

行业评级：看好（首次）
证券研究报告 | 行业专题报告
纺织服饰
2024年12月30日



关注新形势下的内外需变化，静待消费需求修复

—纺织服饰行业2025年度投资策略

证券分析师

姓名：丁一

资格编号：S1350524040003

邮箱：dingyi@huayuanstock.com

联系人

姓名：周宸宇

邮箱：zhouchenyu@huayuanstock.com



■ 1. 2024年行业发展回顾

- 1.1 品牌服饰：客观因素扰动带来行业发展不确定性。
- 1.2 纺织制造：外需促进制造端企业业绩向上。

■ 2. 2025年行业机会梳理

- 2.1 运动服饰：新兴市场运动鞋服行业仍存发展空间，中国泛户外行业发展为运动鞋服行业带来发展机遇。
- 2.2 跑步市场：中国跑步市场方兴未艾，市占率向行业头部品牌集中。
- 2.3 纺织制造：代工订单份额向头部代工厂集中。

■ 3. 重点覆盖标的

- 3.1 基本面坚实：安踏体育2025年PE（对应2024年12月30日市值）为16.1X；华利集团2025年PE（对应2024年12月30日市值）为20.0X。
- 3.2 低估值：李宁2025年PE（对应2024年12月30日市值）为12.2X；滔搏FY25/26PE（对应2024年12月30日市值）为11.2X。

■ 4. 风险提示：

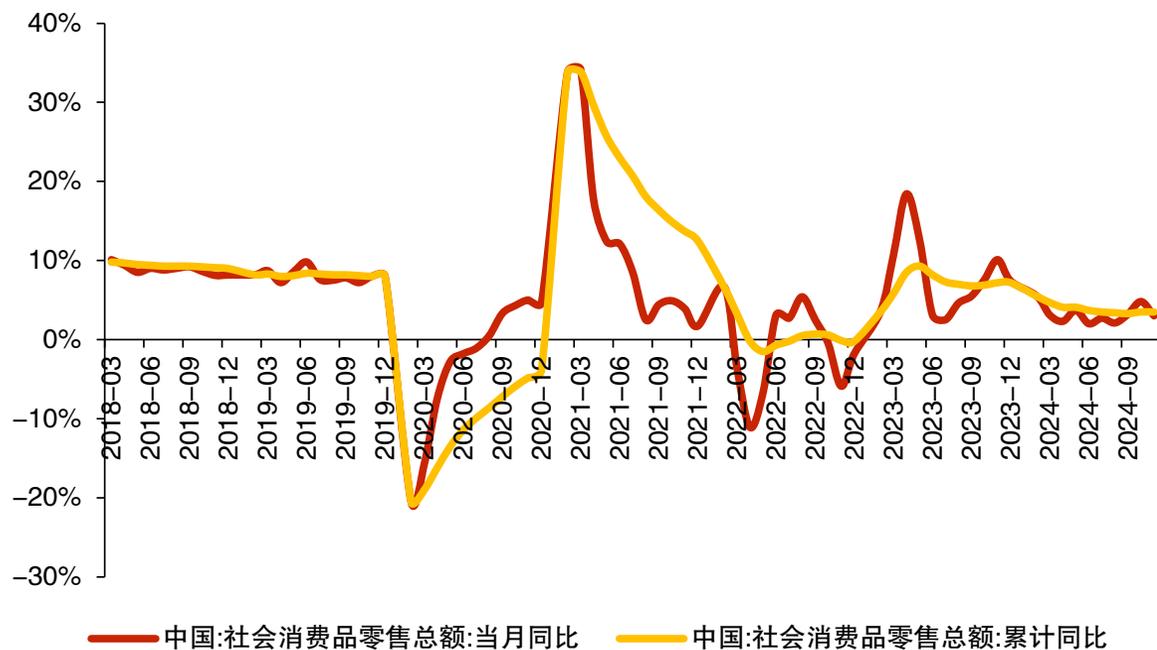
- 零售环境修复不及预期风险；户外运动发展不及预期风险；国际局势变动风险；劳动力成本提升风险。

主要内容

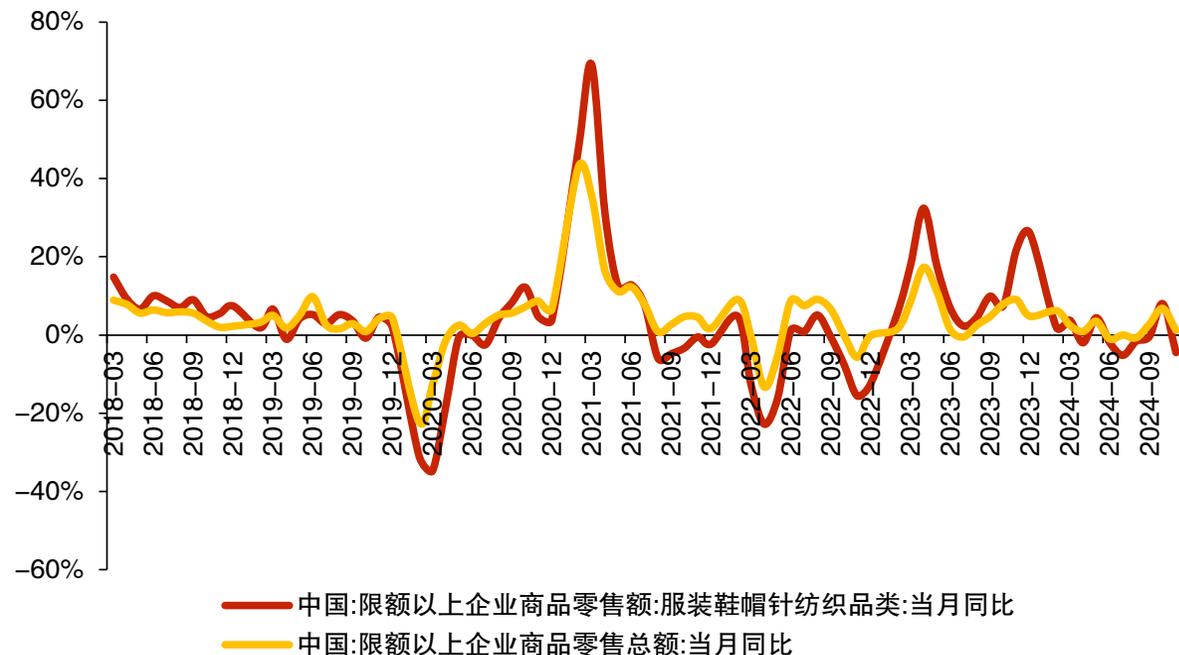
1. 2024行业发展回顾
2. 2025行业机会梳理
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示

