



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

波司登 FY24/25H1 净利同增 23%，关注旺季表现

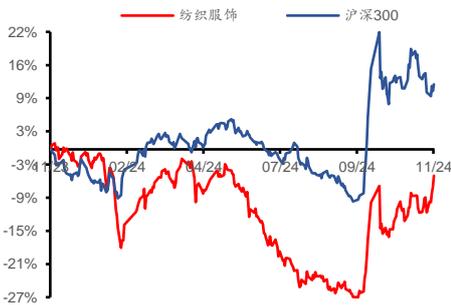
——轻工纺织行业周报 20241125-1129

增持（维持）

行业： 纺织服饰
日期： 2024年12月01日

分析师： 杜洋
Tel: 021-53686169
E-mail: duyang@shzq.com
SAC 编号: S0870523090002
联系人： 袁锐
Tel: 021-53686074
E-mail: yuanrui@shzq.com
SAC 编号: S0870123060019

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《亚玛芬增长亮眼，关注运动鞋服高景气》

——2024 年 11 月 24 日

《双十一收官户外品类高涨，关注政策催化内需修复》

——2024 年 11 月 17 日

《以旧换新政策持续，关注家居及品牌服饰内需增长》

——2024 年 11 月 10 日

主要观点

一、行情回顾：本周（2024.11.25-2024.11.29），A股SW纺织服饰行业指数上涨 7.65%，轻工制造行业上涨 5.35%，而沪深 300 上涨 1.32%，上证指数上涨 1.81%。纺织服装和轻工制造在申万 31 个一级行业中涨幅排名分别为第 1 位/第 3 位。

二、核心逻辑：

1) 轻工行业：利好政策催化地产回暖叠加以旧换新政策落地见效，家居消费热情持续高涨，我们认为轻工家居等顺周期板块预期改善，估值有望修复。

家居板块：2025 年以旧换新政策有望继续，江苏湖北率先行动。2024 年 11 月 21 日，湖北率先发文启动商家报名，明确了报名的时间安排以及参与商家的企业资格条件。此次湖北省率先迈出 2025 年国补商家报名的第一步，预计全国其他省市也将陆续启动并发布 2025 年家电以旧换新商家的报名及资格审核工作，从而实现“国补”政策从 2024 年到 2025 年衔接。11 月 26 日，江苏省地方消费补贴再扩容，江苏新增 7 类 3C 产品和 20 类家电商品，享受 15% 专项补贴，补贴持续至 2024 年 12 月 31 日。我们认为国补政策为部分家居龙头抢占市场提供助力，未来伴随市场信心修复，家居板块龙头有望迎来估值修复，**建议关注**：欧派家居、志邦家居、顾家家居等。

造纸&包装：受原材料价格上涨压力，纸品价格上涨范围扩大。近期，受原材料价格持续上涨的影响，多家纸业公司和纸板厂纷纷宣布了产品价格的上调。造纸企业中，五洲特纸自 2024 年 12 月 1 日起，对集团旗下所有单光类白牛产品上调 300 元/吨；同时，纸板厂也加入了涨价的行列，多个纸板厂均因原材料价格上涨而调整了纸板产品的销售价格。此次涨价范围广泛，涉及特种纸和纸板厂等多个领域，企业希望通过价格调整缓解自身成本压力，确保持续稳定地向客户提供优质的产品和服务。**我们看好造纸行业龙头若随着产能扩增和产能利用率、供应链效率提升，未来或带来稳定增长，建议关注太阳纸业、华旺科技、五洲特纸等。**

出口链：我们认为美国开启降息周期，随着海外补库需求持续进行，轻工出口链如保温杯、办公家具等产品有望持续受益。建议关注轻工出口链细分行业龙头匠心家居（智能家居出海+自主品牌 a）、嘉益股份（合作 Stanley+TikTok 营销+保温杯出海）、乐歌股份（智能家居+海外仓双轮驱动）、恒林股份（办公家具+跨境电商）。

促外贸稳增长政策措施印发，龙头海外产能布局持续推进。11 月 21 日，商务部公布《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》，提出扩大出口信用保险承保规模和覆盖面、加大对外贸企业的融资支持力度、优化跨境贸易结算、促进跨境电商发展、吸引和便利商务人员跨境往来等 9 条措施，进一步促进外贸稳定增长。我们认为伴随国家政策集中发力，我国外贸有望稳健增长。市场对美国大选后潜在的关税问题，我们认为无需过度担忧，短期看中国出口份额或较难被完全替

代，长期看龙头出口企业已加速海外产能及供应链布局，未来有望有效抵御关税壁垒影响。

2) 纺服行业：我们认为整体消费环境弱复苏的背景下，政策扩内需消费信心提振，户外经济催热运动服饰销售高景气，建议关注高确定性机会与细分高增赛道。

品牌服饰：波司登羽绒服业务强劲增长，看好全年业绩表现。11月28日，波司登公布了24/25上半财年报告，期间收入/权益股东应占溢利实现88.0/11.3亿元，分别同比+17.8%/+23.0%，权益股东应占溢利创中期历史新高。盈利能力保持稳健，期间毛利率/经营溢利率为49.9%/16.7%，同比-0.1/+0.2个百分点。**分业务看**，品牌羽绒服业务FY24/25H1收入60.6亿元，同比+22.7%，羽绒服业务同比实现快速增长。贴牌加工管理业务保持稳健，收入23.2亿元，同比+13.4%，聚焦核心客户，打造订单快反能力和拓展海外产能布局。**分品牌看**，**三大品牌均实现双位数高增**。其中，波司登品牌FY24/25H1实现收入52.80亿元，同比+19.4%，创历史新高；冰洁收入0.21亿元，同比+61.5%，雪中飞收入达3.90亿元，同比+47.1%。我们认为伴随公司产品品类迭代创新、增量业务拓展，预计全年业绩有望实现稳健增长。**建议关注的品牌服饰龙头：报喜鸟、海澜之家、比音勒芬、波司登、锦泓集团。**

运动服饰：体育产业已成为助力经济增长、推动经济社会转型升级的重要力量，在培育经济发展新动能上作出重要贡献。国家大力推动改革创新赋能体育高质量发展，我们认为运动服饰高景气或持续。

迪桑特上半年收入增长7%，安踏体育计划回购可换股债券。据观点网显示，近日日本迪桑特集团公布截至9月30日的上半年业绩，收入实现628亿日元（约合人民币29.4亿元），同比+7%；净利润62.4亿日元，同比+10%。业绩提升主要由于日元贬值及DESCENTE等品牌在全球市场的强劲表现。DESCENTE在中国市场品牌影响力增强，成为推动集团业绩增长的关键。2023年中国市场为迪桑特贡献收入超过50亿元人民币，增长速度领先于日本和韩国市场。安踏体育近日宣布计划购回将于2025年到期的10亿欧元零息有担保可换股债券，并拟发行新的于2029年到期的15亿欧元零息有担保可换股债券。公司表示发行新债券的所得款项净额预计将用于股份购回等用途。**建议关注：安踏、李宁、361度等。**

纺织制造：我们认为制造出海、份额提升以及公司核心竞争力增强为纺织制造长期增长逻辑，建议关注华利集团、伟星股份、新澳股份等。

2024年1-10月我国纱线面料出口双增长，纺服供应链加速向海外转移。2024年1-10月，纱线出口117亿美元，同比+0.5%，面料出口561亿美元，同比+4.9%。受欧美需求回暖影响，我对东南亚面料出口恢复增长。2024年1-10月我对亚洲国家累计出口面料379亿美元，占面料出口总额的67.5%。越南作为我面料出口最大的单一市场，出口额93.4亿美元，同比+11.4%。我国对孟加拉国、柬埔寨和阿联酋面料出口增长突出，分别+19%/+32.2%/+16.2%。中国纺织品进出口商会预计，面对潜在关税影响，纺织服装外贸将出现抢出口的现象，25H1对美出口或呈现快速增长的态势；美国对中国加征关税政策落地后，短期内纺织服装对美出口预计承压；长期中美贸易进一步脱钩，供应链加速向海外转移。

3) 跨境电商：全球电商市场快速增长，跨境电商头部平台竞争加剧，我们认为海外仓或具备成长空间，建议关注跨境电商头部平台及海外仓板块成长：拼多多（美股）、SHEIN（未上市）、华凯易佰、赛维时代、致欧科技等，建议关注跨境出海品牌龙头安克创新。

亚马逊宣布 2025 年部分费用政策，TikTok 西班牙站点 12 月 9 日正式上线。据亿邦动力显示，亚马逊宣布 2025 年将不会提高美国推荐费和亚马逊物流（FBA）费用，且不会新增费用类型并给予新优惠。如 2025 年 1 月 15 日起降低大件商品入站安置服务费，最低分批发货时平均每件降 0.58 美元等，承诺为卖家提供高性价比服务。TikTok 西班牙站预计于 2024 年 12 月 9 日正式上线。当下已入驻的商家数量超 500 家，产品 SKU 约 30 万。此外，此次西班牙站点优先开通“本本”模式，全托管和跨境模式预估 2025 年 3 月开放。

■ 投资建议

建议关注：

纺织服饰：伟星股份、华利集团、报喜鸟、海澜之家、比音勒芬、新澳股份、锦泓集团、台华新材、歌力思、三夫户外等；港股：安踏体育、李宁、波司登、361 度等。

轻工制造：欧派家居、志邦家居、匠心家居、嘉益股份、公牛集团、太阳纸业、华旺科技、顾家家居、慕思股份、五洲特纸、裕同科技、浙江自然等。港股：玖龙纸业等。

跨境电商：拼多多（美股）、SHEIN（未上市）、华凯易佰、赛维时代、致欧科技、安克创新等。

■ 风险提示

原材料价格波动；终端消费疲软；行业政策变动风险；市场竞争加剧风险等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。