

# 纺织服装2025年度投资策略

## 首选竞争格局优化方向，关注提振消费高弹性机会

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

• **2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘。** 1) **前三季度业绩回顾：**今年前三季度纺织制造企业受益于下游品牌补库，产销两旺，产能利用率提升带动利润增速好于收入增速，业绩普遍实现双位数以上增长。服装家纺品牌公司受消费需求疲弱、线下客流下滑影响，销售压力逐季增大，净利润受负向经营杠杆拖累、下滑幅度大于收入；其中运动服饰表现相对较好。2) **四季度以来近况更新：10-11月越南和中国纺织品出口快速增长，服装零售较三季度好转。**品牌方面，10-11月服装零售合计同比增长1.1%，较三季度明显改善；其中10月增长8.0%，11月受消费前置、双十一大促活动错期影响，服装零售额同比下滑4.5%。10-11月天猫+京东+抖音三平台，户外保持较快增长，女装、家纺双位数增长。制造方面，10-11月越南纺织品和鞋类出口分别同比+18.2%和33.0%；中国纺织品出口同比增长12.4%，服装和鞋类出口分别同比+5.3%和-1.9%，越南和中国出口增速较前三季度累计增长均有提速。大部分代工台企10-11月营收实现同比正向增长，其中裕元、志强、东隆兴、广越实现双位数以上增长。3) **行情回顾：**今年A股港股纺服指数均跑输大盘，制造与港股运动品牌股价相对稳健，当前板块估值和EPS均调整较为充分，2025年品牌消费基本面有望边际向好，纺织制造公司分化预计更加明显，低估值绩优企业兼具安全边际和向上弹性。

• **主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力。**

**一、运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气：**跑步、网球、羽毛球、登山滑雪等运动景气度高，同时伴随户外旅游热，对应的跑鞋、网球鞋服、羽毛球鞋服、冲锋衣、防晒服、滑雪鞋服产品销售快速增长。从行业增长趋势来看：1) **跑步：**跑步运动和跑鞋虽然已有较大规模，但热度仍持续提升；从竞争格局看，马拉松比赛国产跑鞋穿着率提升，国产品牌市场认可度和市场份额提升。2) **细分热门赛道：**后疫情时代，运动场景逐渐向户外拓展，网球、羽毛球、户外登山越野跑、滑雪等冰雪运动参与人次均快速增长，此外新疆哈尔滨等地旅游热、服饰潮流穿搭也带动了户外服饰销售。

**二、“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点：**1) 全棉时代通过100%纯棉的材质教育吸引消费者，棉柔巾成为爆品；卫生巾行业近期负面事件爆出，公司卫生巾品牌“奈丝公主”迎来快速增长；2) 羽绒服作为功能性产品有消费升级趋势，休闲及运动羽绒服中高价格段销售占比有所提升，波司登在高价格段休闲羽绒服中一超多强，近年来羽绒服主业产品升级助力价格提升，创新品类收入快速增长。

**三、家纺有望受益于国补及婚庆反弹：**按照家纺需求结构拆分：1) 日常更换占比约在70%以上，受购买力影响，有望受益于国补带动，尤其头部品牌产品价格相对较高，消费者享受到的优惠力度更大，对头部品牌来说有更好的向上弹性。2) 婚庆需求约占7%，家纺今年婚庆系列表现较差，明年有望回升。

**四、性价比大众休闲服饰，客群价格敏感，消费复苏弹性大，并带动正向经营杠杆：**成人、儿童休闲服饰与运动户外服饰相比，受经济疲软、消费需求下滑影响大。大众休闲品牌龙头由于更具性价比，表现好于行业整体。由于客群相对价格敏感，预计短期国补优惠以及中长期消费复苏有望带动品类更大的向上弹性。

- **主线二：关注海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头。**当前市场对纺织制造企业担忧主要集中在：一、特朗普上台后加征关税；二、今年高基数、以及下游消费疲弱对上游的传导，导致对未来成长持续性的担忧。1) 关于加税，根据对特朗普1.0时期的复盘，在中美贸易摩擦最严重的2019年，宏观层面中国服装和运动鞋出口额出现明显下滑。而对企业来说，由于大部分有直接出口业务的纺企当时已经实现产能向东南亚转移，故当时影响就非常有限；加之在上一轮摩擦过后，纺织制造企业又有了进一步的海外产能布局和扩张，直接影响进一步减弱。2) 关于增长持续性，随着下游本轮库存周期的结束，未来制造商订单与自身客户销售增长、客户份额提升空间、新客拓展能力相关度提升。
- **主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的。**近年来随经济增长放缓，上市企业业绩增长预期下调，业绩增长稳健、股息收益率高的标的吸引力凸显，2022年以来A股高股息板块超额收益率持续显现。纺服行业部分细分赛道多具备市场集中度高（如运动产业链）、竞争格局优化（男装行业）、中高端市场头部份额稳定（家纺、女装行业）的行业格局特点，龙头企业往往保持领先、稳健的业绩增速，同时具备较好的盈利水平和ROE水平，现金流充足、分红水平较高，故拥有确定性较强的股息收益率。
- **风险提示：**消费需求恢复不及预期、海外经济衰退、国际政治经济风险、市场竞争加剧。

**投资建议：优选景气赛道龙头企业。**主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力。9月下旬以来刺激经济政策频出，对纺服板块间接利好到直接利好，板块有望从估值修复到基本面改善，部分景气赛道预期拥有领先增速和超额收益。

**运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气。**重点推荐主品牌增长稳健、多品牌矩阵布局户外高景气赛道的**安踏体育**；聚焦大单品策略、跑鞋系列表现优异、篮球明年有望困境反转、整体库存和盈利改善的**李宁**；下一财年在库存健康的基础上、伴随Nike复苏与消费复苏有望实现良性增长、利润率弹性大的**滔搏**。

**“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点。**重点推荐材质教育下全棉时代品牌起势、棉柔巾和卫生巾相继成为爆品，医疗业务内生外延齐发力的**稳健医疗**；休闲羽绒服行业消费升级、公司产品力提升助力价格上涨、创新品类收入快速增长的**波司登**。

**家纺有望受益于国补及婚庆反弹。**重点推荐业绩稳健、高股息的家纺龙头**富安娜**。

**性价比大众休闲服饰，客群价格敏感，消费复苏弹性大，并带动正向经营杠杆。**重点推荐成人休闲、儿童服饰双龙头**森马服饰**；大众男装龙头、斯搏兹开拓新增长曲线的**海澜之家**。

**主线二：关注海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头。**看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商。重点推荐目前100%产能在越南并积极拓展印尼产能，预期未来2年增加5-6个越南和印尼工厂的运动鞋代工龙头**华利集团**；国内和海外产能实现双闭环销售，积极扩张海外产能并在印尼兴建基地的服装代工龙头**申洲国际**；印尼服装和箱包产能占比大，收购嘉乐后服装代工业务有望成为新增长曲线的**开润股份**；快反和个性化优势显著、行业份额持续提升的辅料龙头**伟星股份**；棉袜本盘稳健增长、无缝服饰订单爬坡以及盈利改善的**健盛集团**。

**主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的。**从业绩稳健高分红角度推荐**波司登**、**富安娜**、**滔搏**，分红率预计均在80%以上，当前股价对应2024年股息率均在7%左右。

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
02020	安踏体育	优于大市	75.2	2095	4.82	4.76	15.6	15.8
02331	李宁	优于大市	15.6	396	1.22	1.37	12.8	11.3
300888	稳健医疗	优于大市	42.7	249	1.38	1.80	30.9	23.7
06110	滔搏	优于大市	2.7	165	0.36	0.23	7.5	11.8
03998	波司登	优于大市	3.8	415	0.32	0.36	12.0	10.6
002327	富安娜	优于大市	8.7	73	0.64	0.68	13.5	12.7
002563	森马服饰	优于大市	6.9	186	0.41	0.46	16.8	15.0
600398	海澜之家	优于大市	6.5	313	0.50	0.58	13.0	11.2
02313	申洲国际	优于大市	58.8	870	3.93	4.57	15.0	12.9
300979	华利集团	优于大市	76.0	887	3.35	3.79	22.7	20.1
300577	开润股份	优于大市	24.4	59	1.61	1.45	15.2	16.9
002003	伟星股份	优于大市	13.8	162	0.61	0.69	22.7	20.0
603558	健盛集团	优于大市	10.6	39	0.90	1.04	11.7	10.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

01

2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘

02

主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

03

主线二：关注海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头

04

主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的

05

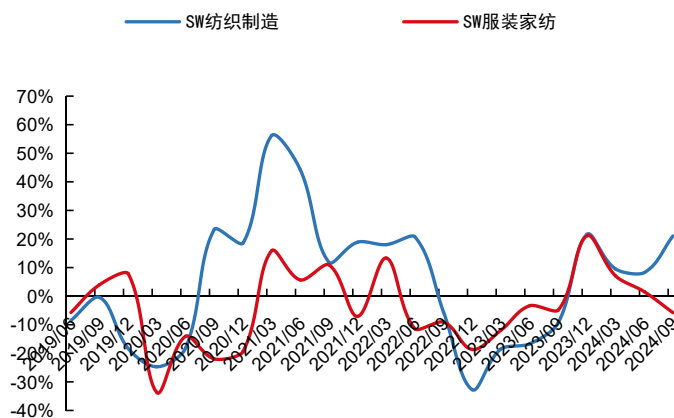
投资建议

## 【 01 】 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘

## 2024年前三季度总结：纺织制造产销两旺，服装家纺负向杠杆拖累逐季加大

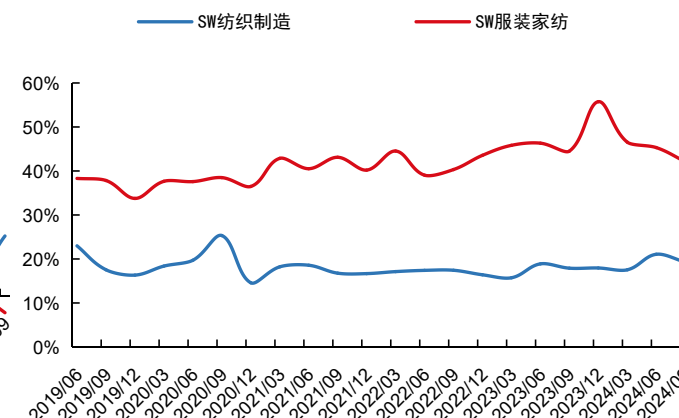
- 收入端：**
  - 纺织制造板块Q1/Q2/Q3收入分别同比+9.5%/8.2%/21.0%，去年受下游品牌去库影响，基数逐季递增，而今年第三季度在上半年增速的基础上进一步加速，订单景气度具有较好的持续性；
  - 服装家纺板块收入Q1/Q2/Q3收入分别同比+7.1%/+1.6%/-5.8%，增速逐季下探，体现了需求趋弱、经营压力加大。
- 利润率端：**
  - 纺织制造板块Q1/Q2/Q3毛利率分别同比+1.8%/2.2%/1.4%至17.5%/21.1%/19.3%，今年毛利率较去年同比提升主要受益于产能利用率恢复，Q3相比Q2环比小幅回落，体现了大部分公司产能利用率爬升到了较为理想水平，但汇率对毛利率的帮助幅度环比减小。毛利率带动净利率别同比+0.5%/-1.6%/+0.5%至5.8%/6.8%/8.8%，净利率环比向上；同比提升幅度低于毛利率部分因汇兑贡献减少，尤其去年二季度大部分制造企业由于人民币贬值、汇兑收益较多。
  - 服装家纺板块Q1/Q2/Q3毛利率分别同比+0.7%/-1.0%/-2.4%至46.5%/45.3%/42.1%，毛利率逐季恶化，体现了终端销售压力加剧。净利率分别同比+0.3%/-1.4%/-3.6%至11.1%/7.9%/4.6%，体现了负向经营杠杆的结果。
- 库存端：**三季度末，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逐季上升至8.6月，同比小幅下降。

图：板块季度营业收入增速



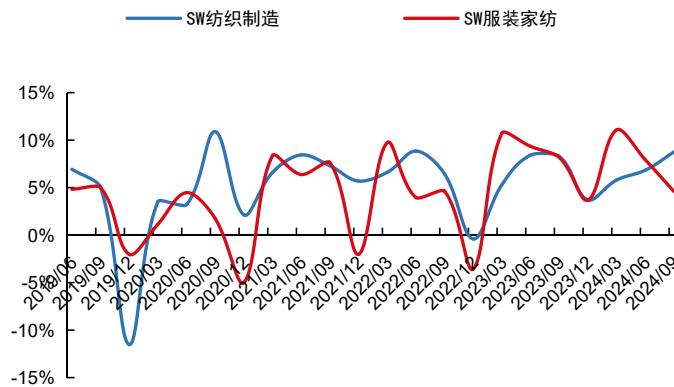
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度毛利率



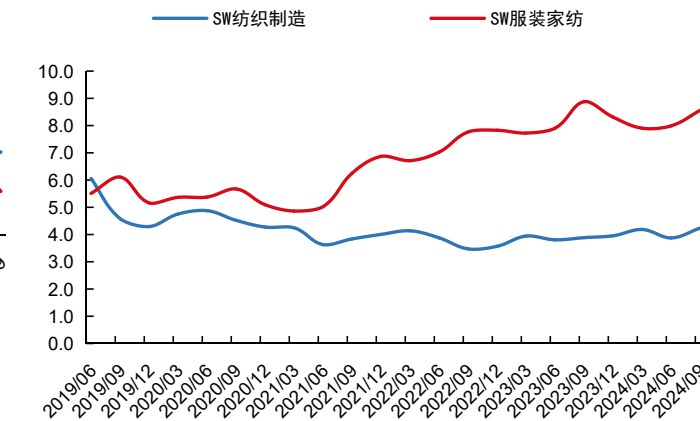
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

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：品牌服饰中运动服饰表现相对较好，纺织制造企业业绩普遍双位数以上增长

- 服装家纺公司业绩环比压力逐季增大，运动服饰表现相对较好。

上半年运动服饰好于休闲服饰。上半年大部分服装家纺类公司收入增速比2023年上半年和下半年有所放缓，且利润由增长转为下滑；相对而言运动服饰公司增长持续性较好，安踏、特步、361度均持续呈现双位数的收入和利润增长，而非运动服饰公司增速放缓明显；

前三季度A股品牌服饰中，收入端仍有正增长的公司有，比音勒芬（7.3%）、九牧王（6.0%）、森马服饰（5.6%）、歌力思（4.2%）、稳健医疗（1.0%），其中稳健医疗主要受医疗板块防疫产品上半年高基数影响，消费板块前三季度收入增长13.5%。季度间来看，各品牌基本均体现为收入增速环比降速，仅稳健医疗环比提速。利润端受负向经营杠杆影响，前三季度除九牧王外其他品牌净利润均同比下滑。

- 纺织制造公司业绩持续体现较好的景气度，产能利用率提升带动利润增速好于收入增速。

纺织制造公司在2024年业绩反弹明显，扭转2023年下滑趋势，且不少公司实现20%以上的收入和利润增长。产业链上下游均受益于订单恢复，且受益于产能利用率提升、毛利率提升，公司利润增长高于收入增长，利润率提升的弹性显著。

前三季度A股纺织制造中，收入端增速高于10%、从高到低排序，台华新材（47.5%）、开润股份（32.5%）、伟星股份（23.3%）、华利集团（22.4%）、富春染织（20.9%）、百隆东方（19.3%）、浙江自然（17.7%）、健盛集团（16.0%）、新澳股份（10.3%）。各季度基本均维持在较快增速。净利润端增速高于10%、从高到低排序，开润股份（164.6%）、台华新材（89.2%）、富春染织（44.6%）、健盛集团（31.2%）、华利集团（24.3%）、浙江自然（21.8%）、伟星股份（17.2%）。

申洲国际上半年收入与净利润增速也均在10%以上，分别达到12.2%/37.8%的同比增速。

# 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘



重点公司：品牌服饰中运动服饰表现相对较好，纺织制造企业业绩普遍双位数以上增长

图：纺服公司24Q1-Q3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%	-5.9%
		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%	10.5%	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	10.3%	4.1%	2.6%	0.4	0.5	0.4	15.4%	0.2%	-1.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘



重点公司：品牌服饰中运动服饰表现相对较好，纺织制造企业业绩普遍双位数以上增长

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%
	家纺	603808.SH	歌力思	21.5	4.2%	0.2	-4.2%
		603587.SH	地素时尚	16.1	-2.6%	2.8	-2.5%
		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%
纺织制造	代工制造	002327.SZ	富安娜	18.9	-2.0%	2.9	-5.3%
		300979.SZ	华利集团	175.1	22.4%	28.4	24.3%
		605138.SH	盛泰集团	26.6	-26.2%	0.4	-68.8%
		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%
	纺织材料	605080.SH	浙江自然	7.9	17.7%	1.6	21.8%
		002042.SZ	华孚时尚	93.3	-5.6%	0.5	-43.8%
		601339.SH	百隆东方	60.7	19.3%	4.1	-25.4%
		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%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 运动服饰：流水增速较好，小众细分赛道品牌好于综合品牌

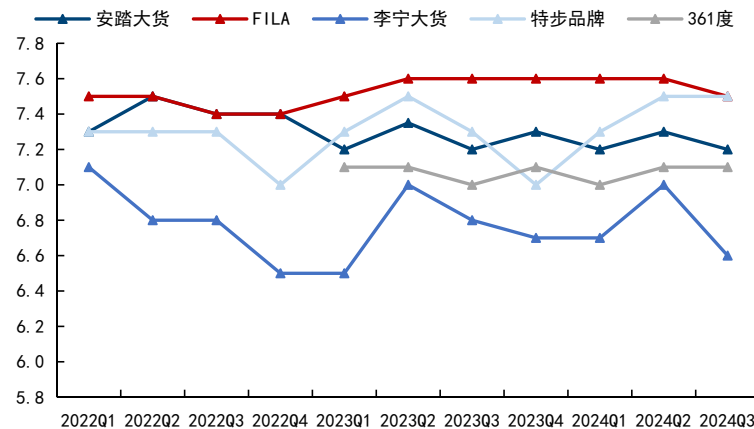
图：运动服饰公司大中华区流水变化对比

- 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、Lululemon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	VF	优衣库	
2021Q1	42%	77%	117%	88%	55%	18%	23%	48%		42%	156%		107%	88%	174%		24%		
2021Q2	37%	33%	73%	92%	32%	17%	33%	-14%		9%	-16%		43%	12%	51%		31%		
2021Q3	12%	5%	37%	42%	15%	12%	18%	-25%		1%	-15%		13%	-6%	10%		8%		
2021Q4	15%	8%	33%	32%	22%	18%	28%	-27%			-24%		-7%	-1%	9%		-1%		
2022Q1	18%	5%	43%	28%	32%	18%	23%	-25%	-18%	-8%	-35%	-17%	-13%	-11%	9%	13%	-2%		
2022Q2	-5%	-8%	22%	-8%	15%	12%	23%	-24%	-28%	-20%	-35%	-2%	-8%	-8%	-20%	30%	-14%		
2022Q3	5%	12%	43%	15%	22%	15%	23%	-8%	-3%	-13%	-27%	10%	14%	24%	-19%	70%	27%		
2022Q4	-8%	-12%	12%	-12%	-8%	0%	3%	-20%	-18%	6%	-50%	2%	1%	18%	-23%	30%	-3%		
2023Q1	5%	8%	77%	5%	20%	13%	23%	7%	-12%	1%	-9%	27%	31%	41%	3%	79%	12%		
2023Q2	8%	18%	73%	15%	18%	15%	25%	16%	23%	25%	16%	24%	21%	36%	19%	61%	49%		
2023Q3	8%	13%	48%	5%	18%	18%	30%	-6%	-3%	12%	6%	5%	7%	29%	18%	53%	13%		
2023Q4	18%	28%	58%	23%	32%	23%	42%	-11%	13%	8%	37%	3%	8%	21%	22%	74%	23%		
2024Q1	5%	8%	28%	3%	8%	20%	22%	-8%	3%	6%	8%	1%	5%	17%	13%	39%	3%		
2024Q2	8%	5%	43%	-2%	10%	10%	15%	-11%	-5%	7%	9%	2%	-7%	21%	3%	28%	5%		
2024Q3	5%	-2%	48%	-5%	5%	10%	10%	-11%	-12%	-3%	9%	3%	-10%	20%	3%	35%	7%		

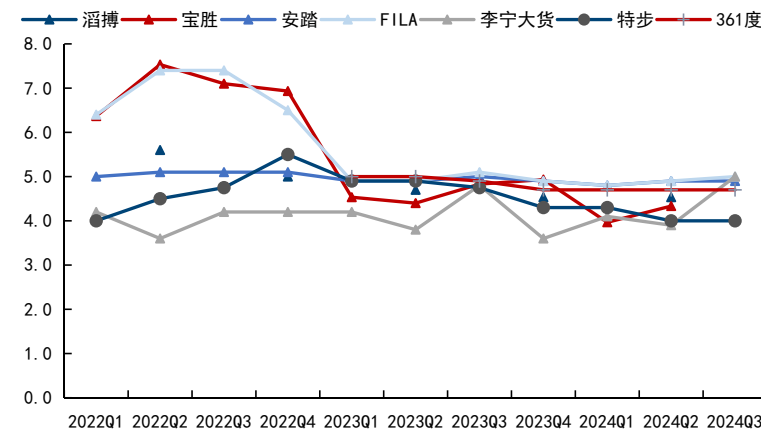
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

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



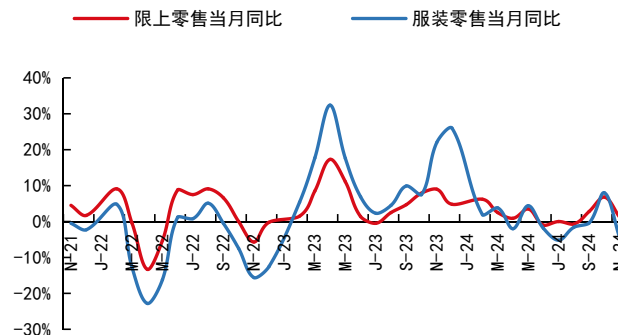
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

- 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。

## 品牌渠道近况：受双11大促活动提前、消费前置影响，11月服装零售同比下滑

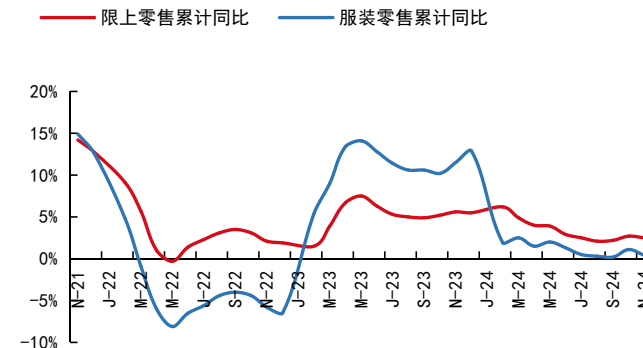
- 1-11月服装社零累计同比增长0.4%，单11月同比下滑4.5%。10月政策利好下消费者信心提升，国内零售环境改善，国庆黄金周错期（去年10月6日结束，今年10月7日结束），双十一大促较往年提前（去年天猫平台预售开始时间为10月24日，今年为10月14日），服装零售额同比增长8.0%，增速转正。11月受消费前置、双十一大促活动错期影响，服装零售额同比下滑4.5%，10-11月合计同比增长1.1%；1-11月累计同比增长0.4%，较9月底0.2%的累计同比增速有所提升。
- 1-11月穿类实物商品网上零售额累计同比增长6.8%，相比服装社零同期0.4%的表现印证了今年服装消费线上好于线下的趋势在延续。
- 11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+2.3%、-5.8%、-8.9%、-25.8%、-29.6%。出现下滑主要由于双11大促提前消费前置所致。

图：限上整体与服装零售额当月同比



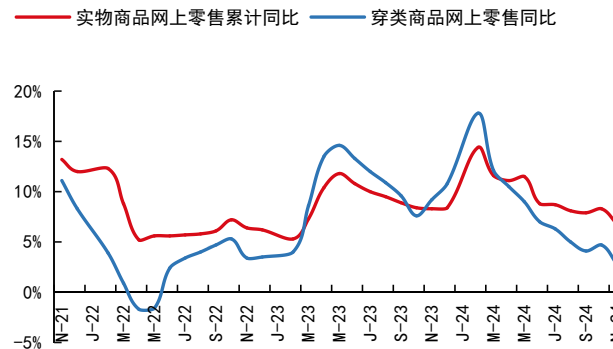
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：限上整体与服装零售额累计同比



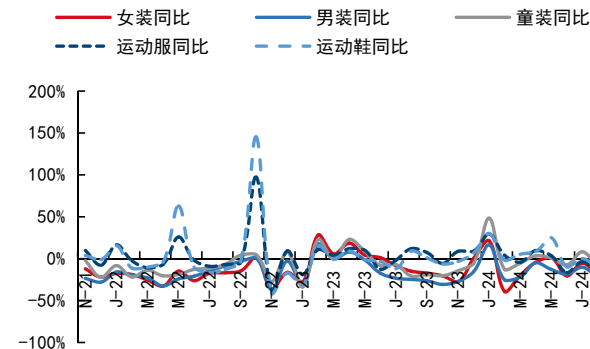
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

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

## 电商渠道近况：10-11月户外服饰保持50%的较快增速，女装、家纺双位数增长

- 行业表现：**2024年10-11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+9%/+50%/-9%/+18%/+12%，户外保持较快增长，女装、家纺双位数增长。
- 天猫+京东+抖音三平台品牌销售情况：**1、2024年10-11月天猫、京东、抖音三平台重点关注品牌，耐克/阿迪同比+23%/4%；安踏/FILA/李宁/特步分别同比+19%/29%/16%/17%；KOLONSPORT/迪桑特/salomon分别同比+68%/31%/122%；比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧王分别同比+59%/-19%/+29%/-12%/+5%；地素/歌力思/TW/江南布衣分别同比-31%/+47%/+25%/+38%；森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+12%/14%/21%；罗莱/水星/富安娜分别同比+7%/+24%/-2%。
- 天猫平台：**耐克/阿迪同比+6%/4%；安踏/FILA/李宁/特步分别同比-1%/+35%/+12%/+5%；KOLONSPORT/迪桑特/salomon分别同比+98%/+48%/+127%；比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧王分别同比-27%/-41%/+43%/-10%/-9%；地素/歌力思/TW/江南布衣分别同比-19%/-49%/+38%/+21%；森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+6%/+48%/-4%；罗莱/水星/富安娜分别同比-11%/+57%/+19%。
- 京东平台：**耐克/阿迪同比-9%/-48%；安踏/FILA/李宁/特步分别同比-26%/-20%/+9%/+31%；KOLONSPORT/迪桑特/salomon分别同比-16%/-44%/+94%；比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧王分别同比+105%/-11%/+11%/-7%/+4%；歌力思/TW/江南布衣分别同比+26%/+21%/-18%；森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+36%/-1%/+82%；森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+36%/-1%/+82%；罗莱/水星/富安娜分别同比-20%/-20%/-4%。
- 抖音平台：**耐克/阿迪同比+83%/47%；安踏/FILA/李宁/特步分别同比+146%/40%/31%/48%；比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧王分别同比+276%/+72%/+14%/-16%/+95%；地素/歌力思/TW/江南布衣分别同比-83%/+255%/+8%/+69%；森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+14%/-9%/+99%；罗莱/水星/富安娜分别同比+31%/-31%/+8%。

图：10+11月天猫/京东/抖音平台重点品牌销售额及同比情况

10-11月天猫+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	32281	9%	221	8%
户外服饰	13491	50%	268	-4%
安踏 Anta	2519	19%	214	-3%
安踏儿童 Anta kids	318	12%	226	2%
斐乐 Fila	3605	29%	671	6%
迪桑特 Descente	466	31%	1830	-4%
可隆 Kolon Sport	302	68%	2116	-2%
始祖鸟 Arc'teryx	245	43%	2141	8%
萨洛蒙 Salomon	122	122%	1143	-4%
威尔胜 Wilson	80	64%	381	40%
李宁 Lining	2899	16%	197	12%
特步 Xtep	765	17%	146	-4%
361°	727	17%	133	6%
耐克 Nike	4173	23%	487	3%
阿迪达斯 Adidas	2745	4%	412	9%
安德玛 Under Armour	600	24%	385	5%
彪马 Puma	610	7%	338	-12%
新百伦 New balance	849	-8%	358	-33%
迪卡侬 Decathlon	549	22%	132	-4%
露露乐檬 Lululemon	833	50%	701	7%
亚瑟士 Asics	579	27%	458	-3%
斯凯奇 Skechers	1130	-8%	341	3%
卡帕 Kappa	146	48%	234	-7%
牧高笛 Mobi Garden	63	-16%	232	-1%
Keep	163	-3%	101	-6%
男装	27450	-9%	144	0%
女装	70743	18%	137	-13%
优衣库 Uniqlo	1962	32%	177	22%
波司登 Bosideng	2388	0%	807	-5%
巴拉巴拉 Balabala	1368	14%	160	7%
森马 Semir	435	12%	201	6%
比音勒芬 Biem.lfdlkk	45	59%	1226	-27%
海澜之家 Hla	834	-12%	146	-11%
蕉下 Beneunder	292	2%	124	11%
全棉时代 Purcotton	801	26%	81	17%
地素 Dazzle	31	-31%	1545	0%
江南布衣 Jnby	316	38%	1108	1%
歌力思 Ellassay	50	47%	1412	-20%
Teenie Weenie	730	25%	379	-23%
太平鸟 Peacebird	531	21%	502	4%
太平鸟儿童 Minipeace	105	-5%	306	3%
乐町 Ledin	53	-29%	360	33%
报喜鸟 Saint Angelo	45	-19%	858	-14%
哈吉斯 Hazzy	213	29%	1130	7%
九牧王 Joeone	58	5%	451	-19%
利郎 Lilanz	199	60%	401	-1%
家纺	29237	12%	58	19%
罗莱家纺 Luolai	391	7%	631	9%
水星家纺 Mercury	674	24%	335	2%
富安娜 Fuanna	340	-2%	445	43%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘



## 电商渠道近况：10-11月户外服饰保持50%的较快增速，女装、家纺双位数增长

图：10+11月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				
	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	15613	6%	249	7%
户外服饰	4982	27%	449	24%
安踏 Anta	1244	-1%	215	-7%
安踏儿童 Anta kids	318	12%	226	2%
斐乐 Fila	2009	35%	658	10%
迪桑特 Descente	431	48%	1932	-1%
可隆 Kolon Sport	262	98%	2171	1%
始祖鸟 Arc'teryx	173	57%	2295	13%
萨洛蒙 Salomon	106	127%	1181	-3%
威尔胜 Wilson	58	60%	377	26%
李宁 Lining	558	12%	189	9%
特步 Xtep	436	5%	162	-7%
361°	459	12%	141	-2%
耐克 Nike	2117	6%	518	4%
阿迪达斯 Adidas	1155	4%	433	8%
安德玛 Under Armour	158	-9%	366	6%
彪马 Puma	355	-14%	347	-13%
新百伦 New balance	378	-35%	517	-18%
迪卡侬 Decathlon	308	4%	121	-6%
露露乐檬 Lululemon	691	49%	692	9%
亚瑟士 Asics	329	3%	463	-4%
斯凯奇 Skechers	570	-8%	358	-3%
卡帕 Kappa	85	128%	351	20%
牧高笛 Mobi Garden	23	-43%	186	-25%
Keep	90	-8%	90	-9%
男装	11974	-10%	181	13%
女装	21208	-3%	171	9%
优衣库 Uniqlo	1862	35%	182	25%
波司登 Bosideng	1116	6%	826	5%
巴拉巴拉 Balabala	694	48%	165	9%
森马 Semir	260	6%	192	12%
比音勒芬 Biem. l. fdlkk	12	-27%	1335	-29%
海澜之家 Hla	346	-10%	147	-9%
蕉下 Beneunder	120	-8%	147	-14%
全棉时代 Purcotton	589	25%	89	26%
地素 Dazzle	29	-19%	1664	1%
江南布衣 Jnby	166	21%	1345	19%
歌力思 Ellassay	11	-49%	1504	-18%
Teenie Weenie	444	38%	456	-18%
太平鸟 Peacebird	316	-4%	553	8%
太平鸟儿童 Minipeace	102	-6%	307	2%
乐町 Ledin	48	-29%	360	29%
报喜鸟 Saint Angelo	23	-41%	827	-20%
哈吉斯 Hazzys	127	43%	221	-5%
九牧王 Joonee	34	-9%	503	-14%
利郎 Lilanz	62	-24%	434	5%
家纺	14898	-1%	58	11%
罗莱家纺 Luolai	231	-11%	594	9%
水星家纺 Mercury	376	57%	366	8%
富安娜 Fuanna	133	19%	556	27%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：10+11月天猫平台重点品牌销售额及同比情况

京东平台品牌销售情况				
	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	4262	5%	304	1%
户外服饰	1273	15%	350	14%
安踏 Anta	359	-26%	229	-4%
斐乐 Fila	293	-20%	649	5%
迪桑特 Descente	35	-44%	1107	-36%
可隆 Kolon Sport	40	-16%	1816	-18%
始祖鸟 Arc'teryx	72	17%	1843	-2%
萨洛蒙 Salomon	16	94%	942	-8%
威尔胜 Wilson	22	77%	392	83%
李宁 Lining	524	9%	179	14%
特步 Xtep	144	31%	187	45%
361°	118	-6%	151	15%
耐克 Nike	522	-9%	528	-4%
阿迪达斯 Adidas	351	-48%	425	-15%
安德玛 Under Armour	91	24%	359	5%
彪马 Puma	73	-21%	335	-2%
新百伦 New balance	139	-22%	594	-5%
迪卡侬 Decathlon	128	-5%	161	3%
露露乐檬 Lululemon	142	51%	744	-3%
亚瑟士 Asics	154	52%	543	3%
斯凯奇 Skechers	208	1%	429	25%
卡帕 Kappa	10	74%	242	8%
牧高笛 Mobi Garden	37	10%	277	21%
Keep	57	3%	125	-11%
男装	2698	3%	214	6%
女装	1412	8%	257	6%
优衣库 Uniqlo	254	-15%	1191	34%
波司登 Bosideng	93	-1%	178	8%
巴拉巴拉 Balabala	80	36%	214	1%
森马 Semir	15	105%	1097	-27%
比音勒芬 Biem. l. fdlkk	143	-7%	169	-5%
海澜之家 Hla	79	32%	221	54%
蕉下 Beneunder	153	15%	61	-3%
江南布衣 JNBY	4	-18%	1163	-2%
歌力思 Ellassay	1	26%	1352	8%
Teenie Weenie	19	21%	507	-12%
太平鸟 Peacebird	47	82%	484	9%
太平鸟儿童 Minipeace	3	33%	290	18%
乐町 Ledin	3	97%	364	22%
报喜鸟 Saint Angelo	7	-11%	1045	1%
哈吉斯 Hazzys	41	11%	1058	7%
九牧王 Joonee	13	4%	514	-8%
利郎 Lilanz	21	23%	535	22%
家纺	2567	14%	150	46%
罗莱家纺 Luolai	66	-20%	671	9%
水星家纺 Mercury	157	-20%	334	-5%
富安娜 Fuanna	163	-4%	392	20%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：10+11月天猫平台重点品牌销售额及同比情况

抖音平台品牌销售情况				
	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	12406	14%	178	11%
户外服饰	7236	83%	203	-9%
安踏 Anta	916	146%	207	17%
斐乐 Fila	1304	40%	697	-1%
李宁 Lining	817	31%	232	16%
特步 Xtep	185	48%	104	-13%
361°	151	72%	105	37%
耐克 Nike	1534	83%	439	15%
阿迪达斯 Adidas	1239	47%	391	31%
安德玛 Under Armour	352	49%	402	2%
彪马 Puma	182	194%	323	-6%
新百伦 New balance	331	104%	236	-22%
迪卡侬 Decathlon	114	406%	141	-27%
亚瑟士 Asics	96	179%	355	8%
斯凯奇 Skechers	351	-13%	284	2%
卡帕 Kappa	52	-7%	150	-35%
牧高笛 Mobi Garden	4	129%	216	91%
Keep	15	4%	105	23%
男装	12779	-9%	115	-9%
女装	48124	30%	124	-20%
优衣库 Uniqlo	100	-4%	123	-17%
波司登 Bosideng	1018	0%	731	-19%
巴拉巴拉 Balabala	581	-9%	153	5%
森马 Semir	96	14%	219	-9%
比音勒芬 Biem. l. fdlkk	18	276%	1285	-11%
海澜之家 Hla	345	-16%	137	-15%
蕉下 Beneunder	93	-4%	78	13%
全棉时代 Purcotton	59	81%	76	3%
地素 Dazzle	2	-83%	650	-46%
江南布衣 Jnby	147	69%	924	-12%
歌力思 Ellassay	37	255%	1388	-17%
Teenie Weenie	268	8%	293	-31%
太平鸟 Peacebird	168	99%	431	5%
乐町 Ledin	2	-55%	355	82%
报喜鸟 Saint Angelo	15	72%	841	0%
哈吉斯 Hazzys	46	14%	987	23%
九牧王 Joonee	11	95%	305	-25%
利郎 Lilanz	115	373%	369	4%
家纺	11772	32%	51	31%
罗莱家纺 Luolai	95	282%	711	-30%
水星家纺 Mercury	141	31%	274	1%
富安娜 Fuanna	44	-31%	401	110%

资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘



## 电商渠道近况：10-11月户外服饰保持50%的较快增速，女装、家纺双位数增长

• **得物**：2024年10月，得物平台潮鞋销售额前三的品牌分别为耐克/阿迪三叶草/李宁。耐克/阿迪三叶草/李宁/安踏GMV分别环比-23%/-22%/-10%/-15%。环比均有下降预计与各大传统电商平台双十一大促活动开始、折扣力度较大、消费者分流有关。

- 1) 国际运动品牌按销售额排名，第一名耐克（均价642元，环比+3%），第二名阿迪三叶草（均价593元，环比+1%），第三名新百伦（均价603元，环比+5%）；
- 2) 国内品牌按销售额排名，第一名李宁（均价424元，环比持平），第二名安踏（均价272元，环比持平）；
- 3) 奢侈品牌按销售额排名，第一名路巴黎世家（均价5279元，环比+1%）。第二名古驰（均价4154元，环比+3%）。

图：得物重点品牌潮鞋销售额与单价变化情况

品牌	2024/9/30					2024/10/31						
	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	MoM	ASP 元	MoM	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	MoM	ASP 元	MoM
耐克 Nike	1817	3%	2904	2%	626	1%	1393	-23%	2171	-25%	642	3%
阿迪达斯 Adidas	124	-2%	291	-2%	425	0%	94	-24%	221	-24%	426	0%
阿迪达斯 Adidas originals	575	2%	984	0%	584	3%	447	-22%	755	-23%	593	1%
新百伦 New balance	218	8%	378	8%	576	0%	185	-15%	307	-19%	603	5%
匡威 Converse	74	-1%	205	-1%	361	0%	53	-28%	142	-31%	375	4%
Vans	68	2%	209	-3%	326	4%	59	-14%	175	-16%	336	3%
PUMA	80	17%	243	13%	331	3%	69	-14%	206	-15%	334	1%
斐乐 Fila	87	-5%	198	-5%	442	1%	86	-2%	183	-8%	470	6%
安德玛 Under Armour	29	-5%	54	-7%	540	2%	25	-15%	46	-16%	542	0%
李宁 Lining	358	-10%	844	14%	424	-7%	313	-10%	737	-13%	424	0%
安踏 Anta	113	11%	413	14%	274	-3%	96	-15%	353	-14%	272	0%
361°	34	45%	95	21%	362	19%	36	6%	91	-4%	402	11%
匹克 Peak	45	-23%	225	-27%	199	6%	31	-32%	146	-35%	210	5%
回力 Warrior	26	-4%	293	-4%	90	1%	19	-28%	212	-28%	90	0%
路易威登 Louis Vuitton	119	3%	12	3%	9718	0%	92	-23%	10	-22%	9656	-1%
古驰 Gucci	106	-9%	26	-11%	4021	3%	97	-8%	23	-11%	4154	3%
巴黎世家 Balenciaga	119	-1%	23	-4%	5214	3%	102	-15%	19	-16%	5279	1%

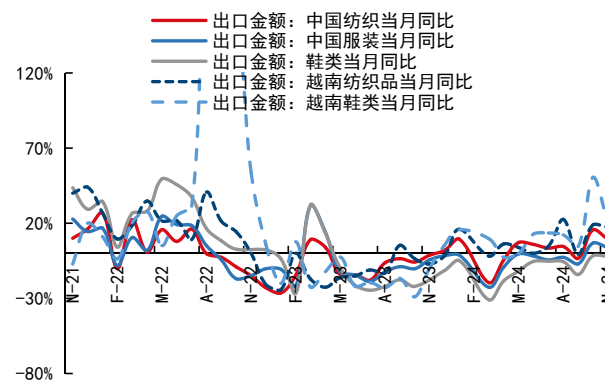
资料来源：得物第三方数据，国信证券经济研究所整理



## 制造出口近况：11月越南纺织品和鞋类出口维持高增长，国内纺织制造景气度环比回落

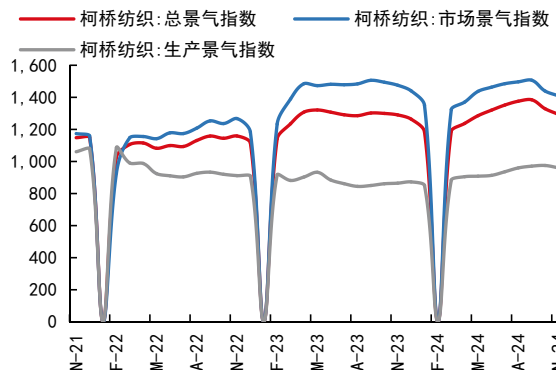
- 出口：11月越南纺织品与鞋类出口保持高增长，中国纺织品出口同比增长9.3%。** 1) **越南**：11月越南纺织品和鞋类分别同比+17.4%和19.9%，维持较高增长；1-11月纺织品和鞋类分别累计增长10.6%和12.9%。 2) **中国**：11月纺织品出口同比增长9.3%；服装和鞋类出口分别同比+3.8%和-2.1%；1-11月中国纺织品/服装/鞋类累计出口分别同比+4.6%/-0.2%/-5.3%。
- PMI：11月中国、印度、印尼PMI环比提升，越南PMI环比下降。** 从PMI看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单11月PMI 49.6/60.2/50.8/51.5/48.1，环比10月，印度、印尼、中国台湾、中国出口新订单PMI上升，越南PMI小幅下降。
- 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同比去年提升。** 从柯桥纺织景气指数看中国纺织市场同比改善，11月总景气指数1293.78，较10月环比下降2.7%。截至12月6日，盛泽地区织机开机率为76.6%，同比去年提升。

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



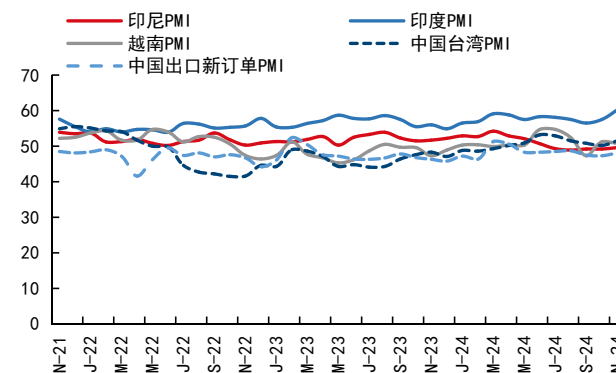
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：亚洲纺服主要出口地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

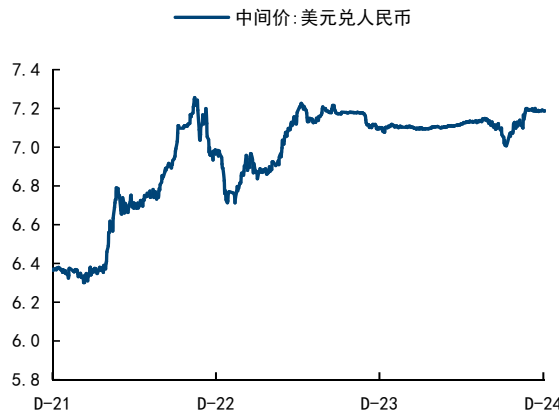


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 制造出口近况：11月越南纺织品和鞋类出口维持高增长，国内纺织制造景气度环比回落

- 美元兑人民币汇率保持平稳。11月中旬至今，美元兑人民币基本在7.18~7.20的水平，波动较小相对平稳。
- 棉价下跌，内外棉价差环比收窄。截至2024年12月16日，328棉花价格指数（元/吨）为14972，环比下降2.6%；国际棉价下跌，外棉价格14080（元/吨），环比下降0.6%；内外棉价差（元/吨）为892，环比收窄。
- 锦纶切片价格环比小幅上升。近一周锦纶66切片价格为18833元/吨，环比上周略上升，近一周锦纶丝价格为15750元/吨，环比上周持平。

图：美元兑人民币汇率走势



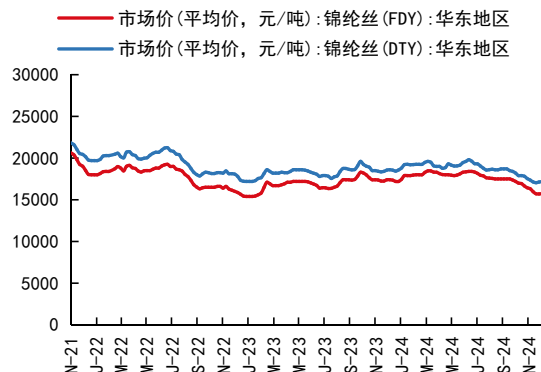
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

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

## 代工台企跟踪：2024年以来改善趋势明显，部分企业明年产能预计增加

代工台企中，11月大部分公司营收实现同比增长，其中鞋类代工裕元增速17%、羽绒服代工广越增速达到44%。儒鸿11月营收首次出现单月营收年减，主要受船期影响部分金额将延递到12月，从整个季度来看变化不大，未来6个月订单保持稳健；聚阳表示11月为营收淡季，但同比仍实现增长，预计2025年产能可增加接近双位数，为公司营运将带来正面影响。

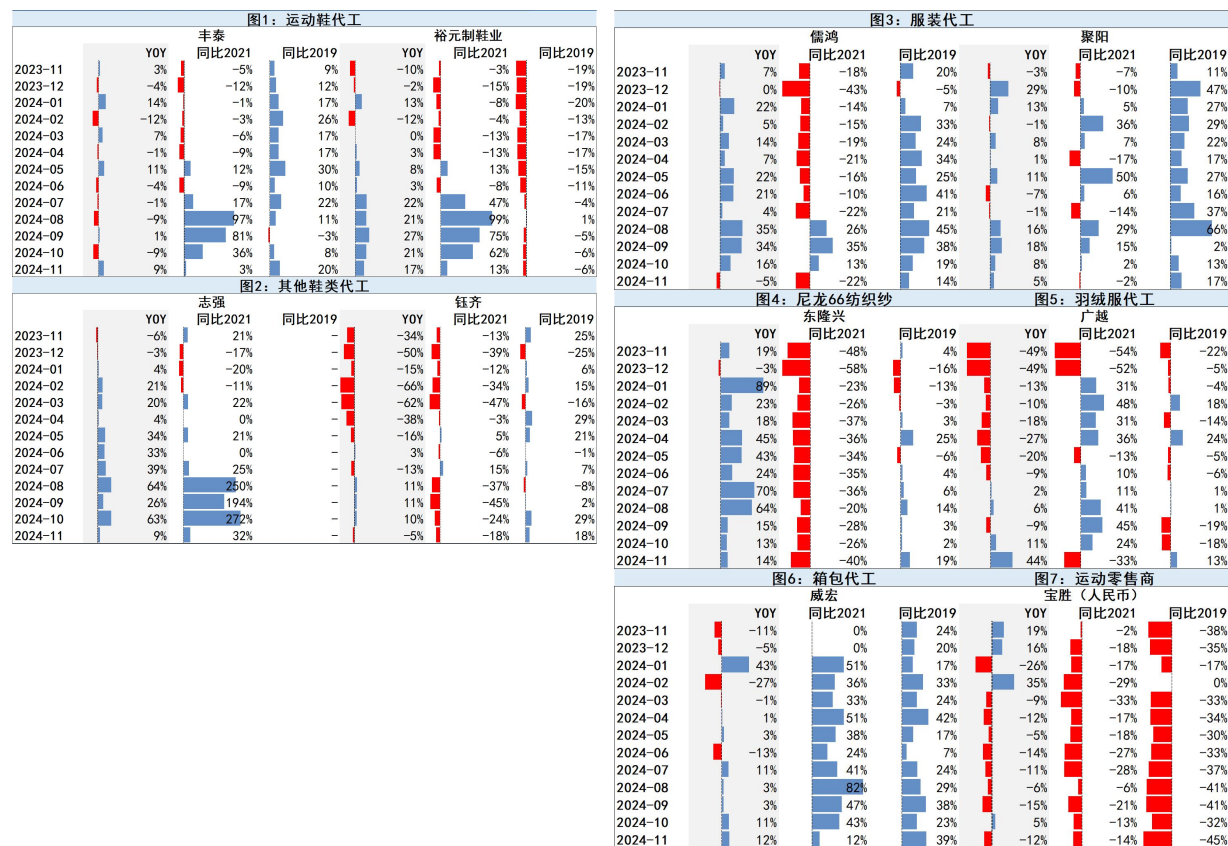
**1、儒鸿：**儒鸿公布11月营收28.47亿元，年减3.8%、月减13.7%，今年单月营收首度出现年减，同时创下8个月新低，月营收未能在30亿元目标之上。儒鸿创办人洪镇海原先设定公司从今年5月到年底，每月营收保持3字头的目标。儒鸿财务副总经理林芬如说明，11月营收下滑，主要还是受船期的影响，10月有多出一些，另外11月底有些订单已经出货，但船没拉出去，估计金额约达3.5亿元，递延到12月发生。10月因出货顺利，递延到11月的金额较少，而11月则因舱位紧张，递延金额大幅增加，是造成11月营收下滑的主因。如果以整个季度来看，变化不大。

林芬如表示，下游品牌及通路商，为了避开明年1月美国总统当选人川普上任后可能的高关税，不只纺织品，很多3C产品订单也提前拉货。儒鸿因主要生产基地在越南和印尼等非中国地区，拉货急单相对不是那么明显。但大家抢舱位，货运舱位非常紧，儒鸿每个月营收变化有时候会受到一些影响。累积儒鸿今年前11月营收334.06亿元，年增率18.8%。展望2025年，儒鸿表示，目前仍然维持约6个月的订单能见度，已可看见约明年5月，订单维持稳定动能，虽看不到追加的大单，但客户下单稳健。儒鸿总经理洪瑞廷日前在法说会中展望2025年审慎乐观，他表示，儒鸿内部有1套开发指数的追踪指标，一般而言，开发数量与订单数量呈某种程度相关，目前看起来指数维持相当不错的水平，新品开案量动能仍在，明年儒鸿营运将全力挑战2022年的历史高峰。

儒鸿先前法说表示，客户对明年的展望主要还在观察年底节庆的买气。儒鸿表示，目前看来，感恩节需求普通，但超级网购星期一（Cyber Monday）乐观，个别客户来看，零售商有好有坏，品牌商则LULU表现不错。

在产能方面，印尼厂成衣产线11月已达98条，新开的产线还在拉生产效率，但人力已部署完成、产线已备齐，年底产线到112条目标可望顺利达阵，产能占比约15%。

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

## 代工台企跟踪：2024年以来改善趋势明显，部分企业明年产能预计增加

**2、聚阳：**11月营收25.8亿元，月减2.53%，今年单月次低，但仍较去年同期成长6.8%。

**第四季业绩预期：**10、11月通常是圣诞节订单的尾声，同时步入换季款式，聚阳指出，第4季营运会比第3季下滑，但在订单量成长下，与去年同期相比，预期仍有成长。

**2025年订单进展：**目前已在接明年第2季的订单，显示未来营运展望正向。

**孟加拉新厂投产计划：**为满足订单成长、客户需求，聚阳孟加拉新厂最快明年第1季投产，三年内对整体产能增加估可达5%，之后规划提升至10-15%。

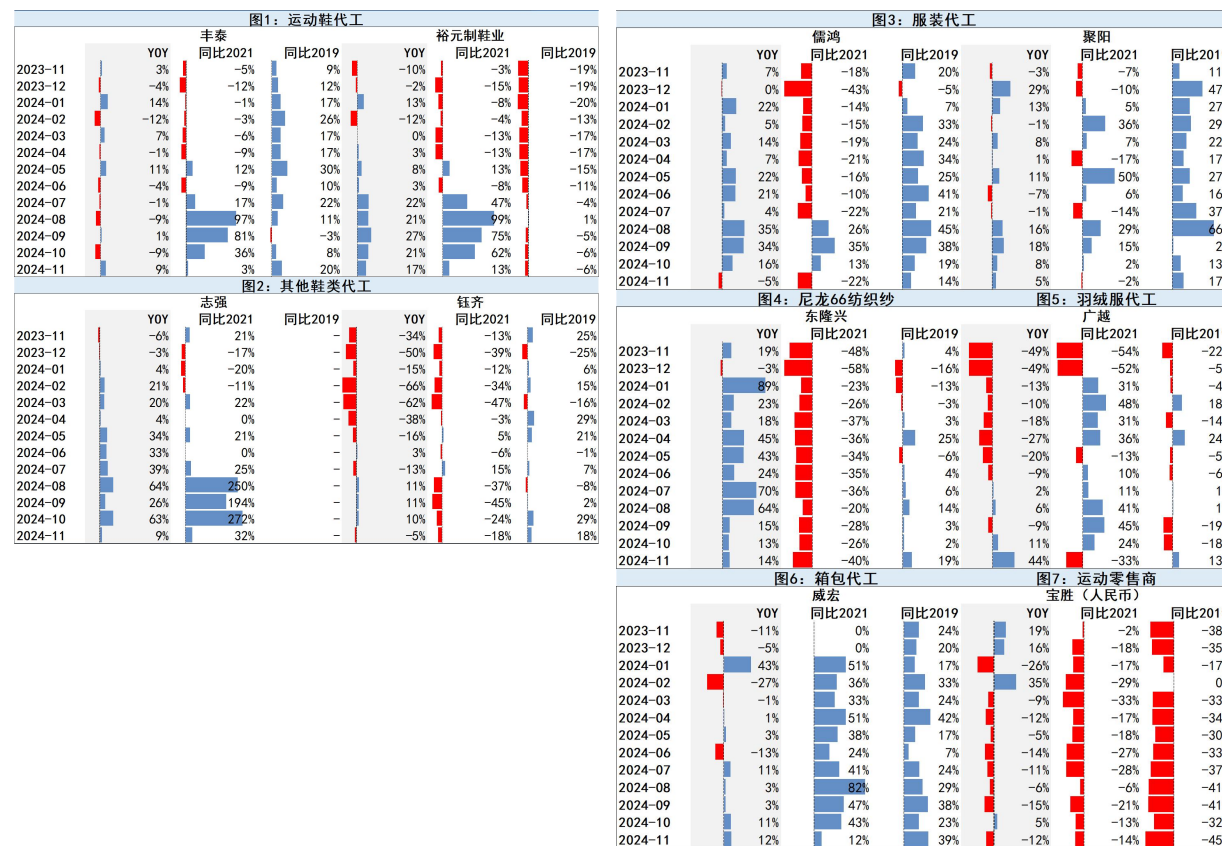
**印尼新厂规划：**公司计划开始规划印尼下一期新厂，进一步扩充产能，以应对未来订单需求。**产能增长预估：**市场预估，聚阳2025年产能增加可接近双位数成长，为公司营运带来正面影响。

**资本支出计划：**聚阳今年资本支出预计达4000万美元，较去年的1500万美元翻倍成长，主要用于越南、印尼、孟加拉、萨尔瓦多等地的新厂建设。

**多元布局策略：**公司在流行盘和运动盘两大市场领域均有布局，透过多元产品与客户建立紧密合作关系，提升市场竞争力。

**结论：**聚阳11月营收虽受淡季影响，但较去年同期仍有成长。随着孟加拉新厂明年投产及印尼新厂规划，产能将逐步提升，配合多元市场布局，预期2025年营运将持续增长此外，聚阳有八成营收来自美国，在川普上任后，关税大战是否开打，将会影响整个产业环境、供应链，变数增多下，也将成为聚阳明年的挑战。

图：代工台企月度跟踪

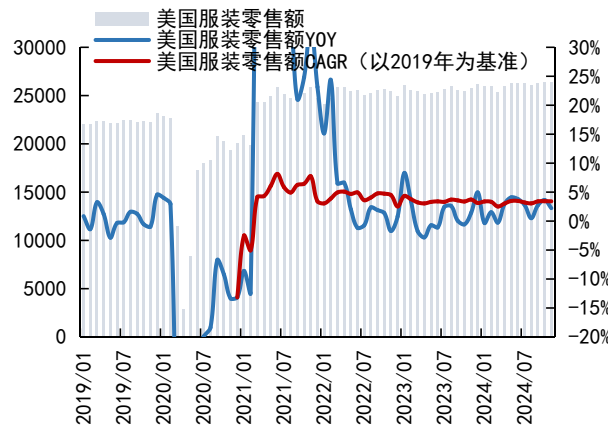


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

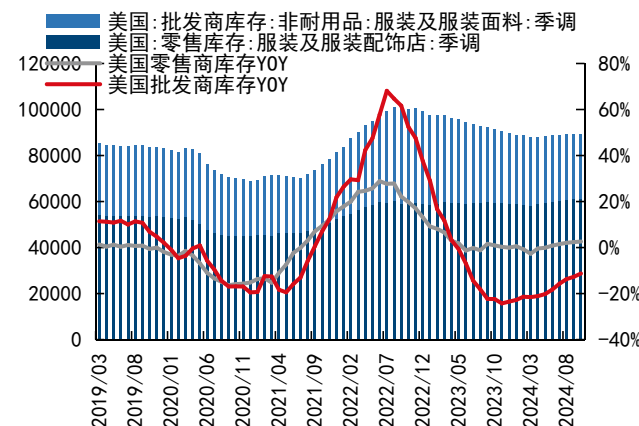
## 美国服装零售与库存跟踪

- 美国服装消费韧性较强。2024年1-11月美国服饰零售额累计同比增长2.1%，9-11月分别同比增长2.7%/3.6%/2.2%。若剔除基数影响，和2019年比较复合增速，1-11月在2.5%-3.5%区间。
- 零售商库存略有增加，服装批发商库销比保持下降趋势。从库存看，零售商库存同比自2023年下半年小幅增加，自2024年2月以来连续4个月同比小幅下降，6-10月出现小幅回升，10月库存同比增加2.6%；批发商库存自2023年5月以来至2024年9月连续同比下降，同比降幅基本超过11%。从库销比看，批发商库销比持续下降，10月在2.15，基本回到2019年水平，零售商则由于前期对宏观经济谨慎，库销比持续处于低位，自2024上半年基本维持在2.3左右（2019年在2.4以上）。

图：美国服装零售金额及增长（百万美元，季调） 图：美国服装零售商及批发商库存（百万美元，季调）

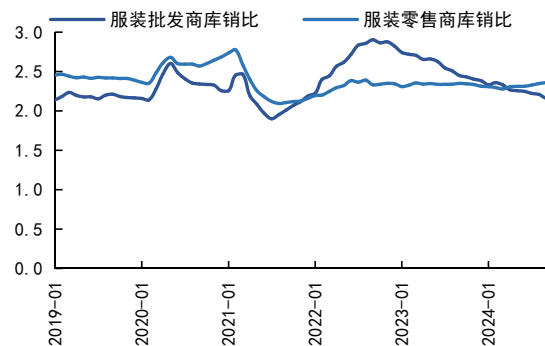


资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库销比（季调）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

## 国际品牌跟踪：各品牌整体收入分化情况基本延续去年趋势

各国际运动休闲品牌最新一季度业绩公告，大约对应自然年第三季度，由于各公司财报季有所不用，分别截至8/9/10月。各品牌整体收入分化情况来看，基本延续去年趋势，两大龙头表现较去年有差异，阿迪达斯趋势转好，耐克转差。

• 若仅看今年前三季度及第三季度业绩表现以及管理层最新给出的全财年业绩指引：

- 1) 表现较好，前三季度收入增速中高单以上增长，全财年收入指引在高单到双位数增长的品牌包括：Adidas、Deckers、迅销、Lululemon，各季度收入均增速较快，全财年指引积极；
- 2) 表现中等，前三季度收入下降中低单位数的品牌包括：PUMA、Nike，其中PUMA主要受不利汇率影响，不变汇率收入近两季度已达到中单增长；Nike今年收入跌幅加深，但下半财年预期好于上半财年。
- 3) 表现较差，前三季度收入下降高单位数以上的品牌包括：VF、UA，其中VF今年收入降幅逐季收窄，UA收入端虽然没有明显改善，盈利在三季度大幅改善。

• 拉长时间维度，从两年收入复合增速来看：

- 1) 表现较好，前三季度收入两年复合增长在中双位数以上的品牌包括：Deckers、迅销、Lululemon；其中Deckers今年三个季度增长加速至20%以上，迅销基本保持快速双位数增长；Lululemon今年降速至高单位数。
- 2) 表现中等，前三季度收入两年复合增长在低单位数的品牌包括：PUMA、Nike、Adidas；其中Adidas今年增长明显提速，Nike今年增长承压，受公司主动控制经典货品供应影响。
- 3) 表现较差，前三季度收入两年复合增速下降单位数的品牌包括：VF、UA，今年三季度盈利显著改善。