- **中国社零：**单月同比数据看，2024年中国社零数据于Q2及Q3后呈现回暖趋势，其中，中国社零数据11月单月同比+3.0%，1-11月累计同比+3.5%，边际增速仍处改善趋势中；
- **服装鞋帽针纺织品：**从限额以上企业商品零售额看，受限于客群消费意愿偏谨慎及夏季台风洪水等灾害性天气影响，服装鞋帽针纺织品零售额同比低于大盘，Q4后有所好转，但11月受制于天气、双十一前置等客观因素有所下滑，未来发展仍需关注相关消费刺激政策。

图表：中国社零总额当月同比（单位：%）

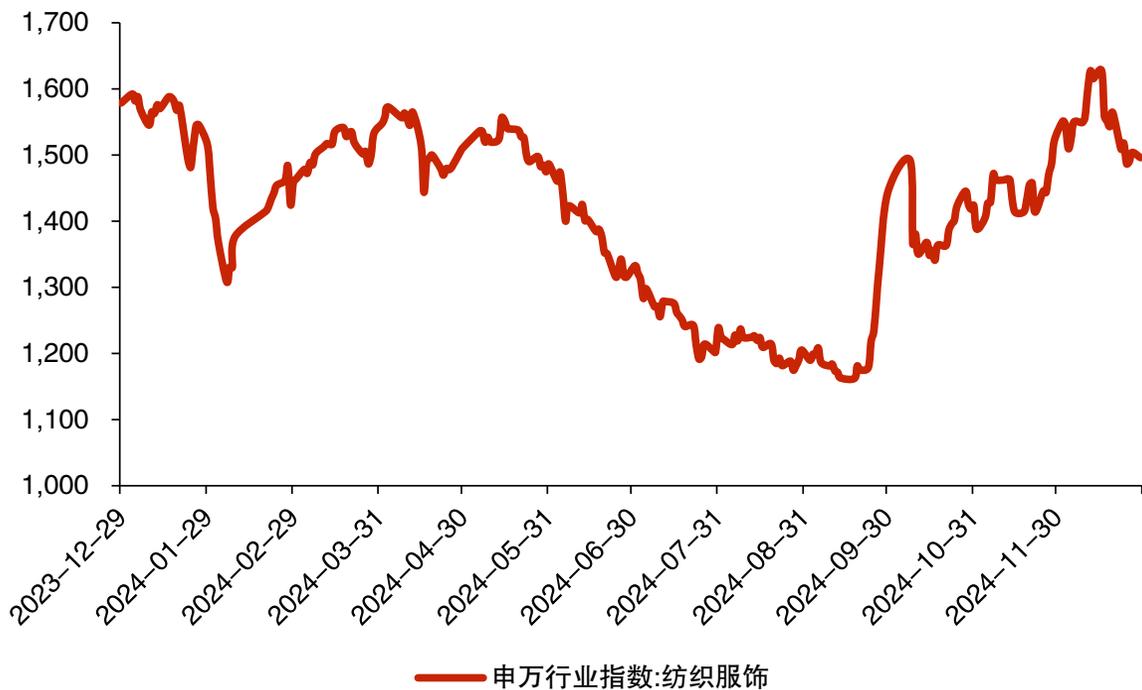


图表：中国限额以上企业服装鞋帽针纺织品当月同比（单位：%）

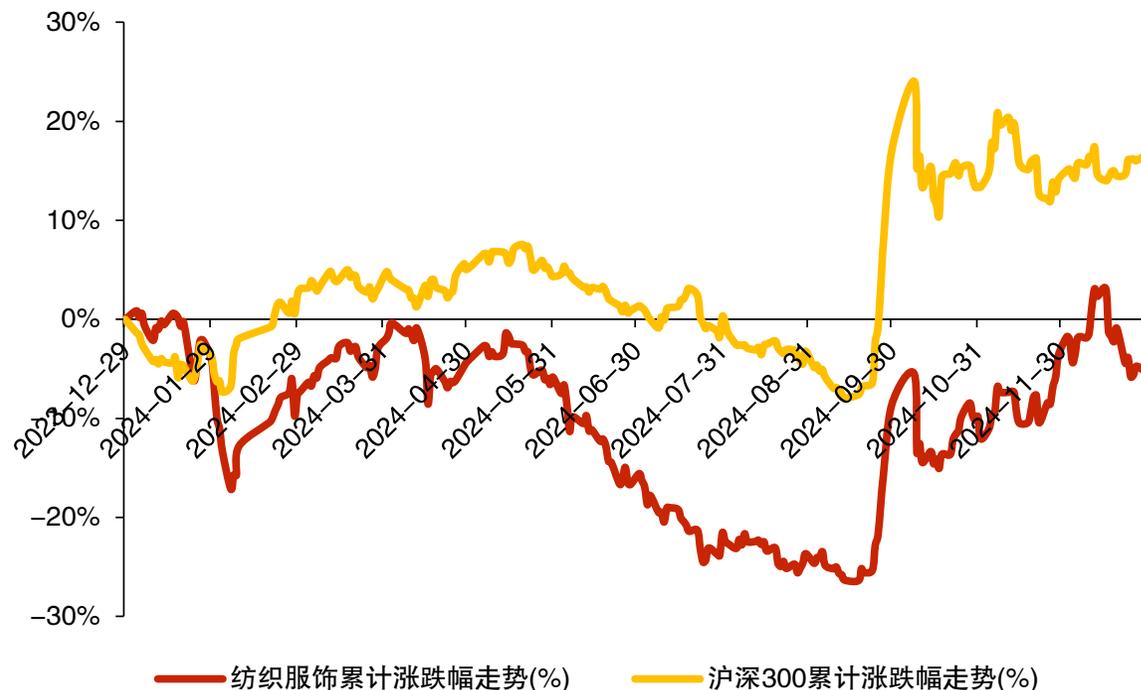


■ 截至2024年12月30日收盘，SW纺织服装指数收报1496.48点。从行业指数看Q2-Q3波动幅度较大，主要系期间天气及内需走弱等因素扰动。伴随刺激政策逐步出台及“双十一”等传统促销季节下折扣氛围渐浓，四季度开始纺织服装指数呈上行趋势。

