

制造红利持续，新兴品牌消费涌现

——2025年纺织服饰行业年度策略



增持(维持)

行业： 纺织服装
日期： 2025年01月16日

分析师： 彭毅
E-mail: pengyi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523090003
分析师： 吴昱迪
E-mail: wuyudi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523020001

核心观点

24年基本面回顾：行业内需保持韧性，外需稳健增长。2024年随着扩内需促消费政策落地显效，消费市场总体保持稳定增长态势，1-11月限额以上服装/鞋帽/针纺织品类零售额达13073亿元，同比+0.4%。其中，受大促催化5月和10月服装品类提速明显，分别同比+4.4%和+8.0%，Q3表现较为平淡，11月同比数据回落主要是受“双十一”促销前移、上年同期基数较高等短期因素影响，合并10月与11月数据来看，服装销售呈增长态势，同比平均+4.33%。我们认为，促销政策及大促活动对消费数据有正向反馈和提振作用，后续随着提振消费行动不断落地，稳就业与促增收同步开展，居民消费意愿和消费能力有望得到提升。外需来看，2024年以来我国服装出口保持韧性，总体运行平稳，一季度出口开局稳中有升，二、三季度持续下降，四季度由降转增，1-11月纺织服装累计出口2730.6亿美元，同比+2.0%。同期越南纺织品出口336.5亿美元，同比+10.6%，规模远小于中国，但增速较快。

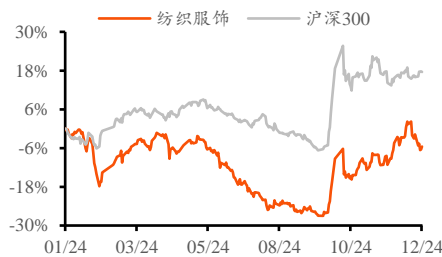
24年板块回顾：9月开始反弹，但行业表现弱于大盘。从年初至2024年12月25日，纺织服饰板块下跌5.80%，跑输大盘。从子版块看，2024年服装家纺板块全年下跌时跌幅相对更大，尤其是Q3淡季表现弱于其他子版块，9月后受益于消费政策推出开始反弹；而纺织制造板块受下游去库存影响业绩承压，后期随着进入补库周期，增长势头显现。从个股行情来看，华利集团、开润股份以及超盈国际控股分别领跑纺织制造、服装家纺及港股纺服板块。

25年投资主线：(1) 运动：运动鞋服兼具刚需与功能属性，需求较为稳定且主要集中于头部品牌。从行业空间看，在全民运动健康意识不断提升下，人均鞋服消费和渗透率有望获得较大发展空间。从驱动因素看，政策催化叠加户外、滑雪等细分行业赛道热度攀升，有望提供增量机会。考虑到运动社交催化、产品功能性加持以及冰雪运动景气度提升，终端销售与市场热度有望保持韧性，具备量价齐升基础，建议关注有较强竞争力，布局功能性鞋服赛道的国潮运动企业，**安踏体育、李宁、特步、361、波司登、三夫户外。**(2) **家纺：**随着国家促进房地产市场止跌回稳政策不断落地，及家纺消费补贴政策逐步铺开，政策端利好有望带动品类流水改善。在“扩内需+地产预期改善”的加持下，估值回升有望先于业绩，板块龙头的长期成长性佳，估值上行可期，建议关注：**罗莱生活、水星家纺、富安娜。**(3) **内衣：**内衣作为生活必需品，消费具有刚需特征，也具有较强抗周期优势。随着消费者更加追求自在舒适的生活状态，重视个人体验型消费，舒适型内衣需求增长，“悦己”属性有望带动内衣板块恢复，建议关注从客户需求出发、拥有面料技术、多渠道发展的龙头企业：**汇洁股份、爱慕股份、都市丽人。**(4) **制造：**随着终端需求整体回暖，海外服装品牌业绩指引预增，产业链下游呈温和补库的预期，制造端企业有望受益于海外订单需求回升，叠加贸易摩擦扰动，以及供应链优化重组带动的行业集中度提升趋势，建议关注拥有全球化布局及快反能力，基本面改善的纺织制造龙头企业，**申洲国际、百隆东方、华利集团、裕元集团、伟星股份、新澳股份、浙江自然。**(5) **市值管理：**国家出台多项政策鼓励上市公司市值管理，高质量发展，我们建议关注涉及并购重组、股票回购以及拥有高分红的标的，包括：**地素时尚、际华集团、红蜻蜓等。**

风险提示

消费复苏进度不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动。

近一年行业与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

正文目录

1. 2024 年基本面回顾：内需保持韧性，外需稳健增长.....	4
2. 2024 年板块回顾：纺织服饰行业于 9 月开始反弹.....	6
3. 25 年投资策略	8
3.1. 投资主线一：功能性运动鞋服	8
3.2. 投资主线二：家纺回暖	12
3.3. 投资主线三：内衣板块	14
3.4. 投资主线四：纺织制造	18
3.5. 投资主线五：市值管理	22
4. 风险提示	24

图目录

图 1: GDP 增幅	4
图 2: 消费对经济增长贡献.....	4
图 3: CPI 中消费品、衣着同比情况.....	5
图 4: 限额以上服装鞋帽针纺织品类商品零售额.....	5
图 5: 中国纺织品出口情况.....	5
图 6: 越南纺织品出口情况.....	5
图 7: 2024 年各板块涨跌幅（截至 24/12/25）	6
图 8: 纺织服饰板块涨跌幅（截至 24/12/25）	6
图 9: 纺织服饰子板块涨跌幅（截至 24/12/25）	7
图 10: 纺织制造个股涨幅前 10.....	7
图 11: 服装家纺个股涨幅前 10.....	7
图 12: 港股纺织服饰行业涨幅前 10.....	8
图 13: 中国运动鞋服行业市场规模及预测.....	8
图 14: 中国经常参与运动的人数.....	9
图 15: 2024 年中国运动人群日常运动频次.....	9
图 16: 运动社交属性加强.....	10
图 17: 2024 年中国运动鞋消费者购买品类偏好调查.....	10
图 18: 2024 年中国运动服消费者购买品类偏好调查.....	10
图 19: 运动项目用户规模及潜力矩阵.....	11
图 20: 购买家纺产品用途.....	13
图 21: 2024 年中国商品房销售情况.....	13
图 22: 中国内衣市场规模情况.....	15
图 23: 中国女性人口	15
图 24: 中国女性内衣消费者对产品的关注因素	16
图 25: 传统及新兴内衣品牌.....	16
图 26: 近三年天猫双十一内衣店铺排行榜	16
图 27: 中国内衣行业发展趋势.....	17
图 28: 中国纺织纱线、织物及制品出口数据.....	19
图 29: 中国服装及衣着附件出口数据.....	19

表目录

表 1: 运动品牌标的.....	12
表 2: 家纺消费补贴汇总.....	13
表 3: 家纺行业标的.....	14
表 4: 内衣标的对比（2024.06）	17
表 5: 内衣行业标的.....	18
表 6: 国际品牌预期指引.....	20

表 7: 纺织制造标的.....	21
表 8: 并购重组标的.....	22
表 9: 股票回购标的.....	23
表 10: 纺织服饰行业破净公司.....	23
表 11: 高分红标的.....	24

1. 2024 年基本面回顾：内需保持韧性，外需稳健增长

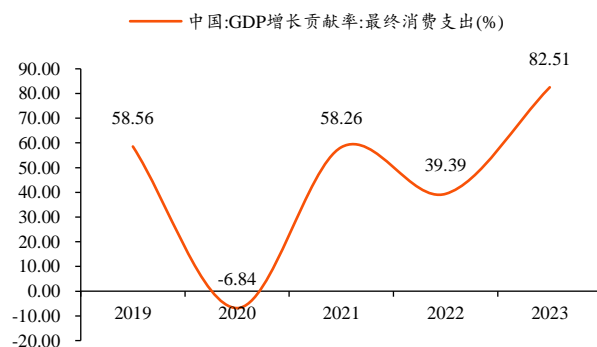
近年来消费成为拉动经济增长的主引擎。据国家统计局，2023 年我国顶住外部压力、克服内部困难，国民经济回升向好，全年国内生产总值 1260582 亿元，比上年增长 5.2%。2024 年以来，国民经济运行总体上保持稳中有进的发展态势，前三季度 GDP 总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。消费对国民生产总值增长贡献由 2020 年的 -6.84%，回升至 2023 年的 82.51%，成为拉动经济增长的主要贡献点。

图1:GDP 增幅



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

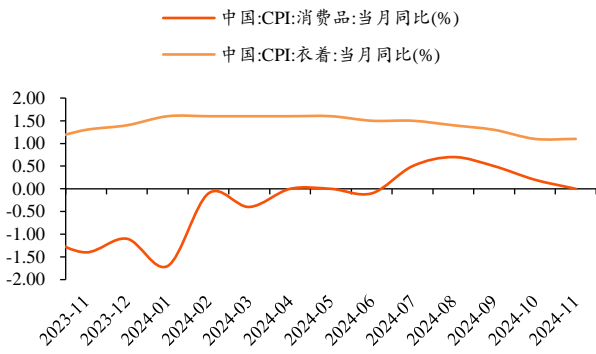
图2:消费对经济增长贡献



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

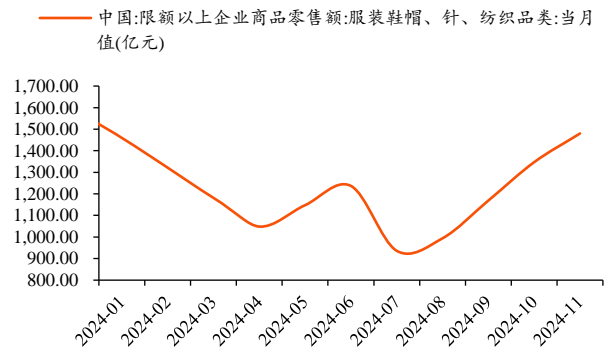
衣着品类内需保持韧性，大促月零售数据亮眼。据国家统计局，2024 年 1-11 月中国居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 0.3%，从月度数据来看，本年度 CPI 同比总体呈前低后高走势，其中，2024 上半年消费品基本呈现负贡献，7 月之后转为正向拉动，而衣着品类表现平稳，1-11 月衣着同比增长 1.4%，其中服装增长 1.6%，鞋类增长 0.6%，全年来看单月同比基本保持 1%-2% 的增长，维持韧性。从社零数据看，2024 年随着一系列扩内需促消费政策落地显效，消费市场总体保持稳定增长态势，基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，线上消费较快增长，2024 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 442723 亿元，同比增长 3.5%，其中，限额以上服装/鞋帽/针纺织品类零售额为 13073 亿元，同比增长 0.4%。具体来看，由于大促前置，5 月与 10 月服装品类提速明显，分别同比增长 4.4% 和 8.0%，Q3 表现较为平淡，11 月同比数据回落主要是受“双十一”促销前移、上年同期基数较高等短期因素影响，合并 10 月与 11 月数据来看，服装类呈增长态势，同比平均增加 4.33%。我们认为，促销政策及大促活动对消费数据有正向反馈和提振作用，后续随着提振消费专项行动不断落地，稳就业与促增收同步开展，居民消费意愿和消费能力有望得到提升，从而带动可选消费的增长。

图3:CPI中消费品、衣着同比情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:限额以上服装鞋帽针纺织品类商品零售额



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

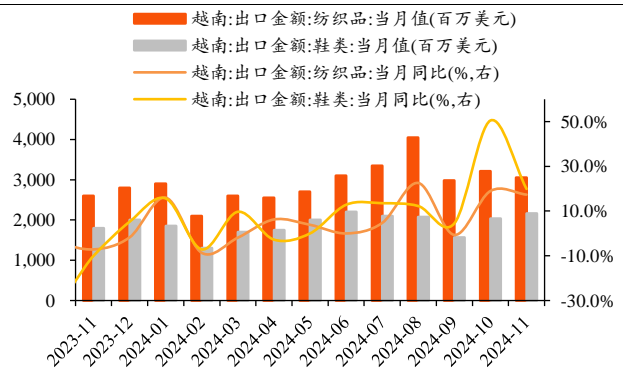
纺织品出口稳健增长，越南出口增速表现亮眼。据中国纺织品进出口商会，2024年以来我国服装出口保持韧性，总体运行平稳，一季度出口开局稳中有升，二、三季度出口持续下降，10月份以来出口由降转升，连续正增长。2024年1-11月，纺织服装累计出口2730.6亿美元，增长2.0%。具体来看，衬衫、内衣类服装出口保持较快增长，其中，针织T恤衫出口大幅增长23.8%。从越南出口数据来看，24年1-11月，越南纺织品出口336.5亿美元，同比增长10.6%，鞋类出口207.6亿美元，同比增长12.9%。虽然规模远小于中国，但增速更快。据越南人民报和越通社，越南纺织服装协会预计2024年越南纺织品服装出口额约达440亿美元，同比增长11.26%，这一结果将推动越南成为全球第二大纺织服装出口国。近年来，越南凭借其丰富的劳动力资源、优惠的税收政策以及地理位置的优势，逐渐成为国际纺织服装产业转移的重要目的地，众多国内外企业纷纷在越南投资建设纺织厂，后续随着全球纺织服装产业逐渐向越南转移，越南纺织业有望继续保持快速增长态势，同时也有望为在越南建厂的中国企业带来增量订单。

图5:中国纺织品出口情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:越南纺织品出口情况

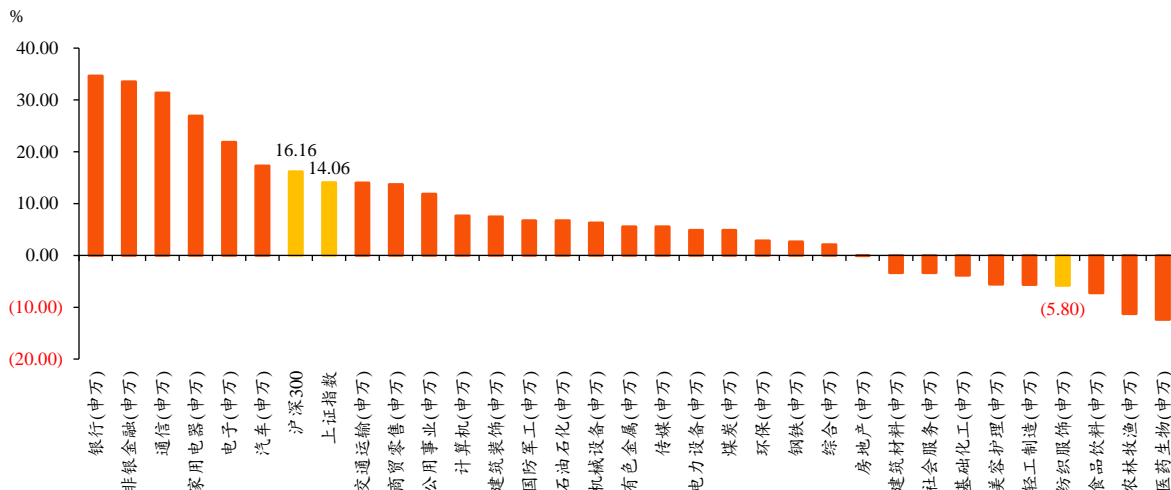


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 2024 年板块回顾：纺织服装行业于 9 月开始反弹

纺织服装板块涨跌幅位于中下游，跑输大盘。从年初至 2024 年 12 月 25 日，纺织服装板块下跌 5.80%，跑输沪深 300 指数 17.06pct，跑输上证指数 15.21pct，在申万 31 个一级行业中位列第 28。

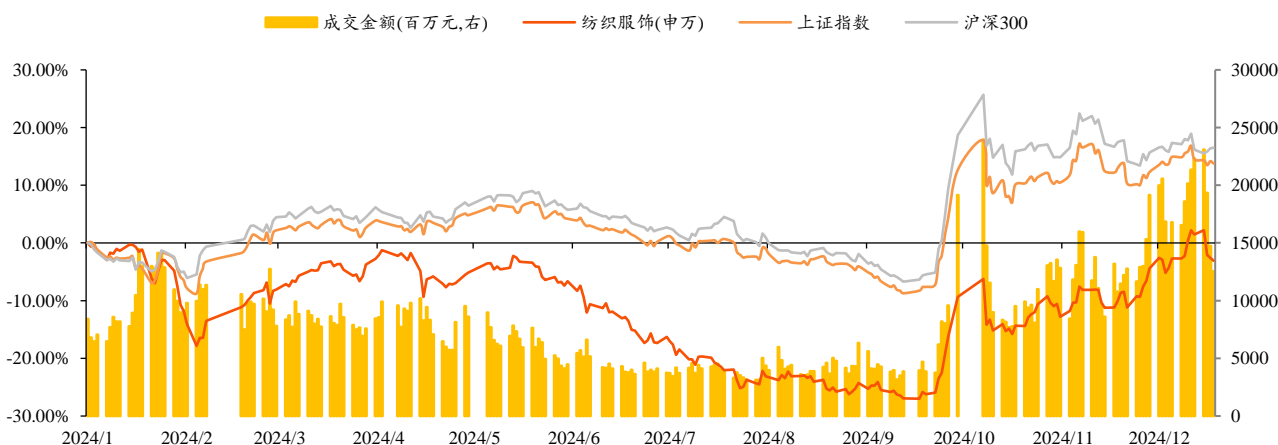
图7:2024 年各板块涨跌幅（截至 24/12/25）



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

纺织服装板块于 9 月开始反弹。全年来看，纺织服装板块涨跌趋势与大盘基本保持一致，但弹性弱于大盘。其中，6-9 月承压，9 月底板块开始反弹，主要受益于促消费政策的落地显效和假日经济的助推，10 月双十一大促开始，叠加家纺板块纳入国补进一步推动纺服行业进一步增长。

图8:纺织服装板块涨跌幅（截至 24/12/25）

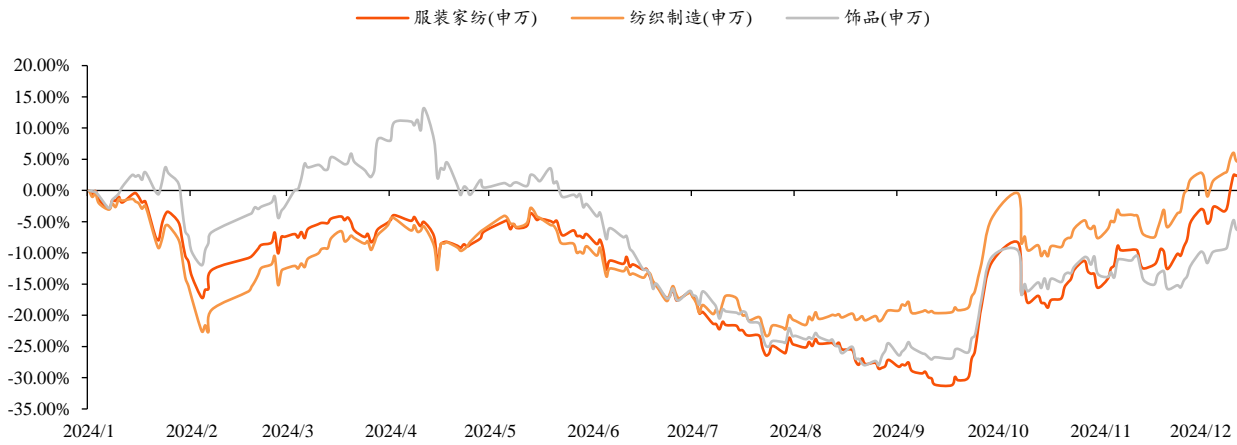


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

从子版块看，服装家纺板块全年下跌时跌幅相对更大，尤其是 Q3 淡季表现弱于其他子版块，9 月后受益于消费政策推出开始反弹；而纺织制造板

块受下游去库影响业绩承压，后期随着去库进入尾声，增长势头显现。

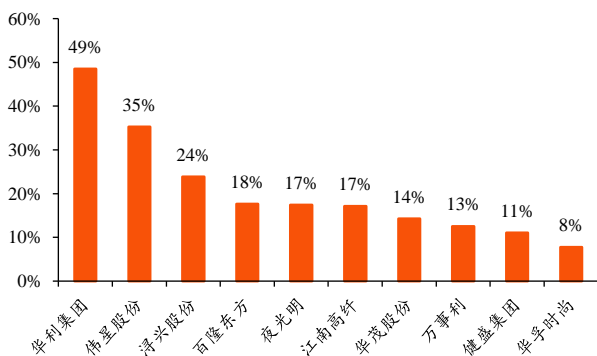
图9:纺织服饰子板块涨跌幅（截至 24/12/25）



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

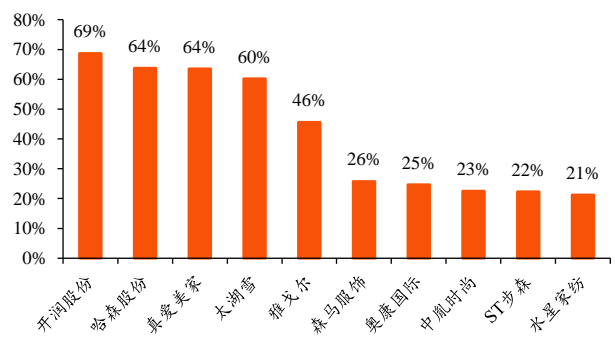
从个股行情来看，截至 2024 年 12 月 25 日，纺织制造板块个股涨幅前十分别为华利集团 (+49%)、伟星股份 (+35%)、浔兴股份 (+24%)、百隆东方 (+18%)、夜光明 (+17%)、江南高纤 (+17%)、华茂股份 (+14%)、万事利 (+13%)、健盛集团 (+11%)、华孚时尚 (+8%)；服装家纺板块个股涨幅前十分别为开润股份 (+69%)、哈森股份 (+64%)、真爱美家 (+64%)、太湖雪 (+60%)、雅戈尔 (+46%)、森马服饰 (+26%)、奥康集团 (+25%)、中胤时尚 (+23%)、ST 步森 (+22%)、水星家纺 (+21%)。

图10:纺织制造个股涨幅前 10



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

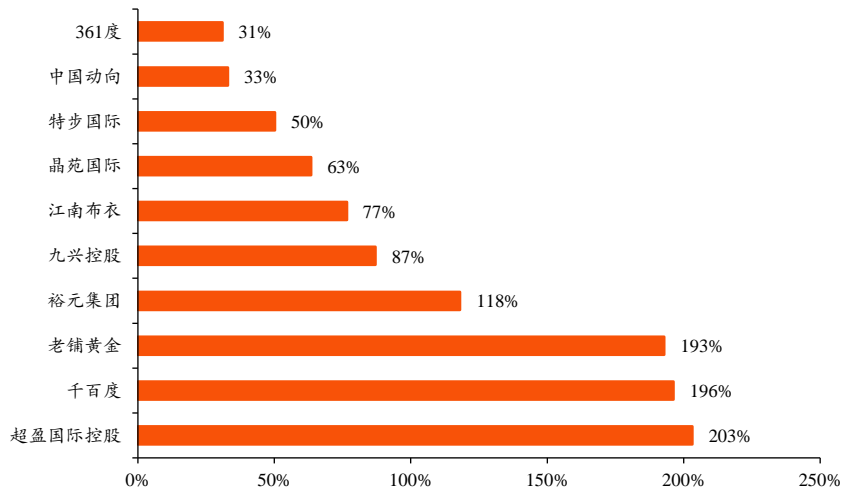
图11:服装家纺个股涨幅前 10



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从港股纺织服饰行情看，截至 2024 年 12 月 25 日，超盈国际控股、千百度、老铺黄金领跑行业。其中，超盈国际控股主要受益于运动服装等弹性织物面料的快速增长，业绩表现强劲；老铺黄金凭借古法黄金，打造出中国高端珠宝品牌，差异化布局带动业绩高速增长。

图12:港股纺织服饰行业涨幅前 10



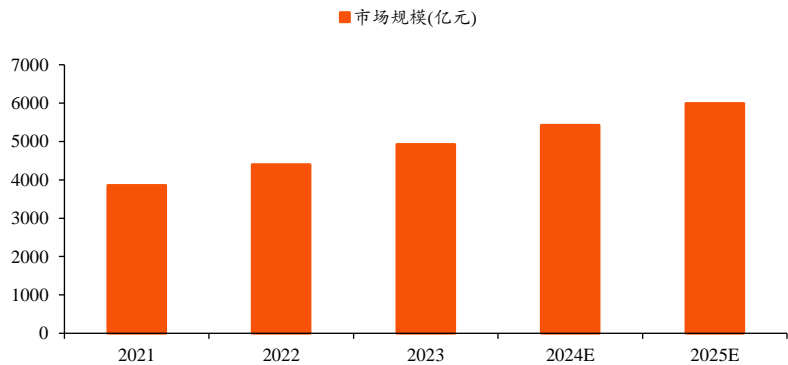
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 25 年投资策略

3.1. 投资主线一: 功能性运动鞋服

2025 年中国运动鞋服市场规模将接近 6000 亿。随着健康意识逐渐提升,我国体育产业近年来发展迅速,市场规模不断扩大。据微播易,运动鞋服作为构成运动消费的重要一环,在面向用户、运动场景、营销创新等方面都表现出了新机遇。艾媒咨询数据显示,2023 年中国运动鞋服市场规模已跃升至 4926 亿元,预计到 2025 年,中国运动鞋服市场规模有望攀升至 5989 亿元。

图13:中国运动鞋服行业市场规模及预测

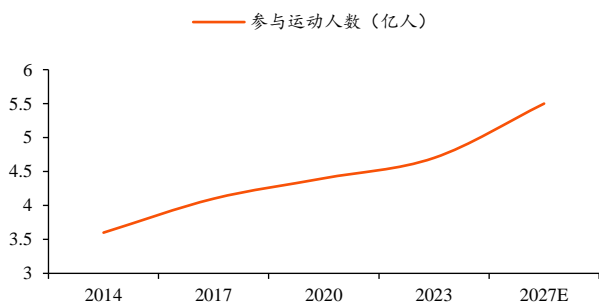


资料来源: 艾媒数据中心, 甬兴证券研究所

全民运动健康意识提升,超七成运动人群每周运动 3 次以上。当下公众的健康意识和运动意识不断提升,2024 年人均尝试运动项目达 3.4 个,一半以上人群参与了 3-4 个运动项目,平均运动时长达 50 分钟。世界卫生组织曾在《关于身体运动和久坐行为指南》中建议,成年人每周应至少进行

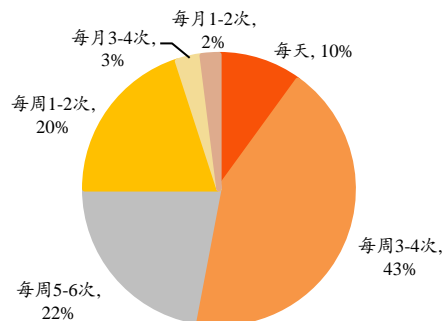
150 分钟中等强度的有氧运动，或者 75 分钟高强度的有氧运动，推荐有氧运动频率不少于 3 天/周。目前，中国运动人群每周运动频率达 3-4 次以上的占比高达七成，积极投身运动热情高涨。

图14:中国经常参与运动的人数



资料来源：微播易，甬兴证券研究所

图15:2024 年中国运动人群日常运动频次

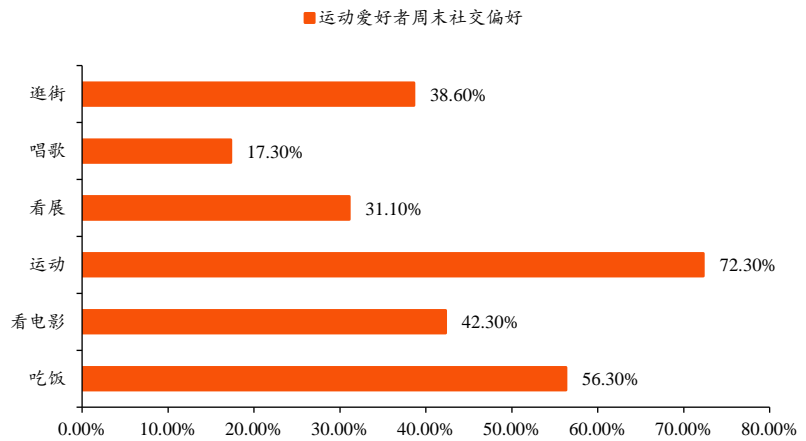


资料来源：微播易，甬兴证券研究所

根据主流社交媒体平台上的用户特征、用户观点态度、用户兴趣偏好，社交用户的运动偏好及消费趋势有以下八个主要特征：

- **用户全民化**：运动已成为大众生活的常态，95% 以上用户拥有运动习惯，在运动过程中男性看重专业性，女性注重体验感。此外，运动不分年龄，跨越圈层。
- **圈层细分化**：越来越多的小众运动走向大众，多圈层兴趣持续分散，使运动圈层更细分。
- **消费进阶化**：消费者在运动装备上的支出较高，超八成消费者未来将保持和增加运动相关支出，半数消费者年运动支出高于 5000 元。
- **运动社交化**：结伴运动代替约饭，找搭子、交同好、入组织等新型运动风潮成新一代社交货币。
- **爱好专业化**：越来越多的运动爱好者从“乐于体验”到“追随热爱”，带动运动装备市场热潮。
- **决策复杂化**：消费者在选择运动鞋服时，决策过程受多种因素影响。场景适配性成为关键考量因素。
- **场景多元化**：运动风现已融入日常穿搭，日常通勤、户外旅行、运动健身等场景下消费者对服饰的需求各异。
- **穿搭潮流化**：运动服饰不仅要舒适，还要兼具时尚与个性，流行穿搭趋势如“山系野趣风”、“松弛通勤风”、“E 人撞色风”、“城市机能风”和“球衣混搭风”等受到广泛关注。

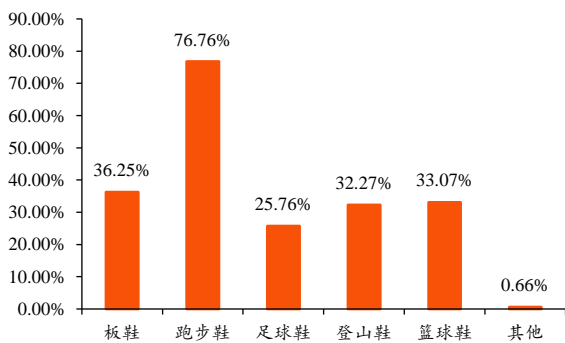
图16:运动社交属性加强



资料来源：微播易，惊蛰研究所&Keep 运动生活调研问卷，甬兴证券研究所

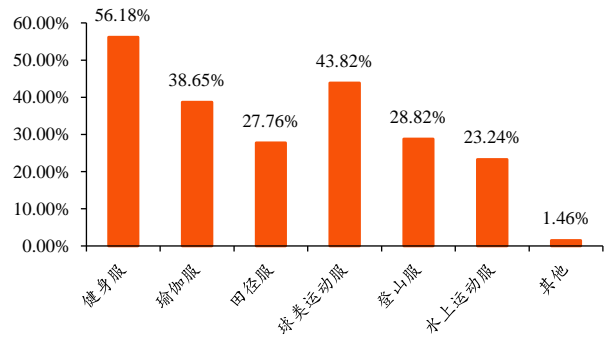
从品类看，跑步鞋和健身服消费偏好度更高。据艾媒咨询调查，2024年中国运动鞋市场中跑步鞋最受欢迎，占比76.76%，消费者对板鞋、篮球鞋和登山鞋的选择结果无太大差别。消费者购买的运动服品类中，健身服占比最高，为56.18%；其次是球类运动服，占比43.82%。

图17:2024年中国运动鞋消费者购买品类偏好调查



资料来源：艾媒数据中心，甬兴证券研究所

图18:2024年中国运动服消费者购买品类偏好调查



资料来源：艾媒数据中心，甬兴证券研究所

从运动项目看，跑步、健身热度高，参与人群广泛。通过研究不同运动项目研究用户参与规模与尝试意愿，跑步、健身、徒步、登山等运动用户呈现基数大、普及程度高等特征。这些项目入门门槛相对较低，适合大众参与，且相关运动装备市场发展成熟，从而推动消费者对跑鞋、瑜伽裤、健身服等装备的需求保持持续稳定的增长。

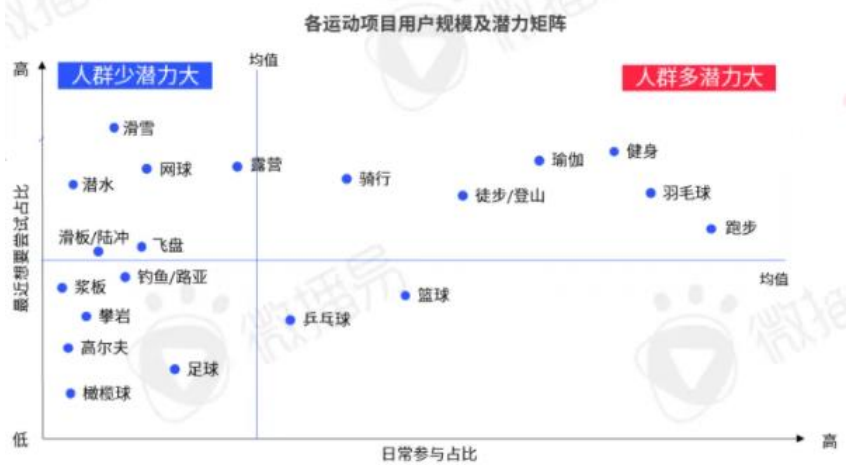
新兴运动崛起，发展潜力可观。滑雪、网球、露营等新兴运动项目虽目前受众范围相对较窄，但随着关注度和普及度提升，以及运动观念的转变，其发展潜力较大。以滑雪为例，小红书兴趣人群增长迅速，抖音滑雪爱好者高度年轻化，人均年消费较高，带动滑雪服和滑雪装备的热销。网球市场随着赛事的带动，相关鞋服配件搜索热度上升，未来发展空间广阔。这些新兴

请务必阅读报告正文后各项声明

运动项目对装备的专业性和个性化要求更高，为运动鞋服品牌提供了新的市场机会。

政策支持下冰雪运动有望激发活力。2024年11月6日国务院发布了冰雪运动意见稿，提及到2027年，冰雪经济总规模将达到1.2万亿元。到2030年，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，冰雪经济总规模将达1.5万亿元。2024年底的中央经济工作会议也提出要大力培育文化、旅游、体育、数字等新型消费，积极开发更加多样化的消费场景，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。

图19:运动项目用户规模及潜力矩阵



资料来源：微播易，甬兴证券研究所

中长期来看，建议关注布局功能性鞋服赛道的国潮运动企业。我们认为，运动鞋服兼具刚需与功能属性，需求较为稳定且主要集中于头部品牌。从行业空间看，在全民运动健康意识不断提升下，人均鞋服消费和渗透率有望获得较大发展空间。从驱动因素看，政策催化叠加户外、滑雪等细分行业赛道热度攀升，有望提供增量机会。综上，考虑到运动社交催化、产品功能性加持以及冰雪运动景气度提升，终端销售与市场热度有望保持韧性，具备量价齐升的基础，建议关注有较强竞争力，布局功能性鞋服赛道的国潮运动企业，安踏体育、李宁、特步、361、波司登、三夫户外。

表1:运动品牌标的

	品牌	竞争优势
安踏	安踏、FILA、DESCENTE、KOLON SPORT、MAIA ACTIVE 等；Amer Sports, Inc. 最大股东，旗下拥有 Arc'teryx、Salomon、Wilson、Peak Performance 和 Atomic。	构建多元品牌矩阵，安踏主品牌主攻大众性价比市场，FILA 冲击高端运动时尚市场，户外品牌主打品质和垂类深耕等。多品牌战略在满足消费者多样化的需求的同时，在不同市场环境下具有更强的韧性，有望推动业绩持续攀升，也有助于分散风险，提高市场占有率。此外，公司持续推进供应链管理，加强原材料溯源，积极发展创新技术，同时以数字化管理提升生产效率、数字人直播提高转化率等方式提升产品和服务质量，进而不断提升公司市场份额。
李宁	李宁、红双喜、AIGLE(艾高)、Danskin、Kason(凯胜)	公司专注于跑步、篮球、羽毛球、健身和运动生活五大核心品类，结合“国潮”元素，持续聚焦产品科技升级，打造了以“超轻”“赤兔”“飞电”等为核心的专业跑鞋 IP，发布包括均衡、跑动、启动、冲击的四大功能篮球领域矩阵。女子健身方面推出多场景瑜伽、健身套装，男子健身方面持续打造功能感的运动单品。通过供应链整合增效，挖掘并扩充了高端运动与户外产品的优质供应商资源，更以柔性供应策略为核心，灵活应对市场变化，提升公司运营效率及经济效益。
特步	特步、K-SWISS(盖世威)、帕拉丁、索康尼和迈乐等	在 24 年宣布战略性出售旗下两个亏损品牌（盖世威、帕拉丁）后，特步全线聚焦跑步领域，发展高利润的品牌，包括面向大众性价比市场的特步、高端跑步客群的索康尼和专注于越野跑和户外运动的迈乐。随着品牌产品线调整与市场策略优化，叠加逐步完善的线上线下全渠道布局，公司品牌形象及跑步领域的专业度和认可度有望进一步提升。
361	361°、361° Kids	公司聚焦质价比，采用科技为本、品牌为先的发展策略，为消费者提供高价值的大众专业运动商品。公司深耕专业运动童装品牌形象，坚持功能优化及设计创新，以满足儿童及青少年各类运动装备需求。此外，公司在强化科技赋能与渠道建设的同时，还加速完善国际化布局，有望构建稳固的市场地位。
波司登	羽绒服：波司登、雪中飞、冰洁 女装：杰西、邦宝、柯利亚诺及柯罗芭	公司聚集羽绒服行业，一方面挖掘时尚功能科技服饰赛道品牌价值，以品牌建设为引领，巩固夯实全球领先羽绒服专家定位，还扩充防晒衣、冲锋衣等系列推动品类迭代创新增效。另一方面持续夯实扩大打造 Top 店体系，聚焦单店运营能力提升，同时，提升线上平台经营能力和效率，实现高质量增长。此外，在国家大力发展冰雪经济的背景下，波司登与哈尔滨官方展开合作，探索文化创新与经济升级融合的新可能。随着公司展开产品创新、零售升级、优质快反、数智经营的转型变革，业绩有望实现稳健高质量增长。
三夫户外	自有品牌：XBIONIC、X-SOCKS、SANFO PLUS、ANEMAQEN、SANFO、KIDSANFO 等； 独家代理：CRISPI、HOUDINI、DANNER、MYSTERY RANCH、LA SPORTIVA	公司聚焦“自有品牌+独家代理品牌”运营战略，产品端，公司与 GORE-TEX、Schoeller、Polartec 等顶级功能性面料供应商建立合作；渠道端，公司通过公司直营的商场单品牌店、滑雪场单品牌店、户外多品牌、多品类集合店、传统及新兴电商平台、直播、经销商等渠道，建立线上线下销售网络体系。随着户外运动鞋服赛道景气度提升，公司转型品牌运营后品牌培育力度加大，收入有望快速增长。

资料来源：各公司公告，中国财经网，新华网，Wind，甬兴证券研究所

3.2. 投资主线二：家纺回暖

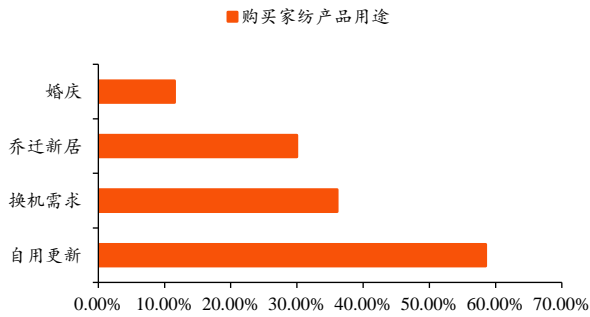
2027 年中国家用纺织品市场规模将接近 1500 亿，床上用品占比约 60%。

家用纺织品指用于家庭及部分特定场所（如宾馆、剧场、休闲场所、交通工具等）的纺织用品，具体产品主要包括床上用品类、厨房和餐厅用纺织品类、沐浴用纺织品类、客厅用纺织品类及地毯类。据前瞻产业研究院，从销售额情况来看，2024 年床上用品作为家纺行业的重要组成部分，约占据了家纺行业总销售额的 60%。随着近年来家居业“重装饰，轻装修”的潮流，家用纺织品行业不断创新，推出更加环保、舒适、美观的产品。据头豹研究院，2018 年到 2022 年，中国家用纺织品市场规模从 1,451.07 亿元减少至 1,381.02 亿元。未来五年，推测中国家用纺织品市场规模将以 CAGR 为 0.21% 的速度增长，预计在 2027 年中国家用纺织品市场总规模将会达到 1,385.33 亿元。

房地产市场止跌回稳有助于家纺板块回暖。据头豹研究院，随着健康意识的逐渐提高，家用纺织品的更换频率将持续提高，根据中家纺调研结果显示，58.5%的消费者购买家纺产品是自用更新，36.1%是换季需求，30%是

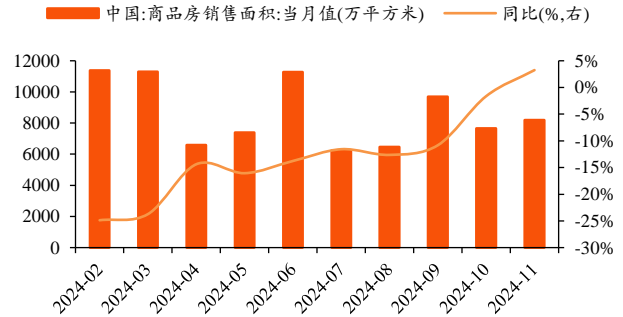
乔迁新居需求，11.5%是由于婚庆。其中，地产回暖将有利于家纺销售。据中国政府网，2024年9月26日召开的中共中央政治局会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”、“要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式”。房地产优化调整政策可概括为“四个取消、四个降低、两个增加”：取消或调减限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低住房公积金贷款利率，降低住房贷款的首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担；新增实施100万套城中村改造和危旧房改造和信贷规模增加到4万亿元。我们认为，随着地方政府因城施策，10月份以来，新房和二手房成交大幅增长，大城市土地市场也出现回暖，家纺板块销售有望获益。

图20:购买家纺产品用途



资料来源：中家纺，头豹研究院，甬兴证券研究所

图21:2024年中国商品房销售情况



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

家纺纳入国补，家纺企业有望受益。据上海市商务委员会，2024年10月22日，上海三部委联合发布《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》，在原有以旧换新补贴政策的基础上新增家纺类产品，包括被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服6大品类，罗莱、水星、富安娜、梦洁以及龙头家纺等15家家用纺织品牌均可享受该补贴政策。后续厦门市、吉林市、江苏省也先后发布了家纺类产品消费补贴政策，我们认为，家纺消费补贴的铺开有望带动头部品牌的销售，后续如果有更多品类和更多区域纳入补贴，有望带动相关板块需求增长。

表2:家纺消费补贴汇总

	开始时间	结束时间	补贴金额	补贴内容
上海市	10.22	12.31	补贴 15% 单笔最高 1500 元	家纺类产品纳入上海市消费补贴政策的范围之中，包括被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服 6 大品类，罗莱、水星、富安娜、梦洁以及龙头家纺等 15 家家纺品牌均可享受该补贴政策。
厦门市	11.01	12.31	补贴 20% 单笔最高 2000 元 单人累计不超过 2 万元	购买旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品，并开具厦门市发票的个人消费者，家装厨卫家具补贴范围增加“梳妆台、屏风、床上用品”等 3 类产品。
吉林市	11.16	12.31	补贴 15% 单笔最高 2000 元 单人累计不超过 1.5 万元	窗帘、地毯、被褥、床单、被套、枕芯、枕套 7 类家纺用品纳入补贴，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）
江苏省	12.05	12.31	补贴 15% 每人每套房不超过 3 万元	家居布艺、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等家纺类产品纳入家居补贴范围。

资料来源：上海市商务委员会，厦门日报，厦门市住房和城乡建设局，云闪付APP，吉林市商务局，江苏新闻，甬兴证券研究所

促消费政策叠加地产预期改善有望带动家纺板块向好。我们认为，随着国家促进房地产市场止跌回稳的政策不断落地，以及家纺消费补贴政策逐步铺开，政策端利好有望带动品类流水改善。在“扩大内需+地产预期改善”的加持下，估值回升有望先于业绩，板块龙头的长期成长性佳，估值上行可期，建议关注：罗莱生活、水星家纺、富安娜。

表3:家纺行业标的

品牌		竞争优势
罗莱生活	廊湾、莱克星顿、内野、罗莱、罗莱儿童、LOVO(乐蜗)	1) 品牌建设 : 公司作为家纺行业龙头品牌,已连续 19 年(2005-2023)荣获同类产品市场综合占有率第一位,形成了覆盖超高端市场(廊湾、莱克星顿、内野)、高端市场(罗莱、罗莱儿童)和大众消费市场(LOVO 乐蜗)的多品牌矩阵。 2) 优异的研发能力 : 公司终坚持以超柔为产品核心竞争力,从超柔原料、超柔工艺、超柔后整理 3 个维度构建 Texsoft 超柔体系,同时,罗莱超柔研究院将协同战略联盟技术生态圈内的合作伙伴,通过跨界合作、优势互补、技术共享,把每个生态圈里的研发成果,经过组合式创新,进行二次研发,构建罗莱超柔核心技术壁垒。 3) 强大的渠道资源 : 针对线下渠道,公司优化店铺结构,加大直营开店力度,升级改造低效店铺,同时大力推进购物中心、奥特莱斯的渠道开拓。线下继续强化零售与服务升级,致力于帮助客户及门店提高盈利能力,提升店效与终端零售,优化终端存货结构。针对线上渠道,公司在保持与天猫、京东、唯品会等大型电商平台紧密合作的基础上,持续布局抖音等短视频平台,通过自播、网红达人直播、社群营销、品牌小程序、小红书等多元化营销方式,并扩展拼多多平台合作,大力创新营销方式,提高盈利水平,保持线上领先地位。
水星家纺	水星家纺、水星 STARZ HOME、百丽丝、水星 kids	1) 大单品策略 : 公司聚焦“好被芯 选水星”品牌战略,强化被芯品类核心优势,打造细分市场,通过核心大单品优势,带动公司全品类产品战略落地。此外公司还深耕婚庆床上用品、加入国潮文化元素,推动消费者对公司产品认同感和消费意愿。据欧睿调研,水星家纺 2021-2023 年连续三年被芯全国销量第一、2022-2023 年连续两年全国结婚床品销量第一。 2) 全渠道体系深化触达力 : 线上电商渠道和线下经销渠道是公司的主力优势渠道,二者保持均衡发展。线下渠道能够提供直观的触摸、试用等产品体验感,公司依托完善的经销商体系而布局的终端门店长期、深入渗透我国高线城市和大部分低线城市,完成了多层次的消费群体覆盖。线上渠道方面,公司保持了与天猫、京东、唯品会等电商平台的长期合作,同时进驻了抖音、快手、拼多多等具备高潜力的电商平台,形成了从货架电商到全域内容电商的全方位覆盖。 3) 高效整合的供应链优势 : 公司通过构建多元化的供应商网络、实施风险评估与预警系统、制定应急预案等手段,有效应对供应链中的不确定性,保证供应链的连续性和稳定性。通过数字化转型,整合上游供应链体系,提高供应链的整体效能,同时高效的供应链管理也有利于公司优化库存水平,提升公司运营效率、降低成本。
富安娜	富安娜、VERSAI 维莎、馨而乐和酷奇智	1) 深耕产品开发 : 公司围绕“东方美学”“致敬经典”IP 主题,在设计创新、工艺创新、材料升级、功能升级等方面进行产品开发迭代,满足消费者需求。通过科技赋予产品功能属性,创新开发了“三合一”结构被芯以达到不同保暖效果和睡眠体验。产品开发突出品牌特色,尤其在套件、被芯等产品开发中,重点突出品牌特色花型面料,打造市场差异化产品。 2) 线上线下全渠道布局 : 线下渠道: 加盟渠道方面,公司对加盟商采取扁平化架构经营,严格通过账期管理把控加盟商的市场终端趋势;直营渠道方面,公司持续提升直营渠道的门店零售管理能力,提升私域流量管理能力和销售能力,再辅以会员私享定制洗护以及家居软装搭配解决方案等,持续提升品牌形象。线上渠道: 公司优化商品结构,特别是羽绒被、蚕丝被、羊毛被、乳胶床垫、枕头及中高端材质套件等品类获持续增长;强化会员运营,搭建私域深度运营会员,提升会员体验及复购率;公司与头部电商平台(天猫、京东等)建立了长期的战略合作关系的同时,持续拓展直播渠道,加快快播、自播、达播矩阵布局。

资料来源:各公司公告, Wind, 中家纺, 甬兴证券研究所

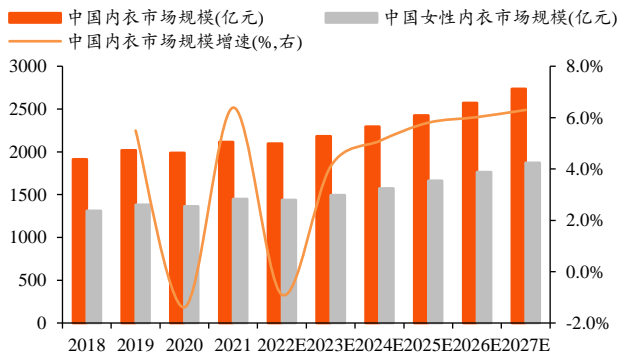
3.3. 投资主线三: 内衣板块

2027 年中国内衣市场规模将接近 2800 亿。据灼识咨询,内衣一般被称为人的“第二层皮肤”,包括背心、内裤、文胸、保暖服、家居服、睡衣、袜子等诸多贴身衣服,还包括矫正内衣、运动内衣等功能性内衣。按目标客群可以分为女性内衣、男性内衣和儿童内衣三大类。据艾媒数据中心统计,

中国内衣总体市场规模从2018年的1911亿元上升至2021年的2115亿元，预计2027年达到2734亿元，其中2020年与2022年因受到疫情冲击，增速下降。

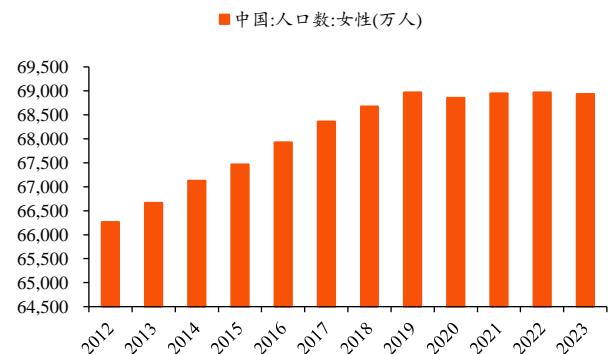
女性内衣在内衣行业占据主导地位，2024年中国女性内衣市场规模可达1500亿元。据灼识咨询和艾媒咨询，女性内衣品类作为中国内衣行业的重要组成部分，约占整体市场近70%，其产品的发展变化推动了整个内衣行业的创新。例如，女性内衣消费者的消费偏好从传统的普通内衣，到根据需求细分的小胸内衣、大胸内衣、无尺码内衣等品类，促进企业的产品升级，推动了中国内衣行业进入全新消费阶段。而女性人口红利为内衣行业带来良好的市场前景。近十年间，中国女性人口数量从2012年的66262万人增加至2023年的68935万人，并稳定在约6.8-6.9亿人之间，这为内衣市场奠定了良好的人口基础。“她经济”的火热带动中国女性的内衣消费支出及观念整体升级。中国的内衣市场规模目前仍有较大增长空间，行业集中度也在不断提升。据艾媒预测，2024年中国女性内衣市场规模可突破1500亿元大关。

图22:中国内衣市场规模情况



资料来源:艾媒数据中心,甬兴证券研究所

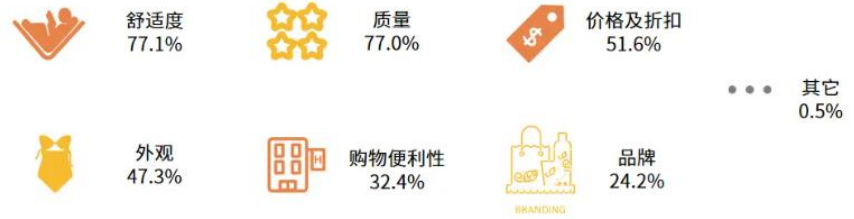
图23:中国女性人口



资料来源:Wind,甬兴证券研究所

舒适度与质量是消费者购买内衣时的重点考量因素。据艾媒数据显示，消费者购买内衣时最关注的因素是产品的舒适度与质量，分别占比77.1%和77.0%，其次是价格及折扣，占比51.6%。外观、购物便利性以及品牌则是消费者相对较少考量的因素。我们认为，随着当代消费者越发重视个人体验型消费，“悦己”属性带动消费者对于自己身体的舒适度给予了更多关注，对内衣产品外观的在意程度较之以往有所减轻。此外，消费者对产品质量的注重程度更甚于产品品牌，性价比也是产品市场中制胜的关键。

图24:中国女性内衣消费者对产品的关注因素



资料来源：艾媒数据中心，甬兴证券研究所

新兴内衣品牌表现优于传统内衣品牌。据灼识咨询，传统内衣品牌大多采用重资产的运营模式，生产端通过自建工厂来满足生产需求，销售端以线下门店为主。而新兴内衣品牌多数采用 DTC (Direct-To Consumer) 模式，凭借清晰的定位抓住消费者需求，通过直播带货、跨界联名、KOL 投放等方式营销，以线上平台作为主要销售渠道，从尺码选择困难、不够舒适等产品痛点入手，快速建立起品牌知名度。这些品牌多数采用轻资产的运营模式，即代工生产，更多将重点放在产品设计和品牌营销上。由于传统内衣品牌大多通过线下渠道进行销售，而以销售“无钢圈内衣”、“无尺码内衣”为主的舒适型内衣品牌则大多采取线上渠道打造超级单品。从天下网商发布的天猫双十一战报来看，近年来新兴内衣品牌表现优于传统内衣品牌，其中 Ubras 和 Bananain 连续三年位列前二，2024 年曼妮芬、爱慕、都市丽人店铺 GMV 分别位于第 6、第 13 和第 18 位。

图25:传统及新兴内衣品牌



资料来源：艾媒数据中心，甬兴证券研究所

图26:近三年天猫双十一内衣店铺排行榜

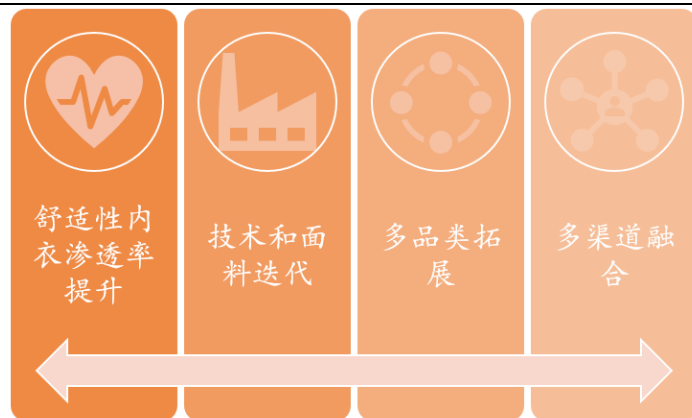
排名	2022	2023	2024
TOP1	Bananain	Bananain	ubras
TOP2	ubras	ubras	Bananain
TOP3	优衣库	VICTORIA'S SECRET	VICTORIA'S SECRET
TOP4	有棵树	优衣库	优衣库
TOP5	曼妮芬	有棵树	有棵树
TOP6	内外	曼妮芬	曼妮芬
TOP7	VICTORIA'S SECRET	红豆	芬腾
TOP8	红豆	芬腾	恒源祥
TOP9	恒源祥	小野和子	红豆
TOP10	爱慕	恒源祥	gukoo

资料来源：天猫，天下网商，甬兴证券研究所

舒适型内衣的渗透率提升、技术和面料的迭代、多品类拓展、以及多渠道融合，是中国内衣行业未来的发展趋势。据灼识咨询，随着越来越多的消费者认同并开始选购具有健康、舒适、“悦己”等属性的舒适型内衣，舒适型内衣的渗透率稳步提升。而传统女性文胸的制作工艺需要 20-30 道工序，搭配不同颜色、尺码，导致大量产品积压在仓库和经销商处，造成了传统内

衣品牌面对市场反应时往往很被动。随着技术的迭代，实现自动化生产，通过减少 SKU 数量，进一步减少库存压力，技术和面料的迭代有助于企业降本增效。此外，中国内衣行业线下渠道的销售额虽然占据整体销售额的 80% 左右，但是电商销售的规模逐年提升。传统内衣品牌在布局线上渠道的同时，新兴互联网内衣品牌也开始布局线下渠道。未来渠道的深度和广度将成为一个内衣品牌的关键成功因素之一。综上，我们认为，舒适型内衣的渗透率提升、技术和面料的迭代、多品类拓展、以及多渠道融合，将是中国内衣行业未来的发展趋势。

图27:中国内衣行业发展趋势



资料来源：灼识咨询，甬兴证券研究所

“悦己”属性有望带动内衣板块恢复。我们认为，内衣作为生活必需品，消费具有刚性需求特征，也具有较强的抗周期性优势。随着消费者更加追求自在舒适的生活状态，重视个人体验型消费，舒适型内衣需求增长，“悦己”属性有望带动内衣板块恢复，建议关注从客户需求出发、拥有面料技术、多渠道发展的龙头企业：汇洁股份、爱慕股份、都市丽人。

表4:内衣标的对比 (2024.06)

	直营门店数量	非直营门店数量	直营收入占比	经销收入占比	线上销售占比	24H1 总营收 (亿元)
汇洁股份	1254	1310	47%	12%	41%	15.47
爱慕股份	1363	405	63%	6%	28%	16.46
都市丽人		4500+	43%	28%	15%	15.14

资料来源：各公司公告，各公司官网，甬兴证券研究所

表5:内衣行业标的

品牌		竞争优势
汇洁股份	曼妮芬、伊维斯、兰卓丽、桑扶兰、秘密武器、UNDERSTANCE 等	1) 搭建品牌矩阵 : 曼妮芬不断强化第一品类文胸的竞争力, 依托自有工厂技术研发、生产工艺、质量把控、人体数据等优势, 分码量杯适配不同胸型。伊维斯以优雅、精致的现代设计手法, 打造高级美感蕾丝内衣差异化优势, 为用户提供高颜值内衣体验。兰卓丽在专利光杯产品上持续迭代创新, 深化兰卓丽时尚光杯产品特色, 强化品牌年轻自由的调性。UNDERSTANCE 则是面向北美用户的品牌。公司产品线持续完善, 通过与明星、时尚博主等 KOL、KOC 合作, 持续提高品牌知名度和影响力。 2) 线上线下均衡发展, 全渠道布局 : 公司销售网络覆盖直营、电子商务、经销全渠道, 还扩展了直播电商、海外市场。线下与多家主要的零售集团建立了良好的合作关系, 涵盖百货、购物中心、奥特莱斯等渠道, 门店遍布全国境内 31 个省份(自治区、直辖市)。电商渠道涵括天猫、抖音、唯品会、京东、微信商城等主要平台, 通过与各大商系线上平台合作等方式为线下店铺引流, 细化会员标签, 加强社群互动。公司多渠道建设和管理能力, 为未来持续稳定的发展奠定了坚实基础。
爱慕股份	爱慕、爱慕先生、爱慕儿童、兰卡文、爱美丽、乎兮、衣于(CHICHU)	1) 丰富的品牌和品类 : 公司根据目标顾客差异化需求, 从产品研发、品牌建设、渠道运营等多个角度进行布局, 形成了满足不同人群的多场景个性化需求的品牌矩阵。公司多个核心品牌处于同品类优势市场地位, 在女性、男性和儿童专业贴身服饰领域位于市场前列。 2) 持续研发创新 : 公司研发团队通过消费者研究、流行趋势研究、人体工学研究, 聚焦行业领先技术, 强化服装科学和纺织材料技术研发, 实现新材料、新设计、新技术、新工艺的创新, 建设壁垒型好产品的创新平台。此外, 公司还积极推进校企合作研发合作项目, 成立“内衣研究院”、“运动科学研究中心”, 以及共同开发以舒适绿色环保为特色的贴身服饰。 3) 全渠道网络搭建 : 线下渠道是公司的核心销售渠道, 主要包括直营模式和加盟模式, 道在中高端百货商场、购物中心、奥特莱斯、机场店及街边店均有布局, 且已进驻新加坡、澳门、柬埔寨、迪拜等市场的地标性商圈。而线上渠道, 公司在天猫、唯品会、京东等知名电商平台销售产品, 并在社交媒体零售网络进行相应的布局, 在抖音平台率先开设了多个品牌旗舰店进行直播带货, 获取兴趣电商流量红利; 在微信开拓视频号和直播双线并行的内容传播渠道, 增强用户的互动体验, 提升品牌影响力。同时, 公司以微博、抖音、小红书等官方账号的高质量内容为载体, 积极运用数字化工具传达品牌价值, 链接消费者。
都市丽人	都市丽人、欧迪芬、纯棉居物	1) 性价比+爆品打造 : 公司深耕国民内衣, 贯彻“好而不贵”的产品理念, 通过不断推进新工艺、新结构技术的开发和应用, 夯实专业基础, 在提高产品品质的同时, 降低生产成本, 增强产品性价比和市场竞争能力。此外, 公司不断强化爆品打造机制, 首创的软尺码隐形内衣系列产品, 于 2024 年 3 月首发并获得市场不错反响, 彰显了公司的产品持续创新能力。 2) 多渠道布局 : 为满足不同细分市场的消费需求, 集团构建高一欧迪芬、中一纯棉居物、大众一都市丽人, 协调配合的品牌组合。线下启动大省战役, 锁定样板市场, 依据各市场竞争形势, 制定开店策略, 寻求规模突破; 同时, 聚焦核心大省打造高效终端, 围绕顾客“看到、进店、挑选、购买”的消费路径, 全面提升单店业绩, 并复制推广。线上与联营商合作, 融合线上线下布局提升市场份额, 实现品牌增值。 3) 数字化赋能 : 公司以消费者为中心, 整合线上线下、公域与私域业务, 为消费者提供更佳的购物体验, 提升会员复购和忠诚。同时, 全面推进即时零售, 与美国闪购、京东到家合作, 满足消费者对快速、便捷购物体验的需求, 打造新的业务增长点。

资料来源: 各公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

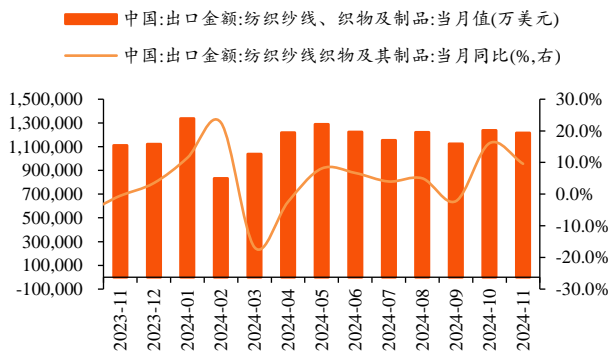
3.4. 投资主线四: 纺织制造

2025 年和 2026 年的全球国内生产总值和全球贸易量有望逐步恢复。据经合组织(OECD)最新发布的《经济展望》(Economic Outlook)预测, 尽管面临重大挑战, 全球经济仍将保持弹性, 2025 年和 2026 年的全球国内生产总值增长率将从 2024 年的 3.2% 上升到 3.3%。经合组织国家的通货膨胀率预计将进一步放缓, 从 2024 年的 5.4% 降至 2025 年的 3.8% 和 2026 年的 3%。全球贸易量正在恢复, 预计 2024 年将增长 3.6%。

2024 年以来服装出口仍保持韧性, 总体运行平稳。据中国纺织品进出

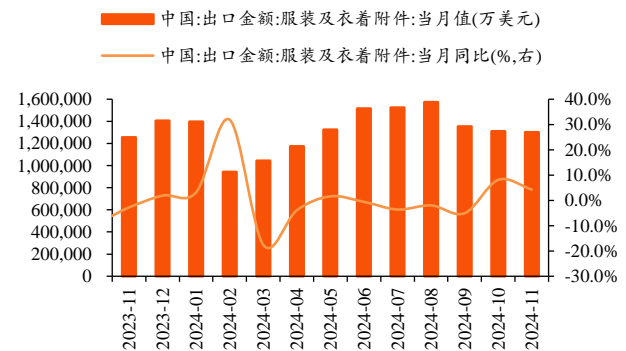
口商会，在当前世界经济复苏动能偏弱，贸易保护主义愈演愈烈，不稳定、不确定的因素增多的大背景下，2024 年以来服装出口仍保持韧性，总体运行平稳，一季度出口开局稳中有升，二、三季度出口持续下降，10 月份以来出口由降转增。据中国海关数据，1-11 月，我国纺织服装累计出口 2730.6 亿美元，增长 2.0%，其中纺织品出口 1288.4 亿美元，增长 4.6%，服装出口 1442.2 亿美元，下降 0.2%。其中，在我国稳外贸政策持续发力、海外市场需求回暖和去年基数较低等因素的拉动下，11 月我国纺织服装出口同比增长 6.8%，其中纺织品出口增长 9.5%，服装出口增长 4.3%。

图28:中国纺织纱线、织物及制品出口数据



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图29:中国服装及衣着附件出口数据



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

关税促使有海外产能布局的企业受益。虽然我国是全球最大的纺织品生产国和出口国，生产制造能力与国际贸易规模长期居于世界首位，但中国服装出口仍面临诸多挑战，包括中美经贸关系的不确定性、地缘政治冲突频发以及贸易摩擦等压力。据央视新闻和中国日报，美国时间11月6日，特朗普赢得本届美国大选，其在竞选期间宣称，将对自中国进口商品加征60%的关税，并对其他国家商品征收10%到20%的关税。我们认为，虽然关税提升，中国纺织企业的出口美国的竞争力或将承压，但一方面中国已经扩大了进口来源地和出口目的地，减少了对美贸易的依赖，2024 年我国已成为150 多个国家和地区的主要贸易伙伴，加强了贸易多元化，2024 年1月-11月，我国对美出口占中国出口总额的比例降至14.6%，创下2001 年以来的新低；另一方面，中国部分纺织企业积极布局海外产能，通过收购纺织原料基地、高端制造企业、技术研发机构以及优质品牌和市场渠道，在东南亚、非洲等地区建设生产加工基地，拥有抵御外部冲击的能力，加征关税对布局海外产能公司的业绩有望带来正面影响。

海外品牌有成长预期。从海外各品牌商给出的指引来看，大部分国际品牌对其未来业绩和财务情况较有信心，基本都有高单位数至双位数的增长预期，我们认为，海外品牌的成长预期有望带动上游订单需求的增长，从而提升纺织制造板块相关企业的业绩提升。

表6:国际品牌预期指引

	指引发布时间	指引财年	指引内容
Nike	2024/12/19	Q3FY25	收入下降两位数, 毛利率下降 300-350bp, SG&A 同比略有下降
Adidas	2024/10/15	FY2024	收入+10%, 经营利润约为 12 亿欧元
Puma	2024/11/06	FY2024	收入增长中个位数, EBIT 约为 6.2-6.7 亿欧元
Asics	2024/11/08	FY2024	收入预计达 6800 亿日元, 同比+19.2%; 经营利润+84.4%
Lululemon	2024/12/05	FY2024	Q4FY24 收入预计 34.75-35.10 亿美元, 同比+8%-10%; FY24 收入预计 104.52-104.87 亿美元, 同比+9%
迅销集团 (Uniqlo)	2024/10/10	FY2025	收入 3.4 万亿日元, 同比+9.5%, 经营利润+5.8%, 税前利润+5.0%, 归母净利润+3.5%
亚玛芬体育	2024/11/19	FY2025	FY2024 上调收入指引至+16-17%, 毛利率指引从 54.5% 上调至 55.3-55.5%; FY2025 收入预计有低双位数到中双位增长, 毛利率提升 30-70bp。

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 甬兴证券研究所

国际品牌成长预期叠加贸易摩擦扰动, 拥有海外产能布局的企业有望受益。我们认为, 随着终端需求整体回暖, 海外服装品牌业绩指引预增, 产业链下游呈温和补库的预期, 制造端企业有望受益于海外订单需求回升, 叠加贸易摩擦扰动, 以及供应链优化重组带动的行业集中度提升趋势, 建议关注拥有全球化布局及快反能力, 基本面改善的纺织制造龙头企业, 申洲国际、百隆东方、华利集团、裕元集团、伟星股份、新澳股份、浙江自然。

表7:纺织制造标的

下游客户		竞争优势
申洲国际	Nike、Uniqlo、Adidas、Puma、lululemon、安踏、特步、Lacoste 等	1) 优质客户资源: 公司是中国最大的纵向一体化针织制造商,主要生产针织运动类用品、休闲服装及内衣服装,主要客户包括 NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA 等国际知名企业,其中 NIKE、Adidas、PUMA 和 Uniqlo 合计占收入的 79.5%,这些客户订单的增长将带动公司业绩提升。此外,公司还不断拓展新客,包括安踏、lululemon、Lacoste 等,以获得新的增量收入。 2) 全球化产能布局+快反能力: 在中国宁波市经济技术开发区和越南西宁省拥有布料生产基地,在中国宁波市及安庆市、越南胡志明市及西宁市和柬埔寨金边市设有制衣工厂,并考虑进一步拓展海外产能规模,当前公司合计拥有超过 25 万公吨面料和 5.5 亿件服装的年生产力。2023 年海外工厂的成衣产出占公司总产出的 53%,同时,公司进一步完善了海外工厂在辅料、印花、绣花等生产工序上的一体化配套,有效提升了海外工厂的短交期能力。
华利集团	Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、Puma、Under Armour 等	1) 稳定客户资源: 公司是全球领先的运动鞋专业制造商,拥有大批量供货能力和快速响应能力,合作的运动休闲品牌包括 Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、Puma、Under Armour 等,主要产品覆盖跑步、健步、越野、徒步、篮球、滑板、滑雪等专业运动、大众运动及日常通勤、时尚穿搭等穿着场合。运动鞋市场需求的提升、知名运动品牌客户业绩的增长、公司对主要客户销售份额的扩张以及新客户增加,是推动公司业绩增长的主要因素。 2) 海外产能扩张: 2024 年上半年,公司产能利用率达 97.32%,接近满产,当前公司成品鞋制造工厂均位于境外,主要分布在越南北部和中部区域。2024 年上半年,公司在越南的两家新建工厂(分别是一家成品鞋工厂和一家鞋材工厂)、印度尼西亚一家新建成品鞋工厂已开始投产。2024 年下半年,公司将继续在印度尼西亚新建工厂,继续在越南扩建或新建工厂,以承接更多订单。
裕元集团	Nike、Adidas、Asics、New Balance、Salomon 及 Timberland 等	1) 制造板块: 公司是全球最大的品牌运动鞋和休闲鞋制造商,负责为国际品牌如 Nike、adidas、Asics、New Balance、Salomon 及 Timberland 等多家国际品牌拥有长期合作关系,以鞋履年产量计,在运动鞋及休闲鞋市场的占有率为全球第一。此外,公司在越南、印尼、孟加拉、柬埔寨、缅甸等国家均有布局产能,海外生产基地布局完善。 2) 零售板块: 公司通过宝胜经营运动用品零售业务,是国内最大的整合型运动用品零售网络之一,在中国各区超过 300 个城市经营管理数千家实体店舖,透过优质直营店舖、加盟店舖及全渠道经销国际知名运动品牌。2023 年宝胜施行数字化转型,以“泛微店生态圈”为主导开拓私域流量,进一步推动了全渠道对宝胜整体销售的贡献度提升。
百隆东方	申洲国际等	1) 全球化布局: 公司是全球最大色纺纱制造商之一,在 13 年就已布局海外,产能向越南转移,拥有 126 万纱锭产能,且为防止被供应链追索,越南工厂全部采购国际棉。考虑到加征关税预期,公司有望承接欧美色纺纱产能需求缺口,提升全球市场份额。 2) 技术创新与快反能力: 通过大客户申洲国际,公司与 NIKE、Uniqlo、Adidas 等国际品牌建立了长期稳定的合作关系,同时,公司也着力加强对安踏、李宁等国内品牌的渗透力。随着快时尚商业模式成为服饰发展主流,色纺纱“先染色、后纺纱”的工艺特征可有效缩短生产流程,迅速响应市场多品种、小批量、快交货的要求,因此比传统纱线具备更强竞争力。
新澳股份	下游: 服装品牌的针织原料供应商 自有品牌: CASHFEEL、NEWCHUWA、新澳、38°N、CASHQUEEN、Todd&Duncan 等	1) 羊毛应用场景多元化: 公司是全球毛纺领先企业,采购的羊毛主要为澳大利亚、新西兰等地原产羊毛。近年来,羊毛穿着向多场景、新兴场景延伸,户外运动表现相对较好,公司凭借丰富的行业经验、良好的市场口碑以及较强的开发设计能力,成为众多优质品牌客户的指定纱线供应商,与他们形成长期稳定的合作关系,客户资源壁垒较深厚。 2) 多品类发展: 公司基于纺纱主业内进行品类多元化扩容,通过设立宁夏新澳羊绒、收购英国邓肯等举措,开拓羊绒纱线市场空间,目前已形成以 CASHFEEL、NEWCHUWA、新澳、38°N、CASHQUEEN、Todd&Duncan 等为代表的自主品牌矩阵,搭建了覆盖中端、高端、奢侈端及针织服饰、运动休闲、家居家纺类等多品种、多档次、系列化的纱线产品结构体系。 3) 全球化布局: 公司在浙江基地、宁夏基地、英国苏格兰以及越南西宁省等设有 8 家生产型企业(新澳越南、新澳银川公司在建中)。公司遵循国家“双循环”新发展格局政策指引,积极构建国内业务与海外业务相互促进的市场体系,海内外产能、内外销市场形成优势互补、灵活调配。
伟星股份	迪卡侬、耐克、优衣库、ZARA、H&M、Adidas、C&A、IKEA、kappa 等	1) 优质客户资源: 公司是中国服饰辅料行业龙头企业,主营纽扣、拉链等服饰及箱包辅料产品,具有品类丰富、体积小、单价低、个性化等特点,为非标准化产品,季节性、时尚性特征明显,目前公司产品主要用于全球各类中高档品牌服装和服饰,包括迪卡侬、耐克、优衣库、ZARA、H&M、Adidas 等。 2) 智造及海外扩产优势: 公司在国内外建有八大工业基地,现已形成年产纽扣 116 亿粒、拉链 8.50 亿米的生产能力,且以数字化转型为契机,全面推行生产标准化、设备智能化、管理数据化,打造产业协同平台。高效、柔性的智造能更好地与产业链上下游互动,为品牌服装、服饰企业提供快速、优质的产品支持。
浙江自然	迪卡侬、SEA TO SUMMIT、REI、历德超市等	1) 优质客群: 公司客户覆盖专业国内外户外运动品牌、大型商超、新能源车企等类型,一方面与迪卡侬、SEA TO SUMMIT、REI、历德超市等全球知名公司建立了长期稳定的合作关系,积累了优质的全球客户资源,另一方面深度合作新能源汽车市场带来的“汽车露营”生活方式,与国内知名车企绑定合作。 2) 品类拓展: 公司立足于户外运动用品领域,建立以 TPU 复合面料、熔接加工技术为核心,依托优质客户,逐步向家用充气床垫、高级保温箱包、水上用品等多品类进行开拓。

- 3) **垂直一体化产业链优势**: 公司掌握了 TPU 薄膜生产及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术。生产流程从源头开始介入, 从而实现从原材料到中间材料到制成品的全过程自控自制, 逐渐形成垂直一体化产业链。不仅具有成本的优势, 更有质量、交期方面的综合优势, 有效提升了公司抗风险能力和议价能力。

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 甬兴证券研究所

3.5. 投资主线五: 市值管理

国家出台多项政策鼓励上市公司市值管理, 高质量发展。2024 年 11 月 15 日, 证监会发布正式版本《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》, 这是继 2014 年市值管理首次被写入资本市场顶层设计文件后, 再度发布的专门针对市值管理的重要文件, 指引要求上市公司以提高公司质量为基础, 提升经营效率和盈利能力, 并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股票回购等方式, 推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。同时, 还对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。此外, 2024 年 12 月 17 日, 国务院国资委印发了《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》, 要求中央企业以提高上市公司发展质量为基础, 规范有序开展市值管理工作, 提升上市公司投资价值。依据市值管理手段, 我们梳理出以下标的:

(1) 并购重组

通过筛选已发布公告待实施的上市公司标的, 纺织服饰行业有金发拉比、日播时尚、地素时尚和哈森股份等公司已公布重大重组项目。建议关注围绕提高主业竞争优势、增强科技创新能力、促进产业升级实施并购重组的标的: 金发拉比、日播时尚、地素时尚、哈森股份和红蜻蜓。

表8: 并购重组标的

	首次披露日期	参与角色	最新进程	重组事件
金发拉比	2024/10/09	购买方	完成	拟向广东韩妃医院投资有限公司增资获得其 2% 股权, 增资后将供给持有 51% 股权达到控制; 拟受让问美咨询、凯拓投资质押给上市公司的表决权 37.47%, 合计控制韩妃投资 88.47% 股权的表决权。
日播时尚	2024/10/17	购买方	董事会预案	拟发行股份及支付现金购买四川菌地乐材料科技集团有限公司 71% 股权并募集配套资金
地素时尚	2024/04/26	出让方	交易所审核通过	国联证券定增收购民生证券 99.26% 股权
哈森股份	2024/12/13	购买方	董事会预案	哈森股份定增收购辰钰光学 100% 股权及苏州郎克斯 45% 股权

资料来源: 各公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

(2) 股票回购

推动上市公司建立常态化股票回购增持机制, 规范减持行为, 有望控股上市公司长期破净问题, 当前纺织服饰行业有孚日股份、嘉麟杰、际华集团和健盛集团等公司已实施过股权回购。

表9:股票回购标的

	预案日	注销日	回购进度	回购均价 (元/股)	预计回购股数 (股)	已回购股数 (股)	占总股本比例 (%)
孚日股份	2012/11/28	2013/12/11	完成	3.89	24,000,000	30,482,973	3.22
	2018/08/28	2020/05/10	完成	5.42	42,850,000	30,000,000	3.17
	2020/05/07	2022/05/10	完成	5.52	25,641,025	18,109,075	1.91
	2021/01/06	2022/05/10	完成	4.07	28,570,000	38,655,100	4.08
	2023/05/17	2024/06/14	完成	4.81	60,600,000	41,574,150	4.39
	2024/10/12	-	实施	5.06	30,760,000	37,737,931	3.99
嘉麟杰	2024/06/25	-	实施	2.58	10,152,285	3,872,800	0.47
际华集团	2024/12/07	-	股东大会通过	-	44,150,110	-	-
健盛集团	2018/11/14	2024/11/14	完成	10.77	23,077,000	14,863,209	4.03
	2021/01/05	2021/05/12	完成	完成	14,577,259	23,413,700	6.35
	2020/05/19	2022/06/07	完成	10.28	156,600,624	11,679,700	3.17
	2022/11/08	2023/06/27	完成	8.21	7,380,074	12,182,000	3.30
	2024/02/07	-	实施	9.98	14,255,167	12,182,000	3.53

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

据证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划，至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估。市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。因此，我们认为破净公司实施市值管理的需求较为迫切，建议关注公司资金较为充裕的、资产负债率较低且具备一定成长性的公司，包括：鲁泰 A、联发股份、七匹狼、际华集团、百隆东方等

表10:纺织服饰行业破净公司

证券代码	证券简称	市净率 PB(LYR) 截至 2024/12/27	2024/01/01-2024/12/27 区间最高 PB(LF)	资产负债率 (%)	货币资金+交易性金融资产 (亿元)
000726.SZ	鲁泰 A	0.58	0.66	28.39	22.82
002394.SZ	联发股份	0.64	0.71	36.71	13.72
002029.SZ	七匹狼	0.74	0.88	39.76	20.70
601718.SH	际华集团	0.75	0.84	35.54	67.76
601339.SH	百隆东方	0.83	0.96	39.11	26.54
603808.SH	歌力思	0.92	1.23	33.80	5.86
000850.SZ	华茂股份	0.93	1.14	39.58	13.53
603900.SH	莱绅通灵	0.93	1.72	11.58	5.28
002144.SZ	宏达高科	0.95	1.06	7.81	5.78
603001.SH	奥康国际	0.98	1.05	27.77	5.74

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

(3) 高分红

上市公司增加现金分红频次、优化现金分红节奏、提高现金分红比例，有助于增强投资者获得感，我们选取现金分红率高于 60%、股息率超过 5% 的公司，包括：海澜之家、富安娜、地素时尚、汇洁股份、爱慕股份、雅戈尔、百隆东方、罗莱生活等。

表11:高分红标的

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2023 年现金分红率 (2024/12/27)	2023 年分红计算股息率 (2024/12/27)	2022 年分红计算股息率 (2024/12/27)
002394.SZ	联发股份	24.73	173.38	10.47	-
600398.SH	海澜之家	312.66	91.11	8.60	6.61
002327.SZ	富安娜	72.64	95.07	7.51	6.93
002867.SZ	周大生	156.17	78.36	6.67	4.21
002674.SZ	兴业科技	28.31	93.99	6.19	5.15
603587.SH	地素时尚	62.02	77.14	6.15	5.38
605599.SH	莱百股份	89.44	77.03	6.09	4.00
002763.SZ	汇洁股份	27.71	90.15	5.92	7.40
603511.SH	爱慕股份	53.22	100.13	5.73	5.73
600177.SH	雅戈尔	410.10	67.32	5.64	5.64
601339.SH	百隆东方	81.73	88.65	5.50	9.17
603365.SH	水星家纺	43.51	62.38	5.43	4.23
603908.SH	牧高笛	21.05	74.93	5.32	5.32
002154.SZ	报喜鸟	68.88	52.28	5.30	8.47
600916.SH	中国黄金	147.17	77.66	5.14	3.42
002293.SZ	罗莱生活	66.15	58.31	5.03	7.54

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 风险提示

- 1、消费复苏进度不及预期: 当前海外及国内消费环境仍处于波动态势, 如若消费复苏以及促消费政策落地不及预期, 影响居民消费能力和消费意愿, 将对各公司业绩产生影响。
- 2、行业竞争加剧: 纺服板块企业数量众多, 行业竞争较为激烈, 若公司不能持续投入资源进行产品开发、供应链优化、市场维护和开拓等举措以应对竞争环境, 公司业绩及盈利能力将会承压。
- 3、原材料价格波动: 原材料价格波动将对制造端企业成本管控带来影响, 如若无法顺利传导至下游, 或将影响公司盈利能力。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。