图：各国际品牌2023年以来各季度收入增速

YOY	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	前三季度YOY	前三季度CAGR2
耐克	14.0%	4.8%	2.0%	0.5%	0.3%	-1.7%	-10.4%	-4.0%	1.2%
阿迪达斯	-0.5%	-4.5%	-6.4%	-7.6%	3.5%	9.0%	7.3%	6.6%	1.2%
迅销	26.8%	22.7%	16.2%	13.3%	4.7%	13.3%	18.4%	11.7%	16.8%
PUMA	14.4%	5.9%	-1.8%	-9.8%	-3.9%	-0.2%	-0.1%	-1.4%	2.0%
Deckers	7.6%	10.0%	24.7%	16.0%	21.2%	22.1%	20.1%	20.9%	17.9%
VF	-3.0%	-7.7%	-1.5%	-16.2%	-13.4%	-8.6%	-6.0%	-10.4%	-7.2%
UA	7.5%	-2.4%	-0.4%	-6.0%	-4.8%	-10.1%	-10.7%	-8.6%	-3.7%
LULU	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	8.7%	8.8%	14.3%

注：收入按自然年统一归位 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘



## 国际品牌库存跟踪：去年年底库存基本恢复健康，今年二季度以来北美库存问题缓解

• 2022三季度到2023四季度行业进入去库周期：

图：各国际品牌季度收入、库存（财季按自然年统一归位）

经历了约1年左右时间的去库，国际运动品牌2023年三季度~四季度库存均有显著的下降，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。

2022Q3 各品牌由于前期疫情和运输问题导致库存积压、库存达到高点；

2023Q2 去库进展较快的品牌已出现库存拐点，品牌存货增速低于收入增速，Deckers率先实现库存同比下降，Nike和PUMA管理层在交流会上表示库存已如期恢复正常；

2023Q3 大部分品牌在收入保持增长同时、存货增速出现明显下降，且大部分公司实现双位数下降，去库进展基本均超预期；仅VF、UA两家去库速度相对较慢，管理层也给出到年底实现库存水平健康或同比下降的指引；

2023Q4 VF、UA库存也显著下降，库存降幅也超出公司此前指引。

• 今年二季度以来北美库存问题缓解、部分品牌进入补库周期：

2024Q1 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库销比在3左右。

2024Q2-Q3 前期库存问题最大的北美地区库存问题开始缓解；前期去库进展快的品牌由于开始补货、库存金额已开始同环比上升，库销比也有所提升，但仍处于健康可控水平。由于上一轮库存积压主要由疫情等特殊因素扰动所致，且当前品牌更加重视渠道库存健康，我们预计短期行业很难再次出现这样大规模的去库。

收入YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA为货币中性口径)	
品牌	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% 9.0% 8.0% 2.0% -1.0% 0.0% 0.0% -9.0%
阿迪达斯	27.0% 58.0% 3.0% -3.0% -3.0% 4.0% 4.0% -1.0% 0.0% 0.0% 1.0% -2.0% 8.0% 11.0%
迅销	-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%
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%
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%
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% 80.2% 24.0% 18.2% 18.7% 15.6% 10.4% 7.3%

报表存货YOY	
品牌	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%
迅销	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% -3.4%
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% -3.3%
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% 8.3%

库销比 (存货/过去1年平均月成本)	
品牌	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
迅销	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 4.85
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 4.62
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 5.16

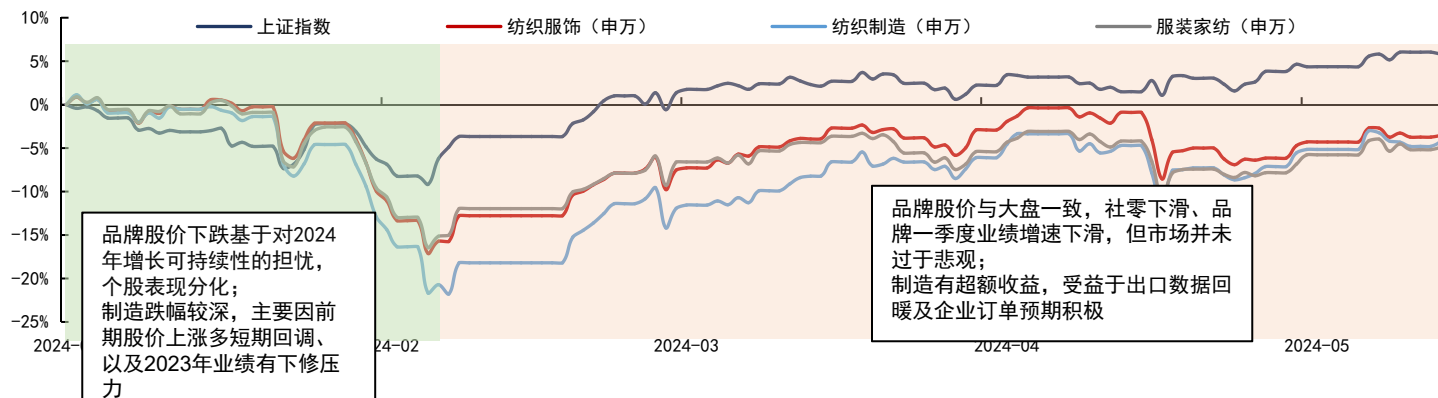
报表存货金额	
品牌	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024
耐克	6693 6854 6699 6506 7700 8420 9662 8905 8454 8698 7979 7726 7519 8253
阿迪达斯	3938 4054 3664 4009 4542 5483 6315 5973 5675 5540 4849 4525 4427 4544 4524
迅销	354641 344651 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 1811
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 1106
LULU	733 790 944 966 1275 1462 1742 1447 1580 1661 1664 1324 1345 1429 1801

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造表现相对稳健

- 2024年1月1日至12月16日，A股上证指数/纺织服饰/服装家纺/纺织制造涨跌幅分别为+13.8%/3.1%/4.4%/6.4%，今年整体跑输大盘，部分阶段拥有超额收益；分基本面和估值来看，服装家纺板块EPS预期持续下调，估值波动幅度较大；纺织制造板块基本面增速好、兑现度高，变化不大，估值波动幅度较小，分阶段看：
  - 1月1日-2月7日，1) **品牌**：指数-15.0%，主要基于对2024年增长可持续性的担忧，个股表现分化明显，2023年业绩确定性强、流水表现持续优秀的企业仍有上涨。这一阶段板块整体2023年EPS+1.5%，PE-14.8%，从25x到21x，2024年PE从16x到14x。2) **制造**：指数-21.8%，一方面经历了上年11-12月的上涨后股价回调，另一方面部分制造企业披露业绩预告后EPS有下修压力。这一阶段2023年EPS-2.3%，PE-11.7%，从26x到23x；2024年PE从19x到16x。
  - 2月7日-5月14日，1) **品牌**：指数+14.5%，涨幅与大盘较为一致，这一阶段社零增速下滑，一季度品牌公司业绩增速放缓，2024年业绩预期下调，但市场此时并未过度悲观，认为与去年基数有关，5月后基数下降同比增速有望好转，这一阶段2024年EPS-10.5%，PE+27.5%，从14x到18x。2) **制造**：指数+23.9%，这一阶段相对大盘有超额收益，主要由于中国和越南纺织品出口数据大幅回暖，2024年伴随下游品牌补库、制造企业订单预期积极。这一阶段伴随着年报披露、估值切换，2024年EPS-7.2%（主要因对2023年EPS的修正，并非下调2024年增速），PE+32.4%，从16x到22x。

图：2024年A股纺服指数走势图



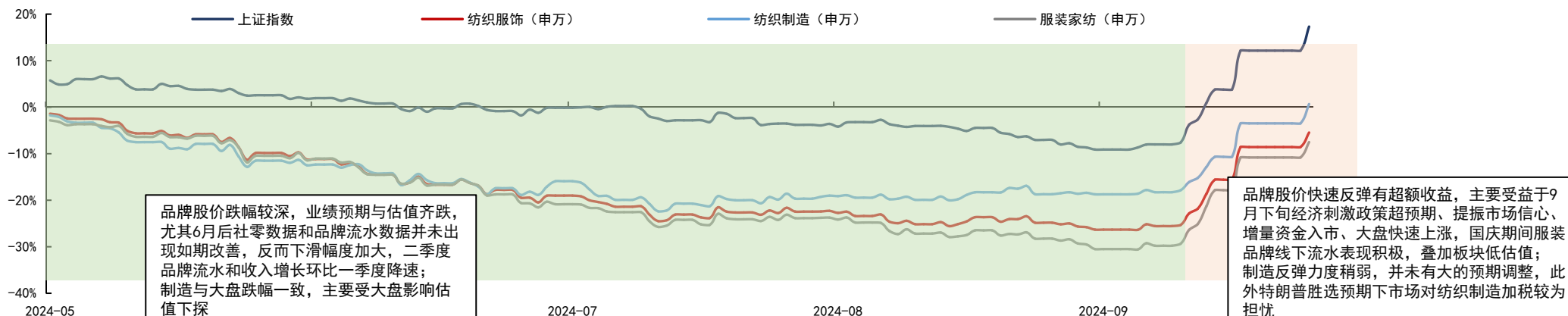
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造表现相对稳健

- 5月14日-9月20日，1) **品牌**：指数-26.2%，业绩预期与估值齐跌，尤其6月后随去年同期基数下降，社零数据和品牌流水数据并未出现如期改善，反而下滑幅度加大，二季度品牌流水和收入增长环比一季度降速，且大部分出现同比下滑；受经营负杠杆影响，净利润承压。这一阶段2024年EPS-12.0%，PE-14.5%，从18x到16x。2) **制造**：指数-14.8%，与大盘跌幅较为一致，这一阶段宏观出口数据、企业二季度业绩、2024年业绩预期均表现较好，股价下跌主要受大盘下跌、整体估值中枢下移影响，以及由于大部分制造企业的大客户耐克表现不佳、服装消费整体表现不佳，市场对制造企业后续增长动力有所担忧。2024年EPS+6.7%，PE-23.6%，从22x到17x。
- 9月20日-10月8日，1) **品牌**：指数+30.7%，主要受益于9月下旬经济刺激政策超预期、提振市场信心、增量资金入市、大盘快速上涨，同时消费者信心提振、国庆期间服装品牌线下流水表现积极，叠加板块低估值，这一阶段板块有超额收益。2024年EPS基本持平，PE+27.0%，从16x到20x。2) **制造**：指数+22.5%，反弹力度稍弱，主要与制造今年基本面始终稳健、这一阶段并未有大的预期调整，此外特朗普胜选预期下市场对纺织制造加税较为担忧。2024年EPS基本持平，PE+17.1%，从17x到19x。

图：2024年A股纺服指数走势图

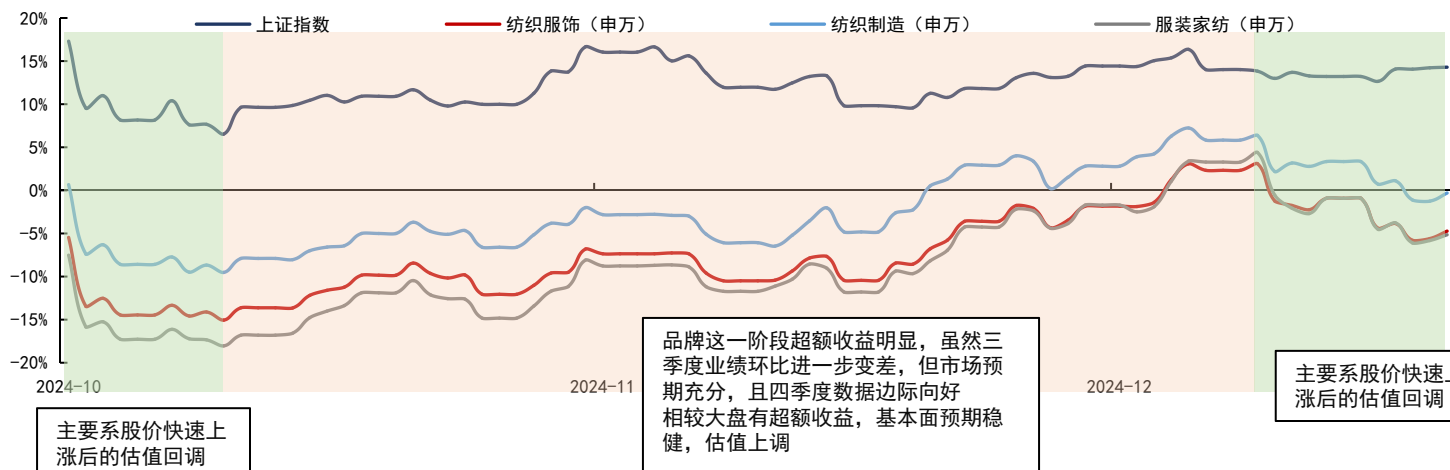


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造表现相对稳健

- 10月8日-10月17日，1) **品牌**：指数-8.1%，主要系股价快速上涨后的回调。在三季报即将披露的窗口期，2024年EPS预期小幅下调1.5%，PE-6.9%，从20x到18x。2) **制造**：指数-6.3%，主要系股价快速上涨后的回调，波动率相对低。在三季报即将披露的窗口期，2024年EPS预期基本持平，PE-5.3%，从19x到18x。
- 10月17日-12月16日，1) **品牌**：指数+26.3%，相较于大盘超额收益明显。虽然三季度业绩环比进一步变差，但市场预期充分，且四季度数据边际向好，10月服装社零转正、同比增长8%，各品牌流水增速好转。2024年EPS下调16.2%（主要受三季度业绩拖累），PE+50.3%，从18x到28x；估值向2025E切换，截至12/16日，对应25年PE为20x。2) **制造**：指数+16.5%，相较于大盘有超额收益。这一阶段三季度业绩保持高景气度、符合预期或好于预期，2024年基本面预期依然变化不大，2025年预期有所下调，主要受消费疲软对上游制造的传导影响。2024/2025年EPS预期分别-0.8%/-2.6%，PE估值分别+14.3%/1.2%，2024年PE从18x到21x，截至12/16日，对应25年PE为18x。
- 12.16日至今，品牌、制造股价分别-9.1%/-6.3%，主要因估值回调。

图：2024年A股纺服指数走势图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘



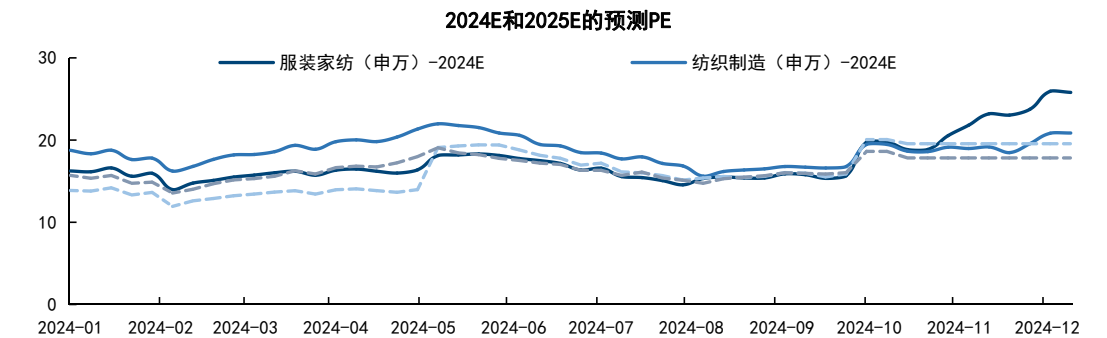
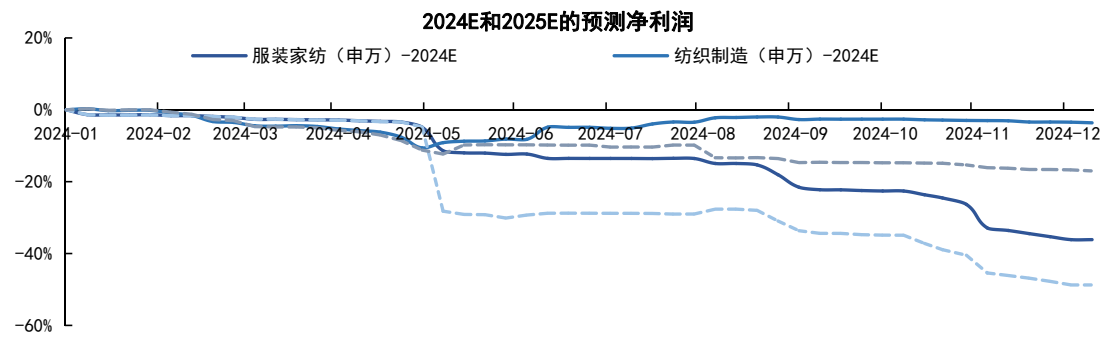
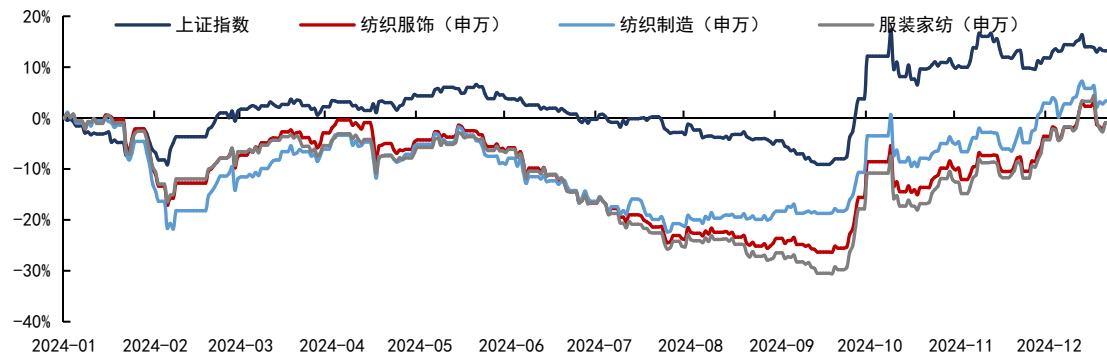
## A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造表现相对稳健

图：2024年A股纺服指数收盘价涨跌幅、PE和EPS走势图

表：2024年A股纺服指数涨跌原因分析

	01/01-02/07	02/07-05/14	05/14-09/20	09/20-10/08	10/08-10/17	10/17-12/16
品牌	指数-15.0%，主要基于对2024年增长可持续性的担忧，个股表现分化明显。这一阶段板块整体2023年EPS+1.5%，PE从25x到21x，2024年PE从16x到14x。	指数+14.5%，涨幅与大盘较为一致，2024年业绩预期下调，但市场此时并未过度悲观。这一阶段2024年EPS-10.5%，PE从14x到18x。	指数-26.2%，尤其6月后随去年同期基数下降，社零数据和品牌流水数据并未出现如期改善，反而下滑幅度加大。这一阶段2024年EPS-12.0%，PE从18x到16x。	指数+30.7%，主要受益于9月下旬经济刺激政策超预期、提振市场信心、增量资金入市、大盘快速上涨，同时消费者信心提振、国庆期间服装品牌线下流水表现积极，叠加板块低估值。2024年EPS基本持平，PE从16x到20x。	指数-8.1%，主要系股价快速上涨后的回调。在三季报即将披露的窗口期，2024年EPS预期小幅下调1.5%，PE从20x到18x。	指数+26.3%，相较于大盘超额收益明显。基本面边际向好，10月服装社零转正，各品牌流水增速好转。2024年EPS下调16.2%（主要受三季度业绩拖累），PE从18x到28x；估值向2025E切换，25年PE为20x。
制造	指数-21.8%，一方面经历了上年11-12月的上涨后股价回调，另一方面部分制造企业披露业绩预告后EPS有下修压力。这一阶段2023年EPS-2.3%，PE从26x到23x，2024年PE从19x到16x。	指数+23.9%，相对大盘有超额收益，主要由于中国和越南纺织品出口数据大幅回暖，制造企业订单预期积极。2024年EPS-7.2%（主要因对2023年EPS的修正，并非下调2024年增速），PE从16x到22x。	指数-14.8%，主要受大盘下跌、整体估值中枢下移影响，以及由于大部分制造企业的大客户耐克表现不佳、服装消费整体表现不佳，市场对制造企业后续增长动力有所担忧。2024年EPS+6.7%，PE从22x到17x。	指数+22.5%，反弹力度稍弱，主要与制造今年基本面始终稳健、这一阶段并未有大的预期调整，此外特朗普胜选预期下市场对纺织制造加税较为担忧。2024年EPS基本持平，PE从17x到19x。	指数-6.3%，主要系股价快速上涨后的回调，波动率相对低。在三季报即将披露的窗口期，2024年EPS预期基本持平，PE从19x到18x。	指数+16.5%，相较于大盘超额收益明显。2024年基本面预期依然变化不大，2025年预期有所下调，主要受消费疲软对上游制造的传导影响。2024/2025年EPS预期分别-0.8%/-2.6%，截至12/16日，对应25年PE为18x。

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

## A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造表现相对稳健

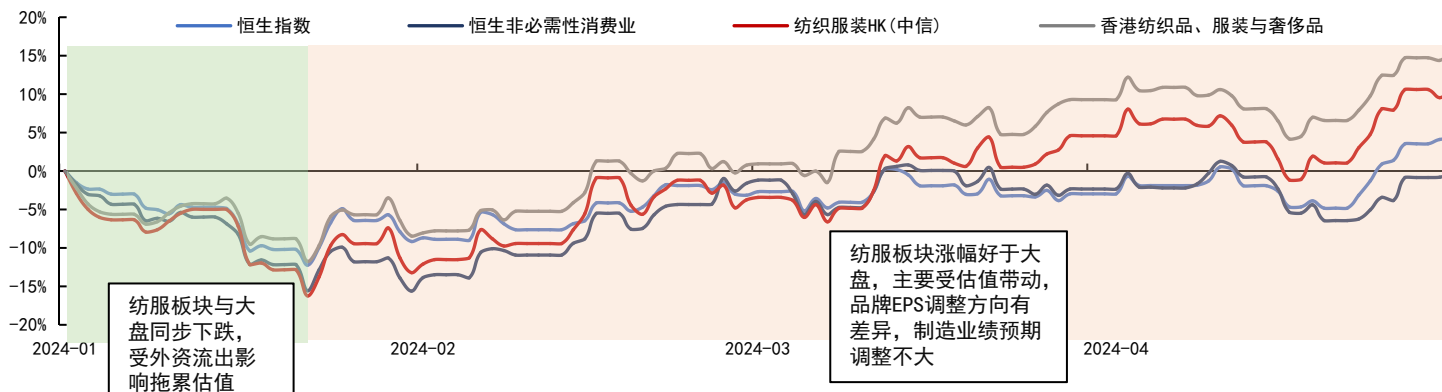
- 展望2025年：

1. **品牌：**估值和EPS均调整较为充分，低估值兼具安全边际和向上弹性。三季报披露之后，最差阶段已过，2024年基本面预期下调充分、2025年市场也保持谨慎态度，当前政策对提振经济意图明确，四季度及明年品牌公司收入增速有望边际改善，同时正向经营杠杆将带来较大的利润弹性，经营稳健、增速领先、估值性价比高的标的兼具安全边际和向上弹性。
2. **制造：**高基数基础上基本面增速趋缓，公司分化将更加明显，估值具备向上弹性。今年主要受益于下游品牌补库、制造企业订单整体景气度较高，后续品牌库存正常、制造企业增长将与自身客户销售表现、老客份额提升能力、新客拓展能力，以及供给端产能扩张速度更加相关，预计公司间业绩分化将加大；有持续份额提升能力的公司当前估值仍具备向上弹性。

## 港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面相对稳健、估值跟随大盘波动

- 2024年1月1日至12月24日，港股恒生指数/纺织服装（中信）/纺织品服装及奢侈品指数涨跌幅分别为+17.9%/-2.1%/+10.2%，上半年纺服板块表现好于大盘，全年表现弱于大盘。以下我们分别按照“品牌”和“制造”两大板块来分析股价、EPS和PE的变动幅度及影响因素，这里“品牌”选择安踏体育、李宁、滔搏、波司登作为代表公司，“制造”选择申洲国际和裕元集团作为代表公司，整体而言港股大部分重点公司今年业绩表现平稳，滔搏三季度后EPS大幅下修，裕元EPS大幅上调；板块整体主要受大盘影响、估值波动较大。
- 1月1日-1月31日，纺服板块与大盘同步下跌，受外资流出影响拖累估值。1) 品牌：股价平均-15%，2024年EPS下修1%，PE-14%，平均PE从16x降至13x，除波司登外其他几家股价均有下滑，主要受外资流出影响、大盘下跌、拖累估值。2) 制造：股价平均-13%，2024年EPS预期持平，PE-13%，平均PE从19x降至16x。同样主要受资金流出等大盘因素影响。
- 2月1日-4月30日，纺服板块涨幅好于大盘，主要受估值带动，个股有所分化。1) 品牌：股价平均+30%，2024年EPS持平，PE+32%，平均PE从13x回到17x。几家品牌股价表现好于零售商滔搏，PE均有不同幅度的上涨，涨幅较大主要因前期估值低、弹性大；EPS调整方向有差异，主要根据年报披露以及Q1流水，结合公司指引情况，安踏、波司登EPS上调，李宁大幅下调、滔搏小幅下调。2) 制造：股价平均+23%，2024年EPS持平，PE+23%，平均PE从16x回到19x，2023年业绩基本符合预期，且对2024年基本面预期变化不大。

图：2024年港股纺服指数走势图

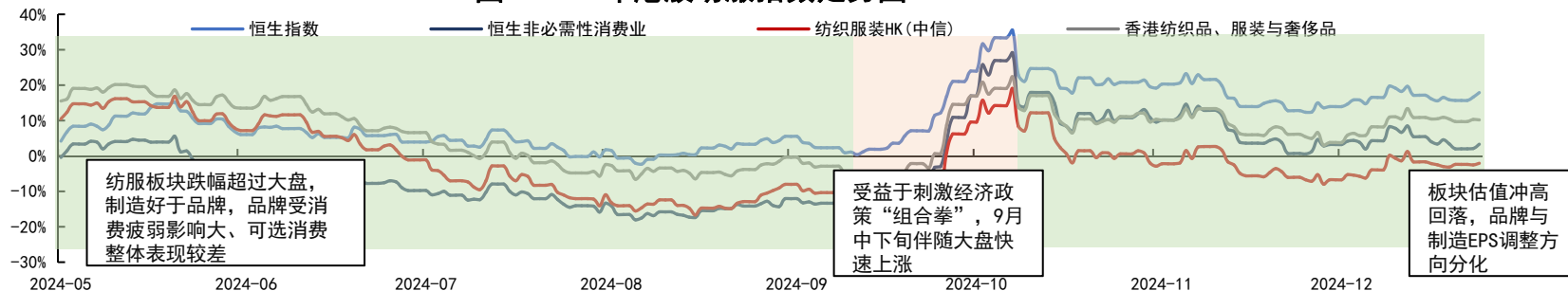


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面相对稳健、估值跟随大盘波动

- 5月1日-8月31日，纺服板块跌幅超过大盘，制造好于品牌，品牌受消费疲弱影响大、可选消费整体表现较差。1) 品牌：股价平均下行19%，2024年EPS+1%，PE-20%，平均PE从17x降至14x。EPS调整方向有差异，主要根据半年报披露以及Q2流水，结合公司指引情况，安踏、波司登EPS上调，李宁下调、滔搏大幅下调。估值主要受国内消费需求疲弱影响，预期悲观。2) 制造：股价平均下行14%，2024年EPS+5%，PE-18%，平均PE从19x降至15x。其中申洲、裕元EPS预期均有上调，裕元上调幅度较大。裕元估值相对平稳；申洲估值从20x下滑至16x，主要受大客户耐克表现不佳、公司境内销售占比较高内需较差影响。
- 9月1日-9月30日，受益于刺激经济政策“组合拳”，9月中下旬伴随大盘快速上涨。1) 品牌：股价平均+26%，2024年EPS持平，PE+26%，平均PE从14x回到17x。滔搏受线下零售影响较大、EPS进一步下调，其他品牌公司EPS预期基本不变；PE估值均有较大幅度上涨，主要受益于政策提振市场信心。2) 制造：股价平均+12%，2024年EPS持平%，PE+12%，平均PE从15x回到17x。并未有大的预期调整，此外特朗普胜选预期下市场对纺织制造加税较为担忧，故这一阶段表现与品牌比较弱。
- 10月1日-11月30日，板块估值冲高回落，品牌与制造EPS调整方向分化。1) 品牌：股价平均-19%，2024年EPS-4%，PE-15%，平均PE从17x降至15x。各品牌公告三季度流水情况，滔搏发布中期业绩，滔搏受线下零售影响较大、同时负向经营杠杆下EPS进一步下调，其他品牌公司EPS预期基本不变。2) 制造：股价平均-12%，2024年EPS+4%，PE-15%，平均PE从17x降至15x。申洲EPS预期基本不变，裕元EPS上调24%，公司于10月25日发布盈利预告，预期2024年前三季度归母净利润+140%~145%。
- 12.1日至今，品牌、制造平均股价分别+7%/2%，主要受大盘带动估值提升。

图：2024年港股纺服指数走势图



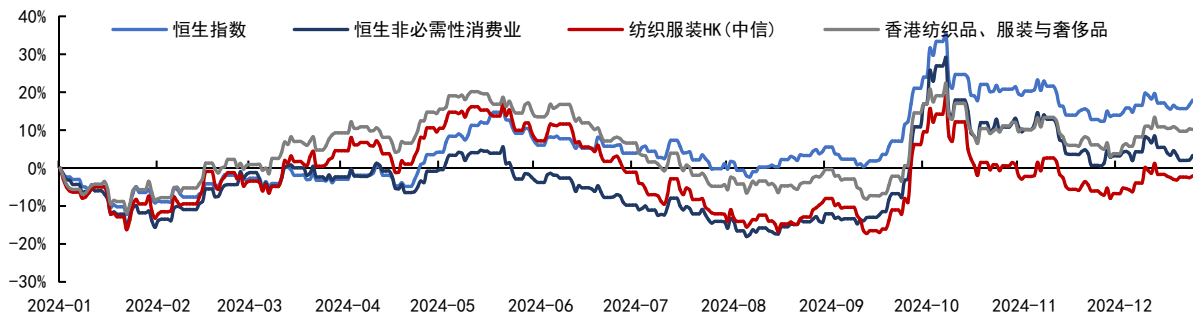
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 2024年回顾：品牌业绩承压、制造产销两旺，纺服指数跑输大盘