图表：申万纺织服装指数变动趋势



图表：申万纺织服装年初至今累计涨跌幅与大盘比较



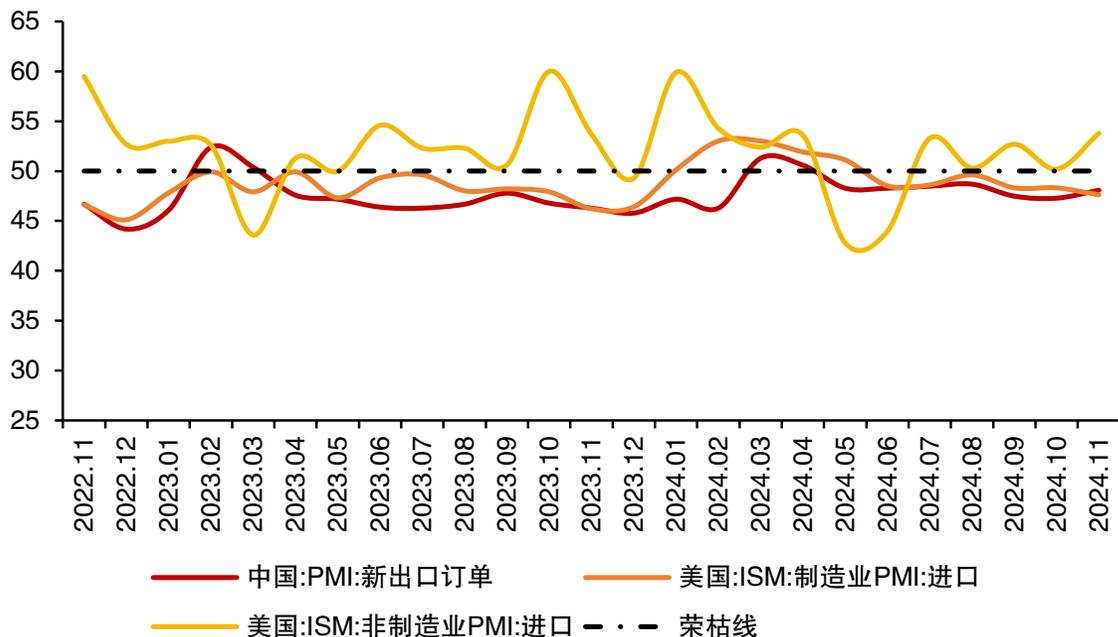
- **高基数及客观因素影响前三季度流水增长。**23年初高基数及24年天气等客观因素影响下，各运动品牌24Q1流水基本上呈现稳中微增的态势，其中，安踏在户外运动品牌及FILA电商的高增下于Q1取得较好流水增速，但进入三季度后，流水受终端消费意愿及客观因素影响承压，但安踏其他品牌（高端户外品牌）仍保持高增趋势，凸显户外赛道强beta。

图表：重点港股运动服饰品牌季度经营数据（数据为流水YOY）

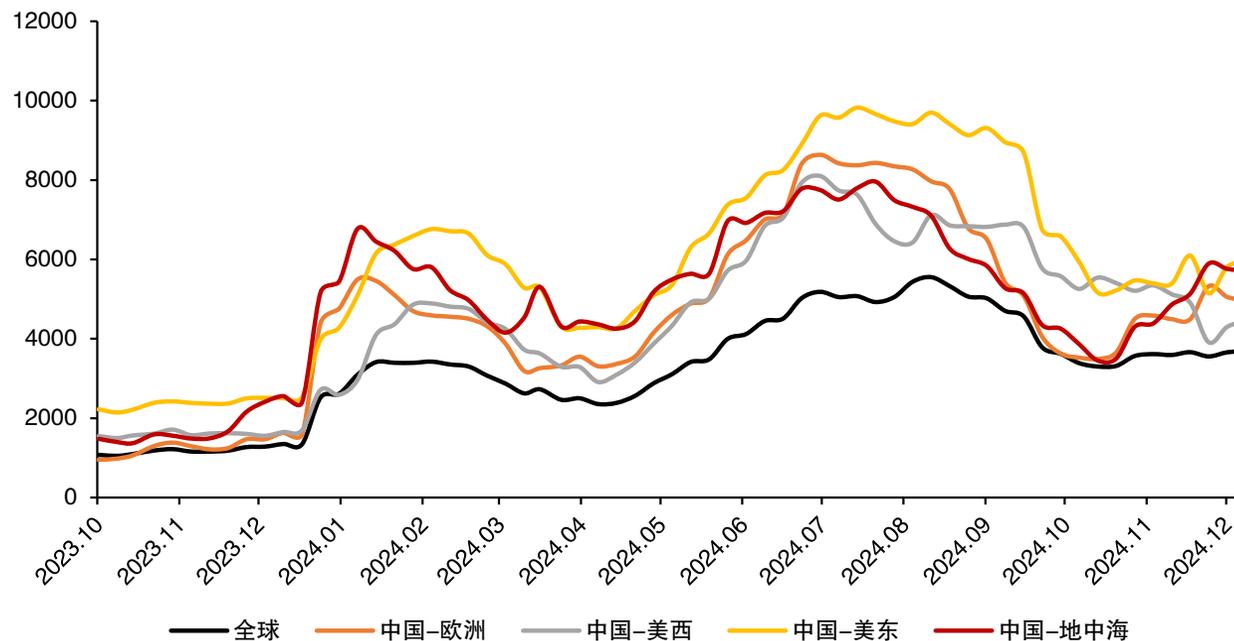
	类别	22Q4	22全年	23Q1	23Q2	23H1	23Q3	23Q4	23全年	24Q1	24Q2	24H1	24Q3
安踏	主品牌	-高单位数	+低单位数	+中单位数	+高单位数	+中单位数	+高单位数	+10-20%高段	+高单位数	+中单位数	+高单位数	+中单位数	+中单位数
	FILA	-10-20%低段	-低单位数	+高单位数	+10-20%高段	+10-20%中段	+10-20%低段	+25-30%	+10-20%高段	+高单位数	+中单位数	+高单位数	-低单位数
	其他	+10-20%低段	+20-25%	+75-80%	+70-75%	+70-75%	+45-50%	+55-60%	+60-65%	+25-30%	+40-45%	+35-40%	+45%-50%
	综合（不包括YOUNG）			+中单位数			+中单位数			+低单位数			-中单位数
	其中：线下			+高单位数			+高单位数			-低单位数			-高单位数
李宁	线下直营			+10-20%中段			+20-30%低段			+中单位数			-中单位数
	线下批发			+中单位数			+低单位数			-中单位数			-高单位数
	电商			-10-20%低段			-低单位数			+20-30%低段			+中单位数
特步	零售增长	-高单位数	+中双位数	+约20%	+高双位数	+高双位数	+高双位数	+超30%	+超20%	+高单位数	+10%	+高单位数	+中单位数

