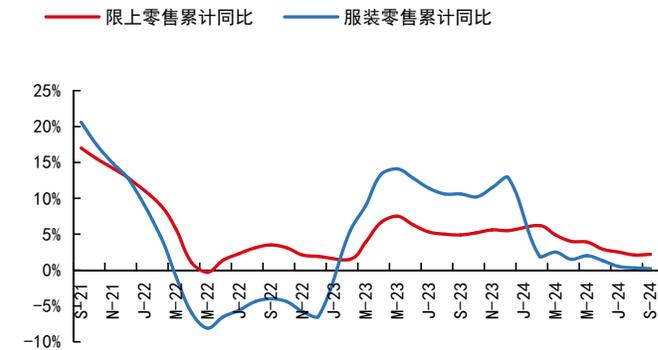
- 10月以来各品牌流水增速好转，大部分恢复正向增长，线下客流改善，预计主要与降温带动换季需求、国庆假期时间变化、双十一大促提前、以及政策提振消费信心有关。
- 1-9月服装社零累计同比增长0.2%，单9月同比下降0.4%。9月国内消费环境改善，服装社零同比下降0.4%，环比8月-1.6%的降幅收窄。终端渠道仍面临客流压力，应对租金人工的刚性成本，品牌有店铺数量缩减的趋势。
- 1-9月穿类实物商品网上零售额累计同比增长7.9%，相比服装社零同期0.2%的表现印证了今年服装消费线上好于线下的趋势在延续。
- 9月天猫京东平台销售额，女装、男装、童装、运动服和运动鞋分别同比-0.7%、-1.7%、30.0%、1.4%、-7.9%。童装消费相关增长好于男女装，运动服增长好于运动鞋。

图：限上整体与服装零售额当月同比



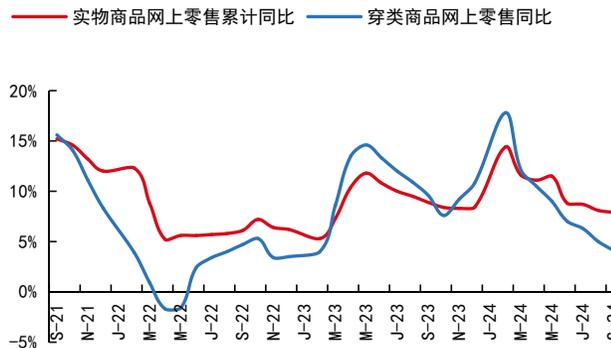
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：限上整体与服装零售额累计同比



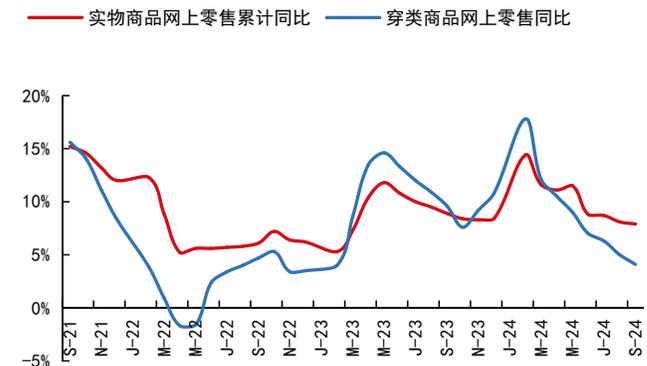
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：限上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：天猫京东线上当月销售额同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度

## 电商渠道：运动户外重点关注品牌增长持续领先，抖音平台引领增长

- 行业表现：**2024年第三季度天猫+京东+抖音三平台，运动/户外/男装/女装/家纺行业销售额分别同比+3%/+21%/-5%/+27%/+11%，户外、女装和家纺保持较快增长。
- 天猫+京东+抖音三平台品牌销售情况：**耐克/阿迪同比+0%/+12%，安踏/FILA/李宁/特步/361度/波司登分别同比+16%/+7%/-4%/-9%/-5%/+68%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家分别同比+39%/-45%/-33%/+16%，地素/歌力思/TW/太平鸟分别同比-51%/+152%/-24%/-10%，罗莱/水星/富安娜分别同比+3%/-4%/-4%。
- 天猫平台：**耐克/阿迪同比-19%/-6%，安踏/FILA/李宁/特步分别同比+5%/-1%/+2%/-14%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家分别同比-9%/-54%/-17%/+10%，KOLONSPORT/迪桑特/salomon/九牧王/JNBY分别同比+87%/+22%/+84%/+18%/-1%。
- 京东平台：**耐克/阿迪同比-5%/-17%，安踏/FILA/李宁/特步分别同比-25%/+3%/-13%/-16%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家分别同比-20%/-51%/-14%/-15%，KOLONSPORT/迪桑特/salomon/九牧王/JNBY分别同比-24%/+33%/-3%/-32%/+45%。
- 抖音平台：**耐克/阿迪同比+21%/+45%，安踏/FILA/李宁/特步分别同比+74%/+14%/-6%/+5%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家分别同比+74%/+72%/-1%/+26%。