## 港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面相对稳健、估值跟随大盘波动

图：2024年港股纺服指数收盘价涨跌幅、PE和EPS走势



表：2024年港股纺服指数涨跌原因分析

	01/01-1/31	02/01-04/30	05/01-08/31	09/01-9/30	10/01-11/30
品牌	<p>股价平均-15%，2024年EPS下修1%，PE-14%，平均PE从16x降至13x，除波司登外其他几家股价均有下滑，主要受外溢流出影响、大盘下跌、拖累估值。</p>	<p>股价平均+30%，2024年EPS持平，PE+32%，平均PE从13x回到17x。涨幅较大主要因前期估值低、弹性大；EPS调整方向有差异，主要根据半年报披露以及Q2流水，结合公司指引情况。估值主要受国内消费需求疲弱影响，预期悲观。</p>	<p>股价平均下行19%，2024年EPS+1%，PE-20%，平均PE从17x降至14x。EPS调整方向有差异，主要根据半年报披露以及Q2流水，结合公司指引情况。估值主要受国内消费需求疲弱影响，预期悲观。</p>	<p>股价平均+26%，2024年EPS持平，PE+26%，平均PE从14x回到17x。滔搏受线下零售影响较大、EPS进一步下调，其他品牌公司EPS预期基本不变；PE估值均有较大幅度上涨，主要受益于政策提振市场信心。</p>	<p>股价平均-19%，2024年EPS-4%，PE-15%，平均PE从17x降至15x。各品牌公告三季度流水情况，滔搏发布中期业绩，滔搏受线下零售影响较大、同时负向经营杠杆下EPS进一步下调，其他品牌公司EPS预期基本不变。</p>
制造	<p>股价平均-13%，2024年EPS预期持平，PE-13%，平均PE从19x降至16x。同样主要受资金流出等大盘因素影响。</p>	<p>股价平均+23%，2024年EPS持平，PE+23%，平均PE从16x回到19x，2023年业绩基本符合预期，且对2024年基本面预期变化不大。</p>	<p>股价平均下行14%，2024年EPS+5%，PE-18%，平均PE从19x降至15x。其中申洲、裕元EPS预期均有上调，裕元上调幅度较大。裕元估值相对平稳；申洲估值下滑主要受大客户耐克表现不佳、公司境内销售占比较高内需较差影响。</p>	<p>股价平均+12%，2024年EPS持平，PE+12%，平均PE从15x回到17x。并未有大的预期调整，此外特朗普胜选预期下市场对纺织制造加税较为担忧，故这一阶段表现与品牌比较弱。</p>	<p>股价平均-12%，2024年EPS+4%，PE-15%，平均PE从17x降至15x。申洲EPS预期基本不变，裕元EPS上调24%，公司于10月25日发布盈利预告，预期2024年前三季度归母净利润+140%~145%。</p>

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

港股纺服公司2024E和2025E EPS调整幅度（环比上月）

	1月31日	2月28日	3月31日	4月30日	5月31日	6月30日	7月31日	8月31日	9月30日	10月31日	11月30日	12月24日
安踏体育 2024E	0%	0%	7%	3%	0%	0%	3%	2%	1%	0%	0%	0%
李宁 2024E	-5%	-5%	-9%	-7%	-1%	-1%	0%	-5%	-1%	-1%	0%	0%
滔搏 2024E	1%	0%	0%	-1%	-6%	-3%	-2%	-6%	-7%	-18%	-16%	-4%
波司登 2024E	3%	0%	0%	4%	0%	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
申洲国际 2024E	0%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	1%	0%
裕元集团 2024E	0%	0%	-9%	17%	3%	1%	8%	0%	-2%	4%	19%	0%
安踏体育 2025E	0%	0%	1%	1%	0%	0%	2%	0%	0%	-1%	0%	0%
李宁 2025E	-6%	-6%	-11%	-8%	-1%	0%	0%	-6%	-1%	-2%	0%	0%
滔搏 2025E	0%	0%	0%	-2%	-7%	-5%	-3%	-6%	-8%	-15%	-12%	-2%
波司登 2025E	3%	0%	0%	4%	0%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
申洲国际 2025E	0%	-1%	-2%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	1%	0%
裕元集团 2025E	0%	0%	-9%	19%	0%	1%	6%	0%	0%	2%	20%	0%

港股纺服公司2024E和2025E PE（月度）

	1月31日	2月28日	3月31日	4月30日	5月31日	6月30日	7月31日	8月31日	9月30日	10月31日	11月30日	12月24日
安踏体育 2024E	15.7	17.8	18.5	19.4	18.3	16.4	14.9	15.9	19.6	17.3	16.1	16.9
李宁 2024E	9.7	12.0	14.1	15.1	14.9	12.6	10.9	11.8	15.9	13.0	13.1	13.8
滔搏 2024E	10.0	10.3	10.4	11.0	10.9	9.2	7.9	7.5	9.6	8.7	9.8	12.7
波司登 2024E	11.4	12.6	12.6	14.0	14.0	14.5	11.3	11.7	13.6	13.2	12.3	12.8
申洲国际 2024E	18.0	17.2	19.4	20.5	20.5	20.3	17.6	16.4	18.4	15.6	15.3	15.6
裕元集团 2024E	4.9	5.5	8.0	8.7	9.1	9.5	7.4	7.9	9.1	9.6	8.6	8.6
安踏体育 2025E	13.4	15.2	16.8	18.0	16.9	15.2	14.0	15.3	19.1	16.9	15.7	16.5
李宁 2025E	8.3	10.3	12.3	13.4	13.2	11.1	9.6	10.5	14.3	11.7	11.8	12.4
滔搏 2025E	8.7	8.9	9.0	9.6	9.6	8.3	7.2	6.8	8.7	7.7	8.3	10.5
波司登 2025E	9.9	10.9	10.9	12.1	12.1	12.6	9.9	10.2	11.8	11.5	10.7	11.1
申洲国际 2025E	15.2	14.6	16.8	17.6	17.7	17.5	15.2	14.5	16.2	13.8	13.6	13.8
裕元集团 2025E	4.2	4.8	7.0	7.4	8.0	8.3	6.7	7.1	8.0	8.6	7.7	7.7

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理



## 港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面相对稳健、估值跟随大盘波动

- 展望2025年：
  1. **品牌**：估值和EPS均调整较为充分，低估值兼具安全边际和向上弹性。中报及三季度流水披露后，2024年预期陆续调整到位，2025年保持谨慎态度，各品牌更加注重库存健康度和利润率，而非追求收入的快速增长。近两年港股运动估值回调较多，当前仍处于历史估值低位，低估值兼具安全边际和向上弹性。
  2. **制造**：高基数基础上基本面增速趋缓，估值具备向上弹性。今年主要受益于下游品牌补库、制造企业订单整体景气度较高，后续品牌库存正常、制造企业增长将与自身客户销售表现、老客份额提升能力、新客拓展能力，以及供给端产能扩张速度更加相关，申洲、裕元分别为制衣、制鞋龙头，头部客户中阿迪当前景气度高，耐克明年6月之后业绩有望改善；估值当前处于历史较低水平，具备向上弹性。



## [ 02 ] 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力



## 9月下旬以来刺激经济政策频出，对纺服板块间接利好到直接利好，板块有望从估值修复到基本面改善，部分景气赛道预期拥有领先增速和超额收益

- 品牌服饰板块今年前三季度业绩压力逐季增大，业绩预期持续下调、估值同步下跌；9月下旬以来随着政策“组合拳”出台，提振市场信心、增量资金流入，估值先行修复；后续随着政策落地带来基本面实际利好，以及政策细分领域向纺服板块的延伸，基本面有望迎来进一步改善，基本面改善机会大的个股相对收益更好。
- 近期国家开展多次经济工作会议，连续推出重磅经济刺激政策，市场预期向好，估值修复提升。**9月底国新办新闻发布会宣布将实施一系列增量货币政策，包括下调存款准备金率、降低存量房贷利率和最提首付比率、以及创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，市场对于股票市场的预期和信心回升，整体估值修复。同月中央政治局会议开展会议分析当前经济形势，进一步部署下一步经济工作，并于12月提出实施更加积极有为的宏观政策，延续9月底的会议基调，并强调要全方位扩大国内需求。
- 消费方面，大力推动“两新”工作，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。**为扩大内需，提振消费，国家大力推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作，指导各地用好中央财政和超长期特别国债支持资金，针对汽车、家电、家装、家纺、电动自行车等相关产品进行补贴。在中央经济工作会议上强调积极发展首发经济（指企业发布新产品，推出新业态、新模式、新服务、新技术，开设首店等经济活动）、冰雪经济、银发经济，国务院办公厅在11月印发冰雪运动相关发展意见，提出完善冰雪经济产业链条、完善基础设施和配套服务、壮大冰雪经济经营主题、促进冰雪消费等相关意见。

表：近期国家重要会议和重要文件

时间	会议/文件	主要内容
9月24日	国新办发布会	一系列增量货币政策：1) 下调存款准备金率0.5%，向金融市场提供长期流动性约1万亿元。2) 降低7天期逆回购利率，由1.7%降至1.5%。3) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，引导商业银行存量房贷利率下降至新发放贷款利率水平，预计平均降幅约0.5%。4) 支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从央行获取流动性。5) 创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。
9月26日	中共中央政治局会议	分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。强调把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。
10月8日	国新办发布会	系统落实一揽子增量政策。消费方面进一步扩大内需，1) 加大对特定群体的支持力度。2) 推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作，加大相关政策推进实施力度，推动商品消费持续增加。3) 扩大养老、托育等服务消费。
10月25日	商务部消费品以旧换新专题发布会	商务部贯彻落实以旧换新，会同相关部门出台系列政策文件，指导各地用好中央财政和超长期特别国债支持资金，统筹推进汽车换“能”、家电换“智”、家装厨卫“焕新”以及电动自行车以旧换新，河北、上海、重庆等地在国家明确的8大类家电基础上，还拓展了补贴品类范围。江苏、安徽、云南等地动态调整家装厨卫“焕新”的补贴范围，增加了智能家居、家装家纺等补贴品类，让消费者享受更多实惠。
11月1日	国新办发布会	11月举办消费月，采用“1+4+N”的形式，聚焦1个精品首发季、4大消费领域，举办N场消费促进活动。1个精品首发季：组织国际精品、本土新品、国货潮品、中华老字号产品等举办首发首秀首展，让消费者能及时了解、体验新产品新服务。4指精品购物、精致美食、经典旅游、精彩展演：聚焦四大板块举办一系列消费主题活动。
11月8日	全国人大常委会办公厅发布会	加大支持力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。
11月8日	《国务院办公厅关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	提出推动冰雪运动发展、完善冰雪经济产业链条、完善基础设施和配套服务、壮大冰雪经济经营主题、促进冰雪消费等相关意见。
12月9日	中央政治局会议	实施更加积极有为的宏观政策，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
12月11-12日	中央经济工作会议	关于2025年的重点工作任务，会议强调大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。

资料来源：国务院新闻办网站、新华社、商务部官网、人民网、中国旅游报，国信证券经济研究所整理

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力



## 9月下旬以来刺激经济政策频出，对纺服板块间接利好到直接利好，板块有望从估值修复到基本面改善，部分景气赛道预期拥有领先增速和超额收益

- 各地积极落实消费品以旧换新工作，补贴品类逐步丰富拓展到家纺领域。9月以来，各地根据中央部署落实并深化消费品以旧换新工作，加大补贴力度，主要针对汽车、家电、家装、电动自行车相关产品，10月以来，补贴品类逐渐丰富，上海、厦门、安徽、江苏、云南等地将范围扩大到家纺类产品，对于床上套件、被褥等产品进行补贴。
- 补贴渠道从线下延伸至线上，京东作为政府指定的补贴实施平台，开设“国家补贴”专栏，涉及床品、内衣、童装、露营等品类。京东平台全国用户可享受其他地方政府补贴，其中纺服相关的床品、内衣、童装、露营装备相关最高补贴可达15%。其中床品主要包括羽绒被、电热毯、床上件套、婚庆床品、枕头、床垫、床褥、毯类产品，涉及品牌有罗莱家纺、富安娜、水星家纺等；内衣主要包括保暖内衣、家居服、文胸、内裤、袜子、打底裤产品，涉及品牌有海澜之家、全棉时代等；童装主要产品有儿童家居服、保暖内衣、连体衣、袜子、儿童发育内衣，涉及品牌有巴拉巴拉、波司登、全棉时代等；露营装备主要包括露营桌、运动手表、充气床垫、电动滑板，涉及品牌有牧高笛、迪卡侬等。

表：各地落实消费品以旧换新工作进展

省份/城市	发布时间	补贴政策
福建	9月	为个人消费者提供汽车、家电、家装厨卫、电动自行车以旧换新补贴。购买家庭厨卫类、智能家居类、装修改造类产品每位消费者单笔消费满1000元，按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后）的20%予以补贴，单笔消费最高补贴2000元。
安徽	10月	为个人消费者提供汽车报废、置换更新，家电、家装厨卫、电动自行车补贴。对个人消费者购买干衣机、智能门锁、智能窗帘、智能晾衣架、智能床、智能床垫等智能家居产品，给予销售价格15%的补贴。
江苏	10月	为个人消费者提供汽车，家电、家装家居改造、电动自行车补贴。对购买家具、门窗、卫生陶瓷、室内板材、地瓷砖、涂料、暖通及太阳能利用系统等绿色建材产品的个人消费者发放消费券，补贴标准为成交价格的15%左右，每人限领取3000元额度，消费者免申即享。
云南	10月	提供汽车、家电家居、电动自行车以旧换新补贴，2024年目标全省报废汽车回收量同比增长20%以上，二手车交易量同比增长10%以上，废旧家电回收400万台以上，汽车报废更新补贴3万辆以上，汽车置换更新补贴12万辆以上，家电家居补贴100万台（套）以上，电动自行车以旧换新补贴100万辆以上，带动有关商品消费500亿元以上。
重庆	10月	为个人消费者提供汽车报废、置换更新，家电、电动自行车补贴、提高家装消费贷款贴息标准。
上海	10月	新增家家消费补贴品类，包括家纺类的被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服。
厦门	10月	10月30日开始，住建局等4家单位联合发布通知，将床上用品纳入补贴范围。
安徽	11月	增加被子、四件套（含被套、床单、床笠、枕套），给予剔除所有折扣优惠后销售价格15%的立减补贴。
江苏	12月	进一步扩大家装家居补贴范围，在智能家居类、旧房装修和厨卫改造类、居家适老化改造类基础上增加家纺类产品，包括家居布衣、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等。全省各地消费者购买家纺类产品在商家优惠后可享受15%的价格补贴。
云南	12月	持续拓展家电家居补贴范围。增加了13类家具、卫浴、家纺产品，包括被褥类、枕类、床品套件等。

资料来源：环资司，上海市商务委员会，安徽日报，江苏省商务厅，云南省网上新闻发布厅，国信证券经济研究所整理

表：京东家纺和服饰国补情况

品类	具体产品	补贴力度	涉及品牌
床品	羽绒被、电热毯、床上件套、婚庆床品、枕头、床垫、床褥、毯类	最高补贴15%	罗莱家纺、富安娜、水星家纺等
内衣	保暖内衣、家居服、文胸、内裤、袜子、打底裤	最高补贴15%	海澜之家、全棉时代等
童装	家居服、保暖内衣、连体衣、儿童袜、儿童发育内衣	最高补贴15%	巴拉巴拉、波司登、全棉时代等
露营装备	露营桌、运动手表、充气床垫、电动滑板	最高补贴15%	牧高笛、迪卡侬等

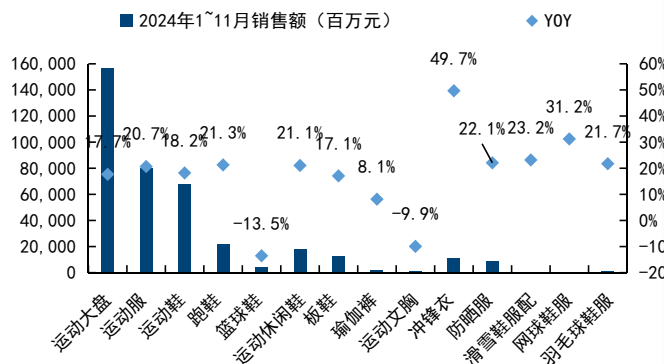
资料来源：京东官网，国信证券经济研究所整理

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

## 一、运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气

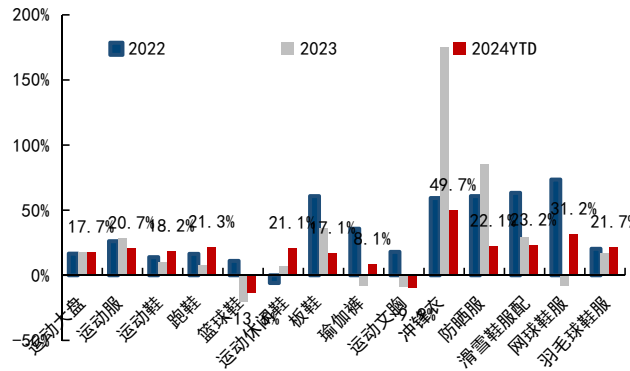
- 行业规模保持双位数增长。今年1-11月，天猫+京东+抖音三平台，运动户外大盘增长18%，量价齐增，主要由销量推动。鞋服品类中，运动鞋增长销售额增长18%，销量增长19%，价格小幅下滑；运动服销售额增长21%，销量、均价分别增长14%/6%。
- 高景气细分赛道主要有：冲锋衣、网球鞋服、滑雪鞋服、羽毛球鞋服、防晒服、跑鞋、运动休闲鞋，增速均在20%以上。
- 具体子品类表现：
  - 鞋类：
    - 跑鞋品类增长最快，销售额增长21.3%，销量增长22.8%，价格小幅下降1.2%；
    - 运动休闲鞋同样快速增长，销售额增长21.1%，销量增长17.0%，价格增长3.5%；
    - 板鞋相对较好，销售额增长17.1%，量、价分别增长15.6%/1.3%；
    - 篮球鞋表现最弱，下滑13.5%，主要是销量下滑16.6%，价格增长3.7%。
  - 服装：
    - 冲锋衣延续去年趋势，仍然是增速最快的品类，销售额增长49.7%，量、价分别增长38.3%/8.3%。
    - 网球鞋服为今年增速第二的品类，虽然销售额占运动大盘份额较小，销售额增长31.2%，量、价分别增长8.6%/20.8%。
    - 滑雪、羽毛球鞋服、防晒服销售额均有20%以上增速，且均有销量增长带动。
    - 瑜伽裤、运动文胸增长降速，销售额分别+8.1%/-9.9%。

图：2024年1~11月运动户外行业各品类销售额及变化



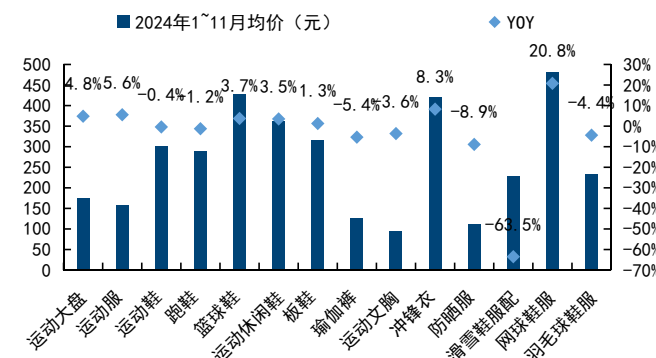
资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

图：2022~2024年运动户外行业各品类销售额变化



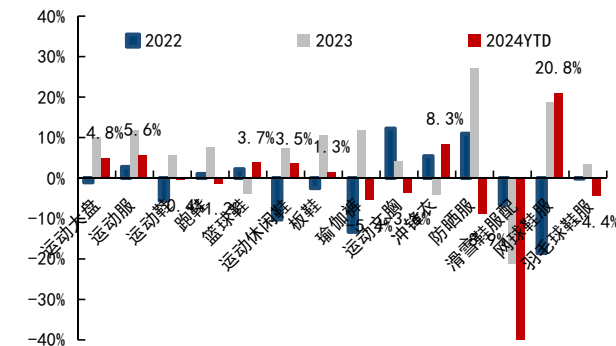
资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

图：2024年1~11月运动户外行业各品类均价及变化



资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

图：2022~2024年运动户外行业各品类均价变化



资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

## 一、运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气

• 行业趋势1：跑步运动热度提升，从专业到业余跑者人群声量均有提升，疫情后马拉松赛事数量、参与人数快速增长，马拉松比赛国产跑鞋穿着率提升

1) 各圈层跑步人群声量均有增长：根据《2025淘宝天猫运动户外跑步圈层人群洞察报告》统计，跑步全网社媒声量热度攀升明显，尤其在2024年呈现爆发式增长。将跑步人群按照以日常休闲为主的入门跑者、以晨跑夜跑为主的进阶跑者、以马拉松越野跑等为主的专业跑者分类，2023年8月-2024年7月，入门跑圈声量规模最大且增速最快，同比+147%，体现有大量新用户入场、业余跑者跑步热情提升；专业跑圈声量也大幅增长110%，其中马拉松相关声量值在专业跑圈占比最高且增速最快，同比增长136%。

2) 疫情后马拉松赛事数量、参与人数快速增长：2011年后国内马拉松赛事数量和参与人数持续增长，2019年达到顶峰，认证赛事达357场，参与人数712万人；2020-2022年受疫情影响，马拉松赛事大量延期或取消；2023年快速恢复至疫情前水平，认证赛事达308场，参与人数605万人，基本达到2019年的85%。2024年马拉松赛事持续火热，4月21日单日超过50场路跑赛事，近50万名跑者同日起跑；11月3日北马参赛人数3万人，超过18万名跑者提交报名信息，报名人数创历史纪录，且参赛选手中成绩顺利破三（3小时内完赛）的选手一共有3004人，也打破了北马在去年创下的2402人的纪录。

3) 马拉松跑者装备付费意愿高：根据尼尔森发布《中国马拉松人群与消费洞察报告》的数据显示，2019年中国跑者平均年花费为1.14万元，其中50%用于跑步装备开销。因此伴随马拉松参与人数的增长，专业跑鞋市场规模也有望进一步提升。

图：跑步圈层社媒声量增长趋势

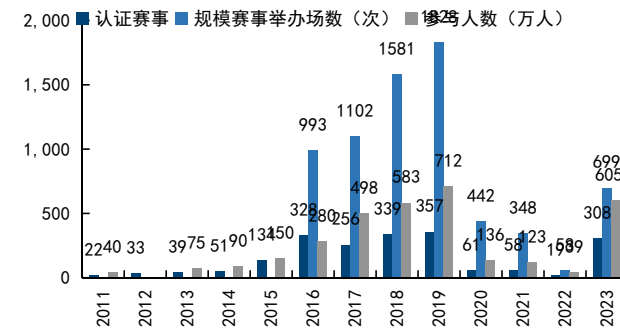


跑步圈层人群分布 各分层构成要素及同比



资料来源：《2025淘宝天猫运动户外跑步圈层人群洞察报告》、数说聚合、国信证券经济研究所整理

图：马拉松赛事数量及参与人数



资料来源：《2023中国路跑赛事蓝皮书》，中国田径协会，国信证券经济研究所整理

图：我国跑者平均年花费1.14万元

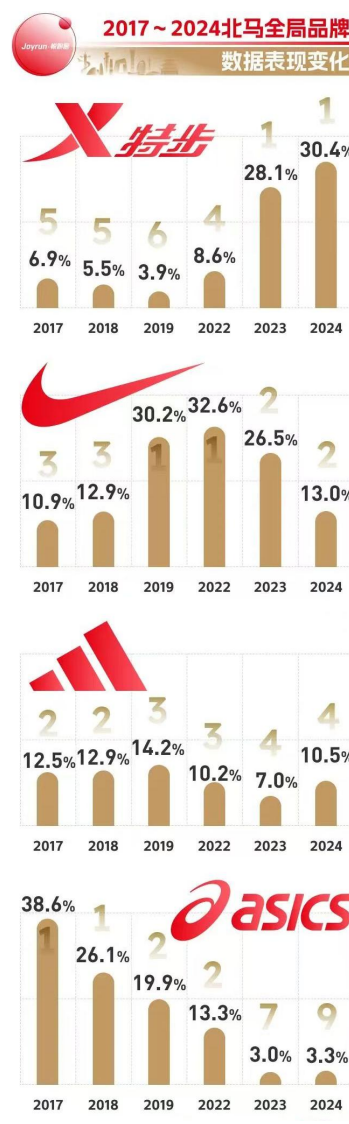
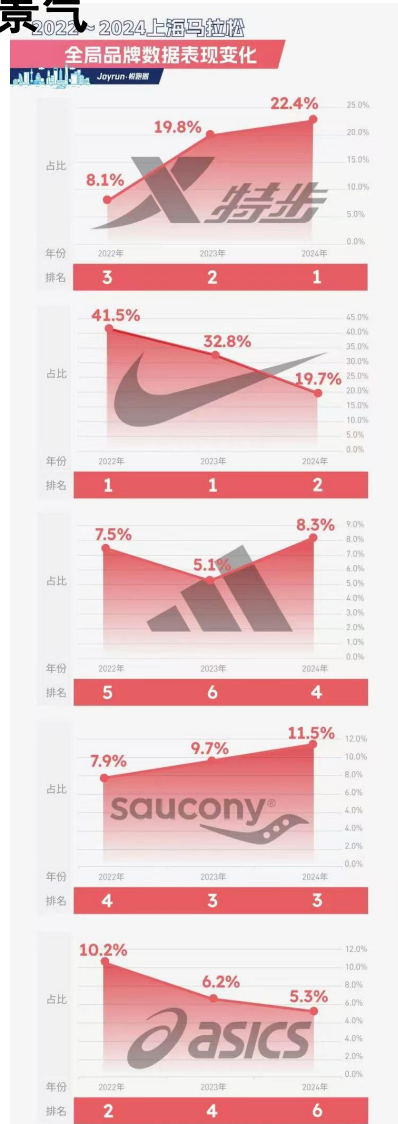


资料来源：尼尔森《中国马拉松人群与消费洞察报告》、国信证券经济研究所整理

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

## 一、运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气

图：近年北马/上马跑鞋品牌穿着率变化



图：传统电商平台跑鞋品牌占有率

品牌	2017	2018	2019	2020
安踏	13.0%	11.7%	11.9%	13.0%
李宁	8.2%	7.6%	6.3%	6.5%
亚瑟士	4.0%	3.7%	4.8%	6.6%
耐克	9.1%	12.5%	12.2%	14.9%
特步	11.8%	12.2%	10.2%	8.6%
361°	5.3%	5.6%	5.0%	3.7%
斐乐	0.4%	0.6%	2.5%	4.9%
乔丹体育	3.5%	3.5%	4.1%	4.1%
鸿星尔克	4.7%	6.6%	7.3%	4.1%
阿迪达斯	8.2%	12.6%	16.1%	14.7%
斯凯奇	5.2%	4.0%	3.0%	2.6%
美津浓	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%
新百伦	14.1%	7.9%	3.5%	1.6%
索康尼	0.3%	0.3%	0.1%	0.3%
昂跑	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
匹克	2.4%	1.6%	3.8%	3.2%
Hoka	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
国产品牌合计	49.5%	49.7%	51.1%	48.3%

品牌	2021	2022	2023	2024YTD	2024比2017
安踏	13.0%	13.4%	12.6%	12.6%	-0.3%
李宁	7.8%	9.2%	9.1%	9.3%	1.5%
亚瑟士	6.7%	7.1%	7.9%	7.4%	3.4%
耐克	10.8%	9.4%	10.6%	9.1%	0.0%
特步	8.3%	7.4%	6.3%	6.5%	-5.3%
361°	3.8%	4.3%	5.3%	5.3%	0.0%
斐乐	7.2%	6.6%	6.0%	5.3%	4.9%
乔丹体育	4.3%	4.7%	4.7%	5.0%	1.5%
鸿星尔克	5.8%	5.9%	5.4%	4.6%	-0.1%
阿迪达斯	12.1%	10.2%	6.7%	5.1%	-3.1%
斯凯奇	2.3%	1.8%	2.2%	2.0%	-3.2%
美津浓	0.9%	0.9%	1.8%	2.8%	2.2%
新百伦	1.7%	1.7%	1.9%	2.1%	-12.1%
索康尼	0.6%	1.0%	1.8%	2.3%	2.0%
昂跑	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%
匹克	3.2%	1.8%	1.4%	0.8%	-1.6%
Hoka	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
国产品牌合计	54.0%	54.4%	52.6%	51.8%	2.2%

### • 跑鞋市场竞争格局：国产品牌市场认可度和市场份额提升

1) 2023-2024年国产品牌在马拉松比赛中穿着率提升：根据悦跑圈的统计，2023年国产品牌在北马的穿着率有显著提升，在破三选手中，国产跑鞋穿着率达到68.4%；2024年国产跑鞋在北马全局跑者穿着率首次突破半数，达到57.3%。

2023-2024年特步穿着率大幅提升。2023年特步在北马和上马破三运动员跑鞋穿着率位列第一，也在全局穿着率上分列一、二名，2024年特步再一次蝉联了两个破三榜及北马全局穿着率的首位，且在上马也超越Nike成为第一。

大型马拉松赛事中国产品牌穿着率的提升以及特步的登顶，体现了国产跑鞋在专业跑者中的认可度提升。

2) 线上竞争格局变化：天猫+京东+抖音平台，市场份额排名靠前的品牌中，国产品牌（包括FILA和索康尼）份额2024年相较2017年合计提升2.2%，其中李宁、FILA、乔丹、索康尼有明显提升，而特步份额下降。国际品牌中，亚瑟士、美津浓、昂跑、HOKA份额提升，而之前占比相对高的阿迪达斯、斯凯奇、新百伦占比显著下降。从品牌市场份额变化来看，近年来市场需求更倾向于更加专业的跑鞋品牌。

### 3) 港股上市公司跑鞋竞争力：

①安踏：近年新推出的全能型进阶跑鞋毒刺、创可以用作日常训练、比赛和恢复跑等多种场景。旗下FILA品牌火星系列老爹鞋凭借经典复古的版型热度较高，份额逐年提升。

②李宁：在聚焦大单品策略下，2022年开始超轻、赤兔、越影等专业跑鞋份额开始提升。

③特步：大众跑鞋矩阵丰富，中高端跑鞋系列逐步成长，160系列在2021年开始出圈。索康尼定价更贵，胜利和菁华系列是畅销系列。

④361度：中高档竞速跑鞋飞燃飞飏凭借较高性价比份额提升明显。

资料来源：悦跑圈、国信证券经济研究所整理

资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理  
注：数据包含天猫/京东/抖音三平台数据，天猫数据2017年开始，京东2019年开始，抖音2021年开始

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

## 一、运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气

• 行业趋势2：运动场景向户外拓展，网球羽毛球登山滑雪等运动景气度高

后疫情时代，运动场景逐渐向户外拓展，新疆哈尔滨等地旅游热也对户外服饰形成带动。疫情期间受活动区域限制，短途、室内运动兴起，露营、瑜伽成为当时热门赛道；2023年全面解封后活动区域拓宽，户外运动热潮来临，从室外的跑步、骑行、网球羽毛球，到城市周边的越野跑、攀岩、滑雪，热度和参与人数不断提升；同时疫情期间积压的旅游需求释放，2024年1月哈尔滨旅游出圈，带动冰雪经济；2024年5月《我的阿勒泰》热播，带动新建、内蒙古等地旅游热，城市年轻人更加向往大自然带来的松弛感。

细分热门赛道：

1) **网球**：网球赛事带动网球运动热度，网球服成为今年潮流穿搭。今年郑钦文在巴黎奥运会网球女单比赛夺冠，中国网球公开赛于9月举办，开赛前门票销售收入是去年同期的两倍，网球运动热度显著提升。此外，小红书上网球穿搭流行，运动POLO、网球裙成为今年时尚单品根据。天猫数据显示，今年618网球裙搜索量同比增长256%，成交同比增长160%。