- **海外需求:** 从海外需求侧看, 2024年美国制造业进口PMI指数自年中起降至荣枯线下, 但非制造业进口PMI指数相反, 非制造业进口需求走强; 从中国出口侧看, 截至2024年11月, 中国新出口订单PMI指数为48.10, 仍位于荣枯线下, 但伴随全球补库需求2024全年整体较2023年有所提升;
- **海运价格:** 疫后国际海运秩序逐步恢复, 海运价格自2021年9月高点呈持续下降趋势, 近年受地缘政治因素影响略有波动, 但运价仍相对可控, 其中, 至2024年12月20日, 全球/中欧/中美西40英尺标准集装箱运费分别为3690.8/4971.0/4452.2美元, 并未产生船期显著延长等情况, 对制造端出海影响较小。

图表: 中国新出口订单PMI指数

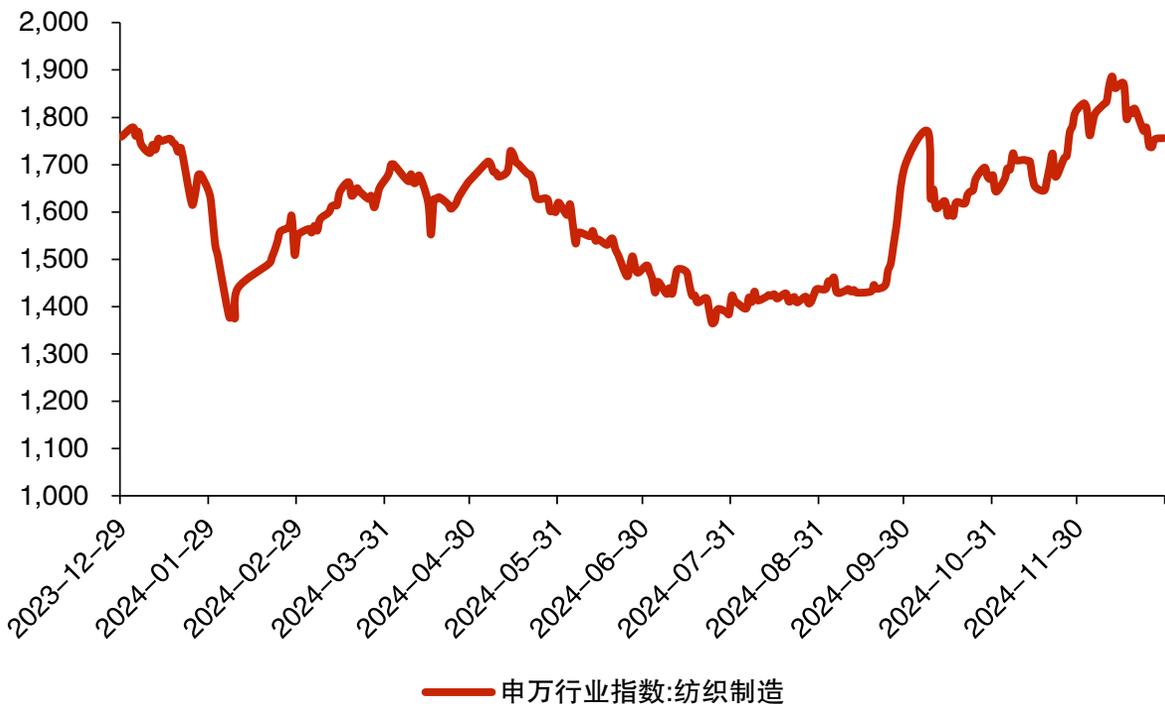


图表: 波罗的海集装箱运价指数 (FBX) (单位: USD/40-INCH TEU)

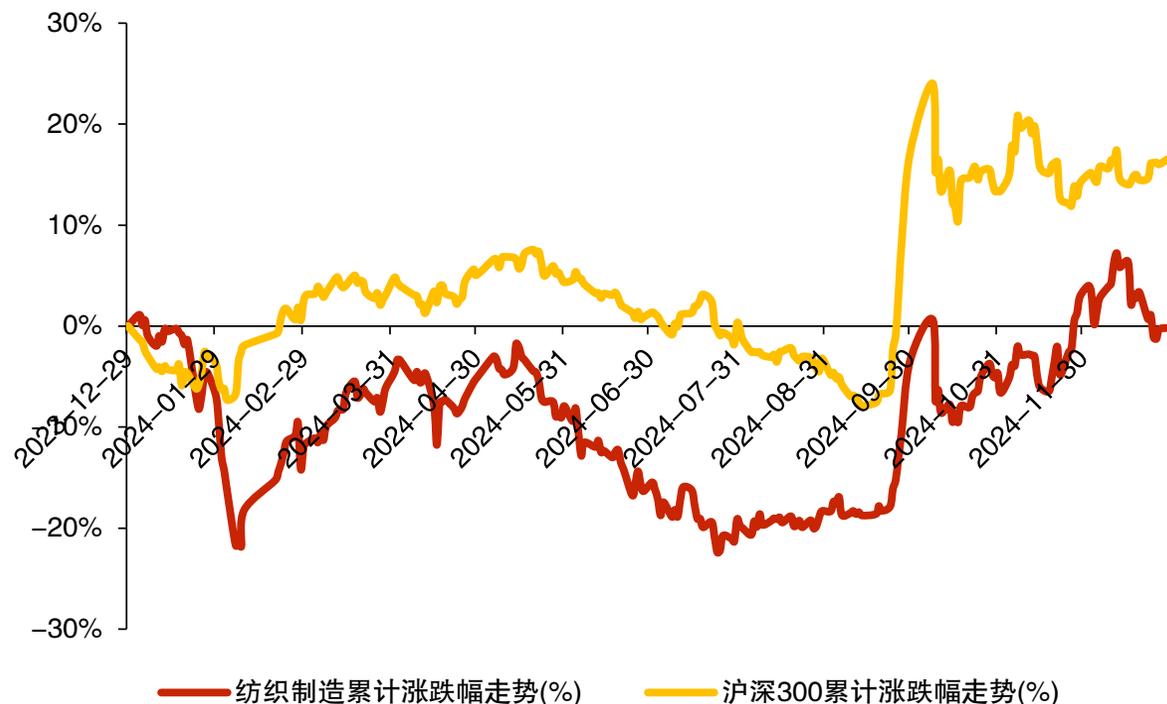


- 截至2024年12月30日收盘，SW纺织制造指数收报1756.08点。从行业指数看Q2-Q3波动幅度较大，主要系期间市场对国际贸易关系的担忧。伴随制造业龙头公司陆续披露良好的业绩及A股整体向上，纺服制造指数进入10月后整体步入上行区间。