图：第三季度天猫/京东/抖音平台重点品牌销售额及同比情况

天猫+京东+抖音平台品牌合计销售情况				
品牌	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	26030	3%	154	-2%
户外服饰	8319	21%	175	37%
安踏 Anta	1793	16%	187	-1%
安踏儿童 Anta kids	195	19%	169	-4%
斐乐 Fila	1835	7%	576	11%
迪桑特 Descente	159	21%	1113	3%
可隆 Kolon Sport	92	31%	350	15%
始祖鸟 Arc'teryx	231	56%	1744	4%
萨洛蒙 Salomon	69	39%	1044	10%
威尔胜 Wilson	100	33%	336	26%
李宁 Lining	2481	-4%	130	7%
特步 Xtep	705	-9%	108	2%
361°	691	-5%	85	3%
耐克 Nike	2782	0%	420	7%
阿迪达斯 Adidas	1939	12%	331	24%
安德玛 Under Armour	515	15%	304	3%
彪马 Puma	412	21%	270	2%
新百伦 New balance	545	5%	413	-13%
迪卡侬 Decathlon	567	16%	114	10%
露露乐檬 Lululemon	600	28%	627	14%
亚瑟士 Asics	458	0%	446	3%
斯凯奇 Skechers	754	-3%	256	-4%
卡帕 Kappa	152	75%	147	-7%
牧高笛 Mobi Garden	68	-24%	199	-6%
Keep	268	0%	85	-5%
男装	19457	-5%	110	1%
女装	68897	27%	104	-29%
优衣库 Uniqlo	1000	31%	117	8%
波司登 Bosideng	827	68%	676	11%
巴拉巴拉 Balabala	768	6%	110	15%
森马 Semir	333	39%	137	19%
比音勒芬 Biem.lfdlkk	39	16%	924	-24%
海澜之家 Hla	706	10%	128	4%
蕉下 Beneunder	849	-4%	130	1%
全棉时代 Purcotton	597	18%	51	2%
地素 Dazzle	31	-51%	311	2%
江南布衣 Jnby	223	10%	913	26%
歌力思 Ellassay	101	152%	1754	18%
Teenie Weenie	472	-24%	356	-18%
太平鸟 Peacebird	406	-10%	352	16%
太平鸟儿童 Minipeace	35	-20%	206	7%
乐町 Ledin	50	-45%	208	10%
报喜鸟 Saint Angelo	21	-33%	794	0%
哈吉斯 Hazzys	110	-10%	796	5%
九牧王 Joeone	32	-26%	414	-5%
利郎 Lilanz	122	49%	354	18%
家纺	31807	11%	48	-4%
罗莱家纺 Luolai	211	3%	442	10%
水星家纺 Mercury	496	-4%	249	-5%
富安娜 Fuanna	212	-4%	373	39%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度

## 电商渠道：运动户外重点关注品牌增长持续领先，抖音平台引领增长

图：第三季度天猫平台重点品牌销售额及同比情况

天猫平台品牌销售情况				
	2024-09			
品牌	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	9938	-7%	147	0%
户外服饰	2845	-2%	134	17%
安踏 Anta	815	5%	167	-12%
安踏儿童 Anta kids	195	19%	169	-4%
斐乐 Fila	604	-1%	544	5%
迪桑特 Descente	106	16%	1108	-4%
可隆 Kolon Sport	73	62%	1383	12%
始祖鸟 Arc'teryx	132	59%	1736	0%
萨洛蒙 Salomon	56	55%	1066	9%
威尔胜 Wilson	82	49%	351	27%
李宁 Lining	1228	2%	112	1%
特步 Xtep	328	-14%	114	-1%
361°	373	1%	85	-1%
耐克 Nike	792	-19%	415	-1%
阿迪达斯 Adidas	493	-6%	341	11%
安德玛 Under Armour	93	-24%	263	-9%
彪马 Puma	172	-13%	259	-4%
新百伦 New balance	225	-19%	592	18%
迪卡侬 Decathlon	351	7%	100	2%
露露乐檬 Lululemon	487	33%	611	14%
亚瑟士 Asics	215	-1%	452	-2%
斯凯奇 Skechers	265	-6%	291	4%
卡帕 Kappa	80	104%	189	29%
牧高笛 Mobei Garden	30	-24%	193	-1%
Keep	169	3%	79	3%
男装	6154	-29%	104	-3%
女装	13691	-30%	115	-12%
优衣库 Uniqlo	884	27%	117	7%
波司登 Bosideng	193	22%	701	21%
巴拉巴拉 Balabala	289	15%	103	5%
森马 Semir	182	34%	137	24%
比音勒芬 Biem. l. fdikk	9	-9%	889	-34%
海澜之家 Hla	265	10%	115	-9%
蕉下 Beneunder	437	21%	140	0%
全棉时代 Purcotton	411	30%	53	12%
地素 Dazzle	20	-47%	1423	3%
江南布衣 Jnby	59	-23%	953	26%
歌力思 Ellassay	7	-53%	1366	-10%
Teenie Weenie	190	-8%	338	-20%
太平鸟 Peacebird	168	-10%	354	13%
太平鸟儿童 Minipeace	33	-22%	202	5%
乐町 Ledin	35	-45%	204	7%
报喜鸟 Saint Angelo	9	-54%	640	-17%
哈吉斯 Hazzys	36	-17%	803	-13%
九牧王 Joeone	15	-6%	407	-5%
利郎 Lilanz	16	-57%	290	-1%
家纺	18327	-2%	51	5%
罗莱家纺 Luolai	100	-19%	385	2%
水星家纺 Mercury	193	5%	261	5%
富安娜 Fuanna	77	-7%	361	3%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：第三季度京东平台重点品牌销售额及同比情况

