



纺织服装行业 2025 年投资展望：内需回暖与外需韧性

2025 年 1 月 6 日

看好/维持

纺织服装

行业报告

| | | |
|-----|---|-----------------------|
| 分析师 | 刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480521010001 |
| 分析师 | 沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480523060001 |

投资摘要：

回顾市场表现：2024 年轻工制造板块年内先跌后涨，截至 12 月 20 日，申万行业划分下的轻工制造板块年内收跌，跌幅 1.4%，弱于沪深 300 指数。轻工制造 11 个子板块中，家居相关子板块普遍收跌，拖累整体。服装家纺板块，2024 年微微收跌，跑输沪深 300，但纺织制造板块整体表现较好，有约 30% 上涨，服装家纺板块表现较差。

基本面方面：轻工内销方面，24Q3 家居销售承压明显，上市公司业绩端普遍承压，主要因地产业竣工数据压力的传导。24 年 10 月起随着补贴铺开，家居销售恢复同比增长，Q4 业绩有望维稳。轻工出口方面，国内出口数据上半年受益于低基数实现增长，下半年出口有所走弱，部分企业如匠心家居、建霖家居三季报依然增速较高，显著优于行业数据。纺织服装 2024 年呈现分化，纺织制造较为景气，行业及上市公司业绩呈现增长，服装家纺营销较弱，社零及上市公司业绩均有下滑。

分板块看：

一、家居板块：国补有望填平需求低谷，地产企稳可期

展望 2025 年：住宅竣工数据持续下行，压制家居自然需求。考虑到住宅销售已回落数年，2025 年竣工数据预计仍有压力。9 月 24 日政策转向后，地产销售在 10 月已现改善。中共中央政治局会议提及扩大国内需求、稳住楼市，2025 年地产政策有望进一步放松，助力地产销售企稳，改善预期。国补提振家居消费效果显著，我们预计 2025 年国补仍会持续，助力家居需求维稳。国补对经销商资质有较高要求，头部企业参与度高于中小企业，有望获取更多份额。

投资建议：家居板块估值低位，静待地产销售企稳。今年家居板块业绩普遍承压，股价低迷使得估值仍在低位。2025 年地产、家具政策端有望齐发力，带动消费改善，改善未来预期。地产销售企稳有望助力优质企业估值开启回升进程。我们建议关注三个方向：1) 软体家居公司，受益国补显著，换新需求有望被激发，外销业务支撑业绩，包括顾家家居、喜临门；2) 定制家居公司，订单向好，广州等标杆地区销售表现优，包括欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜；3) 智能家居公司，明确得政策支持，受益补贴政策，如瑞尔特。

二、出口轻工：需求端向好可期，优选受关税政策影响小的个股投资机会。

展望 2025 年：欧美整体需求稳健，降息提振房屋销售，进而将带动地产链条需求增长。美国家居零售商库存为近两年较低水平，出口订单将持续向好。关税政策为出口带来不确定性，我们认为轻工制造是受关税政策冲击较小的产业，主要因其为人力密集型，回流美国难度大。且上市出口企业普遍已建立海外产能，部分企业美国业务已能完全通过海外产能供货，应对关税风险能力强。

投资建议：优质出口企业业绩表现优，估值合理。部分优质出口企业持续通过客户、品类拓展持续提份额，产品力、渠道布局不断强化，随需求向好而持续成长可期，如匠心家居、建霖家居等。而长期看有成本制造优势的消费品制造业领域仍有较强竞争力。目前优质企业 PE-TTM 普遍在 20X 以下，股息率亦较为稳健。我们建议关注具备海外产能布局，业务有长期发展空间的高品质地产链条出口企业。

三、纺织服装：内销提振有望，制造景气延续

展望 2025 年：服装家纺内销在消费政策持续刺激下将得到提振。2024 年服装家纺内销低迷，但是年底一系列刺激政策出台，

尤其是家纺领域多地已出台补贴政策，效果显著。我们认为消费政策的持续刺激将提振消费意愿，关注品牌服装家纺的触底回升。纺织订单受到外需和内需的共同影响，景气有望延续，贸易政策变化关注产能布局。内需方面，刺激消费政策的持续出台有望提振明年的服装家纺消费，外需方面消费韧性叠加健康库存，2025 年制造订单展望乐观。行业结构方面有两大发展趋势：一是，产业结构优化升级，创新、智能化、环保化是方向。二是，纺织企业在海外扩张产能，向东南亚转移产能趋势明显。

投资建议：服装家纺自下而上优选优秀品牌。建议关注男装赛道龙头以及家纺行业龙头标的，业绩具备韧性。纺织制造行业整体展望乐观，同时在产业结构升级和产业转移两大产业发展趋势之下，符合行业发展趋势的企业有望取得超过行业的增长。尤其是 2025 年是纺织产业十四五规划最后一年，也是海外贸易政策会发生重大变化的一年，行业的分化发展将会愈发明显。建议关注具备海外产能布局的优秀制造。

风险提示：宏观经济表现不及预期，地产销售回暖不及预期，美国关税提升幅度或波及范围超预期，原材料价格上涨超预期

行业重点公司盈利预测与评级

| 简称 | EPS(元) | | | | PE | | | | 评级 | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | |
| 定制家具 | 欧派家居 | 4.98 | 4.43 | 4.69 | 5.05 | 13.67 | 15.37 | 14.52 | 13.48 | 推荐 |
| | 索菲亚 | 1.31 | 1.35 | 1.49 | 1.64 | 12.92 | 12.54 | 11.36 | 10.32 | 推荐 |
| | 志邦家居 | 1.36 | 1.17 | 1.28 | 1.41 | 9.50 | 11.04 | 10.09 | 9.16 | 推荐 |
| | 金牌家居 | 1.89 | 1.69 | 1.89 | 2.08 | 11.42 | 12.77 | 11.42 | 10.38 | 推荐 |
| 软体家具 | 顾家家居 | 2.44 | 2.34 | 2.56 | 2.8 | 11.63 | 12.13 | 11.09 | 10.14 | 推荐 |
| | 喜临门 | 1.11 | 1.31 | 1.49 | 1.68 | 15.44 | 13.08 | 11.50 | 10.20 | 推荐 |
| 出口轻工 | 匠心家居 | 3.18 | 3.2 | 3.85 | 4.63 | 17.86 | 17.75 | 14.75 | 12.27 | |
| | 建霖家居 | 0.95 | 1.16 | 1.34 | 1.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| | 永艺股份 | 0.89 | 0.99 | 1.21 | 1.46 | 13.21 | 11.88 | 9.72 | 8.05 | |
| | 共创草坪 | 1.08 | 1.28 | 1.52 | 1.79 | 20.42 | 17.23 | 14.51 | 12.32 | |
| 服装家纺 | 李宁 | 1.21 | 1.21 | 1.34 | 1.48 | 13.83 | 13.83 | 12.49 | 11.31 | 推荐 |
| | 安踏体育 | 3.61 | 4.75 | 4.9 | 5.52 | 22.27 | 16.93 | 16.41 | 14.57 | 推荐 |
| | 海澜之家 | 0.67 | 0.51 | 0.58 | 0.65 | 9.69 | 12.73 | 11.19 | 9.98 | |
| | 富安娜 | 0.68 | 0.63 | 0.68 | 0.73 | 13.22 | 14.27 | 13.22 | 12.32 | |
| 纺织制造 | 华利集团 | 2.74 | 3.32 | 3.84 | 4.41 | 27.38 | 22.59 | 19.53 | 17.01 | 推荐 |
| | 申洲国际 | 3.03 | 3.88 | 4.4 | 4.93 | 19.95 | 15.58 | 13.74 | 12.26 | 推荐 |
| | 新澳股份 | 0.55 | 0.59 | 0.67 | 0.76 | 13.13 | 12.24 | 10.78 | 9.50 | |
| | 健盛集团 | 0.73 | 0.89 | 1.03 | 1.19 | 14.36 | 11.78 | 10.17 | 8.81 | |

资料来源：iFinD、东兴证券研究所

注：盈利预测均来自 iFinD 一致预期

目 录

| | |
|--|-----------|
| 1. 2024 年轻工与纺服板块回顾 | 5 |
| 1.1 行情复盘..... | 5 |
| 1.2 行业复盘：需求稳步回暖，成本压力缓解..... | 5 |
| 1.2.1 轻工行业需求触底回暖，成本压力缓解..... | 6 |
| 1.2.2 2024 年纺织服装制造景气，服装家纺动销一般..... | 8 |
| 2. 家居：国补提振需求，静待地产销售企稳 | 9 |
| 2.1 展望 2025 年：国补有望填平需求低谷，地产企稳可期..... | 9 |
| 2.1.1 地产销售企稳可期，竣工压力仍持续..... | 9 |
| 2.1.2 国补延续，支撑需求，助力行业集中度加速提升..... | 11 |
| 2.2 板块估值仍在低位，国补效果优、地产企稳有望成为估值回升的催化剂..... | 13 |
| 3. 出口轻工：需求端向好可期，优选受关税政策影响小的个股投资机会 | 14 |
| 3.1 需求向好可期，成本依然处于有利位置..... | 14 |
| 3.2 海外产能布局普遍，本轮关税政策负面影响弱化..... | 16 |
| 3.3 择优关注受关税影响小、具备成长能力的个股..... | 17 |
| 4. 纺织服装：内销提振有望，制造景气延续 | 18 |
| 4.1 政策有望提振服装家纺内需..... | 18 |
| 4.2 纺织制造景气延续，贸易政策变化关注产能布局..... | 20 |
| 5. 风险提示 | 22 |

插图目录

| | |
|--|-----------|
| 图 1：轻工制造 2024 年行情复盘（截至 12.20） | 5 |
| 图 2：轻工制造各板块 2024 年涨跌幅（截至 12.20） | 5 |
| 图 3：纺织服装 2024 年行情复盘（截至 12.20） | 5 |
| 图 4：纺织服装各板块 2024 年涨跌幅（截至 12.20） | 5 |
| 图 5：家具类零售额当月值及同比 | 6 |
| 图 6：家具及其零件出口金额当月值及同比 | 6 |
| 图 7：家居用品板块收入情况 | 6 |
| 图 8：家居用品板块净利润情况 | 6 |
| 图 9：家居板块毛利率及净利率变化 | 7 |
| 图 10：家居板块销售费用率及管理费用率变化 | 7 |
| 图 11：2008-2023 规模以上纺织业企业、服装企业收入规模(单位:亿元;百分比%) | 8 |
| 图 12：社零和限额以上服装零售 | 9 |
| 图 13：单月住宅竣工面积变化情况 | 10 |
| 图 14：单月住宅新开工面积变化情况 | 10 |
| 图 15：单月商品房销售面积变化情况 | 10 |
| 图 16：单月商品房销售额变化情况 | 10 |
| 图 17：10 城周度二手房成交面积（万平方米） | 11 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 18: 亏损比例提升..... | 13 |
| 图 19: 亏损均值保持稳定..... | 13 |
| 图 20: 欧美整体销售变化..... | 15 |
| 图 21: 美国不同类型门店销售额同比情况..... | 15 |
| 图 22: 美国成屋销售处于近年低点, 有改善趋势..... | 15 |
| 图 23: 美国库存销售比数据..... | 16 |
| 图 24: 海运费延续低位..... | 16 |
| 图 25: 美元兑人民币汇率维持高位..... | 16 |
| 图 26: 社零和限额以上服装零售..... | 19 |
| 图 27: 消费者信心指数..... | 19 |
| 图 28: SW 服装家纺存货周转率(季度年化)..... | 20 |
| 图 29: SW 服装家纺 库存周转率同比..... | 20 |
| 图 30: 美国服装零售额及同比状况..... | 21 |
| 图 31: 美国服装库存情况..... | 21 |

表格目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 家居重点公司 2024 年前三季度业绩情况..... | 7 |
| 表 2: 部分省以旧换新补贴政策效果..... | 11 |
| 表 3: 地区的商家准入要求..... | 12 |
| 表 4: 部分家具公司业绩及估值..... | 13 |
| 表 5: 部分出口公司海外收入及产能情况..... | 17 |
| 表 6: 部分出口公司业绩及估值情况..... | 18 |
| 表 7: 各部门促销费政策内容..... | 19 |
| 表 8: 部分面辅料企业境内外产能布局..... | 21 |
| 表 9: 部分代工企业境内外产能布局..... | 22 |

1. 2024 年轻工与纺服板块回顾

1.1 行情复盘

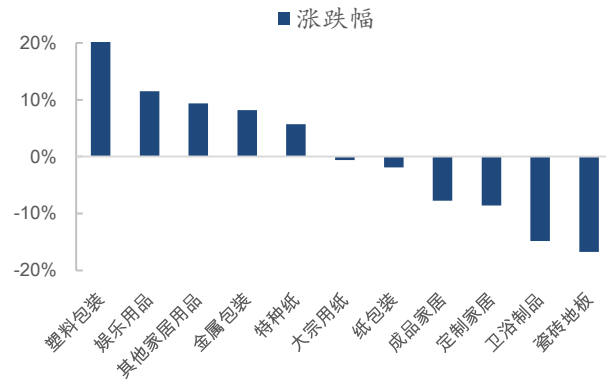
2024 年轻工制造板块年内先跌后涨,截至 12 月 20 日,申万行业划分下的轻工制造板块年内收跌,跌幅 1.4%,弱于沪深 300 指数。轻工制造 11 个子板块中,涨跌互现。塑料包装、娱乐用品等子板块受益部分个股短期涨幅较大实现上涨,成品家居、定制家居、卫浴制品、瓷砖地板等家装板块收跌,拖累整体。

图1：轻工制造 2024 年行情复盘（截至 12.20）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

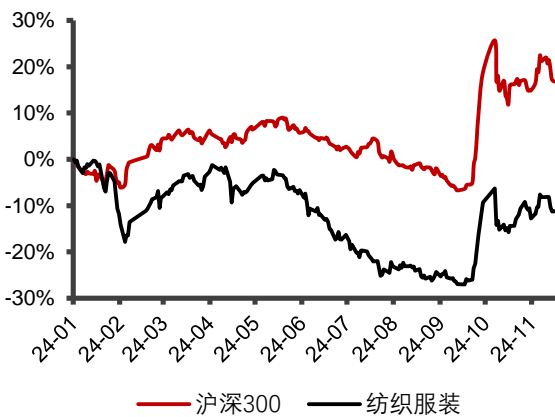
图2：轻工制造各板块 2024 年涨跌幅（截至 12.20）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

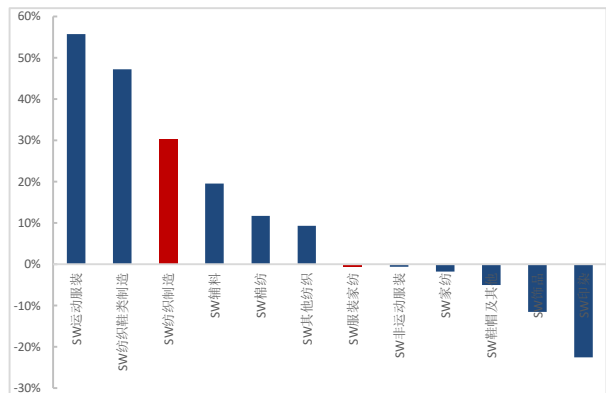
2024 年纺织服装板块年内先跌后涨,截至 12 月 20 日,申万行业划分下的纺织服装板块年内收跌,微跌 1.76%,弱于沪深 300 指数。纺织服装两大板块里,纺织制造表现较好,年内上涨约 30%,服装家纺表现较弱,微跌 0.62%;细分板块里,运动服饰板块表现最好,印染板块表现最弱。

图3：纺织服装 2024 年行情复盘（截至 12.20）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：纺织服装各板块 2024 年涨跌幅（截至 12.20）



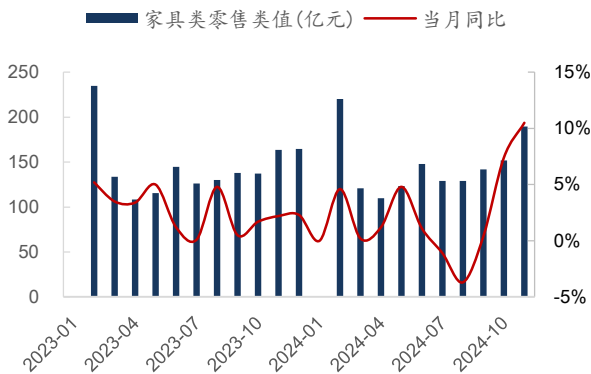
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 行业复盘：需求稳步回暖，成本压力缓解

1.2.1 轻工行业需求触底回暖，成本压力缓解

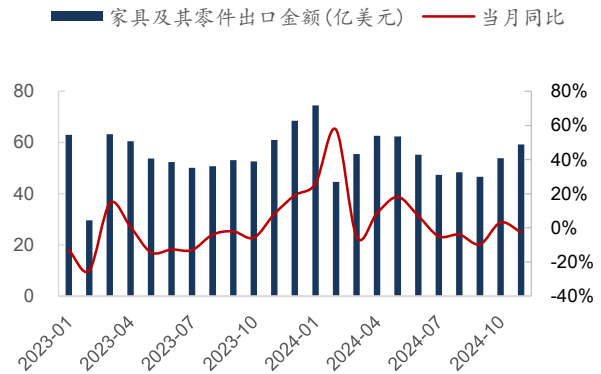
家居：内销受益补贴，出口低基数区间已过。内销方面，2024 年 1-11 月家具类零售类值累计同比增长了 2.9%。今年家具行业内销上半年保持稳健，三季度承压明显，主要因地产竣工数据的压力传导至家居销售。10 月以来家居补贴逐步推进，家具销售改善明显，家具类零售类值 10-11 月份分别同比+7.4%、+10.5%。**外销方面**，1-11 月家具出口金额累计同比+6.2%。其中上半年各月份基本都实现增长，主要受益于欧美去库结束后补库恢复正常及低基数。下半年以来出口走弱，一方面因低基数区间结束，另一方面因部分企业逐步将产能转移至海外。部分企业如匠心家居、建霖家居、永艺股份三季度依然实现较高的增长，显著优于行业数据。

图5：家具类零售额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

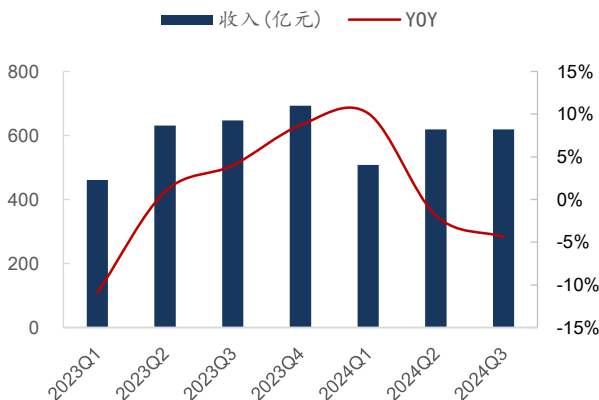
图6：家具及其零件出口金额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

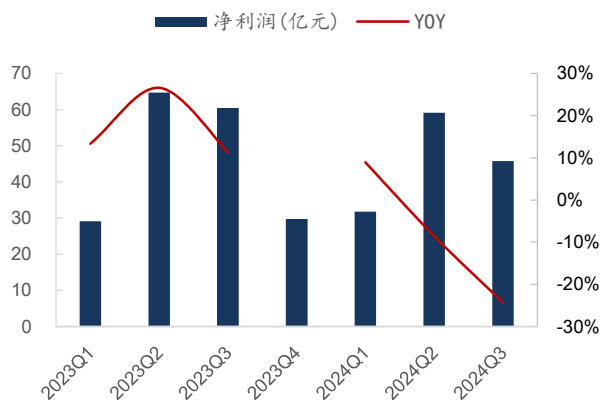
家居用品板块收入稳健，利润增速较高。家居用品板块 2024 年前三季度整体实现营业收入 1746.2 亿元，同比+0.3%。2024 年 Q1 收入增长+10.1%，主要受益 23 年同期消费场景初恢复后的低基数。Q2/Q3 随地产竣工端压力逐步传导至家居消费，家居用品板块收入下滑。家居用品板块前三季度实现净利润 136.7 亿元，同比-11.4%，有所承压。利润端变化趋势与收入端一致，波动更大，主要因固定成本刚性。

图7：家居用品板块收入情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：家居用品板块净利润情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

毛利率承压，费用率基本稳定。家居板块毛利率承压，2024 前三季度为 31.1%，同比-1.0pct，我们认为主要

因产能利用率下降以及产品价格的压力。费用率方面，销售和管理费用率基本稳定，前三季度分别同比+0.2pct、+0.2pct。整体来看，毛利率承压、费用率略有上涨，导致净利率下行，2024 前三季度板块净利率为 7.8%，同比-1.0pct，在收入承压的背景下，净利率略有下行。

图9：家居板块毛利率及净利率变化

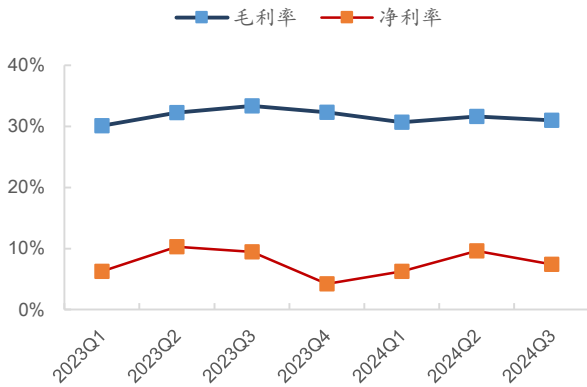
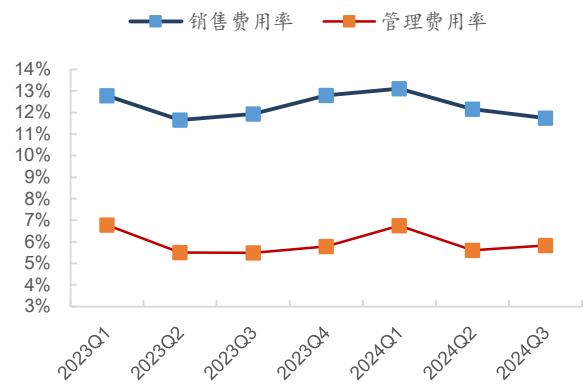


图10：家居板块销售费用率及管理费用率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从重点公司看，内销承压明显，外销保持景气。我们关注的重点公司主要包括细分行业内的龙头及优质企业。内销企业收入普遍承压，且三季度下滑幅度显著提高。其中软体家具韧性相对较强，主要因其外销业务的支撑，而定制家居以内销为主，承压明显。在终端需求压力加大的背景下，费用投放效率降低，致使费用率普遍上升；毛利率因受到产品结构变化及原材料价格低位因素影响，涨跌互现。外销企业业务普遍增长，我们列示的重点企业收入增速均高于出口数据。大型企业普遍已进行部分产能的转移，企业端的数据表明外销仍有较高的景气度。部分优质企业实现客户与品类的拓展，业绩端优于同行，如匠心家居等。利润方面，部分企业受到海运费上涨影响较大，利润表现弱于收入。

表1：家居重点公司 2024 年前三季度业绩情况

| 证券名称 | 营业收入 (亿元) | YOY | 归母净利润 (亿元) | YOY | 毛利率同比 (pct) | 费用率同比 (pct) | 净利率同比 (pct) | |
|------|--------------|--------|---------------|-------|----------------|----------------|----------------|-------|
| 定制家具 | 欧派家居 | 138.79 | -16.21% | 20.31 | -12.08% | 1.55 | 2.17 | 0.69 |
| | 索菲亚 | 76.56 | -6.65% | 9.22 | -3.24% | 0.17 | -0.34 | 0.42 |
| | 志邦家居 | 36.75 | -6.46% | 2.66 | -23.80% | -1.58 | 3.46 | -1.65 |
| 软体家具 | 顾家家居 | 138.01 | -2.37% | 13.59 | -9.49% | -0.47 | 0.35 | -0.77 |
| | 喜临门 | 59.76 | -1.53% | 3.75 | -3.88% | 1.13 | 1.53 | -0.15 |
| | 慕思股份 | 38.78 | 1.90% | 5.22 | 0.77% | 0.01 | 0.63 | -0.15 |
| 卫浴 | 箭牌家居 | 48.32 | -8.49% | 0.32 | -88.87% | -2.99 | 2.42 | -4.78 |
| | 瑞尔特 | 17.10 | 10.59% | 1.26 | -28.15% | -0.03 | 5.62 | -3.98 |
| 出口 | 匠心家居 | 18.49 | 27.13% | 4.31 | 33.56% | 1.68 | -0.51 | 1.12 |
| | 建霖家居 | 37.77 | 22.22% | 3.97 | 36.66% | 1.00 | 0.19 | 1.11 |
| | 永艺股份 | 33.90 | 35.58% | 2.25 | 6.46% | -0.39 | 1.30 | -1.81 |
| | 共创草坪 | 22.59 | 17.89% | 3.94 | 11.75% | -1.66 | -0.64 | -0.96 |

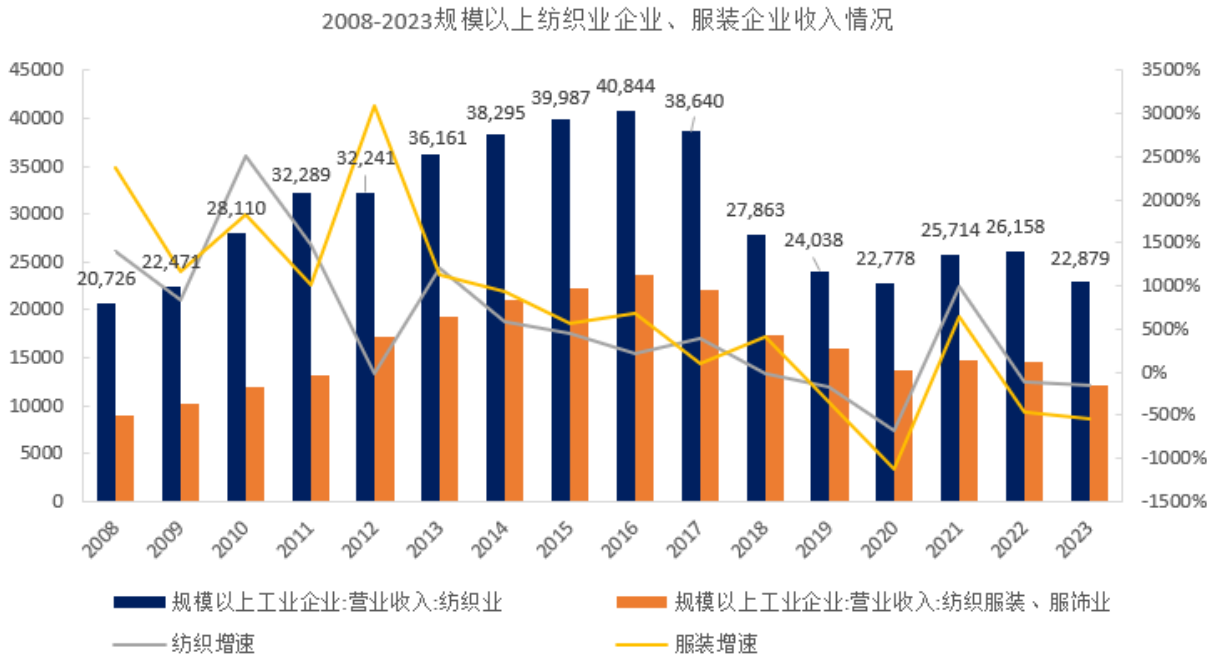
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

出口数据下滑，企业端收入已环比改善。我们主要关注轻工相关的家具及塑料制品领域。去年下半年以来家具及塑料制品出口金额开始下滑，主要由于海外堵港问题缓解，港口货物进入到零售商库存，导致补库需求大幅降低。出口数据在今年 3-4 月短暂实现正增长，此后继续下滑，尚未回暖。但根据我们统计的外销企业财报来看，多数企业在三季度收入实现正增长，增速环比改善明显，优于出口数据的表现。我们推测差异的来源主要是企业通过海外工厂发货占比提升。

1.2.2 2024 年纺织服装制造景气，服装家纺动销一般

随着疫情影响的消散和终端需求的恢复，纺织行业整体规模在 2023 年及 2024 年有所恢复。2023 年，纺织业规模以上企业收入 22,879 亿元，行业运行呈恢复态势；2024 年纺织制造企业上市公司前三季度收入增速 13%，净利润增速 7%，显示出良好的增长势头。从行业结构看，我国纺织业为出口导向型，在全球产业链中有着举足轻重的地位。2023 年中国的纺织品出口金额占全球纺织品出口总额的 41.45%，中国的服装出口金额占全球服装出口总额的 30.06%，相较于其他国家和地区出口占比遥遥领先。我国作为纺织行业大国，行业竞争能力不断加强，国际贸易地位稳固。

图11：2008-2023 规模以上纺织业企业、服装企业收入规模(单位:亿元;百分比%)

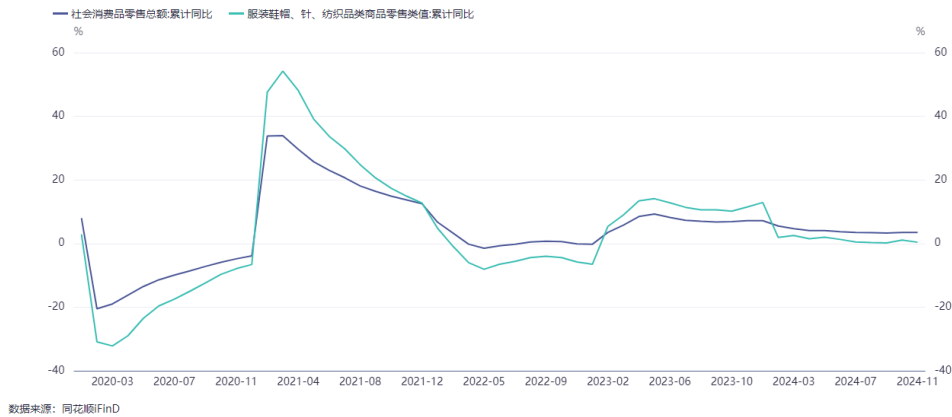


资料来源：同花顺，国家统计局，东兴证券研究所

服装家纺动销一般。2024 年 1-11 月社会消费品零售总额 442723 亿元，同比增长 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 397960 亿元，增长 3.7%。社会零售情况呈现出弱增长。服装家纺方面，1-11 月我国服装鞋帽、针纺织品类零售总额 13073 亿元，同比+0.4%，其中 11 月服装鞋帽、针纺织品类零售总额 1480 亿元，同比-4.5%。服装家纺表现较为低迷。

上市公司业绩在 2024 年呈现一定压力。服装家纺板块 2024 年前三季度收入同比降 4%，净利润同比降 37%。主要是动销低迷之下，经营杠杆使得业绩下滑幅度更大。

图12：社零和限额以上服装零售



资料来源：同花顺，国家统计局，东兴证券研究所

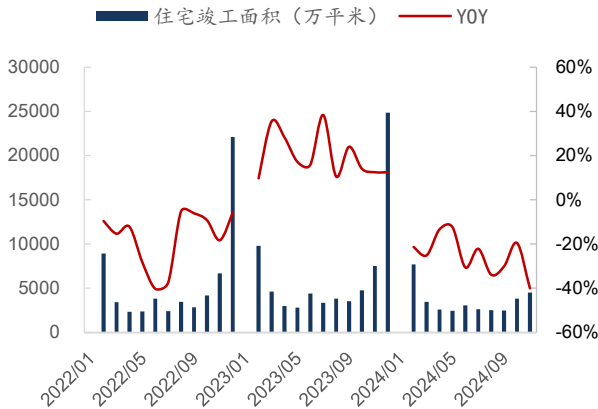
2. 家居：国补提振需求，静待地产销售企稳

2.1 展望 2025 年：国补有望填平需求低谷，地产企稳可期

2.1.1 地产销售企稳可期，竣工压力仍持续

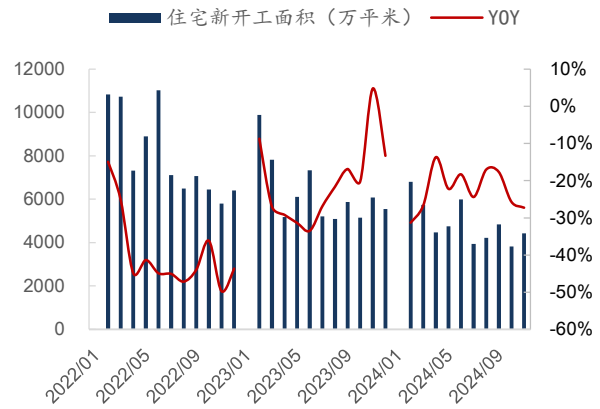
2024 年地产竣工承压，压制家居需求。2024 年 1-11 月住宅竣工面积累计同比-26%，持续保持下滑态势，11 月下滑幅度达到 40%。竣工同比下行主要因地产销售的下行压力传导至竣工环节，且 2023 年因保交楼政策推进而形成了高基数。新开工面积 2024 年全年保持下滑态势，地产商开工意愿不足，竣工数据压力仍将持续。地产竣工与家居消费的时间间隔大概在六个月到一年间，竣工端承压的背景下，家居自然预计短期内仍将承压。

图13：单月住宅竣工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

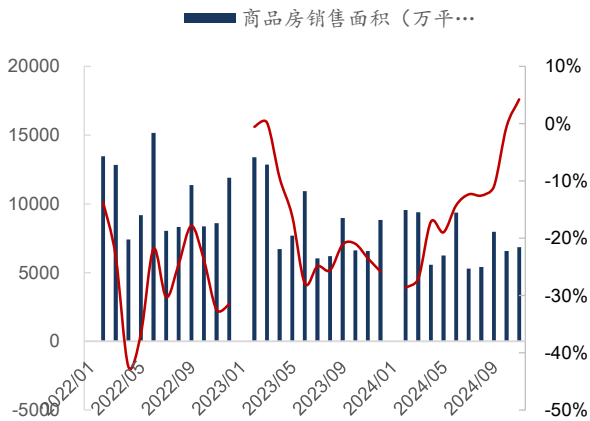
图14：单月住宅新开工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

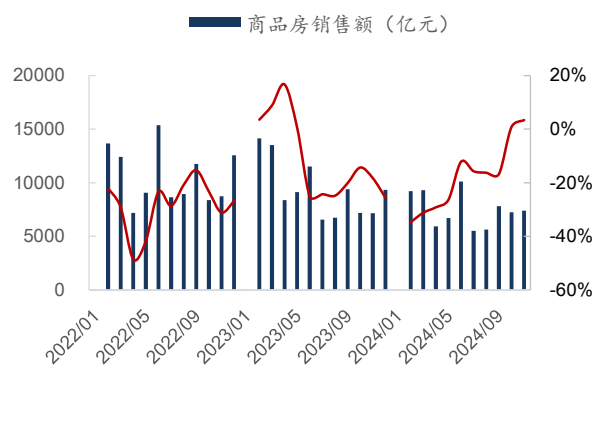
2024 年地产销售整体低迷，10 月以来改善明显。2024 年 1-11 月商品房销售面积、销售额分别累计同比-16%、-20%，基本延续了 2021 年下半年以来的下滑态势。其中 1-5 月下划速度较快主要因 23 年初消费场景初恢复后积压购房需求形成的高基数。9 月 24 日政策转向，房贷最低首付比例下调、存量房利率下调等政策出台，刺激地产销售改善，11 月商品房销售面积、销售额分别同比+4.2%、+3.4%，恢复同比正增长。未来数据同比情况仍需持续观察，若回暖持续有望显著改善未来家居需求预期。

图15：单月商品房销售面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

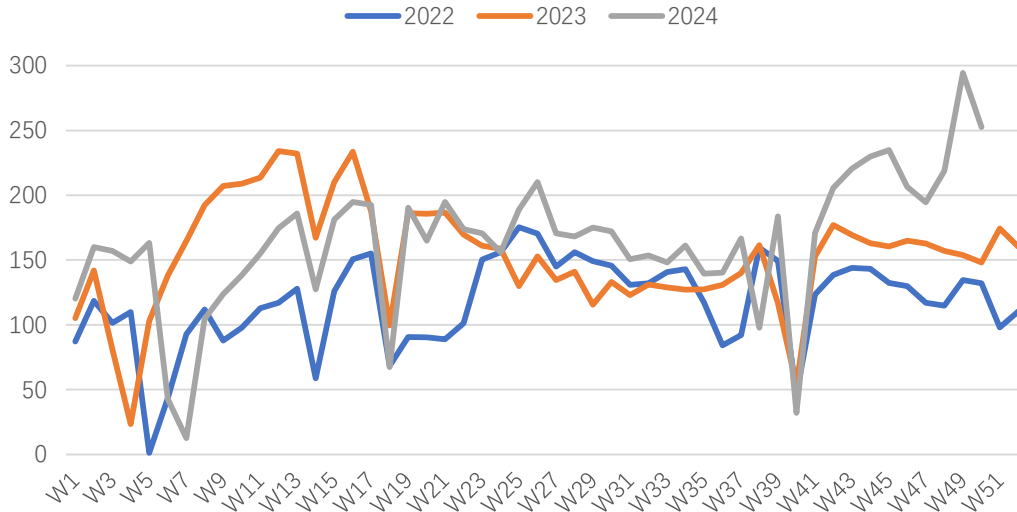
图16：单月商品房销售额变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

二手房销售数据持续增长。根据我们统计的 10 城二手房销售数据，2024 年截至 12 月 13 日累计同比增长 7.1%。其中 2024 年 1-5 月因 2023 年基数较高而出现下滑，但数据仍优于 2022 年同期。2024 年 6 月后二手房销售持续同比增长，且 10 月以来受益政策刺激增速提升明显。二手房销售中高线城市占比较高，高线城市地产端有较强的韧性。二手房销售的较好表现或将部分对冲新房的负面影响。

图17：10城周度二手房成交面积（万平方米）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

家居自然需求预计仍承压，远期期待地产销售端回暖。总结来看，2024 年地产数据端竣工开始下滑，一手房销售仍在下滑通道中，二手房销售个位数增速，而整体地产销售在四季度出现边际回暖。家居需求与住宅交付相关度较高，因此随着竣工开始下滑，家居需求承压明显。考虑到一手房销售中现房占比快速提升，缩短了从住宅销售到交付的平均传导时间，我们认为实际住宅交付量数据的下行时间或将长于销售端的下行时间。因此我们预计住宅交付量仍有压力，压制中短期家居自然需求。远期家居需求与地产销售相关。9月24日刺激政策出台后，地产销售数据已现改善。2024年12月9日中共中央政治局会议召开，会议中表示要扩大国内需求、大力提振消费、稳住楼市股市等。因此我们预计2025年地产政策有望进一步放松，助力地产销售企稳，进而改善家居销售未来预期。

2.1.2 国补延续，支撑需求，助力行业集中度加速提升

以旧换新补贴效果明显，家居销售得改善。2024年7月，发改委、财政部印发《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》，其中明确提到各地区要支持“旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等”，成为家居补贴的纲领性文件。9月以来各地家居以旧换新政策陆续落地，其中广东等区域补贴政策推进较快，效果明显，广东省11月份限额以上单位家具类零售额增长75.4%，环比加速45.5pct。在标杆地区带动下，各地区政策陆续推进，补贴持续扩容，带动家居销售增长。

表2：部分省以旧换新补贴政策效果

| | 启动时间 | 效果 |
|-----|------|---|
| 全国 | - | 截至11月10日，全国已补贴厨卫局改相关产品1038万件，家具家装相关产品820万件 10月份，家具零售、卫生洁具零售同比分别增长16.9%和23%，这一增速明显高于9月份 |
| 广东省 | 9.30 | 截至10月20日，家装厨卫“焕新”已实现销售额16.1亿元，销售58.8万套 11月份，限额以上单位家具类零售额增长75.4%，增速比上月加快45.5个百分点 |
| 四川省 | 9.26 | 截至11月15日，已发放消费券资金5亿元，拉动消费50.2亿元 |

| | | |
|-----|-------|--|
| 江苏省 | 10.25 | 截至 11 月 16 日，此次家装家居购置补贴活动已完成交易额约 2.15 亿元。 |
| 云南省 | 8.28 | 截至 11 月 11 日，全省家电家居以旧换新补贴发放超 54 万笔，直接带动消费约 24 亿元 |

资料来源：中国政府网、商务部、央视网、东兴证券研究所

补贴措施倾向于实力较强的渠道商，加速供给出清。补贴普遍需要商家满足审核条件并且先行垫资，以广州为例，参与商家需满足有经营场所、资金实力、经营规范、配送、安装、维护综合服务能力等 7 项要求。头部上市企业旗下经销商合规性高且资金实力强，能够更普遍地满足参补要求。此外，部分地区补贴可用于线上销售，而往往大型家具企业具备线上销售能力，因此线上进一步强化头部企业获取补贴优势。在国补的加持下，大型企业产品价格已与低价的中小品牌处在同一水平线，优势明显。考虑到近年来行业竞争加剧，亏损比例逐年提升，国补的持续推进将加速供给端出清，提升行业集中度。

表3：地区的商家准入要求

| 广州市以旧换新活动参与企业条件 | |
|-----------------|--|
| 1 | 依法登记注册的独立法人企业，生产或销售符合本次活动要求的补贴商品，并具备以下任一条件：①在穗具有具有线下门店；②在穗具有销售符合本次活动要求补贴商品的专业卖场；③具有销售符合本次活动要求补贴商品的线上销售平台。 |
| 2 | 具备较强的资金实力，能够向消费者垫付消费补贴资金。 |
| 3 | 信用良好，对本企业所提供材料的真实性、有效性和完整性负责，承诺严格遵守本次活动规则，保证真实交易，不存在虚假贸易或虚开发票等违法行为。 |
| 4 | 具备与活动合作单位交易平台进行对接的能力，能够对交易行为、交易商品进行审核把关，配合做好防范骗补、套补等工作。 |
| 5 | 具备与活动合作单位交易平台进行对接的能力，能够对交易行为、交易商品进行审核把关，配合做好防范骗补、套补等工作 |
| 6 | 企业参加活动期间，能够按月报送销售额数据，有对应销售以上商品（无需全品类覆盖），能向个人消费者依法开具广州市范围内销售商品的普通发票，包括电子发票（普通发票）、增值税普通发票、增值税电子普通发票、增值税普通发票（卷票）。企业应就本次活动范围内的补贴商品单独开具发票，发票上需能分别列明商品的详细信息。 |
| 7 | 企业应需 具有物流配送、安装调试、保修维护等综合服务能力并保证服务质量 ，应当配合进行全渠道营销宣传，在企业官方网站、公众号、小程序或店内显著位置张贴活动公告。活动企业应按照相关要求开展活动，按照要求提交本企业使用超长期国债资金和叠加其他优惠相关销售和退货数据明细等材料，配合相关检查和审计工作。企业优惠或让利部分不计入本次补贴范围。 |

资料来源：广州市番禺区人民政府官网、东兴证券研究所

图18：亏损比例提升

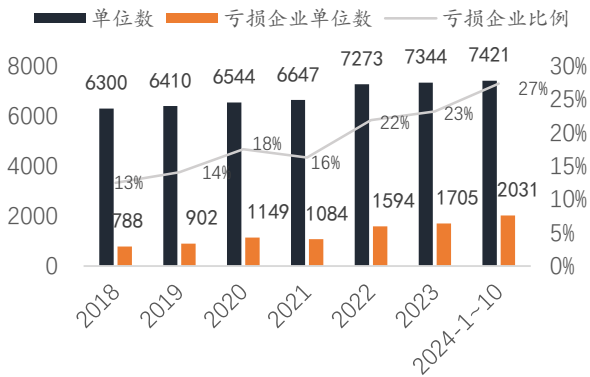
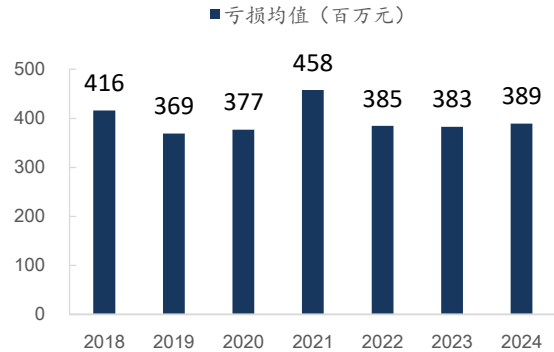


图19：亏损均值保持稳定



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：2024 年金额为根据前 10 月数据线性外推求得

重视消费导向明确，2025 年家具补贴有望得持续。12 月 9 日，中央政治局会议召开，提到“全方位扩大国内需求、大力提振消费”。地方层面，山东省商务厅印发通知，全面启动家电等消费品以旧换新“五进”活动，活动将从 2024 年 12 月持续至 2025 年底；四川省商务厅发布《关于遴选 2025 年全省家电以旧换新和 3C 促消费参与企业的通知》；湖北省商务厅发布了《关于组织 2025 年消费品以旧换新核销商户报名的通知》。各地区对 2025 年以旧换新活动的推进，表明家居补贴政策仍会延续。考虑到中央政治局会议表态积极将消费放在更重要的位置，补贴有望进一步扩大品类与地区范围。

2.2 板块估值仍在低位，国补效果优、地产企稳有望成为估值回升的催化剂

重点公司 PE 估值仍在低位，看好悲观预期逐步转好。今年家居板块业绩普遍承压，股价低迷使得估值仍在低位。全品类企业欧派家居、索菲亚、顾家家居等 PE 均在 15X 以下，多数优质企业在 20X 以下，五年分位数在 20 左右，而 PB 分位数在更低的水平。近年来家居板块估值持续在低位徘徊，反映的是未来需求压力及地产销售不振的悲观预期。国补持续有望提振需求，明年随政策的进一步放松，地产销售也有望企稳。我们看好明年行业悲观预期好转，优质家居企业份额提升，业绩估值逐步走向上行区间。

表4：部分家具公司业绩及估值

| | 证券名称 | 24 前三季度收入 (亿元) | YOY | 24 前三季度归母净利润 (亿元) | YOY | PE-TTM | 五年分位数 | PB-MRQ | 五年分位数 |
|------|-------|-------------------|--------|----------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 定制家居 | 欧派家居* | 138.8 | -16.2% | 20.3 | -12.1% | 15.0 | 18.6 | 2.3 | 13.8 |
| | 索菲亚* | 82.0 | -6.6% | 9.2 | -3.2% | 13.3 | 23.3 | 2.3 | 14.8 |
| | 志邦家居* | 39.3 | -6.5% | 2.7 | -23.8% | 11.0 | 9.7 | 1.7 | 5.9 |
| | 金牌厨柜* | 25.5 | -5.1% | 1.2 | -28.1% | 13.6 | 30.9 | 1.2 | 12.7 |
| 软体家居 | 顾家家居* | 141.4 | -2.4% | 13.6 | -9.5% | 12.5 | 5.8 | 2.4 | 5.1 |
| | 喜临门* | 60.7 | -1.5% | 3.8 | -3.9% | 15.7 | 20.2 | 1.7 | 10.6 |
| | 慕思股份 | 38.1 | 1.9% | 5.2 | 0.8% | 18.1 | 43.9 | 3.4 | 65.3 |
| 卫浴 | 箭牌家居 | 52.8 | -8.5% | 0.3 | -88.9% | 46.9 | 91.5 | 1.6 | 14.4 |
| | 瑞尔特* | 15.5 | 10.6% | 1.3 | -28.2% | 19.9 | 63.7 | 1.6 | 33.8 |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：标注星号为覆盖标的

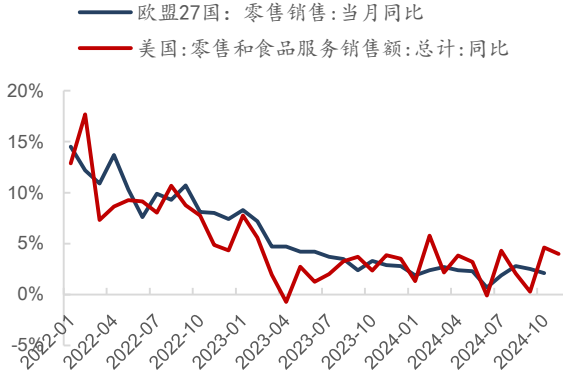
投资建议：2024 年 12 月的中共中央政治局会议将扩大内需提升至重要位置，我们看好明年政策端持续放松，带动消费改善。地产销售在 24Q4 环比改善，随着明年政策进一步放松，维稳可期；家居自然需求仍受竣工下行压制，但继续推进的家居补贴将支撑需求。国补的背景下，上市公司凭借高合规性和强资金实力，有望加速提升份额。随着行业的负面预期逐步消散，优质企业估值有望回升：1) 软体家居公司，受益国补显著，换新需求有望被激发，外销业务支撑业绩，包括顾家家居、喜临门；2) 定制家居公司，订单向好，广州等标杆地区销售表现优，包括欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜；3) 智能家居公司，明确得政策支持，受益补贴政策，如瑞尔特。

3. 出口轻工：需求端向好可期，优选受关税政策影响小的个股投资机会

3.1 需求向好可期，成本依然处于有利位置

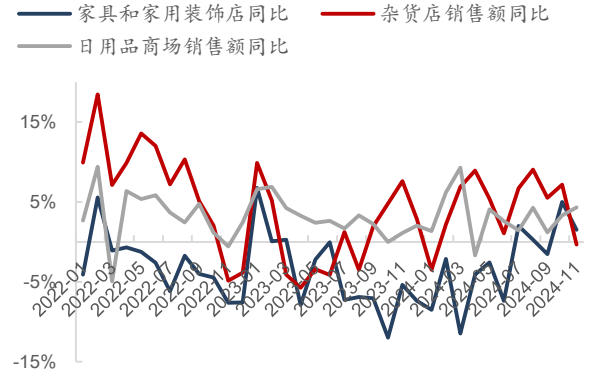
欧美需求有韧性，家具销售改善已现。自 2021 年以来，欧美零售销售额均持续增长。2024 年在高利率水平的背景下，欧美需求仍有韧性，销售额月增幅仍保持在 0~5% 区间内，其中美国增速高于欧洲。美国销售分门店来看，杂货店和日用品商店基本保持正增长，家具和家用装饰店自 2022 年起小幅回落，主要因地产品销售承压。2024 年 7 月起家具和家用装饰店业绩恢复同比增长，已现改善。

图20：欧美整体销售变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

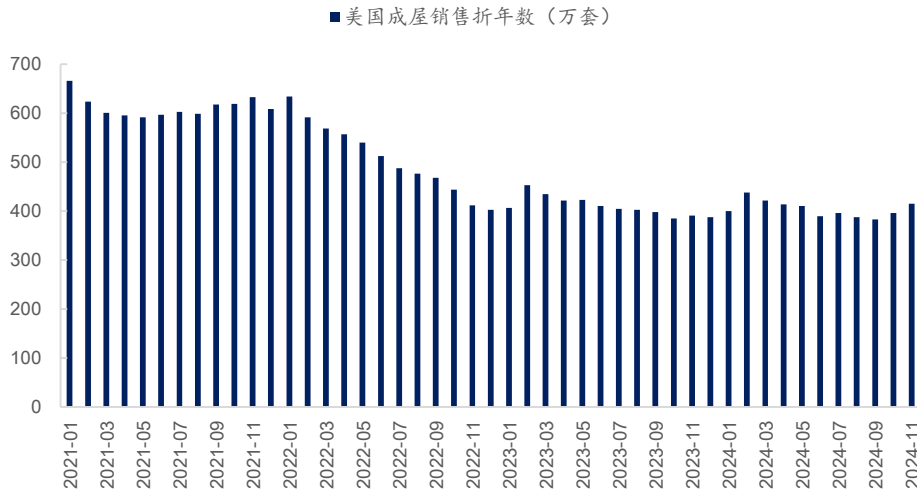
图21：美国不同类型门店销售额同比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美国房屋销售回暖，有望助力家居需求回升。美国住宅以成屋销售为主，成屋销售数据处于近年来的较低水平，我们认为主要受到加息影响。住宅需求与利率水平高度负相关，降息将能降低购房成本并提升经济活跃度。9月份美国首次降息，10月以来成屋销售逐月环比改善。随着降息的持续推进，住宅销售有望持续回暖，进而带动家居换新需求，我们看好家居需求持续向好。

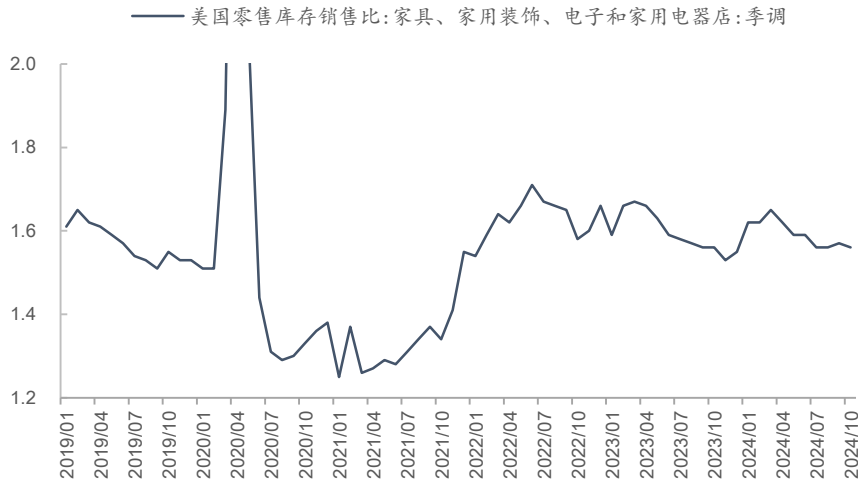
图22：美国成屋销售处于近年低点，有改善趋势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美国家居零售商库存销售比为近两年较低水平，出口订单持续性可期。美国家居零售商库存销售比数据在公共卫生事件期间波动较大，进入2022年以来其月度数据稳定在1.54-1.71间。2024年下半年库销比维持稳定，10月数据为1.56，处于近两年的较低水平，较为健康。我们认为终端库存水平健康，未来出口订单将随需求持续回暖。

图23：美国库存销售比数据



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

成本端，海运费回落，汇率处于有利位置。出口轻工企业所需的原材料如皮革、不锈钢等变动不大。海运费 2024 年上涨较大，四季度已有明显回落，12 月波罗的海集装箱运价指数在 3600 美元/柜左右。汇率方面，人民币汇率全年略有贬值，有益于出口。从当前态势看，成本端价格 2025 年仍有利于出口。

图24：海运费延续低位



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：美元兑人民币汇率维持高位



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 海外产能布局普遍，本轮关税政策负面影响弱化

美国关税政策对轻工板块影响预计小于其他。关税政策是 2025 年出口企业面对的最大不确定性因素，其中轻工出口我们预计受影响较小。轻工制造产业偏人力密集型，美国人力成本高，回流本土难度较大，且因技术含量相对较低，回流性价比较低。我国出口企业与海外客户过往合作紧密，有望持续通过海外产能承接美国需求。此外部分市场规模较小的零部件代工业务与安全、民生等关联度较低，且预期解决的就业人数较少，受到美国政策进一步干预可能性较低。

上市出口企业普遍已建立海外产能，有望规避部分关税影响。我们统计了 9 家轻工出口企业，外销收入占比均在 70% 以上，除致欧科技以外协生产为主，其余 8 家在 2023 年已有海外产能布局，其中匠心家居、永艺股份、共创草坪已在年报中明确表示美国业务已基本由海外产能供货。相比于上一次的提升关税政策，目前

上市出口企业普遍已有海外产能的布局，关税负面影响减弱。而海外产能的建设与运营对企业的资金储备、资源广度、管理能力均有较高要求，中小企业开展难度较大。已实现良好运转、具备较好盈利能力的海外产能有望成为出口企业的重要优势，助力其在关税壁垒提升的环境下获取更多订单，提升份额。

表5：部分出口公司海外收入及产能情况

| 证券名称 | 主营品类 | 2023 年外销收入占比 | 美国/北美/美洲市场占比 | 数据口径 | 2023 年海外产能布局情况 |
|------|-----------|--------------|--------------|------------|---|
| 匠心家居 | 功能沙发 | 99% | 88% | 2023 年 | 公司 2019 年就在越南建成了全资工厂，目前家具类产品都在越南生产，公司正加大越南生产基地制造能力。 |
| 永艺股份 | 办公椅 | 74% | - | - | 公司对美业务已大部分实现在越南生产出货，正在加快建设第三期越南生产基地。罗马尼亚生产基地于 2023 年上半年实现投产出货 |
| 建霖家居 | 花洒 | 76% | 64% | 2019 年 | 泰国基地海外供应链能力持续提升，二期扩建项目实施中，同时公司积极推进墨西哥调研等海外产能整体规划和布局 |
| 共创草坪 | 人造草坪 | 88% | 28% | 2019 年 | 公司在越南投资建设生产基地,美国市场主要由越南基地供货 |
| 致欧科技 | 家具 | 99% | 36% | 2023 年 | 产品来源为自主研发设计，外协生产与采购 |
| 乐歌股份 | 人体工学椅/海外仓 | 92% | 57% | 2023 年 | 乐歌已在全球布局宁波滨海、宁波姜山、越南和 4 个制造基地。 |
| 麒盛科技 | 电动床 | 89% | 85% | 2023 年前三季度 | 公司共有 9 家境外子公司，其中麒盛越南为越南生产基地，舒福德科技、舒泰弹簧为墨西哥生产基地。 |
| 恒林股份 | 办公椅 | 81% | - | - | 公司在国内、越南、瑞士等地都建有生产基地 |
| 梦百合 | 床垫 | 79% | 51% | 2024 年前三季度 | 公司目前已拥有包括位于境内、塞尔维亚、美国、泰国及西班牙的多个生产基地 |

资料来源：公司公告，iFinD，东兴证券研究所

3.3 择优关注受关税影响小、具备成长能力的个股

出口企业业绩表现优。各出口企业 2024 年前三季度普遍实现收入增长，而业绩端受海运费等因素扰动，有所分化。海外各品类去库存普遍在 2023 年下半年结束，因此 2024 年前三季度受益低基数。若计算 2024 年前三季度对比 2022 年同期的两年复合增速，可看到匠心家居、致欧科技、乐歌股份等收入业绩有较快的增长，

建霖家居、共创草坪等亦有稳健的增长。各企业通过客户、品类的拓展持续提升份额，产品力、渠道布局不断得到强化。目前多数企业 PE-TTM 在 20X 以下，股息率亦较为稳健，存在较好的投资布局机会。

表6：部分出口公司业绩及估值情况

| 证券名称 | 2024Q1-Q3 | | 2024Q1-Q3 两年复合增速 | | PE-TTM | 五年分位数 | 分红比例 | 股息率 |
|------|-----------|---------|------------------|--------|--------|-------|--------|------|
| | 收入 YOY | 归母 YOY | 收入 YOY | 归母 YOY | | | | |
| 匠心家居 | 27.1% | 33.6% | 29.1% | 29.5% | 18.4 | 82 | 25.1% | 1.1% |
| 永艺股份 | 35.6% | 6.5% | 3.1% | -11.2% | 12.5 | 33 | 44.5% | 3.4% |
| 建霖家居 | 22.2% | 36.7% | 6.3% | 5.3% | 11.0 | 10 | 46.0% | 3.4% |
| 共创草坪 | 17.9% | 11.7% | 7.6% | 5.5% | 18.7 | 21 | 50.1% | 2.4% |
| 致欧科技 | 38.5% | -3.1% | 17.9% | 27.3% | 20.4 | 27 | 48.6% | 2.4% |
| 乐歌股份 | 48.0% | -48.6% | 31.1% | 29.5% | 14.6 | 28 | 19.7% | 2.2% |
| 麒盛科技 | -6.9% | -19.0% | 2.6% | -4.8% | 25.4 | 84 | 171.6% | 8.2% |
| 恒林股份 | 35.2% | -27.3% | 29.9% | -5.5% | 27.4 | 95 | 0.0% | 0.0% |
| 梦百合 | 7.2% | -235.5% | 0.5% | - | -27.1 | 0 | 0.0% | 0.0% |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

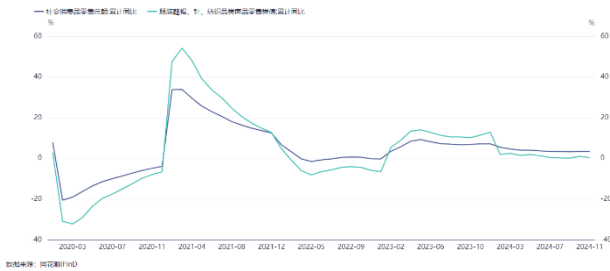
投资建议：海外整体需求稳健，降息有望推动地产回暖，进而提振地产链条需求。多数出口企业已具备海外产能布局，应对关税风险能力强。部分优质出口企业持续通过客户、品类拓展持续提升份额，产品力、渠道布局不断强化，具备长期成长能力，目前估值处于合理水平，如匠心家居、建霖家居等。长期看有成本制造优势的消费制造业领域仍有较强竞争力，我们建议关注具备海外产能布局，业务有长期发展空间的优质地产链条出口企业。

4. 纺织服装：内销提振有望，制造景气延续

4.1 政策有望提振服装家纺内需

2024 年服装家纺动销较为低迷，但是消费者信心指数呈现回升状态。1-11 月我国服装鞋帽、针纺织品类零售总额 13073 亿元，同比+0.4%，其中 11 月服装鞋帽、针纺织品类零售总额 1480 亿元，同比-4.5%。但是从消费者信息指数看，消费意愿处在底部回升的状态，我们认为 2025 年将延续回升态势。

图26：社零和限额以上服装零售



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：消费者信心指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年刺激政策继续显效。刺激消费政策利好国内消费。2024 年 12 月 9 日中共中央政治局会议召开，会议表示要实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求；要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。本次会议将扩大内需提升至重要位置，反映了提振消费的必要性和重大决心。后续各部门对扩大消费的方向做了细化解读。

表7：各部门促消费政策内容

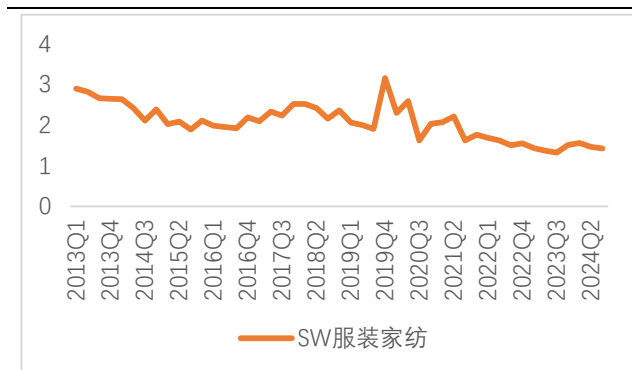
| 时间 | 部门 | 政策解读内容 |
|-----------|---------|---|
| 12 月 13 日 | 商务部专题会议 | 要加力扩围实施消费品以旧换新政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，积极发展首发经济。 |
| 12 月 14 日 | 中国经济年会 | 商务部副部长在中国经济年会上进一步表示，要加快出台推动首发经济的政策文件；发展数字消费，推广“人工智能+”消费；推进绿色消费和健康消费；发展冰雪经济和银发经济等。 |
| 12 月 16 日 | 中央财办 | 大力培育文化、旅游、体育、演出、数字等新型消费。要充分运用虚拟现实、人工智能等新技术，继续大力培育具有创新、跨界等特点的新型融合消费业态。 |

来源：政府网站，东兴证券研究所

从品类看，刺激消费政策对家纺品类效果或最为显著。一系列刺激消费的政策逐渐出台，补贴政策主要集中在家电、家居等大件，近期家纺行业也陆续有“以旧换新”政策出台，上海市政府最先发起补贴，额度约为 15%，主要涵盖被子、床上套件、羽绒被等多种家纺产品，此后淘宝、京东平台也上线了家纺国补活动，有望提振家纺消费需求。

弱零售拖累库存周转，2025 库存周期呈现向上。从服装家纺库存周转率看，行业仍处在周转较慢的阶段，2024 年以来服装弱零售环境下持续承压，行业存货周转处在低位；从周转率同比看，恶化趋势已有遏制，行业后续库存周期进程取决于终端零售修复。预计 2025 年在动销提升之下，行业有望进入库存周转率同比持续提升的良性周期阶段。

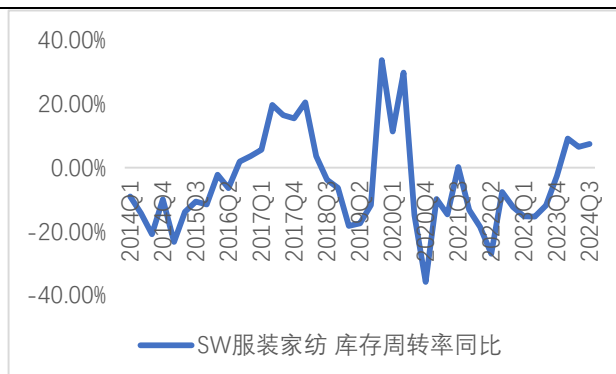
图28：SW 服装家纺存货周转率（季度年化）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：23Q3 截至 2023/10/29，以此类推

图29：SW 服装家纺 库存周转率同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：23Q3 截至 2023/11/03，以此类推

投资主线：自下而上选取优质品牌。在行业弱复苏的背景下，建议关注具备动销韧性的优质品牌。

海澜之家：高性价比优质男装品牌。主品牌在市场波动中表现相对稳健，并开启海外市场拓展。其他品牌剥离不良部分，优化现有品牌。公司业绩方面，主品牌增速稳健将利好公司业绩稳定发展，公司分红有保障，股息率具备配置价值。

富安娜：卡位中高端家纺。公司既往业绩稳健，未来仍有望依托店效和门店数双升实现业绩稳增长。公司低估高分红特点明显，具备一定的防御属性。

4.2 纺织制造景气延续，贸易政策变化关注产能布局

纺织订单受到外需和内需的共同影响。内需方面，刺激消费政策的持续出台有望提振明年的服装家纺消费，外需方面消费韧性叠加健康库存，2025 年制造订单展望乐观：

内销：

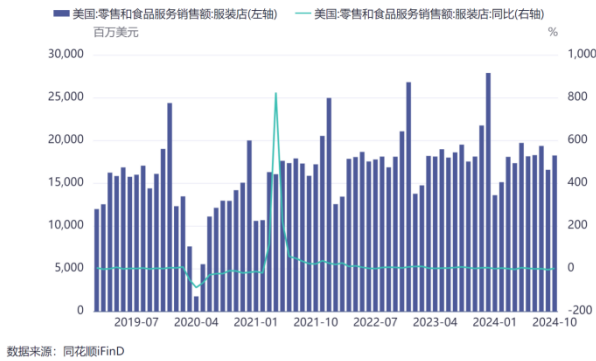
政策刺激持续显效。2024 年服装家纺动销一般，但是 2025 年在一系列提振消费的政策刺激之下，包括服装家纺在内的消费意愿将有所提升，行业动销提升之下将带动纺织制造订单景气度提升。

外销：

海外服装消费韧性较强。2024 年 1-10 月美国服饰零售额累计同比增长 2.1%，8-10 月分别同比增长 0.5%/2.8%/2.9%。若剔除基数影响，和 2019 年比较复合增速，1-10 月在 2.5%-3.5% 区间。

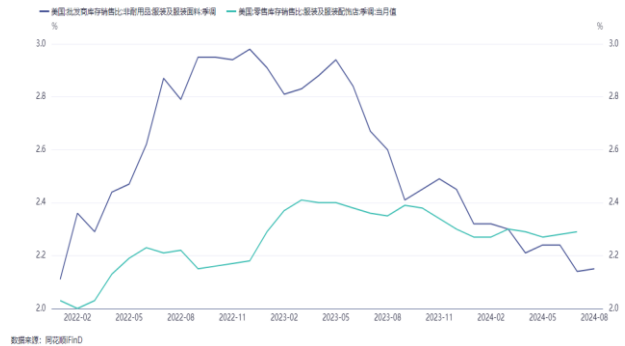
服装批发商库销比保持下降趋势，零售商库存水平基本维持。零售商库存销售比数据自 2023 年以来出现下降趋势，其中 2023 年末降速提高；而批发商库存销售比自 2023 年 5 月以来至 2024 年 9 月连续同比下降，9 月在 2.15，基本回到较低水平。

图30：美国服装零售额及同比状况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：美国服装库存情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年行业发展趋势：

趋势一：产业结构优化升级，创新、智能化、环保化是方向。 1) 产业结构优化：到 2025 年我国服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例将从 40:27:33 调整到 38:27:35。2) 投入研发创新，差异化产品比例提升：2025 年规模纺企研发费用率提升 0.3p.p.至 1.3%，高性能纤维自给率 60%以上；《化纤“十三五”指导》指出化纤差别化率每年目标提高 1p.p.。3) 设备创新、自动化数字化、人效持续提升：到 2025 年大幅提高自动化水平，研发智能高端设备，实现规模纺企劳动生产率年均增长高于工业增加值增长。4) 坚持可持续发展，淘汰优化高排放、高污染产能：到 2025 年要求纺织行业单位工业增加值能源消耗、二氧化碳排放量分别降低 13.5%和 18%。生物可降解材料和绿色纤维产量年均增长 10%以上，循环再利用纤维占总纤维比达 15%。《中国化纤绿色发展计划》指出淘汰或优化能耗过高的己内酰胺、聚酯类瓶片等产线。同时，在政策高压下，中小企业由于缺乏持续创新能力、无法达到环保标准或无法拿到相应环保指标而逐步出清，利好行业龙头集中。

趋势二：纺织企业在海外扩张产能，向东南亚转移产能趋势明显。 中国头部纺企在国际品牌份额提升，顺应品牌全球市场供应需求，开启海外扩产。东南亚等地区一方面在劳动力成本、关税和贸易壁垒上具有显著的优势，另一方面缺乏相应成熟的人才、技术、产业配套与资本积累，中国头部企业以国内产业基地为核心，向外复制输出，很好的结合了海外与国内产业两方面的优势，获得更大的成长空间。2025 年贸易形势更为复杂的背景下，在海外具备产能储备的纺织企业，能有效应对贸易政策的变化，实现订单和业绩的稳定。

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

表8：部分面辅料企业境内外产能布局

| 产品类型 | 公司 | 产能分布国家/地区 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|----------|-----------|------|------|------|------|------|------|
| 面辅料 | 鲁泰 A(面料) | 境内 | | | - | 83% | 80% | 80% |
| | | 境外 | | | - | 17% | 20% | 20% |
| | 伟星股份 | 境内 | | | - | 85% | 85% | 85% |
| | | 境外 | | | - | 15% | 15% | 15% |
| 纱线 | 百隆东方 | 中国 | | | 40% | 40% | 30% | 30% |
| | | 越南 | | | 60% | 60% | 70% | 70% |
| | 天虹国际 | 中国 | 61% | 63% | 61% | 56% | 59% | 58% |
| | | 海外 | 39% | 37% | 39% | 44% | 41% | 42% |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表9：部分代工企业境内外产能布局

| 产品类型 | 公司 | 产能分布国家/地区 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|----------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 服装 | 申洲国际 | 中国大陆、中国香港 | 65% | 63% | 57% | 51% | 49% | 45% | 41% |
| | | 越南 | 21% | 22% | 29% | 32% | 29% | 32% | 35% |
| | | 柬埔寨 | 14% | 15% | 14% | 17% | 21% | 22% | 23% |
| | 鲁泰 A(服装) | 境内 | - | - | - | 47% | 47% | 44% | 40% |
| | | 境外 | - | - | - | 53% | 53% | 56% | 50% |
| | | 中国香港及亚洲其他地区 | - | 0% | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% |
| 运动鞋 | 华利集团 | 越南 | 98% | 98% | 99% | 99% | 100% | 100% | 100% |
| | | 多米尼加 境外 | 2% | 2% | 1% | 1% | | | |
| | 裕元集团 | 中国 | 17% | 14% | 13% | 11% | 12% | 10% | 12% |
| | | 印尼 | 36% | 37% | 39% | 39% | 48% | 46% | 49% |
| | | 越南 | 45% | 46% | 44% | 46% | 35% | 38% | 34% |
| 其他 | 19% | 17% | 17% | 15% | 17% | 16% | 17% | | |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

投资建议：整体而言，对于 2025 年纺织制造行业的投资展望，我们认为行业整体规模有所改善，同时在产业结构升级和产业转移两大产业发展趋势之下，符合行业发展趋势的企业有望取得超过行业的增长。尤其是 2025 年是纺织产业十四五规划最后一年，也是海外贸易政策会发生重大变化的一年，行业的分化发展将会愈发明显。建议关注具备海外产能布局的优秀制造。

5. 风险提示

宏观经济表现不及预期，地产销售回暖不及预期，美国关税提升幅度或波及范围超预期，原材料价格上涨超预期

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|--------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 家居行业：以旧换新补贴政策支撑需求 | 2024-12-23 |
| 行业深度报告 | 轻工纺织行业中期策略：出口景气有望延续，内需稳健关注行业格局 | 2024-07-31 |
| 行业深度报告 | 轻工制造行业：造纸关注旺季表现，包装关注细分领域改善机会 | 2024-06-17 |
| 行业深度报告 | 家居行业年报及一季报总结：内销龙头高股息率，外销拐点已现 | 2024-05-20 |
| 行业普通报告 | 轻工制造行业：文化纸涨价落地，关注纸企旺季盈利表现 | 2024-03-01 |
| 行业普通报告 | 轻工制造行业：美国 1 月成屋销售乐观，有望支撑家居需求 | 2024-02-29 |
| 行业普通报告 | 家居行业：LPR 下调有望提振地产销售，家居需求预期改善可期 | 2024-02-23 |
| 行业普通报告 | 轻工制造行业：CCER 交易市场启动，关注林业碳汇发展 | 2024-01-31 |
| 行业普通报告 | 家居行业：12 月家居出口增长提速，外销有望持续向好 | 2024-01-26 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺织&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526