图表：申万纺织制造指数变动趋势

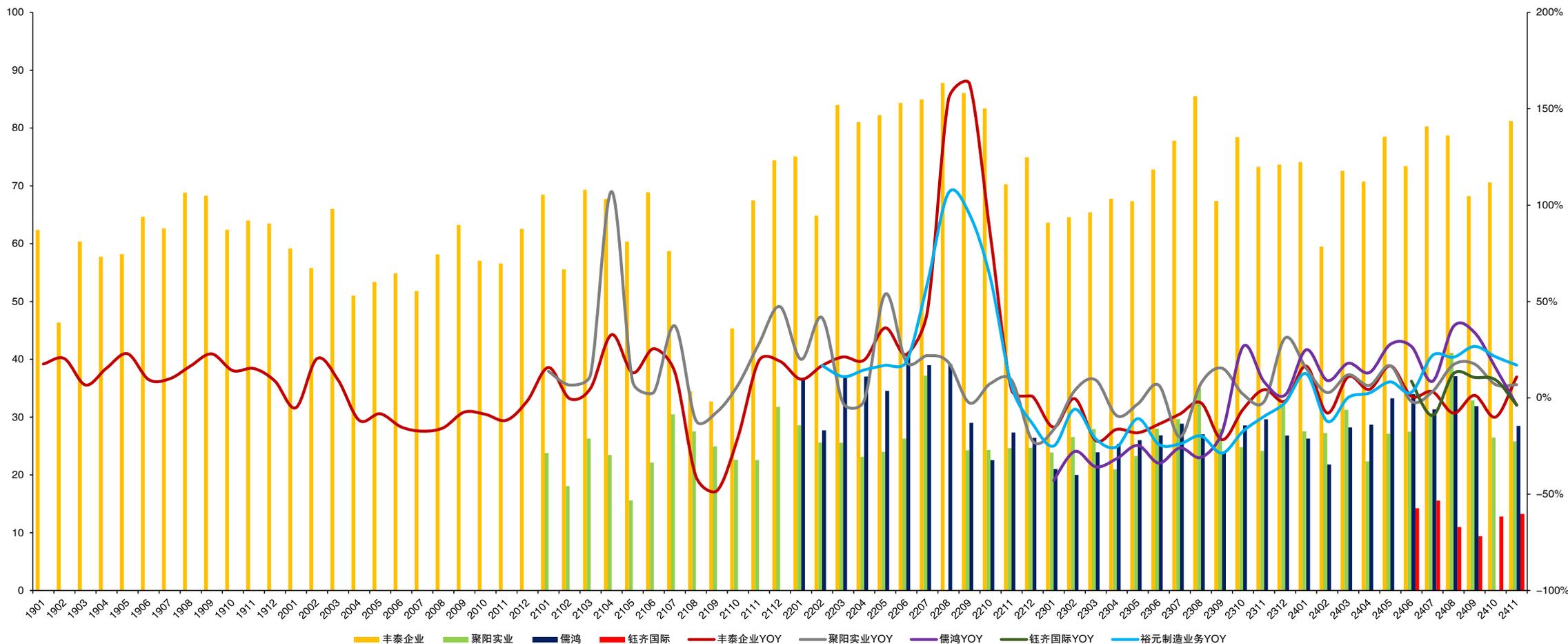


图表：申万纺织制造年初至今累计涨跌幅与大盘比较



■ 国际品牌去库存周期结束，纺织企业订单有望修复。2024年11月单月，各运动服饰代工企业营收整体仍保持同比增长趋势，其中，丰泰企业同比+10.85%、儒鸿同比-3.81%、钰齐国际同比-3.73%、裕元集团（制造业务）同比+17.00%、聚阳实业同比+6.84%。

图表：海外补库需求下各代工厂营收呈增长趋势



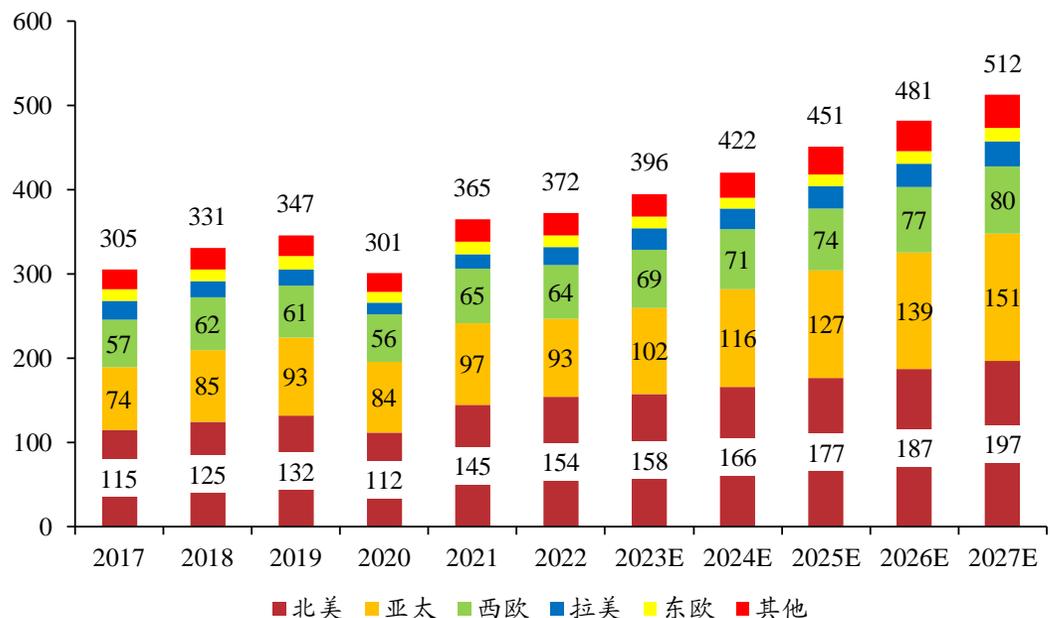
资料来源：各公司公告，华源证券研究所（注：丰泰企业、聚阳实业、儒鸿、钰齐国际营业收入单位为新台幣亿元）

主要内容

1. 2024行业发展回顾
2. 2025行业机会梳理
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示

- **新兴市场成为近年世界鞋服市场新增长极。**世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023年，据WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，欧睿国际预计2022-2023年拉美及亚太增速分别为22%/11%，为增长较快区域。未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。

图表：预计2023-2027年世界运动品市场年均复合增速为7%（单位：十亿美元）

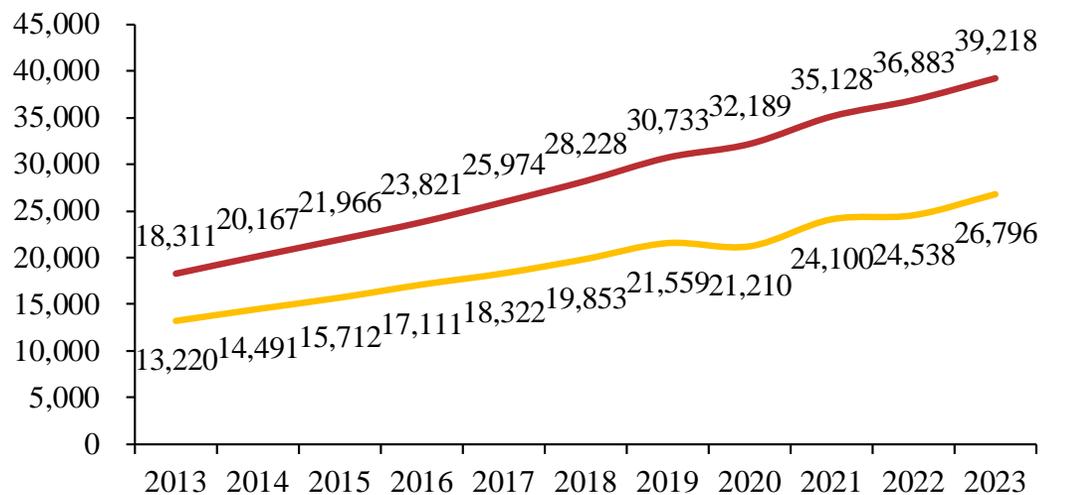


图表：世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场

CAGR, %	2017-19	2021-22	2022-23E	2023E-27E
总计	7%	2%	6%	7%
其他地区	3%	6%	0%	9%
东欧	4%	-6%	-1%	4%
拉美	-4%	20%	22%	4%
西欧	3%	-3%	8%	4%
亚太	12%	-4%	11%	10%
北美	7%	6%	2%	6%

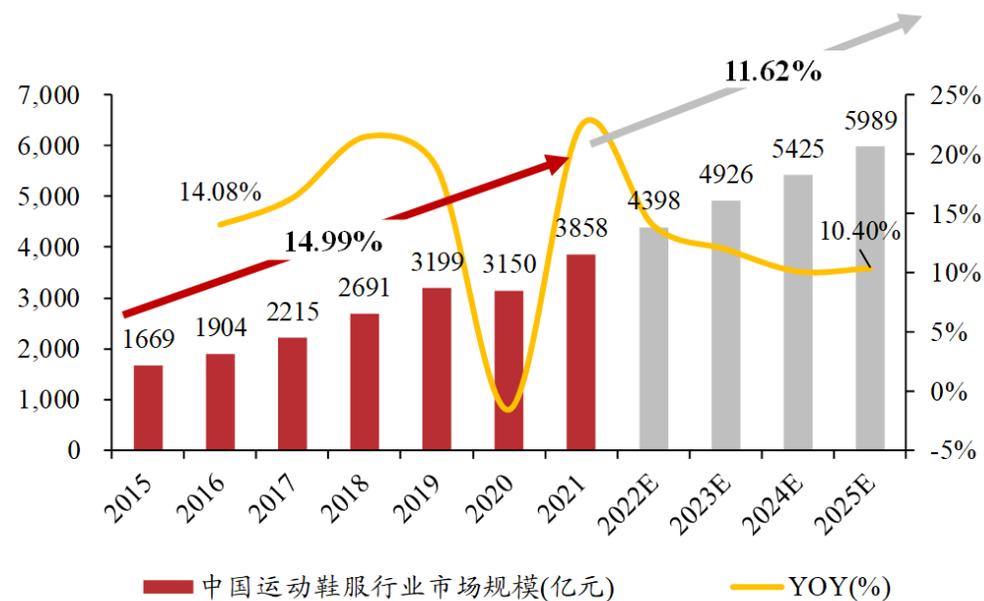
■ 经济发展带动国内居民人均支出提升，鞋服市场发展有望延续。2023年，我国居民人均可支配收入增至3.92万元，经济发展及健康观念转变带来运动参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长；据艾媒咨询、欧睿国际及科尔尼，我国运动服饰行业市场规模于2021年增至3858亿元，2015-2021年CAGR为14.99%。展望未来，据艾媒咨询预计，至2025年，中国运动鞋服行业市场规模有望增至5989亿元，2021-2025年预期年化增速为11.62%。

图表：2013-2022年人均消费支出CAGR为7.11%



— 中国:全国居民人均可支配收入(元) — 中国:全国居民人均消费支出(元)

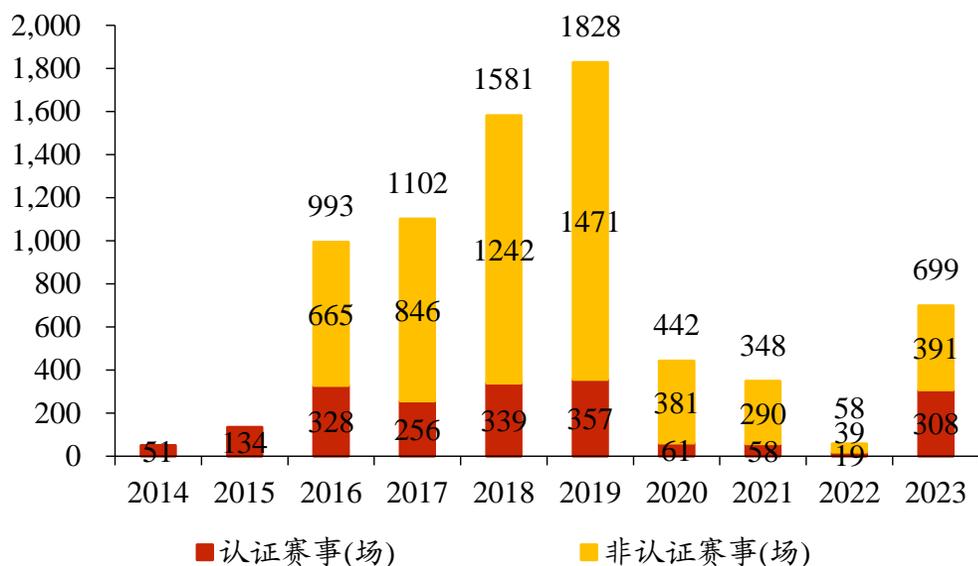
图表：21-25年中国运动鞋服市场预期CAGR为11.62%



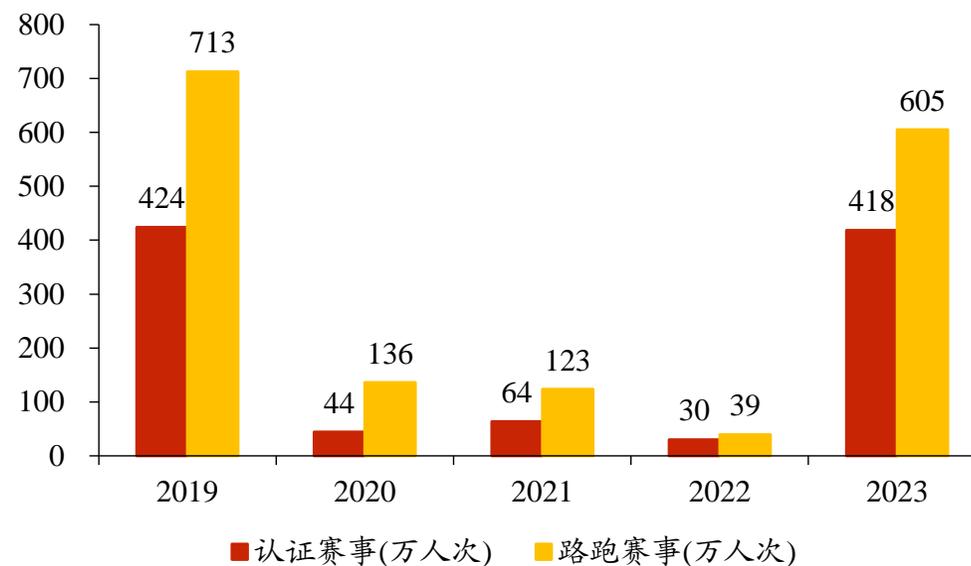
— 中国运动鞋服行业市场规模(亿元) — YOY(%)

- 国内跑步氛围日趋浓厚，线下马拉松赛事数量于2023年恢复增长。2014-2019年，线下马拉松在认证及非认证赛事蓬勃发展下数量快速增长，于2019年达到1828场，为近年峰值；2023年，线下马拉松赛事于疫后快速修复，全年赛事数量增至699场，且认证赛事参与人次已接近2019年。整体看，国内各类跑步赛事数量恢复增长，跑步人群不断壮大，跑步相关产品（如跑步装备）需求不断上行，因此国内跑鞋未来发展空间广阔。

图表：2023年国内线下马拉松赛事场次快速恢复

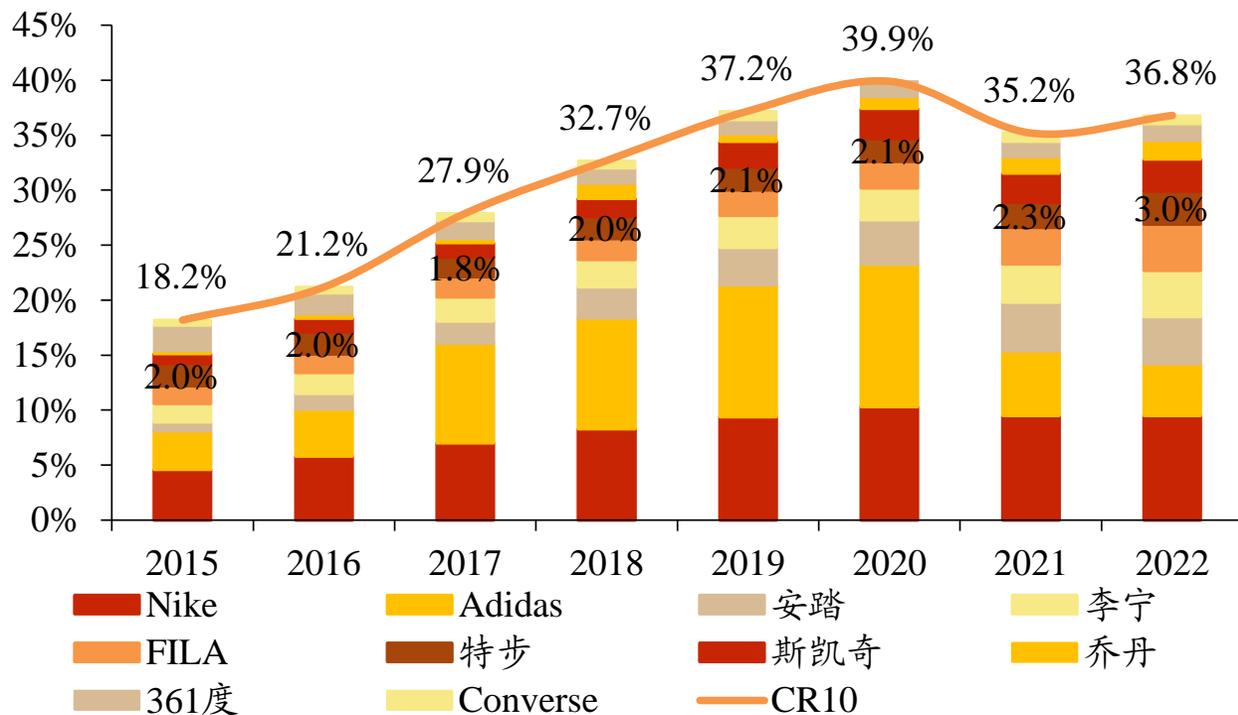


图表：2023年国内马拉松参与度快速修复



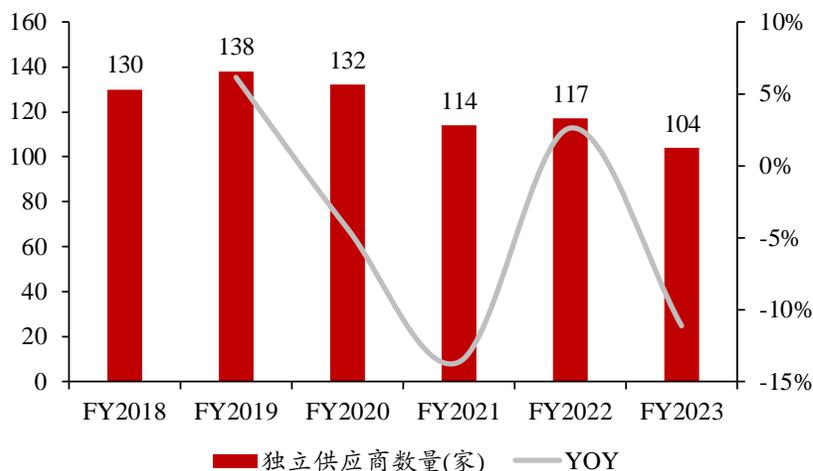
- 国牌强势崛起，市场份额向头部集中。从市场看，2022年，我国运动鞋履市场CR10较2015年增长18.6 pct至36.8%，市场份额向头部集中；分品牌看，国际头部品牌受国内近年消费需求与偏好转变影响，市场份额有所下滑，而国牌在国潮风影响下快速发展，如安踏、李宁、特步等头部国牌运动鞋履市场份额持续增长。整体看，近年国内运动鞋履市场呈现国牌崛起以及市场份额持续向头部品牌集中的趋势。