2) **羽毛球**：国民度高，市场持续扩容。羽毛球运动由于上手简单、场地限制小、健身价值高，同时具备一定的社交属性，在全民健身风潮下羽毛球市场规模2021年以来持续增加。根据国家体育总局统计，羽毛球在中国是参与人数最多的体育运动，我国羽毛球人口高达2.5亿，在大众选择运动健身方式中占比6.9%；今年巴黎奥运会国家羽毛球队获得2金3银，进一步点燃国民热情。

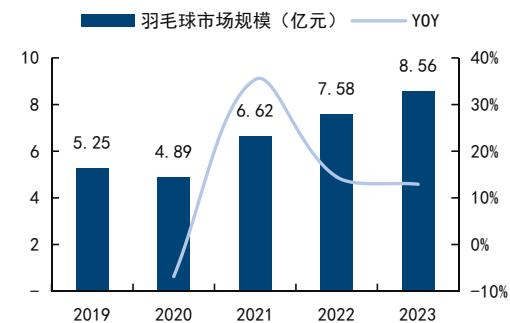
3) **户外**：登山人数显著增加，越野跑出圈，溯溪鞋销售快速增长。根据部分景区统计，珠峰景区截至今年12月5日，共接待国内外游客54万余人次，同比增长18%，创历史最高纪录；华山景区截至5月2日，游客总量突破100万人次，比2023年提前18天，较去年同期增长20.21%；截至2024年10月，泰山景区已累计接待超700万名游客。越野跑从小众圈层逐渐出圈，从赛事到参与人数快速增加，例如苏州100城市越野赛从2023年首届报名人数900多人，到今年第二届报名人数增加至2800人。装备方面，由于越野跑鞋具备防水、缓震、抓地等功能，除了适合户外运动外也适合户外游玩出行，叠加旅游综艺中明星同款加持，溯溪鞋成为近年来一大爆品，天猫+京东+抖音销售额，从2022年7000多万元，增长至今年（截至11月底）2亿元。

图：网球服成为今年潮流穿搭



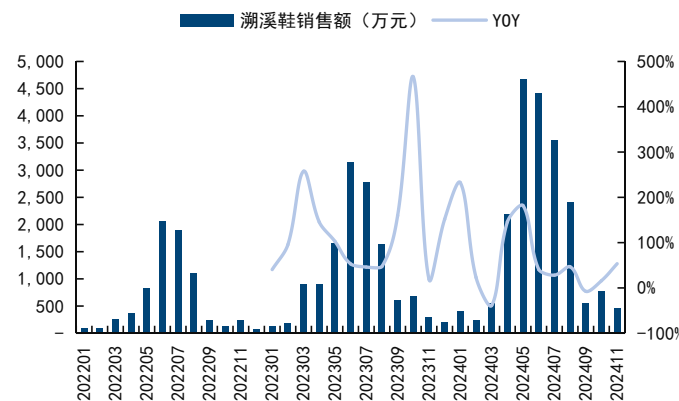
资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

图：羽毛球市场规模（亿元）



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

图：电商平台溯溪鞋销售额（亿元）



资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

图：《现在就出发》明星同款溯溪鞋



资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

## 一、运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气

• 行业趋势2：运动场景向户外拓展，网球羽毛球登山滑雪等运动景气度高

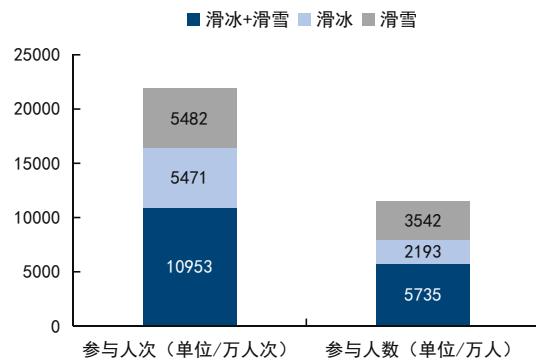
后冬奥时代，冰雪运动参与人次增加。后冬奥时代，“带动三亿人参与冰雪运动”成果得到巩固和扩大，根据国家体育总局测算，2023-2024冰雪季，全国参与滑冰滑雪、冰壶冰球等各类冰雪人数达到5735万人，参与人次总计1.1亿，其中滑雪/滑冰运动项目参与人数达到3542/2193万，滑雪人次达到5482/5471万。

冰雪运动相关品牌活动也受到更多居民欢迎，大众冰雪季活动参与人次从2014年首届约1000万人次提升到2024年第十届超过1.8亿人次参与。

哈尔滨旅游出圈，滑雪旅游度假地接待人次和收入快速增长。作为冰雪运动资源大省，黑龙江2023-2024冰雪季在线旅游人次达到4302.1万人、在线旅游收入109.4亿元，相较于2019年分别增长145.6%和168.29%。2023-2024冰雪季，26家国家级滑雪旅游度假地接待总人次2608.5万人，同比+92%；实现文体旅综合收入193.5亿元，同比+140%。重点滑雪区域，阿勒泰三大滑雪度假区接待人数突破百万、崇礼滑雪场接待人次和收入同比翻倍、亚布力滑雪度假区接待量创历史新高。

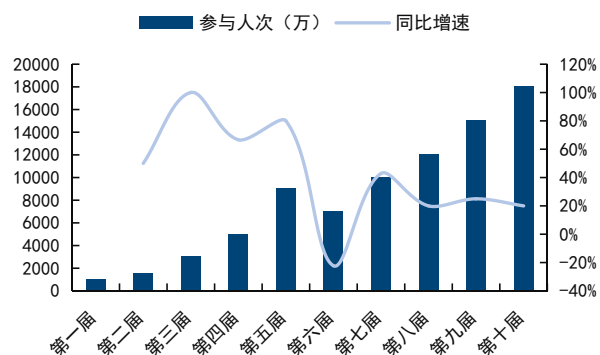
政策积极推动冰雪经济。今年11月，国务院办公厅印发冰雪运动相关发展意见，提出完善冰雪经济产业链条、完善基础设施和配套服务、壮大冰雪经济经营主体、促进冰雪消费等相关意见，提到到2027年我国冰雪经济总规模达到1.2万亿元；到2030年，我国冰雪经济总规模达到1.5万亿元。11月北京市冰雪运动消费季启动，为充分发挥体育促消费功能，激发冰雪运动产业市场活力，将于活动期间发放不少于3万张冰雪消费券。12月中央经济工作会议上，再次强调积极发展冰雪经济。

图：参与冰雪运动项目人次构成



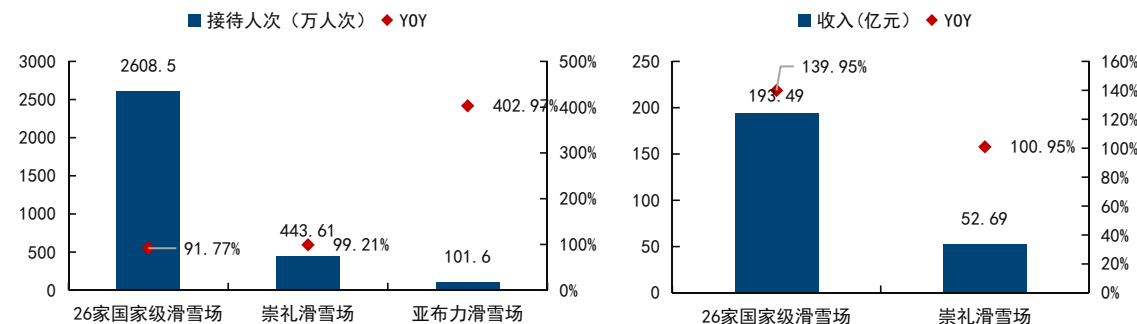
资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

图：历届大众冰雪季活动参与人次及同比增速



资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

图：2023-2024冰雪季滑雪旅游度假地接待人次和收入快速增长



资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理



## 二、“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点

- 行业趋势1：全棉时代通过100%纯棉的材质教育吸引消费者，棉柔巾成为爆品，卫生巾行业近期负面事件爆出，公司卫生巾品牌“奈丝公主”迎来快速增长

### 1、棉柔巾品类今年以来保持高增速、线上平台份额显著提升，第三方数据显示10-11月棉柔巾线上渠道增长37%

公司是棉柔巾品类的开创者，过去多年随着渗透率提升，行业快速增长，但由于行业缺乏明确的标准，部分新进入者凭借在产品中混杂低价化纤材质进行价格战，导致行业竞争格局一度恶化。2021年底，柔巾国家标准正式实施，由全棉时代等企业共同研究起草，国家标准“GB/T 40276-2021柔巾”中规定了柔巾产品标识应包括产品纤维成分及含量。新标准实施后，部分品牌将产品以“绵柔巾”命名，容易使消费者将其与棉柔巾认知混淆，公司在2023年下半年开始重点进行材质宣传营销投放，教育消费者心智。

公司当前策略是，产品端集中资源打五大战略品：棉柔巾、卫生巾、婴童服饰、针织内裤、家居服，今年尤其以棉柔巾为重点，棉柔巾为公司消费品板块的第一大品类，占公司消费业务的26%、公司整体收入的14%。公司产品为100%全棉材质，与市面上大部分化纤材质的“绵柔巾”形成明显区隔。营销推广上以消费者材质教育为核心，主打“绵”不等于“棉”，通过官方公众号、品牌活动等形式积极宣传“一看、二摸、三闻”小技巧，引导消费者通过包装上“100%棉”的产品成分表，触感不假滑、热水浸泡无异味这些方法来辨别“棉”柔巾和含化纤的“绵”柔巾。

图：全棉时代材质教育



绵柔巾 ≠ 棉柔巾

真正棉柔巾就选全棉时代

材质100分

柔软100分

安心100分

资料来源：全棉时代官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图：央视新闻报道洗脸巾成分差异

### 棉柔巾≠绵柔巾 洗脸巾你买对了吗？

央视新闻 2024-11-17 08:19 北京

近年来，柔巾以使用方便、使用场景丰富、手感柔软舒适、干净卫生等特点深受消费者喜爱。但是，您是否曾注意过市面上琳琅满目的柔巾中，“绵柔巾”和“棉柔巾”究竟有什么不同？不同的原材料在性质上有什么区别？在挑选柔巾时，我们又应该注意些什么呢？

江苏消保委检测50批次柔巾产品 其中9批次不符合标准

柔巾主要是指非织造布制成的干的擦拭巾类产品，通常我们说的“棉柔巾”、“洗脸巾”等等，都属于柔巾产品。因为产品的原料不同，或者定位不同，名称也不同。江苏省消费者权益保护委员会最近组织对50批次柔巾产品进行了检测，并于近日向社会公布检测结果。这次公布的检测结果不仅让人了解了柔巾的真实成分，还提醒我们如何在购买时做出选择。



江苏省消费者权益保护委员会监督部主任 赵鑫：纺织纤维可分为天然纤维和化学纤维，天然纤维有棉、麻、毛、丝四种，化学纤维可以分为人造纤维和合成纤维两类，常见的莱赛尔、莫代尔、涤纶、锦纶等，都是属于化学纤维，天然纤维柔软、亲肤、吸湿性好，更环保，化学纤维强度高、耐用性好，价格相对更低。

资料来源：央视新闻官媒，国信证券经济研究所整理

## 二、“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点

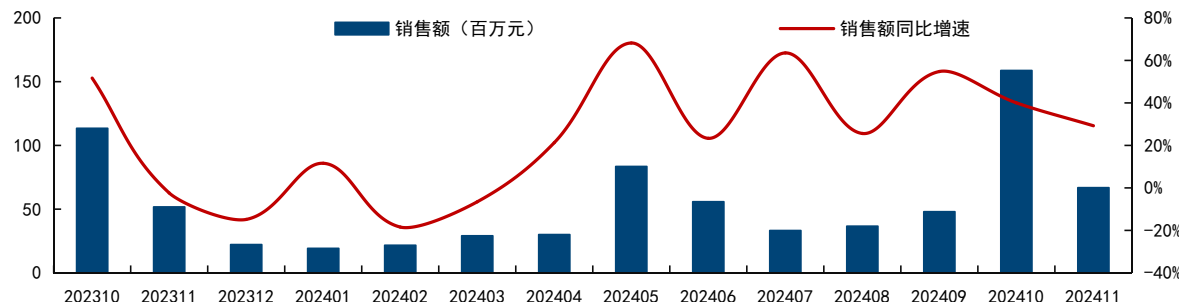
• 行业趋势1：全棉时代通过100%纯棉的材质教育吸引消费者，棉柔巾成为爆品，卫生巾行业近期负面事件爆出，公司卫生巾品牌“奈丝公主”迎来快速增长

### 1、棉柔巾品类今年以来保持高增速、线上平台份额显著提升，第三方数据显示10-11月棉柔巾线上渠道增长37%

今年材质教育效果显现，棉柔巾收入快速增长，根据公司披露，前三季度全渠道增长31.3%，单三季度增长47.1%。根据第三方数据，天猫+京东+抖音平台前三季度增长29.9%，单三季度增长46.4%，10+11月增长36.7%。

从市场份额来看，根据第三方数据，在天猫+京东+抖音三平台，洗脸巾品类保持大约12%以上的高速年化增长，而全棉时代品牌份额从2021年至2023年逐年下滑至11.8%，但自2024年明显回升至14%；在天猫平台，早期数据份额变化更为明显，2017-2018年全棉时代品牌一家独大，后随市场规模扩大，2021年份额下滑至17%左右，2022年回升至19.3%，随后于2024年进一步回升至20.1%。

图：全棉时代棉柔巾天猫+京东+抖音平台销售额及增速



图：2024年全棉时代洗脸巾线上平台份额显著提升

三平台	2021	2022	2023	2024YTD	天猫平台	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024YTD
	全棉时代	15.8%	13.4%	11.8%		14.0%	全棉时代	68.5%	41.9%	26.4%	17.9%	17.0%	19.3%
半奈儿	0.2%	5.1%	7.0%	6.7%	洁丽雅	0.0%	0.2%	2.8%	5.4%	6.3%	5.6%	6.3%	6.7%
尔木萄	1.4%	2.7%	4.8%	6.4%	尔木萄			0.4%	0.6%	1.1%	2.2%	4.0%	4.9%
洁丽雅	5.8%	4.0%	3.7%	4.1%	欧亿姿		0.5%	7.4%	6.0%	5.1%	5.9%	6.0%	4.4%
欧亿姿	4.6%	4.0%	3.5%	2.9%	漫花		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	3.4%
清风	0.0%	0.2%	0.5%	2.3%	欧伊丽			1.3%	3.6%	3.6%	5.1%	3.1%	2.9%
小棉噪	0.0%	0.0%	1.6%	2.0%	黑魔法			0.6%	4.8%	5.7%	5.6%	4.8%	2.8%
漫花	0.0%	0.0%	0.4%	2.0%	心相印	0.2%	0.8%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%	1.7%	2.1%
浪莎	0.0%	0.1%	2.0%	2.0%	植护	0.0%	0.0%	1.0%	0.5%	1.5%	1.3%	1.2%	2.1%
德佑	0.2%	0.2%	0.9%	2.0%	健美创研	0.0%	0.0%	2.0%	2.4%	1.9%	2.5%	2.5%	2.1%

资料来源：天猫/京东/抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

## 二、“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点

• 行业趋势1：全棉时代通过100%纯棉的材质教育吸引消费者，棉柔巾成为爆品，卫生巾行业近期负面事件爆出，公司卫生巾品牌“奈丝公主”迎来快速增长

2、卫生巾行业近期负面事件爆出，公司卫生巾品牌“奈丝公主”迎来快速增长，第三方数据显示10-11月奈丝公主线上渠道增长提速到35%

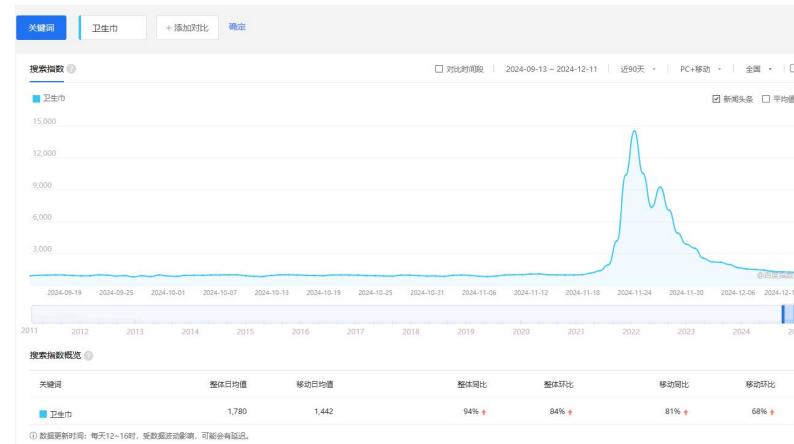
卫生巾也是公司核心战略品，占公司消费业务的13%、公司整体收入的7%。近期卫生巾行业负面事件爆发，有博主发布卫生巾长度测量结果，引发网友跟风进行测评，发现ABC、苏菲等多个知名卫生巾品牌存在偷工减料的问题，标示长度与实际长度不一致；另一方面产品安全性存疑，部分网友指出卫生巾的pH值标准低，质疑卫生巾和非直接接触皮肤的C类纺织产品的pH值要求相同、产品出现可迁移性荧光物质。

奈丝公主卫生巾依托稳健医疗30余年的医学制作经验，采用全棉全表层技术，采用精选1~2级的优质棉花产品陆续获得医护级认证，使用30万级洁净生产车间，每3分钟完成1次空气过滤，通过检测不含可迁移性荧光物质，致力于解决女性对于卫生巾使用存在厚重、闷热、私处过敏起红疹、护翼侧边摩擦大腿等困扰，保障产品的卫生条件、改进使用体验，在消费者对于其他知名品牌信心不振时将有机会脱颖而出。

根据公司披露，卫生巾今年前三季度全渠道增长10.4%，单三季度增长17.1%。根据第三方数据，电商渠道天猫+京东+抖音平台前三季度小幅下滑6.2%，单三季度实现正增长3.2%，10+11月增长提速到35.4%。且奈丝公主作为第一个国产卫生巾品牌进驻山姆，同时在胖东来也有销售。

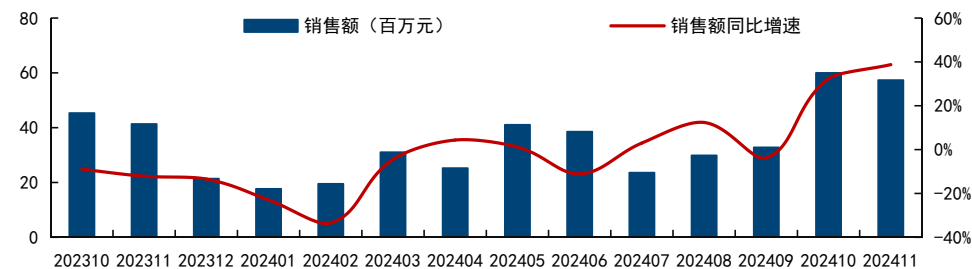
从市场份额来看，11月负面事件爆发后，根据第三方数据，天猫+京东+抖音平台主打纯棉面层的稳健医疗旗下的奈丝公主、桂林洁伶旗下的淘淘氧棉市场份额同环比明显提升。

图：近期卫生巾舆情事件引发关注



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

图：奈丝公主卫生巾天猫+京东+抖音平台销售额及增速



资料来源：天猫/京东/抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：2024年卫生巾品牌线上平台月度份额变化

	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	202411	环比	同比
护舒宝	8.7%	7.9%	10.6%	9.5%	12.2%	13.3%	7.4%	8.7%	9.5%	14.5%	10.3%	-4.2%	-2.1%
苏菲	7.3%	6.1%	7.8%	7.1%	7.1%	7.1%	5.4%	6.1%	6.7%	8.6%	8.8%	0.3%	-2.8%
高洁丝	9.1%	8.0%	10.1%	9.7%	9.4%	9.6%	8.8%	10.1%	12.5%	12.4%	8.9%	-3.5%	-0.7%
自由点	9.5%	17.7%	13.7%	13.4%	12.3%	10.2%	12.6%	14.3%	15.5%	15.1%	10.9%	-4.2%	2.7%
七度空间	7.3%	8.0%	10.3%	5.8%	5.4%	6.4%	8.0%	6.6%	7.9%	5.2%	6.3%	1.0%	-1.0%
薇尔	3.0%	2.0%	2.0%	2.3%	3.1%	4.7%	2.3%	3.0%	2.4%	3.7%	3.5%	-0.1%	-1.4%
乐而雅	5.6%	4.7%	6.3%	4.8%	5.9%	4.8%	4.4%	4.5%	4.6%	5.0%	4.6%	-0.5%	-1.9%
洁婷	1.5%	1.9%	1.6%	3.5%	3.2%	2.4%	2.6%	3.9%	2.7%	2.5%	3.1%	0.6%	1.1%
淘淘氧棉	2.1%	1.9%	4.6%	3.8%	4.7%	4.5%	5.9%	4.7%	4.3%	4.4%	5.6%	1.2%	3.5%
奈丝公主	3.0%	2.4%	2.8%	3.6%	3.1%	2.9%	2.8%	3.0%	2.8%	3.0%	3.8%	0.8%	0.6%
ABC	1.9%	1.6%	1.6%	1.9%	1.5%	1.9%	2.2%	1.9%	1.7%	1.2%	1.1%	-0.1%	-0.8%

资料来源：天猫/京东/抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

## 二、“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点

• 行业趋势2：羽绒服作为功能性产品有消费升级趋势，波司登在高价格段休闲羽绒服中一超多强  
羽绒服价格趋势：作为功能性产品有消费升级趋势，休闲及运动羽绒服中高价格段销售占比有所提升，户外羽绒服随性价比产品快速增长、低价格段销售占比快速提升。

根据天猫+京东+抖音平台数据统计：

1) **休闲羽绒服**：消费价格带相对偏低，其中400元以下产品销量占70%左右，近年来700元以上、尤其1400元以上羽绒服销量占比有所提升；

2) **运动羽绒服**：价格带偏高，400元以下、400-700元、700元以上产品销量占比基本相当，近年来700元以上、1400元以上产品占比有所提升；

3) **户外羽绒服**：品类处于快速发展期，近年来年均增长达到翻倍以上，户外羽绒服相较休闲和运动羽绒服有更多功能性需求，除保暖外，还需要防水、防风，因此定价也相对较高；因此本身户外羽绒服品类的增长也一定程度上体现了品质升级的需求。从该品类价格段来看，2022年400元以下、400-700元、700元以上产品销量占比基本相当，但2023-2024年400元以下产品占比快速提升，主要系低价格段产品增速较快，大量平价新品牌涌入，实际高价格段产品也有较快增速，2023年400元以下、400-700元、700-1400元、1400元以上产品增速分别为265.5%/161.6%/107.8%/54.6%。

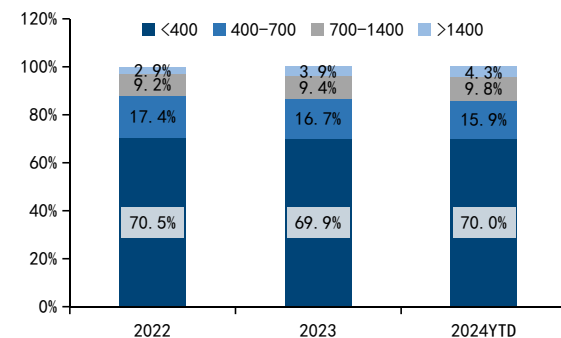
从品牌视角看：

1) **休闲羽绒服**：电商平台销量排名靠前的品牌主要有：鸭鸭、雅鹿、雪中飞、波司登等，其中仅波司登定价定位在中高档，在700元以上价格带一超多强，销量占比基本在25%以上；雪中飞品牌在700元以下价格带排名居前，尤其女装羽绒服近年来市占率提升，波司登与雪中飞形成良好的价格梯度覆盖；

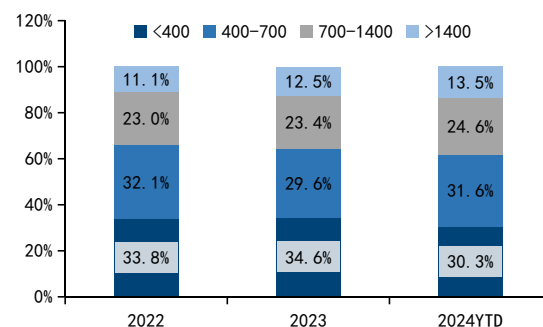
2) **运动羽绒服**：700元以内价格带，李宁、阿迪、安踏销量占比靠前；700元以上价格带，阿迪、FILA、耐克销量占比靠前；1400元以上价格带FILA品牌一超多强，且2024年份额进一步提升。

3) **户外羽绒服**：骆驼品牌销量2023年以来基本占据半壁江山，在1400元以内价格带占比均在45%以上，尤其在700-1400元价格带的份额有逐年明显提升；1400元以上价格带主要被北面、可隆、哥伦比亚占据，今年伯希和在此价格段的份额有明显提升。

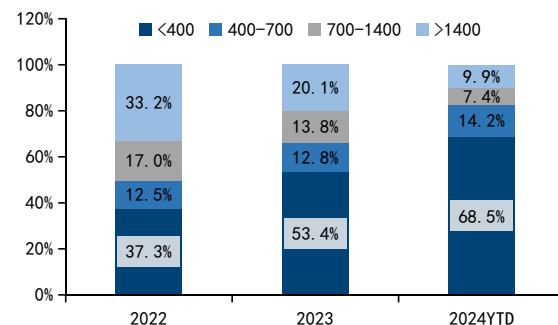
图：休闲羽绒服价格带分布（销量占比）



图：运动羽绒服价格带分布（销量占比）



图：户外羽绒服价格带分布（销量占比）



资料来源：天猫/京东/抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力



## 二、“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点

图：羽绒服分价格段品牌市占率（销量占比）

女装					男装					运动					户外								
2022	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	2022	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	2022	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	2022	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400
鸭鸭	27.4%	32.2%	23.2%	8.3%	5.7%	鸭鸭	8.9%	10.7%	7.6%	2.0%	1.8%	李宁	17.9%	18.3%	32.9%	4.9%	0.1%	骆驼	20.2%	39.9%	33.8%	6.8%	0.3%
雅鹿	11.4%	14.7%	5.4%	1.7%	1.6%	雪中飞	7.6%	8.8%	6.7%	3.3%	1.0%	阿迪达斯	17.6%	12.0%	20.0%	26.8%	7.8%	北面	16.3%	0.7%	0.0%	13.8%	40.6%
雪中飞	6.0%	5.8%	9.6%	2.4%	0.7%	罗蒙	6.3%	8.2%	3.6%	0.8%	2.4%	斐乐	9.8%	0.0%	0.1%	24.2%	36.8%	南极人	13.2%	35.7%	0.0%	0.0%	0.0%
波司登	4.8%	0.9%	3.6%	27.4%	24.7%	雅鹿	5.7%	7.1%	3.6%	1.3%	2.4%	安踏	9.3%	10.6%	15.9%	2.7%	0.6%	凯乐石	4.4%	0.3%	6.9%	13.0%	3.7%
高梵	1.6%	0.9%	1.4%	3.7%	10.6%	波司登	5.3%	1.6%	4.0%	25.5%	30.6%	鸿星尔克	4.9%	13.7%	1.1%	0.1%	0.0%	可隆	4.0%	0.0%	0.0%	0.8%	11.4%
海澜优选	1.4%	1.7%	0.8%	0.1%	0.1%	海澜之家	2.9%	2.7%	4.0%	2.9%	0.3%	斯凯奇	4.7%	9.8%	3.4%	1.5%	0.1%	哥伦比亚	3.6%	0.1%	8.6%	6.9%	4.1%
优衣库	1.3%	1.3%	2.3%	0.5%	0.0%	森马	2.5%	3.2%	1.8%	0.4%	0.0%	新百伦	2.5%	0.0%	1.1%	7.2%	4.2%	伯希和	1.6%	0.8%	3.9%	4.0%	0.6%
罗宾汉	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	优衣库	1.7%	1.3%	2.9%	2.4%	0.0%	安德玛	2.4%	0.1%	4.7%	3.2%	1.2%	牧荒者	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
坦博尔	0.7%	0.9%	0.5%	0.2%	0.1%	森马	2.5%	3.2%	1.8%	0.4%	0.0%	耐克	2.3%	0.2%	0.7%	8.3%	0.8%	西域骆驼	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

2023					2023					2023					2023								
品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400				
鸭鸭	33.0%	40.1%	26.7%	6.1%	1.1%	鸭鸭	10.9%	13.7%	6.7%	4.4%	1.3%	李宁	14.5%	9.0%	31.7%	7.8%	0.1%	骆驼	51.9%	74.6%	54.7%	49.3%	0.9%
雅鹿	12.2%	16.2%	3.5%	2.0%	0.9%	雪中飞	7.3%	8.2%	7.7%	2.8%	0.5%	阿迪达斯	15.6%	2.7%	21.4%	26.6%	13.6%	北面	8.5%	0.0%	0.0%	2.4%	36.8%
雪中飞	6.1%	6.3%	9.8%	2.3%	0.4%	罗蒙	6.3%	7.3%	6.1%	1.3%	2.0%	斐乐	8.6%	0.0%	0.1%	16.2%	36.3%	南极人	5.2%	10.6%	0.0%	0.0%	0.0%
波司登	5.8%	1.3%	6.6%	26.2%	29.5%	雅鹿	5.4%	6.9%	2.6%	2.6%	0.3%	安踏	7.9%	7.5%	14.4%	4.5%	0.3%	凯乐石	0.8%	0.0%	0.5%	1.4%	2.4%
高梵	1.3%	0.1%	0.2%	4.4%	16.6%	波司登	7.3%	3.7%	5.5%	24.9%	37.5%	鸿星尔克	2.6%	6.2%	1.8%	0.2%	0.0%	可隆	2.1%	0.0%	0.0%	0.1%	9.6%
海澜优选	0.8%	0.9%	0.5%	0.0%	2.0%	海澜之家	3.5%	3.4%	5.0%	2.5%	0.2%	斯凯奇	3.8%	6.6%	3.4%	2.4%	0.3%	哥伦比亚	3.5%	0.0%	1.1%	2.4%	13.8%
优衣库	1.1%	1.2%	1.0%	0.6%	0.0%	森马	2.0%	2.2%	2.4%	0.2%	0.1%	新百伦	2.1%	0.0%	0.5%	5.1%	5.3%	伯希和	1.9%	0.1%	5.2%	5.8%	1.2%
罗宾汉	4.8%	4.9%	5.6%	2.1%	5.5%	优衣库	1.3%	1.2%	2.0%	0.9%	0.0%	安德玛	1.8%	0.1%	2.8%	2.9%	1.3%	牧荒者	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
坦博尔	0.8%	0.7%	1.2%	0.9%	0.2%	森马	2.0%	2.2%	2.4%	0.2%	0.1%	耐克	4.1%	0.0%	1.9%	14.0%	1.3%	西域骆驼	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

2024YTD					2024YTD					2024YTD					2024YTD								
品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400	品牌占比	<400	400-700	700-1400	>1400				
鸭鸭	29.4%	38.5%	17.5%	3.4%	1.2%	鸭鸭	11.0%	12.7%	10.5%	4.8%	0.8%	李宁	16.0%	10.5%	30.9%	11.7%	0.2%	骆驼	44.5%	45.6%	58.6%	68.3%	1.7%
雅鹿	7.5%	10.3%	2.3%	1.3%	0.1%	雪中飞	5.9%	6.2%	6.9%	3.0%	1.9%	阿迪达斯	18.7%	2.7%	26.9%	31.3%	8.0%	北面	3.8%	0.1%	0.0%	0.1%	31.0%
雪中飞	7.0%	8.1%	7.9%	2.0%	0.6%	罗蒙	5.8%	6.9%	5.8%	0.9%	0.6%	斐乐	9.2%	0.9%	0.0%	11.2%	43.5%	南极人	3.4%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%
波司登	7.3%	2.0%	8.4%	27.2%	30.7%	雅鹿	4.0%	4.9%	2.7%	2.1%	0.3%	安踏	9.3%	15.6%	11.8%	4.2%	0.2%	凯乐石	0.6%	0.0%	0.0%	0.5%	4.4%
高梵	1.2%	0.0%	0.0%	3.7%	15.5%	波司登	7.0%	3.8%	6.7%	18.9%	27.9%	鸿星尔克	1.7%	4.8%	1.2%	0.1%	0.0%	可隆	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%
海澜优选	0.3%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	海澜之家	2.9%	2.3%	5.2%	2.8%	0.2%	斯凯奇	3.6%	8.3%	3.2%	1.2%	0.0%	哥伦比亚	1.4%	0.0%	0.1%	2.1%	10.2%
优衣库	1.0%	0.8%	2.1%	1.0%	0.0%	森马	1.5%	1.4%	2.5%	0.7%	0.0%	新百伦	1.8%	1.6%	1.1%	2.4%	3.1%	伯希和	1.7%	0.0%	3.0%	4.8%	6.3%
罗宾汉	2.9%	3.5%	2.3%	1.3%	0.3%	优衣库	1.2%	0.9%	1.6%	3.3%	0.0%	安德玛	1.3%	0.1%	2.8%	0.9%	1.2%	牧荒者	6.4%	10.2%	0.0%	0.0%	0.0%
坦博尔	1.6%	0.8%	4.2%	3.2%	0.8%	森马	1.5%	1.4%	2.5%	0.7%	0.0%	耐克	4.5%	0.5%	2.1%	12.7%	3.1%	西域骆驼	4.1%	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：天猫/京东/抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

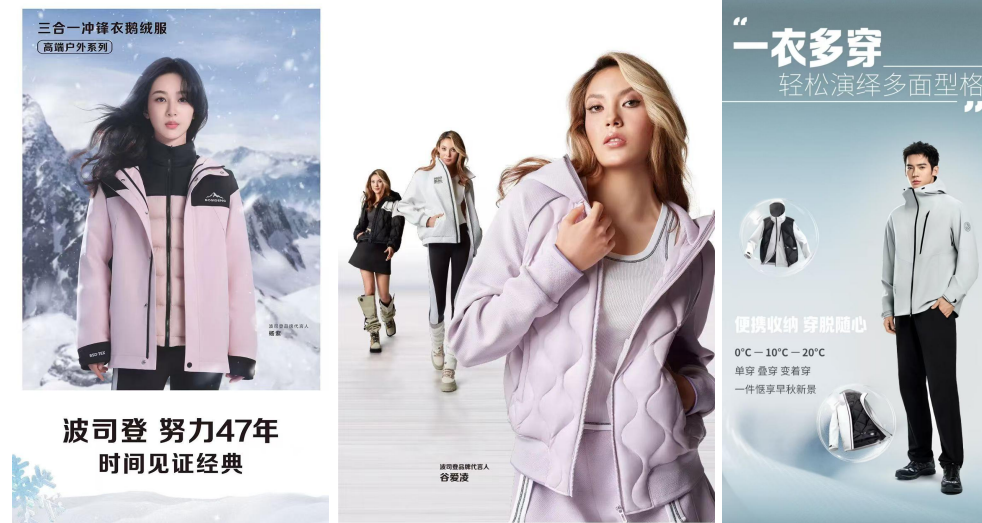
## 二、“质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点

波司登成长分析：羽绒服主业产品升级，创新品类收入快速增长

波司登羽绒服产品升级助力价格带提升。1) **功能性**：羽绒服核心功能是保暖，其次还有防风防水防跑绒、舒适度、轻薄等，波司登在原材料和生产技术方面行业领先、品质优异，消费者放心。同时公司在产品功能性上不断升级，例如今年4月，波司登与极地研究中心签约，打造出高科技极寒系列羽绒服，首次采用动态御寒科技，有效解决了“一动就热，一停就冷”的问题。同时，在羽绒服内设计有“北极熊绒仓”结构，保暖的同时，具备防风、透汽、轻量等优点。另外，“极地极寒系列”充分考虑到科考队员的工作日常，做出了功能上的迭代，比如增加两条背带，帮助羽绒服减重500g，更加轻便上阵。2) **时尚性**：波司登羽绒服时尚感升级，并积极合作国民度高的明星代言人。版型上从过去臃肿单调的形式到现在的轻薄修身、休闲宽松、时尚个性、户外工装等多种风格，对羽绒服版型设计时尚度的升级令波司登吸引了更多年轻消费者关注与喜爱。代言人方面，公司在每年旺季官宣新的明星代言人，均具有较高的国民度，2021年9月和11月分别官宣杨幂和肖战成为品牌代言人；2022年9月和10月分别官宣冬奥冠军谷爱凌，易烊千玺为品牌代言人；2023年10月官宣杨紫为品牌代言人；2024年9月和11月分别官宣于适和江疏影分别为品牌代言人和品牌大使。

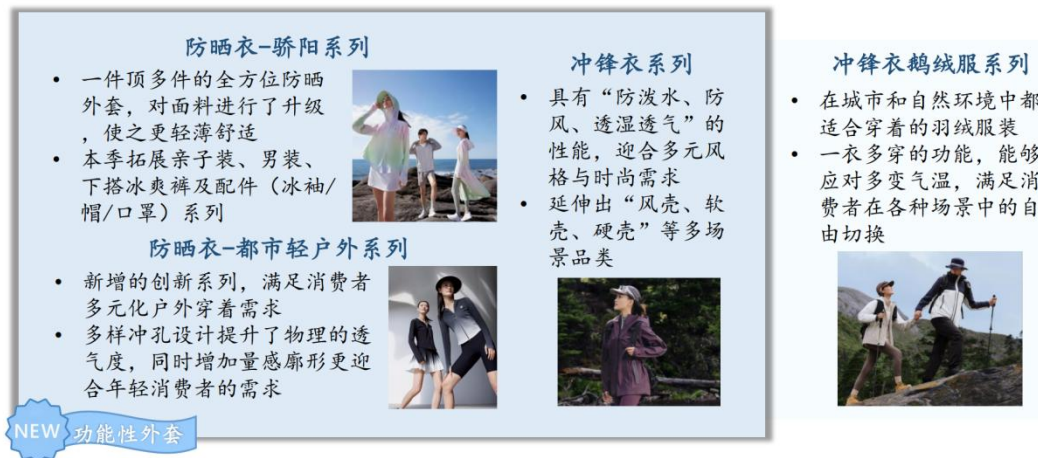
推出防晒衣、一衣三穿冲锋衣、轻薄羽绒服等创新品类，拉长销售季节，成功拓展增量业务。防晒服销售额从2023财年的1亿上升至2024财年的5亿；三合一冲锋衣羽绒服，2023.9月份上市后便取得6亿多的销售额；轻薄羽绒服2023财年销售额突破20亿，2024财年突破30亿。2025上半财年，公司继续对创新品类迭代升级，新品类快速增长、贡献销售占比不断提升。

图：波司登新款产品功能性升级与时尚性兼备



资料来源：波司登官方公众号，国信证券经济研究所整理

图：波司登品类迭代创新实现快速增长



**防晒衣-骄阳系列**

- 一件顶多件的全方位防晒外套，对面料进行了升级，使之更轻薄舒适
- 本季拓展亲子装、男装、下搭冰爽裤及配件（冰袖/帽/口罩）系列

**冲锋衣系列**

- 具有“防泼水、防风、透湿透气”的性能，迎合多元风格与时尚需求
- 延伸出“风壳、软壳、硬壳”等多场景品类

**冲锋衣鹅绒服系列**

- 在城市和自然环境中都适合穿着的羽绒服装
- 一衣多穿的功能，能够应对多变气温，满足消费者在各种场景中的自由切换

**防晒衣-都市轻户外系列**

- 新增的创新系列，满足消费者多元化户外穿着需求
- 多样冲孔设计提升了物理的透气度，同时增加量感廓形更迎合年轻消费者的需求

NEW 功能性外套

资料来源：波司登官网，国信证券经济研究所整理

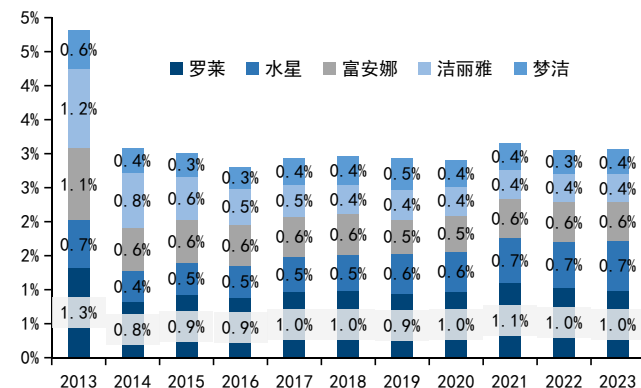
## 三、家纺有望受益于国补及婚庆反弹

**零售口径市场份额：**行业季度分散，头部地位稳固。早年家纺企业多为区域性、地方性企业，竞争格局分散，加之消费者的家纺品牌意识较为薄弱，导致行业集中度相对较低。目前行业内比较知名、有一定规模的家纺品牌有罗莱、水星、富安娜、洁丽雅、梦洁等，前五大品牌已经形成比较稳固的市场份额，近10年CR5基本稳定在3%左右。

**高端市场竞争格局好，由头部品牌占据：**根据《中国高端床上用品市场报告》，高端床上用品零售价一般在3000元以上，我国高端床上用品2017-2020年整体市场规模从73.4亿元增长至82.5亿元（其中2020年受疫情影响同比小幅下滑），复合增速为4.0%。增速快于整体床上用品市场增速，高端市场占比从2017年的5.5%提升至6.3%；由于疫情期间线下中小品牌大量倒闭关店出清明显，我们预计高端市场占比进一步提升，若2022年提升到8%，高端市场规模达102.4亿元。2020年高端市场Top1品牌罗莱占21%，CR5为74%，集中度高，且以国产品牌为主。

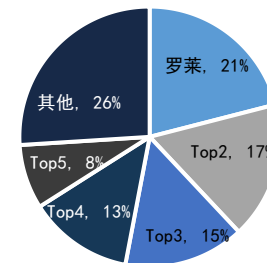
**线上渠道市场份额：**线上价格带偏中低端，中高档市场格局较好头部品牌占比高。线上渠道300元以下产品占主流，市场竞争激烈；600元以上市场竞争格局好，三大头部品牌市占率高。

图：我国家纺行业前五大品牌市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：我国高端家纺市场竞争格局



资料来源：《中国高端床上用品市场报告》，国信证券经济研究所整理

图：床上用品2023年天猫+京东+抖音头部品牌在各价格带销量占比及行业价格带分布

价格带	南极人	水星家纺	富安娜	罗莱家纺	博洋	无印良品	梦洁	苏萱	洁丽雅	恒源祥	恩兴	多喜爱	卡丝迪尔	黛圣婕	LOVO
0-150	6.0%	0.6%	0.8%	0.3%	0.1%	1.7%	0.0%	1.2%	4.9%	0.0%	0.1%	0.1%	0.4%	2.1%	0.0%
150-300	2.0%	4.2%	2.1%	1.2%	0.7%	11.4%	1.0%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.9%	0.8%
300-600	0.2%	8.9%	2.2%	4.7%	1.2%	5.2%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	0.8%
600-1000	0.0%	15.2%	2.6%	8.0%	3.0%	0.5%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	2.3%
1000-1500	0.0%	18.1%	7.0%	11.5%	2.0%	2.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
1500-2000	0.0%	11.5%	3.0%	9.6%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%
2000-3000	0.0%	11.4%	4.1%	13.8%	1.1%	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%
>3000	0.0%	6.5%	2.7%	3.3%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

## 三、家纺有望受益于国补及婚庆反弹

从需求结构来看：家纺主要需求来源，根据中国家纺协会的调研数据显示，家纺购买需求结构为：自用更新32.9%，换季20.3%，打折促销18.2%，乔迁（包含购房和租房）16.9%，婚庆6.5%，送礼5.2%。

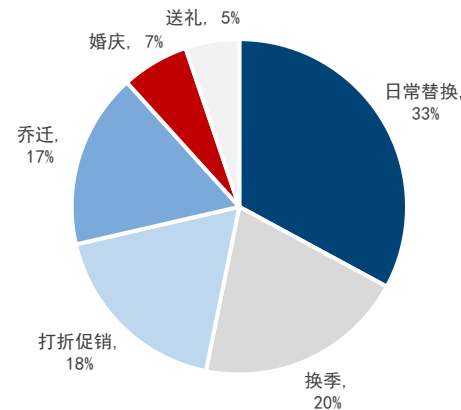
1) **日常更换受购买力影响，有望受益于国补带动**：影响家纺产品购买需求的主要因素还是与消费者购买力、购买意愿有关，大概占整体需求的70%以上。今年10月下旬开始，上海、厦门、南通、常州、无锡等地陆续开始将家纺产品纳入国补，并且后续京东平台全国地区都可以享受上海的家纺补贴，补贴力度为15%。若明年补贴政策进一步延续或扩大，有望进一步带动家纺产品的购买力，尤其头部品牌产品价格相对较高，消费者享受到的优惠力度更大，对头部品牌来说有更好的向上弹性。

2) **家纺与地产销售竣工的相关度低**：由于家纺产品和家具、白电相比，单价相对较低、消费频次相对较高，故因购房而购买家纺产品的占比并不高，受地产销售、竣工量影响较小。

3) **家纺今年婚庆系列表现较差，明年有望回升**：由于2024年为无春年，在中国传统婚俗观念中不宜结婚，2024年前三季度结婚登记对数同比持续下滑，第三季度创近年新低。今年家纺婚庆系列受影响较大，下滑幅度超过行业整体。

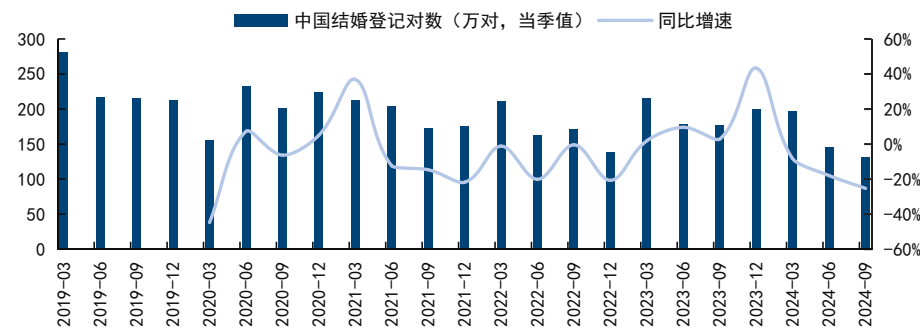
2025年作为双春年，在中国传统观念里为结婚吉年，结婚需求有望反弹。关注到由于婚宴大部分需要提前半年到一年时间预定，部分大型婚庆场馆2025年档期较满，婚礼宴会主题连锁餐饮企业同庆楼第三季度其他应付账款（主要系订餐押金）同比增加6.9%。

图：我国家纺需求结构



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：结婚登记对数及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力

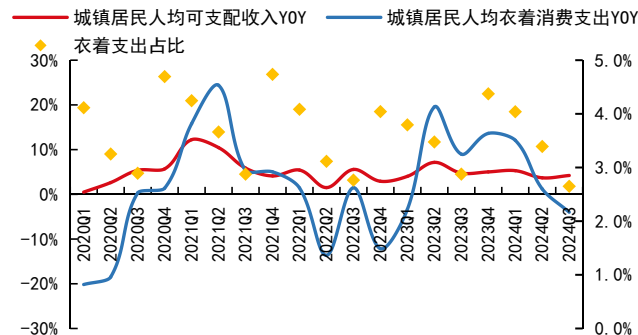
## 四、性价比大众休闲服饰，客群价格敏感，消费复苏弹性大，并带动正向经营杠杆

成人、儿童休闲服饰受经济疲软、消费需求下滑影响大，运动户外服饰需求相对刚性。2022年以来居民人均衣着消费支出占人均可支配收入的比重有明显下滑；由于电商渠道消费者相对更注重性价比，且电商平台均价相对较低，电商平台销售情况一定程度上可以反应性价比服饰购买力变化，从天猫京东平台各品类服饰的销售额可以看出，运动户外品类销售额表现好于男装女装童装，运动户外服饰需求相对刚性，成人儿童休闲服饰受衣着开支缩减的影响更大。

大众休闲品牌龙头更具性价比，表现好于行业整体。从优衣库大中华区、森马、巴拉巴拉、海澜之家的季度收入增速来看，品牌增速明显好于行业增速。从各品牌基础款产品定价来看，以纯色衬衫产品为例，天猫旗舰店到手价均在100-200元，与其他电商品牌、白牌价格相近；由于目标客群注重性价比，同样价格下希望购买到品质更好、品牌知名度更高（产品质量更有保障）的产品，龙头品牌相对占优。

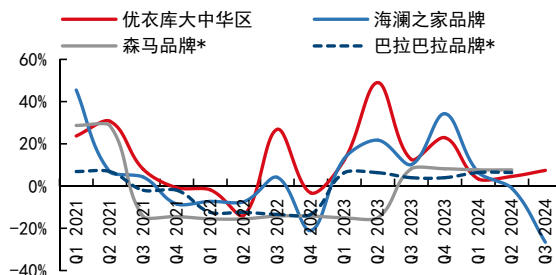
展望：客群价格敏感，短期国补优惠以及中长期消费复苏有望带动品类更大的向上弹性。当前京东国补范围延伸到内衣、家居服、童装，且国补页面首页展示以大牌为主，预计将对品类尤其是头部品牌来说有较好的带动作用。长远来看，随着经济复苏、服装消费支出占比回升，跌幅较深的休闲服饰也具备更大的向上弹性。

图：城镇居民衣着消费支出占比



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：优衣库/海澜/森马/巴拉季度收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
注：森马未披露分品牌的季度数据，此处Q1-Q2增速为H1增速，Q3-Q4增速为H2增速

图：天猫京东平台各服装品类销售增速

	运动	户外	男装	女装	童装
2020Q1	20.5%	23.7%	25.3%	13.9%	-3.0%
2020Q2	40.7%	37.5%	-1.9%	18.0%	16.8%
2020Q3	8.5%	20.7%	11.8%	13.2%	18.2%
2020Q4	6.3%	20.8%	0.8%	2.6%	6.2%
2021Q1	30.2%	54.6%	33.0%	37.0%	27.3%
2021Q2	5.0%	29.9%	1.8%	8.8%	12.9%
2021Q3	13.6%	16.6%	12.0%	1.8%	10.4%
2021Q4	9.6%	13.4%	-9.3%	-2.9%	-4.3%
2022Q1	3.4%	1.7%	-14.0%	-22.7%	-10.4%
2022Q2	-1.2%	-7.8%	-25.8%	-27.3%	-20.9%
2022Q3	-9.8%	-5.7%	-11.9%	-25.7%	-7.8%
2022Q4	-11.1%	-8.2%	-21.2%	-24.7%	-11.4%
2023Q1	-5.0%	14.4%	-8.7%	-7.0%	-8.5%
2023Q2	2.4%	17.7%	-10.1%	-10.2%	4.2%
2023Q3	-1.9%	16.5%	-20.5%	-7.7%	-7.9%
2023Q4	-3.3%	27.0%	-21.7%	-16.0%	-9.8%
2024Q1	-4.0%	8.8%	-18.4%	-14.0%	4.9%
2024Q2	-0.1%	6.3%	-5.4%	-4.0%	4.3%
2024Q3	-4.5%	-0.2%	-20.2%	-28.3%	-6.2%

资料来源：天猫/京东第三方数据，国信证券经济研究所整理

图：优衣库/海澜/森马/巴拉天猫衬衫价格

优衣库男装精纺易打理 利高有型方便打理  
¥199 3000+人付款

优衣库男装女装牛津纺 ¥99 5000+人付款

海澜之家男士纯棉牛津纺长袖衬衫2024新款秋商 本店衬衫热销第1名  
¥108 补贴后 1000+人付款

海澜之家轻奢商务男士 长袖衬衫2024新款秋季纯色弹  
¥138 补贴后 600+人付款 运费 ¥22

巴拉巴拉童装儿童长袖衬衫男童2024新款秋装 巴拉巴拉儿童长袖衬衫  
¥126.27 折后价 200+人付款

巴拉巴拉童装儿童衬衫女童2024秋装白衬衣 巴拉巴拉儿童长袖衬衫  
¥177.75 折后价 500+人付款

资料来源：天猫官方旗舰店，国信证券经济研究所整理

03

主线二：关注海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头

## 1、当前市场担忧——特朗普上任后对纺织品加征关税

### • 问题一：对我国加征关税？

根据对特朗普1.0时期的复盘，在中美贸易摩擦最严重的2019年，加征关税的清单三和清单四几乎覆盖了我国大部分对美出口的纺织服装产品，纺织服装行业成为这一阶段受影响最大的行业之一，中国服装和运动鞋出口额出现明显下滑。

而对企业来说，由于大部分有直接出口业务的纺织制造企业当时已经实现产能向东南亚转移，境内产能部分主要用于内销或者上游制造商向国内或者东南亚的下游制造商销售，故当时影响就非常有限。加之在上一轮摩擦过后，纺织制造企业又有了进一步的海外产能布局和扩张，预计如果本次提高对我国纺织品附加关税，直接影响进一步减弱。

### • 问题二：对越南、或者无差别加征关税？

**1、我国+越南对美出口纺织品占比高，同时加征对美国进口产品压力加大，可能性较小。**从美国纺织品进口国家结构来看，2017-2021年中国始终是美国纺织品和服装的第一大进口来源国，是美国运动鞋第二大进口来源国，第一大是越南；从份额占比来看，三大品类中国占美国进口金额的占比均有明显的下降，2021年相较2017年纺织品、服装、运动鞋占比分别-2.8%/-7.0%/-11.6%至38.5%/28.2%/24.0%；从越南进口服装和运动鞋金额的占比分别+1.5%/7.1%至14.8%/53.8%。

**2、一旦加征，制造企业一般采取FOB定价，关税将转嫁给品牌，最终转嫁给美国消费者。**

**3、制造企业也在积极拓展印尼印度等其他国家产能。**

图：2017-2021美国纺织品前十大进口国占比变化

	2017	2021	变化
中国	41.3%	38.5%	-2.8%
印度	14.1%	16.4%	2.3%
墨西哥	6.4%	6.4%	0.0%
土耳其	3.6%	5.5%	1.9%
巴基斯坦	5.2%	5.3%	0.1%
韩国	2.8%	2.9%	0.2%
越南	-	2.9%	-
加拿大	4.3%	2.7%	-1.5%
其他亚洲国家	2.2%	2.0%	-0.2%
德国	2.0%	1.8%	-0.2%
其他	16.0%	15.6%	-0.4%

资料来源：UN Comtrade，国信证券经济研究所整理

图：2017-2021美国服装前十大进口国占比变化

	2017	2021	变化
中国	35.2%	28.2%	-7.0%
越南	13.3%	14.8%	1.5%
孟加拉国	5.8%	7.2%	1.4%
马来西亚	-	5.6%	-
印度尼西亚	5.4%	4.5%	-0.9%
印度	4.4%	4.4%	0.0%
柬埔寨	2.5%	3.6%	1.2%
墨西哥	4.2%	3.2%	-1.1%
洪都拉斯	2.8%	2.7%	-0.2%
巴基斯坦	-	2.4%	-
其他	22.0%	23.4%	1.5%

资料来源：UN Comtrade，国信证券经济研究所整理

图：2017-2021美国运动鞋前十大进口国占比变化

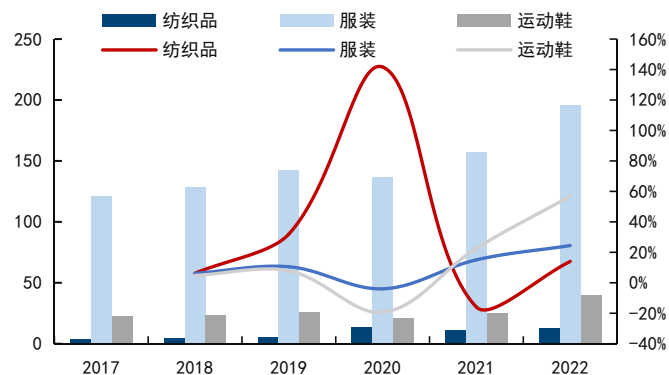
	2017	2021	变化
越南	46.6%	53.8%	7.1%
中国	35.6%	24.0%	-11.6%
印度尼西亚	11.5%	13.2%	1.6%
意大利	0.8%	2.6%	1.8%
柬埔寨	1.0%	2.6%	1.6%
罗马尼亚	0.6%	0.8%	0.2%
印度	1.3%	0.6%	-0.7%
匈牙利	0.2%	0.4%	0.1%
波斯尼亚和	-	0.3%	-
泰国	-	0.3%	-
其他	1.1%	1.6%	0.5%

资料来源：UN Comtrade，国信证券经济研究所整理

## 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头

- 美国与越南纺织品贸易情况梳理：特朗普曾表达过对美越贸易逆差的担忧，并在一段时间内把越南列为汇率操纵国。越南对美出口有大约三成是纺织品，如果美越贸易关系紧张对纺织品贸易的影响较大，但总体来讲在中美贸易战影响下越南纺织品对美出口是受益的。
1. **中美贸易战影响**：由于中美贸易战的影响，越南对美国的出口增加。2019年上半年，越南对美国的出口增长了27.3%，其中纺织品、鞋类、家具和海产品等消费品出口增加。具体来说，鞋类和相关产品出口额达到31.8亿美元，增长了13%；纺织品和服装出口额达到70.3亿美元，增长了11%。
  2. **美越贸易矛盾1：美国将越南列为汇率操纵国**。美国财政部在2020年12月中旬发布年度汇率报告，报告中将越南列为汇率操纵国。在报告中，美国认为越南央行严格控制越南盾汇率，很大程度上干预了外汇市场。这引发了对越南可能面临美国加征关税的担忧，然而，这一行动并没有转化为实际的加征关税。
  3. **美越贸易矛盾2：美越贸易失衡**。根据路透社的报道称：特朗普在2020年卸任前对于美越贸易失衡曾多次表达不满。随后拜登上台后对贸易逆差关注度降低，在拜登过去执政的3年多时间中，越南对美贸易顺差加大。根据美方数据显示，越南2023年对美国的贸易顺差高达1040亿美元，仅次于中国、欧盟、墨西哥。
  4. **美越双边贸易繁荣**：特朗普政府期间，美国对越南的贸易政策较为保护主义，曾威胁要对越南施加关税。然而，越南通过购买更多的美国商品和服务来缓解贸易紧张，包括与通用电气和波音公司的高额交易。尽管存在贸易争端，双边贸易在特朗普政府期间仍然繁荣，2021年贸易额超过1380亿美元，越南向美国出口了超过1290亿美元的商品。
  5. **越南对美国纺织产品出口额**：越南是美国第二大服装进口国和第一大运动鞋进口国，2017-2021年美国从越南进口纺织品/服装/运动鞋金额复合增速分别为29.9%/6.7%/2.8%，占比份额也在持续提升，尤其运动鞋份额显著提升，从2017年的47%提升至2022年的57%。

图：美国从越南纺织品/服装/运动鞋进口金额及增速（亿美元，%）



资料来源：UN Comtrade, 国信证券经济研究所整理

图：美国从越南纺织品/服装/运动鞋进口金额占比变化

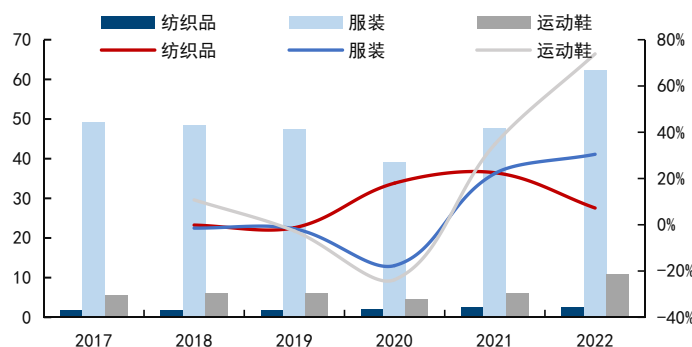
	纺织品	服装	运动鞋
2017	1.3%	13.3%	46.6%
2018	1.3%	13.5%	47.5%
2019	1.8%	14.9%	51.6%
2020	3.0%	16.6%	54.0%
2021	2.9%	14.8%	53.8%
2022	3.3%	16.8%	56.7%

资料来源：UN Comtrade, 国信证券经济研究所整理

## 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头

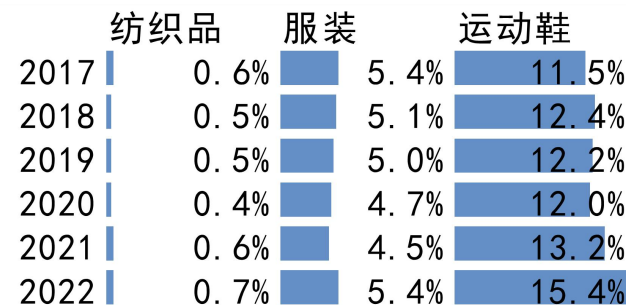
- 美国与印尼纺织品贸易情况梳理：特朗普的贸易保护主义对印尼产生间接影响，中美贸易战导致印尼本地企业面临中国制造的产品竞争加剧，因而印尼政府计划出台保护措施加征关税。但总体而言印尼从中受益，美国是印尼最大的服装出口国，特朗普政府期间印尼对美出口高速增长。
1. 美国和印尼双边贸易繁荣：1) 印尼对美出口增长：从2017年到2022年，印尼对美国的出口以年均9.97%的增长率增长，从2017年的约196亿美元增加到2022年的316亿美元。2) 美国对印尼出口增长：同期，美国对印尼的出口也以年均7.61%的增长率增长，从2017年的约71.2亿美元增加到2022年的103亿美元。
  2. 中国制造的产品竞争加剧：中美贸易摩擦时期，中国纺织品出口面临压力，部分出口订单转移至印尼等其他市场，这使得印尼小型企业面临竞争压力。
  3. 印尼政府的保护措施：2024年7月1日，印度尼西亚贸易部长祖尔基弗利·哈桑宣布了一项重要决策，印尼正计划对进口的鞋类、服装、纺织品、化妆品和陶瓷等产品征收高达100%至200%的保障关税。这一措施的目的是重启保护国内产业的计划，预计这些即将实施的进口关税平均会超过100%。哈桑指出，这一决策是为了防止国内市场被大量涌入的进口商品淹没，进而威胁到印尼的微型、小型及中型企业的生存。这一政策并非专门针对中国，而是适用于所有进口商品，不论其原产地。
  4. 印尼对美国纺织产品出口额：印尼是美国第五大服装进口国和第三大运动鞋进口国，2017-2021年美国从印尼进口纺织品/服装/运动鞋金额复合增速分别为+9.3%/-0.7%/+2.6%，运动鞋占比份额有明显提升，从2017年的12%提升至2022年的15%。

图：美国从印尼纺织品/服装/运动鞋进口金额及增速（亿美元，%）



资料来源：UN Comtrade, 国信证券经济研究所整理

图：美国从印尼纺织品/服装/运动鞋进口金额占比变化

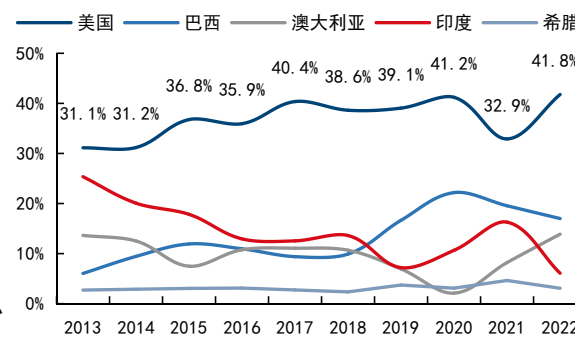


资料来源：UN Comtrade, 国信证券经济研究所整理

## 2、全球纺织产业链分布

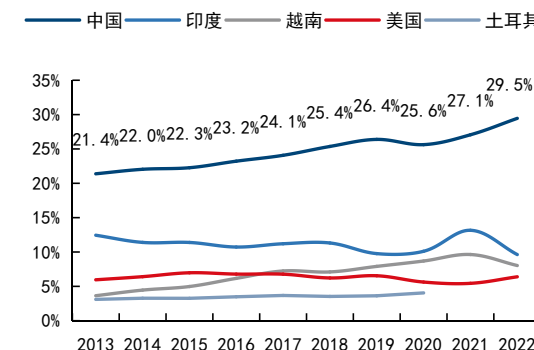
- **主要国家市场地位：**从出口份额看市场地位，中国在终端品和中间品环节具有显著优势，东南亚在终端品环节优势提升，美国在原料环节具有明显优势。
- 1) 成衣出口份额方面，中国明显高于其他国家。2022年成衣出口份额前五的国家分别为中国/越南/意大利/德国/土耳其，其中中国占世界份额高达35%，其他国家在3%-7%之间。分国家来看，中国为全球最大成衣出口国，近3年份额均维持在30%以上；越南份额维持在6%左右；德国、土耳其仍为成衣重要出口国。
- 2) 棉花出口份额方面，美国、巴西占据明显优势。2022年棉花出口份额前五的国家分别为美国/巴西/澳大利亚/印度/希腊。分国家来看，美国为全球最大棉花出口国，近3年份额均维持在30%以上；巴西、澳大利亚为第二、第三大棉花出口国，且澳大利亚近3年份额呈现上升趋势，近三年出口份额分别在17%-22%和2%~14%。
- 3) 纤维出口份额方面，中国、印度、越南份额较高。2022年纤维出口份额前五的国家分别为中国/印度/越南/美国/土耳其。分国家来看，中国为全球最大纤维出口国，近3年份额均维持在25%以上；印度、越南分别为全球第二、第三大纤维出口国，且份额有上升趋势，近3年份额分别为9%-13%和8%-9%。
- 4) 面料出口份额方面，中国遥遥领先于其他国家。2022年面料出口份额前五的国家分别为中国/意大利/印度/土耳其/韩国。分国家来看，中国为全球最大面料出口国，近3年份额均维持在50%左右，远高于其他国家；意大利、印度分别为全球第二、第三大面料出口国，近三年出口份额分别为4%-5%和3%-4%。

图：全球前五大棉花出口国



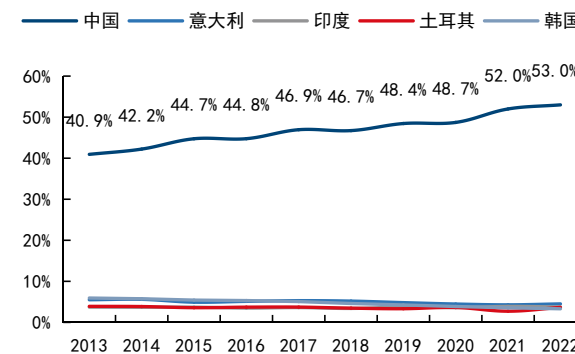
资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大纤维出口国



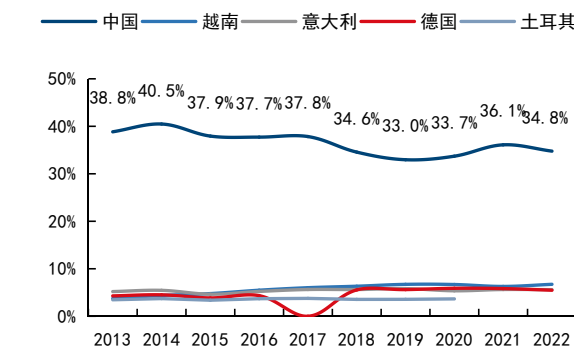
资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大面料出口国



资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大成衣出口国



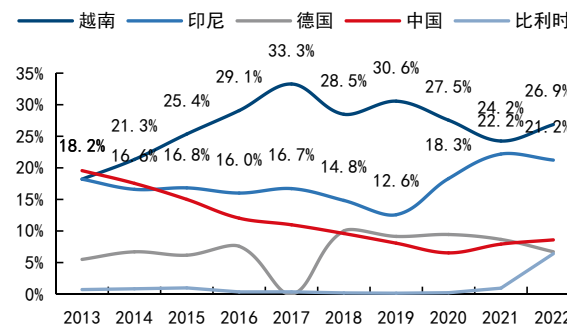
资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

# 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头

## 2、全球纺织产业链分布

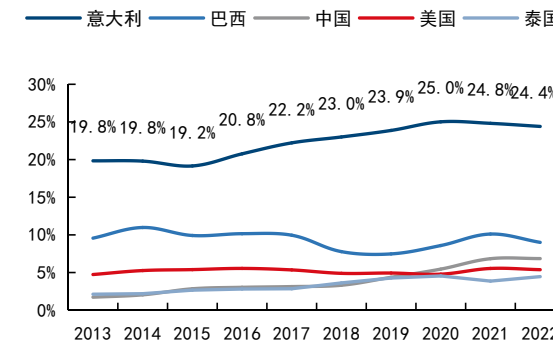
- 主要国家市场地位：从出口份额看市场地位，中国在终端品和中间品环节具有显著优势，东南亚在终端品环节优势提升，美国在原料环节具有明显优势。
- 5) 运动鞋出口份额方面，越南和印尼明显高于其他国家。2022年运动鞋出口份额前五的国家分别是越南、印尼、中国、德国和比利时，份额分别为26.9%/21.2%/8.6%/6.7%/6.4%。越南是最大的运动鞋出口国，近十年来份额从2013年的18%，最高提升至33%，近三年回落到27%但仍维持最大份额，主要基于劳动力充足、人工成本低、出口税收政策好等因素，除越南本土工厂外，大量其他国家制鞋企业在越南建厂；印尼份额排名第二，2019年以来份额快速从13%提升至21%，成为继越南后，各制鞋企业投资建厂的最新目标国家；中国出口份额近十年来从20%下降至9%，主要受劳动力成本上涨以及贸易政策影响，大量工厂向东南亚迁移。
- 6) 皮革出口份额方面，意大利遥遥领先。2022年皮革出口份额前五的国家分别是意大利、巴西、中国、美国和泰国，份额分别为24.4%/9.0%/6.9%/5.4%/4.5%。分国家看，意大利近十年出口份额始终维持在19%以上，稳居第一；中国出口份额近十年来提升速度最快，从2%提升至7%。
- 7) 橡胶出口份额方面，前五大国家份额差距较小。2022年橡胶出口份额前五的国家分别是美国、德国、中国、泰国和韩国，份额分别为10.6%/10.2%/8.2%/8.1%/6.9%。前五大国家份额差距较小，且纵向来看份额较为稳定。

图：全球前五大运动鞋出口国



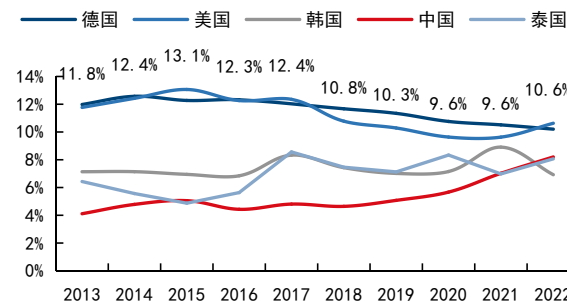
资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大皮料出口国



资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大橡胶出口国



资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

# 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头



## 3、纺织制造企业产能分布情况

图：纺织制造企业产能分布

- 下游代工制造企业如鞋、服、箱包等供应商，相对属于劳动密集型生产模式，由于劳动力成本、贸易壁垒等原因，在中国产能占比下降较早，大部分已经布局在东南亚。
- 上游纺织材料企业如面辅料、纱线等供应商，相对属于资本密集型生产模式，对产业链配套齐全程度、基础设施环境、技术人才要求等原因，在中国的产能仍占大部分，而有自主创造适合的生产环境和人才输出的企业已经在东南亚积极扩大布局。

产品类型	公司	产能分布国家/地区	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023			
运动鞋	丰泰	中国	32%	30%	24%	23%	22%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	10%	12%	10%	10%			
		越南	55%	51%	51%	51%	53%	50%	52%	52%	53%	52%	52%	52%	53%	56%	45%	48%	47%			
		印尼	17%	19%	20%	18%	16%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	14%	13%	14%	16%	14%	12%			
		印度			5%	8%	9%	13%	16%	19%	20%	23%	24%	24%	26%	20%	27%	28%	31%			
	裕元集团	中国							34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%			
		印尼							31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%			
		越南							34%	39%	42%	44%	45%	46%	44%	46%	35%	38%	34%			
	华利集团	其他							35%	30%	26%	22%	19%	17%	17%	15%	17%	16%	17%			
		越南												98%	98%	99%	99%					
服装	申洲国际	多米尼											2%	2%	1%	1%						
		境外															100%	100%	100%			
		中国大陆、中国香港											69%	65%	63%	57%	51%	49%	45%	41%		
	鲁泰A（服装）	越南												16%	21%	22%	29%	32%	29%	32%	35%	
		柬埔寨												15%	14%	15%	14%	17%	21%	22%	23%	
		境内															47%	47%	44%	40%		
	晶苑国际	境外															53%	53%	56%	60%		
		中国																				
		越南															22%	18%	18%	17%	18%	
		柬埔寨															44%	53%	56%	54%	50%	49%
箱包	开润股份	柬埔寨																				
		孟加拉															18%	13%	8%	12%	12%	13%
	鲁泰A（面料）	斯里兰卡															9%	9%	11%	12%	14%	13%
		中国香港及亚洲其他地区															6%	6%	7%	5%	7%	7%
		境内（滁州）															0%	0%	0%	1%	1%	1%
		境外（印度、印尼）																				
面辅料	互太纺织	境内																				
		境外																				
	超盈国际	中国内地											84%	82%	75%	86%	83%	83%	81%	77%		
		越南											12%	16%	11%	13%	16%	15%	17%	21%		
		中国香港、日本及其他											4%	1%	13%	1%	1%	2%	2%	2%		
伟星股份	中国																		50%			
	海外																		50%			
纱线	百隆东方	境内（临海市、深圳市、潍坊市等）																				
		境外（孟加拉国）															91%	85%	85%	85%		
	天虹国际	中国															9%	15%	15%	15%		
天虹国际	越南																					
	海外																					

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理



# 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头



## 4、纺织制造企业收入分布情况

图：纺织制造企业收入分布

### • 运动鞋制造企业

- 裕元集团的收入以终端消费市场划分，比较具有参考性。纵向来看，在品牌客户来自中国市场需求快速增长的推动下，制造商中国收入占比近几年稳中有升；
- 横向来看，运动鞋制造商近几年在中国市场收入占比已经反超在中国的产能占比，形成净进口模式。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
运动鞋	丰泰	新加坡															76%	75%	74%	75%	
		美国					53%	54%	53%	49%	51%	52%	53%	46%	43%	42%	10%	10%	11%	10%	
		瑞士														2%		2%	3%	4%	5%
		中国					13%	12%	14%	13%	10%	11%	10%	12%	13%	14%	6%	5%	5%	4%	
		墨西哥														3%	2%	2%	3%	2%	2%
		比利时					10%	9%	9%	10%	11%	9%	11%	14%	13%	14%					
		越南									3%	2%				2%	2%				
		日本																			
		法国																			
		加拿大										2%	2%	2%	2%	2%	2%				
	韩国																				
	英国																				
	其他国家						24%	25%	22%	25%	22%	23%	20%	22%	16%	15%	4%	4%	4%	4%	
	裕元集团 (制造业务)	中国大陆									8%	9%	10%	13%	10%	13%	15%	19%	18%	15%	18%
		加拿大	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%												
		美国	42%	41%	38%	40%	38%	37%	35%							31%	31%	30%	34%	33%	28%
		亚洲	22%	23%	23%	22%	21%	23%	29%												
		南美	3%	3%	4%	4%	7%	6%	6%												
		欧洲	28%	28%	29%	29%	26%	28%	25%							30%	29%	26%	24%	27%	26%
	其他	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	92%	91%	90%	87%	90%		25%	26%	25%	24%	26%	29%	
华利集团	美国																88%	87%	84%	86%	
	欧洲																12%	12%	14%	12%	
	其他																1%	1%	2%	2%	
	其他业务															0%	0%	0%	0%		

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头



## 4、纺织制造企业收入分布情况

图：纺织制造企业收入分布

### • 服装制造企业

1. 横向比较，境外产能占比高的制造企业来自欧美市场的收入比例也比较高，如健盛（境外8成以上）、晶苑（欧美5成以上）、聚阳（美国6成以上）、儒鸿（美洲接近5成）；
2. 纵向比较，产能在境外快速扩张的公司在欧美的收入占比也在扩大，如申洲（欧美收入占比10年间提升10个点）；随中国市场终端需求增长，产能向外拓展的公司在销售比例并未明显下降趋势，而是增加了本地化销售的比例，降低了出口敞口，如申洲（出口敞口7年由45%降至12%）。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
服装	申洲国际	中国大陆					6%	11%	19%	18%	20%	21%	20%	19%	22%	24%	27%	30%	32%	32%	32%	25%	29%		
		欧洲					11%	14%	16%	15%	21%	22%	21%	17%	17%	18%	22%	22%	18%	17%	16%	20%	22%	20%	
		日本					76%	60%	51%	53%	41%	36%	31%	34%	28%	23%	20%	17%	15%	16%	21%	14%	14%	15%	
		美国					4%	8%	5%	6%	7%	6%	8%	9%	12%	13%	10%	13%	16%	15%	14%	16%	18%	16%	
		其他国家					4%	7%	9%	11%	16%	20%	21%	21%	23%	23%	23%	21%	21%	20%	18%	18%	20%	21%	
	鲁泰A	国内		16%	19%	29%	24%	20%	25%	20%	29%	23%	22%	27%	30%	30%	34%	32%	37%	36%	47%	46%	33%	39%	
		东南亚		20%	23%	29%	20%	19%	19%	21%	23%	21%	22%	22%	24%	24%	30%	33%	31%	29%	31%	22%	29%	34%	28%
		欧美		11%	14%	10%	22%	21%	23%	24%	26%	21%	22%	19%	15%	17%	16%	18%	16%	18%	17%	12%	11%	17%	16%
		其他		1%		2%	3%	13%	8%	12%	3%	17%	15%	14%	17%	17%	8%	7%	6%	6%	7%	7%	6%	7%	11%
		日韩		25%	21%	16%	16%	15%	13%	13%	10%	9%	9%	8%	7%	6%	7%	6%	6%	7%	6%	8%	5%	5%	6%
		韩国																							
		南美洲																							
		欧洲																							
		日本																							
		中国香港		27%	22%	14%	15%	12%	12%	11%	8%	9%	10%	9%	7%	7%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	
	盛泰集团	境外																							
		德国																		2%	3%	4%	6%		
		美国																		30%	23%	21%	12%		
		其他																		9%	10%	9%	9%		
		日本																		14%	15%	15%	18%		
	健盛集团	境外																							
		大洋洲											11%	13%	12%										
欧洲												48%	42%	39%											
日本												34%	37%	35%											
内销												6%	7%	13%	11%	12%	20%	18%	15%	11%	13%	12%	12%	14%	
晶苑国际	其他业务																								
	其他																								
	亚太地区																								
	美国																								
聚阳实业	欧洲																								
	其他国家/地区																								
	中国台湾																								
儒鸿	美国																								
	其他																								
	中国台湾																								
	美洲																								

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头



## 4、纺织制造企业收入分布情况

图：纺织制造企业收入分布

### • 箱包企业

1. 开润在境外收入占比随印尼产能占比扩大同步增长；

### • 面辅料公司

1. 横向对比，产业链跨国加工现象明显，境内产能占比明显高于境内收入占比，境内产能占比：境内收入占比的数据，互太为8:2，超盈为5:2，伟星为8:7；

2. 纵向对比，随下游制造商向东南亚迁移，中游公司东南亚收入占比在扩大，境内收入占比在下降，如果互太、超盈；分阶段看，2019年以前境内销售占比下降趋势明显，2020年以后境内销售比例维持稳定。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
箱包	开润股份	国外									36%	45%	49%	49%	50%	41%	28%	39%	54%	65%	77%	72%		
		国内									63%	55%	50%	51%	50%	59%	72%	61%	46%	35%	23%	28%	28%	
面辅料	互太纺织	东南亚					25%	21%	21%	23%	24%	29%	26%	28%										
		越南	5%	4%	4%	3%										24%	43%	43%	41%	42%	47%	43%	46%	
		印尼	2%	3%	4%	5%																3%	4%	
		柬埔寨																				4%	3%	
		其它东南亚国家														10%	6%	7%	9%					
		菲律宾	2%	2%	3%	3%																		
		中国内地	17%	26%	27%	25%	25%	27%	31%	36%	39%	35%	35%	38%	29%	18%	20%	20%	20%	19%	22%	24%	24%	
		孟加拉																				5%	7%	7%
		中国香港	27%	22%	20%	21%	19%	18%	19%	13%	14%	14%	17%	9%	12%	12%	10%	11%	9%	6%	5%	5%	4%	4%
		斯里兰卡	7%	11%	16%	17%	17%	19%	18%	15%	11%	8%	8%	8%	7%	7%	6%	4%	7%	4%	5%	5%	4%	4%
	美洲	4%	5%	4%	3%								8%	9%	10%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	2%	2%	
	约旦	3%	5%	5%	4%																1%	2%	2%	
	非洲										3%	2%	5%	3%										
	海地														1%	5%	5%	8%	1%	1%	1%	2%	2%	
	印度														1%	3%	3%	3%	4%	5%	5%	1%	1%	
	中国澳门	3%	2%	1%	1%																			
	洪都拉斯	4%	2%	1%	0%																			
	其他亚洲国家																			12%	13%	1%	1%	
	其他	25%	20%	16%	17%	15%	14%	11%	9%	9%	10%	3%	8%	5%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	
	超盈国际		中国内地									35%	35%	33%	27%	25%	27%	25%	23%	21%	22%	20%	20%	21%
中国香港											42%	40%	41%	43%	38%	36%	34%	33%	31%	22%	21%	23%	20%	
斯里兰卡											9%	9%	11%	12%	20%	19%	15%	17%	18%	16%	19%	19%	17%	
越南											2%	2%	1%	2%	2%	2%	4%	6%	6%	10%	9%	9%	11%	
中国台湾																				7%	7%	5%	10%	
韩国															2%	1%			2%	3%	5%	7%	6%	4%
泰国												3%	2%	2%	2%	1%	2%	4%	3%	3%	3%		3%	3%
孟加拉																		2%				2%	3%	3%
印尼												3%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	4%	3%	2%	3%	2%	2%
中国澳门																						3%	2%	0%
欧洲及美国												6%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%					
印度														2%	2%	2%	2%							
其他										7%	9%	9%	5%	4%	5%	8%	7%	10%	11%	9%	9%	9%		
伟星股份		国内	84%	77%	77%	82%	81%	84%	84%	84%	81%	80%	77%	77%	75%	78%	79%	75%	76%	73%	69%	69%		
		国外	16%	23%	18%	15%	16%	14%	13%	14%	17%	18%	21%	22%	25%	22%	21%	25%	24%	27%	31%	31%		
		其他			5%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%									

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 主线二：海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头



## 4、纺织制造企业收入分布情况

图：纺织制造企业收入分布

### • 纱线制造企业

1. 棉纱企业，纵向来看境外收入占比稳中有升，主要来自于海外产能扩张驱动；横向来看海外收入占比略低于海外产能占比，主要由于中国市场棉纱需求量大且历史上有内外棉的正价差；
2. 毛纺企业，目前尚无海外产能布局的情况下存在3成直接出口的收入，随国内需求增长和客户拓展，内销比例小幅上升；锦纶企业也尚无海外产能，有少量海外收入占比。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023			
纱线	百隆东方	国外		42%	35%	31%	30%	35%	36%	40%	40%	42%	47%	50%	58%	61%	66%	67%			
		国内		52%	47%	53%	52%	57%	60%	56%	56%	53%	48%	43%	37%	35%	26%	26%			
		其他业务		6%	18%	16%	19%	8%	4%	4%	4%	5%	4%	7%	5%	5%	8%	7%			
	天虹国际	中国内地、中国香港	中国大陆	98%	91%	89%	83%	83%	80%	78%											
			中国香港			0%	0%		0%	0%											
		东南亚	越南	2%	8%	10%	4%	3%	2%	1%		2%	1%	4%	2%	3%					
			柬埔寨									0%	1%	1%	0%	0%					
			北美洲													4%	3%	3%	5%	3%	
			美国												2%						
			尼加拉瓜											1%							
			土耳其													0%					
			中国澳门			1%	13%	15%	18%	20%	16%	16%	17%	13%	11%						
			其他地区		0%												1%	2%	2%	2%	
			新澳股份	内销				56%	49%	52%	58%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	67%	70%	65%	70%
				外销				43%	50%	47%	40%	35%	36%	35%	36%	37%	33%	30%	34%	30%	
其他业务					1%	1%	1%	2%	5%	3%	4%	3%	2%	1%	0%	0%	1%				
台华新材	内销					95%	93%	89%	86%	83%	85%	79%	82%	86%	83%	82%	86%				
	外销					5%	6%	10%	13%	16%	14%	19%	17%	13%	14%	17%	13%				
	其他业务					1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%				

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 5、代工制造龙头：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

### 1、代工龙头竞争力领先，绑定头部国际品牌，中期订单成长确定性强

运动成衣代工申洲国际、运动鞋代工华利集团目前已经成为国际运动品牌的核心供应商，拥有较强的竞争力和更好的订单成长确定性。

**申洲国际和华利集团竞争优势：规模、品质、创新、效率、交期、海外布局**

1) 申洲国际核心竞争优势包括规模大资金实力强（行业龙头）、强大的面料研发创新实力（业内领先）、海内外一体化双循环和一站式供应链服务（专用工厂、快速响应）、自动化投入推动生产效率持续优化（人均产值逐年提升）等。

2) 华利集团核心优势包括较大的产能规模（适配头部品牌）、较高的盈利水平（北越员工成本低、产能利用率高、工厂管理水平优秀）、优秀的生产品质和交期保障。

**成长分析：运动赛道景气成长，公司竞争力优秀绑定头部品牌，且份额持续增长**

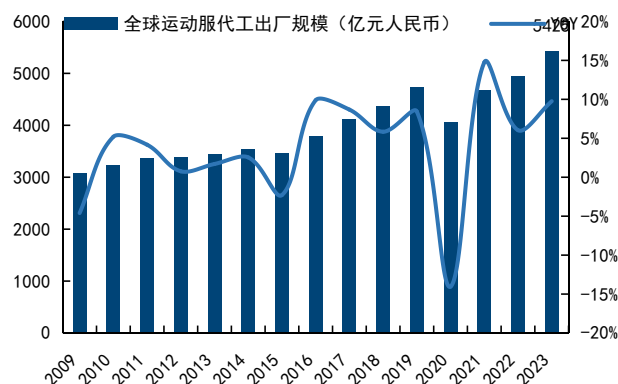
### 1) 运动代工赛道景气成长，申洲和华利市占率持续提升

若假设终端零售价/出厂价 $\approx 3$ ，可推算出2023年全球运动服/运动鞋出厂规模分别为5425/3868亿元人民币，运动服/运动鞋代工在2015-2019年复合增速8.2%/10.0%，2019-2022年受疫情影响，复合增速放缓至1.3%/1.7%，2023年行业回暖，同比2022年增长9.8%/13.4%

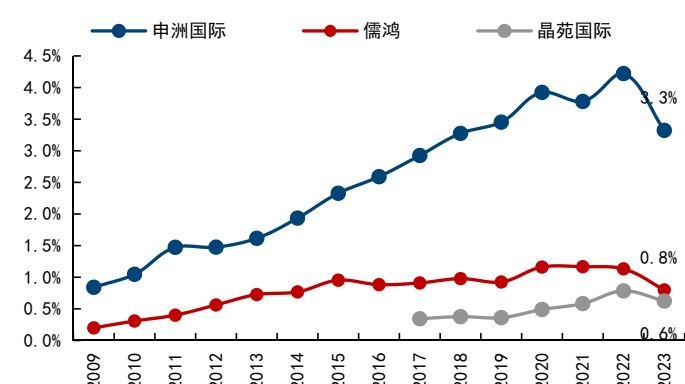
申洲和华利分别是运动服和运动鞋的全球头部代工厂，市占率持续提升且提升幅度大于同行，印证了优秀的综合竞争力。从全球市占率可见，申洲国际运动服业务在全球市占率3.3%，2017-2023年提升0.4个百分点；华利集团全球市占率5.2%，2017-2023年提升1.6个百分点。2023年由于品牌去库砍单，供应商测算份额普遍回落，但2024年去库结束后订单增长明显，预计份额回升。

裕元是最大的运动鞋代工集团，旗下制鞋业务历史上市占率最高达到17.6%，近年份额下降较多，市占率仍然有9.2%，说明代工行业的市场份额天花板较高。

图：全球运动服代工出厂规模（亿元人民币）图：运动服头部供应商的市占率（仅统计运动成衣）

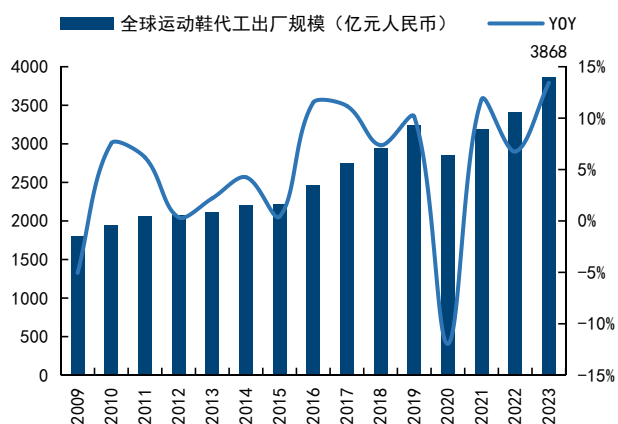


资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理



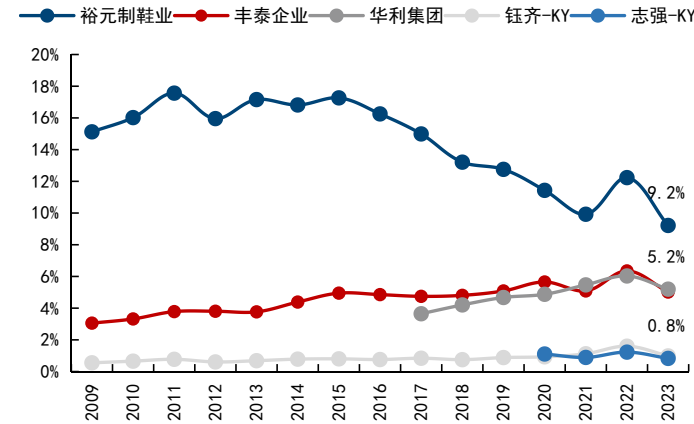
资料来源：前瞻产业研究院、Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图：全球运动鞋代工出厂规模（亿元人民币）



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图：运动鞋头部供应商的市占率



资料来源：前瞻产业研究院、Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 6、细分制造龙头：成长空间与盈利弹性出色

### 1、长期逻辑：细分赛道竞争优势明显，中长期积极扩张成长空间大的优质制造商

- 台华新材是高端锦纶纤维龙头，具有较强的研发技术壁垒，下游功能性服饰面料需求景气增长，公司把握时机快速扩张产能占据领导地位，有较大的增长潜力。
- 伟星股份是辅料龙头生产商，在产品创新和大客户服务上具有较强竞争力，份额持续提升，未来伴随海内外产能扩张和海外客户拓展，集中度提升空间大。
- 健盛集团是棉袜龙头制造商，开拓无缝业务打开第二成长曲线，新老业务在客户拓展和产能爬坡驱动下中期具有较好的成长性，叠加效率提升，盈利改善空间大。
- 新澳股份是毛精纺纱龙头制造商，近年开拓羊绒纺纱业务，在行业出清、集中度提升的背景下，公司保持稳健增长，中长期通过海外产能扩张和品类开拓驱动成长。
- 开润股份是箱包代工龙头，2019年收购上海嘉乐后开拓服装代工第二增长曲线，嘉乐已于2024年三季度并表，目前规模和盈利水平仍有较大提升空间；未来2-3年印尼箱包和服装制造产能预期增长50%以上。

## 6、细分制造龙头：成长空间与盈利弹性出色

### 2. 近期更新：台华、伟星、健盛、新澳2024年订单回暖、业绩改善势头明显，在同行中展现一定优势

2024年以来受益于下游客户补库需求，订单回暖，各季度收入增速基本均在双位数以上。其中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，前三季度收入快速增长、毛利率同比提升；伟星延续在行业内扩份额的趋势，各季度维持稳健较快的增速；新澳、健盛主业稳健增长，第三季度主要受益于第二增长曲线，新澳羊绒业务第三季度订单和营收保持快速增长，健盛无缝服饰业务出现增长拐点，第三季度增长提速。各公司受益于产能利用率饱满，今年毛利率均处于较高水平，仅新澳股份受羊绒资产折旧增加、以及部分毛利较低客户订单影响毛利率同比下降；净利润端，伟星股份主要由于费用提前计提导致净利率下降。

图：细分制造龙头分季度业绩表现

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入金额（亿元）															
台华新材	7.4	11.0	12.3	11.9	9.5	11.0	9.6	10.0	9.7	12.3	13.2	15.8	14.7	19.5	17.7
伟星股份	5.4	9.4	8.9	9.8	7.2	11.1	9.9	8.1	7.0	11.3	10.8	10.0	8.0	15.0	12.8
健盛集团	4.1	5.0	6.1	5.3	5.3	7.2	5.6	5.4	5.0	6.1	5.5	6.2	5.5	6.2	7.5
新澳股份	6.4	11.2	9.5	7.4	8.9	12.3	10.1	8.2	9.8	13.4	11.9	9.3	11.0	14.6	13.2
收入YOY															
台华新材	57.9%	84.3%	103.1%	43.0%	27.9%	0.3%	-21.8%	-16.0%	2.7%	11.2%	37.3%	57.9%	51.7%	58.7%	33.9%
伟星股份	33.5%	30.3%	29.1%	44.8%	33.6%	17.4%	11.5%	-17.8%	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%	32.2%	19.3%
健盛集团	11.3%	39.5%	44.5%	22.8%	28.5%	45.3%	-7.7%	1.1%	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	10.4%	1.5%	37.0%
新澳股份	30.5%	90.8%	47.1%	33.6%	40.2%	9.2%	6.3%	11.5%	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.5%	8.4%	10.5%
扣非净利润金额（亿元）															
台华新材	0.95	1.53	1.10	0.87	0.89	0.81	0.38	-0.16	0.28	0.94	1.25	1.16	1.35	2.36	1.51
伟星股份	0.45	1.88	1.56	0.51	0.63	2.38	2.02	-0.30	0.51	2.48	2.03	0.30	0.75	3.25	2.08
健盛集团	0.47	0.53	0.72	-0.19	0.66	1.05	0.94	-0.04	0.30	0.92	0.78	0.61	0.80	0.82	0.95
新澳股份	0.49	1.16	0.80	0.38	0.73	1.31	0.94	0.47	0.88	1.58	0.89	0.55	0.93	1.66	0.93
扣非净利润YOY															
台华新材	828.8%	497.4%	189.3%	288.7%	55.0%	46.8%	55.7%	/	58.3%	151.9%	230.6%	823.7%	377.7%	150.3%	20.9%
伟星股份	463.3%	65.1%	64.3%	40.2%	40.7%	25.6%	29.9%	/	8.0%	4.3%	0.4%	201.9%	45.1%	31.4%	2.6%
健盛集团	4.8%	982.2%	1170.2%	96.8%	40.7%	100.0%	29.7%	/	54.5%	12.5%	6.3%	1704.0%	164.7%	11.4%	21.9%
新澳股份	283.9%	423.6%	580.9%	27.9%	48.2%	12.3%	16.6%	23.2%	20.6%	20.9%	5.4%	18.0%	6.4%	5.4%	5.1%
毛利率															
台华新材	29.1%	27.5%	23.9%	23.2%	26.6%	22.9%	19.9%	17.4%	20.6%	21.6%	22.8%	21.9%	23.4%	24.6%	23.9%
伟星股份	36.5%	41.4%	42.1%	31.9%	37.9%	41.3%	41.4%	34.0%	37.7%	43.4%	42.2%	39.0%	37.9%	43.9%	44.3%
健盛集团	26.6%	28.7%	27.6%	24.1%	28.1%	27.5%	27.4%	19.5%	22.4%	26.6%	28.6%	25.8%	29.3%	28.5%	28.5%
新澳股份	19.5%	20.5%	17.5%	18.6%	17.8%	19.9%	19.6%	17.2%	19.3%	21.1%	17.6%	15.6%	19.9%	21.5%	16.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## [ 04 ] 主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的

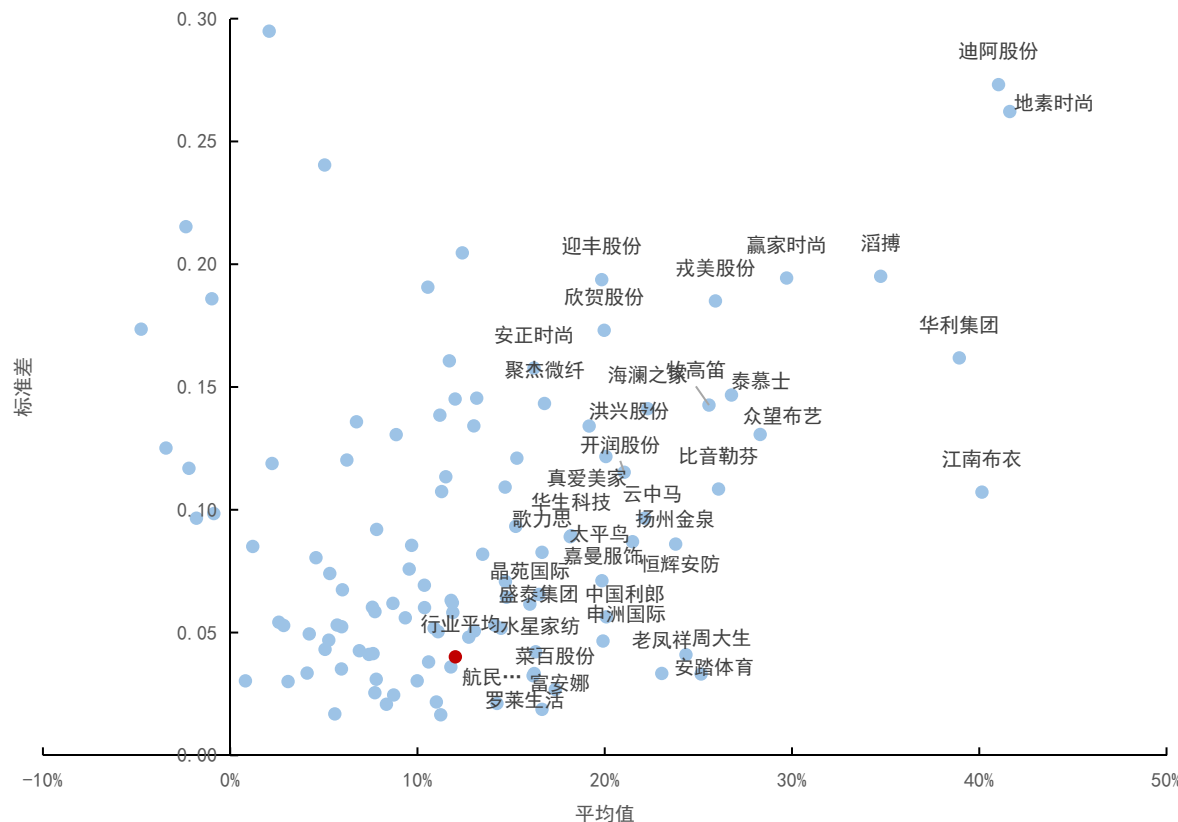


# 主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的

## ROE高且稳定带来长期高回报，预期增速降低情况下分红率成关键

- 稳定且高的ROE意味长期高回报，纺服板块高ROE标的集中在**高端服饰/代工制造/家纺品牌行业**。长期收益率=利润涨幅+股息率，根据戈登公式变式： $g = ROE \times (1-d)$ ，其中d为分红比例，故长期收益率= $ROE \times (1-d) + d/PE$ ，因此长期收益率与ROE正向相关。我们统计了2011-2023年A股、港股纺服板块ROE，行业平均ROE为12%，且历年平均ROE较稳定，标准差较小；板块中ROE水平相对较高的标的包括：地素时尚、滔搏、华利集团、江南布衣、比音勒芬、安踏体育、申洲国际、开润股份等，右图所示标的平均ROE均高于16%，细分行业以**高端服饰、代工制造、家纺品牌**为主。
- **分红可降低ROE对成长性的要求**。在过去宏观经济快速增长、大量优质企业快速成长的时期，市场在股票估值定价给予业绩增长预期（g）更大权重，当下在经济增速放缓、业绩复合增速中枢下移的背景下，ROE的确定性更加重要。根据戈登公式变式： $g = ROE \times (1-d)$ ，当g下滑，增加分红率d是维持ROE的方式。而维持较高分红的前提是**现金充足、且资本开支较少**。
  - 1、现金充裕程度我们通过**现金资产占比**来衡量，即**现金资产/总资产=（货币资金+应收账款+应收票据）/总资产**；
  - 2、资本开支多少我们通过**资本开支占净利润比重**来衡量。

图：2011-2023年纺服板块标的ROE平均值及标准差



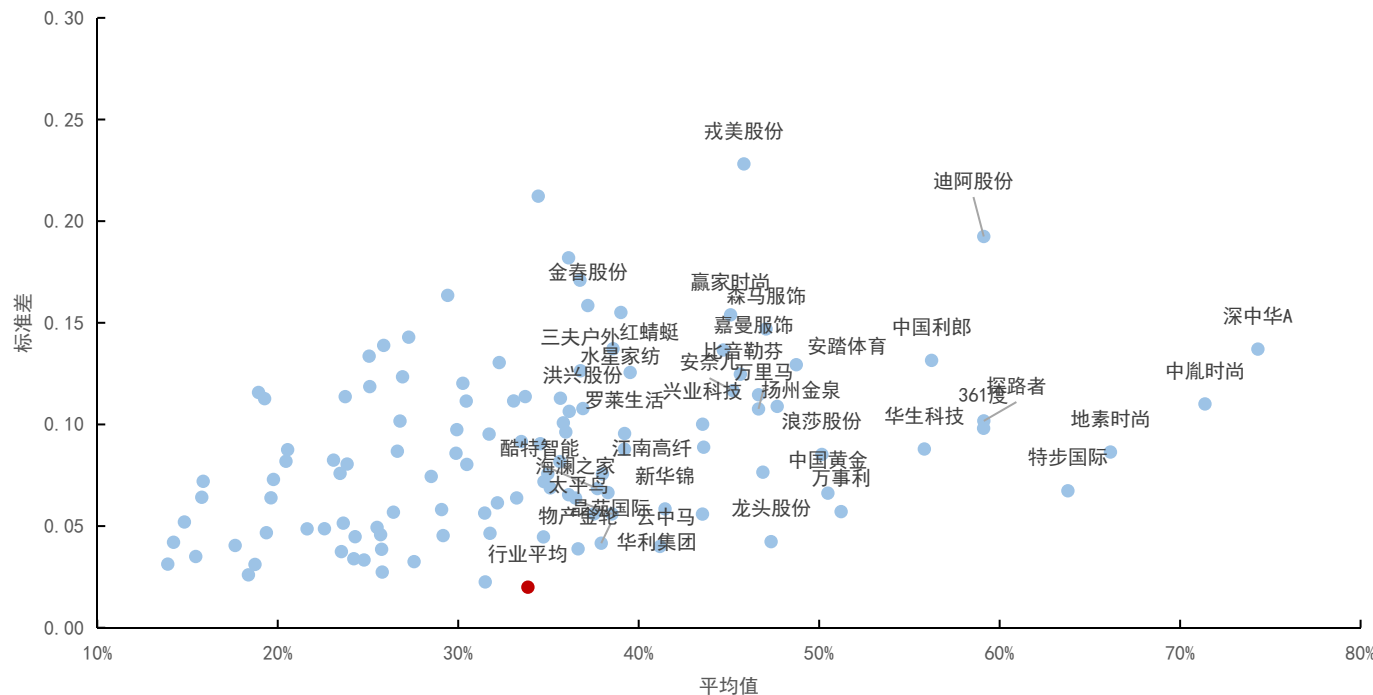
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的

## ROE高且稳定带来长期高回报，预期增速降低情况下分红率成关键

- 运动服饰/高端服饰/代工制造龙头现金资产相对充裕。根据统计，2011-2023年纺服板块平均现金资产占比为34%，相对较高的标的包括：地素时尚、特步国际、中国利郎、361度、安踏体育、李宁、比音勒芬、森马服饰、赢家时尚、开润股份、华利集团、罗莱生活、太平鸟、海澜之家、水星家纺、江南布衣等，下图所示标的平均现金资产占比均高于36%，细分行业以运动服饰、高端服饰、代工制造为主。

图：2011-2023年纺服板块标的现金资产占比平均值及标准差



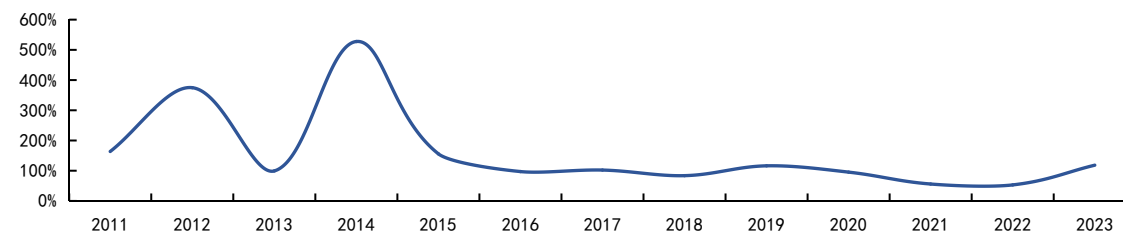
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的

## ROE高且稳定带来长期高回报，预期增速降低情况下分红率成关键

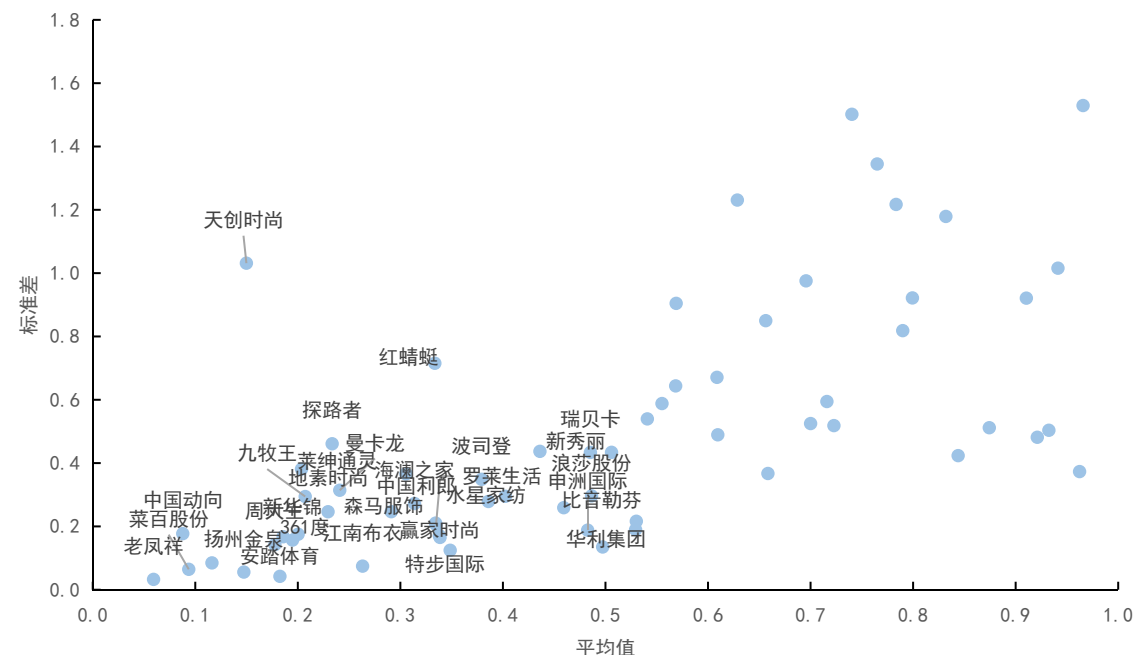
- 近年来纺服行业资本开支占比逐渐下降，品牌相较制造企业资本开支占比较低，制造企业中申洲和华利占比较低。从资本开支角度看，纺服板块资本开支主要用于产能建设、收购，在前期快速发展阶段，2011-2014年纺服板块平均资本开支基本达到净利润的3倍甚至更高；随公司业务逐渐成熟、业务规模扩大、盈利能力提升，资本支出占比逐渐下降，2015-2019年下降到1倍左右，2021-2022年受疫情影响企业控制资本开支，占净利润的50%，2023年恢复到疫情前水平，从细分行业来看，品牌相较制造企业资本开支占比较低，资本开支较少的标的包括：牧高笛、安踏体育、361度、九牧王、地素时尚、江南布衣、中国利郎、海澜之家、特步国际、罗莱生活、森马服饰、赢家时尚、滔搏、波司登、水星家纺等，平均资本开支占比基本均小于0.4，富安娜、比音勒芬基本均小于0.5；制造企业中，申洲国际和华利集团资本开支占比相对较低，平均值在0.5左右。
- 综上：1) ROE高且稳定带来长期高回报。2) ROE水平及稳定性取决于业绩增长预期及分红率，在当前业绩增长普遍降速的情况下，增加分红率是维持ROE的方式。3) 维持较高分红的前提是现金充足、且资本开支较少，纺服板块中运动服饰/高端服饰/代工制造龙头现金资产相对充裕；近年来纺服行业资本开支占比逐渐下降，品牌相较制造企业资本开支占比较低，制造企业中申洲和华利占比较低。

图：2011-2023历年纺服板块资本开支/净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2011-2023年纺服板块标的资本开支/净利润平均值及标准差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的

## ROE高且稳定带来长期高回报，预期增速降低情况下分红率成关键

### • 维度一、分红能力强的公司

我们根据以上前提优选出具备高分红能力的标的，主要集中在高端服饰/代工制造/家纺行业。之所以具备以上特点，分行业来看：

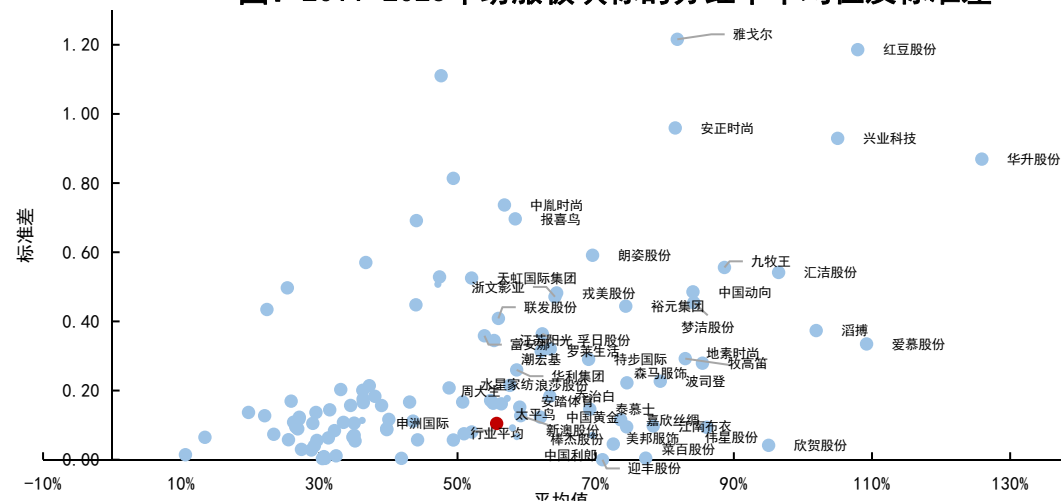
**1、品牌消费：**所在细分赛道或龙头市占率高（如运动、羽绒服）主要公司包括**安踏体育、滔搏、波司登**；或集中度较高且持续优化（如男装），主要公司包括**比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、中国利郎**；或竞争格局稳定（如家纺和女装的中高端市场），主要公司包括**富安娜、罗莱生活、地素时尚、歌力思、江南布衣**。企业作为龙头业绩增速相对稳健；基于较高的品牌力或定位高端，盈利能力强、现金流创造能力强；发展已较为成熟，资本开支相对较少。

**2、纺织制造：**申洲国际和华利集团，分别为运动服和运动鞋代工制造龙头，行业集中度高、公司份额高，增速在行业内始终领先；凭借良好竞争力和绑定优质大客户资源，盈利能力好于同行，毛利率、净利率、净现比均较高，资本开支占比相对较低。

### • 维度二、分红意愿高的公司

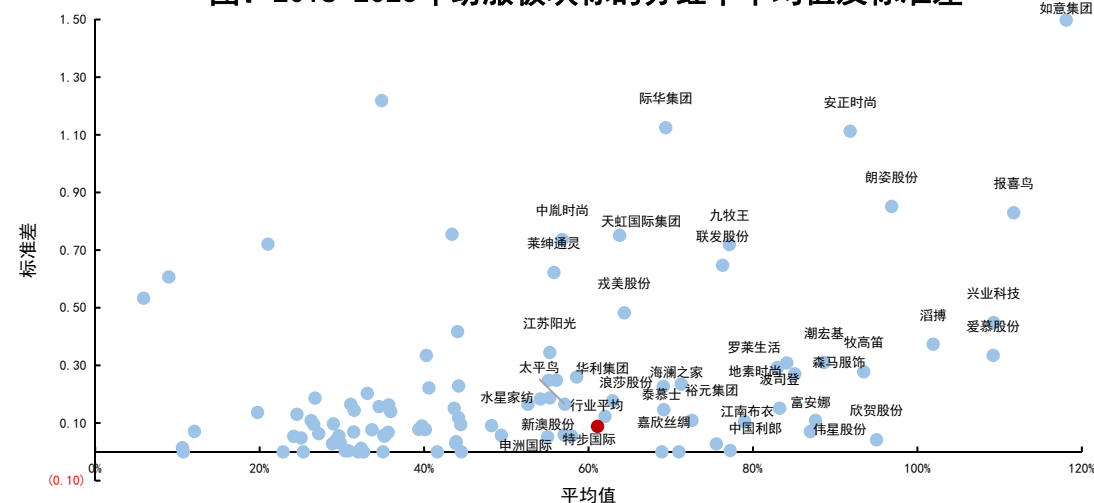
在具备高分红能力后，我们进一步选择具备高分红意愿的公司。选择标准即既符合维度一分红能力强（ROE高、现金流充裕、资本开支占比较小这三大前提条件），同时近三年平均分红率50%以上的标的主要包括：**滔搏、报喜鸟、罗莱生活、富安娜、海澜之家、江南布衣、波司登、地素时尚、中国利郎、申洲国际、华利集团**。

图：2011-2023年纺服板块标的分红率平均值及标准差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2018-2023年纺服板块标的分红率平均值及标准差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的

## ROE高且稳定带来长期高回报，预期增速降低情况下分红率成关键

### • 维度三、股息收益率高的公司

进一步缩小范围，既具备高分红能力和高分红意愿，同时兼备估值性价比，过去三年平均股息率均高于5%，过去五年平均股息率在4.5%以上的标的，股息收益率从高到低排名分别是江南布衣、中国利郎、海澜之家、富安娜、报喜鸟、滔搏、罗莱生活、地素时尚、波司登。

政策鼓励上市公司增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率。2024年中期，多家公司提升分红水平或首次进行中期分红，罗莱生活、海澜之家首次实现中期分红，且分红率均超过65%，江南布衣分红率较往年同期提升，申洲国际、滔搏、中国利郎、波司登分红率仍稳定在较高水平，均超过58%。

表：纺服板块高股息标

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024E	2025E
<b>股息率</b>																
002327.SZ	富安娜	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	1.1%	2.4%	6.7%	7.2%	6.5%	7.0%	8.5%	7.3%	-	6.9%	7.4%
002293.SZ	罗莱生活	1.6%	1.5%	3.9%	1.1%	1.5%	2.4%	4.6%	5.5%	4.8%	8.4%	5.3%	4.3%	2.5%	6.1%	7.5%
600398.SH	海澜之家	1.3%	2.7%	3.8%	2.4%	4.5%	4.9%	4.5%	3.6%	4.0%	8.0%	8.1%	7.5%	2.5%	6.9%	7.9%
002154.SZ	报喜鸟	1.6%	0.8%	0.6%	0.1%	0.2%	0.3%	3.3%		1.8%	8.3%	9.7%	4.4%	1.3%	6.7%	7.8%
1234.HK	中国利郎	9.6%	7.9%	8.2%	7.5%	9.2%	7.0%	8.2%	9.0%	8.3%	7.8%	8.5%	8.5%	3.9%	9.8%	11.0%
603587.SH	地素时尚	-	-	-	-	-	-	9.1%	3.9%	4.2%	5.2%	4.6%	6.1%	-	4.6%	5.2%
3306.HK	江南布衣	-	-	-	-	-	5.9%	6.5%	7.6%	6.0%	12.1%	10.3%	9.2%	11.2%	9.0%	9.7%
6110.HK	滔搏	-	-	-	-	-	-	-	2.2%	6.4%	6.4%	5.8%	6.3%	5.2%	8.4%	10.1%
3998.HK	波司登	5.5%	3.9%	2.2%	3.9%	2.2%	11.0%	5.4%	3.2%	3.4%	3.7%	4.9%	7.1%	1.7%	7.1%	8.2%
300979.SZ	华利集团										2.4%	2.1%	2.3%	-	1.9%	2.2%
2313.HK	申洲国际	4.0%	2.6%	3.9%	2.4%	2.4%	1.9%	2.0%	1.7%	1.3%	1.1%	2.2%	2.5%	1.6%	4.0%	4.5%
<b>分红率</b>																
002327.SZ	富安娜	18.5%	10.2%	11.4%	20.8%	19.8%	44.1%	79.2%	83.2%	80.1%	91.2%	93.2%	95.1%	-	93.2%	93.2%
002293.SZ	罗莱生活	25.7%	29.6%	70.5%	34.2%	44.2%	60.9%	56.5%	76.1%	84.9%	141.1%	87.9%	58.3%	104.8%	95.8%	95.8%
600398.SH	海澜之家	30.9%	602.3%	71.9%	50.2%	70.5%	64.8%	49.0%	37.8%	62.0%	88.4%	86.2%	91.1%	67.5%	88.6%	88.6%
002154.SZ	报喜鸟	20.0%	18.2%	21.9%	11.7%	-3.0%	48.7%	234.9%		19.9%	124.2%	127.2%	52.3%	29.7%	80.0%	80.0%
1234.HK	中国利郎	68.1%	70.3%	68.7%	69.0%	78.2%	71.2%	74.2%	76.2%	80.6%	72.7%	75.4%	74.2%	70.2%	74.1%	74.1%
603587.SH	地素时尚	-	-	-	-	-	-	139.7%	64.2%	61.0%	69.6%	86.1%	77.1%	-	77.6%	77.6%
3306.HK	江南布衣	-	-	-	-	-	74.4%	77.1%	75.7%	69.9%	99.5%	78.6%	73.3%	95.3%	83.8%	83.8%
6110.HK	滔搏	-	-	-	-	-	-	-	50.0%	139.1%	108.2%	110.4%	97.5%	98.8%	100.0%	100.0%
3998.HK	波司登	74.5%	51.9%	107.3%	70.5%	35.5%	112.5%	78.4%	72.2%	71.3%	81.5%	83.7%	81.8%	67.1%	82.3%	82.3%
300979.SZ	华利集团	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88.5%	43.4%	43.8%	-	44.0%	44.0%
2313.HK	申洲国际	45.7%	46.3%	53.4%	53.8%	52.9%	47.9%	50.6%	51.1%	50.1%	60.9%	56.2%	61.3%	58.4%	59.5%	59.5%

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；

注：波司登和滔搏由于财年末分别为3月底和2月底，此处2023年对应两公司FY2024，此前年份同理；江南布衣2024H1处为2024财年（截至2024/6/30）

# 投资建议：优选景气赛道龙头企业



**主线一：消费政策托底，把握细分成长性机会与复苏高弹性潜力。**9月下旬以来刺激经济政策频出，对纺服板块间接利好到直接利好，板块有望从估值修复到基本面改善，部分景气赛道预期拥有领先增速和超额收益。

- 1、运动户外产品增长稳健，部分细分赛道高景气。**重点推荐主品牌增长稳健、多品牌矩阵布局户外高景气赛道的**安踏体育**；聚焦大单品策略、跑鞋系列表现优异、篮球明年有望困境反转、整体库存和盈利改善的**李宁**；下一财年在库存健康的基础上、伴随Nike复苏与消费复苏有望实现良性增长、利润率弹性大的**滔搏**。
- 2、质价比”消费，以品质升级、材料功能性为营销卖点。**重点推荐材质教育下全棉时代品牌起势、棉柔巾和卫生巾相继成为爆品，医疗业务内生外延齐发力的**稳健医疗**；休闲羽绒服行业消费升级、公司产品力提升助力价格上涨、创新品类收入快速增长的**波司登**。
- 3、家纺有望受益于国补及婚庆反弹。**重点推荐业绩稳健、高股息的家纺龙头**富安娜**。
- 4、性价比大众休闲服饰，客群价格敏感，消费复苏弹性大，并带动正向经营杠杆。**重点推荐成人休闲、儿童服饰双龙头**森马服饰**；大众男装龙头、斯搏兹开拓新增长曲线的**海澜之家**。

**主线二：关注海外产能布局完善，具备长期份额提升能力的制造龙头。**看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商。重点推荐国内和海外产能实现双闭环销售，积极扩张海外产能并在印尼兴建基地的服装代工龙头**申洲国际**；目前100%产能在越南并积极拓展印尼产能，预期未来2年增加5-6个越南和印尼工厂的运动鞋代工龙头**华利集团**；印尼服装和箱包产能占比大，收购嘉乐后服装代工业务有望成为新增长曲线的**开润股份**；快反和个性化优势显著、行业份额持续提升的辅料龙头**伟星股份**；棉袜本盘稳健增长、无缝服饰订单爬坡以及盈利改善的**健盛集团**。

**主线三：高股息策略，关注盈利稳定高分红标的。**从业绩稳健高分红角度推荐**波司登、富安娜、滔搏**，分红率预计均在80%以上，当前股价对应2024年股息率均在7%左右。

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
02020	安踏体育	优于大市	75.2	2095	4.82	4.76	15.6	15.8
02331	李宁	优于大市	15.6	396	1.22	1.37	12.8	11.3
300888	稳健医疗	优于大市	42.7	249	1.38	1.80	30.9	23.7
06110	滔搏	优于大市	2.7	165	0.36	0.23	7.5	11.8
03998	波司登	优于大市	3.8	415	0.32	0.36	12.0	10.6
002327	富安娜	优于大市	8.7	73	0.64	0.68	13.5	12.7
002563	森马服饰	优于大市	6.9	186	0.41	0.46	16.8	15.0
600398	海澜之家	优于大市	6.5	313	0.50	0.58	13.0	11.2
02313	申洲国际	优于大市	58.8	870	3.93	4.57	15.0	12.9
300979	华利集团	优于大市	76.0	887	3.35	3.79	22.7	20.1
300577	开润股份	优于大市	24.4	59	1.61	1.45	15.2	16.9
002003	伟星股份	优于大市	13.8	162	0.61	0.69	22.7	20.0
603558	健盛集团	优于大市	10.6	39	0.90	1.04	11.7	10.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

# 风险提示

---

- 一、消费需求恢复不及预期；
- 二、海外经济衰退；
- 三、国际政治经济风险；
- 四、市场竞争加剧。



## 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