



# 关注品牌复苏，聚焦细分赛道

## —— 纺织服饰行业 2025 年度策略报告

纺织服饰行业分析师：郝帅



# 关注品牌复苏，聚焦细分赛道

## —— 纺织服饰行业 2025 年度策略报告

2024 年 12 月 18 日

### 核心观点

- 2024 前三季度内需承压，出口延续稳增：**2024 年 1-10 月，受到宏观环境波动，消费者信心下降等因素影响，国内服装零售消费动力有所放缓。2024 年下半年国家出台多项政策刺激内需，期待 2025 年在国家政策传导下终端消费不断改善。出口方面，2024 年订单修复，国内龙头纺织制造企业订单修复弹性较大。2025 年重点关注消费政策落地品牌内销改善和优质纺织制造龙头企业。
- 2025 年投资策略展望。**全年聚焦内需改善，纺织制造关注国际化产能布局优质龙头。2024 年下半年以来，国家出台多项经济刺激政策提振内需，中央经济工作会议也明确指明要大力提振消费，全方位扩大国内需求，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力。25 年政策的后续效应有望逐步体现，品牌服饰预计会迎来拐点。上游纺织制造在加征关税预期下，关注拥有国际化产能布局完善的龙头企业。
- 优选赛道，聚焦龙头。中高端男装：**男装是弱时尚、强场景属性，客户粘性和购买频次相对稳定，且行业结构不断优化，龙头份额逐年提升。时尚商务男装渗透率不断提升，龙头核心优势突出，业绩有望在 25 年实现稳定修复。**家纺：**预计商品房销售 2025 年企稳，对家纺用品销售产生的负面影响会逐步减弱，2025 年婚庆场景回补利好婚庆类产品动销改善。此外家纺补贴政策落地持续提供实质性的经济激励，随着补贴政策的消费者推广力度逐步扩大，相关家纺品牌产品需求有望得到提振。**体育服饰：**国内体育产业政策支持力度较大，户外运动兴起，带动更多户外场景需求，体育产品将迎来差异化、专业化竞争阶段，拥有核心技术产品和渠道精细化布局运营的国产龙头将会体现出增长潜力。**纺织制造：**如美国对中国加征关税政策落地，利好拥有规模化海外产能的纺织服企。海外大牌库存结构仍保持健康，对上游新订单需求稳健，我们预计出口龙头企业凭借规模体量、产能结构、大客户等优势实现可持续稳健增长。
- 投资建议：品牌：**关注报喜鸟、比音勒芬、波司登、海澜之家、森马服饰。**体育服饰：**关注安踏体育、特步国际、李宁、361 度。**家纺：**关注罗莱生活、水星家纺、富安娜。**纺织制造：**关注华利集团、伟星股份、开润股份、申洲国际、健盛集团，新澳股份。
- 风险提示：**国内消费不及预期的风险；海外消费需求放缓的风险；原材料价格波动的风险；国际贸易政策不确定的风险。

### 重点公司盈利预测与估值

| 股票代码      | 股票名称 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |      |
| 002154.SZ | 报喜鸟  | 0.40  | 0.46  | 0.52  | 12.32 | 10.69 | 9.42  |      |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 1.68  | 1.95  | 2.23  | 11.97 | 10.34 | 9.01  |      |
| 300979.SZ | 华利集团 | 3.32  | 3.84  | 4.41  | 22.83 | 19.74 | 17.22 |      |

资料来源：Ifind，中国银河证券研究院

### 纺织服饰行业

推荐 维持评级

### 分析师

郝帅

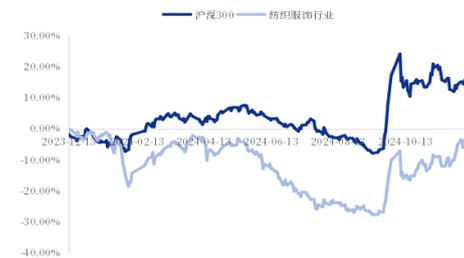
☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

### 相对沪深 300 表现图

2024-12-18



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

## 目录

### Catalog

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>一、 2024 行业回顾：内销承压，出口拐点兑现</b>    | <b>4</b>  |
| (一) 2024 年 1-10 月服装增长放缓，出口提速       | 4         |
| (二) 纺织制造指数涨幅明显，下游服装家纺收益为负          | 6         |
| (三) 重点公司 2024 前三季度总结及 2025 年展望     | 8         |
| <b>二、 品牌服饰：政策助力品牌内销，男装赛道体现韧性</b>   | <b>18</b> |
| (一) 从政策指导到消费落地，品牌内销有望迎来拐点          | 18        |
| (二) 时尚服饰 2025 年发展趋势展望              | 21        |
| (三) 男装韧性凸显，2025 年有望出现拐点            | 27        |
| <b>三、 体育服饰：场景多元化和产品专业化发展趋势</b>     | <b>31</b> |
| (一) 体育服饰行业仍处于稳健增长期                 | 31        |
| (二) 政策赋能、冰雪经济加持、户外场景渗透，体育服饰迎来新催化   | 32        |
| (三) 国产体育服饰迎来差异化、专业化竞争阶段            | 37        |
| <b>四、 家纺：消费补贴落地，需求有望改善</b>         | <b>41</b> |
| (一) 地产和婚庆需求场景筑底，2025 年修复可期         | 41        |
| (二) 家纺补贴政策有望刺激终端消费                 | 43        |
| (三) 家纺龙头分红率稳定                      | 44        |
| <b>五、 上游制造：出口分化，关注国际产能布局完善企业</b>   | <b>44</b> |
| (一) 海外头部品牌库存水平持续改善                 | 44        |
| (二) 纺织制造龙头绑定优质客户，推进海外产能布局，订单份额加速集中 | 46        |
| <b>六、 投资建议</b>                     | <b>48</b> |
| <b>七、 风险提示</b>                     | <b>49</b> |

# 一、2024 行业回顾：内销承压，出口拐点兑现

## (一) 2024 年 1-10 月服装增长放缓，出口提速

**2024 年 1-10 月服装零售增长放缓。**2024 年 1-10 月服装销售累计增速为 1.1%，低于零售整体增速 2.4pct。全年消费者信心下降导致服饰内销承压。从最新数据来看，10 月当月服装销售增速为 8%，月度增速环比转正，且增速创 2024 年新高。10 月国内华北地区天气转冷利好冬季新品提前开售，且双 11 活动时间提前及国庆假期错位，使得 10 月服装零售数据表现优异。11 月份由于双 11 活动的提前透支，服装销售增速环比 10 月预计会减弱，但预估 10-11 月份整体服装零售表现环比 8/9 月份维持改善趋势。回顾 2024 年服装零售表现，整体低于年初预期，终端客流减少和消费者消费意愿下降是内需承压的主要影响因素。

表1：2024 年以来社会零售情况

| 时间       | 社零    |       | 服装    |       | 体育娱乐  |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 累计同比% | 当月同比% | 累计同比% | 当月同比% | 累计同比% | 当月同比% |
| 2023.1-2 | 3.5   | 3.5   | 5.4   | 5.4   | 1     | 1     |
| 2023.3   | 5.8   | 10.6  | 9     | 17.7  | 5.8   | 15.8  |
| 2023.4   | 8.5   | 18.4  | 13.4  | 32.4  | 10.1  | 25.7  |
| 2023.5   | 9.3   | 12.7  | 14.1  | 17.6  | 11    | 14.3  |
| 2023.6   | 8.2   | 3.1   | 12.8  | 6.9   | 10.5  | 9.2   |
| 2023.7   | 7.3   | 2.5   | 11.4  | 2.3   | 9.4   | 2.6   |
| 2023.8   | 7     | 4.6   | 10.6  | 4.5   | 8     | -0.7  |
| 2023.9   | 6.8   | 5.5   | 10.6  | 9.9   | 8.3   | 10.7  |
| 2023.10  | 6.9   | 7.6   | 10.2  | 7.5   | 9.9   | 25.7  |
| 2023.11  | 7.2   | 10.1  | 11.5  | 22    | 10.7  | 16    |
| 2023.12  | 7.2   | 7.4   | 12.9  | 26    | 11.2  | 16.7  |
| 2024.1-2 | 5.5   | -     | 1.9   | -     | 11.3  | -     |
| 2024.3   | 4.7   | 3.1   | 2.5   | 3.8   | 14.2  | 19.3  |
| 2024.4   | 4.1   | 2.3   | 1.5   | -2    | 13.8  | 12.7  |
| 2024.5   | 4.1   | 3.7   | 2     | 4.4   | 15.2  | 20.2  |
| 2024.6   | 3.7   | 2     | 1.3   | -1.9  | 11.2  | -1.5  |
| 2024.7   | 3.5   | 2.7   | 0.5   | -5.2  | 11.1  | 10.7  |
| 2024.8   | 3.4   | 2.1   | 0.3   | -1.6  | 10.1  | 3.2   |
| 2024.9   | 3.3   | 3.2   | 0.2   | -0.4  | 9.7   | 6.2   |
| 2024.10  | 3.5   | 4.8   | 1.1   | 8     | 11.5  | 26.7  |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

**2024年1-10月纺织出口转正，订单拐点兑现。**2023全年主要海外品牌处于去库存周期，截至2023年底去库存周期基本结束，海外大牌库存周转天数已处于历史健康水平，使得2024年新订单采购有所恢复。2024年1-10月国内纺织纱线出口累计增速为5.80%，其中10月份增速为0.14%。1-10月服装出口增速为0.70%，基本保持稳定。细分赛道龙头纺织企业订单恢复弹性更优，体现了行业正处于龙头份额提升的阶段。展望2025年，中美贸易政策仍有很大不确定性，如果美国对中国加征关税政策落地，将对国内纺织服装出口整体造成影响，而纺织制造龙头企业凭借成熟的全球产能布局依旧可实现稳定增长。

表2：2024年以来纺织服装出口情况

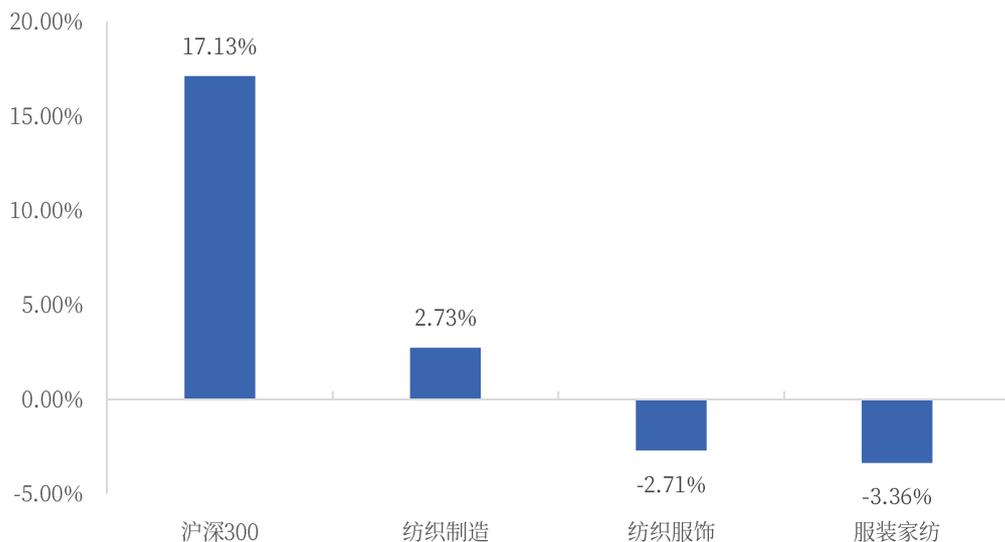
|         | 纺织纱线织物及其制品 |       | 服装及衣着附件 |       | 越南纺织品和服装出口 |        |
|---------|------------|-------|---------|-------|------------|--------|
|         | 当月同比%      | 累计同比% | 当月同比%   | 累计同比% | 当月同比%      | 累计同比%  |
| 2023.1  | -19.3      | -19.3 | -2.1    | -2.1  | -30.69     | -30.69 |
| 2023.2  | -8.9       | -15.9 | -16.4   | -7.5  | 12.19      | -19.56 |
| 2023.3  | 17.6       | -5.1  | 42.1    | 6.7   | -13.21     | -17.36 |
| 2023.4  | 12.1       | -0.8  | 23.1    | 10.6  | -23.92     | -19.33 |
| 2023.5  | -7.8       | -2.4  | -5.7    | 6.6   | -16.57     | -17.76 |
| 2023.6  | -9.9       | -4.5  | -10.1   | 0.7   | -13.99     | -15.26 |
| 2023.7  | -12.2      | -5.7  | -13     | -2.1  | -13.46     | -15.05 |
| 2023.8  | 0.1        | -5.1  | -6.6    | -2.9  | -17.81     | -15.02 |
| 2023.9  | 2.9        | -4.2  | -2.4    | -2.8  | 9.62       | -12.13 |
| 2023.10 | -1.5       | -3.9  | -5.5    | -3.1  | -0.72      | -12.47 |
| 2023.11 | 0.8        | -3.7  | -1.6    | -3.3  | -11.13     | -12.71 |
| 2023.12 | 5.2        | -3.1  | 3.5     | -2.8  | -4.22      | -11.64 |
| 2024.1  | 13.5       | 13.5  | 5.1     | 5.1   | 28.56      | 28.56  |
| 2024.2  | 28.6       | 18.9  | 38.1    | 16.3  | -8.44      | 15.02  |
| 2024.3  | -13.4      | 6.1   | -14.2   | 4.8   | -1.52      | -1.52  |
| 2024.4  | -1.01      | 4.6   | -5.94   | 3.3   | -0.56      | 6.32   |
| 2024.5  | 11.7       | 6.1   | 4.9     | 3.5   | -8.23      | 3.27   |
| 2024.6  | 8.8        | 6.5   | 1.3     | 3     | 0.08       | 3.06   |
| 2024.7  | 2.94       | 6     | -4.95   | 1.6   | 2.28       | 4.19   |
| 2024.8  | 4.7        | 5.8   | -2.3    | 1     | 16.99      | 7.94   |
| 2024.9  | -4.18      | 4.8   | -7.84   | -1    | 15.86      | 8.94   |
| 2024.10 | 0.14       | 5.80  | 0.06    | 0.70  | 25.20      | 10.50  |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

## (二) 纺织制造指数涨幅明显，下游服装家纺收益为负

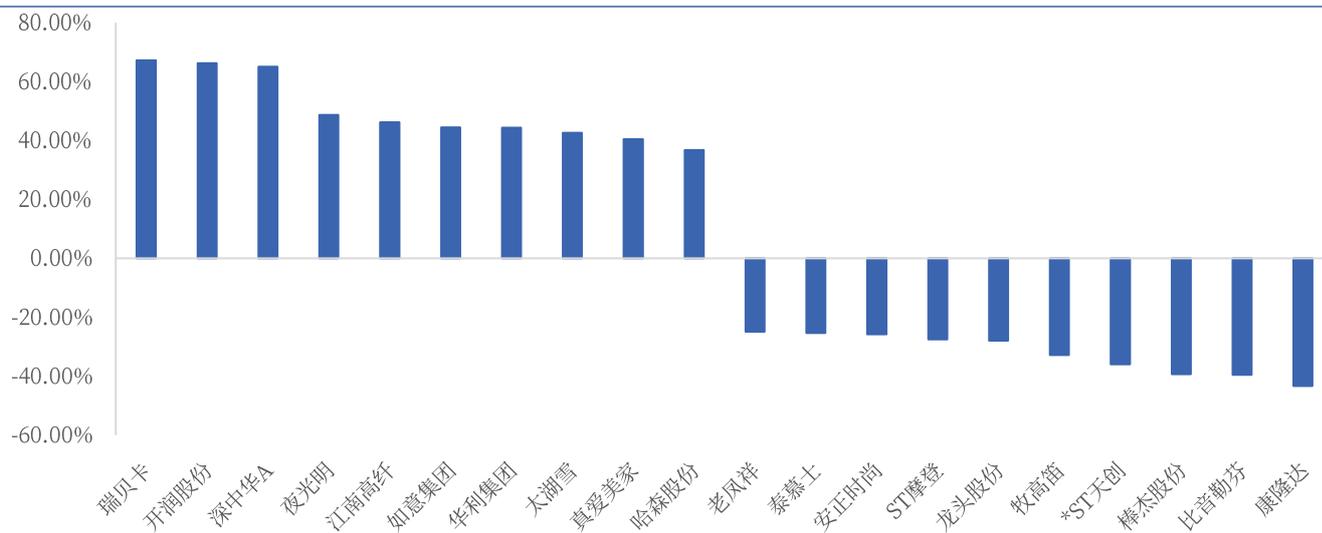
2024年初至今上游制造指数表现好于品牌服饰。截至2024年12月9日，纺织服饰板块指数较年初下降2.71%。按细分板块，上游纺织制造板块指数较年初上涨2.73%，表现平稳，下游服装家纺板块下跌3.36%，行业指数表现与基本面趋势基本相符。上游纺织制造指数得益于海外订单恢复，龙头公司业绩持续兑现，指数跑赢整体纺织服饰行业。2024年下半年品牌内销受终端消费疲软影响，终端零售下降，部分优质公司短期零售数据承压。

图1：年初至今纺服板块涨跌幅



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

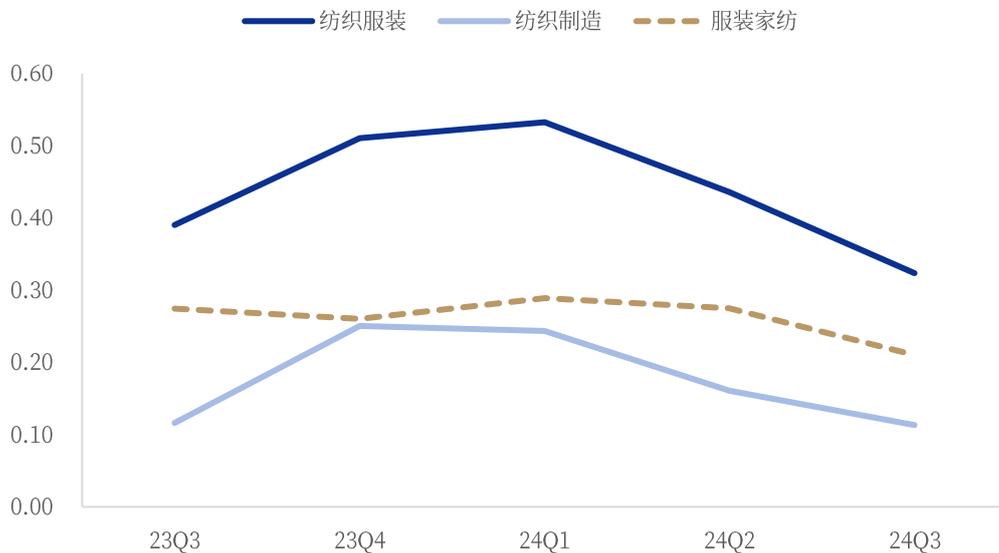
图2：2024年纺织服饰行业涨跌幅领先公司（截至2024年12月9日）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

年初以来纺织服饰板块持仓比例逐季度下降。2024Q3 纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为 0.32%，环比下降 0.11pct。分板块看，2024Q3 上游纺织制造板块持仓比例环比下降 0.05pct 至 0.11%，服装家纺板块基金持仓比例环比下降 0.06pct 至 0.21%。

图3: 纺织服饰板块基金持股比例持续上升 (%)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

### (三) 重点公司 2024 前三季度总结及 2025 年展望

从三季度行业整体经营情况来看，整体内销收入预期内波动，利润下滑超预期。其中，大众休闲服饰利润率下降较多，主要受到终端客流下降影响，固定费用占比有所增长。中高端男装体现出一定韧性，下降幅度低于其他子赛道。中高端女装有一定可选和非刚性属性，收入受终端消费下降影响程度更大，负杠杆效益体现的较为明显。家纺年初以来受地产景气下行影响，前三季度终端需求比较平淡。上游纺织制造龙头企业 Q3 经营维持稳健，海外大牌经历 2023 年去库存周期后，2024 年订单需求恢复。国内纺织制造龙头企业依托高质量客户、生产规模、国际化产能布局优势延续上半年稳健增长。