京东平台品牌销售情况				
	2024-09			
品牌	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	4315	-6%	252	12%
户外服饰	1006	-6%	206	17%
安踏 Anta	282	-25%	227	11%
斐乐 Fila	310	3%	595	11%
迪桑特 Descente	52	33%	1122	19%
可隆 Kolon Sport	19	-24%	1237	15%
始祖鸟 Arc'teryx	99	52%	1754	8%
萨洛蒙 Salomon	13	-3%	959	10%
威尔胜 Wilson	19	-10%	283	15%
李宁 Lining	537	-13%	134	4%
特步 Xtep	137	-16%	130	11%
361°	123	-36%	111	14%
耐克 Nike	665	-5%	528	8%
阿迪达斯 Adidas	397	-17%	372	7%
安德玛 Under Armour	107	-16%	313	-12%
彪马 Puma	80	-6%	326	22%
新百伦 New balance	123	-9%	514	-10%
迪卡侬 Decathlon	152	4%	137	16%
露露乐檬 Lululemon	113	10%	705	17%
亚瑟士 Asics	131	1%	552	4%
斯凯奇 Skechers	177	-7%	399	25%
卡帕 Kappa	9	-4%	133	11%
牧高笛 Mobei Garden	33	-28%	246	4%
Keep	76	-14%	101	-23%
男装	3026	9%	207	45%
女装	1338	3%	225	25%
优衣库 Uniqlo	86	84%	844	34%
波司登 Bosideng	94	72%	179	62%
巴拉巴拉 Balabala	67	67%	178	41%
森马 Semir	9	-20%	944	-21%
比音勒芬 Biem. l. fdikk	137	-15%	156	10%
海澜之家 Hla	58	-44%	197	49%
蕉下 Beneunder	133	-22%	44	-20%
江南布衣 Jnby	4	45%	1201	70%
歌力思 Ellassay	1	-56%	1368	12%
Teenie Weenie	12	7%	493	17%
太平鸟 Peacebird	42	81%	515	60%
太平鸟儿童 Minipeace	2	18%	299	44%
乐町 Ledin	4	34%	357	49%
报喜鸟 Saint Angelo	4	-51%	996	29%
哈吉斯 Hazzys	29	-14%	893	33%
九牧王 Joeone	12	-32%	513	4%
利郎 Lilanz	23	37%	643	93%
家纺	3110	6%	112	19%
罗莱家纺 Luolai	56	1%	523	33%
水星家纺 Mercury	185	22%	278	3%
富安娜 Fuanna	106	-9%	379	65%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：第三季度抖音平台重点品牌销售额及同比情况

抖音平台品牌销售情况				
	2024-09			
品牌	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	11777	19%	139	-5%
户外服饰	4468	55%	209	60%
安踏 Anta	696	74%	200	15%
斐乐 Fila	921	14%	593	15%
李宁 Lining	715	-6%	172	27%
特步 Xtep	240	5%	93	4%
361°	195	17%	75	12%
耐克 Nike	1324	21%	383	15%
阿迪达斯 Adidas	1050	45%	313	48%
安德玛 Under Armour	315	60%	315	18%
彪马 Puma	160	176%	259	10%
新百伦 New balance	196	87%	281	-20%
迪卡侬 Decathlon	64	271%	171	56%
亚瑟士 Asics	113	2%	357	11%
斯凯奇 Skechers	312	3%	196	-16%
卡帕 Kappa	63	64%	117	-38%
牧高笛 Mobei Garden	6	25%	101	-34%
Keep	24	49%	85	3%
男装	10277	14%	100	-2%
女装	53868	61%	101	-37%
优衣库 Uniqlo	116	73%	122	17%
波司登 Bosideng	548	90%	648	4%
巴拉巴拉 Balabala	384	-7%	106	14%
森马 Semir	83	32%	116	-4%
比音勒芬 Biem. l. fdikk	21	74%	933	-19%
海澜之家 Hla	304	26%	131	18%
蕉下 Beneunder	255	7%	97	-13%
全棉时代 Purcotton	53	179%	57	-4%
地素 Dazzle	11	-56%	1146	-1%
江南布衣 Jnby	160	29%	894	26%
歌力思 Ellassay	93	308%	1799	19%
Teenie Weenie	270	-33%	365	-17%
太平鸟 Peacebird	196	-19%	328	12%
乐町 Ledin	11	-53%	194	8%
报喜鸟 Saint Angelo	9	72%	951	4%
哈吉斯 Hazzys	45	-1%	740	6%
九牧王 Joeone	5	-47%	299	-20%
利郎 Lilanz	83	211%	327	12%
家纺	10371	47%	37	-15%
罗莱家纺 Luolai	55	101%	496	-14%
水星家纺 Mercury	118	-35%	199	-26%
富安娜 Fuanna	30	37%	381	42%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度

## 电商渠道：运动户外重点关注品牌增长持续领先，抖音平台引领增长

- 行业表现：单9月天猫+京东+抖音三平台，运动/户外/男装/女装/家纺行业销售额分别同比-4%/+56%/-9%/+19%/-1%，户外服饰表现亮眼。
- 天猫+京东+抖音三平台品牌销售情况：耐克/阿迪同比-23%/+9%，安踏/FILA/李宁/特步/361度/波司登同比+11%/+1%/-15%/-24%/-3%/+107%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家同比+9%/-18%/-11%/+9%，地素/歌力思/TW/太平鸟同比-46%/+180%/-6%/-2%，罗莱/水星/富安娜同比+18%/-1%/-10%。
- 天猫平台：耐克/阿迪同比-26%/-0%，安踏/FILA/李宁/特步分别同比+9%/+18%/+18%/-9%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家分别同比-6%/-44%/-2%/+24%，KOLONSPORT/迪桑特/salomon/九牧王/JNBY分别同比+87%/+22%/+84%/+18%/-1%。
- 京东平台：耐克/阿迪同比-48%/-62%，安踏/FILA/李宁/特步分别同比-64%/-53%/-41%/-49%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家分别同比-70%/-60%/-47%/-51%，KOLONSPORT/迪桑特/salomon/九牧王/JNBY分别同比+49%/-33%/-58%/-66%/-77%。
- 抖音平台：耐克/阿迪同比-8%/+64%，安踏/FILA/李宁/特步分别同比+96%/+6%/-35%/-32%，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家分别同比+82%/+119%/-5%/+28%。

图：9月天猫/京东/抖音平台重点品牌销售额及同比情况

天猫+京东+抖音平台品牌合计销售情况				
	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	8437	-4%	164	-2%
户外服饰	3294	56%	222	20%
安踏 Anta	561	11%	192	-9%
安踏儿童 Anta kids	99	38%	196	0%
斐乐 Fila	633	1%	602	8%
迪桑特 Descente	53	10%	385	8%
可隆 Kolon Sport	46	52%	164	2%
始祖鸟 Arc'teryx	86	65%	1831	-2%
萨洛蒙 Salomon	24	47%	1080	1%
威尔胜 Wilson	39	49%	325	17%
李宁 Lining	816	-15%	134	-2%
特步 Xtep	216	-24%	115	-5%
361°	230	-3%	89	-1%
耐克 Nike	737	-23%	420	5%
阿迪达斯 Adidas	673	9%	347	18%
安德玛 Under Armour	218	40%	312	-9%
彪马 Puma	148	24%	268	-13%
新百伦 New balance	190	-10%	383	-29%
迪卡侬 Decathlon	186	29%	129	12%
露露乐檬 Lululemon	241	53%	709	19%
亚瑟士 Asics	157	-1%	426	-4%
斯凯奇 Skechers	268	-10%	262	-6%
卡帕 Kappa	56	48%	175	-11%
牧高笛 Mobi Garden	25	-6%	194	-5%
Keep	77	1%	90	-8%
男装	7754	-9%	116	-7%
女装	23301	19%	108	-26%
优衣库 Uniqlo	497	62%	147	10%
波司登 Bosideng	347	107%	673	0%
巴拉巴拉 Balabala	398	30%	116	9%
森马 Semir	143	84%	159	18%
比音勒芬 Biem.lfdkk	11	9%	953	-28%
海澜之家 Hla	250	9%	130	-6%
蕉下 Beneunder	150	28%	131	3%
全棉时代 Purcotton	223	25%	54	-1%
地素 Dazzle	11	-46%	1444	14%
江南布衣 Jnby	80	-3%	948	18%
歌力思 Ellassay	20	180%	1708	16%
Teenie Weenie	215	-6%	369	-22%
太平鸟 Peacebird	157	-2%	376	14%
太平鸟儿童 Minipeace	19	-15%	215	2%
乐町 Ledin	19	-16%	246	17%
报喜鸟 Saint Angelo	11	-18%	830	1%
哈吉斯 Hazzys	42	-11%	820	-3%
九牧王 Joeone	10	-14%	404	-9%
利郎 Lilanz	56	65%	332	-3%
家纺	11174	-1%	48	-8%
罗莱家纺 Luolai	90	18%	470	-3%
水星家纺 Mercury	208	-1%	231	-12%
富安娜 Fuanna	70	-10%	367	26%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度

## 电商渠道：运动户外重点关注品牌增长持续领先，抖音平台引领增长

图：9月天猫平台重点品牌销售额及同比情况

9月天猫平台品牌销售情况		2024-09			
品牌	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY	
运动服饰	3519	-3%	166	0%	
户外服饰	1140	24%	242	23%	
安踏 Anta	297	9%	183	-15%	
安踏儿童 Anta kids	99	38%	196	0%	
斐乐 Fila	215	18%	622	6%	
迪桑特 Descente	46	22%	1400	2%	
可隆 Kolon Sport	42	87%	1699	3%	
始祖鸟 Arc'teryx	69	12%	1774	-6%	
萨洛蒙 Salomon	22	84%	1093	-1%	
威尔胜 Wilson	34	74%	349	24%	
李宁 Lining	458	18%	130	8%	
特步 Xtep	122	-9%	137	-5%	
361°	138	11%	96	0%	
耐克 Nike	239	-26%	453	-9%	
阿迪达斯 Adidas	211	0%	426	11%	
安德玛 Under Armour	36	-23%	320	-8%	
彪马 Puma	71	-2%	274	-19%	
新百伦 New balance	79	-38%	608	-2%	
迪卡侬 Decathlon	117	23%	116	4%	
露露乐檬 Lululemon	224	74%	704	20%	
亚瑟士 Asics	82	10%	456	-8%	
斯凯奇 Skechers	120	15%	341	0%	
卡帕 Kappa	33	149%	253	13%	
牧高笛 Mobi Garden	14	5%	210	9%	
Keep	48	17%	87	11%	
男装	2826	-22%	129	-1%	
女装	6117	-19%	131	-5%	
优衣库 Uniqlo	443	62%	150	12%	
波司登 Bosideng	106	74%	712	7%	
巴拉巴拉 Balabala	162	36%	120	7%	
森马 Semir	103	111%	171	32%	
比音勒芬 Biem. l. fdlkk	3	-6%	981	-34%	
海澜之家 Hla	111	24%	125	-12%	
蕉下 Beneunder	73	41%	151	2%	
全棉时代 Purcotton	167	36%	58	9%	
地素 Dazzle	8	-35%	1573	22%	
江南布衣 Jnby	28	-1%	1066	29%	
歌力思 Ellassay	2	-49%	1277	-13%	
Teenie Weenie	97	30%	369	-22%	
太平鸟 Peacebird	80	8%	417	10%	
太平鸟儿童 Minipeace	18	-15%	213	1%	
乐町 Ledin	17	-10%	238	12%	
报喜鸟 Saint Angelo	5	-44%	700	-7%	
哈吉斯 Hazzys	19	-2%	915	-10%	
九牧王 Joeone	7	18%	443	-1%	
利郎 Lilanz	11	-41%	342	0%	
家纺	7002	-9%	52	0%	
罗莱家纺 Luolai	47	-3%	462	-5%	
水星家纺 Mercury	97	32%	315	14%	
富安娜 Fuanna	37	3%	429	15%	

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：9月京东平台重点品牌销售额及同比情况

9月京东平台品牌销售情况		2024-09			
品牌	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY	
运动服饰	766	-45%	246	4%	
户外服饰	201	-33%	243	17%	
安踏 Anta	44	-64%	209	-2%	
斐乐 Fila	39	-53%	581	7%	
迪桑特 Descente	7	-33%	1289	26%	
可隆 Kolon Sport	4	-49%	1219	-18%	
始祖鸟 Arc'teryx	17	-18%	2105	14%	
萨洛蒙 Salomon	2	-58%	947	-3%	
威尔胜 Wilson	4	-28%	213	-19%	
李宁 Lining	110	-41%	98	-27%	
特步 Xtep	25	-49%	102	-12%	
361°	19	-66%	105	-2%	
耐克 Nike	116	-48%	504	4%	
阿迪达斯 Adidas	61	-62%	367	1%	
安德玛 Under Armour	16	-55%	274	-23%	
彪马 Puma	11	-60%	288	7%	
新百伦 New balance	19	-56%	507	-12%	
迪卡侬 Decathlon	40	-9%	150	25%	
露露乐檬 Lululemon	17	-41%	775	23%	
亚瑟士 Asics	25	-40%	510	-4%	
斯凯奇 Skechers	32	-43%	412	27%	
卡帕 Kappa	1	-45%	325	156%	
牧高笛 Mobi Garden	8	-30%	214	-7%	
Keep	23	-26%	99	-32%	
男装	726	-20%	258	60%	
女装	383	-2%	251	31%	
优衣库 Uniqlo	26	20%	751	8%	
波司登 Bosideng	30	34%	223	87%	
巴拉巴拉 Balabala	14	21%	196	45%	
森马 Semir	1	-70%	1009	-21%	
比音勒芬 Biem. l. fdlkk	24	-51%	159	4%	
海澜之家 Hla	27	-40%	184	42%	
蕉下 Beneunder	37	-28%	39	-30%	
江南布衣 JNBY	0	-77%	1258	47%	
歌力思 Ellassay	0	-55%	1183	-1%	
Teenie Weenie	4	18%	512	14%	
太平鸟 Peacebird	8	-23%	532	35%	
太平鸟儿童 Minipeace	0	12%	312	72%	
乐町 Ledin	2	167%	426	65%	
报喜鸟 Saint Angelo	1	-60%	1112	29%	
哈吉斯 Hazzys	4	-47%	841	18%	
九牧王 Joeone	1	-66%	547	9%	
利郎 Lilanz	1	-82%	567	58%	
家纺	813	-14%	112	20%	
罗莱家纺 Luolai	9	-46%	420	-3%	
水星家纺 Mercury	56	10%	177	-38%	
富安娜 Fuanna	22	-39%	293	21%	

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：9月抖音平台重点品牌销售额及同比情况

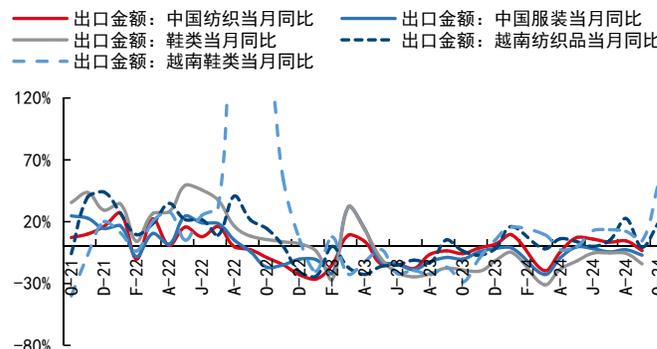
9月抖音平台品牌销售情况		2024-09			
品牌	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY	
运动服饰	4152	10%	153	0%	
户外服饰	1952	118%	209	26%	
安踏 Anta	221	96%	200	3%	
斐乐 Fila	380	6%	593	9%	
李宁 Lining	249	-35%	172	8%	
特步 Xtep	68	-32%	93	-9%	
361°	73	31%	75	10%	
耐克 Nike	382	-8%	383	18%	
阿迪达斯 Adidas	401	64%	313	43%	
安德玛 Under Armour	166	127%	315	-5%	
彪马 Puma	67	226%	259	-4%	
新百伦 New balance	93	125%	281	-23%	
迪卡侬 Decathlon	29	422%	171	6%	
亚瑟士 Asics	50	18%	357	9%	
斯凯奇 Skechers	116	-16%	196	-17%	
卡帕 Kappa	22	-3%	117	-40%	
牧高笛 Mobi Garden	2	163%	101	-24%	
Keep	6	44%	85	-9%	
男装	4202	6%	100	-13%	
女装	16801	45%	101	-33%	
优衣库 Uniqlo	54	56%	122	-2%	
波司登 Bosideng	216	152%	648	-4%	
巴拉巴拉 Balabala	205	24%	106	5%	
森马 Semir	26	52%	116	-26%	
比音勒芬 Biem. l. fdlkk	6	82%	933	-23%	
海澜之家 Hla	115	28%	131	1%	
蕉下 Beneunder	50	152%	97	7%	
全棉时代 Purcotton	19	304%	57	0%	
地素 Dazzle	3	-65%	1146	-7%	
江南布衣 Jnby	52	-3%	894	13%	
歌力思 Ellassay	18	737%	1799	16%	
Teenie Weenie	115	-24%	365	-22%	
太平鸟 Peacebird	69	-10%	328	13%	
乐町 Ledin	1	-77%	194	1%	
报喜鸟 Saint Angelo	5	119%	951	-19%	
哈吉斯 Hazzys	19	-5%	740	-5%	
九牧王 Joeone	3	-5%	299	-21%	
利郎 Lilanz	44	298%	327	-4%	
家纺	3359	27%	37	-20%	
罗莱家纺 Luolai	34	187%	496	-14%	
水星家纺 Mercury	54	-36%	199	-18%	
富安娜 Fuanna	10	157%	381	42%	

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

## 制造出口：10月越南纺织品和鞋类出口增速大幅提升，国内纺织制造维持高景气度

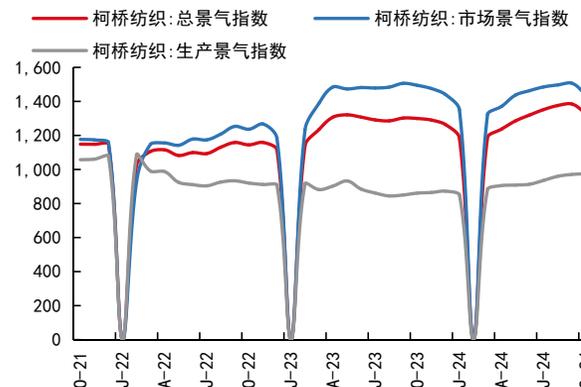
- 出口：10月越南纺织品和鞋类出口增速大幅提升。
- 1) 越南：10月越南纺织品和鞋类分别同比+19.0%和50.5%，增速环比大幅提升；1-10月纺织品和鞋类分别累计增长10.5%和12.9%；第三季度分别同比增长9.2%/10.5%。
- 2) 中国：单9月纺织品出口同比下降3.4%；服装和鞋类出口分别同比下降7.0%和14.1%；1-9月中国纺织品/服装/鞋类累计出口分别同比+2.9%/-1.6%/-6.1%。
- PMI：10月中国PMI环比回落，印度、越南PMI上升。从PMI看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单10月PMI 49.2/57.5/51.2/50.2/47.3，环比9月，印度、越南PMI上升，中国台湾、中国出口新订单PMI小幅下降，印尼PMI持平。
- 景气度：柯桥纺织景气指数同比提升，环比回落，盛泽地区织机开机率环比提升。从柯桥纺织景气指数看中国纺织市场同比改善，10月总景气指数1329.1，较9月下降4.0%。截至10月28日，盛泽地区织机开机率为80.2%，环比9月提升。

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



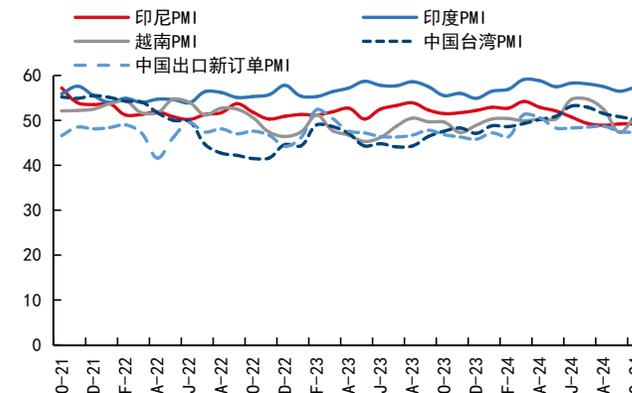
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：亚洲纺织主要出口地PMI与中国出口新订单PMI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：盛泽地区织机开机率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 制造出口：10月越南纺织品和鞋类出口增速大幅提升，国内纺织制造维持高景气度

- 美元兑人民币汇率反弹。10月10日，美国劳工部公布数据显示美国9月CPI上涨2.4%，市场通胀预期回升，降息预期减弱，美元兑人民币中间价从10月初的7.01反弹至11月4日的7.12，基本回到9月初的水平。
- 棉价下跌，内外棉价差较月初扩大。截至2024年11月1日，328棉花价格指数（元/吨）为15388，环比下降1.2%；国际棉价下跌，外棉价格14316（元/吨），较月初下降3.7%；内外棉价差（元/吨）为1072，较10月初扩大。
- 锦纶切片价格环比持平。近一周锦纶66切片价格为19033元/吨，环比上周略上升，近一周锦纶丝价格为16320元/吨，环比上周小幅下降。

图：美元兑人民币汇率走势



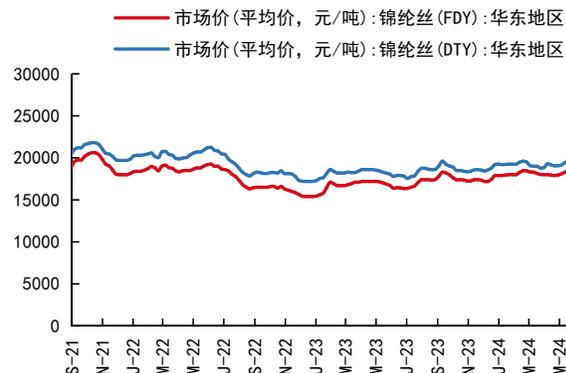
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：国内与国际棉价趋势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：锦纶丝FDY和DTY价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：PA66价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

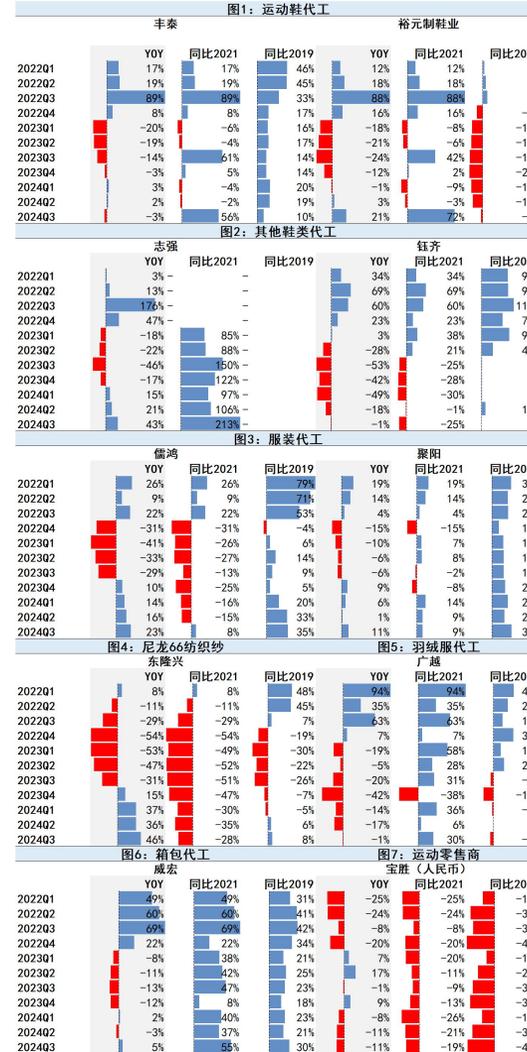
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度

## 代工台企跟踪：2024年以来改善趋势明显，订单预期乐观

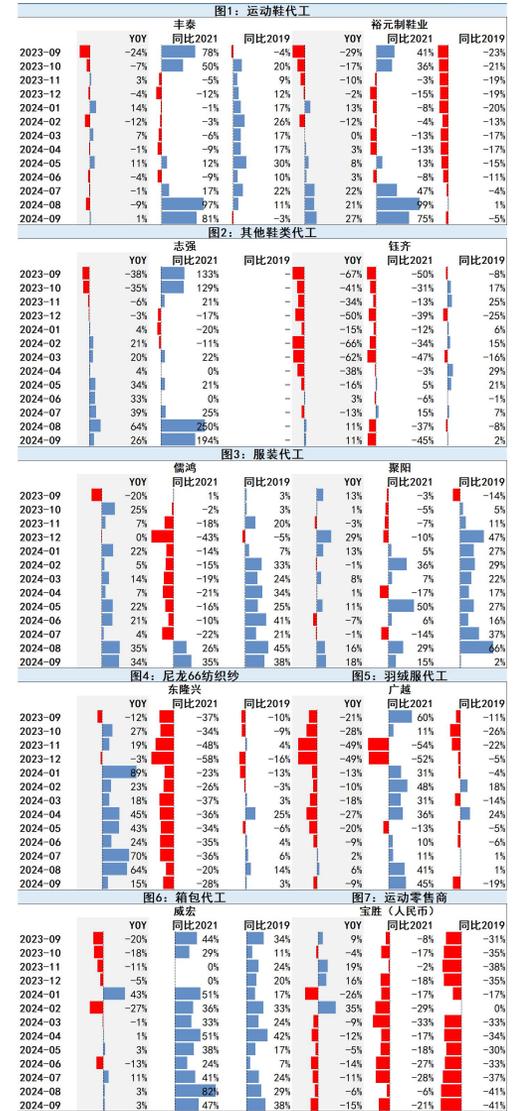
- 代工台企中，三季度裕元、志强、儒鸿、聚阳、东隆兴、威宏均实现同比增长，其中裕元、志强、儒鸿、东隆兴增速超过20%。单9月代工台企营收基本均实现同比增长。聚阳营收创下单季最高，管理层表示创收高主要反映产业旺季、接单畅旺，四季度表现一般弱于三季度，但预期季减幅度将较往年收窄。
- 1、聚阳：**成衣大厂聚阳公告9月营收32.91亿、年增17.5%、月减19.9%，为今年以来营收次高，第3季营收104.6亿元，年增12.9%、季增36.0%，创下单季历史新高。聚阳表示，第3季营收创高主要反映产业旺季、接单畅旺，尤其来自美国客户的订单成长是主要成长动能。整体而言，对下半年营收200亿元目标不变，全年营收高点预估落在第3季，第4季要续创新高不易，但季减幅度将较往年收窄。聚阳累计前九月营收267.67亿元，年增10.01%。聚阳表示，美国需求持续复苏，订单愈来愈多，但由于船期变化大，仍是月营收高低主要的变数。整体下半年接单规模达200亿元，第4季较第3季下滑是常态，但下滑幅度比往年小。市场关注聚阳第3季毛利率的变化，公司表示，受到船期影响，客人今年第3季短单占比较去年同期下降，加上高毛利订单要到第4季才会出比较多，因此第3季毛利率压力较大。但对中长期毛利率看法仍乐观。在产能方面，萨尔瓦多新产能已在本月投产，目前仍在人员的训练阶段，整体稼动率仍不高，预计明年贡献度会提高，由于地理位置优势，未来有机会争取到更多美国客户的核心订单。印尼一厂第一期一厂、二厂，过去两年已相继投产，三厂今年完工，预计合计有近80条产线，未来月产能有机会达200万件。若接单顺利，聚阳也预计将启动二期的另外三座厂房，并将开始投入建置，规划共70-75条产线。整体而言，公司认为2025年进入稳健补库存循环机会较大，会积极布局产能扩建，以满足订单需求。
- 2、裕元：**制鞋大厂裕元自结9月营收为6.6亿美元，折合约新台币212.64亿元，年增9.7%。其中，制鞋业务年增26.7%；累计今年前九月营收为60.75亿美元，年增1.5%，其中，制鞋业务年增9%。另由裕元的零售业务独立分拆上市的宝胜国际，自结9月营收为人民币14.17亿元，折合约1.96亿美元，年减14.7%；累计今年前九月营收为人民币139.83亿元，折合约19.39亿美元，年减9.5%，显示主要营运地区消费意愿持续疲弱。
- 3、丰泰：**制鞋大厂丰泰自结9月营收68.22亿元，年增1.26%，累计今年前九月合并营收656.02亿元，年增3.75%。丰泰表示，主要客户9月订单成长，带动公司营收增长，并摆脱公司8月营收年减7.98%的阴霾。

图：代工台企季度跟踪



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图：代工台企月度跟踪



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

## 国际品牌财报：2023年底库存恢复健康，2024年上半年收入增长提速但品牌分化明显

图：国际品牌季度收入、库存、库销比(财季按自然年统一归位)

收入YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA为货币中性口径)															
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	-2.0%	88.0%	12.0%	0.0%	8.0%	3.0%	10.0%	27.0%	19.0%	8.0%	2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	-9.0%
阿迪达斯	27.0%	55.0%	3.0%	-3.0%	-3.0%	4.0%	4.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	1.0%	-2.0%	8.0%	11.0%	10.0%
优衣库	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%	16.2%	13.2%	5.0%	13.5%	18.3%
PUMA	25.8%	96.0%	20.4%	14.0%	19.7%	18.4%	16.9%	21.1%	14.4%	11.1%	6.0%	-4.0%	0.5%	2.1%	
Deckers	49.7%	78.2%	15.8%	10.2%	31.2%	21.8%	21.3%	13.3%	7.6%	11.1%	24.2%	15.1%	21.1%	23.0%	20.4%
VF	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	-2.6%	-3.0%	-8%	-4.0%	-17.0%	-13.0%	-8.0%	-6.0%
UA	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	3.5%	-0.2%	1.8%	3.4%	7.5%	-1.0%	-1.1%	-7.0%	-5.0%	-10.0%	
LULU	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	

报表存货YOY															
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%
阿迪达斯	-9.1%	-22.2%	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%
优衣库	0.2%	-9.5%	-5.4%	0.2%	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%	5.6%
PUMA	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%	
Deckers	-10.7%	5.2%	31.4%	80.4%	82.1%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%
VF	-17.9%	-13.3%	2.1%	19.6%	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%	19.0%	-9.8%	-17.1%	-23.0%	-24.3%	-16.0%
UA	-9.4%	-26.5%	-20.7%	-9.4%	-3.2%	8.3%	29.0%	50.1%	44.4%	38.4%	5.9%	-9.3%	-19.5%	-15.2%	
LULU	17.1%	17.4%	22.4%	49.3%	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-14.9%	-14.0%	

库销比 (存货/过去1年平均月成本)															
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	3.68	3.35	3.18	3.12	3.67	4.00	4.50	4.11	3.76	3.51	3.59	3.31	3.23	3.17	3.59
阿迪达斯	4.67	4.50	4.11	4.60	5.15	6.02	6.70	6.04	5.62	5.56	4.95	4.83	4.83	4.85	4.79
优衣库	4.24	3.83	4.47	4.62	4.02	3.99	5.33	5.99	4.27	3.59	4.05	4.28	3.66	3.52	3.98
PUMA	5.08	5.11	4.78	5.05	5.16	5.96	6.64	5.91	5.46	5.34	4.69	4.69	4.71	5.23	
Deckers	2.85	4.30	5.76	4.62	3.94	6.22	6.46	4.87	3.55	4.91	4.67	3.45	2.99	4.69	4.67
VF	2.92	3.03	3.50	2.93	3.16	5.13	6.01	5.66	4.99	6.13	5.47	4.98	4.22	5.12	5.22
UA	4.18	3.82	3.62	3.45	3.42	3.91	4.28	4.63	4.39	4.88	4.29	4.23	3.74	4.50	
LULU	4.10	4.05	4.58	4.38	5.34	5.71	6.40	4.80	5.09	5.21	5.05	3.96	3.94	4.14	

报表存货金额															
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726	7519	8253
阿迪达斯	3938	4054	3664	4009	4542	5483	6315	5973	5675	5540	4849	4525	4427	4544	4524
优衣库	354641	344651	394867	405103	350348	351718	485928	570314	437671	387386	449250	485724	414430	404800	474460
PUMA	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804	1786	1961	
Deckers	278	458	636	551	507	840	925	723	533	741	726	539	474	753	778
VF	1062	1217	1465	1287	1419	2341	2750	2592	2293	2787	2481	2148	1766	2111	2083
UA	852	881	838	811	824	954	1080	1218	1190	1320	1144	1104	959	1120	
LULU	733	790	944	966	1275	1462	1742	1447	1580	1661	1664	1324	1345	1429	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 库存方面：**经历了约1年左右的去库，国际运动品牌2023年三季度~四季度库存均有较显著的下降，同时大部分品牌四季度的库销比已经回落至接近2019年同期的健康水平；VF、UA去库进展相对落后，但到2023年年底也已有明显进展。截至今年一季度末，各品牌库存金额进一步实现同环比下降，库销比同环比下降明显，其中耐克、Deckers库销比（存货/过去1年平均月成本）在3左右。截至三季度或二季度末，各品牌库存金额环比上升，库销比也有所提升，但仍处于健康可控水平。
- 收入方面：**从营收增长来看，Deckers、优衣库、lululemon持续保持行业领先增速，阿迪达斯今年以来收入恢复增长，此外优衣库日本市场因增长强劲，库存不足的产品在二季度提交额外补单；耐克等其他品牌虽短期增速放缓，但基于今年补库需求以及和头部供应商的深度合作关系，头部供应商订单预计显著高于品牌自身增速。

- [ 01 ] 板块总结：延续二季度以来趋势，上下游分化加剧
- [ 02 ] 服装家纺：线下客流拖累收入，费用刚性利润承压
- [ 03 ] 纺织制造：外需补库订单增长，积极推动海外产能扩张
- [ 04 ] 行业近况：消费环比改善，制造维持高景气度
- [ 05 ] 投资建议

**1、纺织制造：**下游库存优化带动板块订单反弹，产能利用率改善推动较多优质公司实现好于预期的业绩。近期行业维持较高的产能利用率，全年有望保证较好的利润率，但随基数上升板块整体增速将有所放缓，具有份额提升能力的企业将凸显增长持续性。重点推荐运动代工龙头**申洲国际、华利集团**，以及细分赛道制造龙头**伟星股份、健盛集团**。

**2、品牌服饰：**前三季度终端消费疲软致使较多公司增长放缓或下滑，业绩低于年初预期。10月各品牌流水环比有明显好转，四季度预期好于三季度，优质企业基于谨慎灵活的库存管理和费用控制有望实现相对可控的利润水平，同时保有健康的现金流。建议关注低估值下仍具有相对成长性优势以及充沛现金流的运动及羽绒服龙头**安踏体育、李宁、波司登**；医疗业务高基数消退、内生外延齐发力，全棉时代品牌景气成长期的**稳健医疗**；以及业绩相对稳健、股息收益率高的品牌**富安娜**。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2313	申洲国际	优于大市	57.1	858	3.93	4.57	14.5	12.5
300979	华利集团	优于大市	69.7	816	3.35	3.79	20.8	18.4
002003	伟星股份	优于大市	13.1	153	0.61	0.69	21.4	19.0
603558	健盛集团	优于大市	10.6	39	0.90	1.04	11.8	10.2
2020	安踏体育	优于大市	80.2	2265	4.82	4.76	16.6	16.8
2331	李宁	优于大市	15.6	402	1.22	1.37	12.8	11.3
3998	波司登	优于大市	4.2	452	0.32	0.36	13.2	11.6
300888	稳健医疗	优于大市	33.8	197	1.38	1.73	24.5	19.5
002327	富安娜	优于大市	8.6	72	0.64	0.68	13.5	12.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 风险提示

---

- 1、宏观经济增长不及预期；
- 2、品牌形象受损；
- 3、供应商下游客户库存恶化；
- 4、市场系统性风险。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032