

## 纺织服装行业2025年度投资策略报告——

# 从单边行情走向双边轮动

证券分析师：郭彬

分析师登记编号：S119051909001

研究助理：龚书慧

一般证券业务登记编号：S1190524100004

## 报告摘要

**行情回顾与2025年前瞻：**1) 后疫情时代，A股纺织服装行业经历了2023年（品牌>制造）和2024年（制造>品牌）两年相对单边的行情。2023年品牌端表现较强主要是由于疫情期间可选消费需求的低基数效应和集中释放；2024年制造端强势主要是于海外市场库存周期去化和需求复苏。基本面层面，我们认为以品牌服饰为代表的可选消费在政策刺激和信心重建下正在踏入逐步复苏的通道，宏观环境好于2024年；制造端我们认为市场担忧的关税问题实际影响被高估，制造企业经历上一轮关税变化后应对相对成熟。风险偏好层面，“924”政策后中小标的受市场青睐明显提升。因此综上我们判断2025年A股纺织服装行业从品牌和制造的相对单边行情走向更频繁的轮动。具体体现在制造端的优质企业有望在2025年继续体现业绩韧性，品牌端企业有望阶段性体现风险偏好（复苏超预期型）和避险需求（高股息低估值型）。2) 港股品牌服饰依然处于风险偏好的低潮期，仍需基本面超预期因素催化板块。

### 品牌服饰:24年整体表现符合基本面趋势，25年把握结构性和波段轮动机会

- **板块表现：**1) 社零数据：24H1温和修复，必选表现优于可选，6月整体承压明显。Q3可选消费逐季改善；10月在国庆和双十一前置下，服装、化妆品零售增速明显反弹；叠加之后消费政策发力，终端消费情绪改善；2) **板块表现**：户外高景气，男装表现韧性，女装&休闲延续弱复苏。
- **投资主线：**1) 运动是长逻辑赛道，关注小众运动和质价比消费；2) 业绩稳定+高股息+消费补贴政策催化的家纺板块；3) 内部业务调整有望释放高弹性，关注复苏超预期的品牌企业。
- **推荐逻辑：**1) 高景气赛道+优质公司：**安踏体育、361度**；2) 业务调整带来高弹性的品牌：**海澜之家、锦泓集团、森马服饰、南极电商**；3) 高分红和政策催化，经营趋势向好；4) 品牌质地扎实，有望享受复苏估值提升的细分赛道头部品牌：**比音勒芬、报喜鸟、歌力思**。

## 报告摘要

**纺织制造：行业趋势向好，优选竞争优势凸显的细分龙头**

- **板块表现：**1) **零售：**22Q2-23Q1美国服装零售业的库销比持续提升，23Q2开始进入去库周期，24年销售额同比增长、库销比同比降低；2) **出口：**23Q4以来，中国和越南的纺织制品的出口同比变动呈现明显回暖趋势；且越南反弹快于国内。
- 3) **板块表现：**23Q4以来，国内制造商订单陆续回暖，24H1在低基数+品牌商补库需求下，收入和利润快速增长；24Q3基数效应+补库边际效应减弱，增速有所放缓。
- **投资主线：**1) 长期景气的运动产业链，头部集中趋势延续；2) 成长逻辑顺畅的细分赛道龙头企业；
- **推荐逻辑：**（1）长期景气的运动产业链龙头，份额有望持续提升：**华利集团、裕元集团等**；（2）格局优化、产能释放、产品结构升级带来的布局机会：**浙江自然、开润股份、南山智尚等**细分赛道龙头。

**风险提示：**市场竞争加剧、品牌调整不及预期、终端恢复不及预期，海外需求恢复不及预期、汇率剧烈波动、原材料价格剧烈波动等

# 目录

## 1、行业回顾

- 行情回顾：纺服板块年内涨幅位于全市场/可选消费中下游
- 基金持仓：24Q3板块持仓同比/环比提升
- 板块表现：收入端先于利润端修复，制造&户外领跑

## 2、品牌服饰：户外高景气，把握结构性和波段轮动机会

- 板块表现：户外高景气，男装表现韧性，女装&休闲延续弱复苏
- 投资主线：运动户外，高股息，业绩弹性大

## 3、纺织制造：行业趋势向好，优选竞争优势凸显的细分龙头

- 板块表现：24年去库周期结束带动制造订单回暖
- 投资主线：头部集中趋势延续，关注成长逻辑顺畅的细分赛道龙头

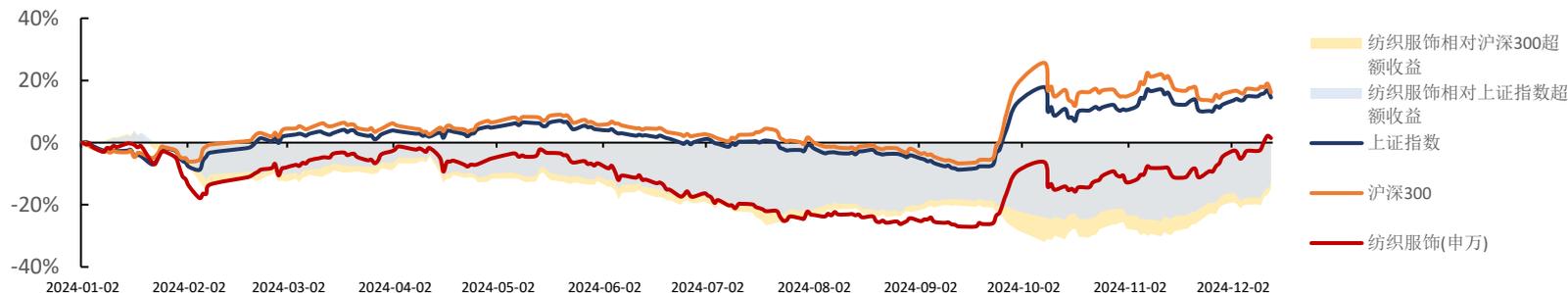
## 1、行业回顾：

- 行情回顾：纺服板块年内涨幅位于全市场/可选消费中下游
- 基金持仓：24Q3板块持仓同比/环比提升
- 板块表现：板块收入微增、利润承压，制造&户外领跑

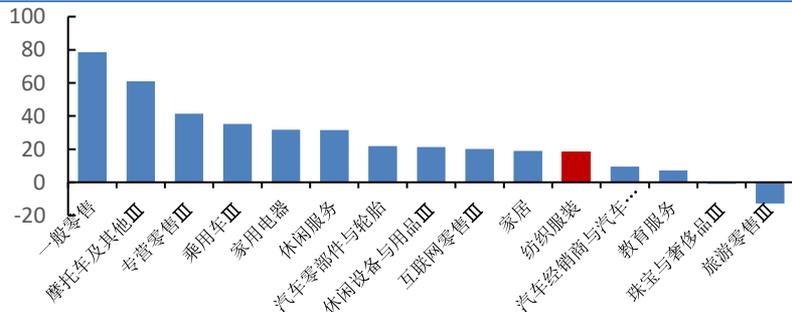
## 1.1 行情回顾：纺服板块年内涨幅位于全市场/可选消费中下游

- 后疫情时代，A股纺织服装行业经历了2023年（品牌>制造）和2024年（制造>品牌）两年相对单边的行情。
- 纺织服饰板块：24年至今，SW纺织服饰相较于上证指数和沪深300的变化幅度-13.05%和-14.70%，跑输指数；纺织服饰（中证）在可选消费品中涨幅居后；多数子板块年内景气度向上，其中纺织制造鞋类的涨幅靠前。

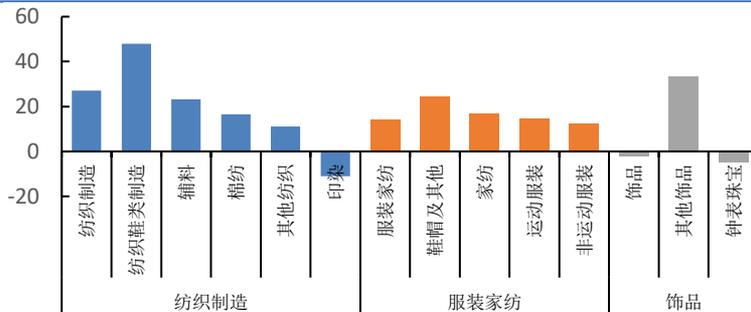
图表1：纺织服饰（申万）行情回顾（2024/1/1至今）



图表2：纺织服饰（中证）在可选消费板块中的收益率（2024/1/1至今）



图表3：纺服子板块的市值涨幅（2024/1/1至今）

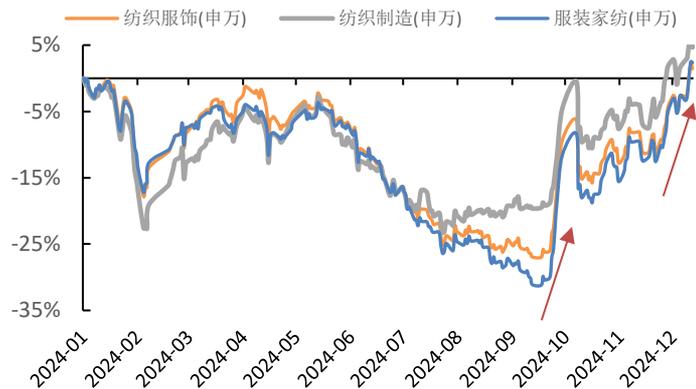


资料来源：Wind，太平洋证券

## 1.1 行情回顾：政策加码，消费复苏进行中

- **板块表现：**2024年初至2024/12/13，SW纺织服饰指数+1.45%；其中6-9月震荡明显，9月底开始板块整体反弹，12月初消费刺激政策加码，板块年内收益率转正。
- **个股表现：**9/24至今，A股纺织制造板块整体涨幅较大，其中稳健医疗在医疗+消费双轮驱动下，表现领跑；裕元集团受战略聚焦制造+客户补库带动+新客放量带动，年内涨幅亮眼；H股中**361度**和**特步国际**受益于性价比消费，基本面表现稳定；森马服饰受益渠道补库业绩表现领跑，水星家纺受益于家纺补贴政策。

图表4：SW纺织服饰指数走势



图表5：纺织服饰个股表现

分类	证券代码	证券名称	最新总市值		9/24至今			年初至今			23A	EPS			23A	PE			23A	EPS			23A	PE			
			值	涨幅	涨幅	涨幅	23A	24E	25E	23A		24E	25E	23A		24E	25E	23A		24E	25E						
纺织制造	000888.SZ	稳健医疗	247	79.6%	17.3%	1.00	1.40	1.73	43	30	24																
	002042.SZ	华孚时尚	89	77.4%	23.0%	0.04	0.04	0.08	134	119	69																
	300918.SZ	南山智尚	43	62.0%	15.5%	0.55	0.58	0.70	21	20	17																
	605080.SH	浙江自然	31	53.3%	4.4%	0.92	1.28	1.56	24	17	14																
	603908.SH	牧高笛	25	45.7%	2.8%	1.14	1.10	1.26	23	24	21																
	603307.SH	扬州金泉	25	41.8%	-13.0%	3.40	2.22	2.67	11	17	14																
	300577.SZ	开润股份	64	35.5%	85.1%	0.48	1.59	1.64	56	17	16																
	000726.SZ	鲁泰A	50	32.8%	11.3%	0.49	0.51	0.64	14	14	11																
	605138.SH	盛泰集团	34	28.1%	-19.2%	0.19	0.14	0.29	33	43	21																
	0551.HK	裕元集团	289	26.8%	124.6%	0.17	0.28	0.32	105	64	57																
	603055.SH	台华新材	106	24.9%	0.5%	0.50	0.89	1.05	24	13	11																
	601339.SH	百隆东方	85	23.7%	23.5%	0.34	0.37	0.48	17	16	12																
	605189.SH	富春染织	21	22.3%	-13.0%	0.70	1.11	1.42	20	13	10																
300979.SZ	华利集团	893	16.2%	48.0%	2.74	3.32	3.84	28	23	20																	
603889.SH	新澳股份	53	14.8%	5.7%	0.55	0.59	0.66	13	12	11																	
603558.SH	健盛集团	38	8.1%	11.8%	0.73	0.88	1.02	14	12	10																	
002003.SZ	伟星股份	150	4.4%	24.7%	0.48	0.60	0.70	27	21	18																	
2313.HK	申洲国际	894	-4.0%	-23.5%	3.03	3.88	4.38	20	15	14																	
港股服饰零售	1361.HK	361度	89	32.5%	34.4%	0.46	0.54	0.63	9	8	7																
	1368.HK	特步国际	156	29.3%	62.0%	0.38	0.47	0.53	15	12	11																
	2331.HK	李宁	439	16.6%	-15.3%	1.23	1.22	1.35	14	14	13																
	2020.HK	安踏体育	2304	10.8%	10.6%	3.62	4.77	4.89	23	17	17																
	3998.HK	波司登	448	9.5%	20.8%	0.28	0.32	0.37	14	13	11																
中高端服饰	002154.SZ	报喜鸟	76	57.5%	-1.8%	0.48	0.40	0.46	11	13	11																
	603518.SH	锦泓集团	34	54.0%	0.0%	0.86	0.85	0.99	11	11	10																
	003016.SZ	欣贺股份	40	51.8%	17.6%	0.23	0.19	0.21	40	50	45																
	603808.SH	歌力思	31	39.2%	-6.5%	0.29	0.27	0.53	29	31	16																
	601566.SH	九牧王	52	36.4%	-5.7%	0.33	0.36	0.50	27	26	18																
	603587.SH	地素时尚	67	36.1%	13.9%	1.03	0.76	0.87	14	18	16																
	002832.SZ	比音勒芬	123	28.5%	-28.2%	1.60	1.64	1.88	14	13	11																
大众服饰	002563.SZ	森马服饰	191	53.3%	28.8%	0.42	0.44	0.51	17	16	14																
	603877.SH	太平鸟	73	38.0%	-6.2%	0.89	0.70	0.88	17	22	17																
	600398.SH	海澜之家	313	16.7%	-3.1%	0.67	0.51	0.58	10	13	11																
家纺	603365.SH	水星家纺	46	55.4%	29.5%	1.44	1.33	1.51	12	13	12																
	002293.SZ	罗莱生活	73	46.0%	1.6%	0.69	0.51	0.62	13	17	14																
	002327.SZ	富安娜	79	27.8%	1.9%	0.68	0.64	0.69	14	15	14																

资料来源：Wind，太平洋证券

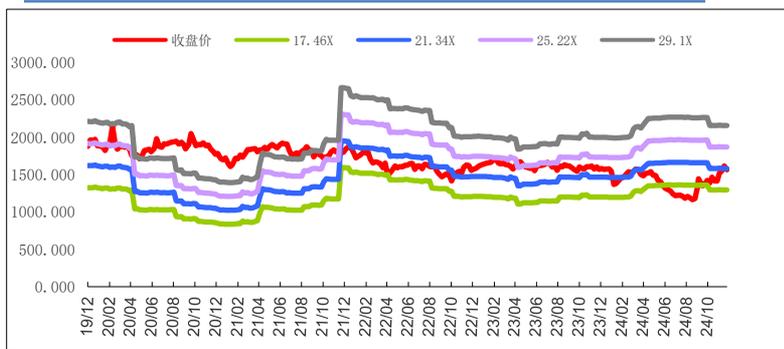
## 1.2 板块持仓：24Q3板块持仓同比/环比提升

■ A股纺织服装板块2024Q3重仓市值占比0.44%，配置比例同比上升0.04pct/环比上升0.03pct。

图表6：纺织服装行业持仓占基金持仓比重



图表8：纺织服饰（申万）PE-Band，估值仍处于低位



资料来源：Wind，太平洋证券

图表7：24Q3 A股 & 港股纺织服装基金持仓明细（2024年三季度重仓）

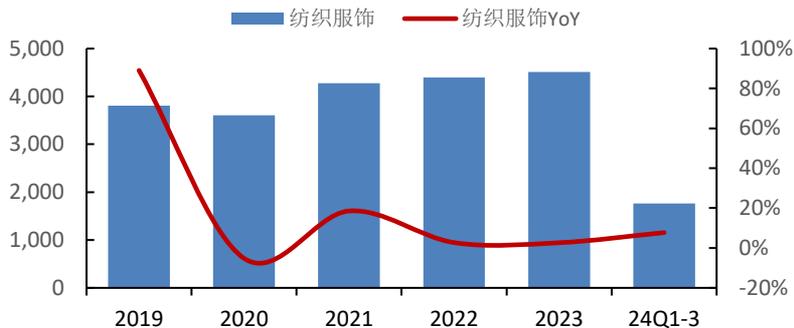
股票代码	股票简称	持股基金数量	持股基金数量较Q2变化	持股总市值(万元)	持股总市值较Q2变化(万元)	持股数量(万股)	季度持仓变动(万股)	区间涨跌幅(%)	持股占流通股比(%)
300979.SZ	华利集团	54	14	187364	74543	2535	793	21.5	2.17
600398.SH	海澜之家	51	-42	82700	-183024	10910	5821	-14.7	2.27
002003.SZ	伟星股份	42	3	109829	-45063	7873	469	12.9	7.79
002832.SZ	比音勒芬	32	-5	101789	-61188	4194	182	5.7	10.77
603558.SH	健盛集团	24	3	25111	12668	2345	1483	10.0	6.35
603889.SH	新澳股份	22	0	8404	741	1133	328	-4.1	1.58
002867.SZ	周大生	19	4	24513	8665	1858	675	5.9	1.72
603055.SH	台华新材	19	9	46657	17125	3784	869	21.7	4.27
600612.SH	老凤祥	17	-6	11612	-7027	185	8	11.7	0.35
300577.SZ	开润股份	14	9	42208	22818	1707	792	18.7	12.17
002327.SZ	富安娜	13	-3	18923	-7934	2013	451	-6.5	4.15
600177.SH	雅戈尔	12	-19	7906	-32573	978	788	15.2	0.21
002154.SZ	报喜鸟	9	-7	32789	-9462	7486	2519	-17.8	6.35
002563.SZ	森马服饰	8	7	13904	13656	2203	2203	8.6	1.00
601339.SH	百隆东方	5	1	559	-191	106	46	1.7	0.07
002345.SZ	潮宏基	4	3	375	-510	67	67	18.6	0.08
600987.SH	航民股份	4	1	105	-1116	13	13	11.9	0.01
603307.SH	扬州金泉	4	0	2679	91	82	0	5.0	4.84
603365.SH	水星家纺	4	3	446	152	31	31	-7.9	0.12
605599.SH	莱百股份	4	-3	562	-7228	47	20	-6.6	0.06
002083.SZ	孚日股份	2	2	202	202	40	40	23.4	0.05
600916.SH	中国黄金	2	-6	107	-5944	11	11	-1.6	0.01
603518.SH	锦泓集团	2	2	1503	1503	187	0	-5.7	0.54
605189.SH	富春染织	2	0	1455	964	109	109	24.9	0.73
000726.SZ	晋泰A	1	-3	567	-293	87	8	-1.2	0.11
002293.SZ	罗莱生活	1	1	62	62	8	8	-3.5	0.01
002612.SZ	朗姿股份	1	0	54	-9	3	-1	21.3	0.01
300819.SZ	聚杰微纤	1	1	39	39	3	3	11.8	0.02
300945.SZ	曼卡龙	1	0	557	-427	54	-56	15.8	0.23
600527.SH	江南高纤	1	1	298	298	175	175	18.1	0.10

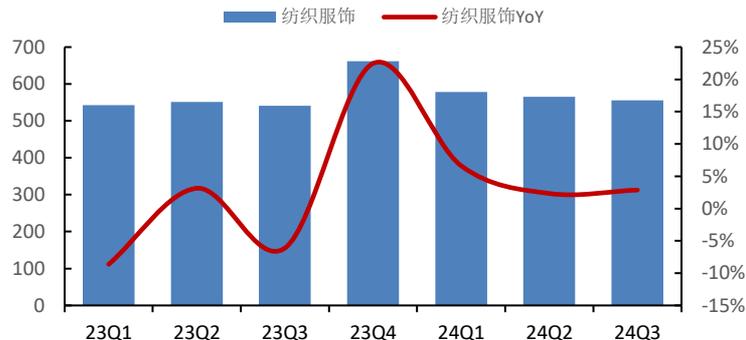
股票代码	股票简称	持股基金数量	持股基金数量较Q2变化	持股总市值(万元)	持股总市值较Q2变化(万元)	持股数量(万股)	季度持仓变动(万股)	区间涨跌幅(%)	持股占流通股比(%)
2020.HK	安瑞体育	45	12	97189	11723	1141	-14	27.93	0.40
2331.HK	李宁	15	0	72432	17874	4077	766	20.06	1.58
1368.HK	特步国际	14	1	47031	17939	8635	3839	42.41	3.27
2313.HK	中洲国际	13	-1	61292	-25975	963	-219	-5.83	0.64
3998.HK	波司登	11	-12	14665	-28034	3647	525	-3.64	0.33
0551.HK	裕元集团	2	0	467	211	35	24	1.20	0.02

## 1.3 板块表现：收入端先于利润端修复

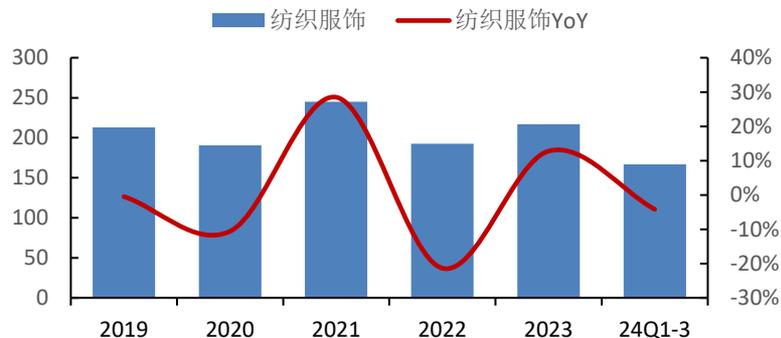
图表9：年度：A股纺织服装板块营业总收入（亿元）及增速



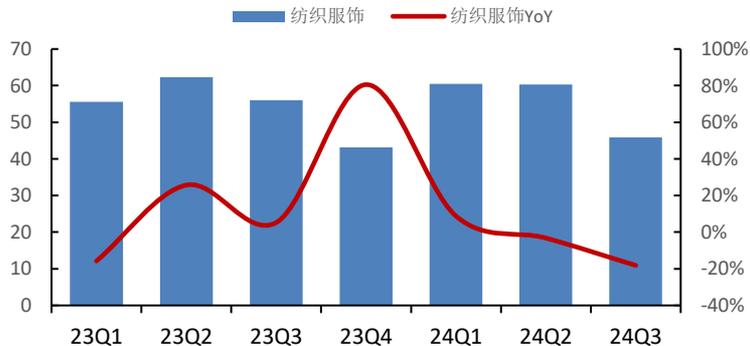
图表10：单季度：A股纺织服装板块营业总收入（亿元）及增速



图表11：年度：A股纺织服装板块归母净利润（亿元）及增速



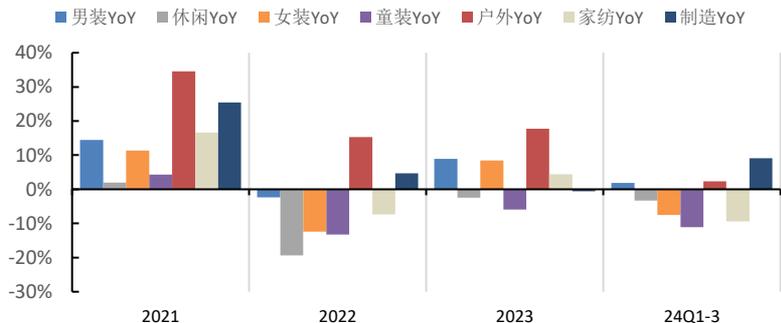
图表12：单季度：A股纺织服装板块归母净利润（亿元）及增速



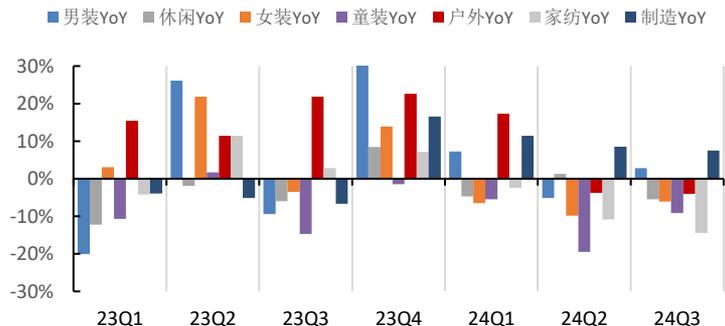
资料来源：Wind，太平洋证券

## 1.4 子板块表现：24年制造&户外领跑

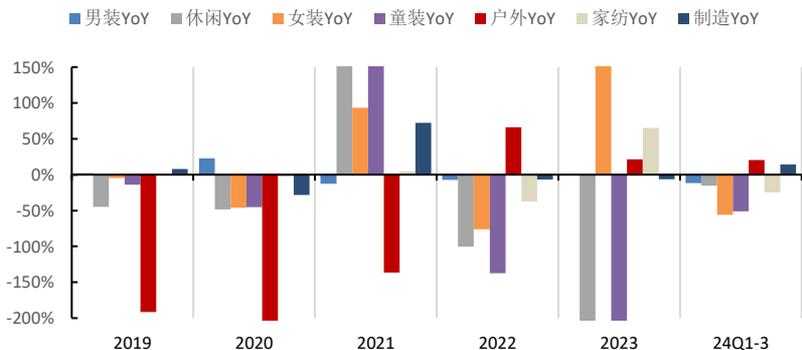
图表13：年度：A股纺织服装分板块的营收增速



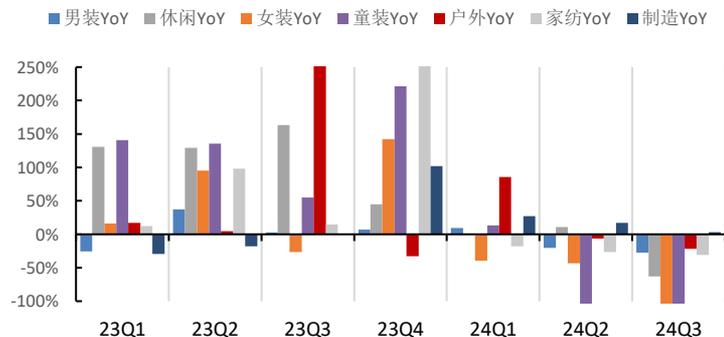
图表14：单季度：A股纺织服装分板块的营收增速



图表15：年度：A股纺织服装分板块的归母净利润增速



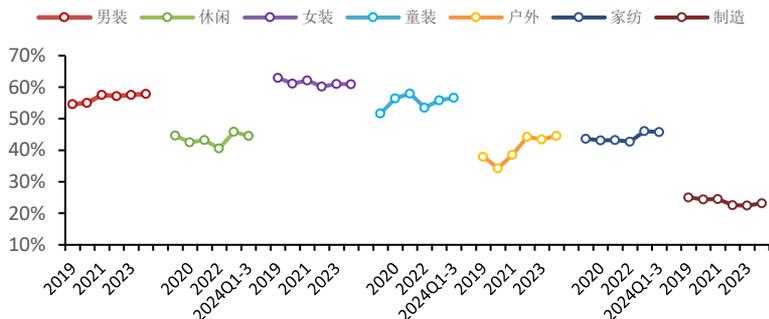
图表16：单季度：A股纺织服装分板块的归母净利润增速



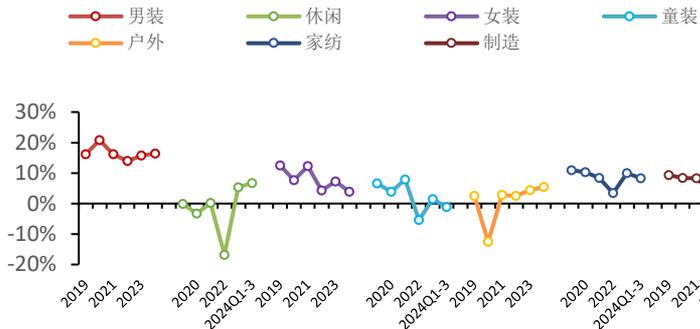
资料来源：Wind，太平洋证券

## 1.4 盈利&营运能力：户外&制造盈利能力向上，男装韧性，家纺稳健

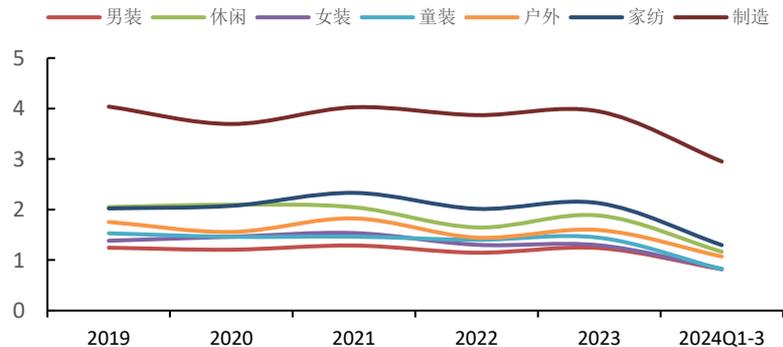
图表17： A股纺织服装分板块毛利率变化



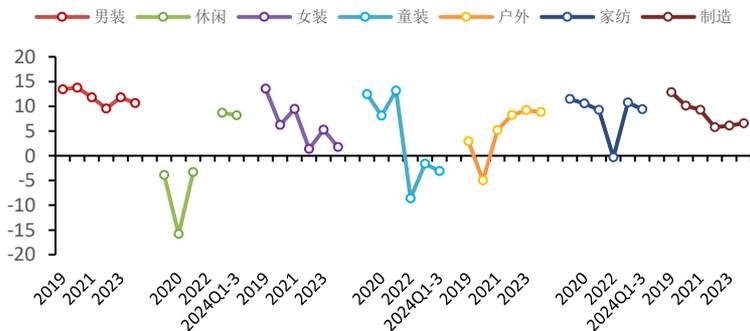
图表18：单季度： A股纺织服装分板块归母净利率变化



图表19： A股纺织服装板块分板块的存货周转率



图表20：单季度： A股纺织服装分板块的存货周转天数（天）



资料来源：Wind，太平洋证券

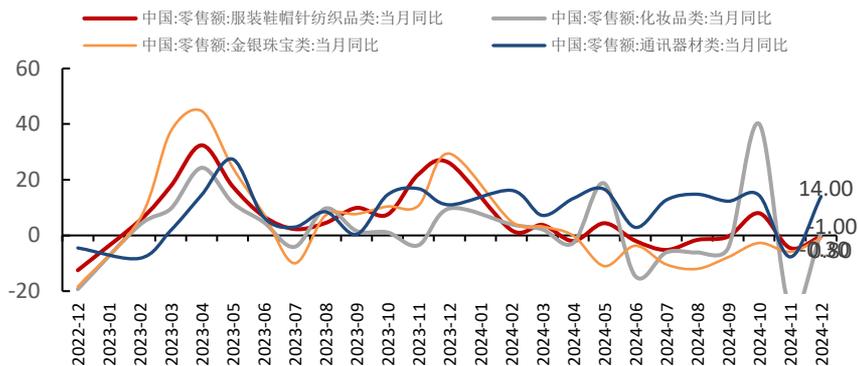
## 2、品牌服饰：户外高景气，把握结构性和波段轮动机会

- 板块表现：户外高景气，男装表现韧性，女装&休闲延续弱复苏
- 投资主线：运动户外，高股息，业绩弹性大

## 2.1 社零情况：政策发力+消费情绪修复，看好内需复苏

- 24H1温和修复，必选表现优于可选，6月整体承压明显。
- Q3可选消费逐季改善；
- 10月在国庆和双十一前置下，服装、化妆品零售增速明显反弹；叠加之后消费政策发力，终端消费情绪改善；
- 11月服装、化妆品的增速有所回落，与去年同期双十一带来的高基数有关。
- 12月增速环比改善明显。

图表21：限额可选消费同比增速



图表22：社零数据

分品类当月同比		2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	环比上月	较去年同期
总额	社零总额	3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10	5.50	7.40	0.7	-3.7
	限上企业消费品总额	4.00	1.30	6.20	2.60	-0.60	-0.10	-0.60	3.40	0.90	2.60	6.70	6.60	2.7	-2.6
必选	粮油食品	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	8.50	11.00	9.00	5.80	-0.2	4.1
	饮料	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	6.40	5.80	6.90	7.70	-4.2	-16.2
	烟酒	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	8.40	9.40	13.70	8.30	13.5	2.1
	日用品	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	4.40	3.50	-0.70	-5.90	5.0	12.2
可选消费	服装鞋帽针纺织品	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	-2.00	3.80	1.90	26.00	4.2	-26.3
	化妆品	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	-2.70	2.20	4.00	9.70	27.2	-8.9
	金银珠宝	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	-0.10	3.20	5.00	29.40	4.9	-30.4
	通讯器材	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	13.30	7.20	16.20	11.00	21.7	3.0
	家用电器和音响器材	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	4.50	5.80	5.70	-0.10	17.1	39.4
	家具类	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	1.20	0.20	4.60	2.30	-1.7	6.5
	汽车	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-5.60	-3.70	8.70	4.00	-6.1	-3.5
其他	文化办公	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-4.40	-6.60	-8.80	-9.00	15.0	18.1
	石油及制品	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	1.60	3.50	5.00	8.60	4.3	-11.4
	建材及装潢材料	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	-4.50	2.80	2.10	-7.50	-2.1	8.3
	中西药品	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	7.80	5.90	2.00	-18.00	1.8	17.1

资料来源：Wind，太平洋证券

## 2.1 板块表现：户外高景气，男装表现韧性，女装&休闲延续弱复苏

图表23： A股部分品牌服饰企业分季度收入/利润增速

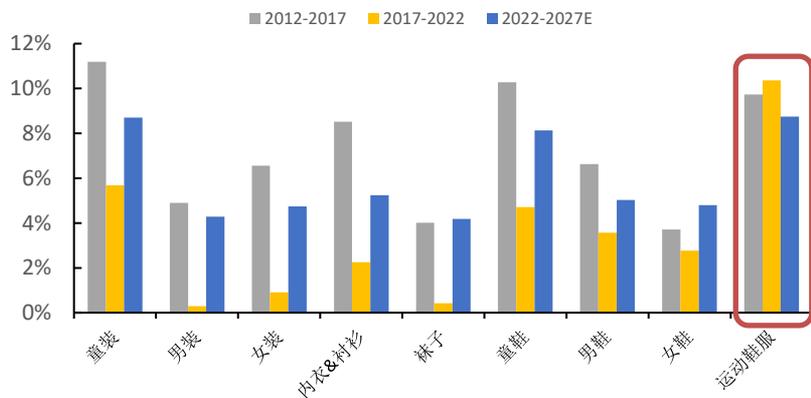
分类	证券代码	证券名称	最新总市值	最新收盘价	年初至今涨幅	收入同比增速					归母净利润同比增速					扣非归母净利润同比增速				
						23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势
男装	600398.SH	海澜之家	312	6.5	-3.4%	21.9%	8.7%	-5.9%	-11.0%		23%	10.4%	-14.4%	-64.9%		57%	10.8%	-28%	-57%	
	601566.SH	九牧王	51	8.8	3.7%	37.1%	21.7%	1.2%	-6.3%		329%	11.3%	-1112.3%	2104.3%		2747%	95.4%	-294%	-501%	
	002832.SZ	比音勒芬	122	21.4	-29.1%	12.1%	17.6%	10.5%	-4.4%		-1%	20.4%	1.7%	-17.3%		4%	21.9%	16%	-20%	
	002154.SZ	报喜鸟	74	5.1	-1.3%	24.5%	4.8%	-4.5%	-11.7%		92%	-2.1%	-38.3%	-51.7%		104%	6.9%	-44%	-60%	
	002029.SZ	七匹狼	48	6.9	22.8%	10.5%	-1.8%	-9.4%	-12.9%		28%	19.5%	17.0%	10.9%		60%	-7.7%	-71%	-4352%	
600177.SH	雅戈尔	393	8.5	42.6%	215.4%	1.4%	-7.9%	69.6%		-16%	6.9%	-21.7%	3.0%		-5%	14.1%	-21%	6%		
女装	003016.SZ	欣贺股份	40	9.3	17.6%	5.2%	-19.1%	-24.7%	-20.7%		-7407%	-88.5%	-102.1%	-260.5%		-172%	-89.7%	-107%	-308%	
	301088.SZ	戎美股份	35	15.4	5.4%	-26.7%	-12.9%	-10.7%	11.9%		-61%	-28.5%	-2.7%	188.5%		-38%	-38.2%	-47%	727%	
	603196.SH	日播时尚	37	15.6	15.6%	28.0%	-18.5%	2.0%	-13.1%		69%	-165.0%	-181.5%	-184.1%		64%	-201.8%	-55%	-228%	
	603518.SH	锦泓集团	33	9.4	-1.8%	21.5%	-1.2%	-2.0%	-14.2%		30175%	13.2%	-22.4%	-70.6%		1820%	12.2%	-21%	-94%	
	603587.SH	地素时尚	64	13.4	8.6%	17.9%	-12.0%	-7.1%	-19.0%		761%	-33.0%	-21.0%	-47.1%		68%	-32.3%	-21%	-48%	
	603808.SH	歌力思	28	7.7	-12.9%	30.9%	12.5%	-1.1%	1.6%		50%	-38.2%	-52.9%	-238.5%		29%	-31.0%	-57%	-286%	
603839.SH	安正时尚	27	6.7	-17.2%	-1.6%	-15.7%	-25.8%	43.4%		104%	-150.0%	200.4%	-907.5%		94%	-200.4%	107%	-342%		
休闲	002269.SZ	美邦服饰	59	2.4	38.0%	9.9%	-31.4%	-10.8%	-60.3%		83%	55.4%	125.8%	-179.6%		-276%	-61.8%	100%	8%	
	002563.SZ	森马服饰	195	7.2	31.0%	8.5%	4.6%	10.1%	3.2%		-21%	11.4%	0.7%	-36.0%		-25%	15.5%	8%	-34%	
	603877.SH	太平鸟	72	15.1	-13.4%	8.0%	-12.9%	-12.3%	-13.9%		538%	-26.9%	-62.9%	-53.8%		608%	-39.2%	-8769%	-73%	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	67	8.1	-6.3%	-2.2%	-12.3%	-16.3%	-15.6%		-17%	-49.5%	-35.7%	-21.7%		-21%	-46.5%	-44%	-23%	
	002327.SZ	富安娜	75	9.0	6.7%	0.7%	5.2%	0.5%	-11.2%		9%	10.2%	-11.7%	-40.8%		13%	2.4%	-4%	-40%	
	002397.SZ	梦洁股份	24	3.2	-22.9%	9.0%	-11.6%	-15.6%	-28.1%		97%	-19.1%	9.5%	-95.2%		96%	-34.1%	20%	-138%	
	603365.SH	水星家纺	43	16.5	21.3%	25.0%	11.8%	-8.9%	-8.4%		33%	11.5%	-38.6%	-22.8%		35%	20.3%	-28%	-33%	
户外	002780.SZ	三夫户外	21	13.0	4.1%	51.9%	-9.9%	-7.5%	-5.1%		2048%	-94.7%	154.0%	-43.9%		872%	-94.8%	66%	168%	
	603908.SH	牧高笛	23	24.4	-4.5%	8.2%	3.7%	-7.4%	-16.8%		-131%	9.3%	-30.2%	2.1%		-150%	16.9%	-32%	-152%	
	300005.SZ	探路者	69	7.8	18.3%	17.8%	57.7%	4.1%	6.5%		-56%	286.6%	348.0%	-33.6%		-906%	417.9%	280798%	-55%	
童装	002875.SZ	安奈儿	33	15.4	3.2%	-8.4%	-10.0%	-23.6%	-29.4%		69%	273.9%	-121.8%	0.4%		73%	205.6%	-86%	5%	
	301276.SZ	嘉曼服饰	24	21.8	-1.5%	2.8%	-2.2%	-16.1%	7.1%		-15%	-17.5%	23.0%	-62.8%		-6%	0.8%	-35%	48%	

资料来源：Wind，太平洋证券

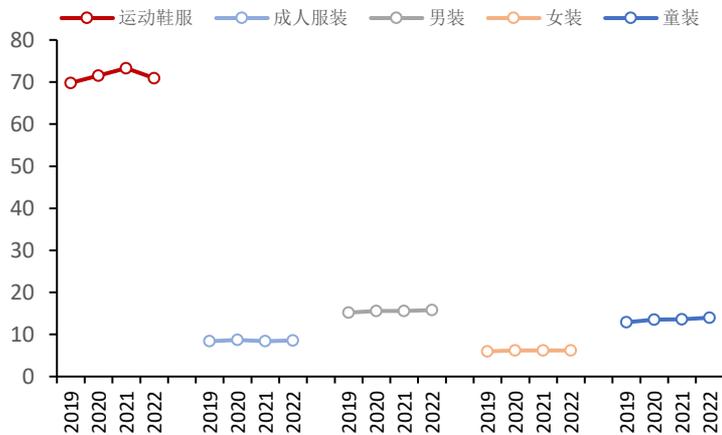
## 2.2 投资主线一：运动是长逻辑赛道，关注小众运动和质价比消费

- **运动服饰仍是长逻辑确定性最强的细分赛道。**根据欧睿数据，到2026年中国运动鞋服行业规模依然保持较强的增长趋势，复合增速有望达12.3%。近些年多项户外运动的政策出台，我们认为未来运动服饰赛道增长确定性来自于人口基数下带来的体育运动和细分健身户外项目的参与度+渗透率提升+政策推动。
- **运动服饰赛道龙头集中度天花板较高。**运动鞋服行业集中度明显高于其他细分行业，CR10在2022年达到85%，CR5较21年有所下滑主要系国际头部品牌的市占率下滑（Nike/Adidas下滑1.1/4pct）。
- **国货崛起趋势不变。**22年安踏/李宁/361°/特步的市占率分别提升1.9/1.1/0.4/1.3pct，预计国潮预计形成长期效应，尤其是90、95和00后的消费者对国产品牌的好感度和接受度持续提升，耐克，阿迪仍存在相当大的市场被替代空间，国产品牌增长动力十足。

图表24：运动鞋服22-27E终端零售额的复合增速仍领先于其他细分赛道



图表25：各细分赛道CR5的变化趋势



资料来源：Euromonitor，太平洋证券

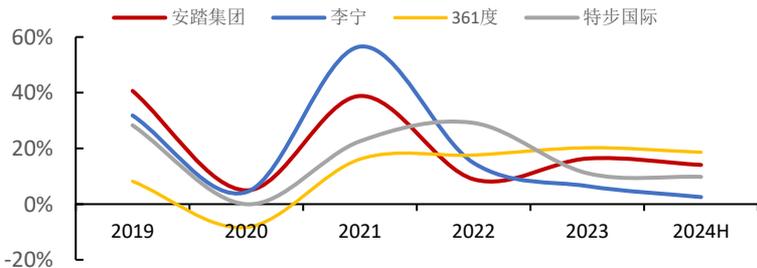
## 2.2 投资主线一：运动是长逻辑赛道，关注小众运动和质价比消费

- 24年需求承压下头部运动服饰品牌具备韧性，其中定位细分赛道的迪桑特、可隆保持快速增长，顺应质价比趋势、深耕大众市场的安踏、361度和特步实现稳健增长。
- 行业趋势：1) 关注新技术推出，过去一直由国际品牌主导，输出核心技术和产品，比如Nike的Air Zoom、Adidas的Boost等；2) 国内VS国际品牌：变革性技术缺位的背景下，国内品牌在国潮趋势下加快品牌露出和渠道布局，抢占市场份额；3) 国内品牌竞争：占领核心品类如跑鞋、篮球鞋的消费者心智，技术升级强化产品力，绑定稀缺的运动员、赞助专业赛道提高品牌露出；消费升级背景下关注渠道力(如稀缺高端商场资源)和品牌力领先的品牌；质价比趋势下具备卓越零售运营能力的品牌保持稳健增长；其中具备多品牌矩阵、强运营能力的集团能够穿越时间周期兑现稳健增长。

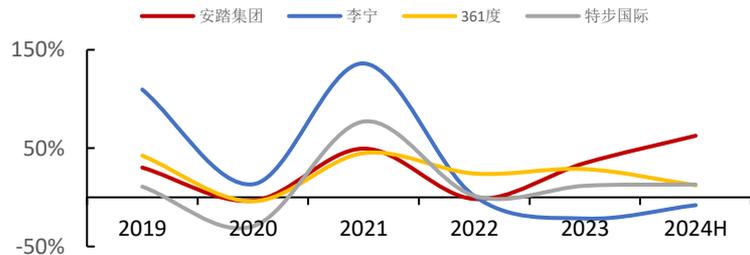
图表26：各运动鞋服品牌的2022-24年流水情况

流水表现	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>安踏牌</b>	10%-20%高段增长	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	10%-20%高段增长	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长
<b>FILA牌</b>	中单位数增长	高单位数下滑	10%-20%低段增长	10%-20%低段下滑	高单位数增长	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	25%-30%增长	高单位数增长	中单位数增长	低单位数下滑
<b>安踏其他品牌(迪桑特、可隆)</b>	40%-45%增长	20-25%增长	40%-45%增长	10%-20%低段增长	75%-80%增长	70%-75%增长	45%-50%增长	55%-60%增长	25%-30%增长	40%-45%增长	45%-50%增长
<b>李宁主品牌</b>	20%-30%高段增长	高单位数下滑	10%-20%中段增长	10%-20%低段下滑	中单位数增长	10%-20%低段增长	中单位数增长	20%-30%低段增长	低单位数增长	低单位数下滑	中单位数下滑
<b>特步主品牌</b>	30%-35%增长	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数下滑	约20%	高双位数增长	高双位数增长	30%+增长	高单位数增长	约10%增长	中单位数增长
<b>361°主品牌(线下)</b>	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	持平	低双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	20%+增长	高双位数增长	约10%增长	约10%增长

图表27：运动鞋服公司的收入增速



图表28：运动服饰公司的利润增速



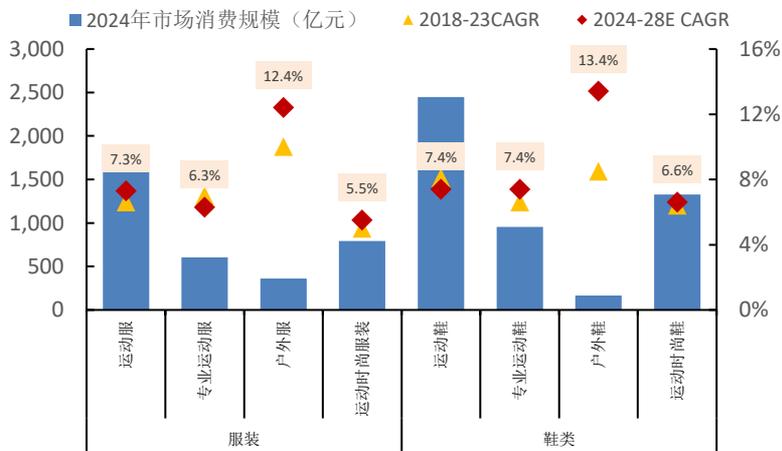
资料来源：各公司公告，太平洋证券

## 2.2 投资主线一：运动是长逻辑赛道，关注小众运动和质价比消费

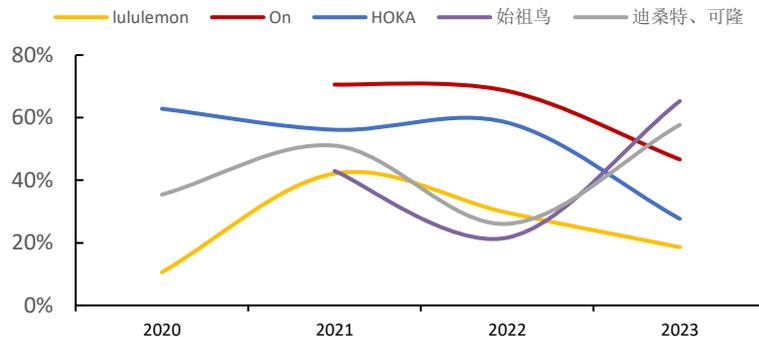
国内运动鞋/服2024-28年市场消费规模CAGR预计在7.4%/7.3%，其中户外鞋/服在13.4%/12.4%，呈现高景气；专业运动鞋/服在7.4%/6.3%，其中跑鞋作为规模最大的成熟市场，随着运动场景趋于细分，新锐品牌突飞猛进。

- 国内外运动企业布局户外赛道：1) 自有品牌推出户外产品系列，2) 孵化新品牌，3) 收购具备户外基因的品牌；
- 小众细分赛道：关注女子瑜伽（Lululemon、MAIA Active）、滑雪（迪桑特）、网球（威尔逊）、高尔夫（FILA）、专业跑步（On、Hoka）等。
- 质价比消费：消费温和复苏的背景下，消费者需求结构分级，极致质价比的服饰在部分消费需求下沉、县乡消费极大释放的大环境下，获得了新的发展空间。

图表29：细分垂类的品类的规模及未来增速预期



图表30：细分赛道中新锐品牌快速增长



注：各品牌财年数据存在差异，FY2020年为例，lulu(2020/2/1-2021/1/28)，On(2020/1/1-2020/12/31)，HOKA(2020/4/1-2021/3/31)，始祖鸟(2020/1/1-2020/12/31，2023年数据为23Q1-3)，迪桑特、可隆(2020/1/1-2020/12/31)

资料来源：Euromonitor，彭博，太平洋证券

## 2.2 投资主线一：运动是长逻辑赛道，关注小众运动和质价比消费

图表31：运动品牌布局小众专业运动

品牌	公司	定位	主要产品
可隆	安踏集团	户外	冲锋衣、登山鞋等
始祖鸟	Amer Sports	户外	冲锋衣等
萨罗蒙	Amer Sports	户外	徒步鞋、越野跑鞋等
HOUDINI	三夫户外	户外	Power houdini抓绒外套等
探路者	探路者	户外	冲锋衣、登山鞋等
牧高笛	牧高笛	户外	帐篷、露营车等
迪桑特	安踏集团	滑雪	主营滑雪、铁人三项等
MAIA ACTIVE	安踏集团	女子瑜伽	腰精裤、高强度跑步文胸、瑜伽运动背心等
Lululemon	Lululemon	女子瑜伽	Align 系列等
威尔逊	Amer Sports	网球	网球拍、网球服饰等
X-bionic	三夫户外	运动黑科技	滑雪功能内衣、冲锋衣等
Hoka	Deckers	专业跑鞋	CLIFTON（日常跑鞋）、BONDI（缓震跑鞋）、SPEEDGOAT（越野跑鞋）、MACH和ROCKET（竞速跑鞋）等系列
On（昂跑）	On	专业跑鞋	Cloudtilt、Cloudventure等系列
FILA	安踏集团	高尔夫，网球	FILA GOLF、网球系列等
<b>布局户外产品系列</b>			
安踏主品牌	安踏集团	专业运动	安踏冠军系列、风暴甲冲锋衣等
波司登	波司登	羽绒服专家	冲锋衣羽绒服等
李宁	李宁	运动时尚	万龙甲冲锋衣、越野跑鞋等
特步	特步国际	跑步领导者	户外跑鞋、冲锋衣等
索康尼	特步国际	慢跑	缓震跑鞋等
361度	361度	大众运动	越野跑鞋、冲锋衣等

资料来源：公开资料整理，太平洋证券

## 2.4 投资主线二：业绩稳定+高股息+消费补贴政策催化的家纺板块

- **家纺消费补贴落地**，龙头企业纷纷响应，其中华东地区作为主要的销售区域，销售额显著增长。根据上海家纺行业协会数据，截至24年11月16日，1) **罗莱生活**：上海各门店上线以来，销售额同比增长39%+；2) **水星家纺**：上海42家专卖店和商场店销售额同比增长35%+；3) **富安娜**：上海16家专卖店销售额环比上升71%。
- **经营稳健、现金流优异、高分红属性、股息率高**。2023年罗莱生活/水星家纺/富安娜现金分红率分别为58%/62%/95%，股息率分别为4.9%/5.7%/7.4%，明显高于纺服行业。

图表32：家纺板块高股息

	2021	2022	2023	2021-23年均值
行业				
SW纺织服饰	2.8	3.7	3.3	3.27
SW服装家纺	3.9	5.1	3.7	4.21
SW纺织制造	1.6	2.6	2.9	2.39
家纺企业				
罗莱生活	14.8	7.4	4.9	9.0
水星家纺	3.1	4.4	5.7	4.4
富安娜	6.8	6.8	7.4	7.0

图表33：家纺板块的消费补贴政策

地区	渠道	政策发布时间	结束时间	补贴金额	政策内容
上海	线下	10月24日	12月31日	补贴15%，单件≤2000元	第一批共设计15个家纺品牌专卖店和商场百货，使用POS机支付，新增6个品类的家纺产品（被子、床上用品、枕芯、毯类、软床垫、家居服）
	线上-天猫	10月24日	12月31日	补贴15%，单件≤2000元	上海消费补贴支持，仅上海本地品牌参与，需要在云闪付支付，每个用户限补一次且限补一件产品，不支持凑单，不参与价保；
	线上-拼多多	10月24日	12月31日	补贴15%，单件≤2000元	上海消费补贴支持，仅上海本地品牌参与，仅少部分产品参与，需要在云闪付支付；
厦门市	线下	10月30日	12月31日	补贴20%，单件≤2000元，单人≤20000元	家装厨卫补贴增加梳妆台、屏风、床上用品三类产品，不局限于本市购房的市民，凡在厦门购买并开具厦门发票均可享受补贴，在云闪付支付；
	线上-京东	10月30日	12月31日	补贴15%，单件≤2000元	厦门家装厨卫“焕新”补贴活动支持，需要在云闪付支付，不限下单次数，参与品牌不限注册地；
吉林省	线下	11月2日	12月31日	补贴15%，单件≤2000元，单人≤15000元	家纺用品（窗帘、地毯、被褥、床单、被套、枕芯、枕套）纳入补贴范围，每类产品可享受补贴1次，在云闪付支付；
陕西省	唯品会	10月15日	12月31日	补贴15%-20%，单件≤2000元	西安市和唯品会携手推出西安家装厨卫补贴线上活动专场，包含沙发、床品、桌椅等产品，需要实名登记领取补贴资格；

资料来源：Wind，公开资料整理，太平洋证券

## 2.5 投资主线三：内部业务调整有望释放高弹性

- **锦泓集团**：2023-24年公司采取直营门店转加盟策略、加速加盟渠道扩张，并关闭低效门店、减少了利润损失；加盟占比提升缓解费用刚性压力，业务结构均衡下，盈利能力提升。
- **歌力思**：国内业务经营稳健，1) 海外消费环境波动使得IRO品牌海外业务表现不佳，公司通过制定业务调整及降本增效方案，或短暂增加费用压力，期待调整后业绩弹性释放；2) 12月公告将ED HARDY品牌的控股权转让给少数股东，ED近些年业绩持续下滑，转让后可优化公司资产结构，减少亏损对公司带来的经营压力，带来8250万元的现金流入。
- **森马服饰**：24年逆势拓店，推动全域化、控折扣、降库存，随着零售环境改善有望带来一定的收入和业绩弹性增量。9月披露新的股权激励计划，拟向144名高级管理人员和核心员工授予3.6%的股份，对应的2024/2025/2026年净利润增长目标分别为18%/25%/20%；

图表34：相关公司分季度的收入、利润增速情况

证券代码	证券名称	收入同比增速				趋势	归母净利润同比增速				趋势	扣非归母净利润同比增速				趋势
		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
603518.SH	锦泓集团	21.5%	-1.2%	-2.0%	-14.2%		30175%	13.2%	-22.4%	-70.6%		1820%	12.2%	-21%	-94%	
601566.SH	九牧王	37.1%	21.7%	1.2%	-6.3%		328.5%	11.3%	-1112%	2104%		2747%	95.4%	-294%	-501%	
603808.SH	歌力思	30.9%	12.5%	-1.1%	1.6%		49.8%	-38.2%	-52.9%	-239%		29%	-31.0%	-57%	-286%	
002563.SZ	森马服饰	8.5%	4.6%	10.1%	3.2%		-20.8%	11.4%	0.7%	-36.0%		-25%	15.5%	8%	-34%	
603877.SH	太平鸟	8.0%	-12.9%	-12.3%	-13.9%		538%	-26.9%	-62.9%	-53.8%		608%	-39.2%	-8769%	-73%	
300888.SZ	稳健医疗	-41.4%	-18.8%	11.0%	16.8%		-491.4%	-51.6%	-33.8%	-88.5%		-151%	-53.5%	-24%	105%	

资料来源：Wind, 太平洋证券

## 2.6 推荐逻辑

- 高景气赛道+优质公司:

品牌: 安踏体育 (25年估值为15X, 下同), 361度 (6X);

- 业务调整带来高弹性的品牌:

品牌: 海澜之家 (15X), 锦泓集团 (9X), 森马服饰 (13X)、南极电商 (38X);

- 经营质量优质+增长逻辑顺畅的细分赛道头部品牌:

品牌: 比音勒芬 (10X), 报喜鸟 (9X), 歌力思 (14X);

- 高分红和政策催化, 经营趋势向好: 推荐家纺板块相关标的。

注: PE对应股价为2025/1/21收盘价, 均为Wind一致预期

## 2.7 估值一览表

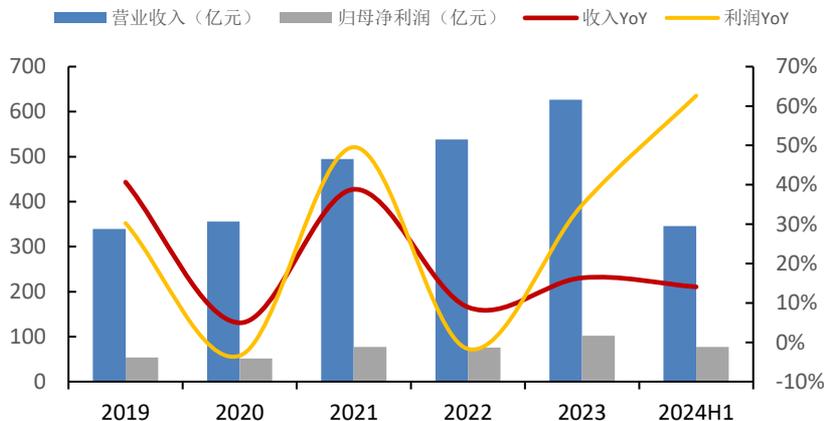
分类	证券代码	证券名称	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				23A	24E	25E	23A	24E	25E
港股纺织	2020.HK	安踏集团	2281	3.63	4.76	4.87	22	17	17
	2331.HK	李宁	403	1.23	1.22	1.34	13	13	12
	1368.HK	特步国际	157	0.38	0.47	0.53	15	12	11
	1361.HK	361度	82	0.46	0.54	0.62	9	7	6
男装	600398.SH	海澜之家	415	0.61	0.50	0.57	14	17	15
	600177.SH	雅戈尔	369	0.74	0.88	1.01	11	9	8
	002832.SZ	比音勒芬	108	1.60	1.64	1.88	12	12	10
	002154.SZ	报喜鸟	60	0.48	0.40	0.46	9	10	9
	601566.SH	九牧王	45	0.33	0.36	0.50	24	22	16
	002029.SZ	七匹狼	43	0.38	0.49	0.40	16	12	15
女装	603587.SH	地素时尚	56	1.04	0.76	0.87	11	16	14
	603518.SH	锦泓集团	32	0.86	0.85	1.04	11	11	9
	003016.SZ	欣贺股份	31	0.23	0.19	0.21	31	39	35
	301088.SZ	戎美股份	29	0.37	0.48	0.56	35	27	23
	603808.SH	歌力思	26	0.29	0.27	0.53	25	27	13
	603839.SH	安正时尚	22	0.12	0.33	0.38	46	16	14
休闲	002563.SZ	森马服饰	159	0.42	0.44	0.50	14	13	12
	603877.SH	太平鸟	66	0.89	0.70	0.88	16	20	16
家纺	002327.SZ	富安娜	73	0.68	0.64	0.69	13	14	13
	002293.SZ	罗莱生活	63	0.69	0.51	0.62	11	15	12
	603365.SH	水星家纺	39	1.44	1.33	1.51	10	11	10
户外	300005.SZ	探路者	60	0.08	0.20	0.25	83	33	28
	603908.SH	牧高笛	22	1.14	1.05	1.21	21	22	20
	002780.SZ	三夫户外	19	0.23	0.17	0.39	52	71	31
童装	301276.SZ	嘉曼服饰	21	1.67	1.77	2.16	12	11	9

注：对应股价为2025/1/22收盘价，均为Wind一致预期

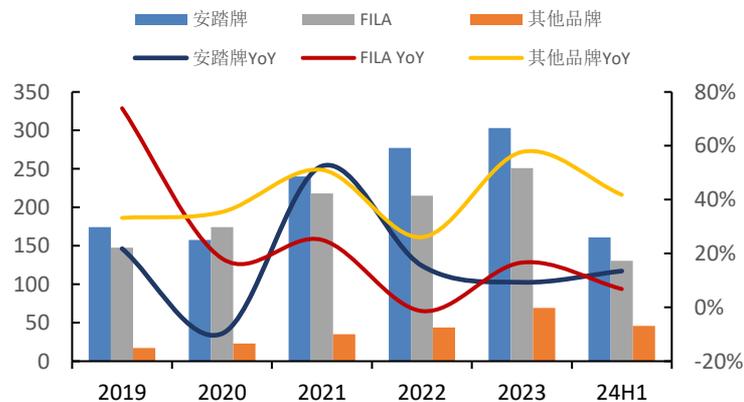
## 安踏体育：向世界领先的多品牌体育用品集团进击

- **各品牌战略目标：**①**安踏牌：**23-26年流水年复合增长10-15%，②**FILA牌：**23-26年的年复合增长10%-15%，未来3年维持400-500亿的规划；③**迪桑特：**预计26年流水突破100亿（2023年预计突破50亿），成为第三个百亿品牌；④**可隆：**23-26年的年复合增长为30%-35%；⑤**Amer集团：**继续坚持5个10亿欧元的战略；⑥**海外：**未来5年，东南亚市场流水达到15亿美金（约合110亿人民币）。
- **近期表现：**1) 24Q3安踏牌/FILA/其他品牌流水分别同比中单增长/低单下降/45-50%增长。其中安踏牌新店型（超级安踏店）模型初见成效，预计年底接近50家；FILA持续调整优化店铺、严控折扣；其他品牌持续高增长；2) 全年流水表现：安踏+FILA在Q1-3的流水同增中单位数增长（Q3承压），Q4需要超额完全才能达到全年的指引。
- **盈利预测与估值：**预计2024/25年净利润分别为138/139亿元（剔除亚玛芬上市权益摊薄获得15.8亿元一次性收益后，对应的24/25年归母净利润122/139亿元），对应EPS为4.88/4.90元，当前股价对应25年PE为15X。

图表35：安踏体育的收入、净利润（亿元）及增速



图表36：安踏体育分品牌的收入（亿元）及增速

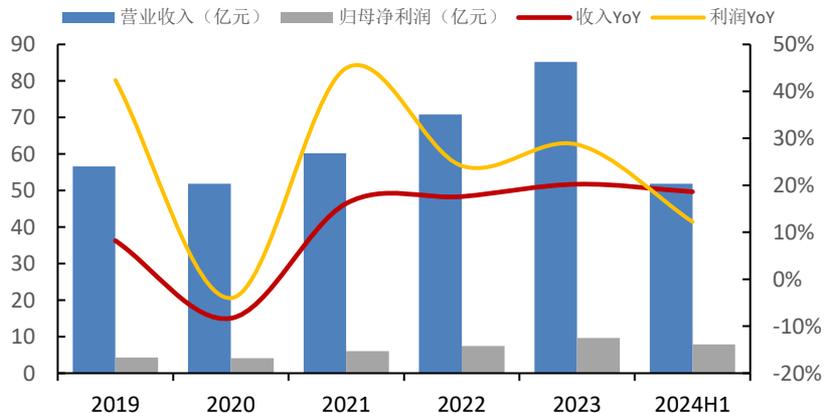


资料来源：Wind，太平洋证券

## 361度：持续受益于高质价比消费

- 公司深耕大众运动市场20载，成长为国货第四大运动品牌公司。逆势下公司表现亮眼，24H1收入/归母净利润分别同增18.6%/12.2%至52/8亿元，24Q3流水增长稳健且逐月改善，折扣库销控制得当；看好全年销售百亿目标的达成。
- 当前观点：1) 产品科技创新提高产品竞争力、渠道升级带动店效提升、赛事加持提高品牌声望；2) 分业务，成人装稳健增长，童装保持快速增长，有望成为第二增长曲线；3) 量价拆分，量增驱动，质价比优势凸显。公司在质价比的定位逐步被消费者认可，持续受益于高质价比消费趋势。
- 盈利预测与估值：预计2024/25年净利润分别为11.6/13.5亿元，对应EPS为0.56/0.65元，当前股价对应25年PE为6X。

图表37：361度的收入、净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，太平洋证券

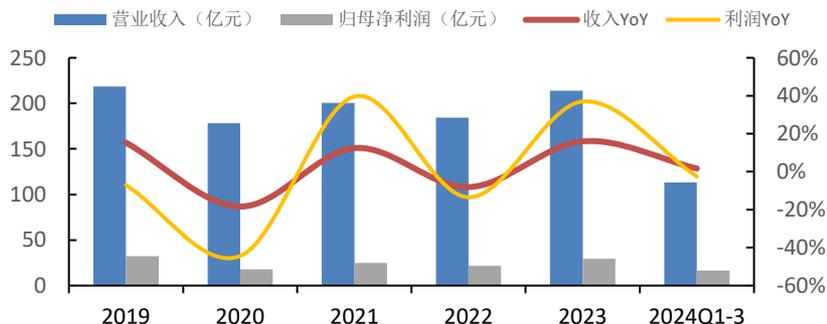
图表38：361度分业务的收入增速

	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
<b>成人</b>						
收入YoY						
成人-鞋	7.8%	-12.8%	21.7%	12.7%	23.0%	20.1%
成人-服装	3.0%	-2.7%	7.2%	12.8%	11.0%	15.7%
成人-配饰	32.2%	-47.2%	30.1%	39.0%	42.9%	13.0%
销量YoY						
成人-鞋	-8%	-8%	17%	6%	19%	20%
成人-服装	-23%	19%	5%	6%	9%	22%
成人-配饰	10%	-18%	-1%	12%	63%	-16%
单价YoY						
成人-鞋	17%	-6%	4%	6%	3%	0.4%
成人-服装	33%	-18%	2%	8%	1%	-5%
成人-配饰	21%	-36%	31%	24%	-12%	35%
<b>儿童</b>						
收入YoY	22%	-7%	19%	30%	36%	24%
销量YoY	22.0%	-16.0%	18.4%	21.1%	31.0%	26.0%
单价YoY	0.3%	11.2%	0.3%	7.5%	3.7%	-1.4%

## 海澜之家：休闲男装龙头，发力城市奥莱有望打开成长天花板

- **主品牌渠道调整短暂承压，斯搏兹并表贡献收入。**24Q3海澜之家和团购收入分别同比-26.6%/-37.1%，主要受Q3线下客流减少以及加盟渠道调整的影响。其他品牌收入同比+109.7%，主要系24年4月末将斯搏兹品牌管理（上海）有限公司纳入合并报表（持股51%）。
- **斯搏兹发力FCC和城市奥莱，有望贡献业绩增量。**斯搏兹23年营业收入5.97亿元，净利润0.85亿元，净利率14%，其中为公司带来3400万元投资收益，公司业务收入主要来自在京东和唯品会销售运动及户外品牌尾货。24年发力FCC（阿迪正价店）和城市奥莱项目。1) **FCC**：通过斯搏兹与Adidas达成战略合作，覆盖Adidas正价和Adidas Neo店。2) **城市奥莱**：京东奥莱由公司间接持股65%、斯搏兹总经理施文兵持股35%，24年9月无锡飞马水城开出第一家城市奥莱，销售表现乐观，25年1月山东滕州及河南安阳门店陆续开业。
- **盈利预测与估值**：公司稳坐休闲男装龙头地位，发力奥莱有望打开未来成长空间，预计京东奥莱的轻资产模式跑通后有望贡献明显的收入和业绩增量。预计2024/25年净利润分别为22.2/26.35亿元，对应EPS为0.46/0.55元，当前股价对应25年PE为14X。

图表41：海澜之家收入、净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，太平洋证券

图表42：海澜之家主品牌门店数及变化（家）

百万元	2019	2020	2021	2022	2023
<b>海澜之家主品牌门店数</b>	5598	5543	5672	5942	5976
(+/-)	501	(55)	129	270	34
直营门店数	357	486	727	1054	1252
(+/-)	182	129	241	327	198
加盟门店数	5241	5057	4945	4888	4724
(+/-)	319	(184)	(112)	(57)	(164)
单店店效 (万元/年)	326	247	270	237	276
YoY	3.3%	-24.1%	9.2%	-12.2%	16.6%

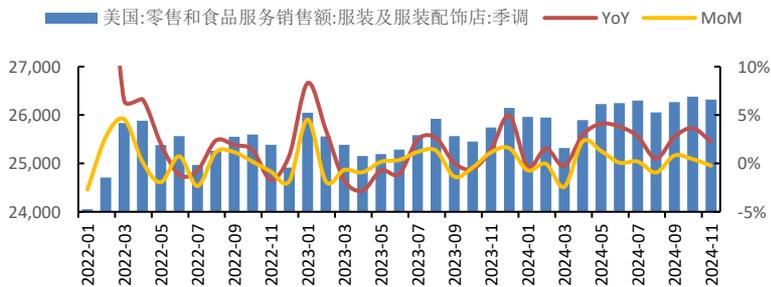
### 3、纺织制造：行业趋势向好，优选竞争优势凸显的细分龙头

- 板块表现：24年去库周期结束带动制造订单回暖
- 投资主线：头部集中趋势延续，关注成长逻辑顺畅的细分赛道龙头

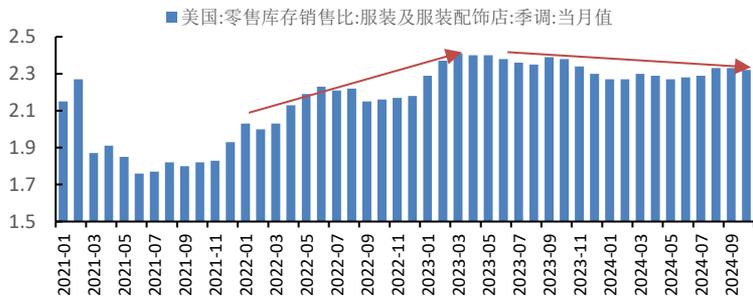
### 3.1 行业表现：24年去库周期结束带动制造订单回暖

- 零售：22Q2-23Q1美国服装零售业的库销比持续提升，23Q2开始进入去库周期，24年销售额同比增长、库销比同比降低；
- 出口：23Q4以来，中国和越南的纺织制品的出口同比变动呈现明显回暖趋势；且越南反弹快于国内。

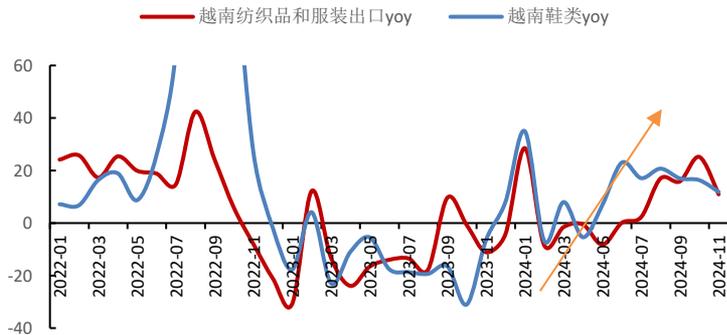
图表43：美国服装及服装配饰店销售额及环比、同比



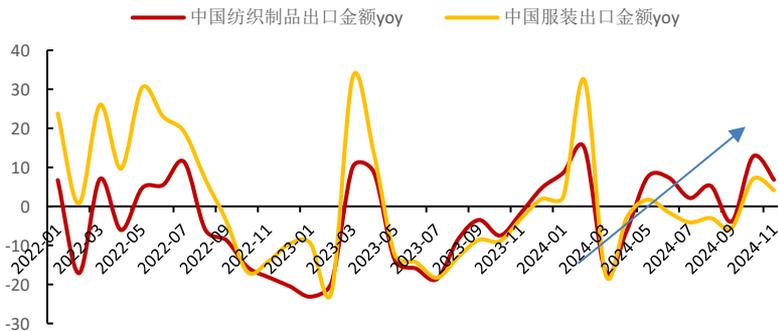
图表44：美国服装类零售库存销售比



图表45：越南：纺织品和服装、鞋类出口当月同比



图表46：中国：纺织制品出口当月同比



资料来源：Wind, iFind, 太平洋证券

### 3.1 板块表现：国内头部制造企业呈现良好的增长趋势

■ 23Q4以来，国内制造商订单陆续回暖，24H1在低基数+品牌商补库需求下，收入和利润快速增长；24Q3基数效应+补库边际效应减弱，增速有所放缓。

图表47：A股部分纺织制造企业分季度收入/利润增速

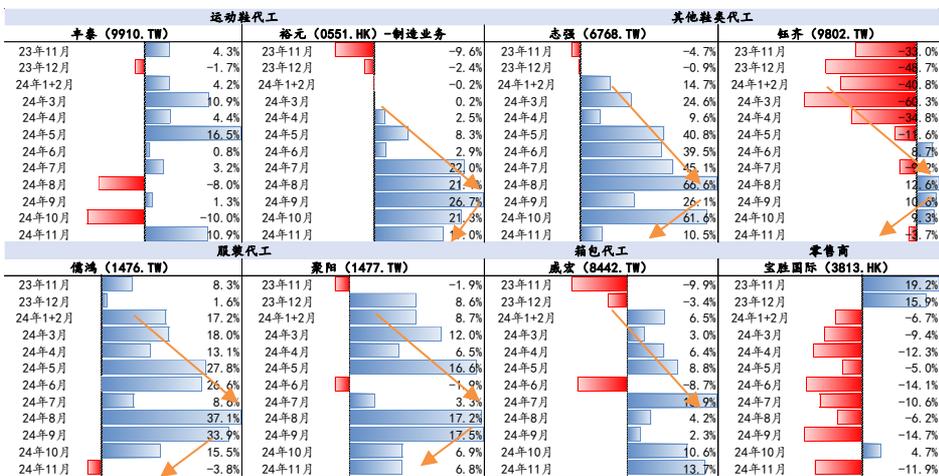
证券代码	证券名称	最新总市值	最新收盘价	年初至今涨幅	收入同比增速					归母净利润同比增速					扣非归母净利润同比增速				
					23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势
300979.SZ	华利集团	876	75.1	45.1%	11.7%	30.2%	20.8%	18.5%		17%	63.7%	11.9%	16.1%		22%	64.3%	11%	17%	
002003.SZ	伟星股份	161	13.8	33.8%	23.8%	14.8%	32.2%	19.3%		182%	45.2%	36.2%	-9.9%		202%	46.1%	31%	3%	
603055.SH	台华新材	103	11.6	-2.3%	57.9%	51.7%	58.7%	33.9%		527%	101.1%	152.4%	35.3%		824%	377.7%	150%	21%	
601339.SH	百隆东方	83	5.5	20.0%	44.4%	23.5%	24.3%	11.4%		-109%	-4.5%	-19.3%	-35.7%		34%	-109.8%	-8%	257%	
600987.SH	航民股份	71	7.0	-17.1%	14.4%	31.8%	7.4%	15.8%		9%	3.6%	8.6%	3.2%		37%	12.5%	14%	5%	
300577.SZ	开润股份	61	25.4	75.2%	41.4%	22.9%	12.8%	64.4%		76%	103.0%	341.1%	57.5%		103%	121.4%	59%	27%	
300840.SZ	酷特智能	54	22.3	12.8%	18.8%	1.8%	-7.5%	-1.5%		-29%	291.6%	-171.7%	193.4%		-6%	0.3%	-33%	53%	
603889.SH	新澳股份	52	7.2	4.9%	12.5%	12.5%	8.4%	10.5%		2%	6.6%	3.4%	7.8%		18%	6.4%	5%	5%	
000726.SZ	鲁泰A	48	6.7	6.9%	-6.6%	0.3%	-1.0%	4.5%		-74%	-28.7%	-19.5%	4.3%		-23%	138.7%	1%	-22%	
002083.SZ	孚日股份	48	5.0	5.5%	6.8%	-1.0%	5.2%	-1.7%		259%	263.1%	29.1%	-3.6%		290%	476.1%	20%	-8%	
300918.SZ	南山智尚	41	11.3	1.4%	6.3%	10.3%	4.1%	-2.6%		3%	15.4%	0.2%	-1.0%		16%	4.7%	-1%	0%	
002404.SZ	嘉欣丝绸	40	7.2	23.8%	7.1%	21.3%	5.1%	8.0%		54%	-7.6%	-11.0%	-10.3%		-44%	20.5%	-21%	-25%	
603558.SH	健盛集团	38	10.3	1.1%	16.1%	10.4%	1.5%	37.0%		1115%	112.1%	-1.8%	27.0%		1704%	164.7%	-11%	22%	
300952.SZ	恒辉安防	33	22.5	4.7%	35.5%	27.7%	8.3%	40.6%		-38%	76.3%	-8.5%	-12.5%		-48%	58.8%	-17%	-2%	
300993.SZ	玉马遮阳	32	10.5	-1.6%	28.2%	21.6%	16.4%	9.6%		20%	35.5%	8.3%	-10.7%		27%	37.0%	7%	-10%	
605080.SH	浙江自然	29	20.8	-1.0%	6.7%	13.8%	12.6%	34.9%		-122%	-42.5%	16.4%	372.4%		466%	4.4%	11%	45%	
002674.SZ	兴业科技	28	9.8	-15.6%	29.2%	28.6%	-9.2%	1.1%		-32%	22.0%	-65.1%	-34.9%		66%	44.8%	-62%	-33%	
603307.SH	扬州金泉	25	36.8	-15.6%	-33.4%	-19.0%	-11.9%	29.1%		-8%	-28.4%	-52.4%	-53.9%		-16%	-27.0%	-55%	-58%	
605189.SH	富春染织	19	12.8	-19.9%	18.4%	13.5%	28.3%	19.3%		43%	30.1%	164.3%	-29.5%		36%	20.9%	179%	55%	

资料来源：Wind，太平洋证券

### 3.2 投资主线一：长期景气的运动产业链，头部集中趋势延续

- 海外头部运动品牌去库周期结束后，补库边际效应和基数影响逐渐减弱。23年纺织制造企业受品牌去库存和海外需求疲软的影响，订单数量大幅缩减，收入业绩均承压；23H2制造商订单降幅逐渐收窄。进入24年，在品牌客户补库需求+低基数下，制造商订单回暖，H1收入增长环比提速；随着品牌补库边际效应和基数影响减弱，Q3以来增速有所放缓。
- 品牌客户指引普遍积极。除了Nike处于内部调整中，头部运动鞋服企业的指引普遍在10%左右，其中Deckers (On、UGG)、Amer Sports (始祖鸟、萨罗蒙、威尔逊) 定位户外、专业小众的细分赛道，持续领跑。
- 未来关注老客份额提升+新客放量带来的增长驱动。随着基数效应和补库效应减弱，制造商恢复常态化增长，未来制造商的增长驱动力来自于老客合作深度增加带来份额提升+新客拓展持续放量。

图表48：台企制造商月度收入增速



图表49：品牌客户的指引更新

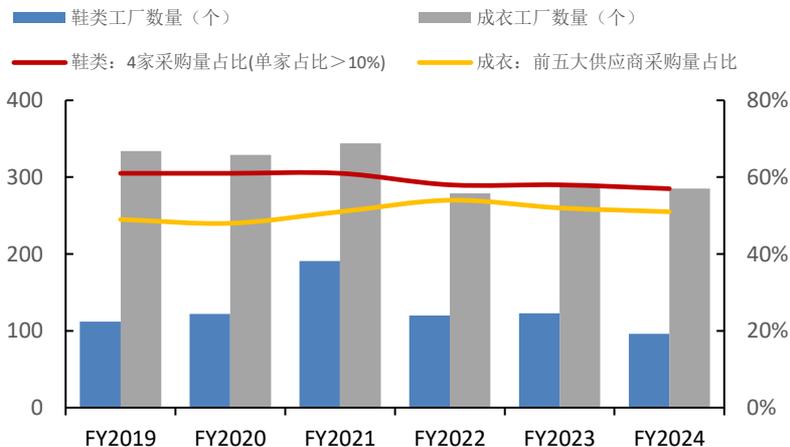
品牌	最新指引财年	最新收入指引目标
Nike	FY25: 2024/6/1-2025/5/31	更换CEO, 撤回原有指引
Adidas	FY24: 2024/1/1-2024/12/31	10%增长
Puma	FY24: 2024/1/1-2024/12/31	中单位数增长
Deckers	FY25: 2024/4/1-2025/4/31	12%增长
Lululemon	FY25: 2024/2/1-2025/1/31	8%-9%增长
Asics	FY24: 2024/1/1-2024/12/31	19%增长
迅销集团	FY25: 2024/9/1-2025/8/31	9.5%增长
GAP	FY24: 2024/2/3-2025/2/2	略有增长
Amer Sports	FY24: 2024/1/1-2024/12/31	16%-17%增长

资料来源：Wind, 彭博, 太平洋证券

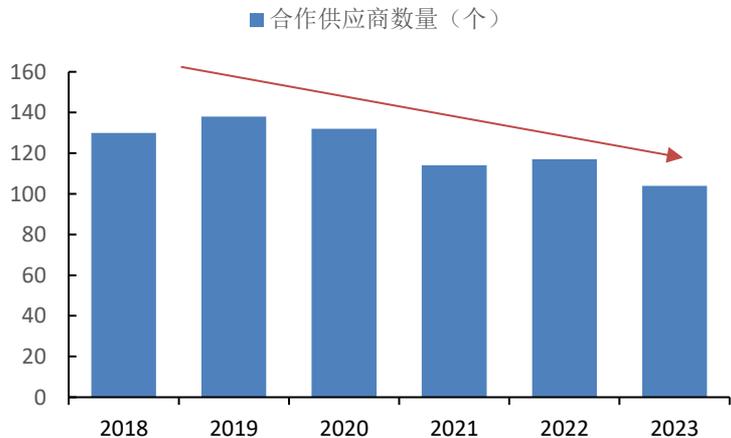
### 3.2 投资主线一：长期景气的运动产业链，头部集中趋势延续

- 品牌客户份额有望加速向头部集中。以Nike、Adidas为例，供应商数量均有集中的趋势。对研发实力强、产品品质高、交付稳定的核心供应商会给予一定的订单倾斜。
- 关注具备研发实力、供应链稳定、垂直一体化能力突出的头部制造商，叠加产能有序扩张保障订单需求的增长。

图表50: Nike供应商工厂数及前五大服装类供应商占比



图表51: Adidas合作的供应商数量



资料来源: Nike公司财报, Adidas公司财报, 太平洋证券

## 3.2 投资主线二：成长逻辑顺畅的细分赛道龙头企业

格局优化、产能释放、产品结构升级带来的布局机会，关注细分赛道龙头企业。

- **浙江自然**：优质户外运动供应链企业，户外运动细分赛道快速增长，TPU 替代 PVC 产品的渗透率提升的长期趋势不变；核心大客户空间大+合作车企打开下游领域；海外产能持续释放，扩产节奏有序推进。
- **开润股份**：箱包代工龙头+布局服装代工。1) 箱包代工：成熟制造基础+客户资源优质+产能有序扩张，2) 自主品牌：小米合作方式调整、90分海外分销渠道调整和布局海外市场，有望带来利润弹性；3) 收购嘉乐布局服装代工，嘉乐产能释放贡献业绩弹性；
- **南山智尚**：毛纺一体化龙头，布局新材料（超高+锦纶）打造第二增长曲线；1) 超高两期3600吨已全部投产，未来关注下游应用领域的拓展和订单结构；2) 锦纶：8万吨锦纶长丝项目（PA6/PA66分别4.4/3.6万吨），其中PA66产线于2024年11月中下旬逐步试生产，预计25/26/27年出货目标为0.4-0.5万/1.5万/4万吨的产能目标；

图表52：细分赛道龙头企业分季度收入、利润变化趋势

证券代码	证券名称	收入同比增速					归母净利润同比增速					扣非归母净利润同比增速				
		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势
605080.SH	浙江自然	6.7%	13.8%	12.6%	34.9%		-122%	-42.5%	16.4%	372.4%		466%	4.4%	11%	45%	
300577.SZ	开润股份	41.4%	22.9%	12.8%	64.4%		76.0%	103.0%	341%	58%		103%	121.4%	59%	27%	
603889.SH	新澳股份	12.5%	12.5%	8.4%	10.5%		2.2%	6.6%	3.4%	8%		18%	6.4%	5%	5%	
300918.SZ	南山智尚	6.3%	10.3%	4.1%	-2.6%		2.6%	15.4%	0.2%	-1.0%		16%	4.7%	-1%	0%	
603558.SH	健盛集团	16.1%	10.4%	1.5%	37.0%		1115%	112.1%	-1.8%	27.0%		1704%	164.7%	-11%	22%	

资料来源：Wind，太平洋证券

### 3.3 估值一览表

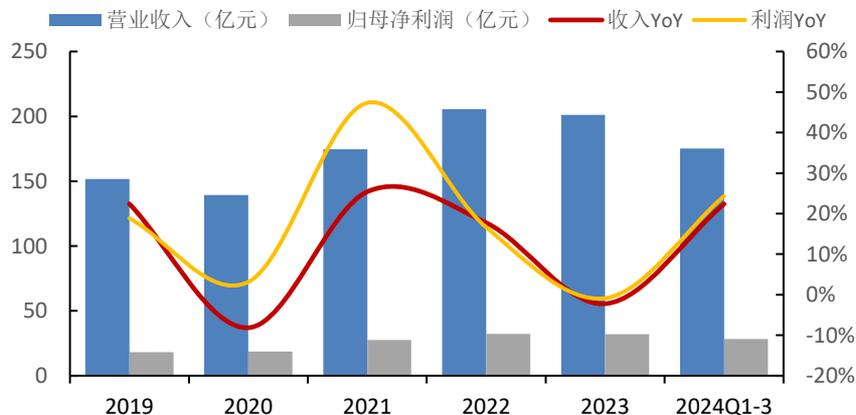
证券代码	证券名称	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E
300979.SZ	华利集团	858	2.74	3.32	3.85	27	22	19
002003.SZ	伟星股份	163	0.48	0.60	0.70	29	23	20
603055.SH	台华新材	95	0.50	0.89	1.05	21	12	10
601339.SH	百隆东方	77	0.34	0.37	0.48	15	14	11
300577.SZ	开润股份	62	0.48	1.60	1.65	53	16	16
300840.SZ	酷特智能	52	0.47	0.80	0.73	47	27	30
603889.SH	新澳股份	48	0.55	0.59	0.66	12	11	10
002083.SZ	孚日股份	46	0.30	0.43	0.50	16	11	10
000726.SZ	鲁泰A	45	0.49	0.51	0.64	12	12	10
605080.SH	浙江自然	44	0.92	1.30	1.78	33	24	17
603558.SH	健盛集团	41	0.73	0.88	1.03	15	12	11
300918.SZ	南山智尚	37	0.55	0.58	0.71	18	17	14
300952.SZ	恒辉安防	35	0.73	0.92	1.21	33	26	20
002404.SZ	嘉欣丝绸	35	0.39	0.46	0.55	16	13	11
300993.SZ	玉马遮阳	33	0.54	0.66	0.80	20	16	13
605138.SH	盛泰集团	30	0.19	0.14	0.29	29	38	19
002674.SZ	兴业科技	27	0.64	0.63	0.83	15	15	11
603665.SH	康隆达	23	-1.36	3.43	—	-10	4	—
603307.SH	扬州金泉	23	3.36	2.04	2.41	10	16	14
605180.SH	华生科技	21	0.16	0.34	0.40	74	36	31
605189.SH	富春染织	19	0.70	1.11	1.42	18	11	9

注：对应股价为2025/1/22收盘价，均为Wind一致预期

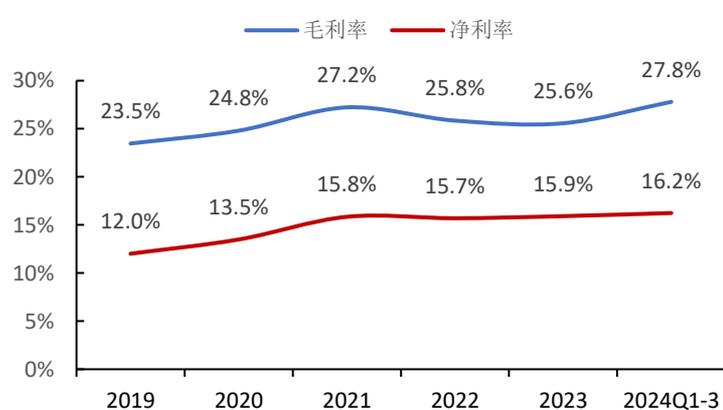
## 华利集团：壁垒深筑的鞋履制造龙头，弱市盈利稳定，顺市兑现成长

- 23年需求端去库，公司通过合理排产、积极拓展新客，整体盈利能力保持稳定。24年随着品牌客户补库需求、订单趋势向好，叠加新客放量，公司收入利润实现双增长，盈利能力创历史新高；
- **当前观点：**公司经过宏观环境波动、行业去库周期等多因素扰动，仍能保持稳健增长。我们认为公司作为全球领先的鞋履制造商，具备成熟的制造基础和生产经验、研发创新能力强、交期稳定等竞争优势，且深度合作国际头部品牌客户，未来3-5年是公司资本开支大年，有序规划产能匹配客户订单需求，自动化升级实现降本提效，经验丰富的管理团队确保新产能顺利落地和新客合作推进。
- **盈利预测与估值：**预计2024/25年净利润分别为38.9/44.8亿元，对应EPS为3.33/3.84元，当前股价对应25年PE为20X。

图表53：华利集团的收入、净利润（亿元）及增速



图表54：华利集团的盈利情况

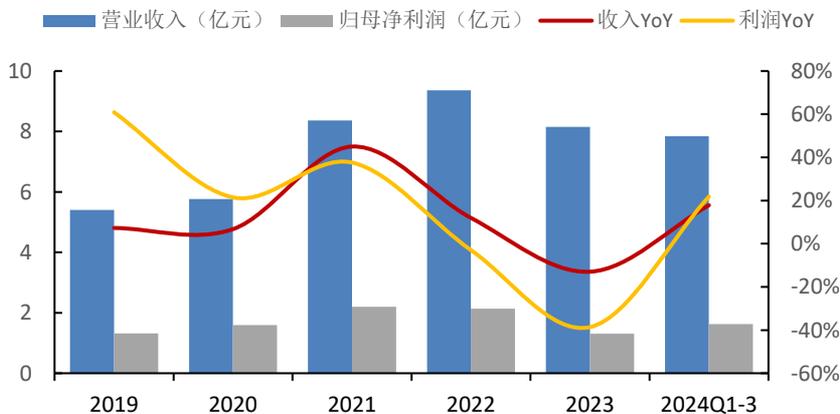


资料来源：Wind，太平洋证券

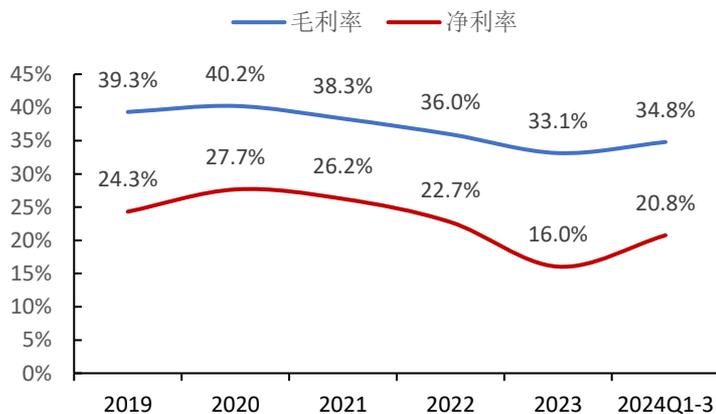
## 浙江自然：主业迎来拐点，新品类放量带来业绩弹性

- 22Q3以来受海外需求、海运因素、品牌客户去库存的影响，公司业绩进入调整期。24Q3 收入同增 34.9%至 1.9 亿元（Q1/2 分别为+13.8%/+12.6%），环比提速，主要系海外生产基地的收入快速增长叠加去年同期品牌去库带来的低基，存货规模大幅增长进一步验证订单增长确定性。
- **当前观点：**1) **客户端：**核心客户迪卡侬空间大，合作车企拓展下游应用场景。2) **行业端：**户外运动细分赛道快速增长，TPU 替代 PVC 产品的渗透率提升的长期趋势不变，公司在 TPU 材料户外用品制造方面具备领先优势，有望持续受益于行业增长和市占率提升。3) **产能端：**海外产能持续释放，扩产节奏有序推进。我们看好公司作为一家有多年技术实力积累与技术壁垒，产业链景气度高，且叠加产能处于释放周期的优质户外运动供应链企业的发展前景，持续推进。
- **盈利预测与估值：**预计2024/25年净利润分别为1.81/2.30亿元，对应EPS为1.28/1.63元，当前股价对应25年PE为13X。

图表55：浙江自然的收入、净利润（亿元）及增速



图表56：浙江自然的盈利情况

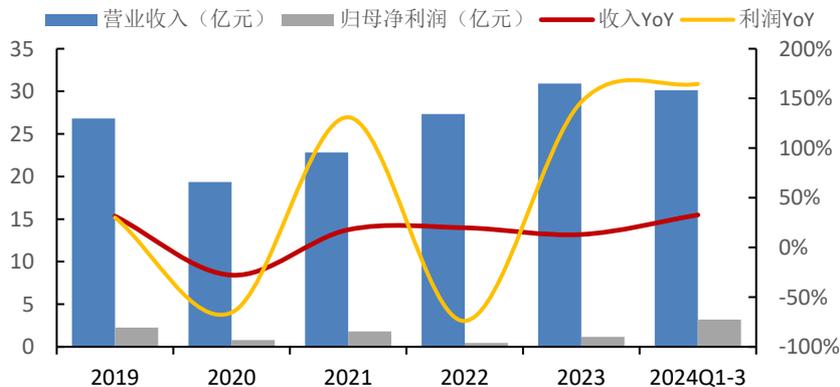


资料来源：Wind，太平洋证券

## 开润股份：箱包&服装代工双轮驱动

- 箱包代工龙头：**公司以箱包代工起家，合作小米布局零售业务并逐步孵化自主品牌，产业投资向服装代工延伸，目前代工业务和品牌业务齐头并进。**24年**预告收入区间为41-43亿元，同增32.0%-38.5%，其中**24Q4**预告收入区间为10.75-12.75亿元，同增30.8%-55.2%。**24年**预告归母净利润区间为3.7-4.2亿元，同增220.0%-263.2%，其中**24Q4**归母净利润预告区间为0.49-0.99亿元，扭亏为盈。
- 当前观点：**1) 箱包代工：接单趋势持续向好，未来随着海外效率提升、精细化管理、客户结构优化，净利率有望进一步提升；2) 品牌：关注小米合作模式变化带来的盈利提升，以及90分品牌接入微信小店“送礼物”功能带来的增长。3) 服装代工：24年嘉乐并表带动表现观高增，预计未来新客快速放量，叠加产能利用率提升、精细化管理，盈利能力提升空间足。
- 盈利预测与估值：**预计2024/25年净利润分别为4.01/4.12亿元，对应EPS为1.67/1.72元，当前股价对应25年PE为13X。

图表57：开润股份的收入、净利润（亿元）及增速



图表58：开润股份的盈利情况

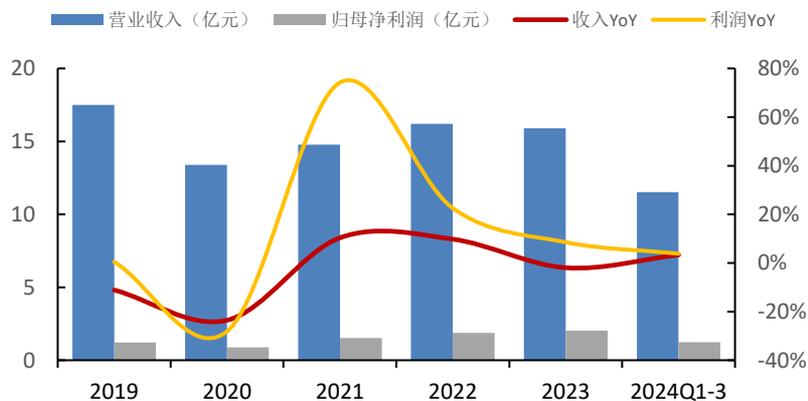


资料来源：Wind，太平洋证券

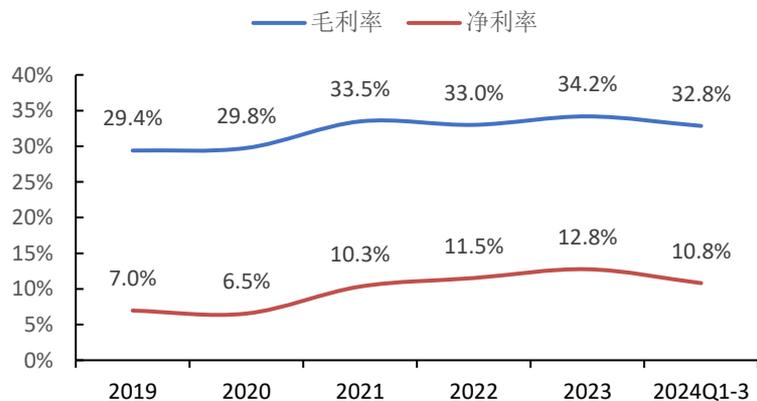
## 南山智尚：承接技术优势建设新材料平台，打开成长天花板

- 公司是国内精纺呢绒领军企业，拥有完善的毛纺织服饰产业链，一体化协作优势显著；近年来新型功能性化纤产品发展迅速。24Q3服装/精纺呢绒收入分别同比+10%/-10%以上，超高收入同增 103%，单价约6万元/吨。
- **当前观点：**1) **传统主业：**稳健增长，产品优化升级聚焦高附加值产品，叠加技改提效，盈利能力有望提升；2) **超高：**目前一期600吨和二期3000吨，已处于满负荷生产，其中政策影响订单结构，均价和利润率略有波动，静待政策落地后带来的订单结构优化，进而带来盈利能力的改善；3) **锦纶：**8万吨高性能差别化锦纶长丝项目（PA6/PA66分别4.4/3.6万吨）于11月进入试生产，其中PA66产线于2024年11月中下旬逐步试生产，预计25/26/27年出货目标为0.4-0.5万/1.5万/4万吨的产能目标。
- **盈利预测与估值：**预计2024/25年净利润分别为2.11/2.47亿元，对应EPS为0.59/0.69元，当前股价对应25年PE为15X。

图表59：南山智尚的收入、净利润（亿元）及增速



图表60：南山智尚的盈利情况



资料来源：Wind，太平洋证券

## 风险提示

### 品牌服饰：

- ✓ 市场竞争加剧；
- ✓ 消费复苏不及预期；
- ✓ 公司调整进展/改革成效不及预期；

### 纺织制造：

- ✓ 品牌客户终端销售不及预期；
- ✓ 海外需求恢复不及预期；
- ✓ 汇率剧烈波动：多数出口企业以美元计价，汇率波动可能会影响报表收入增速以及利润率；
- ✓ 供求关系及边缘政治等影响大宗商品价格剧烈波动，进而导致原材料成本剧烈波动：原料成本在生产成本中占比较大，原料成本波动可能会影响毛利率水平；
- ✓ 产品扩张/释放节奏不及预期；

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。