**大众休闲服饰：Q3 利润率下探，森马服饰收入稳健增长。Q3 单季大众休闲服饰收入端整体有所调整。**森马服饰延续正增长趋势，Q3 收入同增 3.15%，环比 Q2 增速下降 6.92pct。海澜之家和太平鸟则延续 Q2 下滑趋势，下滑幅度有所增加，两者收入增速分别为-11.01%和-13.93%。分渠道结构来看，整体呈现线上渠道表现好于线下，线下渠道 Q3 受到多地高温及多雨天气影响，商场及街边客流下降较多，叠加整体消费信心有所承压，线下收入整体下降幅度较大。

表3：大众休闲服饰营业收入（亿元）

|      |       | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|---------|---------|---------|-----------|
| 森马服饰 | 营业收入  | 31.39   | 28.16   | 34.44   | 93.99     |
|      | YOY   | 4.58%   | 10.07%  | 3.15%   | 5.62%     |
|      | 归母净利润 | 3.46    | 2.06    | 2.03    | 7.55      |
|      | YOY   | 11.40%  | 0.67%   | -35.97% | -9.25%    |
| 海澜之家 | 营业收入  | 61.77   | 51.93   | 38.89   | 152.59    |
|      | YOY   | 8.72%   | -5.88%  | -11.01% | -1.99%    |
|      | 归母净利润 | 8.87    | 7.50    | 2.71    | 19.08     |
|      | YOY   | 10.41%  | -14.42% | -64.88% | -22.19%   |
| 太平鸟  | 营业收入  | 18.06   | 13.40   | 13.96   | 45.42     |
|      | YOY   | -12.92% | -12.30% | -13.93% | -13.05%   |
|      | 归母净利润 | 1.59    | 0.12    | -0.63   | 1.08      |
|      | YOY   | -26.92% | -62.91% | 53.76%  | -48.55%   |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

**消费放缓下毛利率同比略降。**2024Q3 毛利率有所波动。森马服饰/海澜之家/太平鸟 Q3 单季毛利率分别为 42.44%/42.81%/52.05%，同比下降 0.84/1.11/0.05pct。费用率方面。Q3 收入承压的背景下，三家公司整体费率有所提升。森马服饰/海澜之家/太平鸟销售费率分别提升 0.69/5.78/3.54pct。

表4: 大众休闲服饰毛利率

|      | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|--------|--------|-----------|-----------|
| 森马服饰 | 43.28% | 42.44% | 44.13%    | 44.77%    |
| 海澜之家 | 43.92% | 42.81% | 44.77%    | 44.59%    |
| 太平鸟  | 52.10% | 52.05% | 56.33%    | 54.89%    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

表5: 大众休闲服饰费用率

|      |       | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|--------|--------|-----------|-----------|
| 森马服饰 | 销售费用率 | 22.42% | 23.11% | 24.16%    | 24.95%    |
|      | 管理费用率 | 4.94%  | 4.88%  | 4.99%     | 4.85%     |
|      | 研发费用率 | 2.22%  | 2.70%  | 1.96%     | 2.23%     |
|      | 财务费用率 | -0.68% | 0.25%  | -1.14%    | -1.30%    |
|      | 总费用率  | 28.89% | 30.93% | 29.97%    | 30.74%    |
| 海澜之家 | 销售费用率 | 19.03% | 24.80% | 18.77%    | 21.97%    |
|      | 管理费用率 | 6.32%  | 6.62%  | 4.89%     | 4.80%     |
|      | 研发费用率 | 0.92%  | 1.87%  | 0.92%     | 1.21%     |
|      | 财务费用率 | 0.43%  | -1.21% | 0.32%     | -0.86%    |
|      | 总费用率  | 26.69% | 32.08% | 24.91%    | 27.12%    |
| 太平鸟  | 销售费用率 | 38.21% | 41.75% | 37.71%    | 40.45%    |
|      | 管理费用率 | 7.70%  | 8.69%  | 7.88%     | 8.00%     |
|      | 研发费用率 | 2.57%  | 3.05%  | 2.48%     | 2.84%     |
|      | 财务费用率 | 0.89%  | 1.17%  | 0.77%     | 0.96%     |
|      | 总费用率  | 49.37% | 54.66% | 48.84%    | 52.25%    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

截至三季度末, 森马服饰和太平鸟存货周转天数同比持续优化, 海澜之家同比增长 71 天至 346 天, 为近五年存货天数最高水平, 主要原因是斯博兹并表所致, 同时冬装提前入库, 整体经营层面维持稳定。

表6: 大众休闲服饰存货周转天数 (天)

|      | 2020Q3 | 2021Q3 | 2022Q3 | 2023Q3 | 2024Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 森马服饰 | 181    | 155    | 220    | 204    | 180    |
| 海澜之家 | 338    | 283    | 299    | 275    | 346    |
| 太平鸟  | 207    | 199    | 214    | 241    | 217    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**中高端男装：收入波动相对较小，体现中高端男装韧性。**Q3 单季比音勒芬/报喜鸟/九牧王/七匹狼营收增速分别为-4.37%/-11.73%/-6.33%/-12.90%，比音勒芬和九牧王增速环比转负，报喜鸟和七匹狼降幅环比扩大，但整体下降幅度相比其他服饰子赛道相对较小，体现中高端男装在行业波动下的经营韧性。报喜鸟降幅较大主要是公司 To B 业务 Q3 下降较多。

表7：中高端男装营业收入（亿元）

|      |       | 2024Q1 | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|--------|---------|---------|-----------|
| 比音勒芬 | 营业收入  | 12.68  | 6.68    | 10.64   | 30.00     |
|      | YOY   | 17.55% | 10.49%  | -4.37%  | 7.30%     |
|      | 归母净利润 | 3.62   | 1.17    | 2.83    | 7.62      |
|      | YOY   | 20.42% | 1.74%   | -17.32% | 0.55%     |
| 报喜鸟  | 营业收入  | 13.53  | 11.27   | 10.56   | 35.36     |
|      | YOY   | 4.84%  | -4.55%  | -11.73% | -3.59%    |
|      | 归母净利润 | 2.50   | 0.94    | 0.71    | 4.15      |
|      | YOY   | -2.10% | -38.32% | -51.68% | -25.19%   |
| 九牧王  | 营业收入  | 9.40   | 6.36    | 6.91    | 22.66     |
|      | YOY   | 21.70% | 1.18%   | -6.33%  | 6.00%     |
|      | 归母净利润 | 1.08   | -0.58   | 0.85    | 1.35      |
|      | YOY   | 11.27% | /       | /       | 40.30%    |
| 七匹狼  | 营业收入  | 8.93   | 5.68    | 7.33    | 21.94     |
|      | YOY   | -1.80% | -9.39%  | -12.90% | -7.73%    |
|      | 归母净利润 | 1.06   | 0.80    | 0.49    | 2.36      |
|      | YOY   | 19.49% | 17.05%  | 10.87%  | 16.76%    |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

**毛利率保持稳中有升，中高端男装产品严控折扣。**中高端男装对品牌形象的塑造有较高的要求，因此对折扣控制严格。2024Q3 比音勒芬/报喜鸟/九牧王/七匹狼毛利率分别为73.79%/62.86%/64.36%/56.37%，分别同比变动-1.95/0.15/1.46/3.41pct。除比音勒芬外有所改善。

表8：中高端男装主要公司 Q3 毛利率水平

|      | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|--------|--------|-----------|-----------|
| 比音勒芬 | 75.75% | 73.79% | 76.60%    | 76.42%    |
| 报喜鸟  | 62.71% | 62.86% | 64.61%    | 65.76%    |
| 九牧王  | 62.90% | 64.36% | 63.41%    | 65.54%    |
| 七匹狼  | 52.96% | 56.37% | 49.47%    | 51.93%    |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

费用方面，四家公司总费率提升 5.73/7.62/15.78/11.65pct，上升幅度较大。比音勒芬主要系新品牌处于新团队扩张期，管理费用增长较多。报喜鸟、九牧王和七匹狼则是因为 24Q3 受到收入下降影响销售费率有大幅提升。四家公司归母净利润增速分别为-17.32%/-51.68%/转正/10.87%，九牧王和七匹狼均有公允价值变动收益。

表9: 中高端男装主要公司费用率

|      |       | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|--------|--------|-----------|-----------|
| 比音勒芬 | 销售费用率 | 27.49% | 27.68% | 34.24%    | 34.95%    |
|      | 管理费用率 | 5.74%  | 10.97% | 6.67%     | 8.92%     |
|      | 研发费用率 | 3.65%  | 3.32%  | 3.34%     | 3.27%     |
|      | 财务费用率 | -0.82% | -0.18% | -0.88%    | -0.88%    |
|      | 总费用率  | 36.06% | 41.79% | 43.37%    | 46.27%    |
| 报喜鸟  | 销售费用率 | 35.53% | 42.29% | 36.95%    | 41.03%    |
|      | 管理费用率 | 9.33%  | 8.74%  | 7.71%     | 7.64%     |
|      | 研发费用率 | 2.14%  | 1.98%  | 1.96%     | 1.93%     |
|      | 财务费用率 | -2.09% | -0.48% | -0.91%    | -0.72%    |
|      | 总费用率  | 44.91% | 52.53% | 45.71%    | 49.87%    |
| 九牧王  | 销售费用率 | 35.85% | 49.00% | 34.86%    | 43.83%    |
|      | 管理费用率 | 5.57%  | 7.63%  | 7.90%     | 6.64%     |
|      | 研发费用率 | 1.55%  | 1.23%  | 1.60%     | 1.42%     |
|      | 财务费用率 | -0.85% | 0.04%  | -0.12%    | 0.00%     |
|      | 总费用率  | 42.12% | 57.90% | 44.25%    | 51.90%    |
| 七匹狼  | 销售费用率 | 26.86% | 36.73% | 26.90%    | 33.61%    |
|      | 管理费用率 | 7.34%  | 8.49%  | 7.18%     | 8.37%     |
|      | 研发费用率 | 2.46%  | 1.67%  | 2.66%     | 2.06%     |
|      | 财务费用率 | -4.40% | -2.98% | -5.04%    | -4.05%    |
|      | 总费用率  | 32.27% | 43.92% | 31.70%    | 39.99%    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

截至 24Q3 期末, 四家中高端男装期末存货周转天数有所上升。比音勒芬/报喜鸟/九牧王/七匹狼期末存货周转天数分别增加 8/26/30/15 天, 其中有期末旺季产品备货因素, 也有因销售放缓导致产品有所滞销。比音勒芬、报喜鸟、七匹狼存货上升幅度在可控范围, 九牧王提升较多, 需要观察 24Q4 末存货水平变化。

表10: 中高端男装存货周转天数 (天)

|      | 2020Q3 | 2021Q3 | 2022Q3 | 2023Q3 | 2024Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 比音勒芬 | 385    | 339    | 325    | 297    | 304    |
| 报喜鸟  | 322    | 284    | 298    | 248    | 274    |
| 九牧王  | 319    | 268    | 305    | 308    | 338    |
| 七匹狼  | 232    | 218    | 213    | 216    | 230    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**中高端女装：受消费下行影响较深，负杠杆效应明显。**相对男装，女装由于其可选和时尚属性更大，因此消费下行时对其消费购买力的影响更大。主要四家中高端女装歌力思/锦泓集团/欣贺股份/地素时尚 24Q3 增速分别为 1.64%/-14.21%/-20.73%/-19.05%，歌力思经营较为稳定，新品牌保持增长势头，其余品牌的下降幅度明显大于其他服饰子赛道。四家公司归母净利润增速分别为亏损/-70.56%/亏损/-47.14%，负杠杆效应比较明显。

表11：中高端女装主要公司 Q3 营业收入及利润（亿元）

|      |       | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|---------|---------|---------|-----------|
| 歌力思  | 营业收入  | 7.49    | 6.99    | 7.04    | 21.52     |
|      | YOY   | 12.47%  | -1.08%  | 1.64%   | 4.20%     |
|      | 归母净利润 | 0.29    | 0.29    | -0.37   | 0.22      |
|      | YOY   | -38.26% | -52.93% | /       | -84.21%   |
| 锦泓集团 | 营业收入  | 11.53   | 9.25    | 8.45    | 29.23     |
|      | YOY   | -1.24%  | -2.03%  | -14.21% | -5.61%    |
|      | 归母净利润 | 1.16    | 0.32    | 0.14    | 1.62      |
|      | YOY   | 13.19%  | -22.40% | -70.56% | -15.16%   |
| 欣贺股份 | 营业收入  | 3.65    | 3.37    | 3.17    | 10.18     |
|      | YOY   | -19.06% | -24.71% | -20.73% | -21.52%   |
|      | 归母净利润 | 0.06    | -0.01   | -0.34   | -0.29     |
|      | YOY   | -88.48% | /       | /       | /         |
| 地素时尚 | 营业收入  | 5.37    | 5.92    | 4.84    | 16.13     |
|      | YOY   | -11.98% | -7.12%  | -19.05% | -12.59%   |
|      | 归母净利润 | 1.10    | 1.12    | 0.56    | 2.79      |
|      | YOY   | -33.03% | -21.03% | -47.14% | -32.55%   |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

**毛利率整体稳定，产品折扣不受收入波动影响。**24Q3 歌力思/锦泓集团/欣贺股份/地素时尚毛利率同比变动分别为+0.46/-0.84/-0.09/+0.71pct。虽然终端销售下降较多，但各家公司对终端产品折扣依旧保持比较谨慎的态度，折扣管控力度依旧保持。

表12：中高端女装主要公司毛利率

|      | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|--------|--------|-----------|-----------|
| 歌力思  | 65.59% | 66.06% | 66.86%    | 68.20%    |
| 锦泓集团 | 69.71% | 68.87% | 69.20%    | 69.26%    |
| 欣贺股份 | 67.72% | 67.63% | 70.09%    | 67.53%    |
| 地素时尚 | 72.86% | 73.57% | 74.81%    | 74.82%    |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

**女装费用率大幅提升，负杠杆效应体现。**四家女装公司管理费率和研发费率整体投入水平维持稳定，并无太大波动。销售费用率有大幅度提升，主要原因是 Q3 营销、广告等费用正常投放，但实际收入低于费用投放的回报规划，致使单三季度销售费率上升较多。歌力思/锦泓集团/欣贺股份/地素时尚销售费用率分别提升 6.86/1.99/15.15/5.34pct。

表13: 中高端女装主要公司费用率

|      |       | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|--------|--------|-----------|-----------|
| 歌力思  | 销售费用率 | 45.64% | 52.51% | 45.42%    | 50.80%    |
|      | 管理费用率 | 9.12%  | 10.08% | 8.36%     | 8.63%     |
|      | 研发费用率 | 2.74%  | 2.91%  | 2.48%     | 2.62%     |
|      | 财务费用率 | 1.32%  | 0.21%  | 1.07%     | 0.86%     |
|      | 总费用率  | 58.82% | 65.71% | 57.33%    | 62.91%    |
| 锦泓集团 | 销售费用率 | 53.88% | 55.87% | 51.42%    | 52.05%    |
|      | 管理费用率 | 5.17%  | 5.51%  | 4.29%     | 5.05%     |
|      | 研发费用率 | 3.05%  | 3.81%  | 2.74%     | 3.33%     |
|      | 财务费用率 | 2.09%  | 1.51%  | 2.48%     | 1.58%     |
|      | 总费用率  | 64.18% | 66.69% | 60.93%    | 62.01%    |
| 欣贺股份 | 销售费用率 | 46.04% | 61.19% | 45.07%    | 53.39%    |
|      | 管理费用率 | 6.70%  | 7.32%  | 5.15%     | 6.54%     |
|      | 研发费用率 | 4.73%  | 4.88%  | 4.46%     | 4.38%     |
|      | 财务费用率 | -1.06% | -0.83% | -1.01%    | -0.89%    |
|      | 总费用率  | 56.41% | 72.56% | 53.66%    | 63.42%    |
| 地素时尚 | 销售费用率 | 36.78% | 42.12% | 38.43%    | 39.96%    |
|      | 管理费用率 | 7.83%  | 9.71%  | 7.03%     | 9.07%     |
|      | 研发费用率 | 3.08%  | 3.65%  | 3.12%     | 3.37%     |
|      | 财务费用率 | -0.74% | -1.03% | -2.75%    | -1.50%    |
|      | 总费用率  | 46.94% | 54.45% | 45.83%    | 50.90%    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**女装库存增长幅度较大, 需要关注去库存节奏。**歌力思/锦泓集团/欣贺股份/地素时尚 24Q3 期末库存周转水平变动分别为+68/-14/+66/+39 天至 375/299/597/287 天。除了锦泓集团外, 其余公司期末存货周转天数均为近五年新高, 后续需要关注女装企业去库存进度。

表14: 中高端女装公司存货周转天数 (天)

|      | 2020Q3 | 2021Q3 | 2022Q3 | 2023Q3 | 2024Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 歌力思  | 315    | 288    | 314    | 306    | 375    |
| 锦泓集团 | 424    | 302    | 367    | 313    | 299    |
| 欣贺股份 | 574    | 416    | 448    | 531    | 597    |
| 地素时尚 | 227    | 180    | 221    | 248    | 287    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**家纺行业:** Q3 延续 Q2 经营表现, 全年承压。2024Q3 单季罗莱生活/富安娜/水星家纺收入增速分别为-15.61%/-11.21%/-8.38%, 富安娜增速环比转负, 罗莱生活和水星家纺基本延续二季度表现。归母净利润方面, 三家公司 Q3 增速分别为-21.71%/-40.78%/-22.80%, 利润降幅高于收入降幅。家纺行业 2024 年受到地产景气下行和各地婚庆风俗影响, 经营表现有所波动。

表15: 家纺主要公司营业收入和利润 (亿元)

|      |       | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|---------|---------|---------|-----------|
| 罗莱生活 | 营业收入  | 10.88   | 10.18   | 10.96   | 32.01     |
|      | YOY   | -12.26% | -16.35% | -15.61% | -14.74%   |
|      | 归母净利润 | 0.89    | 0.69    | 1.03    | 2.62      |
|      | YOY   | -49.47% | -35.70% | -21.71% | -37.14%   |
| 富安娜  | 营业收入  | 6.52    | 6.56    | 5.79    | 18.87     |
|      | YOY   | 5.20%   | 0.51%   | -11.21% | -1.96%    |
|      | 归母净利润 | 1.22    | 0.96    | 0.75    | 2.93      |
|      | YOY   | 10.23%  | -11.69% | -40.78% | -15.33%   |
| 水星家纺 | 营业收入  | 9.15    | 8.91    | 8.77    | 26.83     |
|      | YOY   | 11.84%  | -8.94%  | -8.38%  | -2.57%    |
|      | 归母净利润 | 0.93    | 0.53    | 0.64    | 2.10      |
|      | YOY   | 11.55%  | -38.64% | -22.80% | -16.81%   |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**毛利率前三季度稳中有升, Q3 单季保持平稳。**罗莱生活/富安娜/水星家纺 Q3 单季度毛利率分别为 44.24%/55.50%/40.50%, 同比 23Q3 基本持平。前三季度三家家纺龙头公司毛利率分别同比提升 1.20/0.57/1.37pct, 在行业整体波动情况下依旧保持稳中有升的趋势, 体现家纺龙头公司在品牌力、产品定价和渠道掌控力的优势。

表16: 家纺主要公司毛利率

|      | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|--------|--------|-----------|-----------|
| 罗莱生活 | 43.14% | 44.24% | 44.68%    | 45.88%    |
| 富安娜  | 55.39% | 55.50% | 54.59%    | 55.17%    |
| 水星家纺 | 40.30% | 40.50% | 40.05%    | 41.42%    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

费用端看, 罗莱生活总费用率有所优化, Q3 总费用率下降 0.37pct。公司海外莱克星顿业务经过调整已有所成效。富安娜销售费用率增长较多, 同比提升 6.50pct, 主要是公司返利政策时点变化, 2023 年返利主要在四季度体现, 2024 年则在三季度开始逐步体现。水星家纺则是因为收入下降导致费用率正常提升。