图表：近年国内运动鞋履市场向头部品牌集中

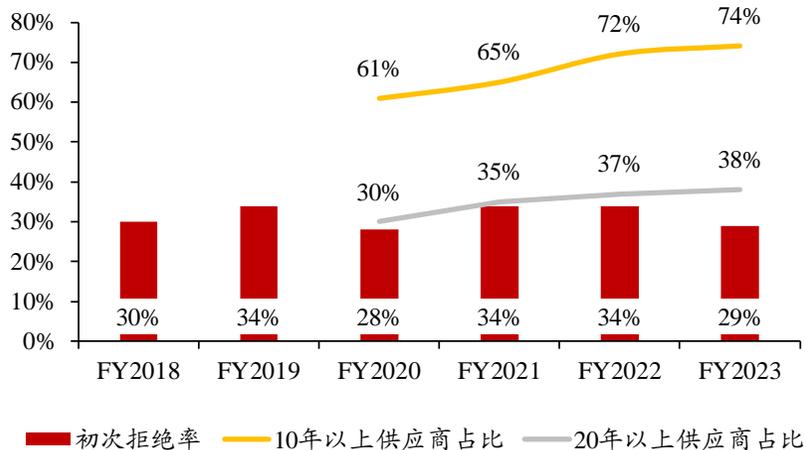


- 获头部运动品牌认可的供应商订单量更稳定。头部运动品对供应商选取较为严格，但对通过筛选的优质供应商粘性较强：1) 2018-2024财年，Nike制衣供应商总数量由328家下降至285家，其中，前五大制衣供应商产量占比47%增长至51%，头部供应商份额进一步巩固；2) 2023年，Adidas供应商初筛拒绝率在29%左右，但与74%的供应商合作超过10年、与38%的供应商合作超过20年，且近年公司长期合作供应商占比保持增长趋势。因此，优质供应商更易通过品牌公司筛选并形成长期合作关系，构筑竞争壁垒，并有望长期从品牌公司端获得稳定订单。

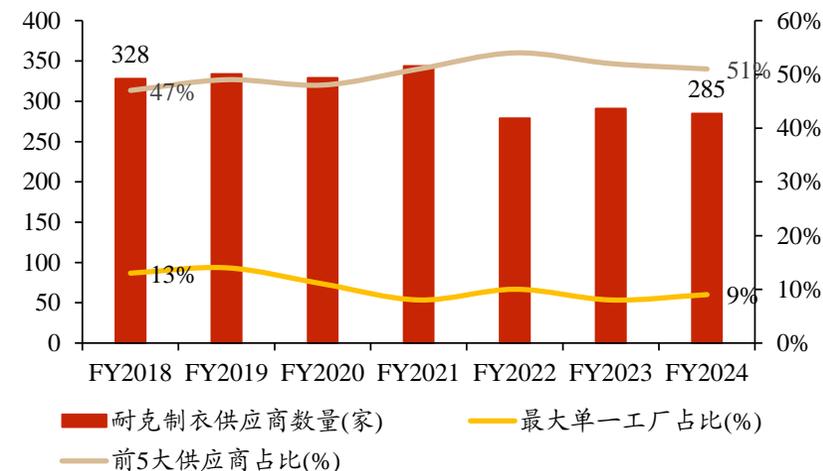
图表：Adidas近年供应商数量呈下降趋势



图表：Adidas长期合作供应商占比不断提升



图表：近年Nike前五大制衣供应商产量占比呈增长趋势



主要内容

1. 2024行业发展回顾
2. 2025行业机会梳理
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示



- 安踏体育：
 - 1) 行业侧：
 - 政策端，国家近年政策扶持不断提高居民运动参与率；
 - 居民端，经济发展下居民健康意识及鞋服开支提升。政策扶持叠加居民需求提振有望驱动国内运动鞋服行业以低双位数年化增速增长。
 - 2) 公司侧：
 - 1) 主品牌坚持大众定位，通过技术创新、渠道改革不断提升产品力及品牌力；
 - 2) FILA瞄准高线城市客群持续创新设计，夯实时尚运动赛道头部位置；
 - 3) DESCENTE及KOLON SPORT瞄准高端户外市场，借户外之风冲击集团旗下第三个百亿品牌；
 - 3) 估值：预计公司2025年归母净利润137.32亿元，PE（对应2024年12月30日市值）为16.1X。

- 华利集团：
 - 1) 订单量：
 - a. 需求侧：新品牌需求释放叠加存量品牌合作意愿稳固，未来订单需求有保障；
 - b. 供给侧：公司今年两个新厂投放顺利叠加未来两年新厂规划预期，可满足新增订单需求；
 - 2) ASP：客户结构优化及产品结构优化有望助推公司 ASP 继续上行；
 - 3) 估值：预计公司2025年归母净利润45.10亿元，PE（对应2024年12月30日市值）为20.0X。



- **李宁：**
- 1) 产品力领先行业：公司持续重视研发，鞋履与服饰端核心技术持续领先行业，且同时注重外观设计，做到产品兼具功能性及设计感，产品力较强；
- 2) 营销力优秀：公司持续整合重要体育资源并赞助大型体育赛事，并通过大秀积极宣传公司新品，品牌力强；
- 3) 渠道调整：近年公司电商及直营业务发展迅速，未来有望成为新增长点；
- 4) 估值：预计公司2025年归母净利润34.45亿元，PE（对应2024年12月30日市值）为12.2X。

- **滔搏：**
- 行业端：1) 新兴市场驱动世界运动鞋服行业持续增长；2) 国内人均开支提升促进运动品消费提升；
- 公司端：1) 品牌资源：公司持续重视主力代销品牌发展，与阿迪耐克的合作持续深化，且不断向外拓展新品牌；2) 渠道力：公司持续进行“去低效店，开大店”政策，经营效率提升；3) 会员体系：公司通过线上线下渠道协同经营完备的会员体系，会员贡献度常年超90%；4) 分红意愿：公司具有较强的分红意愿，股息率行业领先；
- 估值：预计公司FY25/26归母净利润16.27亿元，PE（对应2024年12月30日市值）为11.2X。

主要内容

1. 2024行业发展回顾
2. 2025行业机会梳理
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示



- **零售环境修复不及预期风险。**可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。
- **户外运动发展不及预期风险。**近年户外热潮推动相关产业快速发展，热度下降等因素均有可能导致相关品牌发展速度不及预期。
- **国际局势变动风险。**国际政治、经济环境、进出口目的国的贸易政策存在变化风险，可能带来进出口关税增加、国际供应链（海运等）成本增加等情况，将可能对纺织制造企业发展造成一定影响。
- **劳动力成本提升风险。**制造业为劳动力密集型产业，若人工成本上升或对公司利润端造成负面影响。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES