

纺织服装

纺织服饰 2025 年度策略

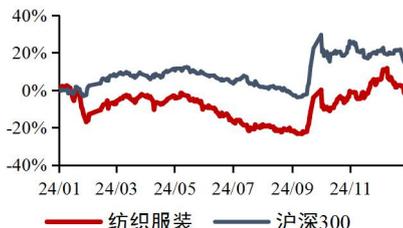
同步大市-A(维持)

优选份额提升、拓客户、扩品类纺织制造商，政策助力服饰需求复苏

2025 年 1 月 6 日

行业研究/行业年度策略

纺织服装板块近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

首选股票		评级
300979.SZ	华利集团	买入-A
02313.HK	申洲国际	买入-A
00551.HK	裕元集团	买入-B
002003.SZ	伟星股份	买入-B
02020.HK	安踏体育	买入-A
01361.HK	361度	买入-B
06181.HK	老铺黄金	增持-A

相关报告：

【山证纺织服装】耐克公布 FY2025Q2 季度业绩，大中华区降幅有所扩大-【山证纺织】行业周报 2024.12.23

【山证纺织服装】11 月国内社零同比增长 3.0%，10 月消费者信心指数止跌回升 -【山证纺织】11 月社零数据点评 2024.12.17

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

投资要点：

➢ **板块行情及估值回顾：4 季度板块跑赢大盘，估值水平处于近五年低位。**2024 年（截至 12/25 日，下同），SW 纺织服饰板块累计下跌 5.8%，跑输沪深 300 指数 21.96pct，其中，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品累计跌幅分别为 1.12%、6.11%、12.32%。10 月 8 日至今（截至 12 月 25 日），纺织服饰板块跑赢大盘 3.84pct。截至 2024/12/26 日，SW 纺织服饰 PE-TTM 为 20.1 倍，处于近三年、近五年估值水平 38.7%、23.7%分位。

➢ **行业基本面回顾：国内消费弱势复苏，我国及越南纺服出口向好。**国内方面，2024 年 10 月，消费者信心指数为 86.90，环比回升 1.20，超过 2024 年 5 月份水平。分品类看，体育/娱乐用品表现稳健，2024 年 1-11 月，限额以上纺织服装、体育/娱乐用品零售同比增长 0.4%/10.5%。分渠道看，2024 年 1-11 月，百货店、品牌专卖店零售额同比下降 2.9%、0.7%，实物商品网上零售额同比增长 6.8%，近年来线上渠道增速虽然进一步放缓，但表现好于线下门店。海外方面，美国服装及服饰店销售自 2023H2 以来，保持低单位数的稳健增长，终端需求较有韧性。欧洲零售销售指数自 2024 年以来，由负转正，展现稳健复苏态势。2024 年 1-11 月，我国服装、纺织品出口金额同比增长-0.2%、4.6%；其中 11 月同比增长 4.3%、9.6%。2024 年 1-11 月，越南纺织服装、制鞋出口金额同比增长 10.6%、13.0%；其中 11 月同比增长 10.9%、12.0%，我国及越南纺织服装品类出口增速向好。

➢ **纺织制造：去库影响弱化，优选份额提升/拓客户/扩品类制造商。**2024 年前三季度，纺织制造板块公司营业收入与归母净利润同比分别增长 20.2%、19.1%。根据纺织制造台企披露的月度营收数据看，自 2023 年 4 季度以来，营收月度增速均有明显恢复。欧美终端服饰消费平稳，我国及越南纺服出口增速持续向好，去库影响弱化背景下，我们建议关注三条投资主线：（一）国际运动服饰品牌公司库存压力减轻，销售展望稳中向好，看好低估值的纺织制造商龙头订单稳健复苏，推荐裕元集团、申洲国际；（二）推荐有望凭借越南产能投产、提升国际品牌客户份额的伟星股份，以及下游品牌增速领先、持续拓展新客户的华利集团，建议关注服装代工业务利润率预计提升的开润股份；（三）从扩展新品类维度，建议关注充气床垫核心业务稳健、保温箱/水上用品新品类持续拓展的浙江自然、超高分子量聚乙烯产品迎来拐点、锦纶业务有望明年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。



邮箱: sunmeng@sxzq.com

➤ **服装家纺：行业弱复苏，优选高景气运动户外服饰及政府补贴品类。**国内消费市场整体呈现弱复苏态势，消费者信心指数小幅改善。我们建议关注两条投资主线：（一）高景气运动户外服饰，以冲锋衣品类为例，受益于穿着场景多元化，新用户持续扩容，需求持续增长。推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的安踏体育，零售流水领先行业、品牌影响力提升的 361 度，建议关注持续布局户外功能服饰、单店经营提效的波司登；（二）多地陆续对家纺用品进行补贴，京东自营平台国补专场已包含童装产品，若补贴推广范围扩大或时间延长，家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺龙头公司水星家纺、罗莱生活、富安娜；以及童装龙头公司森马服饰。

➤ **黄金珠宝：3 季度终端动销边际改善，继续看好老铺黄金成长潜力。**2024 年 4 月开始，金价急速上涨，黄金产品投资需求爆发，金条及金币消费量高增，2024Q2 消费量同比增长 71.9%，黄金首饰消费承压，但 3 季度边际改善。2025 年为民间文化中的“双春年”，民间文化中，“双春年”象征着多子多福、婚姻美满，关注 2025 年婚庆需求回暖，建议积极关注低估值的黄金珠宝公司周大生、潮宏基、菜百股份、老凤祥。此外，看好老铺黄金的增长潜力，主要体现在开店空间、门店焕新、产品消费者心智、品牌影响力提升。公司作为高端古法金珠宝龙头，具备继续开店空间，同时有望凭借门店焕新、产品消费者心智、品牌影响力提升，不断提升单店销售水平。

风险提示：关税风险；汇率大幅波动风险；国内消费者信心恢复不及预期；政府补贴持续性不及预期；金价剧烈波动。

目录

1. 板块行情回顾：4 季度板块跑赢大盘，估值水平处于近五年低位.....	7
2. 行业基本面回顾：国内消费弱势复苏，我国及越南纺织服装出口向好.....	9
2.1 国内消费：体育/娱乐用品表现稳健，10 月消费者信心环比小幅改善.....	9
2.2 海外消费：欧美终端服饰消费平稳，我国及越南纺织服装出口增速向好.....	10
3. 纺织制造：去库影响弱化，优选份额提升/拓客户/扩品类制造商.....	12
3.1 业绩回顾：2024 年下游订单转好，营收与净利润如期恢复.....	12
3.2 行业恢复常态，看好具备份额提升、拓客户、扩品类逻辑的公司.....	13
3.2.1 提份额：品牌客户精简供应链，聚焦头部供应商.....	14
3.2.2 拓客户：切入新客户供应链，获得增量订单.....	15
3.2.3 扩品类：布局市场空间更大或更具成长性品类，打造第二增长曲线.....	17
3.3 投资建议.....	20
4. 服装家纺：行业弱复苏，优选高景气运动户外服饰及政府补贴品类.....	21
4.1 运动户外服饰：消费需求持续高增，户外品牌销售表现靓丽.....	21
4.2 政府补贴品类：家纺及童装产品需求，有望受益于政府补贴政策.....	23
4.2.1 家纺产品：多地开展家纺品类补贴，家纺公司逆势拓店.....	23
4.2.2 儿童服饰：京东平台童装政府补贴，2024 年森马服饰门店重回正增长.....	25
4.3 投资建议.....	27
5. 黄金珠宝：3 季度终端动销边际改善，继续看好老铺黄金成长潜力.....	28
5.1 业绩回顾：金价过快上涨抑制需求，2024 年 2 季度开始行业承压.....	28
5.2 关注低估值高分红黄金珠宝公司，继续看好老铺黄金成长潜力.....	29
6. 风险提示.....	31

图表目录

图 1： SW 纺织服饰各子版块和沪深 300 指数走势.....	7
-----------------------------------	---

图 2: SW 纺织服饰各子版块和沪深 300 指数走势 (单位: %)	7
图 3: SW 纺织制造板块公司 2024 年涨跌幅 (单位: %, 截至 12.25 日)	8
图 4: SW 服装家纺板块公司 2024 年涨跌幅 (单位: %, 截至 12.25 日)	8
图 5: SW 饰品板块公司 2024 年涨跌幅 (单位: %, 截至 12.25 日)	9
图 6: 港股纺织服饰公司 2024 年涨跌幅 (单位: %, 截至 12.25 日)	9
图 7: 限额以上分品类零售额增速	9
图 8: 我国线下百货、品牌专卖店业态零售额增速	10
图 9: 我国线上、线下零售业态增速	10
图 10: 美国服装及服装配饰店、欧盟 27 国零售销售指数月度销售同比 (单位: %)	10
图 11: 我国纺织服装月度出口增速 (单位: %)	11
图 12: 越南纺织服装、制鞋月度出口增速	11
图 13: 纺织制造板块公司营收及同比增速	12
图 14: 纺织制造板块公司季度营收及同比增速	12
图 15: 纺织制造板块公司归母净利润及同比增速	12
图 16: 纺织制造板块公司季度归母净利润及同比增速	12
图 17: 纺织制造台企月度营收增速	13
图 18: Nike 鞋履及服装工厂数量历年变化	14
图 19: Adidas 供应商数量历年变化	14
图 20: 来亿在 Adidas 的份额 (估算)	15
图 21: 伟星股份越南工业园全景	15
图 22: 华利集团主要客户鞋履产品销售额 (2023 年)	16
图 23: 上海嘉乐公司营业收入及净利润	16
图 24: Puma 前六大采购国家 (2023 年)	16



图 25: 南山智尚传统主业经营稳定.....	19
图 26: 南山智尚超高分子量聚乙烯产品经营情况.....	19
图 27: 南山智尚业务布局.....	19
图 28: 冲锋衣小红书站内搜索趋势.....	21
图 29: 冲锋衣品类场景泛化发展.....	21
图 30: 361° 发布第九届亚冬会官方运动服饰.....	22
图 31: 361° 发布第九届亚冬会官方运动服饰.....	22
图 32: 家纺板块公司营收及同比增速.....	24
图 33: 家纺板块公司归母净利润及同比增速.....	24
图 34: 家纺板块公司季度营收及同比增速.....	24
图 35: 家纺板块公司季度归母净利润及同比增速.....	24
图 36: 罗莱生活门店数量变化.....	25
图 37: 富安娜门店数量变化.....	25
图 38: 童装政府补贴.....	25
图 39: 森马服饰门店数量变化——分类型.....	26
图 40: 森马服饰线上收入同比增速.....	26
图 41: 森马服饰历年毛利率及净利率.....	27
图 42: 森马服饰历年期间费用率.....	27
图 43: 我国黄金消费量（吨）单季度同比增速.....	28
图 44: 我国限上金银珠宝零售额月度同比增速.....	28
图 45: 上金所 Au9999 黄金现货收盘价（单位：元/克）.....	28
图 46: 黄金珠宝板块公司营收及同比增速.....	29
图 47: 黄金珠宝板块公司归母净利润及同比增速.....	29



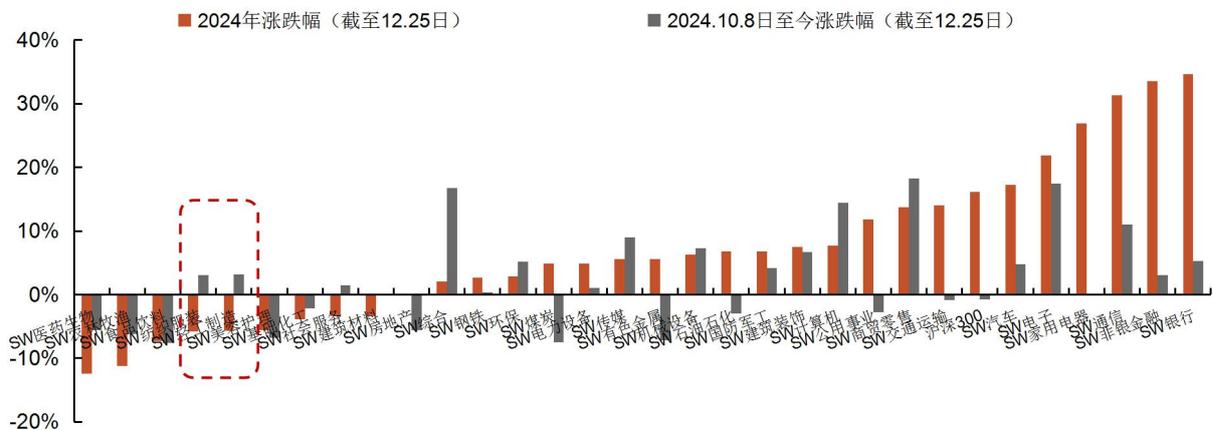
图 48: 黄金珠宝板块公司季度营收及同比增速.....	29
图 49: 黄金珠宝板块公司季度归母净利润及同比增速.....	29
图 50: 老铺黄金门店数量.....	30
图 51: 老铺黄金“巳蛇吊坠”产品.....	30
表 1: 纺织制造公司收入结构——分客户（2023 年）.....	13
表 2: 国际品牌服饰营收指引.....	14
表 3: 浙江自然主要产品.....	17
表 4: 硬质保温箱制作工艺对比.....	18
表 5: 纺织制造板块相关标的.....	20
表 6: 主要公司对运动户外服饰的布局.....	22
表 7: 家纺品类政府补贴梳理.....	23
表 8: 服装家纺板块相关标的.....	27
表 9: 黄金珠宝板块相关标的.....	30

1. 板块行情回顾：4 季度板块跑赢大盘，估值水平处于近五年低位

2024 年（截至 12 月 25 日），SW 纺织服装板块累计下跌 5.8%，跑输沪深 300 指数 21.96pct，位居三十一个申万一级行业的第二十八位。分子板块看，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品累计跌幅分别为 1.12%、6.11%、12.32%。SW 饰品板块在金价稳步上涨、旺季终端销售带动下，2024 年 1 季度取得超额收益，后续由于金价急速上涨并保持高位震荡，终端观望情绪加重，加盟商进货意愿下降，板块持续回调。SW 纺织制造板块和 SW 服装家纺板块走势基本趋同，2 季度之后国内消费复苏不及预期，叠加上年同期社零高基数，板块持续回调。2024 年 9 月末，在消费政策刺激下，SW 纺织服装板块估值回升，10 月 8 日至今（截至 12 月 25 日），纺织服装板块跑赢大盘 3.84pct。12 月中旬后，板块有所回调。

截至 2024 年 12 月 26 日，SW 纺织服装 PE-TTM 为 20.1 倍，处于近三年估值水平 38.7%分位、近五年估值水平 23.7%分位。

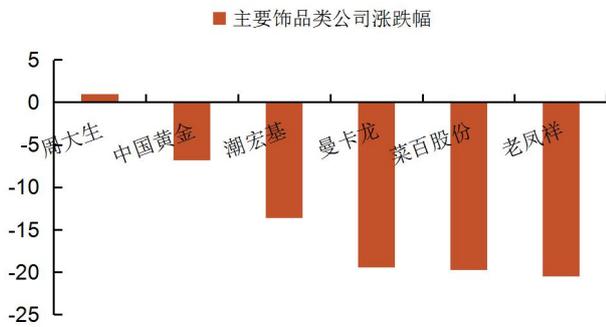
图 1：SW 纺织服装各子版块和沪深 300 指数走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

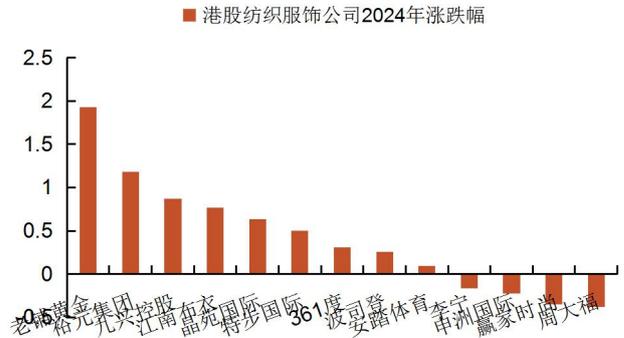
图 2：SW 纺织服装各子版块和沪深 300 指数走势（单位：%）

图 5：SW 饰品板块公司 2024 年涨跌幅(单位:%,截至 12.25 日)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：港股纺织服饰公司 2024 年涨跌幅（单位：% ，截至 12.25 日）



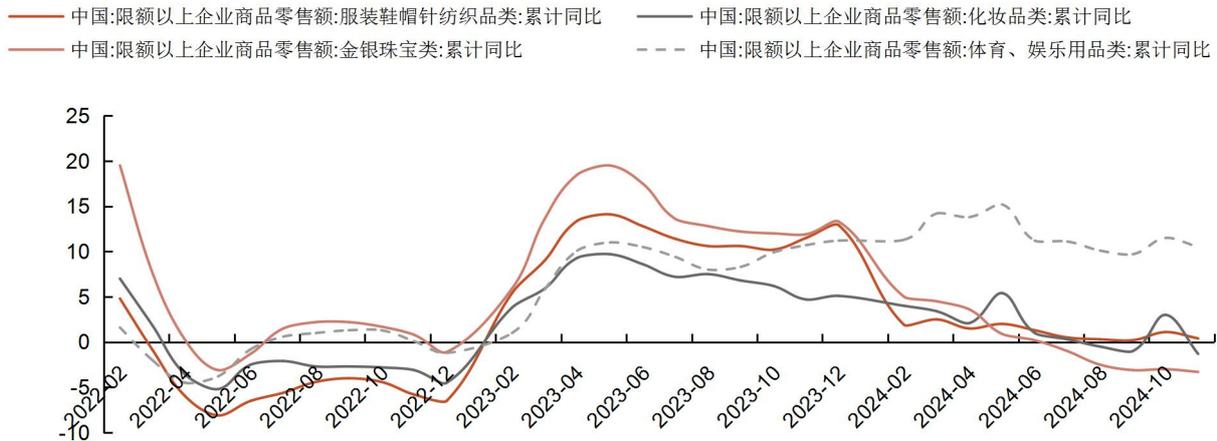
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 行业基本面回顾：国内消费弱势复苏，我国及越南纺服出口向好

2.1 国内消费：体育/娱乐用品表现稳健，10 月消费者信心环比小幅改善

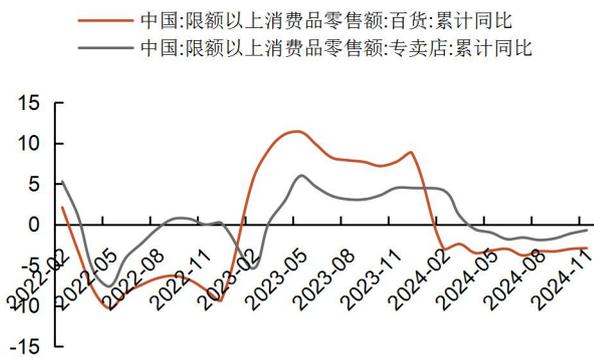
2024 年 1-11 月，社会消费品零售总额 44.27 万亿元，同比增长 3.5%；其中限额以上商品零售同比增长 2.5%。2024 年 1 季度，消费者信心指数连续 3 个月环比回升，此后持续下降至 2024 年 9 月，2024 年 10 月，消费者信心指数为 86.90，环比回升 1.20，超过 2024 年 5 月份水平。分品类看，限额以上纺织服装、化妆品、金银珠宝、体育/娱乐用品零售同比增长 0.4%/ -1.3%/ -3.3%/ 10.5%。2024 年 3 季度开始，可选消费品类零售额增速转弱，金银珠宝、化妆品累计零售额增速分别于 7 月、8 月开始由正转负，10 月受益于电商“双十一”大促，增速环比改善，11 月增速环比回落。横向对比看，体育/娱乐品类表现稳健。分渠道看，2024 年 1-11 月，线下可选消费业态中，限额以上零售业单位中百货店、品牌专卖店零售额同比分别下降 2.9%、0.7%。根据汇客云，2024 年 7 月、8 月全国购物中心场均日客流同比增长 0.1%、2.5%，较 2024 年 1-6 月的 4.3%明显放缓。2024 年 1-11 月，实物商品网上零售额累计同比增长 6.8%，其中吃类、穿类、用类商品分别增长 16.2%、2.8%、6.3%。2024 年，线上渠道增速虽然进一步放缓，但表现好于线下门店。

图 7：限额以上分品类零售额增速



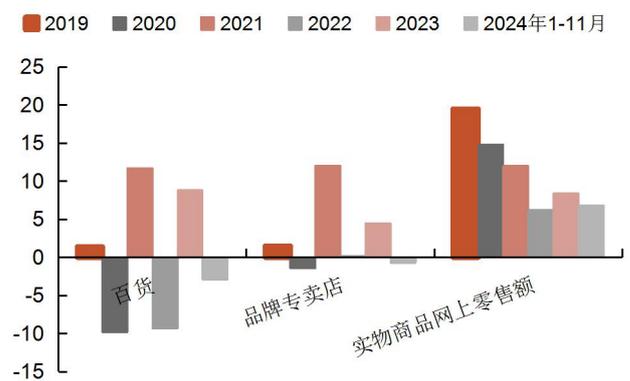
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 8：我国线下百货、品牌专卖店业态零售额增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 9：我国线上、线下零售业态增速

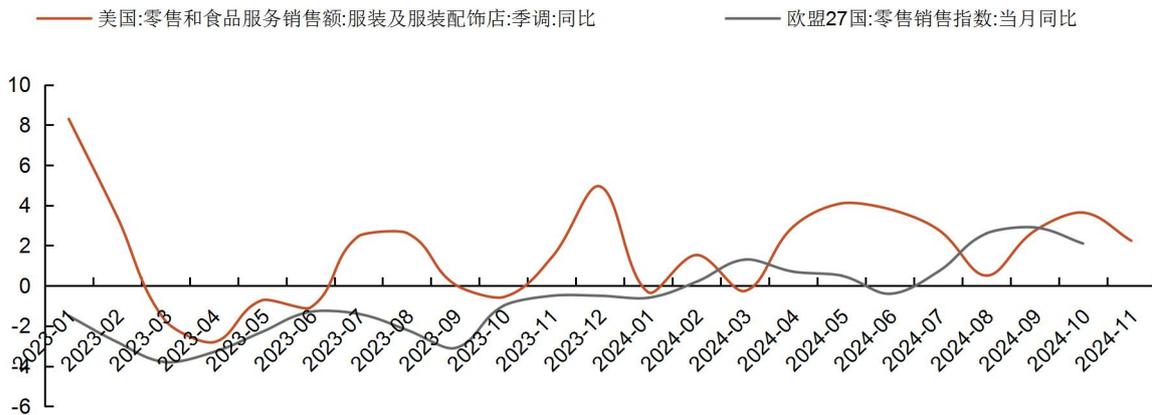


资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

2.2 海外消费：欧美终端服饰消费平稳，我国及越南纺服出口增速向好

2024 年欧美发达经济体的终端消费情况较为平稳。美国服装及服饰店销售自 2023 年下半年以来，保持低单位数的稳健增长，美国服装终端需求较有韧性。欧洲零售销售指数自 2024 年以来，由负转正，展现稳健复苏态势。

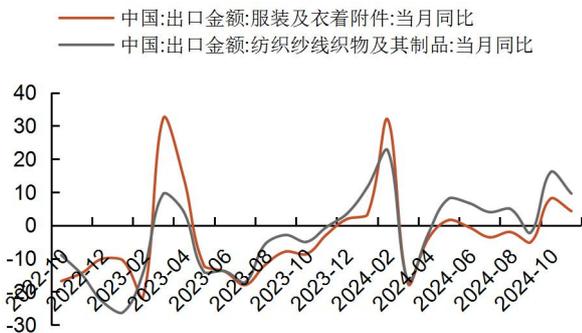
图 10：美国服装及服装配饰店、欧盟 27 国零售销售指数月度销售同比（单位：%）



资料来源: Wind, 山西证券研究所

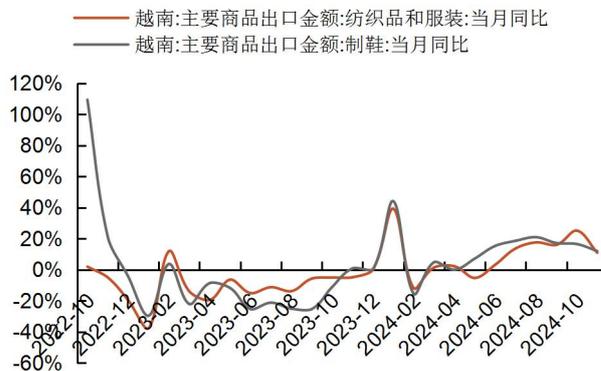
我国及越南纺织服装品类出口增速向好。2024年1-11月,我国服装、纺织品累计出口金额为1442、1288亿美元,同比增长-0.2%、4.6%。2024年11月,我国服装、纺织品出口金额为130、122亿美元,同比增长4.3%、9.6%。2024年1-11月,越南纺织服装、制鞋累计出口金额为337、208亿美元,同比增长10.6%、13.0%。2024年11月,越南纺织服装、制鞋出口金额为31、22亿美元,同比增长10.9%、12.0%。

图 11: 我国纺织服装月度出口增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 海关总署, 山西证券研究所

图 12: 越南纺织服装、制鞋月度出口增速



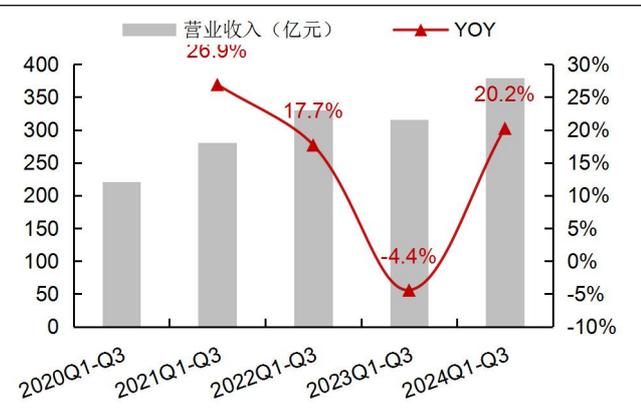
资料来源: Wind, 越南海关, 山西证券研究所

3. 纺织制造：去库影响弱化，优选份额提升/拓客户/扩品类制造商

3.1 业绩回顾：2024 年下游订单转好，营收与净利润如期恢复

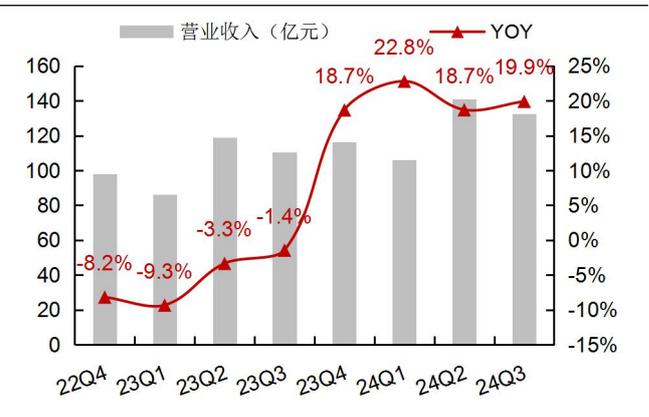
2024 年前三季度，纺织制造公司营收与业绩均实现约 20% 增长。2024 年前三季度，纺织制造板块¹公司营业收入与归母净利润同比分别增长 20.2%、19.1%，2022-2024 年同期（前三季度），年均复合增速为 7.2%、1.3%。伴随基数逐步走高，预计纺织制造公司自 2024 年 4 季度开始，恢复平稳增长态势。根据纺织制造台企披露的月度营收数据看，自 2023 年 4 季度以来，营收月度增速均有明显恢复，2024 年 1-11 月，来亿兴业/儒鸿/裕元集团（制造业务）/聚阳实业/丰泰企业营收同比增长 33.64%/18.84%/10.90%/9.49%/3.04%。

图 13：纺织制造板块公司营收及同比增速



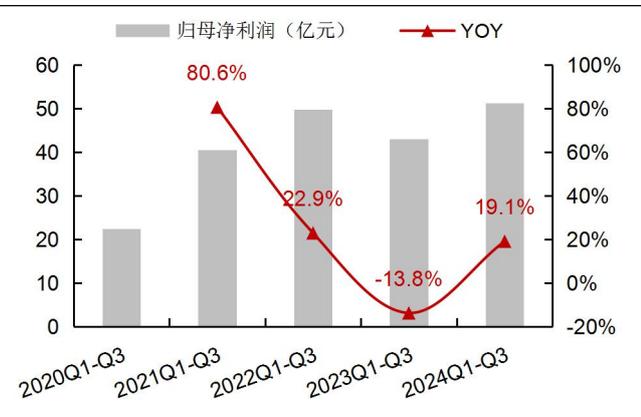
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：纺织制造板块公司季度营收及同比增速



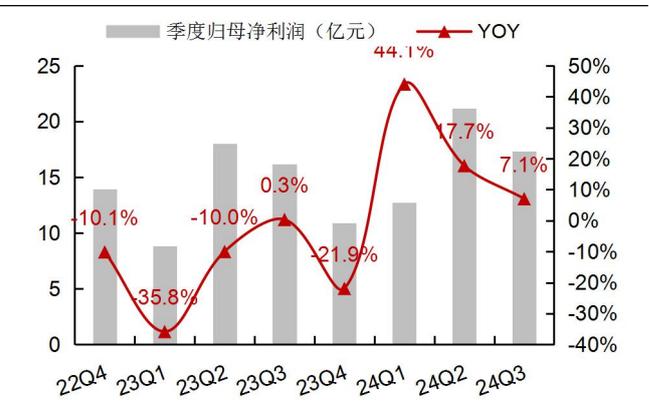
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：纺织制造板块公司归母净利润及同比增速



¹ 纺织制造板块包括：华利集团/伟星股份/浙江自然/健盛集团/百隆东方/新澳股份/开润股份/南山智尚

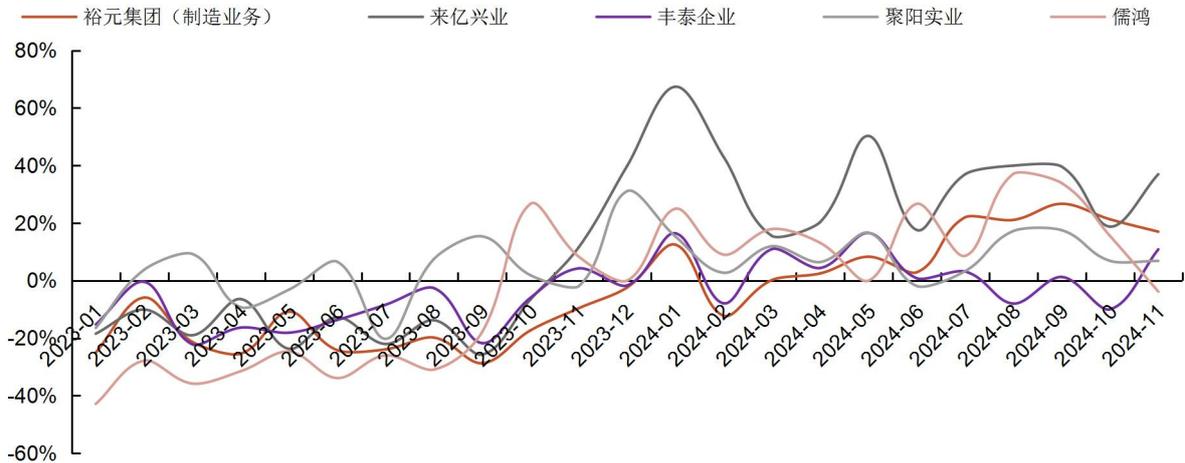
图 16：纺织制造板块公司季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：纺织制造台企月度营收增速



资料来源：裕元集团官网，台湾证券交易所，丰泰企业官网，聚阳实业官网，儒鸿官网，山西证券研究所

3.2 行业恢复常态，看好具备份额提升、拓客户、扩品类逻辑的公司

2024 年国际运动品牌表现分化，龙头品牌 Nike 承压，跑鞋品牌 Hoka、On、Asics 延续靓丽表现。从运动服饰中游制造商华利集团/裕元集团/申洲国际的下游客户看，我们预计，2023 年，Nike 均为三家制造商的第一大客户，Deckers 为华利集团的第二大客户，Adidas、优衣库分别为裕元集团、申洲国际的第二大客户，Puma 为华利集团、申洲国际第四大客户。2024 年，各国际运动品牌的营收表现及销售展望较为分化，其中，Deckers、On、Asics、迅销集团、Amer Sports 预计延续靓丽增长，Adidas 明显恢复，Puma 表现相对平稳，Lululemon 增速有所放缓，Nike、Puma、VF、Under Armour 表现较为承压。

表 1：纺织制造公司收入结构——分客户（2023 年）

	第一大	第二大	第三大	第四大	第五大	其它
华利集团	37.80%	20.20%	11.80%	7.00%	5.60%	17.60%
	Nike	Adidas	其它 (Asics/New Balance/Salomon/Timberland 等)			
裕元集团	40.30%	20.40%	39.30%			
	Nike	Uniqlo	Adidas	Puma	其它	
申洲国际	30.82%	24.04%	14.78%	9.98%	20.38%	

资料来源：华利集团/裕元集团/申洲国际 2023 年报，山西证券研究所

表 2：国际品牌服饰营收指引

品牌公司	2023A	2024E	口径	2024E 指引对应时间	最新季报	最新季度增速
On running	46.60%	增长不低于 32%	汇率中性	2024.1.1-2024.12.31	2024/9/30	33%
Deckers	18.20%	增长 12%	报表层面	2024.4.1-2025.3.31	2024/9/30	20%
迅销	12.20%	增长 9.5%	报表层面	2024.9.1-2025.8.31	2024/8/31	18%
Amer Sports	23% (其中 Outdoor 分部增长 18%)	增长 16%-17% (其中 Outdoor 分部增长 8%)	报表层面	2024.1.1-2024.12.31	2024/9/30	17%
Asics	17.70%	增长 19.2%	报表层面	2024.1.1-2024.12.31	2024/9/30	16%
Adidas	0.00%	增长 10%	汇率中性	2024.1.1-2024.12.31	2024/9/30	10%
Lululemon	18.60%	增长 8%-10%	报表层面	2024.1.29-2025.1.31	2024/10/27	9%
Puma	6.60%	增长中单位数	汇率中性	2024.1.1-2024.12.31	2024/9/30	5%
Under Armour	-3%	下降低双位数	报表层面	2024.4.1-2025.3.31	2024/9/30	-11%
Nike	0%	下降低双位数，预计毛利率下滑 3.0-3.5pct	报表层面	2024.6.1-2025.5.31	2024/11/30	-8%
VF	-10.00%	未给指引	报表层面	2024.4.1-2025.3.31	2024/9/30	-6%
Columbia	0.70%	下降 3%-5%	报表层面	2024.1.1-2024.12.31	2024/9/30	-5%

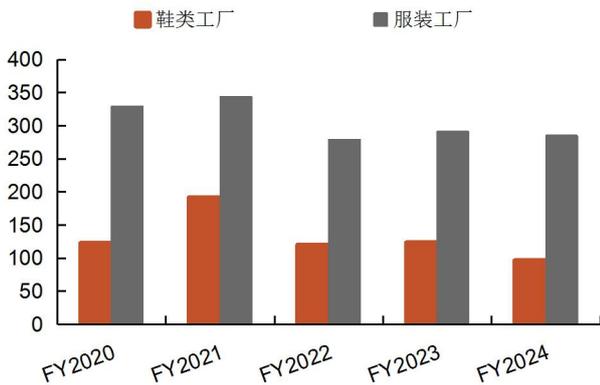
资料来源：Wind, On running/Deckers/ Adidas/Puma/ Columbia/ Under Armour /VF/ Lululemon/Nike/Fast Retail/Amer Sports 官网, 山西证券研究所

3.2.1 提份额：品牌客户精简供应链，聚焦头部供应商

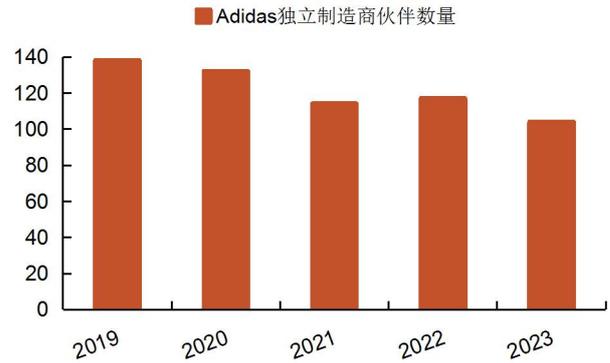
份额提升：品牌客户精简供应链，头部供应商预计受益。近年来国际运动品牌整体呈现精简供应商趋势，2024 财年，Nike 鞋履与服装合作工厂分别为 96、285 家，较 2021 年高点减少 95、59 家；相比 2019 年，Adidas2023 年的总供应商数量减少 34 家。我们估算 2023 年 Adidas 核心供应商来亿兴业份额提升约 2pct。此外，对于配合品牌进行全球化产能布局的制造商有望提升份额，2024 年 3 月，伟星股份越南工业园开业，主营纽扣、拉链、塑胶制品和标牌等服装辅料的生产与销售，目前配套产能拉链达 15000 万条，金属达 50000 万套，越南产能有望助力公司进一步提升在国际运动品牌中的份额。

图 18：Nike 鞋履及服装工厂数量历年变化

图 19：Adidas 供应商数量历年变化

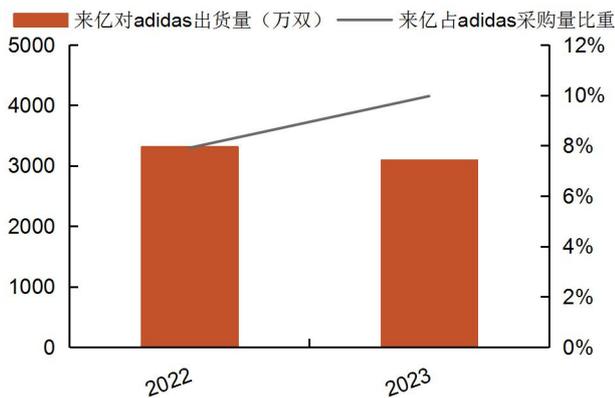


资料来源: Nike FY2020-2024 年报, 山西证券研究所



资料来源: Adidas 2019-2023 年报, 山西证券研究所

图 20: 来亿在 Adidas 的份额 (估算)



资料来源: Wind, 来亿兴业法人说明会资料、2023 年报, 山西证券研究所

图 21: 伟星股份越南工业园全景



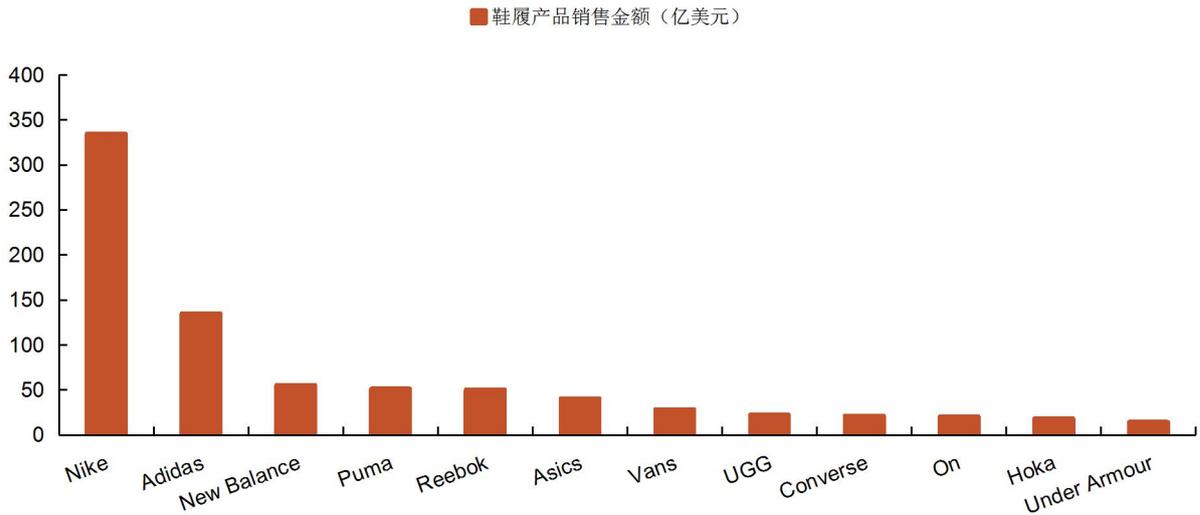
资料来源: 伟星股份 SAB 微信公众号, 山西证券研究所

3.2.2 拓客户: 切入新客户供应链, 获得增量订单

拓客户: 新客户带来增量订单, 关注新客户规模空间及订单放量节奏。华利集团及开润股份旗下的上海嘉乐均为拓展客户的典型代表。根据华利集团招股说明书, 公司是 Converse、UGG、Vans、Puma、Columbia、HOKA ONE ONE、Cole Haan 等全球知名品牌的鞋履产品的最大供应商; 2018 年新增客户为 Under Armour, 2021-2023 年成为公司第五大客户, 占华利集团收入比重 5%左右; 2020 年以来, 继续拓展了 On Running、New Balance、Asics、Reebok 等客户, 2024 年成功与 Adidas 合作并实现出货。新客户鞋履销售规模处于国际运动品牌前列, 为公司打开成长空间。2020 年 9 月, 开润股份通过收购优衣库针织服装核心供应商上海嘉乐 28.7% 的股权, 开始布局服装代工业务, 上海嘉乐凭借差异化的印尼面料成衣一体化产能, 成功拓展了

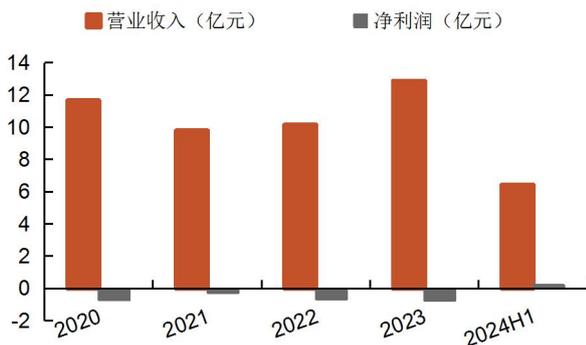
优衣库以外的服装客户，如 Adidas、Puma、Muji 等。根据 Puma2023 年年报，Puma 目前在印尼采购量仅为 4%，公司增加印尼服装采购意愿强烈。我们认为，在品牌精简供应商的趋势下，能够实现新客户成功拓展，主要基于制造商差异化的全球产能布局、积极的产能扩张意愿、产品交付质量及交期领先。

图 22：华利集团主要客户鞋履产品销售额（2023 年）



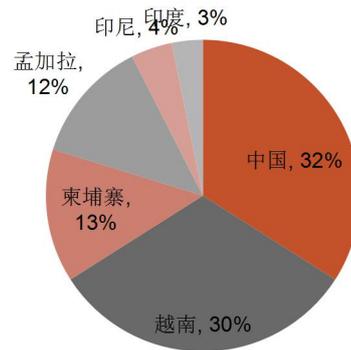
资料来源：Wind，VF/Deckers 官网，界面新闻，体育大生意，山西证券研究所

图 23：上海嘉乐公司营业收入及净利润



资料来源：开润股份 2021-2023 年报、2024 年半年报，山西证券研究所

图 24：Puma 前六大采购国家（2023 年）



资料来源：Wind，Puma2023 年报，山西证券研究所

3.2.3 扩品类：布局市场空间更大或更具成长性品类，打造第二增长曲线

扩品类：新品类构筑第二增长曲线，关注新品类的订单情况及利润率提升节奏。在核心品类市场规模增速放缓、公司市占率较高的背景下，有效拓展新品类能够为纺织制造商提供第二增长曲线。浙江自然、南山智尚为近年来制造商扩展新品类的典型代表。

浙江自然：充气床垫业务经营稳健，拓展硬质保温箱、水上用品新品类。公司充气床垫产品营收由 2016 年的 2.39 亿元增长至 2023 年的 5.15 亿元，年均复合增速为 11.6%，2019 年以来产品毛利率保持在 40% 以上。公司已合作迪卡侬、SEA TO SUMMIT、REI 等国际知名户外用品品牌。2023 年开始，公司通过在柬埔寨、越南差异化产能布局，拓展注塑工艺硬质保温箱、水上用品新品类。2023 年全球保温箱市场规模大约为 147 亿元，预计 2030 年将达到 210 亿元，2024-2030 期间 CAGR 为 4.8%。全球前五大保温箱厂商份额约为 40%。2024 年上半年，公司硬质保温箱产品实现营收 4119.57 万元，净利润率提升至 10%，盈利能力显著提升。

表 3：浙江自然主要产品

充气床垫	
户外露营	车载产品
	
保温箱	
硬质保温箱	保温软包
	
水上用品	
SUP	Kayak

充气床垫



资料来源：波利玛官网，ribbanbeachcamp 官网，浙江自然招股说明书，京东，山西证券研究所

表 4：硬质保温箱制作工艺对比

保温箱制作工艺对比		
吹塑工艺：适合快速试制和小批量生产，前期投资较少，成本低，重量轻，但精度和机械性能相对较低，设计复杂性受限。		
优点	成本低：	吹塑工艺的模具成本相对较低，适合生产大型、中型容器，前期投资较少。
	重量轻：	吹塑成型的保温箱通常重量较轻，便于搬运和使用。
	一体成型：	吹塑工艺可以实现一体成型，减少焊接或拼接，提升产品整体强度。
	快速成型：	吹塑工艺适合快速成型，开发周期相对较短，适合快速试制和小批量生产。
	材料利用率高：	吹塑工艺中材料浪费少，废料可以回收利用，提高了材料利用率。
缺点	精度较低：	吹塑工艺相对于注塑工艺，产品精度较低，适合要求较低的冷藏箱。
	结构设计受限：	吹塑工艺在设计复杂结构时有一定限制，无法实现复杂的形状和细节。
	机械性能较低：	吹塑成型的保温箱相对于注塑成型的保温箱，机械性能稍差，耐磨损、耐冲击性能略低。
	尺寸限制：	吹塑工艺适合生产较大尺寸的产品，但在超大型或非常小型产品上存在限制。
注塑工艺：适合高精度、高质量要求的大批量生产，尽管前期投资和开发周期较长，但质量稳定、设计灵活、耐用性强。		
优点	高精度：	注塑工艺可以实现非常精确的尺寸控制，确保保温箱部件精度高，符合设计要求。
	生产效率高：	注塑成型的保温箱具有较好的机械性能，耐磨损、耐冲击，使用寿命长。
	质量稳定：	注塑工艺自动化程度高，产品质量一致性和稳定性好。
	设计灵活：	注塑工艺可以制造复杂形状的产品，设计自由度高，满足不同保温箱设计需求。
	耐用性强：	注塑成型的保温箱具有较好的机械性能，耐磨损、耐冲击，使用寿命长。
缺点	模具成本高：	注塑工艺需要专用模具，模具制造成本较高，前期投资大，特别是对于小批量生产时。
	开发周期长：	注塑模具设计和制造需要一定时间，开发周期相对较长，不适合快速试制和小规模生产。
	材料选择有限：	虽然注塑工艺适用多种塑料材料，但并非所有材料都适合注塑成型，有些高性能材料可能需要其他成型工艺。
滚塑工艺：对于大小、形状不规则或需要较厚壁的低批量生产保温箱。		
优点	设计自由度高：	对产品的厚度和设计改变更为灵活，容易制造大型或异形产品。
	材料适应性强：	可以使用多种不同类型的塑料材料，适用于更宽的温度范围。
	成本效率：	对于中等及以上大小的产品尤其合适，因为模具成本相对较低，适合小批量生产。
	结实耐用：	滚塑制品一般无焊接或接合线，整体性好，耐冲击性强。

缺点	生产效率低:	每个产品的生产周期长, 自动化程度较低, 不适合大批量生产。
	精度较低:	与注塑相比, 产品的尺寸精度和重复性相对较差。
	产品质量差异:	每批产品间或同批产品中可能会有更多的质量波动。
	材料含量控制:	在滚塑过程中控制产品壁厚较为困难, 部分区域可能较薄。

资料来源: 波利玛官网, 山西证券研究所

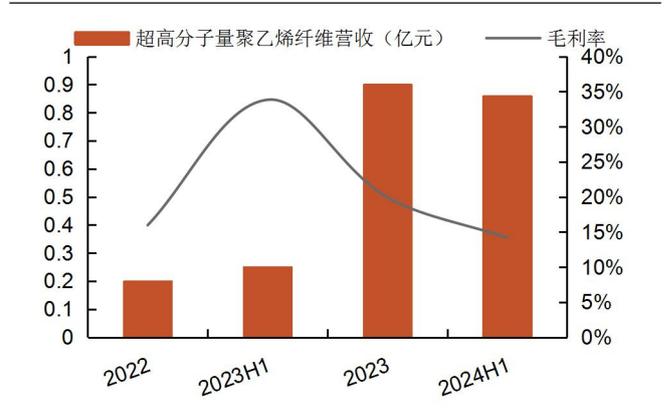
南山智尚: 精纺呢绒及服装主业较为稳定, 拓展超高分子量聚乙烯纤维及锦纶产品。作为毛纺织行业龙头, 公司精纺呢绒与服装传统主业营业收入比较稳定, 毛利率稳步提升。超高分子量聚乙烯纤维产品, 2022年下半年, 公司开始对外销售超高分子量聚乙烯产品, 2023年下半年投产3000吨二期产能, 2023H1行业景气度高, 毛利率达到34%, 净利率达到20%。我们预计伴随2025年行业景气度回升、南山集团旗下控股子公司裕龙石化投产提供原材料, 公司超高分子量聚乙烯产品盈利提升可期。锦纶产品, 截至11/5日, 锦纶6产品已进行生产前试生产, 已出小部分样品, 满足优等品指标要求。锦纶66产品预计于2024年11月中下旬开始逐步实现规模化试生产, 开始客户批量验证并逐步实现销售。公司预计2024年11月1日-2025年4月30日, 该阶段通过设备试运行, 检验设备性能, 完善工艺流程, 提高产品稳定性和产品性能, 陆续释放、扩大产能, 2025.5月-2026.4月预计实现产量4.8万吨。

图 25: 南山智尚传统主业经营稳定



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 26: 南山智尚超高分子量聚乙烯产品经营情况



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 27: 南山智尚业务布局





资料来源：《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复(修订稿)》，山西证券研究所

3.3 投资建议

欧美终端服饰消费平稳，我国及越南纺服出口增速持续向好，去库影响弱化背景下，我们建议关注三条投资主线：（一）国际运动服饰品牌公司库存压力减轻，销售展望稳中向好，看好低估值的纺织制造商龙头订单稳健复苏，推荐裕元集团、申洲国际；（二）推荐有望凭借越南产能投产、提升国际品牌客户份额的伟星股份，以及下游品牌增速领先、持续拓展新客户的华利集团，建议关注服装代工业务利润率预计提升的开润股份；（三）从扩展新品类维度，建议关注充气床垫核心业务稳健、保温箱/水上用品新品类持续拓展的浙江自然、超高分子量聚乙烯产品迎来拐点、锦纶业务有望明年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。

表 5：纺织制造板块相关标的

证券代码	证券简称	2024/12/25	净利润（亿元）		PE		派息率（2023）	股息率（2024E）
		市值（亿元）	2024E	2025E	2024E	2025E		
0551.HK	裕元集团	280	4.5	5.1	7.9	7.1	67.6%	8.5%
2313.HK	申洲国际	911	58.3	65.9	14.5	12.8	61.3%	4.2%
300979.SZ	华利集团	896	38.8	44.9	23.1	20.0	43.8%	1.9%
002003.SZ	伟星股份	163	7.1	8.2	23.0	19.9	94.3%	4.1%
300577.SZ	开润股份	59	3.8	3.9	15.4	14.9	19.4%	1.3%
300918.SZ	南山智尚	38	2.1	2.6	18.2	14.8	30.1%	1.7%
603558.SH	健盛集团	38	3.3	3.8	11.6	10.1	68.0%	5.8%
605080.SH	浙江自然	28	1.8	2.2	15.6	12.9	10.1%	0.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：裕元集团/申洲国际市值单位为“亿港元”；港币兑人民币为 0.92532；裕元集团净利润单位为“亿美元”；美元兑港币为 7.80355；时间截至 2024/12/25 日）

4. 服装家纺：行业弱复苏，优选高景气运动户外服饰及政府补贴品类

4.1 运动户外服饰：消费需求持续高增，户外品牌销售表现靓丽

冲锋衣场景泛化发展，用户扩容带动需求景气。根据小红书发布的《服装行业穿行户外与日常生活：品类特辑~冲锋衣》，户外运动服饰的典型品类代表，冲锋衣品类由于穿着场景多元化，连续两年高热增长，由应季转变为全年持续高热的大品类，新用户需求旺盛，行业呈现不断扩容阶段。徒步、日常、登山为冲锋衣前三大应用场景，而旅行、上班、滑雪三大场景呈现高速增长。

图 28：冲锋衣小红书站内搜索趋势



资料来源：《小红书-服装行业穿行户外与日常生活：品类特辑~冲锋衣 240911》，山西证券研究所

图 29：冲锋衣品类场景泛化发展



资料来源：《小红书-服装行业穿行户外与日常生活：品类特辑-冲锋衣 240911》，山西证券研究所

品牌积极布局运动户外服饰品类。从品牌服饰公司对于运动户外类产品的布局来看，安踏体育旗下的迪桑特、可隆所有其它品牌零售流水基本延续 2023 年的快速增长，2024Q1-Q3，零售流水同比增长 25%~30%、40%~45%、45%~50%。Amer Sports 旗下以 Arc'teryx 为代表的 Technical Apparel 业务收入同比增长 37%，以 Salomon 为代表的 Outdoor Performance 业务收入同比增长 8%。波司登推出防晒服、单壳冲锋衣、冲锋衣鹅绒服等产品，积极探索户外功能外套品类。361 度作为 2025 年第九届亚冬会官方合作伙伴，正式发布了由其设计并生产的官方运动服饰。

表 6：主要公司对运动户外服饰的布局

公司	品牌	经营情况
安踏体育	迪桑特 可隆	2023 年，所有其它品牌实现营收 69.47 亿元，同比增长 57.7%；2024Q1-Q3，所有其它品牌零售流水同比增长 25%-30%、40%-45%、45%-50%。
Amer Sports	Arc'teryx、Peak Performance Salomon、Atomic	2023 年，Technical Apparel 收入同比增长 45%；2024Q1-Q3，Technical Apparel 收入同比增长 44%、34%、34%。 2023 年，Outdoor Performance 收入同比增长 18%；2024Q1-Q3，Outdoor Performance 收入同比增长 6%、11%、8%。
波司登	波司登	公司推出防晒服、单壳冲锋衣、冲锋衣鹅绒服等产品，积极布局户外功能服饰外套品类。
361 度	361 度	10 月 31 日，361° 作为第 9 届亚冬会官方合作伙伴，正式发布了由其设计并生产的官方运动服饰。

资料来源：安踏体育 2023 年报，安踏体育二零二四年第一、二、三季度零售表现，哈尔滨 2025 年第九届亚冬会微信公众号，波司登 2024/25 财年半年报，Amer Sports2023 年报，Amer Sports2024Q3 季报，山西证券研究所

图 30：361° 发布第九届亚冬会官方运动服饰

图 31：361° 发布第九届亚冬会官方运动服饰



资料来源：哈尔滨 2025 年第九届亚冬会微信公众号，山西
证券研究所



资料来源：哈尔滨 2025 年第九届亚冬会微信公众号，山西
证券研究所

4.2 政府补贴品类：家纺及童装产品需求，有望受益于政府补贴政策

4.2.1 家纺产品：多地开展家纺品类补贴，家纺公司逆势拓店

多地陆续对家纺用品进行补贴，若补贴全国范围推广，家纺需求有望持续受益。10月22日，上海市商务委员会发布《关于新增家电家居消费补贴政策补贴品类和参与企业名单的公示》，新增对于家纺类产品（被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服）补贴，参与线下品牌专卖店包括罗莱、水星、富安娜、龙头家纺等，线上渠道包括苏宁易购、京东、天猫等。此后，江苏省南通市、吉林省吉林市、福建省厦门市、云南等区域陆续开展家纺品类政府补贴，补贴力度为15%-20%区间。若家纺政府补贴范围推广至全国，家纺产品需求有望持续受益。

表 7：家纺品类政府补贴梳理

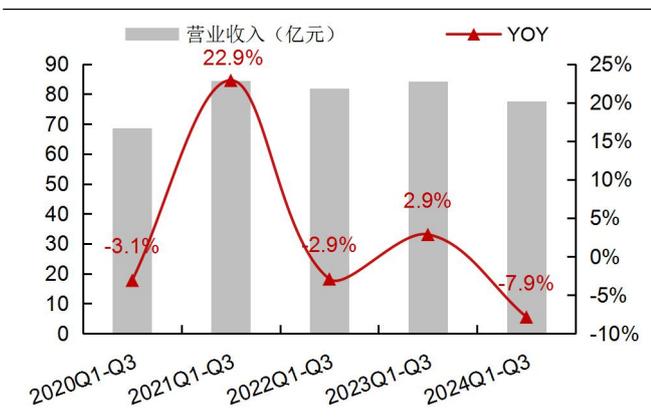
区域	家纺补贴品类	参与企业	补贴政策
上海市	被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服	百货超市、罗莱、水星、富安娜等品牌专卖店；苏宁易购、京东、天猫等线上渠道	-
南通市	被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服、窗帘、毛浴巾、席类、坐垫椅垫。	-	个人消费者到活动商家购买补贴范围内商品的，通过银联云闪付支付货款时，满足条件的即可按产品成交价的15%给予一次性立减补贴。
吉林市	窗帘、地毯、被褥、床单、被套、枕芯、枕套	吉林市欧亚综合体、吉林市欧亚解放路店、大润发等	在吉林市指定参与商家完成购买的个人消费者，每位消费者每类产品（指细分的具体产品）只可享受补贴1件（次）；按购买商品实际成交

区域	家纺补贴品类	参与企业	补贴政策
			价格的15%给予补贴,每类产品补贴不超过2000元。
厦门市	床上用品	允许经审核后的商家开展线上销售	消费者单笔消费满1000元,按照产品销售价格(剔除所有折扣优惠后)的20%予以补贴,单笔消费最高补贴2000元,每位消费者累计享受补贴不超过20000元。
云南省	被褥类、枕类、床品套件类	-	对消费者购买符合补贴条件的产品,给予产品最终销售价格(剔除所有折扣优惠后)的20%补贴,每人每类产品消费最高补贴2000元。

资料来源:上海市商务委员会,中国江苏网,吉林市商务局,厦门房地产联合网,云南网,山西证券研究所

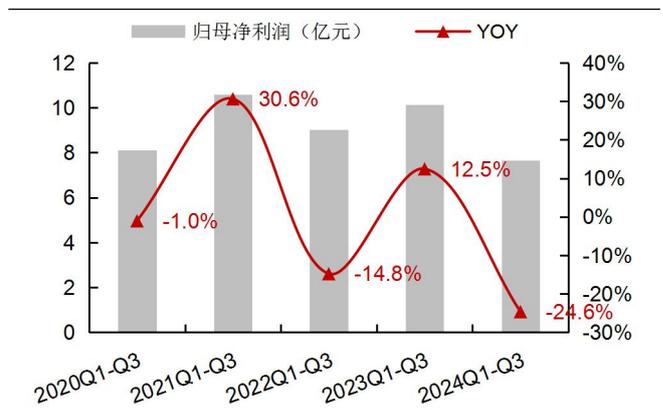
家纺公司 2024 年前三季度销售承压,但线下门店持续扩张。2024 年前三季度,家纺板块²公司营业收入、归母净利润同比分别下降 7.9%、24.6%,毛利率保持提升,但是销售费用率提升明显。季度趋势来看,呈现逐季度走弱态势。罗莱生活受到海外家具业务拖累,业绩表现落后于富安娜、水星家纺。从门店拓展角度看,2021 年至今,罗莱生活持续开店,2024H1 末较 2020 年末相比,罗莱生活直营、加盟门店净增加 104、350 家;富安娜直营开店趋势更加显著,2024H1 末较 2020 年末相比,富安娜直营门店净增加 61 家,加盟门店净增加 4 家,基本保持平稳。

图 32: 家纺板块公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 33: 家纺板块公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 34: 家纺板块公司季度营收及同比增速

图 35: 家纺板块公司季度归母净利润及同比增速

² 家纺板块包括: 罗莱生活/富安娜/水星家纺



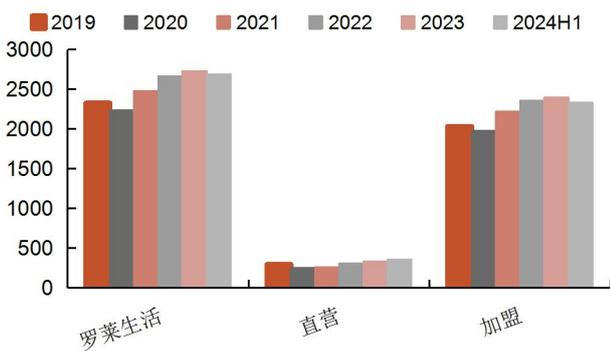
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 36: 罗莱生活门店数量变化

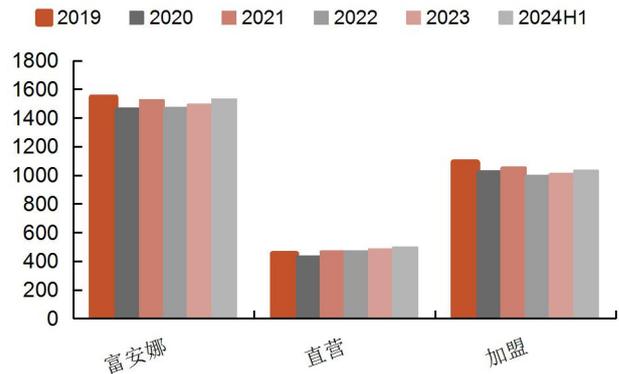


资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 37: 富安娜门店数量变化



资料来源: 罗莱生活 2019-2023 年报、2024 年半年报, 山西证券研究所



资料来源: 富安娜 2020-2023 年报、2024 年半年报, 山西证券研究所

4.2.2 儿童服饰: 京东平台童装政府补贴, 2024 年森马服饰门店重回正增长

京东自营平台国补专场已包含童装产品, 补贴力度为 15%, 根据京东童装国补专场页面, 森马服饰旗下的巴拉巴拉品牌、好孩子童装品牌的部分产品适用。若补贴政策持续延续, 有望进一步刺激童装消费。

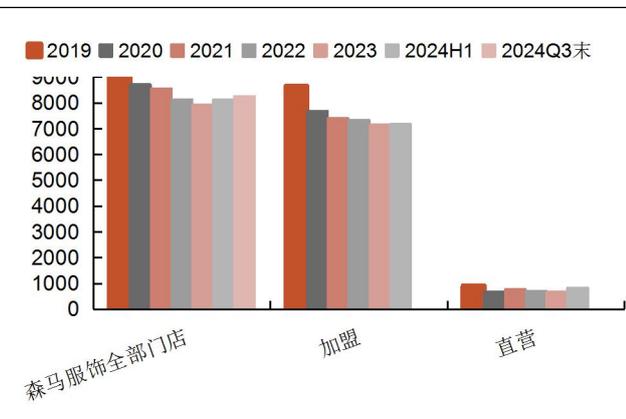
图 38: 童装政府补贴



资料来源：京东，山西证券研究所

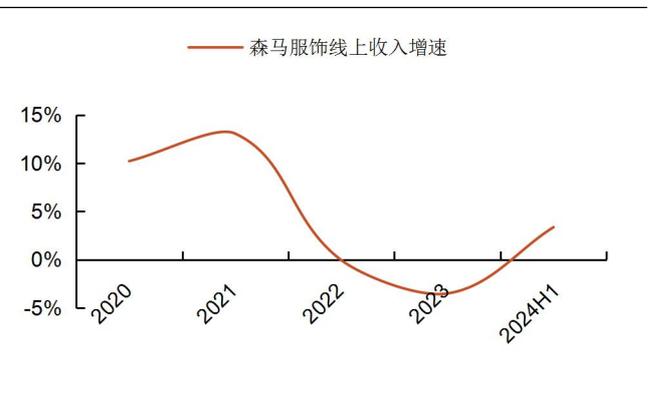
森马服饰：线下渠道具备拓店空间，净利润率有望回升。在拓店方面，森马服饰线下门店自 2020 年以来持续下降，2024 年，线下门店数量重回正增长，2024 年前三季度，公司新开门店 1172 家，净开门店 326 家，门店数量达到 8263 家，但较 2019 年相比仍有较大差距，具备进一步拓店空间。在毛利率方面，2022 年开始，公司强化线上线下同款同价全域零售经营策略，线上收入增速相对承压，但销售毛利率获得提升，电商业盈利能力强，公司整体净利润率下降，主要由于销售费用率提升较快。我们预计伴随童装国补刺激、线下门店扩张，收入端有望实现稳健增长；受益于线上线下同款同价策略持续推进及品类聚焦策略，销售毛利率后续仍有提升空间。

图 39：森马服饰门店数量变化——分类型



资料来源：森马服饰 2019-2023 年报、2024H1 中报、2024 年 10 月 31 日投资者关系活动记录表，山西证券研究所（注：

图 40：森马服饰线上收入同比增速



资料来源：森马服饰 2020-2023 年报、2024H1 中报，山西证

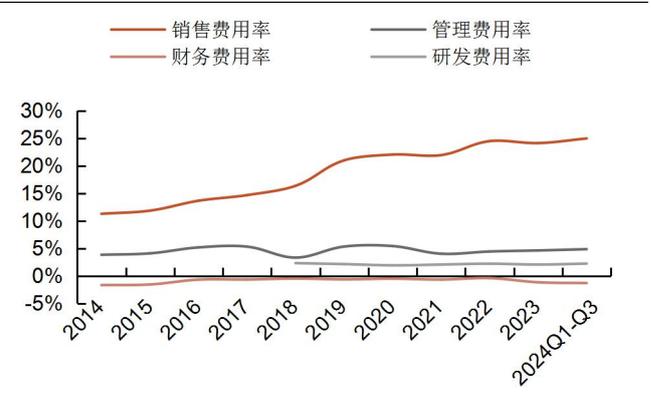
不含 Kidiliz 业务)

券研究所 (注: 不含 Kidiliz 业务)

图 41: 森马服饰历年毛利率及净利率



图 42: 森马服饰历年期间费用率



资料来源: 森马服饰 2020-2023 年报, Wind, 山西证券研究

资料来源: Wind, 山西证券研究所

所

4.3 投资建议

国内消费市场整体呈现弱复苏态势, 消费者信心指数小幅改善。我们建议关注两条投资主线: (一) 高景气运动户外服饰, 推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的安踏体育, 零售流水领先行业、品牌影响力提升的 361 度, 建议关注持续布局户外功能服饰、单店经营提效的波司登; (二) 政府补贴品类, 建议关注家纺龙头公司水星家纺、罗莱生活、富安娜; 以及童装龙头公司森马服饰。

表 8: 服装家纺板块相关标的

证券代码	证券简称	2024/12/25			PE		派息率 (2023)	股息率 (2024E)
		市值 (亿元)	净利润 (亿元)	2024E	2025E	2024E		
2020.HK	安踏体育	2,278	135.1	138.4	15.6	15.2	49.7%	3.2%
1361.HK	361 度	87	11.2	12.9	7.2	6.2	39.9%	5.5%
3998.HK	波司登	460	36.0	41.4	11.8	10.3	83.7%	7.1%
603365.SH	水星家纺	43	3.5	4.0	12.4	10.9	62.4%	5.0%
002293.SZ	罗莱生活	66	4.2	5.2	15.6	12.8	58.3%	3.7%
002327.SZ	富安娜	73	5.3	5.8	13.7	12.7	95.1%	7.0%
002563.SZ	森马服饰	187	11.8	13.6	15.9	13.7	72.1%	4.5%

资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 安踏体育/361 度/波司登市值单位为“亿港元”; 港币兑人民币为 0.92532; 时间截至

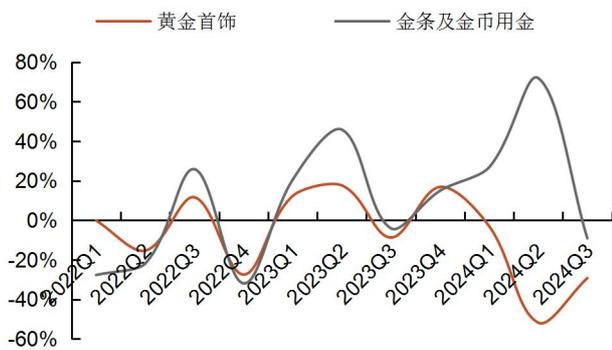
2024/12/25 日)

5. 黄金珠宝：3 季度终端动销边际改善，继续看好老铺黄金成长潜力

5.1 业绩回顾：金价过快上涨抑制需求，2024 年 2 季度开始行业承压

黄金首饰消费 2 季度开始承压，3 季度边际有所改善。从行业层面看，根据中国黄金协会，2024 年前三季度，全国黄金首饰消费量 400.04 吨，同比下降 27.5%；金条及金币消费量 282.72 吨，同比增长 27.1%；2024Q3，全国黄金首饰消费量 130.02 吨，同比下降 29.3%；金条及金币消费量 69.09 吨，同比下降 9.2%。今年 4 月开始，金价急速上涨，黄金产品投资需求爆发，金条及金币消费量高增，2024Q2 消费量同比增长 71.9%，黄金首饰消费承压，但 3 季度边际改善。2024 年 4 月以来，金银珠宝社零当月销售额持续负增长。

图 43：我国黄金消费量（吨）单季度同比增速



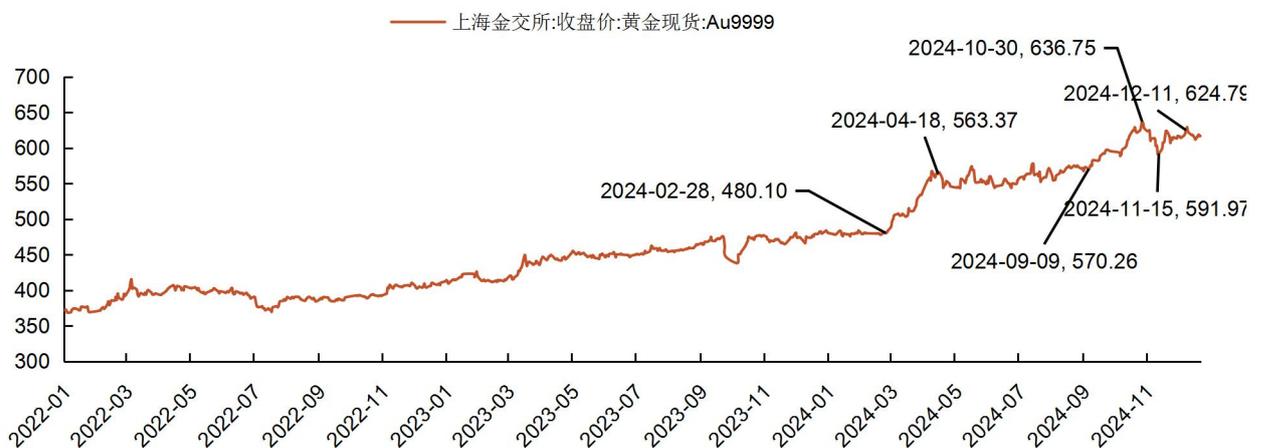
资料来源：Wind，中国黄金协会，山西证券研究所

图 44：我国限上金银珠宝零售额月度同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

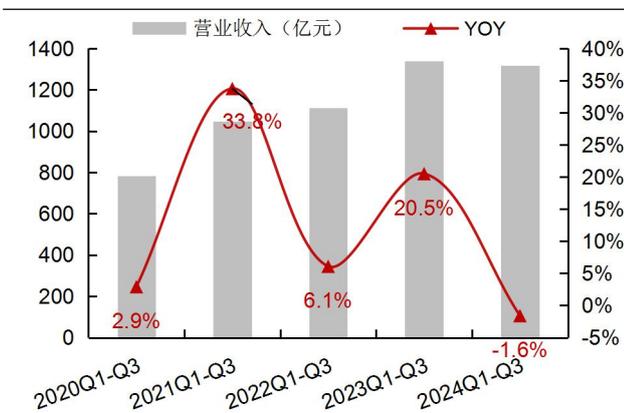
图 45：上金所 Au9999 黄金现货收盘价（单位：元/克）



资料来源：Wind，上海黄金交易所，山西证券研究所

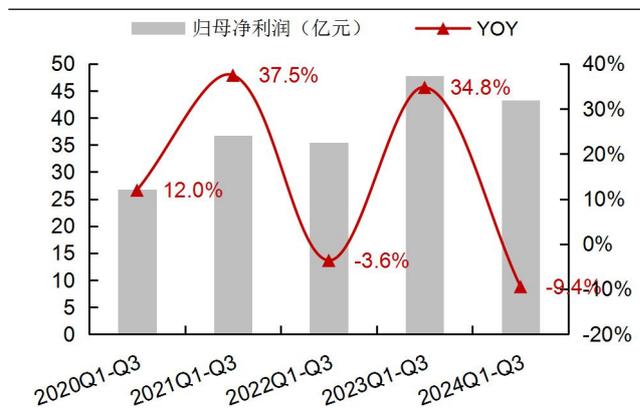
黄金首饰消费 2 季度开始承压，3 季度边际有所改善。从公司层面看，2024 年前三季度，黄金珠宝板块实现营收 1318 亿元，同比下降 1.6%，实现归母净利润 43.23 亿元，同比下降 9.4%。分季度看，黄金珠宝板块公司营收及归母净利润均逐季度放缓，且业绩降幅大于营收降幅，主因毛利率小幅下降及销售费用率小幅提升。

图 46：黄金珠宝板块公司营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 47：黄金珠宝板块公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 48：黄金珠宝板块公司季度营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 49：黄金珠宝板块公司季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

5.2 关注低估值高分红黄金珠宝公司，继续看好老铺黄金成长潜力

积极关注“双春年”婚庆需求回暖，继续看好老铺黄金成长潜力。2025 年为民间文化中的“双春年”，

民间文化中，“双春年”象征着多子多福、婚姻美满，关注 2025 年婚庆需求回暖，提升黄金珠宝行业景气。建议积极关注低估值的黄金珠宝公司周大生、潮宏基、菜百股份、老凤祥。此外，看好老铺黄金的增长潜力，主要体现在开店空间/门店换新、产品心智、品牌影响力提升。截至 2023 年末，老铺黄金拥有线下门店 30 家，根据老铺黄金微信公众号 2024/12/14 日统计，线下门店共 38 家，其中中国内地 34 家，中国港澳地区 4 家，2024 年，公司净开门店 8 家，其中中国香港 2 家，中国内地 6 家，对标国际高奢珠宝品牌大中华区门店布局，老铺黄金开店空间广阔，公司对于存量门店，预计扩大门店面积、获取更优的门店位置，提升单店销售。同时预计 2025 年开始海外市场探索，老铺黄金作为高端古法金珠宝龙头，基于差异化品牌定位、以及未来 2-3 年的国内市场门店扩张及海外市场布局，有望实现较行业更快的增长。

图 50：老铺黄金门店数量

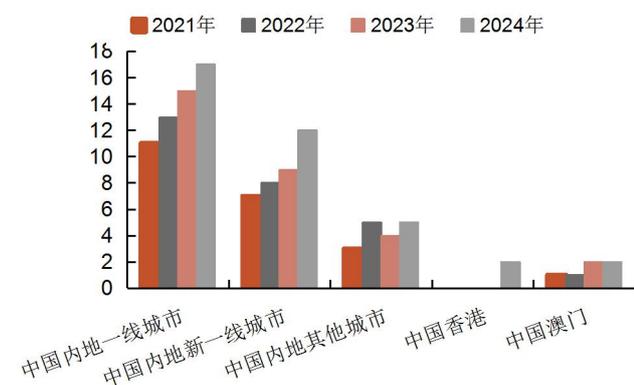


图 51：老铺黄金“巳蛇吊坠”产品



资料来源：老铺黄金招股书，老铺黄金微信公众号，山西证券研究所（注：2024 年数据为截至 12.14 日）

资料来源：老铺黄金微信公众号，山西证券研究所

表 9：黄金珠宝板块相关标的

证券代码	证券简称	2024/12/25	净利润（亿元）		PE		派息率（2023）	股息率（2024E）
		市值（亿元）	2024E	2025E	2024E	2025E		
6181.HK	老铺黄金	345	10.5	14.1	30.4	22.6	-	-
002867.SZ	周大生	156	11.5	13.1	13.6	11.9	78.4%	5.8%
002345.SZ	潮宏基	49	3.7	4.3	13.3	11.3	66.6%	5.0%
605599.SH	菜百股份	89	7.0	7.9	12.6	11.2	77.0%	6.1%
002345.SZ	潮宏基	49	3.7	4.3	13.3	11.3	66.6%	5.0%
600612.SH	老凤祥	278	21.1	23.3	13.2	11.9	46.1%	3.5%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：老铺黄金市值单位为“亿港元”；时间截至 2024/12/25 日）

6. 风险提示

关税风险。

美国为中游纺织制造商主要出口地，若地缘政治冲突风险加剧，美国对我国纺织制造企业加征高额关税，将对纺织制造企业盈利造成负面影响。

汇率大幅波动风险。

若汇率大幅波动，对于出口为主的纺织制造企业销售毛利率及汇兑损益产生较大影响，进而影响企业盈利能力。

国内消费者信心恢复不及预期。

若国内消费者信心恢复持续性较弱，对品牌服饰公司终端销售带来负面影响。

政府补贴持续性不及预期。

对于家纺、童装政府补贴品类，若政府补贴持续性不及预期，或对终端销售带来负面影响。

金价剧烈波动。

黄金珠宝终端销售受金价波动影响较大，若金价剧烈波动，消费者观望情绪或将加重，影响黄金珠宝终端动销情况。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