表17: 家纺主要公司公司 Q3 费用率

|      |       | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|--------|--------|-----------|-----------|
| 罗莱生活 | 销售费用率 | 24.47% | 23.77% | 23.15%    | 25.27%    |
|      | 管理费用率 | 5.59%  | 6.11%  | 5.77%     | 6.29%     |
|      | 研发费用率 | 1.94%  | 2.15%  | 2.35%     | 3.05%     |
|      | 财务费用率 | 0.06%  | -0.34% | -0.18%    | -0.74%    |
|      | 总费用率  | 32.05% | 31.68% | 31.09%    | 33.87%    |
| 富安娜  | 销售费用率 | 25.57% | 32.07% | 26.50%    | 29.82%    |
|      | 管理费用率 | 4.26%  | 4.78%  | 4.43%     | 4.33%     |
|      | 研发费用率 | 3.34%  | 2.86%  | 3.24%     | 3.38%     |
|      | 财务费用率 | -0.39% | -0.50% | -0.44%    | -0.68%    |

|      |       |        |        |        |        |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|
|      | 总费用率  | 32.78% | 39.22% | 33.73% | 36.84% |
| 水星家纺 | 销售费用率 | 22.75% | 23.87% | 23.53% | 25.04% |
|      | 管理费用率 | 4.96%  | 5.77%  | 4.81%  | 5.38%  |
|      | 研发费用率 | 2.11%  | 2.30%  | 2.00%  | 2.22%  |
|      | 财务费用率 | -0.38% | -0.05% | -0.53% | -0.25% |
|      | 总费用率  | 29.44% | 31.89% | 29.82% | 32.39% |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

存货端, 罗莱生活/富安娜/水星家纺 24Q3 期末存货周转天数分别为 198/253/186 天, 同比变动分别为 -2/+14/+17 天, 罗莱生活海外莱克星顿业务持续去库存, 富安娜和水星家纺则是针对双 11 备货增长所致。

表18: 家纺主要公司存货周转天数 (天)

|      | 2020Q3 | 2021Q3 | 2022Q3 | 2023Q3 | 2024Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 罗莱生活 | 184    | 147    | 187    | 201    | 198    |
| 富安娜  | 305    | 258    | 247    | 239    | 253    |
| 水星家纺 | 182    | 164    | 182    | 169    | 186    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**纺织制造: 制造龙头 2023Q3 业绩稳健, 出口景气仍较高。**与品牌内销表现不同的是, 国内纺织制造龙头企业仍延续年初以来高增长趋势, 2023 年海外大牌经历去库存后, 海外订单复苏明显。鞋履制造龙头华立集团 Q3 收入同比增长 18.50%, 延续二季度高增长幅度。伟星股份虽 Q3 增速环比 Q2 有所放缓, 但主要是因为基数原因。开润股份受并表影响, Q3 增速高达 64.36%, 剔除并表其包袋代工业务仍保持 28% 左右增长水平。健盛集团 Q3 增长提速, 一方面是棉袜业务持续稳定增长, 另一方面其无缝业务在下半年进入低基数周期。上游纱线面料环节亦保持稳定, 新澳股份/百隆东方/台华新材 24Q3 单季增速分别为 +10.54%/+11.39%/+33.86%。

表19: 纺织制造主要公司 Q3 营业收入 (亿元)

|      |       | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|---------|---------|--------|-----------|
| 华利集团 | 营业收入  | 47.65   | 67.07   | 60.39  | 175.11    |
|      | YOY   | 30.15%  | 20.83%  | 18.50% | 22.39%    |
|      | 归母净利润 | 7.87    | 10.91   | 9.65   | 28.43     |
| 伟星股份 | 营业收入  | 8.01    | 14.96   | 12.84  | 35.80     |
|      | YOY   | 14.83%  | 32.20%  | 19.34% | 23.26%    |
|      | 归母净利润 | 0.78    | 3.38    | 2.08   | 6.24      |
| 开润股份 | 营业收入  | 9.10    | 9.22    | 11.93  | 30.25     |
|      | YOY   | 22.92%  | 12.81%  | 64.36% | 32.48%    |
|      | 归母净利润 | 0.71    | 1.77    | 0.72   | 3.21      |
| 健盛集团 | 营业收入  | 5.49    | 6.20    | 7.55   | 19.24     |
|      | YOY   | 102.97% | 341.02% | 57.52% | 164.62%   |
|      | 归母净利润 |         |         |        |           |

|      |       |         |         |         |         |
|------|-------|---------|---------|---------|---------|
|      | YOY   | 10.42%  | 1.51%   | 37.01%  | 15.97%  |
|      | 归母净利润 | 0.82    | 0.83    | 0.97    | 2.63    |
|      | YOY   | 112.02% | -1.86%  | 27.04%  | 31.23%  |
| 新澳股份 | 营业收入  | 11.00   | 14.57   | 13.15   | 38.71   |
|      | YOY   | 12.48%  | 8.44%   | 10.54%  | 10.28%  |
|      | 归母净利润 | 0.96    | 1.70    | 1.04    | 3.70    |
|      | YOY   | 6.59%   | 3.38%   | 7.79%   | 5.41%   |
| 百隆东方 | 营业收入  | 18.34   | 21.55   | 20.85   | 60.74   |
|      | YOY   | 23.45%  | 24.27%  | 11.39%  | 19.29%  |
|      | 归母净利润 | 0.80    | 1.52    | 1.80    | 4.13    |
|      | YOY   | -4.51%  | -19.35% | -35.71% | -25.37% |
| 台华新材 | 营业收入  | 14.72   | 19.46   | 17.66   | 51.85   |
|      | YOY   | 51.72%  | 58.73%  | 33.86%  | 47.46%  |
|      | 归母净利润 | 1.50    | 2.74    | 1.95    | 6.19    |
|      | YOY   | 101.13% | 152.37% | 35.31%  | 89.19%  |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**毛利率整体仍维持稳中有升，部分公司呈现差异。**华利集团/伟星股份/台华新材毛利率继续保持改善趋势，分别同比+0.54/+2.11/+1.10pct。开润股份毛利率下降主要由于低毛利的服装代工业务并表所致。新澳股份毛利率下降是受到低毛利的羊绒纱线业务占比提升，高毛利毛精纺纱收入放缓影响。百隆东方毛利率提升幅度较高，提升 10.47pct 至 14.04%，主要是公司年初以来针对产品有提价，价格提升带来毛利率优化。

表20: 纺织制造主要公司 Q3 毛利率

|      | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|--------|--------|-----------|-----------|
| 华利集团 | 26.47% | 27.01% | 25.27%    | 27.81%    |
| 伟星股份 | 42.21% | 44.32% | 41.58%    | 42.70%    |
| 开润股份 | 25.16% | 21.96% | 22.78%    | 23.16%    |
| 健盛集团 | 28.62% | 28.50% | 26.02%    | 28.74%    |
| 新澳股份 | 17.62% | 16.55% | 19.42%    | 19.38%    |
| 百隆东方 | 3.57%  | 14.04% | 10.75%    | 11.39%    |
| 台华新材 | 22.76% | 23.85% | 21.76%    | 24.01%    |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

费用方面，伟星股份总费率增长较多，主要系奖金计提提前在 Q3 兑现从而影响 Q3 利润，但不会影响全年业绩预期。开润股份受并表影响，服装代工业务费率较低，Q3 单季总费率下降 2.39pct 至 14.81%。其余企业费率变动均在正常范围。

表21: 纺织制造主要公司 Q3 费用率

|      |       | 2023Q3 | 2024Q3 | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|------|-------|--------|--------|-----------|-----------|
| 华利集团 | 销售费用率 | 0.37%  | 0.26%  | 0.41%     | 0.35%     |
|      | 管理费用率 | 4.37%  | 5.69%  | 3.50%     | 5.29%     |
|      | 研发费用率 | 1.61%  | 1.41%  | 1.60%     | 1.36%     |

|      |       |        |        |        |        |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|
|      | 财务费用率 | -0.04% | -0.90% | -0.57% | -0.36% |
|      | 总费用率  | 6.30%  | 6.46%  | 4.94%  | 6.64%  |
| 伟星股份 | 销售费用率 | 6.79%  | 8.56%  | 7.46%  | 8.18%  |
|      | 管理费用率 | 8.09%  | 11.30% | 9.14%  | 9.87%  |
|      | 研发费用率 | 3.79%  | 3.84%  | 3.83%  | 3.69%  |
|      | 财务费用率 | 0.87%  | 1.30%  | 0.04%  | 0.09%  |
|      | 总费用率  | 19.54% | 25.00% | 20.46% | 21.84% |
| 开润股份 | 销售费用率 | 6.26%  | 4.82%  | 6.26%  | 5.18%  |
|      | 管理费用率 | 6.88%  | 6.15%  | 6.51%  | 6.00%  |
|      | 研发费用率 | 2.44%  | 2.27%  | 2.04%  | 2.19%  |
|      | 财务费用率 | 1.62%  | 1.58%  | 0.67%  | 1.05%  |
|      | 总费用率  | 17.20% | 14.81% | 15.48% | 14.43% |
| 健盛集团 | 销售费用率 | 3.73%  | 2.62%  | 3.39%  | 2.90%  |
|      | 管理费用率 | 7.46%  | 6.90%  | 7.64%  | 7.49%  |
|      | 研发费用率 | 2.12%  | 1.53%  | 2.24%  | 1.76%  |
|      | 财务费用率 | 0.02%  | 1.35%  | -0.13% | 0.08%  |
|      | 总费用率  | 13.33% | 12.39% | 13.14% | 12.23% |
| 新澳股份 | 销售费用率 | 2.12%  | 2.07%  | 1.87%  | 1.81%  |
|      | 管理费用率 | 2.71%  | 2.98%  | 2.67%  | 2.79%  |
|      | 研发费用率 | 2.39%  | 2.05%  | 2.36%  | 2.23%  |
|      | 财务费用率 | 1.13%  | 0.26%  | -0.08% | 0.73%  |
|      | 总费用率  | 8.35%  | 7.36%  | 6.82%  | 7.57%  |
| 百隆东方 | 销售费用率 | 0.59%  | 0.54%  | 0.62%  | 0.58%  |
|      | 管理费用率 | 4.20%  | 3.94%  | 5.18%  | 3.96%  |
|      | 研发费用率 | 1.10%  | 1.39%  | 1.30%  | 1.44%  |
|      | 财务费用率 | 4.89%  | 2.47%  | 2.04%  | 1.82%  |
|      | 总费用率  | 10.78% | 8.34%  | 9.15%  | 7.80%  |
| 台华新材 | 销售费用率 | 1.01%  | 1.15%  | 1.08%  | 0.95%  |
|      | 管理费用率 | 3.68%  | 2.97%  | 4.31%  | 2.84%  |
|      | 研发费用率 | 5.13%  | 5.69%  | 5.24%  | 5.36%  |
|      | 财务费用率 | 1.01%  | 1.97%  | 1.18%  | 1.72%  |
|      | 总费用率  | 10.82% | 11.78% | 11.81% | 10.88% |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

**2025 年全年聚焦内需改善，纺织制造关注国际化产能布局优质龙头。**2024 年下半年以来，国家出台多项经济刺激政策提振内需，中央经济工作会议也明确指明要大力提振消费，全方位扩大国内需求，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力。25 年政策的后续效应有望逐步体现，品牌服饰预计会迎来拐点。上游纺织制造在加征关税预期下，关注拥有国际化产能布局完善的龙头企业。

## 二、品牌服饰：政策助力品牌内销，男装赛道体现韧性

### （一）从政策指导到消费落地，品牌内销有望迎来拐点

中央经济工作会议明确了扩内需、促消费是 2025 年政策重点。2024 年以来，国家相继发布多项消费刺激政策，旨在改善消费市场环境，提振消费者信心。宏观上国家下调房贷利率、减轻购房税负刺激房地产行业回暖，由于贷款利率下降，居民可支配收入相对增加，从收入端有力刺激消费需求。同时，政府推出 10 万亿地方政府化债议案，积极化债减轻地方财政负担。消费领域看，从 3 月以旧换新，6 月打造消费新场景培育消费新增长点到 8 月促进服务消费高质量发展的意见，政府从生产端与消费端齐发力，通过各类政策改善消费环境、增加消费场景、增强消费需求，让生产者多样、创新、高质量生产经营，让消费者信心逐步恢复。在 2024 年 12 月 12 日的中央经济工作会议中明确表示，要大力提振消费，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。并从养老金，医保等方向降低居民负担，目前，多项政策已相继落地，政策的后续效应有望逐步体现。

表22：国家宏观政策

| 时间                                 | 发行部门                   | 文件名称                             | 主要内容  |                     |                     |      |                     |                     |
|------------------------------------|------------------------|----------------------------------|---|---------------------|---------------------|------|---------------------|---------------------|
| 9月27日                              | 中国人民银行部门               | 同步实施降准降息                         | 下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元，公开市场7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，由此前的1.70%调整为1.50%，存量房贷利率将平均下降0.5个百分点左右。 |                     |                     |      |                     |                     |
| 11月8日                              | 国务院办公厅                 | 《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》 | 2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元，加上批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。                |                     |                     |      |                     |                     |
| 11月12日                             | 财政部<br>税务总局<br>住房城乡建设部 | 关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告         | 首套房   | 140m <sup>2</sup> - | 140m <sup>2</sup> + | 二套房  | 140m <sup>2</sup> - | 140m <sup>2</sup> + |
|                                    |                        |                                  | 征收契税  | 税率-1%               | 税率-1.5%             | 征收契税 | 税率-1%               | 税率-2%               |
| 关于有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后相关土地增值税、增值税政策 |                        |                                  |   |                     |                     |      |                     |                     |

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

表23：关于消费政府文件

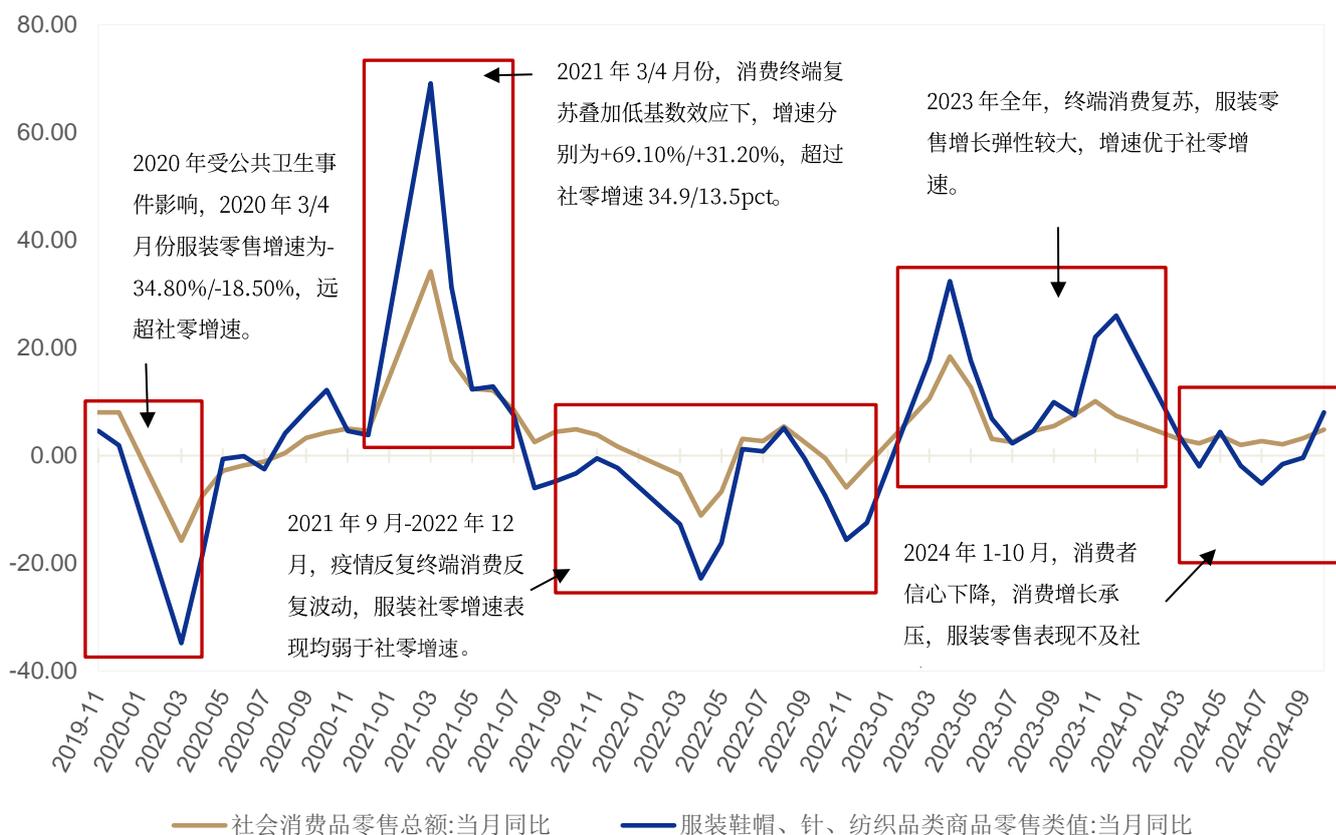
| 时间    | 发行部门             | 文件名称                             | 主要内容  |
|-------|------------------|----------------------------------|---|
| 3月30日 | 国务院              | 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》          | 统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。 |
| 5月16日 | 商务部办公厅<br>财政部办公厅 | 《关于完善再生资源回收体系 支持家电等耐用消费品以旧换新的通知》 | 在通过现代商贸流通体系试点城市补助资金支持完善城乡再生资源回收体系的基础上，鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的县域商业建设行动相关资金，改造提升家电家具回收网络，提高废旧家电家具回收、中转和集散效率。                    |

|        |                                 |  |  |
|--------|---------------------------------|--|--|
| 6月24日  | 国家发展改革委 农业农村部 商务部 文化和旅游部 市场监管总局 | 《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》                           | 更好发挥消费对经济发展的基础性作用，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，围绕居民吃穿住用行等传统消费和服务消费，培育一批带动性广、显示度高的消费新场景，推广一批特色鲜明、市场引领突出的典型案例，支持一批创新能力强、成长性好的消费端领军企业加快发展，推动消费新业态、新模式、新产品不断涌现，不断激发消费市场活力和企业潜能。 |
| 7月25日  | 国家发展改革委 财政部                     | 《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》                     | 国家安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。   |
| 8月3日   | 国务院                             | 《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》                            | 统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点，为经济高质量发展提供有力支撑。  |
| 9月15日  | 金融监管总局办公厅                       | 《国家金融监督管理总局办公厅关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》 | 督促引导非银机构更好发挥专业化、特色化、差异化金融功能，促进投资和消费，支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动取得更大成效。   |
| 11月6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》                      | 加快构建现代冰雪产业体系,到 2027 年冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元。到 2030 年冰雪经济主要产业链条实现高水平协调融合发展在扩大就业、促进高质量发展等方面的作用更加凸显，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，冰雪经济总规模达到 1.5 万亿元。              |
| 12月9日  | 中央政治局会议                         | 《中央政治局会议总结》                                      | 将扩大国内需求放在首位，突显了明年扩大内需的重要性和政策决心，后续促消费政策可能将从持续推进消费品以旧换新、推出服务消费相关增量措施、提高中低收入人群支持保障力度等多方面发力。   |
| 12月12日 | 中央经济工作会议                        | 《中央经济工作会议总结》                                     | 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。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新策”，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。 |

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

**服装行业零售增长趋势弱于社零整体，但弹性波动更强，在政策加持下服装拐点弹性预计将会优于整体社零。**复盘 2019 年以来服装消费和社零消费增速来看，服装行业消费增速长期低于社零平均增速，这主要因为服装行业是国内发展较早的消费品类，当前渗透率和普及度已经相对成熟。当宏观经济或事件性影响导致内需消费出现波动时，服装零售增速波动幅度要大于社零整体波动。比如，2020 年 3 月公共卫生事件影响下，服装当月零售增速为-34.80%，社零增速为-15.80%，服装下降幅度更大。2021 年 3-4 月，受到低基数和消费复苏的影响，服装零售增速远高于社零平均增速。2024 年 6-10 月，由于国内内需放缓，消费者消费信心下降，服装消费受到较大影响，增速转负，低于社零增速。**展望 2025 年，在政府宏观和消费政策不断推进下，内需消费有望迎来拐点，服装零售波动性大的特点将会有所体现。**

图4: 历年社零及服装零售增速对比 (%)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**中高收入及以上家庭占比提升，对中高端男装市场扩容形成支撑。**我国居民消费能力提升推动中高端男装市场扩容，根据麦肯锡《2023年中国消费者报告》，2021年中国中高收入及高收入家庭占比39%，2015—2021年CAGR达21.71%。据麦肯锡报告预测，2025年中国中高收入及高收入家庭占比将达54%，较2021年提升15个百分点，为进一步打开市场空间提供支撑。

表24: 中高收入及以上家庭占比提升 (单位: 百万户)

| 中国家庭年可支配收入 (按照收入群体统计的城镇家庭数量) |      |      |       |
|------------------------------|------|------|-------|
|                              | 2015 | 2021 | 2025E |
| 中高收入及高收入 (>16万元)             | 34   | 138  | 209   |
| 中等收入 (8.5~16万元)              | 192  | 144  | 114   |
| 中低收入及低收入 (<8.5万元)            | 63   | 73   | 63    |
| 中高收入及高收入占比                   | 12%  | 39%  | 54%   |

资料来源: 麦肯锡《2023年中国消费者报告》、中国银河证券研究院

## (二) 时尚服饰 2025 年发展趋势展望

**趋势一：从个性时尚到科技赋能，功能产品将是未来品牌增长动力。**国内服装消费市场风格变化主要分为三个阶段。第一阶段为 2000-2014 年，在此期间产品围绕居家、社交、商务等不同生活场景展开设计，侧重于特定场景下的基本穿着功能。第二阶段是 2015-2021 年，时尚潮流更新加速，流行元素丰富且多变，国潮文化开始盛行，消费者热衷于追逐潮流以提升穿着的时尚感。设计师和品牌借助创新剪裁、独特图案、色彩搭配和 IP 联名合作等方式，满足消费者对产品差异化的需求，展现其独特品位。自 2022 年起，时尚服饰步入功能化阶段，服装功能性成为核心焦点，透气、吸湿排汗、防水防风等功能备受重视。高科技面料不断涌现，促使科技与服饰深度融合，以满足人们在不同环境中的细分需求。

图5: 时尚服饰发展趋势



资料来源：洪群联：《开放创新打造服装产业新优势》、刘雅婷，陈文晖：《百年中国纺织服装行业发展：回顾、经验与展望》、中国供销合作网、中国银河证券研究院

随着消费者对功能和实用性的追求持续升级，头部品牌企业加强研发针对不同功能和使用场景的功能性产品。目前市场推出的功能性面料种类多样，能实现诸多实用功能，在抗皱、吸湿排汗、户外防护、弹性等性能方面具有一定优势。在抗皱方向，报喜鸟的商旅抗皱二代用于羊毛西服，比音勒芬的抗皱肌理面料用于翻领 T 恤，在传统服装品类中融入功能性面料，增加产品吸引力。在吸湿排汗方向，海澜之家的吸湿速干面料用于跑步速干短袖，户外防护功能涵盖防水、防风、防污等。森马服饰、报喜鸟、海澜之家、锦泓集团等多家公司都陆续推出三防相关产品，弹性功能也在服饰上广泛应用，例如比音勒芬的复合纤维高弹透气面料用于高尔夫产品，波司登的弹性功能材料用于冲锋衣和羽绒服。科技面料及其功能产品由于实用的特性，在市场上越发受欢迎。因此，我们判断未来具有较强功能性产品研发和推新能力的品牌将会在未来存量市场中进一步提升市场份额。

表25：部分公司科技面料及功能性产品

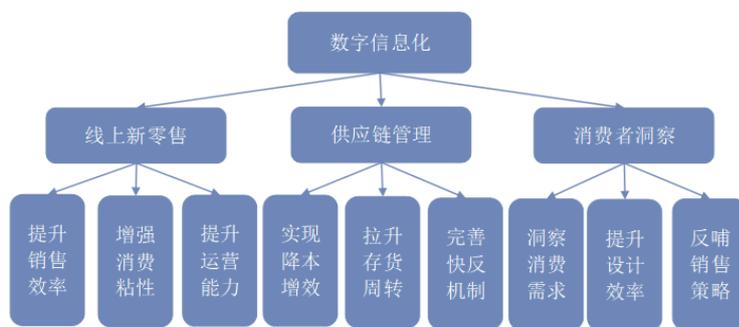
| 公司   | 科技面料/技术系统                 | 功能性产品                                 |
|------|---------------------------|---------------------------------------|
| 森马服饰 | BALA - FIT 科技系统           | 轻松羽绒、凉感 T 恤、舒服裤、森柔牛仔、森柔棉等             |
|      | 吸排莱赛尔面料                   | 马卡乐成长裤、软壳衣、冰淇淋公主裙等                    |
|      | 后背蓄热里布/特氟龙三防              | 24 冬新款零下 20 度防寒服防护外套                  |
|      | 科技防污面料/防泼水透气科技            | 三合一可拆卸冲锋衣秋冬季夹克                        |
| 报喜鸟  | 非稳态扰动效应下功能性微米纤维体系成型与产业化应用 | 多场合功能型运动西服等                           |
|      | 纳米三防科技/商旅抗皱二代             | 新休闲男士三防羊毛西服                           |
|      | 高品质柔软面料                   | 男士休闲皮衣外套                              |
|      | 杜邦特氟龙三防科技面料               | 男士可拆卸连帽休闲春秋外套                         |
| 比音勒芬 | 进口 10D 隐形纱线/高支高密和无胆羽绒工艺   | 2023 秋冬极肤 2.0 系列产品                    |
|      | 复合纤维高弹透气面料                | 高尔夫品牌功能性和舒适度高的产品                      |
|      | 抗皱肌理面料                    | 轻商务休闲翻领 T 恤长袖                         |
|      | 四面弹面料                     | 秋季男性商务净色长袖衬衫                          |
| 波司登  | 面料创新突破、创新组合式纱线、创新织造结构     | 防晒服                                   |
|      | 弹性功能材料等先进科技工艺             | 冲锋衣羽绒服                                |
|      | 云感柔肤面料                    | 轻薄羽绒服立领保暖外套                           |
|      | 防风雨面料/科学分区保暖工艺            | 男士防风经典百搭风衣羽绒服                         |
| 罗莱生活 | Texsoft 核心超柔科技            | 2023 年罗莱超柔无边羽绒被系列                     |
|      | 高密织绒/防静电设计/软糯慕斯绒          | 罗莱家纺慕斯绒三四件套                           |
|      | 陶瓷磨毛工艺/罗莱火山小磨毛            | 纯棉秋冬季床上加厚三件套                          |
| 海澜之家 | 石墨烯热能科技                   | 24 冬新行政外套厚羽绒服                         |
|      | 吸湿速干面料                    | 运动 sportydayT 恤 24 秋季新 SUWUKOU 跑步速干短袖 |
|      | 特氟龙三防面料                   | 轻商务 24 冬新行政立领夹克                       |
| 太平鸟  | 3 合 1 清洁绒/15D 极细纤维        | 收腰短款连帽羽绒服                             |
|      | 混纺面料                      | 太平鸟女装 24 冬季新款羽绒服                      |
| 歌力思  | 空气填充工艺                    | 歌力思白鹅绒黑色轻薄中长款羽绒服                      |
|      | 70s 细支澳毛与特种纱线混织           | 羊毛高级短款西装外套女                           |
|      | 三醋酸纤维/聚酯纤维                | 醋酸经典百搭通勤西装女                           |
| 地素时尚 | 绵羊毛混纺纱线/钉珠绣花工艺/复古绞花与提花工艺  | 地素针织长袖开衫冬季提花毛衣                        |
|      | 铜氨混纺面料                    | 秋季女装复古网球风夹克式外套                        |
|      | 户外机能面料                    | 地素连帽外套运动工装夹克上衣女                       |

|      |                              |                                 |
|------|------------------------------|---------------------------------|
| 锦泓集团 | 牦牛绒混纺长款双面呢                   | Teenie Weenie 小熊 24 轻奢感双面长款毛呢大衣 |
|      | 三防面料                         | Teenie Weenie 小熊冬季撞色拼接户外工装外套    |
|      | 高密纤维外壳/DERMIZAX 科技防水膜/防水压胶底布 | Teenie Weenie 小熊冬防水透湿工装可拆卸两件套   |

资料来源：森马服饰等公司公告、淘宝天猫旗舰店、中国银河证券研究院

**趋势二：产业数智化构筑企业核心竞争壁垒。**针对下游品牌服饰，数字化已是构筑企业核心竞争力的重要环节。需求端看，消费者对于服装产品需求已不能满足于基本穿着搭配，而是不断追求新时尚和新产品，找到符合自己审美喜好或特定功能性的产品。因此，为满足终端消费者日益多变的需求，品牌服企加大数字信息建设，在线上新零售、供应链管理和消费者洞察三个方向着重改进。从供给端看，企业为应对消费者不断更新变化的需求，加大对终端精细化运营和数字化管控。同时，在直播和内容营销等新推广平台发展的大背景下，全域零售融合成为当前品牌服企重点发展方向。此外，为提升渠道库存周转效率，降低库存压力风险，企业依托数字和智能化系统设备优化供应链流程，可达到生产降本增效，产品供应灵活柔性的目标。

图6：品牌服企持续推动数字信息化建设



资料来源：海澜之家等公司公告、中国银河证券研究院

**数字化在供应链管理中应用，提升柔性供应能力，优化库存周转水平。**品牌服饰企业在当前消费增速放缓、需求多变、零售波动的背景下，库存管理成为品牌最大经营难题。服企公司运用数智技术可以提升全链路运营效率，缩短产品从测款到铺货的决策流通，提升快反效率。同时，通过自动化技术，也可以提升企业柔性供应能力，使生产效率最大化。例如，李宁通过智慧物流中心的升级改造，完善物流网络质量，提升直营和批发部门直配质量与时效。太平鸟在生产端引入人工智能预估货品需求，持续精进柔性生产供应体系，有序推进产品设计研发和供应链联动的快反机制，拉升货品存货周转效率。

表26: 品牌服企供应链数字化管理相关布局

| 企业   | 工具                         | 效果  |
|------|----------------------------|---|
| 森马服饰 | SAP 系统                     | 完善 SAP 系统、营运系统以及数据平台的融合再造, 运用 AI 模型适配相关业务场景, 全域货通, 和智能拉补升级, 实现效率效能最大化         |
| 海澜之家 | E3+系统<br>班牛服务软件<br>RPA 机器人 | 公司运用数智技术提升全链路的运营效率, 缩短产品从测款到补单的决策链路。通过深挖自动化工具, 提升相应效率, 实现进一步的降本增效             |
| 安踏体育 | 数智一体化产业园                   | 进一步强化物流网络的能力, 实现自动化收货。通过供应链的数字化, 缩短服装的快反周期, 以数字化赋能门店管理, 节省巡店时间约三分之一           |
| 特步国际 | 专业化供应链                     | 通过专业化供应链管理, 公司贯彻无缝的业务营销和流程, 优化鞋服生产制造流程, 使生产效率最大化                              |
| 李宁   | 智慧物流中心<br>柔性供应体系           | 通过物流信息化确保产品信息的全链路透明, 华东智慧物流中心的启用以及物流网络质量的完善极大提升了直营和批发部门直配的质量与时效               |
| 太平鸟  | SCM 供应商管理系统<br>柔性生产供应模式    | 生产端引入人工智能预估货品需求, 持续精进柔性生产供应体系, 有序推进产品设计研发和供应链联动的快反机制, 拉升货品存货周转效率              |
| 锦泓集团 | 推拉式-柔性供应链<br>数智化运营平台       | 公司大数据中心通过整合多个系统, 打破数据孤岛、统一数据口径, 利用数字化平台强化快返机制, 构建公司数字化面料平台与工艺平台, 提升公司供应链数智化程度 |

资料来源: 森马服饰等公司公告、中国银河证券研究院

**趋势三：直营化、大店化趋势显现，线下渠道由量增到质增转变。**从近年发展趋势看，各大品牌线下渠道的数量扩张出现瓶颈，渠道密度布局已经较为成熟，未来线下渠道发展策略更多是聚焦新开门店的硬性标准和运营质量。

图7：线下门店精细化运营思路和策略



资料来源：海澜之家等公司公告、中国银河证券研究院

品牌采用提高直营渠道门店比例，更为贴近终端消费者，加强对终端渠道管理质量的把控。例如海澜之家 2023 年末，通过关闭无效门店，提高直营占比以达到贴近消费终端，灵活地应对市场变化的目标，从 2019 年 357 家到 2023 年 1252 家，CAGR 达 35.6%。目前主要品牌在核心区域通过不断增加直营门店，提升直营渠道占比提升综合竞争力。直营门店不仅仅可以对终端渠道实时掌控，也增加了品牌对于门店运营全流程效率，在货品管理、供应链效率、消费者洞察方面可以做到灵活高效运营。同时，对于品牌形象的展示和宣传起到积极效果。我们认为针对核心区域直营渠道的加强布局有利于服装企业在愈发差异化、多元化的市场结构中保持长期竞争力，实现稳定和可持续发展。

表27: 部分服装企业直营门店数量

|          |      | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 李宁       | 直营店数 | 1292   | 1149   | 1165   | 1430   | 1498   |
|          | 同比增减 | -214   | -143   | 16     | 265    | 68     |
|          | 占比   | 17.11% | 16.57% | 16.32% | 18.81% | 19.54% |
| 海澜之家     | 直营店数 | 357    | 486    | 727    | 1054   | 1252   |
|          | 同比增减 | 182    | 129    | 241    | 327    | 198    |
|          | 占比   | 6.38%  | 8.77%  | 12.82% | 17.74% | 20.95% |
| 报喜鸟      | 直营店数 | 250    | 230    | 229    | 221    | 232    |
|          | 同比增减 | -      | -20    | -1     | -8     | 11     |
|          | 占比   | 31.37% | 29.53% | 28.77% | 27.49% | 28.40% |
| 比音勒芬     | 直营店数 | 441    | 486    | 532    | 579    | 607    |
|          | 同比增减 | -      | 45     | 46     | 47     | 28     |
|          | 占比   | 49.33% | 49.64% | 48.36% | 48.61% | 48.37% |
| ELLASSAY | 直营店数 | 169    | 157    | 176    | 197    | 198    |
|          | 同比增减 | 10     | -12    | 19     | 21     | 1      |
|          | 占比   | 55.23% | 54.33% | 63.77% | 66.33% | 65.78% |

资料来源: 李宁等公司公告、中国银河证券研究院

**加强线下优质零售渠道布局，增加单店面积丰富产品 SKU。**品牌通过扩大门店面积、门店装修升级使得门店更具综合性、便捷性和体验性等优势，为顾客提供更好购物体验。关闭大量低效门店，做到降本增效，门店特色突出。比如李宁、特步等运动品牌九代店，通过增加单店面积、丰富商品品类、更具特色新潮的装修风格提供优质的顾客体验。目前，大店化策略效果显著，通过在重要商圈开设面积更大的旗舰店、直营店，通过特色装修、丰富商品提高顾客的吸引力。大店化并不是简单的扩大店铺面积，更重要的是面积扩大是否可以提升综合的产品水平和服务质量。未来，提升顾客更好购物体验的大店化布局趋势将为门店经营打开新思路，成为新趋势。

表28: 部分服装企业直营单店面积（平方米）

|      |      | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 森马服饰 | 单店面积 | 173.24 | 223.91 | 221.09 | 230.58 | 214.08 |
|      | 同比增减 | 3.13   | 50.67  | -2.82  | 9.48   | -16.50 |
| 报喜鸟  | 单店面积 | 131.60 | 133.04 | 136.68 | 136.65 | 138.79 |
|      | 同比增减 | -      | 1.44   | 3.64   | -0.03  | 2.14   |
| 比音勒芬 | 单店面积 | -      | 165.54 | 157.66 | 149.32 | 155.71 |
|      | 同比增减 | -      | -      | -7.88  | -8.34  | 6.38   |

资料来源: 森马服饰等公司公告、中国银河证券研究院

**多元举措助力精细化运营，驱动单店收入、店面坪效双提升。**各品牌利用直营化、大店化、数字化等多种精细化来提升单店店效，海澜之家优化低效门店，提高直营门店占比，构建数字化管理体系，全流程精细化运营，2023年直营渠道单店收入达到269.34万元，2019-2023年CAGR达8.02%。报喜鸟品牌加强百货商场、购物中心店拓展专卖店、商场专柜/专厅等网点的精细化运营和管理，2019-2023年直营门店坪效CAGR达8.55%，成效显著。企业通过精细化运营控制成本和品控、提高管理效率、优化资源配置、精准抓住顾客需求，实现门店的高效运营。品牌通过精细化运营使得线下渠道不断优化、提质增效，未来精细化运营将成为线下渠道经营共识。

表29：主要服装企业直营坪效（万元）

|      |     | 2019   | 2020   | 2021    | 2022    | 2023   |
|------|-----|--------|--------|---------|---------|--------|
| 森马服饰 | 坪效  | 1.32   | 1.31   | 0.81    | 0.69    | 0.94   |
|      | yoy | 32.82% | -0.75% | -38.08% | -14.70% | 36.29% |
| 报喜鸟  | 坪效  | 1.63   | 1.96   | 2.12    | 1.72    | 2.29   |
|      | yoy | 2.16%  | 20.09% | 8.15%   | -19.02% | 33.32% |
| 比音勒芬 | 坪效  | -      | 2.02   | 2.28    | 2.06    | 2.53   |
|      | yoy | -      | -      | 12.70%  | -9.78%  | 23.08% |

资料来源：森马服饰等公司公告、中国银河证券研究院

### （三）男装韧性凸显，2025年有望出现拐点

**消费疲软下男装更具韧性。**从2024年Q1至2024年Q3经营数据来看，男装相对其他品牌服饰的业绩体现出一定韧性。我们判断男装具有一定刚需属性，男士消费群体对服装搭配和时尚化需求较低，因此购买频次和需求总量相对稳定。对比来看，女装公司中锦泓集团、欣贺股份、地素时尚在2024Q3收入增速分别有14.21%/20.73%/19.05%的下降。而中高端男装Q3收入增速下滑幅度低于女装。我们认为当前内需仍具有不确定性，而男装稳定刚需的产品属性使得男装品牌在未来经营中相对其他服饰更具稳定性。

表30：优质男装公司成长更具稳定性（单位：亿元）

|     |      |        | 2024Q1 | 2024Q2  | 2024Q3  |
|-----|------|--------|--------|---------|---------|
| 男装  | 比音勒芬 | 营业收入   | 12.68  | 6.68    | 10.64   |
|     |      | yoy    | 17.55% | 10.49%  | -4.37%  |
|     | 报喜鸟  | 营业收入   | 13.53  | 11.27   | 10.56   |
|     |      | yoy    | 4.84%  | -4.55%  | -11.73% |
|     | 九牧王  | 营业收入   | 9.4    | 6.36    | 6.91    |
|     |      | yoy    | 21.70% | 1.18%   | -6.33%  |
| 七匹狼 | 营业收入 | 8.93   | 5.68   | 7.33    |         |
|     | yoy  | -1.80% | -9.39% | -12.90% |         |
| 女装  | 歌力思  | 营业收入   | 7.49   | 6.99    | 7.04    |
|     |      | yoy    | 12.47% | -1.08%  | 1.64%   |

|  |      |      |         |         |         |
|--|------|------|---------|---------|---------|
|  | 锦泓集团 | 营业收入 | 11.53   | 9.25    | 8.45    |
|  |      | yoy  | -1.24%  | -2.03%  | -14.21% |
|  | 欣贺股份 | 营业收入 | 3.65    | 3.37    | 3.17    |
|  |      | yoy  | -19.06% | -24.71% | -20.73% |
|  | 地素时尚 | 营业收入 | 5.37    | 5.92    | 4.84    |
|  |      | yoy  | -11.98% | -7.12%  | -19.05% |

资料来源：比音勒芬等公司公告、中国银河证券研究院

**男装弱时尚潮流属性使得存货跌价风险相对其他服饰赛道更低。**男装公司存货减值金额/存货金额比例较低，且稳定性优于时尚属性较强的女装。主要由于男装产品设计上更为标准化，产品外观潮流的变化幅度相对较低，且男装消费需求更为场景化。新品相对过季滞销老品对男性消费者感官差异度有限。我们统计 2018 年-2023 年主要男装公司和女装公司存货跌价准备/存货金额比例。期间海澜之家存货跌价比值在 2020/2021 年提高至 10.31%和 10.84%，其余年份均在 10%以下，报喜鸟历年存货跌价比值均处于 10%水平，且具有一定稳定性。女装公司存货跌价比值整体较高，呈现不稳定的特点。

表31：存货跌价准备占存货比例反映男装存货积压风险更小

|      | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 男装   |        |        |        |        |        |        |
| 海澜之家 | 4.42%  | 5.43%  | 10.31% | 10.84% | 8.94%  | 6.37%  |
| 比音勒芬 | 1.87%  | 4.74%  | 9.68%  | 13.88% | 16.43% | 15.36% |
| 报喜鸟  | 8.75%  | 9.84%  | 8.22%  | 6.09%  | 8.55%  | 7.96%  |
| 女装   |        |        |        |        |        |        |
| 歌力思  | 36.15% | 36.49% | 42.46% | 37.59% | 36.29% | 31.54% |
| 地素时尚 | 15.97% | 15.30% | 17.62% | 22.43% | 23.06% | 21.83% |
| 欣贺股份 | 32.49% | 29.21% | 29.28% | 25.51% | 19.86% | 18.16% |

资料来源：海澜之家等公司公告、中国银河证券研究院

**中高端男装成长性优于大众，龙头竞争优势显著。**男装行业竞争结构呈现一定分化，2023 年高端/中端/大众男装市场规模分别为 511.1/1213.2/3892.2 亿元，占比分别为 9.1%/21.6%/69.3%。从增长趋势来看，高端男装拥有更高的成长速度，2018-2023 年 CAGR 达 12.0%，其次为中端男装，期间 CAGR 为 4.5%，而大众男装则为-2.1%，中高端男装拥有更好的景气度。

表32：高端、中端男装 2018-2023 年 CAGR 高于大众男装（单位：亿元）

|      | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 期间 CAGR |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 高端男装 | 290.5  | 313.5  | 332.0  | 433.6  | 431.2  | 511.1  | 12.0%   |
| yoy  | -      | 7.9%   | 5.9%   | 30.6%  | -0.5%  | 18.5%  | -       |
| 中端男装 | 972.1  | 1108.9 | 1036.9 | 1169.5 | 1096.2 | 1213.2 | 4.5%    |
| yoy  | -      | 14.1%  | -6.5%  | 12.8%  | -6.3%  | 10.7%  | -       |
| 大众男装 | 4324.0 | 4383.3 | 3738.9 | 4101.7 | 3662.8 | 3892.2 | -2.1%   |
| yoy  | -      | 1.4%   | -14.7% | 9.7%   | -10.7% | 6.3%   | -       |

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

**男装行业集中度持续提升，行业格局相对女装与童装更优。**2023 年男装 CR5 与 CR10 分别为 15.9%和 23.4%，相比 2014 年的 10.9%和 15.7%分别提升了 5.0pct、7.7pct，行业格局持续优化，市场份额向龙头集中趋势明显。2014-2023 年女装 CR5 与 CR10 基本稳定，维持在 6.3%和 9.5%的水平，2023 年童装 CR5 与 CR10 分别较 2014 年提升 4.5pct 和 3.7pct。**男装行业集中度提升幅度高于女装及童装，格局趋势相对更优。**

表33：2014-2023 年男装行业集中度快速提升

|           | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>男装</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| CR5       | 10.9% | 12.0% | 12.5% | 13.1% | 13.7% | 15.2% | 15.7% | 15.7% | 15.4% | 15.9% |
| CR10      | 15.7% | 16.9% | 17.7% | 18.7% | 19.5% | 21.6% | 23.1% | 23.3% | 22.9% | 23.4% |
| <b>女装</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| CR5       | 6.3%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.1%  | 6.1%  | 6.0%  | 6.2%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.4%  |
| CR10      | 9.5%  | 9.8%  | 10.0% | 9.4%  | 9.7%  | 9.8%  | 9.9%  | 9.9%  | 9.3%  | 9.4%  |
| <b>童装</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| CR5       | 7.2%  | 7.8%  | 8.7%  | 9.3%  | 10.9% | 12.9% | 13.5% | 13.6% | 12.8% | 11.7% |
| CR10      | 10.7% | 11.7% | 12.4% | 12.8% | 14.3% | 16.3% | 17.0% | 17.0% | 16.0% | 14.4% |

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

**从过去十年情况看，男女装龙头增长驱动存在差异性。**从行业规模来看，男女童装行业均保持稳健增长。2023 年男装行业规模为 5616.5 亿元，2014-2023 年复合增长率 2.3%，女装与童装行业规模分别为 10443.2 亿元、2525.7 亿元，2014-2023 年复合增长率分别为 3.1%、7.9%。**我们认为男装行业的看点在于格局优化与行业需求扩容共同驱动，因此在消费增速波动的情况下，优质男装龙头具备更好的成长潜力。**

表34: 2014-2023 年男女童装行业规模 (单位: 亿元)

|     | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 男装  | 4590.4  | 4797.3  | 4994.0  | 5244.6  | 5586.5  | 5805.6  | 5107.8  | 5704.8  | 5195.4  | 5616.5  |
| yoy | 3.8%    | 4.5%    | 4.1%    | 5.0%    | 6.5%    | 3.9%    | -12.0%  | 11.7%   | -8.9%   | 8.1%    |
| 女装  | 7936.7  | 8395.4  | 8852.2  | 9408.7  | 10126.4 | 10572.6 | 9406.5  | 10540.3 | 9643.3  | 10443.2 |
| yoy | 7.4%    | 5.8%    | 5.4%    | 6.3%    | 7.6%    | 4.4%    | -11.0%  | 12.1%   | -8.5%   | 8.3%    |
| 童装  | 1270.9  | 1400.5  | 1571.4  | 1800.2  | 2091.0  | 2391.5  | 2217.7  | 2517.1  | 2298.9  | 2525.7  |
| yoy | 9.2%    | 10.2%   | 12.2%   | 14.6%   | 16.2%   | 14.4%   | -7.3%   | 13.5%   | -8.7%   | 9.9%    |
| 总规模 | 13797.9 | 14593.2 | 15417.6 | 16453.6 | 17803.9 | 18769.7 | 16732.1 | 18762.2 | 17137.5 | 18585.4 |
| yoy | 6.3%    | 5.8%    | 5.7%    | 6.7%    | 8.2%    | 5.4%    | -10.9%  | 12.1%   | -8.7%   | 8.5%    |

资料来源: Euromonitor、中国银河证券研究院

**优质中高端男装持续推进精细化运营, 竞争力凸显。**当前各优质男装品牌持续推进精细化运营, 挖掘存量市场, 在门店管理、消费者运营及品牌宣传等方面采取高效措施。比音勒芬在核心商圈及客流量较大的机场、高铁站大量布局终端门店, 同时立足于品牌的高尔夫基因, 在部分国内知名高尔夫会所设立终端门店。**注重打造产品领域专业品牌形象, 品牌与高尔夫球深度绑定。**波司登重新定义轻薄羽绒服, 在兼具时尚设计的同时保证羽绒服的保暖效果, 同时参加时装周、国际电影节等活动收获品牌关注度, **进一步增加品牌时尚属性, 塑造消费者认知。**2023 年比音勒芬与波司登市占率分别约为 0.5%、1.8%, 相比 2017 年分别提升约 0.3pct、0.8pct, 市占率提升明显。我们认为 2025 年男装龙头竞争优势在消费放缓的背景下将会被放大, 行业内中小品牌加速出清, 龙头份额会不断提升。

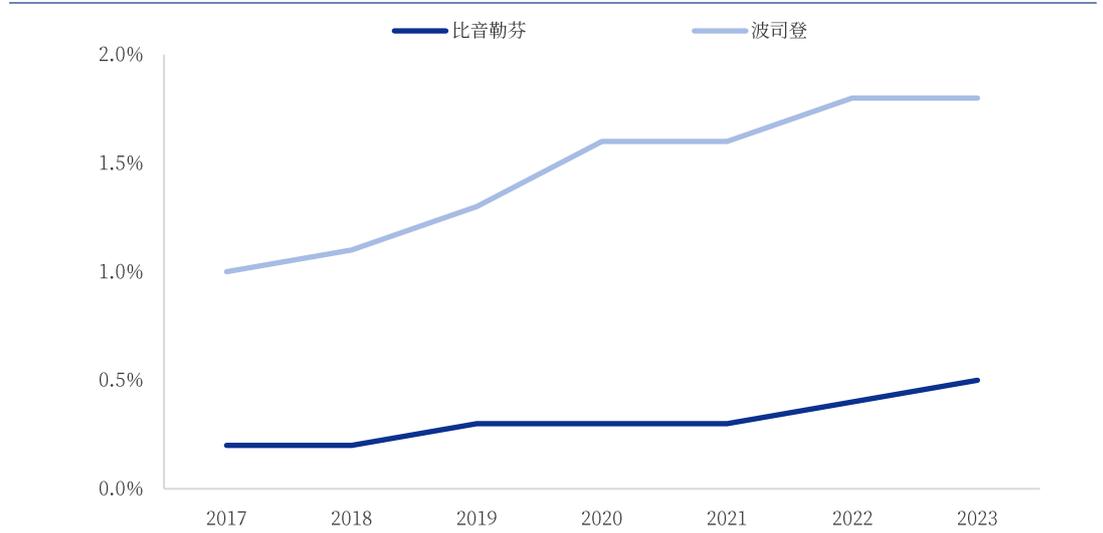
表35: 优质中高端服饰品牌推进精细化运营

| 品牌      | 门店管理   | 消费者运营  | 品牌宣传  |
|---------|--|--|---|
| 比音勒芬    | 公司打造优质线下渠道, 目前已覆盖全国高端百货商场、购物中心、机场高铁交通枢纽以及高尔夫球场。  | 举办全国首场比音勒芬高尔夫文化沙龙, 邀请签约球员、美巡教练出席沙龙, 与 VIP 会员分享学习高尔夫的经验心得, 强化品牌高尔夫 DNA。   | ①比音勒芬持续赞助中国国家高尔夫球队, 同时为国家队设计杭州亚运会比赛服, 并计划 2024 年奥运会为国家队打造五星战袍。<br>②全球宣传片《创造你的传奇》6 月正式上线, 影片围绕“高尔夫运动精神”展开, 品牌代言人吴尊、国际超模杨昊亮相。 |
| 波司登     | 公司优化渠道质量, 聚焦“单店经营提质增效”, 提升终端形象和渠道效率, 集中资源打造“TOP 店”提升单店运营能力。截至 2023 年 9 月 30 日, 共开设近 400 家旺季店。                            | 截至 2023 年 9 月 30 日, 波司登品牌在天猫及京东合计粉丝超 3760 万人, 会员超 1460 万人, 在抖音粉丝超 900 万人。同时推行新零售运营, 包括会员制度、会员营销策略、差异化解决方案、打通渠道数据等。 | 与航天、艺术家、动漫等跨界 IP 联名, 吸引年轻客群。如与中国航天合作推出的“矢志不渝, 逐梦星辰”产品主题, 融入科技、运动时尚元素, 用产品承载航天文化理念, 致敬中国航天精神的同时弘扬民族自信。                       |
| 报喜鸟/哈吉斯 | 公司门店覆盖城市核心商圈、购物中心、百货商场及部分交通枢纽, 截至 2023 年 12 月 31 日, 已开设 1761 家线下门店。在天猫、京东等第三方线上平台设立官方旗舰店并进行直播销售, 推进微商城小程序“凤凰尚品”进行线上社群营销。 | ①举办 HAZZYS 皇家俱乐部滑雪、宠爱缤纷行&爱宠咖啡馆等主题活动, 增强消费者粘性。<br>②以商品企划为主导, 采用场景化开发模式, 积极探索应用大数据手段捕捉流行趋势和消费者需求, 按照消费者的个性           | ①聘请庞博为运动西服品牌大使、官宣张云龙为运动西服代言人、举办张若昀线下推广活动, 提升品牌力促进销售。<br>②开展“匠心篆刻”、“茶百戏”、“车载香薰”、“皮具护理”等品牌特色活动, 在热播电视剧和综艺节目中植入品牌产             |

|  |   |                                 |
|--|---|---------------------------------|
|  | 化订单，通过智能化数据分析和信息整合生成订单信息指令，驱动智能工厂进行大规模的个性化制造。 | 品，开展专场直播，举办线下明星店长活动，携手知名杂志进行合作。 |
|--|---|---------------------------------|

资料来源：比音勒芬公司公告、中国银河证券研究院

图8：波司登与比音勒芬市占率持续提升



资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

### 三、体育服饰：场景多元化和产品专业化发展趋势

#### (一) 体育服饰行业仍处于稳健增长期

**我国体育服饰行业仍处于稳健增长期。**体育服饰行业经过多年发展，已成为规模较大，产业供给成熟的细分服饰赛道。2015-2019年体育服饰行业复合增速为13.9%，2020、2022年由于公共卫生事件影响，室内、户外运动场景大幅减少，行业规模有所波动。公共卫生事件后，户外场景开始修复，2023年国内体育服饰行业规模为3858亿元，同比2022年增长14.24%，同比2021年增长8.71%，行业整体增长趋势优于其他服饰类赛道。**随着消费者健康理念不断深化以及人均收入持续提升，行业将从快速增长阶段迈入高质量稳健增长阶段。**

表36：2015-2023年国内体育服饰行业规模及增速（单位：亿元）

|        | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国行业规模 | 1669   | 1904   | 2215   | 2691   | 3199   | 3123   | 3549   | 3377   | 3858   |
| yoy    | 12.52% | 14.09% | 16.33% | 21.46% | 18.90% | -2.39% | 13.66% | -4.86% | 14.24% |

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

**国产体育服饰竞争力不断加强，市占率持续优化。**本土品牌在体育服饰行中市场份额占比逐步提升，李宁/安踏市占率由2019年的6.5%/9.1%增长到2023年的10.1%/10.2%，在与Nike、Adidas等国际品牌的竞争中逐渐凸显自身优势，扩大市场份额。2023年CR10中本土龙头品牌份额占比达35%以上。

表37: 2017-2023年中国体育服饰行业市占率

| 品牌              | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 耐克              | 18.20% | 18.70% | 18.80% | 20.10% | 18.10% | 17.50% | 17.90% |
| 安踏              | 8.40%  | 9.00%  | 9.10%  | 8.60%  | 9.80%  | 10.80% | 10.20% |
| 李宁              | 6.20%  | 6.00%  | 6.50%  | 6.80%  | 9.30%  | 10.40% | 10.10% |
| 阿迪达斯            | 18.30% | 19.20% | 18.80% | 16.60% | 15.00% | 9.80%  | 9.00%  |
| 斐乐 Fila         | 2.50%  | 3.70%  | 5.40%  | 6.50%  | 7.30%  | 7.40%  | 7.40%  |
| 特步 Xtep         | 4.50%  | 4.70%  | 4.80%  | 4.60%  | 5.00%  | 6.10%  | 6.10%  |
| 斯凯奇             | 3.90%  | 4.90%  | 5.30%  | 5.90%  | 6.60%  | 5.90%  | 6.00%  |
| 乔丹 Jordan       | 2.90%  | 3.10%  | 3.90%  | 4.50%  | 4.30%  | 4.50%  | 4.70%  |
| 361度            | 3.80%  | 3.10%  | 2.90%  | 2.70%  | 2.70%  | 3.30%  | 3.40%  |
| 新百伦 New Balance | 3.00%  | 2.20%  | 1.80%  | 1.50%  | 1.60%  | 1.70%  | 1.80%  |
| CR3             | 44.90% | 46.90% | 46.70% | 45.30% | 42.90% | 38.70% | 38.20% |
| CR5             | 55.60% | 57.80% | 58.60% | 58.60% | 59.50% | 55.90% | 54.60% |
| CR10            | 71.70% | 74.60% | 77.30% | 77.80% | 79.70% | 77.40% | 76.60% |

资料来源: Euromonitor、中国银河证券研究院

## (二) 政策赋能、冰雪经济加持、户外场景渗透, 体育服饰迎来新催化

**政府政策大力扶持, 助力国内运动行业蓬勃发展。**近年来, 国家相继发布多项政策, 推动体育产业发展。2022年7月, 体育总局发布《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》, 提出要不断丰富体育产品和服务, 激发体育消费活力, 推动体育产业高质量发展。2023年7月, 体育总局发布《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》, 提出要把恢复和扩大体育消费摆在优先位置, 加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础。2024年11月, 国务院办公厅发布《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》, 从竞技、人力资本、金融、土地等方面继续加大推动冰雪运动的发展力度。

表38: 近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度

| 政策名称                     | 发布时间     | 发布机关              | 主要内容  |
|--------------------------|----------|-------------------|---|
| 《冰雪旅游发展行动计划(2021—2023年)》 | 2021年2月  | 文化和旅游部、体育总局、发展改革委 | 以2022年北京冬奥会为契机, 推动群众性冰雪赛事活动开展, 深挖冰雪旅游消费潜力, 促进相关行业融合。力争到2023年助力2022北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。  |
| 《“十四五”体育发展规划》            | 2021年10月 | 体育总局              | “十四五”时期主要实现以下目标: 全民健身水平达到新高度; 竞技体育实力再上新台阶; 青少年体育发展进入新阶段; 体育产业发展形成新成果; 体育文化建设取得新进展; 体育对外交往作出新贡献; 体育科教工作达到新水平; 体育法治水平得到提升。                        |
| 《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》 | 2022年3月  | 中共中央办公厅、国务院办公厅    | 构建更高水平的全民健身公共服务体系, 是加快体育强国建设的重要基石, 是顺应人民对高品质生活期待的内在要求, 是推动全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展的重要内容。  |
| 《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》  | 2022年7月  | 体育总局              | 充分发挥体育团结民心、凝聚力量、激励精神的独特作用, 落实落细稳经济促发展各项政策措施, 深化体育供给侧结构性改革, 不断丰富体育产品和服务, 激发体育消费活力, 推动体育产业高质量发展, 助力服务“六稳”“六保”、构建新发展格局, 为稳住经济大盘、确保经济在合理区间运行贡献体育力量。 |

|                                   |          |            |   |
|-----------------------------------|----------|------------|---|
| 《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》          | 2022年10月 | 体育总局、发展改革委 | “十四五”时期，在常态化公共卫生事件防控形势下，人民群众增进健康、亲近自然的需求将刺激户外运动产品和服务供给；5G、大数据、区块链、物联网、人工智能等新一轮科技革命将助推户外运动产品创新和服务升级，增加户外运动产业发展的动力。                                   |
| 《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》                | 2023年7月  | 体育总局       | 加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础，不断释放体育消费潜力、扩大体育消费规模、优化体育消费结构，切实发挥体育在扩大内需、挖掘国内市场潜力，为助力经济增长、构建新发展格局贡献体育力量。  |
| 《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023—2025年)》 | 2023年11月 | 发展改革委      | 通过坚持资源统筹等原则，推动户外运动产业绿色发展，加强多种类型场地设施建设，提升服务供给质量，促进产业创新发展，强化组织领导、资金支持、监督管理和宣传推广等工作，致力于实现到2025年户外运动产业总规模达3万亿元，形成一批发展基础好、服务保障全、地方特色强、配套产业优的户外运动发展高地的目标。 |
| 《关于促进服务消费高质量发展的意见》                | 2024年8月  | 国务院        | 围绕挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障等6个方面提出20项重点任务，其中包括促进体育消费的部署。  |
| 《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》       | 2024年11月 | 国务院办公厅     | 发展竞赛表演产业；夯实冰雪人才队伍；加大金融支持力度；完善土地利用政策。在促进冰雪消费、完善配套服务、加强国际合作等方面也作出部署。将举办2024年“冬日胜景”全国冬季旅游宣传推广暨全国“欢乐冰雪旅游季”活动，各地也会举办丰富多彩、各具特色的冰雪主题活动。                    |

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

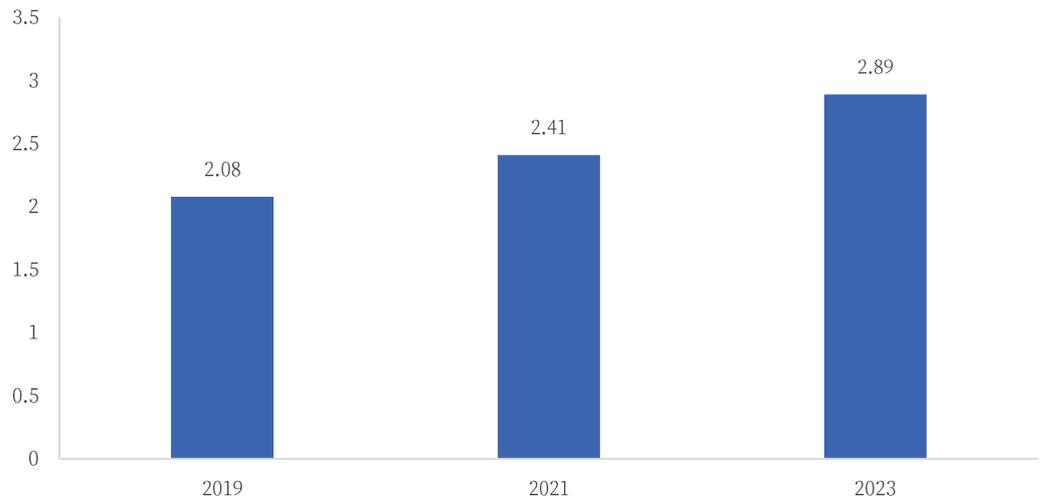
在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，在GDP中占比逐年上升。2022年中国体育产业规模达到3.3万亿元，占GDP比重达到2.73%，体育服务业规模达1.78万亿元，在体育产业占比提升到53.9%，人均体育场地面积在2023年达到2.89平方米。未来随着政策支持方式的不断优化调整，将形成政府、市场并驱，保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，助力体育产业可持续发展与国内运动服饰行业扩容。

表39：2017-2022年体育服务业快速发展（单位：万亿元）

|          | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 体育服务业规模  | 0.8   | 1.3   | 1.5   | 1.4   | 1.7   | 1.8   |
| 在体育产业中比例 | 36.5% | 47.9% | 50.6% | 51.6% | 53.2% | 53.9% |
| yoy      | 56.9% | 64.8% | 67.7% | -3.2% | 16.3% | 7.0%  |

资料来源：国家统计局、中国银河证券研究院

图9: 2019-2023 年人均体育场地面积逐年上升 (单位: 平方米)



资料来源: 国家体育总局、国家统计局、中国银河证券研究院

**国民人均收入稳步提高, 消费者养成运动消费习惯。**近年来, 我国城镇居民人均可支配收入逐年稳步提升, 2023 年达到 51821 元, 同比增长 5.15%。随着经济水平的上升, 国内中产阶级人群不断扩大, 消费理念开始变化, 当前消费者对生活质量、体育锻炼、身体素质的关注度提升, 养成健康运动的生活习惯。

表40: 城镇居民人均可支配收入稳定提升 (单位: 元)

|         | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 人均可支配收入 | 31195  | 33616  | 36396  | 39250  | 42359  | 43834  | 47412  | 49283  | 51821  |
| yoy     | 8.15 % | 7.76 % | 8.27 % | 7.84 % | 7.92 % | 3.48 % | 8.16 % | 3.95 % | 5.15 % |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

**户外运动行业快速发展催化更多消费场景。**我国户外运动行业近年快速发展, 根据智研咨询, 预计 2024 年我国户外行业规模为 2263 亿元, 同比增长 6.99%。根据国家体育总局发布《中国户外运动产业发展报告 (2023—2024)》显示, 截至 2024 年 9 月, 我国户外相关企业已达 17.7 万余家, 其中, 2024 年 1—9 月新成立 4.2 万余家。2024 年上半年, 骑行、垂钓的订单量同比分别增长 102.3%、29.6%。根据美团提供的数据, 2024 年上半年, 滑翔伞、冲浪、帆船的订单量同比分别增长 65.8%、24.6%、8.7%。中商产业研究院《2024—2029 年中国户外装备行业市场前景预测及未来发展趋势研究报告》显示, 中国户外装备市场规模已由 2019 年的 675 亿元增至 2023 年的 872 亿元。户外运动行业持续快速发展, 种类丰富的户外运动刺激更多消费场景出现。

表41: 户外运动行业增长迅速 (单位: 亿元)

|        | 2019 | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E  | 2024E   | 2025E  |
|--------|------|-------|-------|-------|--------|---------|--------|
| 户外行业规模 | 1591 | 1693  | 1831  | 1971  | 2115.5 | 2263.34 | 2409.6 |
| yoy    | -    | 6.41% | 8.15% | 7.65% | 7.33%  | 6.99%   | 6.46%  |

资料来源: Statista、智研咨询、中国银河证券研究院

**户外细分功能赛道呈现高景气状态。**我国滑雪运动正经历显著发展阶段,热度呈稳步上升态势。根据《2023-2024 中国滑雪产业白皮书》显示,在 2023-2024 年滑雪人次超过 10 万的滑雪场数量达到 50 家,相较于上一年度的 42 家,实现了 19.05% 的增长。滑雪人次超过 10 万的雪场在整体滑雪人次中所占比例也略有上升,达到 54.47%。随着滑雪爱好者群体不断扩大,越来越多设施完备、运营高效的大型滑雪场在市场中崭露头角,其不仅成为吸引消费者的核心力量,更在滑雪运动的普及过程中扮演关键角色,滑雪市场规模预计还将不断扩大,相关服饰产品也有望持续扩容。

表42: 滑雪人次超过 10 万的滑雪场统计

|                          | 2023-2024 | 2022-2023 | 同比增长   |
|--------------------------|-----------|-----------|--------|
| 滑雪人次达到或超过 10 万的滑雪场数量(家)  | 50        | 42        | 19.05% |
| 滑雪人次达到或超过 10 万的雪场滑雪人次(万) | 1264      | 925       | 36.65% |
| 全部运营雪场数量(家)              | 719       | 697       | 3.16%  |
| 全部滑雪人次(万)                | 2308      | 1983      | 16.39% |
| 滑雪人次达到或超过 10 万的雪场数量占比    | 6.95%     | 6.03%     | 15.40% |
| 滑雪人次达到或超过 10 万的雪场滑雪人次占比  | 54.47%    | 46.65%    | 17.41% |

资料来源: 伍斌:《2023-2024 中国滑雪产业白皮书》、中国银河证券研究院

**国产体育品牌加大对户外类产品研发, 产品丰富度加强。**众多优质国产体育服饰品牌积极布局滑雪等户外运动热门赛道, 不仅逐步推出具有针对性的冰雪运动系列产品, 迅速延展相关业务领域, 市场规模不断扩大。户外产品由于其专业性较强的特点, 品牌知名度与产品研发能力已然成为吸引消费者的核心要素。国内品牌有着熟悉本土消费者消费习惯的优势, 有望借助户外赛道培育新的增长点。

**传统体育服饰品牌陆续推出户外系列产品, 打造多元产品矩阵。**安踏体育凭借多品牌策略, 旗下迪桑特、可隆、始祖鸟和萨洛蒙分别从高端专业、时尚户外等多维度发力, 协同推出户外产品覆盖多元场景需求。特步国际将运动科技融入户外产品线, 针对多元场景拓展, 提升穿着体验。李宁以深厚底蕴与设计研发优势, 推出兼具时尚与专业性能的户外产品。361 度围绕消费者户外需求, 打造适配日常休闲到专业运动的系列产品。传统体育服饰品牌凭借在体育领域长期积累的品牌影响力、广泛的销售渠道网络以及扎实的科技研发实力等优势, 大力开拓户外市场, 通过构建多元产品矩阵, 精准迎合消费者多样化、个性化的需求。体育服饰品牌有望借助多元产品矩阵的构建进一步强化其在户外市场的竞争地位, 重塑体育服饰市场的竞争格局与发展态势。

表43: 国产体育品牌发力户外产品

| 品牌    | 户外运动产品    | 价格带         | 产品展示  |
|-------|-----------|-------------|---|
| 安踏体育  | 滑雪服       | 340-2400 元  |    |
|       | 户外鞋/登山鞋   | 210-900 元   |    |
|       | 防晒服       | 130-320 元   |    |
|       | 通勤鞋       | 180-700 元   |    |
| FILA  | 高尔夫打底衫/长裤 | 1380-3200 元 |    |
|       | 防晒服       | 480-1650 元  |    |
|       | 户外鞋/登山鞋   | 620-1380 元  |   |
|       | 滑雪服       | 1100-5680 元 |  |
| 特步国际  | 三合一冲锋衣    | 759-900 元   |  |
|       | 户外鞋/登山鞋   | 120-540 元   |  |
|       | 防晒服       | 140-400 元   |  |
| 361 度 | 羽绒服       | 270-1400 元  |  |
|       | 户外鞋/登山鞋   | 170-900 元   |  |
|       | 冲锋衣       | 130-1300 元  |  |

|    |         |            |   |
|----|---------|------------|---|
|    | 防晒服     | 130-340 元  |  |
| 李宁 | 防晒服     | 200-2000 元 |  |
|    | 户外鞋/登山鞋 | 150-1670 元 |  |
|    | 冲锋衣     | 200-2000 元 |  |

资料来源：安踏体育等公司官网、各品牌天猫及京东旗舰店、中国银河证券研究院

### (三) 国产体育服饰迎来差异化、专业化竞争阶段

#### 1. 产品专业化：从国潮回归专业

在 2018 - 2022 年期间，中国体育服饰行业呈现出显著的战略转变趋势，加大产品时尚化布局。自 2018 年起，受国潮风盛行影响，众多体育品牌纷纷踏上时尚化转型之路，服装作为时尚化的主要载体，其收入在各头部体育服饰公司收入构成中占据较高比例。国产体育品牌加大对流量明星合作，推出 IP 和设计师联名，以及风格设计潮流化等方式增加消费者吸引力。

2022 年后时尚化焦点逐步淡化，产品重新转向专业化主导。2022 年以后，国潮风格对消费者的吸引力开始下降，体育服饰品牌已经很难通过潮流化设计增加消费者购买欲望。消费者在公共卫生事件后，对产品的需求逐渐回归理性，更加看重产品功能性和实用性，并且随着体育运动场景的增加，对不同细分技术产品需求的多样性也越来越高。对于品牌而言，走专业化路线，能精准满足运动爱好者在不同场景下的需求，提升产品竞争力，赢得消费者信赖，进而在市场中占据更有利地位。各大品牌开始强化专业化运动产品矩阵，应用独创技术，提升产品专业性能。对于市场而言，众多品牌的专业化转型促使整个体育服饰市场竞争格局发生变化。各品牌在专业科技研发、专业产品创新、专业场景拓展等方面不断发力，推动市场向更加注重品质与功能的专业化方向升级。

表44: 头部国产体育服饰品牌旗下产品矩阵与技术

| 品牌    | 产品  | 技术  |
|-------|---|---|
| 安踏体育  | 推出“冠军跑鞋”运用氮科技等，针对慢跑、专业跑等场景有不同产品；“氢”跑鞋等产品以满足不同体重与跑步习惯消费者。                | 全球 6 个设计中心，研发针对不同使用场景的多种鞋底科技如 A-Flashfoam、氮科技等；构建专业运动品牌群，各有专业运动领域侧重。      |
| 李宁    | 形成超轻、赤兔、飞电 3 个成熟专业产品矩阵，针对休闲跑、专业跑、马拉松等场景；“的盧家族”新 IP 进军专业越野赛道。            | 2023 年推出「全掌䟽」与均衡型板一体成型工艺；跑步产品矩阵以“李宁䟽”高性能中底科技为核心，针对不同跑步需求提供不同技术支持。         |
| 361 度 | 发布「CQT 碳临界跑步专业矩阵」，涵盖多款跑鞋适应不同场景，如「BIG3 4.0 SWITCH」、「飞飏 Future」等针对不同速度需求。 | 多款产品应用独创技术，针对不同跑步场景提供不同科技支持，如面向专业跑者「飞燃 3」的「碳丝科技」，针对大众跑者的「柔步」的全掌 NFO 软弹科技。 |
| 特步国际  | 拥有 14 款面向专业及精英跑者的跑鞋产品，如 160X5.0PRO、260X，分别定位于精英系列、专业系列，满足马拉松、越野跑等需求。    | 面向精英跑者的 160X 系列应用「XTEP ACE」缓震科技；面向大众跑者的「360X」碳板跑鞋应用 T400 碳纤维。             |

资料来源：安踏体育等公司公告、淘宝天猫旗舰店、中国银河证券研究院

## 2. 线下渠道差异化：从单一大店到差异化门店

**持续推进精细化运营，助力提升店效坪效。**国产体育品牌在国内市场线下渠道布局已相对完善，线下渠道市场趋于饱和，门店扩张速度减缓，渠道经营策略由数量扩张到质量提升转变。主要体现在 1、渠道类型：增加直营门店比例以达到对终端渠道的实时掌控。2、渠道结构：继续加大核心城市、核心商圈的门店开设力度，推进渠道结构升级，在加大产品销售的同时有效提升品牌形象。3、渠道质量：在单一门店开设标准上提高单店面积，可以更为全面的展示品牌产品矩阵，增加产品丰富度。同时通过数字化建设，对消费动态、产品上新、活动策划、库存管理等流程实现精细化、高效化运营。

2023 年，李宁通过关闭低效店，提升直营渠道占比，优化店面布局并不断推广九代店提升顾客购物体验，其线下收入达到 195.4 亿，增速为 9.43%，直营收入达 69 亿，增速为 29.17%，直营占比达 35.31%，单店收入为 460.59 万元，同比增速达 23.31%，店效明显提升，精细化运营策略已经初见成效。展望 2025 年，如何持续提升线下门店经营质量将是长期发展的主线，龙头体育服饰公司在管理架构、产品丰富度、渠道差异化程度和信息化具有领先优势，有望不断提升竞争力。

表45: 各大品牌持续推进精细化运营

| 公司    | 门店结构   | 精细化运营   |
|-------|--|---|
| 李宁    | <p>①聚焦全国核心城市、核心商圈、核心商业体，首选核心位置，实现大店拓展超 1,660 家。23 年核心商业体店铺进驻率提升至接近 90%。</p> <p>②在店铺视觉形象方面持续升级，推出九代店，为广大消费者提供更好的产品体验、购物体验及运动体验。</p> <p>③积极处理低效店铺，改善整体店铺结构，不断扩张在优质购物中心和奥莱的渠道资源，在超级奥莱渠道实现了重大突破。</p>                                     | <p>①加强零售运营和数字化转型，以消费者需求为核心进行库存管理。</p> <p>②通过新零售四大核心能力增强社群互动和直播转化，优化离店购物体验。</p> <p>③提升直营和批发门店直配质量与时效，提高门店直配比例和同款同箱率，提升物流服务水平。</p>                                  |
| 安踏体育  | <p>①品牌在高端商圈开设新店，连接不同消费者，同时布局新兴线上平台，扩大品牌覆盖和声誉。</p> <p>②根据市场需求和消费者偏好，一方面于战略地点以大店凸显品牌形象，另一方面于县城地区放宽店铺形象标准，使渠道管理足够灵活，进入以往未被覆盖的地区。</p> <p>③DESCENTE 儿童店将在一线及新一线城市增加布局。KOLON SPORT 从区域性向全国扩展，加强华南市场，进驻高端商圈。</p>                            | <p>① 布局实施差异化策略，利用差异化店铺形象匹配不同商圈，于重点城市根据消费层级设多种新店型，加倍聚焦提升 DTC 门店效率、产品效率及盈利能力。</p> <p>② 数字化管理助力门店分析和库存监控，实现精细运营。</p>   |
| 361 度 | <p>①分销商自行开设门店，将 361° 品牌旗下产品分销予授权零售商。</p> <p>②坚持全国分销网络树立统一的门店形象，规范产品陈列设施和店内宣传物品，使得全国范围内的销售网点均保持标准化和统一的高品质。</p> <p>③鼓励分销商及授权零售商继续开大店，开设最新升级形象店，以及增加在商场及百货开设新门店。</p> <p>④按区域划分，约 75.9%的门店位于中国三线及三线以下城市，5.1%及 19.0%的门店分别位于中国一线及二线城市。</p> | <p>①门店布局优化，品牌门店数量和面积增长，鼓励大店开设和形象店升级，第九代形象店、儿童业务门店增多。</p> <p>②分销模式加强合作，推进全渠道发展，线下智慧零售，线上电商平台营销，实现线上线下融合。</p> <p>③利用九代店结合轻量简洁的装潢和丰富道具增加购物体验、降低装修成本、提升店铺效益及品牌形象。</p> |
| 特步国际  | <p>①开设更多新形象店铺，注重与消费者的数字化互动，在联系并接触年轻受众方面取得显著成效。</p> <p>②索康尼继续拓展位于一线城市的零售业务，同时在二线城市的高端购物中心开设零售店。</p>   | <p>①积极推动数字化转型，通过先进技术和创新解决方案的应用提升服务效率，优化顾客购物体验。</p> <p>②凭借更大面积及充满活力感的视觉营销，大幅提升品牌形象、推动客流量及连带率的增长。</p>   |

资料来源：李宁等公司公告、中国银河证券研究院

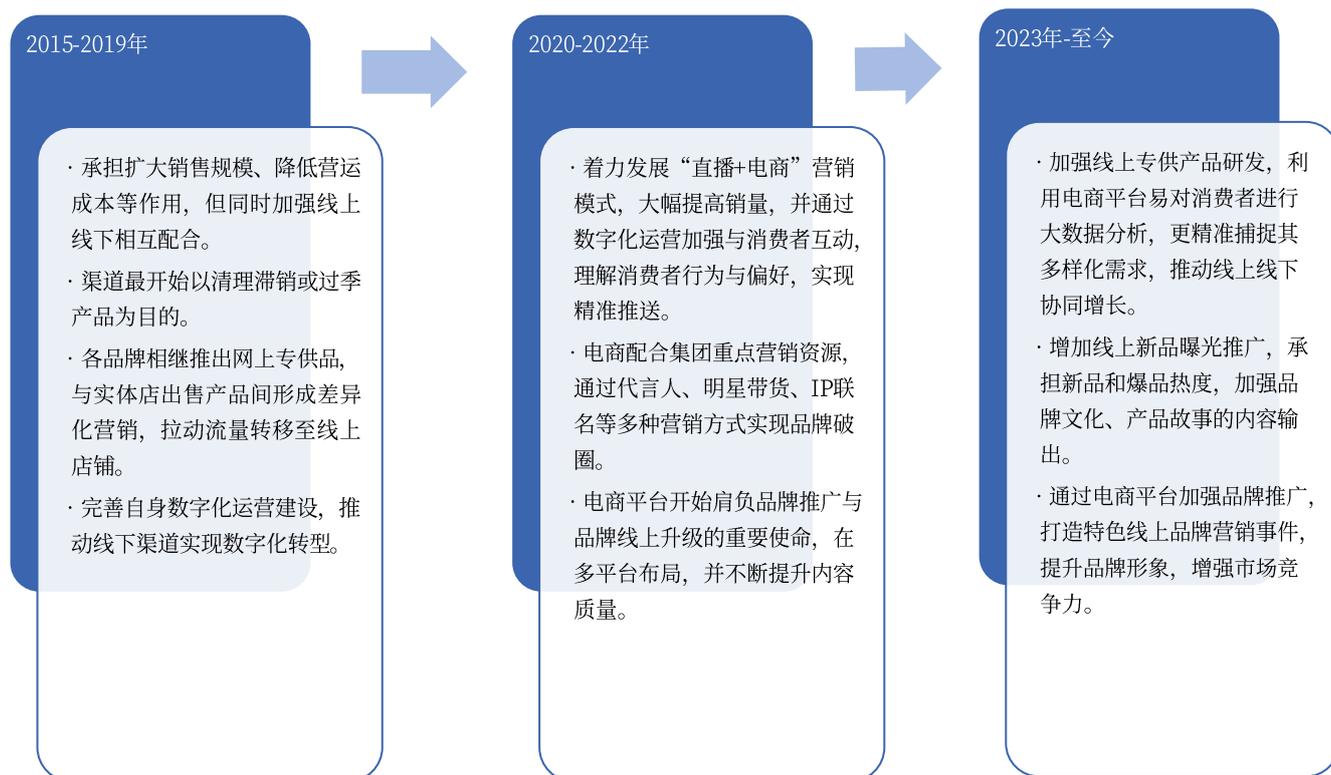
## 2. 电商从单一销售功能到品牌营销功能转变

**2015-2019 年：电商渠道主要承担产品销售功能。**传统电商渠道快速渗透，成为主流的销售渠道之一。安踏体育 2015 年提出了“单聚焦、多品牌、全渠道”战略，推动线上销售收入成为主要增长点之一。2016 年，特步国际品牌首次采用 O2O 模式，通过存货共享，形成线上线下整合的全渠道零售平台，充分发挥出协同效应，带来可持续增长。

**2020-2022 年：直播、社交电商兴起，线上渠道多元化发展。**2020 年开始，国内直播电商快速增长，在扩宽产品销售渠道的同时，对品牌推广起重要作用。361 度通过 IP 联名系列在电商首发，吸引大量年轻消费者，通过电商将品牌与二次元人群、Z 世代人群、篮球人群、跑步人群等进行高效连接，实现品牌的破圈。此外数字化运营体系的升级，使得电商业务板块精准营销推送能力加强，有效提高消费者粘性。

2023 年及以后，电商渠道开始承担品牌建设和市场推广等重要作用。线上渠道除了传统销售功能之外，各品牌通过多样化的平台加强产品宣传，并增强与消费者之间的沟通，实现高质量发展。借助不同社交媒体，加大营销推广投入，增加品牌曝光度，扩大品牌影响力。电商渠道逐步成为品牌宣传的重要通道。一方面，通过电商平台精准捕捉实时需求，推动线上线下协同增长。另一方面，增加线上新品曝光推广，承担新品和爆品热度，加强品牌文化、产品故事的内容输出，提升品牌影响力。展望未来，体育服饰龙头公司在电商渠道的竞争将是多功能、多维度的竞争，这将既考验企业产品 SKU 多样性水平，同时也考验企业内在管理的运营思路和效率。

图10: 2015 年-至今电商渠道发展历程



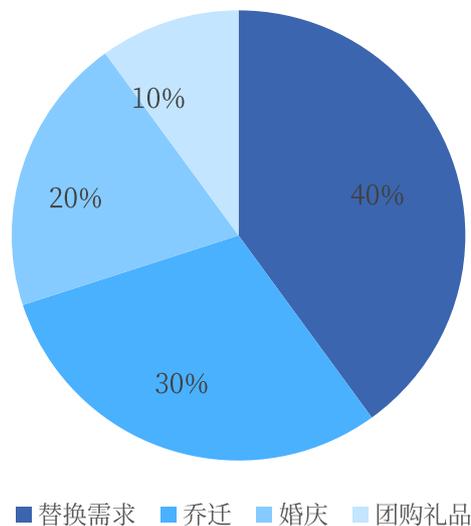
资料来源：李宁等公司公告，中国银河证券研究院

## 四、家纺：消费补贴落地，需求有望改善

### （一）地产和婚庆需求场景筑底，2025 年修复可期

地产、婚庆场景有望筑底，家纺产品需求预计将出现改善。国内家纺市场消费场景主要分为四类，分别是日常替换、乔迁、婚庆、团购礼品需求。随着消费者消费理念的不断变化，家纺用品从单一的日常生活必需品转变为提高生活质量、美化家居环境的重要品类，家纺用品平均使用周期开始缩短，日常更换需求逐步扩大。日常更换需求与消费者收入、消费理念、和品牌化观念有高度关联。而乔迁和婚庆需求则是另外两大场景。根据中商产业研究院统计，我国家纺需求中日常替换需求占比为 40%，乔迁和婚庆需求占比分别为 30%和 20%，其余为团购礼品需求。

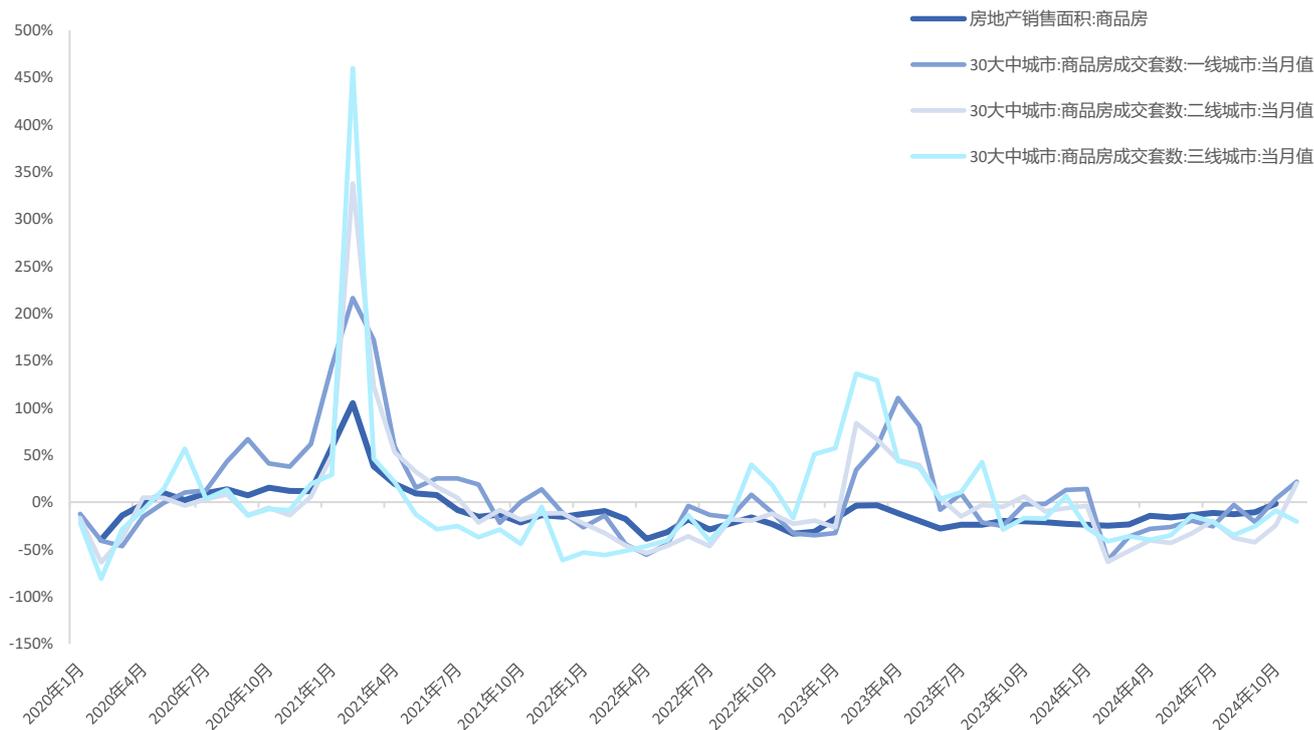
图11：2022 年家纺行业消费场景构成



资料来源：中商产业研究院、中国银河证券研究院

**房地产调整筑底，2025 年有望迎来拐点。**自 2021 年 2 月起我国房地产交易情绪遇冷，之后持续低迷，2024 年以来，政府不断推出利好房地产政策，如贷款利率、限购数量、结合购房数量及面积进行分类减税等。10 月份全国房地产销售面积相比去年同期基本持平，环比大幅度改善。30 大中城市一、二线城市商品房成交套数同比在 2024 年 11 月份转正，房地产消费市场筑底信号明显。房地产销售与家纺乔迁场景具有高度关联性，乔迁在家纺市场消费场景占比 30%，房地产行业筑底对家纺乔迁需求的负面影响将会有所减弱。

图12: 房地产交易情况



资料来源: ifind、中国银河证券研究院

**2024 年结婚人数下滑明显，对家纺婚庆场景消费带来负面影响，预计 2025 年婚庆场景会有所回补。**自 2013-2022 年，我国结婚登记对数下降幅度达 49.3%，2023 年由于公共卫生事件后结婚需求集中释放，同比增长 12.4%。2024 年受到高基数及地方风俗影响，2024 前三季度结婚登记数与 2023 年同期相比减少 94.3 万对，婚庆在家纺行业消费场景中占比 20%左右，2024 年婚庆人数的大幅下降导致家纺产品中婚庆系列产品销售出现波动，影响家纺行业总体营收。并且，婚庆系列家纺产品具有高单价，高毛利等特点，对公司整体盈利水平也会产生一定影响。我们认为 2024 年因为地方风俗造成的结婚人数下降会在 2025 年有所回补，利好家纺高单价产品销售。

表46: 历年结婚登记数 (万对)

| 年份 | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2023Q1-Q3 | 2024Q1-Q3 |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| 数量 | 1306.74 | 1224.71 | 1142.82 | 1063.10 | 1013.94 | 927.33 | 814.33 | 764.30 | 683.50 | 768.12 | 569.00    | 474.70    |

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

## (二) 家纺补贴政策有望刺激终端消费

**线下家纺补贴在上海及厦门逐步开展。**上海市商务委员会于 2024 年 10 月 22 日至 24 日公示了新增家电家居消费补贴政策补贴品类和参与企业名单，罗莱生活、水星家纺、富安娜等家纺企业均被纳入补贴范围，线下渠道覆盖上海市内的百货超市及品牌专卖店。此外，厦门市住建局于 10 月 30 日将床上用品纳入补贴范围，11 月 7 日提高补贴金额上限，按照产品剔除折扣后价格的 20% 予以补贴，单笔消费最高补贴由 2000 元上调至 5000 元，每位消费者累计补贴不超过 30000 元。

**线上补贴范围由上海扩及全国。**在淘宝平台，罗莱生活、水星家纺参与上海市政府补贴活动，单人限制补贴一件，折扣力度为 15%，最高补贴 2000 元。可进一步细分为两阶段，第一阶段为 11 月 9 日至 11 月 15 日，限制收货地址为上海地区。随后收货地址范围扩大至全国，用户需选择云闪付进行支付方可享受补贴。其次在京东平台，罗莱生活、水星家纺以及富安娜均参与补贴活动，厦门国补大多围绕在 11 月上旬开展，11 月 22 日结束后切换为上海国补。前者折扣力度为 20% 且需选择云闪付进行支付，后者仍为 15% 但可采用京东支付方式，收货地址范围均为全国。

**龙头家纺企业积极参与全渠道补贴活动，线下补贴已见成效。**根据中国家用纺织品行业协会调研，上海地区活动开展后截至 11 月 16 日，罗莱生活线下门店中已有 77 家门店参与，销售平均同比增长 39%；水星家纺积极参加补贴活动的同时，叠加企业的促销活动，加大力度推出爆品，期间 42 家专卖店和商场店销售额增长 35% 以上；富安娜积极落实活动相关工作，强化门店内外的宣传力度，增加消费者的购买欲望，16 家专卖店自 11 月 9 日开始上线运营，销售业绩环比上升 71%。此外，罗莱生活，水星家纺，富安娜三家企业在京东与淘宝两平台的优惠补贴政策和覆盖产品均有所差异，总体补贴覆盖产品比例较高，品类涵盖床上套件、被芯、枕芯、毯类以及床垫等。本次政府补贴活动折扣力度大，各企业参与热情高，覆盖品类全面，且家纺产品作为居民日常必备消费品，客户消费意愿很可能进一步释放，提振终端消费。

国家补贴政策持续提供实质性的经济激励，激发市场活力。尽管当前活动时间尚短，但家纺龙头企业消费者群体广泛、产品质量卓越。在国家政策与龙头企业引领的双重利好下，2025 年家纺行业整体市场表现有望逐步改善。

表47: 平台国补优惠政策

|      | 京东                                      | 淘宝   |
|------|---|--|
| 厦门国补 | 剔除其他折扣后补贴 20%，支付方式需选择云闪付，收货地址范围为全国。     | 剔除其他折扣后补贴 15%，支付方式需选择云闪付，每个用户限补一件，最高 2000 元。 |
| 上海国补 | 剔除其他折扣后补贴 15%，支付方式需选择京东支付或白条，收货地址范围为全国。 |  |

资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

表48: 龙头家纺企业国补优惠产品

|      | 京东  | 淘宝   |
|------|---|--|
| 罗莱生活 | 除夏季产品、部分婚庆系列以及少数其他产品外，均参与补贴活动，覆盖床上套件、被芯、枕芯、毯类及床垫多系列 | 部分单价较低的产品，如床单、被套、浴巾等，以及直播优惠产品未参与活动，各品类亦均有覆盖，整体比例略低于京东平台。 |

|      |   |                                     |
|------|---|-------------------------------------|
| 水星家纺 | 大部分套件、被芯、枕芯、床垫床笠、毯类和单件系列以及小部分夏季产品均参与补贴活动，窗帘、拖鞋等次要产品未参与。   | 大部分套件、被芯及枕芯参与补贴活动，床单枕套等单件系列以及蚊帐未参与。 |
| 富安娜  | 除小部分夏季产品以及个别产品外，均参与补贴活动，参与比例极高，覆盖被芯、套件、枕芯、床垫、单件、婚庆及毯类多系列。 | 未参与                                 |

资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

### （三）家纺龙头分红率稳定

**家纺龙头具备长期稳定的高分红属性。**自 2021—2023 年三家龙头企业分红率均不断提高。2023 年罗莱生活/富安娜/水星家纺分红率分别为 58.31%/95.07%/62.38%。横向来看，水星家纺 2022 年起开始提高分红率，连续两年保持稳定的分红回报。富安娜长期维持 90% 以上高分红水平，体现公司经营稳健的能力。罗莱生活 2023 年分红率有所下降，但 2024 年增加中期分红，分红率为 104.81%，也体现了家纺龙头的稳健股东回报。

表49：主要上市家纺公司分红率

|      | 2021    | 2022   | 2023   | 2024H1  |
|------|---------|--------|--------|---------|
| 罗莱生活 | 141.11% | 87.87% | 58.31% | 104.81% |
| 水星家纺 | 34.36%  | 66.11% | 62.38% | -       |
| 富安娜  | 91.17%  | 93.23% | 95.07% | -       |

资料来源：ifind、中国银河证券研究院

## 五、上游制造：出口分化，关注国际产能布局完善企业

### （一）海外头部品牌库存水平持续改善

**2024 年海外主要品牌库存水平持续优化。**经历 2021 年海外品牌需求提升而主动加大上游采购，2022 年需求走弱叠加供应链受阻导致库存高企后，2023 年全年海外头部品牌均处于去库存阶段。2024 年海外品牌供应链订单稳健修复。并且，主要品牌存货周转天数仍延续 2023 年优化趋势。

分品牌看，Deckers、Skechers 于 2023 年 7-9 月存货周转率开始改善。2024 年 7-9 月，Deckers、Skechers 存货周转天数持续优化，分别同比优化 11 天、6 天，均达到两年来同期最低水平。Adidas、Puma 同期存货周转天数亦保持优化趋势，分别同比优化 24 天、7 天。Nike、迅销集团自 2023 年 3 月起开启存货优化进程，Nike 2023 年 6 月至 2024 年 8 月，存货周转天数为 112 天，同比增加 5 天，略微上涨。迅销集团 2024 年 6-8 月存货周转天数为 115 天，为近三年最低水平。各品牌从 2023 年开始加大对供应链的精准把控，实现产品供应的稳定性和精准性，存货管理水平不断优化，使得上游供应链纺织企业的订单稳定性和持续性不断提升。

表50: 海外主要品牌存货周转水平逐季度优化

|                 | 2022   |       |       |        | 2023   |        |        |        | 2024   |        |       |  |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--|
|                 | 1-3月   | 4-6月  | 7-9月  | 10-12月 | 1-3月   | 4-6月   | 7-9月   | 10-12月 | 1-3月   | 4-6月   | 7-9月  |  |
| <b>Deckers</b>  |        |       |       |        |        |        |        |        |        |        |       |  |
| 收入 yoy(%)       | 31.15  | 21.75 | 21.29 | 13.29  | 7.55   | 9.98   | 24.7   | 15.95  | 21.22  | 22.13  | 20.09 |  |
| 存货 yoy(%)       | 82.14  | 83.42 | 45.39 | 31.34  | 5.14   | -11.79 | -21.48 | -25.49 | -10.99 | 1.72   | 7.1   |  |
| 存货周转天数(天)       | 126    | 189   | 175   | 117    | 143    | 174    | 130    | 88     | 108    | 155    | 119   |  |
| 同比增减            | 26     | 53    | 36    | 23     | 17     | -15    | -45    | -29    | -35    | -19    | -11   |  |
| <b>Skechers</b> |        |       |       |        |        |        |        |        |        |        |       |  |
| 收入 yoy(%)       | 27.38  | 12.67 | 21.11 | 14.01  | 10.02  | 7.75   | 7.8    | 4.37   | 12.4   | 7.21   | 15.94 |  |
| 存货 yoy(%)       | 35.79  | 47.92 | 44.62 | 23.59  | 3.64   | -4.98  | -22.33 | -16.09 | -9.43  | 1.92   | 23.5  |  |
| 存货周转天数(天)       | 132    | 140   | 151   | 167    | 146    | 141    | 135    | 142    | 121    | 133    | 129   |  |
| 同比增减            | 7      | 22    | 19    | 24     | 14     | 1      | -16    | -25    | -25    | -8     | -6    |  |
| <b>Adidas</b>   |        |       |       |        |        |        |        |        |        |        |       |  |
| 收入 yoy(%)       | 0.65   | 10.2  | 11.44 | 1.3    | -0.53  | -4.5   | -6.4   | 7.6    | 3.5    | 8.9    | 7.3   |  |
| 存货 yoy(%)       | 15.34  | 35.25 | 72.35 | 48.99  | 24.94  | 1.04   | -23.21 | -24.24 | -21.99 | -17.98 | -6.7  |  |
| 存货周转天数(天)       | 145    | 162   | 163   | 174    | 180    | 192    | 154    | 158    | 151    | 154    | 130   |  |
| 同比增减            | -3     | 15    | 42    | 42     | 35     | 30     | -9     | -16    | -29    | -38    | -24   |  |
| <b>Puma</b>     |        |       |       |        |        |        |        |        |        |        |       |  |
| 收入 yoy(%)       | 23.46  | 25.98 | 23.89 | 24.31  | 14.41  | 5.93   | -1.83  | -9.76  | -3.9   | -0.16  | -0.13 |  |
| 存货 yoy(%)       | 32.21  | 42.9  | 72.31 | 50.46  | 32.69  | 8.14   | -20.26 | -19.63 | -16.83 | -8.62  | -3.35 |  |
| 存货周转天数(天)       | 139    | 151   | 156   | 168    | 169    | 165    | 148    | 157    | 146    | 150    | 141   |  |
| 同比增减            | 6      | 10    | 32    | 28     | 30     | 14     | -8     | -11    | -23    | -15    | -7    |  |
|                 | 2022   |       |       |        | 2023   |        |        |        | 2024   |        |       |  |
|                 | 2-4月   | 5-7月  | 8-10月 | 11-1月  | 2-4月   | 5-7月   | 8-10月  | 11-1月  | 2-4月   | 5-7月   | 8-10月 |  |
| <b>GAP</b>      |        |       |       |        |        |        |        |        |        |        |       |  |
| 收入 yoy(%)       | -12.88 | -8.41 | 2.43  | -6.23  | -5.78  | -8.01  | -6.73  | 1.3    | 3.42   | 4.85   | 1.65  |  |
| 存货 yoy(%)       | 33.71  | 37.44 | 11.83 | -20.84 | -27.45 | -29    | -21.89 | -16.49 | -15.09 | -5.35  | -1.94 |  |
| 存货周转天数(天)       | 117    | 112   | 110   | 87     | 103    | 92     | 94     | 75     | 89     | 85     | 91    |  |
| 同比增减            | 25     | 24    | 11    | 1      | -14    | -20    | -16    | -12    | -14    | -7     | -3    |  |

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

表51: 体育服饰和休闲服饰龙头公司库存水平恢复健康

|             | 2022  |       |       |       | 2023 |       |        |        | 2024   |        |
|-------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|--------|--------|
|             | 3-5月  | 6-8月  | 9-11月 | 12-2月 | 3-5月 | 6-8月  | 9-11月  | 12-2月  | 3-5月   | 6-8月   |
| <b>Nike</b> |       |       |       |       |      |       |        |        |        |        |
| 收入 yoy(%)   | -0.89 | 3.58  | 17.24 | 13.97 | 4.83 | 1.99  | 0.55   | 0.31   | -1.71  | -10.43 |
| 存货 yoy(%)   | 22.85 | 44.23 | 43.34 | 15.65 | 0.4  | -9.98 | -14.44 | -13.24 | -11.06 | -5.12  |
| 存货周转天数(天)   | 108   | 115   | 112   | 117   | 108  | 107   | 101    | 103    | 98     | 112    |
| 同比增减        | 17    | 22    | 15    | 7     | 0    | -8    | -11    | -14    | -10    | 5      |
| <b>迅销集团</b> |       |       |       |       |      |       |        |        |        |        |

|           |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 收入 yoy(%) | 10.28 | 23.25 | 14.19 | 26.94 | 23.81 | 16.24 | 13.18  | 4.95  | 13.51 | 18.34 |
| 存货 yoy(%) | 2.05  | 23.06 | 40.78 | 24.92 | 10.14 | -7.55 | -14.83 | -5.31 | 4.49  | 5.61  |
| 存货周转天数(天) | 128   | 147   | 141   | 116   | 119   | 129   | 114    | 105   | 110   | 115   |
| 同比增减      | -5    | -4    | 16    | 3     | -9    | -18   | -27    | -11   | -9    | -14   |

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

## (二) 纺织制造龙头绑定优质客户，推进海外产能布局，订单份额加速集中

**伴随下游订单好转，纺织龙头收入业绩稳健提升。**回顾 2021 年海外需求复苏下的补库存周期，纺织制造龙头基本于 2020Q4 实现收入业绩正增长，修复节奏领先下游品牌。我国龙头纺织制造企业研发能力突出，具备自动化生产及快速反应优势，绑定海外优质客户。2023 年随下游客户去库存结束，收入业绩逐季改善，2024 年延续良好表现。2024Q3 单季看，纺织制造龙头华利集团、健盛集团、百隆东方、新澳股份、伟星股份营收业绩表现亮眼，收入分别同比增长 18.5%/37.01%/11.39%/10.54%/19.34%，申洲国际 24 年上半年收入业绩持续修复，收入同比增长 12.21%，呈现改善趋势。

表52：2023Q1-Q4 随海外客户去库存，纺织制造龙头收入业绩整体呈现逐步改善（%）

|      |           | 23Q3  | 23Q4    | 24Q1   | 24Q2   | 24Q3   | 主要客户                         | 前五客户收入占比 |
|------|-----------|-------|---------|--------|--------|--------|------------------------------|----------|
| 申洲国际 | 收入 yoy    |       | -5.5    |        | 12.21  |        | Nike、优衣库、Adidas、Puma 等       | 85.00%   |
|      | 归母净利润 yoy |       | 10.67   |        | 37.8   |        |                              |          |
| 华利集团 | 收入 yoy    | -6.92 | 11.74   | 30.15  | 20.83  | 18.5   | Nike、VF、Deckers、Puma、UA、On 等 | 82.37%   |
|      | 归母净利润 yoy | -5.93 | 16.71   | 63.67  | 11.94  | 16.07  |                              |          |
| 健盛集团 | 收入 yoy    | -2.16 | 16.11   | 10.42  | 1.51   | 37.01  | 优衣库、Puma、迪卡侬、UA、GAP、Adidas 等 | 56.06%   |
|      | 归母净利润 yoy | -4.46 | 1118.37 | 112.06 | -1.85  | 27.03  |                              |          |
| 百隆东方 | 收入 yoy    | 6.17  | 44.38   | 23.45  | 24.27  | 11.39  | 申洲国际等                        | 39.92%   |
|      | 归母净利润 yoy | 6.95  | -109.32 | -4.51  | -19.35 | -35.71 |                              |          |
| 新澳股份 | 收入 yoy    | 18.32 | 12.46   | 12.48  | 8.44   | 10.54  | 探路者、迪卡侬、安踏、乔丹等               | 8.35%    |
|      | 归母净利润 yoy | 1.05  | 2.27    | 6.59   | 3.38   | 7.79   |                              |          |
| 伟星股份 | 收入 yoy    | 8.68  | 23.77   | 14.83  | 32.2   | 19.34  | Nike、Adidas、优衣库、李宁、安踏、森马等    | 8.58%    |
|      | 归母净利润 yoy | 10.57 | 182.16  | 45.25  | 36.17  | -9.87  |                              |          |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院 注：申洲国际 2024Q2 收入业绩为 2024H1 数据,2023Q4 为 2023H2 数据；前五大客户收入占比采用 2023 年数据

**龙头海外产能布局完善，国际化优势有望进一步释放。**纺织龙头积极布局海内外产能，华利集团新建印尼、缅甸工厂并扩建越南工厂，申洲国际越南与柬埔寨工厂占总产能 53%，健盛集团越南棉袜产能远超国内，伟星股份越南工业园开业后高效率推进。**2024 年前三季度随着订单增长及结构优化，纺织龙头产能优势释放叠加新产能爬坡带来盈利能力提升，收入业绩实现稳健增长。**

表53: 纺织制造龙头公司产能布局完善

|      | 总产能   | 产能分布   |
|------|---|--|
| 申洲国际 | 截至 2024H1, 柬埔寨新成衣工厂员工约为 18000 人, 越南成衣工厂 2024H1 内增加聘用员工 2200 余人                | 海外 (越南和柬埔寨) 成衣占总产出 53%   |
| 华利集团 | 2024H1 产能 1.09 亿双鞋  | 海外产能占比 100%, 主要位于越南  |
| 健盛集团 | 2023 年实现棉袜销售 3.30 亿双, 无缝产品销售 2,663 万件   | 公司计划 2024 年在越南南定省投资建设年产 6,500 万双中高档棉袜、2,000 吨氨纶橡筋线、18,000 吨纱线染色生产项目, 已经于 2024 年 4 月 8 日召开的公司 2023 年年度股东大会审议通过                |
| 伟星股份 | 2024H1 纽扣 59 亿粒, 拉链 4.4 亿米  | 国内/ (孟加拉国+越南) 产能占比 82.07%/17.93%, 2024H1 公司越南工业园开业投产   |
| 百隆东方 | 2023 年纱线产量 21.316 万吨  | 截至 2023 年末, 越南百隆总产能达 126 万锭。截至 2024H1, 77% 左右的产能位于越南   |
| 新澳股份 | 2023 年毛精纺纱线产能 1.44 万吨, 羊毛毛条 7473 吨, 改性处理及染整加工 3188 吨, 2024H1 实现毛精纺纱线销售 9285 吨 | 英国邓肯公司粗纺羊绒年产 270 吨; 公司“60,000 锭高档精纺生态纱项目”二期所涉及的 15,000 锭设备陆续投产; 子公司新澳越南“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”一期 2 万锭预计今年年底至 2025 年建设完成并陆续投产 |
| 台华新材 | 锦纶丝 20.41 万吨, 坯布 3.68 亿米  | 全部产能均位于国内  |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**中长期来看, 制造端集中度提高推动我国纺织龙头份额提升。**出于供应链稳定性及快速反应的要求, 品牌商订单向核心战略合作伙伴倾斜。Nike 鞋类/服装供应商数量分别由 2016 年的 142/394 家下降为 2023 年的 123/291 家, 2023 年 adidas 独立制作合作伙伴较 2022 年减少 13 家至 104 家。2018-2023 年 ZARA 母公司在增加生产工厂的同时, 供应商数量由 1866 家减少至 1733 家。展望 2025 年, 国内纺织制造龙头订单的改善趋势可延续, 并且修复弹性会优于行业平均水平。在产业变革大背景下, 中小产能加速出清, 龙头订单集中度会不断提升, 优势逐步开始体现。

表54: 运动及快消品牌订单向头部供应商集中 (单位: 家)

|        |          | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 | FY2022 | FY2023 |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 运动     |          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nike   | 鞋类供应商    | 142    | 127    | 124    | 112    | 122    | 191    | 120    | 123    |
|        | 服装供应商    | 394    | 363    | 328    | 334    | 329    | 344    | 279    | 291    |
| Adidas | 独立制作合作伙伴 | -      | -      | 130    | 138    | 132    | 114    | 117    | 104    |
| Puma   | 供应商      | -      | 160    | 152    | 131    | 139    | 134    | 141    | 158    |
| 快消     |          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| ZARA   | 供应商      | -      | -      | 1866   | 1985   | 1805   | 1790   | 1729   | 1733   |
|        | 工厂       | -      | -      | 7235   | 8155   | 8543   | 8756   | 8271   | 8123   |
| H&M    | 供应商      | 790    | 751    | 1269   | 757    | 700    | 600    | 500    | 574    |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 六、投资建议

2025 年投资策略主要围绕四大投资方向。**1、体育服饰：**体育服饰行业短期流水放缓，但在消费疲软背景下体现经营韧性，国产龙头有望凭借较强竞争力继续实现逆势增长。同时，户外运动场景增加和冰雪经济政策加持有望扩展新增量。建议关注**安踏体育、特步国际、李宁、361 度**。**2、品牌服饰：**拥有品牌影响力，客户粘性、以及渠道竞争力的服饰品牌，在政府大力提振内需的政策方向上有望受益，建议关注**报喜鸟、比音勒芬、波司登、海澜之家、森马服饰**。**3、家纺：**婚庆和乔迁场景筑底改善预期下，加上消费补贴加持，家纺龙头销售业绩有望迎来拐点，关注**罗莱生活、水星家纺、富安娜**。**4、纺织制造：**海外大牌 2024 年补库存后，品牌库存水平仍不断优化，2025 年各品牌采购实行稳健策略，同时扶持核心供应商。此外，假设加征出口关税落地，则国内纺织制造龙头海外产能布局优势将进一步体现，建议关注**华利集团、伟星股份、开润股份、申洲国际、健盛集团、新澳股份**。

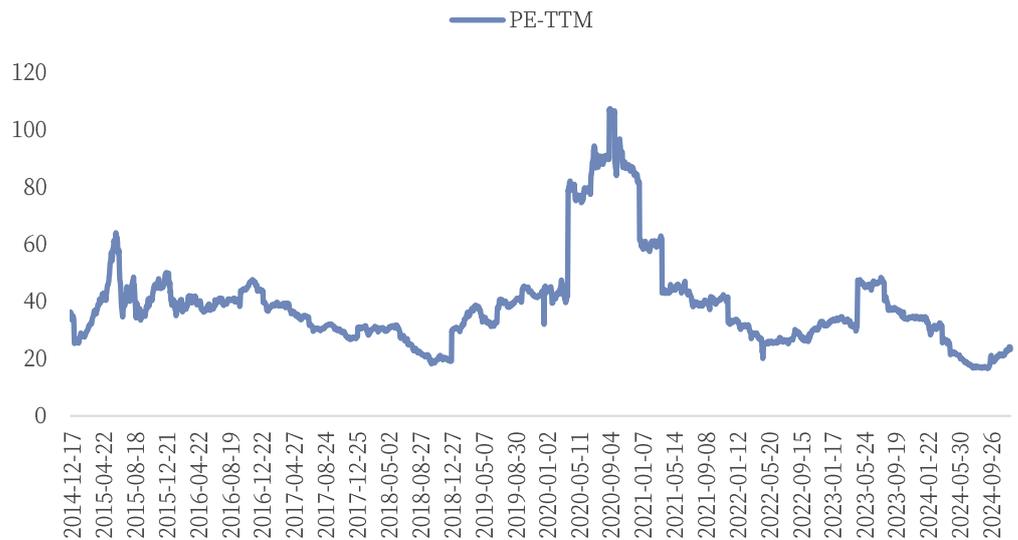
表55：重点公司盈利预测及估值

| 股票代码      | 公司    | EPS(元/股) |       |       | PE(X) |       |       |
|-----------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |       | 2024E    | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 体育服饰      |       |          |       |       |       |       |       |
| 2020.HK   | 安踏体育  | 4.74     | 4.90  | 5.52  | 16.29 | 15.79 | 14.00 |
| 2331.HK   | 李宁    | 1.21     | 1.34  | 1.48  | 13.45 | 12.15 | 11.04 |
| 1368.HK   | 特步国际  | 0.47     | 0.54  | 0.60  | 11.21 | 9.91  | 8.78  |
| 1361.HK   | 361 度 | 0.54     | 0.63  | 0.72  | 7.23  | 6.17  | 5.39  |
| 纺织制造      |       |          |       |       |       |       |       |
| 300979.SZ | 华利集团  | 3.32     | 3.84  | 4.41  | 22.83 | 19.74 | 17.22 |
| 002003.SZ | 伟星股份  | 0.60     | 0.70  | 0.80  | 21.21 | 18.35 | 16.02 |
| 300577.SZ | 开润股份  | 1.60     | 1.65  | 2.04  | 15.04 | 14.58 | 11.79 |
| 2313.HK   | 申洲国际  | 3.88     | 4.39  | 4.92  | 14.61 | 12.93 | 11.53 |
| 603558.SH | 健盛集团  | 0.89     | 1.03  | 1.19  | 11.33 | 9.76  | 8.48  |
| 603889.SH | 新澳股份  | 0.59     | 0.67  | 0.76  | 12.00 | 10.61 | 9.28  |
| 品牌服饰      |       |          |       |       |       |       |       |
| 002154.SZ | 报喜鸟   | 0.40     | 0.46  | 0.52  | 12.32 | 10.69 | 9.42  |
| 002832.SZ | 比音勒芬  | 1.68     | 1.95  | 2.23  | 11.97 | 10.34 | 9.01  |
| 600398.SH | 海澜之家  | 0.51     | 0.59  | 0.66  | 11.98 | 10.48 | 9.35  |
| 002563.SZ | 森马服饰  | 0.44     | 0.50  | 0.56  | 15.60 | 13.58 | 12.17 |
| 3998.HK   | 波司登   | 0.26     | 0.32  | 0.37  | 14.61 | 11.74 | 10.21 |
| 家纺        |       |          |       |       |       |       |       |
| 002293.SZ | 罗莱生活  | 0.51     | 0.62  | 0.70  | 16.58 | 13.64 | 12.10 |
| 603365.SH | 水星家纺  | 1.32     | 1.49  | 1.67  | 12.25 | 10.86 | 9.69  |
| 002327.SZ | 富安娜   | 0.63     | 0.68  | 0.73  | 14.30 | 13.25 | 12.39 |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

注：各公司 EPS 和 PE 为 iFinD 一致预测值，数据截至 12 月 10 日

图13: 纺织服饰板块 PE-TTM (截至 2024 年 12 月 17 日)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

## 七、风险提示

**1、国内消费不及预期的风险:** 2024 年由于宏观环境变化, 消费者信心下行, 服装零售增速呈现一定压力, 2024 年下半年政府已出台多项政策刺激消费, 但 2025 年国内消费仍具有不确定性, 如果终端消费持续走弱, 2025 年服装零售增速改善可能会出现不及预期的风险。

**2、海外消费需求放缓的风险:** 海外主要品牌 2024 年全年补库存周期进入尾声, 新订单比例有所提升, 虽然海外大牌当前库存结构仍保持健康水平, 但海外市场消费增速较为平淡。如果 2025 海外需求出现波动, 主要品牌销售承压, 将会对上游纺织出口企业订单造成不利影响。

**3、原材料价格波动的风险:** 原材料价格波动影响企业产品盈利。上游纺织制造企业普遍采用成本加成定价模式, 且原材料有一定储备周期, 当原材料价格下跌时, 对产品盈利将产生不利影响。

**4、中美贸易政策不确定的风险:** 近年中美贸易摩擦不断, 特朗普上台后拟针对中国出口至美国产品加征关税, 如加征关税落地, 则对国内纺织品出口整体产生不利影响。

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 年初至今纺服板块涨跌幅 .....                              | 6  |
| 图 2: 2024 年纺织服饰行业涨跌幅领先公司 (截至 2024 年 12 月 9 日) ..... | 6  |
| 图 3: 纺织服饰板块基金持股比例持续上升 (%) .....                     | 7  |
| 图 4: 历年社零及服装零售增速对比 (%) .....                        | 20 |
| 图 5: 时尚服饰发展趋势.....                                  | 21 |
| 图 6: 品牌服企持续推动数字信息化建设.....                           | 23 |
| 图 7: 线下门店精细化运营思路和策略 .....                           | 25 |
| 图 8: 波司登与比音勒芬市占率持续提升.....                           | 31 |
| 图 9: 2019-2023 年人均体育场地面积逐年上升 (单位: 平方米) .....        | 34 |
| 图 10: 2015 年-至今电商渠道发展历程.....                        | 40 |
| 图 11: 2022 年家纺行业消费场景构成 .....                        | 41 |
| 图 12: 房地产交易情况.....                                  | 42 |
| 图 13: 纺织服饰板块 PE-TTM (截至 2024 年 12 月 17 日) .....     | 49 |
|   |    |
| 表 1: 2024 年以来社会零售情况.....                            | 4  |
| 表 2: 2024 年以来纺织服装出口情况.....                          | 5  |
| 表 3: 大众休闲服饰营业收入 (亿元) .....                          | 8  |
| 表 4: 大众休闲服饰毛利率 .....                                | 9  |
| 表 5: 大众休闲服饰费用率 .....                                | 9  |
| 表 6: 大众休闲服饰存货周转天数 (天) .....                         | 9  |
| 表 7: 中高端男装营业收入 (亿元) .....                           | 10 |
| 表 8: 中高端男装主要公司 Q3 毛利率水平 .....                       | 10 |
| 表 9: 中高端男装主要公司费用率 .....                             | 11 |
| 表 10: 中高端男装存货周转天数 (天) .....                         | 11 |
| 表 11: 中高端女装主要公司 Q3 营业收入及利润 (亿元) .....               | 12 |
| 表 12: 中高端女装主要公司毛利率.....                             | 12 |
| 表 13: 中高端女装主要公司费用率.....                             | 13 |
| 表 14: 中高端女装公司存货周转天数 (天) .....                       | 13 |
| 表 15: 家纺主要公司营业收入和利润 (亿元) .....                      | 14 |
| 表 16: 家纺主要公司毛利率.....                                | 14 |

|  |    |
|--|----|
| 表 17: 家纺主要公司 Q3 费用率 .....                              | 14 |
| 表 18: 家纺主要公司存货周转天数 (天) .....                           | 15 |
| 表 19: 纺织制造主要公司 Q3 营业收入 (亿元) .....                      | 15 |
| 表 20: 纺织制造主要公司 Q3 毛利率 .....                            | 16 |
| 表 21: 纺织制造主要公司 Q3 费用率 .....                            | 16 |
| 表 22: 国家宏观政策 .....                                     | 18 |
| 表 23: 关于消费政府文件 .....                                   | 18 |
| 表 24: 中高收入及以上家庭占比提升 (单位: 百万户) .....                    | 20 |
| 表 25: 部分公司科技面料及功能性产品 .....                             | 22 |
| 表 26: 品牌服企供应链数字化管理相关布局 .....                           | 24 |
| 表 27: 部分服装企业直营门店数量 .....                               | 26 |
| 表 28: 部分服装企业直营单店面积 (平方米) .....                         | 26 |
| 表 29: 主要服装企业直营坪效 (万元) .....                            | 27 |
| 表 30: 优质男装公司成长更具稳定性 (单位: 亿元) .....                     | 27 |
| 表 31: 存货跌价准备占存货比例反映男装存货积压风险更小 .....                    | 28 |
| 表 32: 高端、中端男装 2018-2023 年 CAGR 高于大众男装 (单位: 亿元) .....   | 29 |
| 表 33: 2014-2023 年男装行业集中度快速提升 .....                     | 29 |
| 表 34: 2014-2023 年男女童装行业规模 (单位: 亿元) .....               | 30 |
| 表 35: 优质中高端服饰品牌推进精细化运营 .....                           | 30 |
| 表 36: 2015-2023 年国内体育服饰行业规模及增速 (单位: 亿元) .....          | 31 |
| 表 37: 2017-2023 年中国体育服饰行业市占率 .....                     | 32 |
| 表 38: 近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度 .....                        | 32 |
| 表 39: 2017-2022 年体育服务业快速发展 (单位: 万亿元) .....             | 33 |
| 表 40: 城镇居民人均可支配收入稳定提升 (单位: 元) .....                    | 34 |
| 表 41: 户外运动行业增长迅速 (单位: 亿元) .....                        | 34 |
| 表 42: 滑雪人次超过 10 万的滑雪场统计 .....                          | 35 |
| 表 43: 国产体育品牌发力户外产品 .....                               | 36 |
| 表 44: 头部国产体育服饰品牌旗下产品矩阵与技术 .....                        | 38 |
| 表 45: 各大品牌持续推进精细化运营 .....                              | 39 |
| 表 46: 历年结婚登记数 (万对) .....                               | 42 |
| 表 47: 平台国补优惠政策 .....                                   | 43 |
| 表 48: 龙头家纺企业国补优惠产品 .....                               | 43 |
| 表 49: 主要上市家纺公司分红率 .....                                | 44 |
| 表 50: 海外主要品牌存货周转水平逐季度优化 .....                          | 45 |
| 表 51: 体育服饰和休闲服饰龙头公司库存水平恢复健康 .....                      | 45 |
| 表 52: 2023Q1-Q4 随海外客户去库存, 纺织制造龙头收入业绩整体呈现逐步改善 (%) ..... | 46 |
| 表 53: 纺织制造龙头公司产能布局完善 .....                             | 47 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 54: 运动及快消品牌订单向头部供应商集中 (单位: 家) ..... | 47 |
| 表 55: 重点公司盈利预测及估值.....                | 48 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准  | 评级                     | 说明                    |
|---|------------------------|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级                   | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上      |
|   |                        | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
|   |                        | 回避：相对基准指数跌幅5%以上       |
| 公司评级  | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |                       |
|   | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |                       |
|   | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |                       |
|   | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |                       |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn