

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服装

行业周报（20250302-20250308）

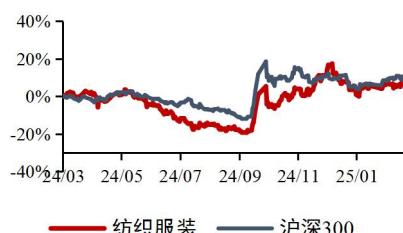
同步大市-A(维持)

On Running 公布 2024 年业绩，预计 2025 年营收同增至少 27%

2025 年 3 月 10 日

行业研究/行业周报

纺织服装行业近一年市场表现



投资要点

本周观察：On Running 披露 2024 年度业绩，亚太区增速领先

2024 年，On Running 实现营收 23.18 亿瑞士法郎，同比增长 29.4%，剔除汇率影响，同比增长 33.2%；其中，第四季度实现营收 6.07 亿瑞士法郎，同比增长 35.7%，剔除汇率影响，同比增长 40.6%。2024 年，On Running 实现净利润 2.42 亿瑞士法郎，同比增长 204.5%；其中，第四季度实现净利润 8950 万瑞士法郎，同比增长 434.6%。

分渠道看，2024 年，DTC 渠道收入同比增长 40.3% 至 9.43 亿瑞士法郎；批发渠道收入同比增长 22.8% 至 13.76 亿瑞士法郎。24Q4，DTC 渠道收入同比增长 43.4% 至 2.96 亿瑞士法郎；批发渠道收入同比增长 29.1% 至 3.10 亿瑞士法郎。

分区域看，2024 年，EMEA、美洲、亚太区域收入同比增长 18.2%、27.4%、84.5% 至 5.78、14.80、2.60 亿瑞士法郎。24Q4，EMEA、美洲、亚太区域收入同比增长 31.0%、28.1%、117.5% 至 1.47、3.85、0.74 亿瑞士法郎。

盈利能力方面，2024 年，On Running 实现毛利率 60.6%，同比提升 1.0pct；其中 24Q4 实现毛利率 62.1%，创历史新高水平。存货方面，截至 2024 年末，存货为 4.19 亿瑞士法郎，同比增长 17.6%。

展望 2025 年：On Running 预计 2025 年汇率中性下，收入同比增长至少 27%，达到 29.4 亿瑞士法郎；预计毛利率约 60.5%，预计经调整 EBITDA 占收入比重为 17.0%-17.5%。

行业动态：

- 2 月 28 日，国际时尚品牌 URBAN REVIVO（以下简称 UR）美国首家旗舰店在纽约 SOHO 区百老汇大街 515 号启幕，与 ZARA、Lululemon、Alo 等国际品牌毗邻。美国首店的开业标志着 UR 全球化战略布局迈出了崭新的一步。UR 品牌创始人、母公司 FMG 集团董事长兼首席执行官李明光表示，UR 将继续“引领一步”，进军中国香港、伦敦、东京等全球时尚中心，进一步扩大品牌全球影响力。目前，UR 全球门店超 400 家，海外近 20 家，覆盖美国、新加坡、马来西亚、菲律宾、越南、泰国等国家。目前，UR 拥有一支超 500 人的国际设计团队，以多元化的创意视角和精湛的设计技艺，推动品牌不断迈向国际时尚的前沿。与此同时，UR 在伦敦设立了欧洲设计中心，这一举措旨在深耕欧美市场，精准捕捉更多消费者的时尚需求与审美趋势，为品牌在全球范围内的持续扩张与创新发展奠定坚实基础。
- 2 月 26 日收盘后，江南布衣集团（HK:03306）发布截至 2024 年 12 月 31 日的 2025 上半财年业绩：受在线渠道销售增长以及线下门店规模扩张推动，营收同比增长 5% 至 30.06 亿元人民币，净利润同比增长 5.5% 至 6.04 亿元。此外，集团整体毛利率由去年同期的 65.2% 略下降至 65.1%。就渠道而言，2025 上半财年在线及线下销售渠道营收均有所增长，线下渠道增长 3.5%，在线渠道增长 11.9%。江南布衣在全球经营的独立实体零售店总数由 2024 年 6 月底的 2025 家增加至 2024 年 12 月底的 2126 家，「江南布衣+」多品牌集合店增至 22 家。此外，零售店铺可比同店录得 0.1% 的增长。
- 告别卖吊牌，南极电商完成渠道汰换。在 2024 年底，南极电商改变了发展十多年的



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



纯线上模式，杀回线下，在上海开出了旗下品牌南极人全球首家线下门店，主要销售保暖内衣。南极电商创始人张玉祥在接受媒体采访时表示，南极人正在重回自产自销的自营模式，要打造迪卡侬的价格、优衣库的品类和 lululemon 的品质。此次渠道汰换是南极电商转型的重要一步。公司明确表示，所有销售产品必须符合 2025 年新标准，确保产品质量与品牌调性一致。对于个别处理滞后的商品链接，南极电商将采取法律手段维护自身及消费者权益。据南极电商透露，目前，公司已在阿里、京东、抖音等平台开设约 350 家轻奢系列店铺，销售符合新标准的产品。

➤ **行情回顾（2025.03.03-2025.03.07）**

本周，SW 纺织服饰板块上涨 1.42%，SW 轻工制造板块上涨 1.34%，沪深 300 上涨 1.39%，纺织服饰板块跑赢大盘 0.03pct，轻工制造板块落后大盘 0.05pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 1.58%，SW 服装家纺上涨 1.06%，SW 饰品上涨 2.17%，SW 家居用品上涨 1.24%。截至 3 月 7 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 20.25 倍，为近三年的 36.84% 分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 22.66 倍，为近三年的 63.16% 分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 14.64 倍，为近三年的 25.66% 分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 21.11 倍，为近三年的 36.18% 分位。

➤ **投资建议：**

- (一) **纺织制造板块：**我们建议关注三条投资主线：(一) 本周，昂跑发布 2024 年年报，全年汇率中性下营收同比增长超过 30%，公司预计 2025 年营收增速超过 27%。根据我们对国际运动品牌公司 2025 年销售展望的梳理，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) 中长期角度，持续推荐能够提升品牌客户份额、并拓展新客户的伟星股份、华利集团，建议关注开润股份。(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应用场景拓宽至人形机器人领域、锦纶业务有望今年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。
- (二) **品牌服饰板块：**国内消费市场整体呈现弱复苏态势，1 月消费者信心指数为 87.5，环比延续提升，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，家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺龙头企业水星家纺、罗莱生活、富安娜；以及童装龙头企业森马服饰。
- (三) **黄金珠宝板块：**根据社交媒体，老铺黄金预计将在上海开设第二家线下门店，地点位于港汇恒隆广场二层，高线城市门店继续加密。继续推荐老铺黄金，看好公司中期维度的增长潜力，主要体现在品牌势能不断提升后，差异化产品有望进一步实现消费人群扩容，公司在国内及海外均存在开店空间，存量门店扩容提升服务接待能力。此外，我们预计 1-2 月黄金珠宝消费在金价高位背景下，延续去年四季度以来的复苏态势，伴随 2 季度黄金珠宝终端消费进入低基数，建议积极关注终端动销表现优异的黄金珠宝公司潮宏基，同时，建议关注周大生、菜百股份、老凤祥。

➤ **风险提示：**

国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。



目录

1. 本周观察: Amer 披露 2024Q4 业绩, 营收增速逐季度提升.....	5
2. 本周行情回顾.....	5
2.1 板块行情.....	5
2.2 板块估值.....	6
2.3 公司行情.....	7
3. 行业数据跟踪.....	8
3.1 原材料价格.....	8
3.2 出口数据.....	10
3.3 社零数据.....	11
3.4 房地产数据.....	12
4. 行业新闻.....	13
4.1 亚瑟士集团 2024 年净销售额增长 18.9%, 大中华区增长 29.5%.....	13
4.2 IRO 首次任命艺术总监.....	13
4.3 耐克发布 Vaporfly 4 和 Streakfly 2, 突破跑步创新边界.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1: 本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	5
图 2: 本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅.....	6
图 3: 本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅.....	6
图 4: 本周 SW 纺织服装各子板块估值.....	6
图 5: 本周 SW 轻工制各子板块估值.....	6
图 6: 棉花价格 (元/吨)	8
图 7: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 (澳分/公斤)	8
图 8: 皮革价格走势.....	9
图 9: 美元兑人民币汇率走势.....	9



图 10: 海绵原材料价格走势 (单位: 元/吨)	9
图 11: 金价走势 (单位: 元/克)	9
图 12: 纺织纱线、织物及制品累计值 (亿美元) 及累计同比.....	10
图 13: 服装及衣着附件累计值 (亿美元) 及累计同比.....	10
图 14: 家具及其零件当月值 (亿美元) 及当月同比.....	10
图 15: 家具及其零件累计值 (亿美元) 及累计同比.....	10
图 16: 社零及限额以上当月.....	11
图 17: 国内实物商品线上线下增速估计.....	11
图 18: 偏向可选消费品的典型限额以上品类增速.....	11
图 19: 地产相关典型限额以上品类增速.....	11
图 20: 30 大中城市商品房成交套数.....	12
图 21: 30 大中城市商品房成交面积 (单位: 万平方米)	12
表 1: 本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司.....	7
表 2: 本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司.....	7
表 3: 本周家居用品板块涨幅前 5 的公司.....	8
表 4: 本周家居用品板块跌幅前 5 的公司.....	8

1. 本周观察：On Running 披露 2024 年度业绩，亚太区增速领先

2024 年，On Running 实现营收 23.18 亿瑞士法郎，同比增长 29.4%，剔除汇率影响，同比增长 33.2%；其中，第四季度实现营收 6.07 亿瑞士法郎，同比增长 35.7%，剔除汇率影响，同比增长 40.6%。2024 年，On Running 实现净利润 2.42 亿瑞士法郎，同比增长 204.5%；其中，第四季度实现净利润 8950 万瑞士法郎，同比增长 434.6%。

分渠道看，2024 年，DTC 渠道收入同比增长 40.3% 至 9.43 亿瑞士法郎；批发渠道收入同比增长 22.8% 至 13.76 亿瑞士法郎。24Q4，DTC 渠道收入同比增长 43.4% 至 2.96 亿瑞士法郎；批发渠道收入同比增长 29.1% 至 3.10 亿瑞士法郎。

分区域看，2024 年，EMEA、美洲、亚太区域收入同比增长 18.2%、27.4%、84.5% 至 5.78、14.80、2.60 亿瑞士法郎。24Q4，EMEA、美洲、亚太区域收入同比增长 31.0%、28.1%、117.5% 至 1.47、3.85、0.74 亿瑞士法郎。

盈利能力方面，2024 年，On Running 实现毛利率 60.6%，同比提升 1.0pct；其中 24Q4 实现毛利率 62.1%，创历史新高水平。存货方面，截至 2024 年末，存货为 4.19 亿瑞士法郎，同比增长 17.6%。

展望 2025 年：On Running 预计 2025 年汇率中性下，收入同比增长至少 27%，达到 29.4 亿瑞士法郎；预计毛利率约 60.5%，预计经调整 EBITDA 占收入比重为 17.0%-17.5%。

2. 本周行情回顾

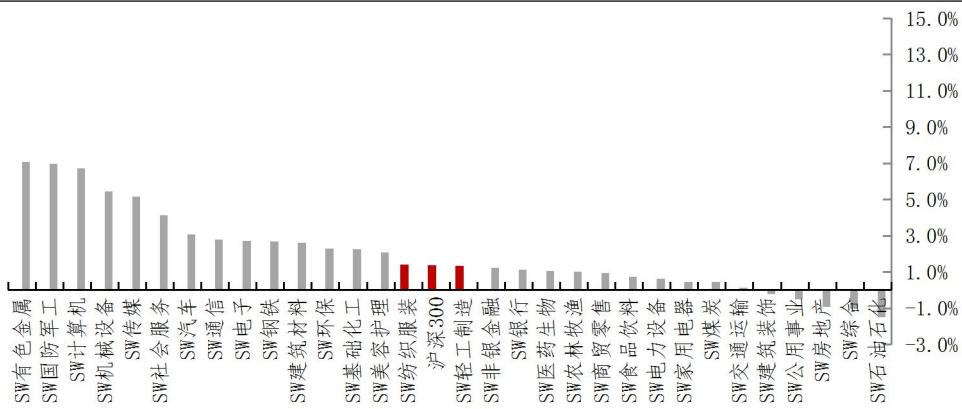
2.1 板块行情

本周，SW 纺织服饰板块上涨 1.42%，SW 轻工制造板块上涨 1.34%，沪深 300 上涨 1.39%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 0.03pct，轻工制造板块落后大盘 0.05pct。

SW 纺织服饰各子板块中，SW 纺织制造上涨 1.58%，SW 服装家纺上涨 1.06%，SW 饰品上涨 2.17%。

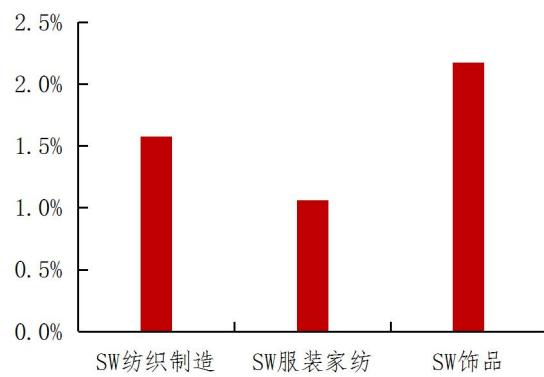
SW 轻工制造各子板块中，SW 造纸上涨 0.95%，SW 文娱用品上涨 3.02%，SW 家居用品上涨 1.24%，SW 包装印刷上涨 0.99%。

图 1：本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

图2：本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

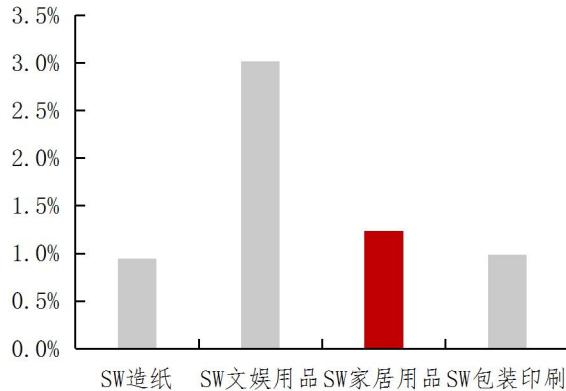
2.2 板块估值

截至 3 月 7 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 20.25 倍，为近三年的 36.84% 分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 22.66 倍，为近三年的 63.16% 分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 14.64 倍，为近三年的 25.66% 分位。

截至 3 月 7 日，SW 家居用品的 PE-TTM 为 21.11 倍，为近三年的 36.18% 分位。

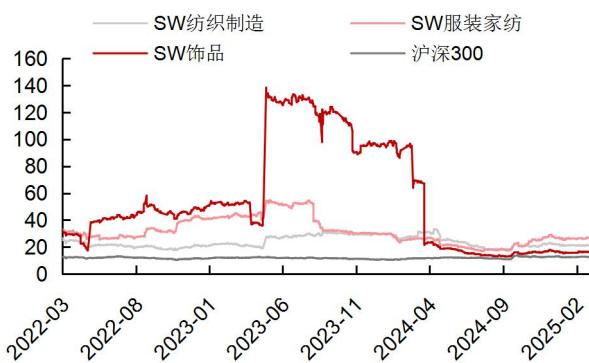
图4：本周 SW 纺织服装各子板块估值

图3：本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

图5：本周 SW 轻工制各子板块估值



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3 公司行情

SW 纺织服饰板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：聚杰微纤 (+42.8%)、酷特智能 (+34.05%)、潮宏基 (+14.52%)、华孚时尚 (+13.43%)、万里马 (+10.79%); 本周跌幅前 5 的公司分别为：棒杰股份 (-5.65%)、华升股份 (-5.37%)、ST 步森 (-5.34%)、浪莎股份 (-4.11%)、菜百股份 (-4.09%)。

表 1：本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
300819.SZ	聚杰微纤	42.80	21.32
300840.SZ	酷特智能	34.05	28.82
002345.SZ	潮宏基	14.52	7.57
002042.SZ	华孚时尚	13.43	6.59
300591.SZ	万里马	10.79	4.93

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002634.SZ	棒杰股份	-5.65	3.51
600156.SH	华升股份	-5.37	5.11
002569.SZ	ST 步森	-5.34	8.87
600137.SH	浪莎股份	-4.11	15.86
605599.SH	菜百股份	-4.09	11.01

资料来源：Wind，山西证券研究所

SW 家居用品板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：皮阿诺 (+20.35%)、茶花股份 (+17.95%)、松霖科技 (+14.79%)、趣睡科技 (+11.82%)、松发股份 (+11.1%); 本周跌幅前 5 的公司分别为：亚振家居 (-11.36%)、四通股份 (-4.69%)、慕思股份 (-4.48%)、匠心家居 (-4.24%)、欧派家居 (-3.66%)。

表 3：本周家居用品板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002853.SZ	皮阿诺	20.35	15.85
603615.SH	茶花股份	17.95	26.42
603992.SH	松霖科技	14.79	25.07
301336.SZ	趣睡科技	11.82	86.66
603268.SH	松发股份	11.10	41.83

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：本周家居用品板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603389.SH	亚振家居	-11.36	5.93
603838.SH	四通股份	-4.69	5.28
001323.SZ	慕思股份	-4.48	34.72
301061.SZ	匠心家居	-4.24	70.49
603833.SH	欧派家居	-3.66	63.63

资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 行业数据跟踪

3.1 原材料价格

- 纺织服饰原材料：

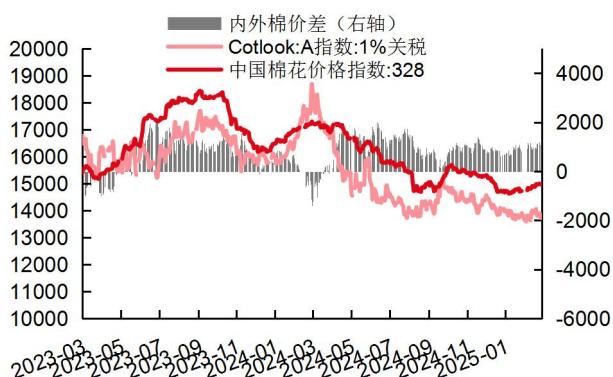
- 1) 棉花：截至 3 月 7 日，中国棉花 328 价格指数为 14835 元/吨，环比下降 0.7%；截至 3 月 6 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 13331 元/吨，环比下 2.8%。
- 2) 金价：截至 3 月 7 日，上海金交所黄金现货:收盘价:Au9999 为 679.48 元/克，环比增长 1.3%。
- 3) 羊毛价格：截至 2024 年 7 月 25 日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数(澳元)为 1124 澳分/公斤，环比增长 1.5%。

- 家居用品原材料：

- 1) 皮革：截至 2 月 28 日，海宁皮革:价格指数:总类为 72.67。
- 2) 海绵：截至 3 月 7 日，华东地区 TDI 主流价格为 12300 元/吨，环比下降 4.7%；华东地区纯 MDI 主流价格为 18400 元/吨，环比下降 3.2%。
- 汇率：截至 3 月 7 日，美元兑人民币（中间价）为 7.1705，环比持平。

图 6：棉花价格 (元/吨)

图 7：澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 (澳分/公斤)



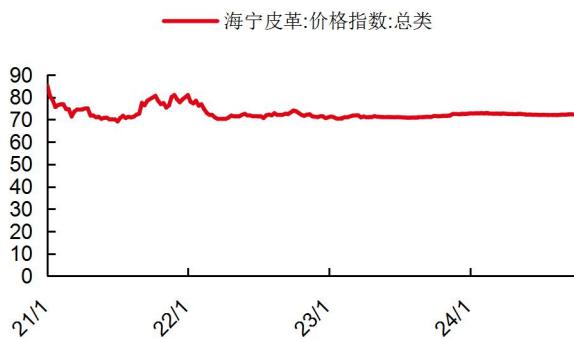
资料来源：Wind，山西证券研究所

图8：皮革价格走势



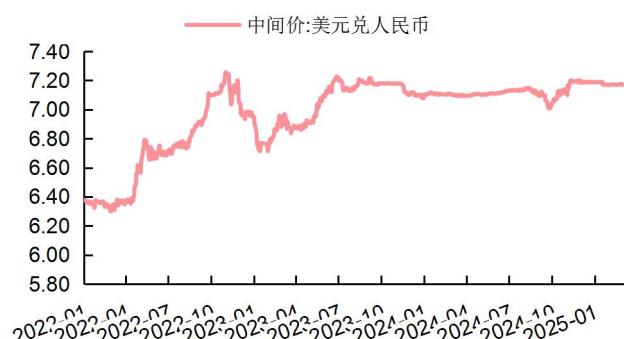
资料来源：Wind，山西证券研究所

图9：美元兑人民币汇率走势



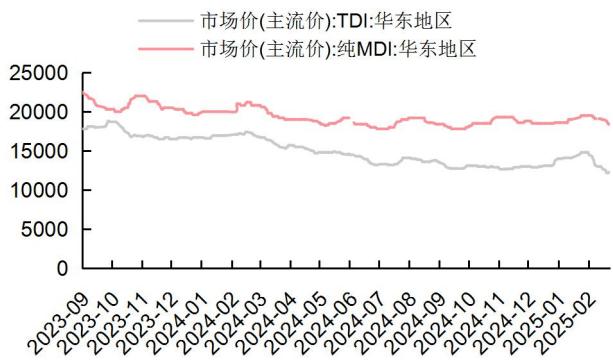
资料来源：Wind，山西证券研究所

图10：海绵原材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图11：金价走势（单位：元/克）





资料来源：Wind，山西证券研究所

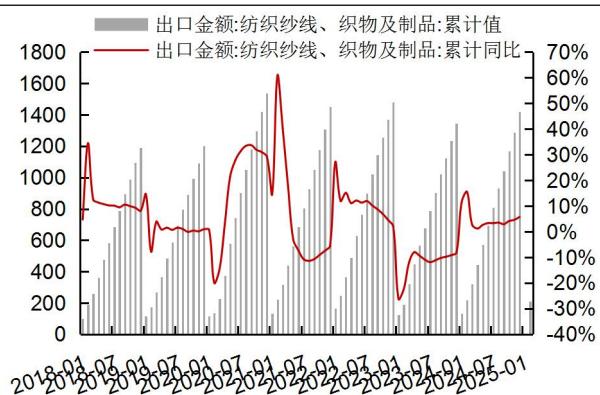
资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 出口数据

纺织品服装：2025年1-2月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为212.21、216.64亿美元，同比下降2.0%、6.9%。

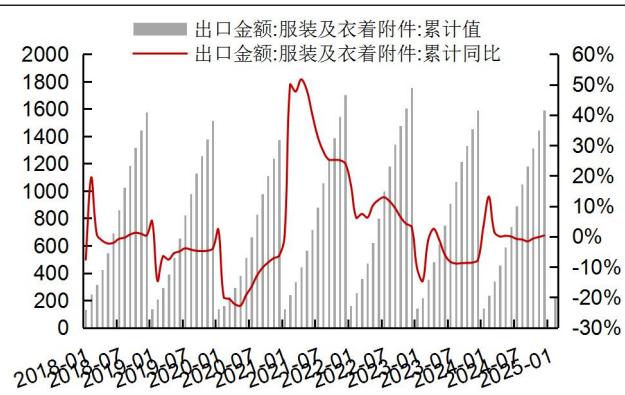
家具及其零件：2025年1-2月，家具及其零件出口99.85亿美元，同比下降15.5%。

图12：纺织纱线、织物及制品累计值（亿美元）及累计同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图13：服装及衣着附件累计值（亿美元）及累计同比



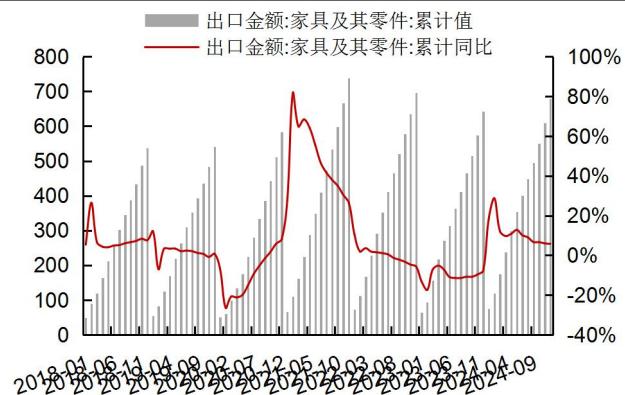
资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图14：家具及其零件当月值（亿美元）及当月同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图15：家具及其零件累计值（亿美元）及累计同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所



3.3 社零数据

2024年12月，国内实现社零总额4.52万亿元，同比增长3.7%，环比提升0.7pct，表现优于市场一致预期（根据Wind，2024年12月社零当月同比增速预测平均值为+3.5%）。

线上渠道表现继续优于商品零售大盘，全年线下必选消费业态增长稳健。2024年1-12月，商品零售额整体同比增长3.2%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长6.5%，表现好于商品零售整体；实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品同比分别增长16.0%、1.5%、6.3%。线下渠道，按零售业态分，2024年1-12月，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长4.7%、4.2%、2.7%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降2.4%、0.4%。

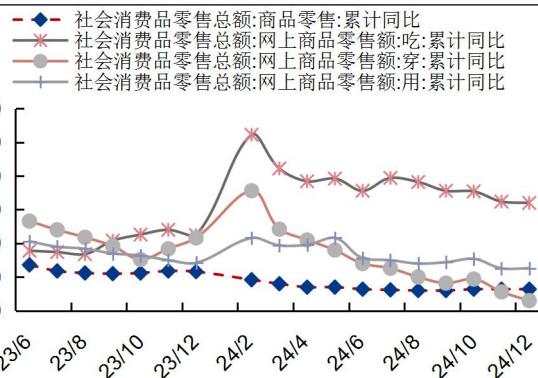
2024年12月，限上化妆品同比增长0.8%，由负转正；限上金银珠宝同比下降1.0%，降幅收窄4.9pct；限上纺织服装同比下降0.3%，降幅收窄4.2pct，预计1-12月线上渠道增速表现优于线下渠道；限上体育/娱乐用品同比增长16.7%，增速环比提升13.2pct。

图16：社零及限额以上当月



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

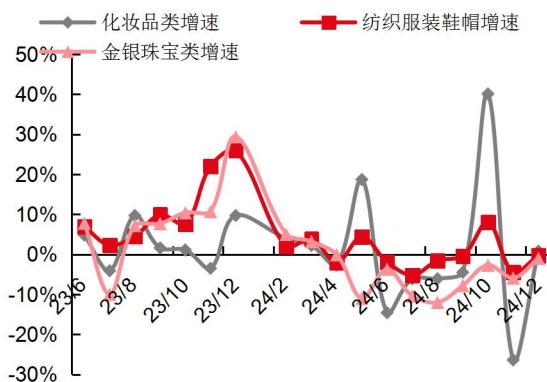
图17：国内实物商品线上线下增速估计



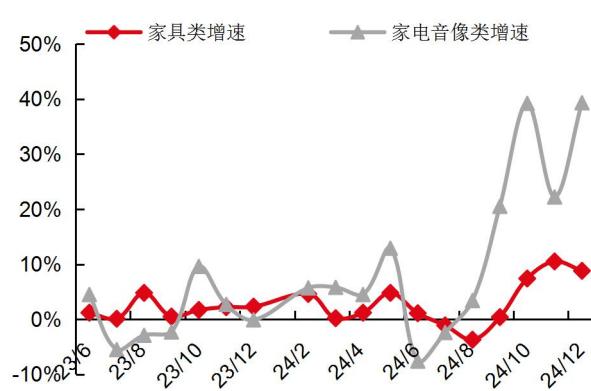
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图18：偏向可选消费品的典型限额以上品类增速

图19：地产相关典型限额以上品类增速



资料来源：Wind, 国家统计局, 山西证券研究所



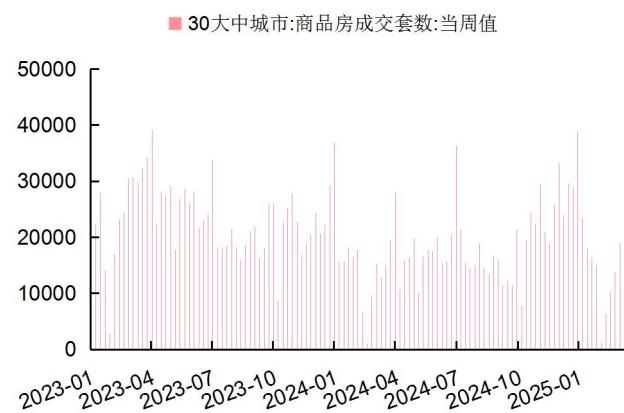
资料来源：Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

3.4 房地产数据

本周(2025年3月2日-2025年3月8日)，30大中城市商品房成交 13017 套、成交面积 145.39 万平方米，较上周环比分别下降 33.42%、34.44%。2025年至今（截至 3 月 8 日），30 大中城市商品房成交 122823 套、成交面积 1380.54 万平方米，同比下降 1.1%、增长 3.4%。

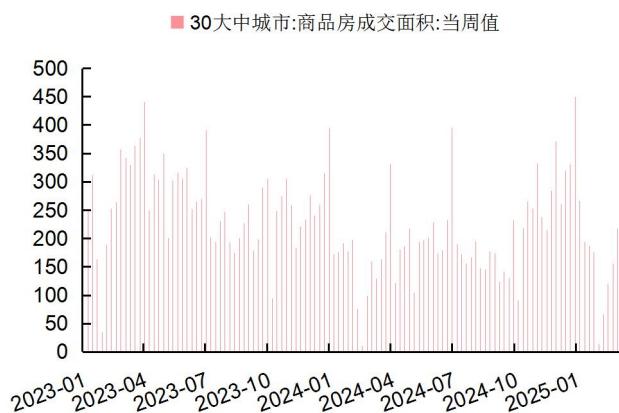
2024 年 1-12 月，我国住宅新开工面积 53660 万平方米，下降 23.0%，住宅销售面积 81450 万平方米，同比下降 14.1%，住宅竣工面积 53741 万平方米，下降 27.4%。

图 20：30 大中城市商品房成交套数



资料来源：Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

图 21：30 大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind, 国家统计局, 山西证券研究所

4. 行业新闻

4.1 UR 在美国 SOHO 开设海外最大旗舰店，迈出全球化战略重要一步

【来源：华丽志 2025-03-03】

2月28日，国际时尚品牌 URBAN REVIVO（以下简称UR）美国首家旗舰店在纽约SOHO区百老汇大街515号启幕，与ZARA、Lululemon、Alo等国际品牌毗邻。

UR 美国旗舰店选址 SOHO 区，这里不仅是纽约文化复兴的核心区域，也是时尚与艺术碰撞的灵感源泉。秉承 UR “奢华大店”的打造和“千店千面”的品牌哲学，此次美国旗舰店占地面积近 3000 平方米，开放式的超大空间营造出自由、舒适的购物环境。在店铺设计上，UR 以“城市复兴”的理念为灵感，巧妙地保留并活化了建筑的原始元素。裸露的红砖墙体和原始的柱体结构相互映衬，展现出历史与现代的对话，彰显出独特的艺术魅力。同时，UR 还提取了中国民间茶文化紫砂陶器的色彩作为主色调，以此致敬东方文化，彰显 UR 作为中国品牌的文化底蕴和现代时尚的全球视野。值得一提的是，店铺内的艺术装置以“流动与重构”为灵感，通过捕捉舞者动作生成实时飘带轨迹，展现动态的视觉流动美感。舞姿与飘带的交织，象征着城市历史与当代文化的互动融合，正如 SOHO 街区的复兴与转型，为整个空间注入无限生机和活力。开业当天，UR 还举办了最新春夏系列产品的时装展示活动。该系列融合了纽约的城市色彩，充分展现 UR 对时尚与文化的深刻理解。此外，国际超模的 Coco Rocha 身着品牌当季新款亮相。

美国首店的开业标志着 UR 全球化战略布局迈出了崭新的一步。UR 品牌创始人、母公司 FMG 集团董事长兼首席执行官李明光表示，UR 将继续“引领一步”，进军中国香港、伦敦、东京等全球时尚中心，进一步扩大品牌全球影响力。目前，UR 全球门店超 400 家，海外近 20 家，覆盖美国、新加坡、马来西亚、菲律宾、越南、泰国等国家。目前，UR 拥有一支超 500 人的国际设计团队，以多元化的创意视角和精湛的设计技艺，推动品牌不断迈向国际时尚的前沿。与此同时，UR 在伦敦设立了欧洲设计中心，这一举措旨在深耕欧美市场，精准捕捉更多消费者的时尚需求与审美趋势，为品牌在全球范围内的持续扩张与创新发展奠定坚实基础。“作为中国时尚品牌的杰出代表，UR 以创新为驱动，不断突破传统边界，为全球时尚爱好者带来惊喜与灵感，也为中国的时尚力量的崛起注入无限动力。未来，UR 将凭借卓越的设计与前瞻性的战略布局，续写中国时尚品牌的全球化路径，为世界时尚注入更多创新力量”，新闻稿中指出。

4.2 江南布衣上半财年报告：营收同比增长 5%至 30 亿元

【来源：华丽志 2025-02-27】

2月26日收盘后，江南布衣集团（HK:03306）发布截至2024年12月31日的2025上半财年业绩：受

在线渠道销售增长以及线下门店规模扩张推动，营收同比增长 5%至 30.06 亿元人民币，净利润同比增长 5.5%至 6.04 亿元。此外，集团整体毛利率由去年同期的 65.2%略下降至 65.1%。就品牌而言，报告期内：成熟品牌：逾 30 年历史的 JNBY 品牌营收同比增长 3.6%至 17.6 亿元，占集团比重 55.8%；成长品牌组合：包括于 2005 至 2011 年间相继推出的速写、jnby by JNBY 和 LESS 品牌营收同比下降 2.1%至 12.02 亿元，占集团比重 38.1%，其中速写、jnby by JNBY 分别同比下降 6%、0.6%，LESS 同比增长 0.8%。新兴品牌组合：包括 POMME DE TERRE（蓬马）、JNBYHOME、onmygame 及买手制百货 B1OCK 等多个新兴品牌营收同比大涨 147.3%至 1.94 亿元，占集团比重 6.1%。

就渠道而言，2025 上半财年在线及线下销售渠道营收均有所增长，线下渠道增长 3.5%，在线渠道增长 11.9%。江南布衣在全球经营的独立实体零售店总数由 2024 年 6 月底的 2025 家增加至 2024 年 12 月底的 2126 家，「江南布衣+」多品牌集合店增至 22 家。此外，零售店铺可比同店录得 0.1%的增长。集团表示，2025 上半财年，虽然中国居民消费意愿逐步回暖，但线下客流量依然波动。面对零售环境和消费者行为习惯持续变化等诸多不确定性，江南布衣不断推出包括「不止盒子」及「江南布衣+」多品牌集合店等新兴消费场景或产品，提供给消费者更多增值服务的同时，逐步升级各个品牌的店铺形象，以求带给顾客更舒适的购物体验。2024 全年（包括 2024 财年下半财年及 2025 上半财年），集团会员所贡献的零售额占零售总额超过八成，年度购买总额超过 5000 元的会员账户数逾 33 万个（2023 年：逾 30 万个），其消费零售额达到 46.8 亿元（2023 年：43.3 亿元），贡献了超过六成线下渠道零售总额。集团表示，持续加强品牌力及精细化会员运营的各项举措取得了成效。此外，2025 上半财年经营活动产生的现金流为 8.23 亿元，较去年同期下降 22.2%；存货同比增长 32%至 9.91 亿元。

4.3 告别卖吊牌 南极电商完成渠道汰换

【来源：北京商报 2025-03-02】

2月28日，南极电商在投资者互动平台表示，目前公司已完成天猫、京东等货架平台渠道新老客户的汰换，2024年12月31日，老货品以及不符合要求的老代理商100%强清退。这一举措标志着南极电商正式告别“卖吊牌”模式，开启品牌升级与高质量发展的新篇章。

南极电商的前身是成立于1998年的南极人，凭借“品牌授权”模式迅速扩张，成为国内知名的电商品牌。然而，随着市场竞争的加剧和消费者对品质要求的提升，传统的“卖吊牌”模式逐渐暴露出产品质量参差不齐、品牌形象受损等问题。

2023年，南极电商开始大刀阔斧地改革，从开放性授权模式转向邀约制加盟，并对供应链和经销商进行全面优化。这一年，南极电商以品牌为中心，将原本的品牌综合服务业务拆分为三部分，分别是战略合作授权服务、时尚授权服务和自营零售。其中，南极大人、卡帝乐鳄鱼等重点品牌被归入战略合作授权服务中；百家好及旗下品牌、贝拉维拉等新品牌被纳入时尚授权服务；南极人的男装、女装和内衣品类则属于自营零售。

随后在2024年底，南极电商改变了发展十多年的纯线上模式，杀回线下，在上海开出了旗下品牌南极大人全球首家线下门店，主要销售保暖内衣。南极电商创始人张玉祥在接受媒体采访时表示，南极大人正在重回自产自销的自营模式，要打造迪卡侬的价格、优衣库的品类和lululemon的品质。

此次渠道汰换是南极电商转型的重要一步。公司明确表示，所有销售产品必须符合2025年新标准，确保产品质量与品牌调性一致。对于个别处理滞后的商品链接，南极电商将采取法律手段维护自身及消费者权益。

据南极电商透露，目前，公司已在阿里、京东、抖音等平台开设约350家轻奢系列店铺，销售符合新标准的产品。

南极电商的转型并非一帆风顺。财报显示，2024年，公司预计亏损1.9亿—2.5亿元，主要是因为品牌升级和营销投入的增加。然而，管理层认为这是可持续发展的必要投资，未来将通过优化供应链、扩展经销渠道和开发家居生活场景产品等措施，推动品牌重塑与产品升级。

在接受北京商报记者采访时，时尚产业独立分析师、上海良栖品牌管理有限公司创始人程伟雄给出自己的观点：“广告营销投入是必要的，南极电商既然要做自营做品牌，就需要流量，但做品牌不能仅依靠产品和广告营销。”

盘古智库研究员江瀚也指出，南极电商在自营品牌方面缺乏经验，需要从头开始建立品牌知名度和市场影响力。这需要公司制定有效的品牌策略和推广计划，并加强与消费者的沟通和互动，以提高品牌认知度和忠诚度。此外，南极电商还需要面对激烈的市场竞争。在自营品牌领域，已经有很多成熟的品牌和企业占据了市场主导地位。南极电商需要通过不断创新和提升产品品质以及加大营销和推广力度，才能在竞争中占有一席之地。

5. 风险提示

1. 国内消费信心恢复不及预期；
2. 地产销售不达预期；
3. 品牌库存去化不及预期；



4. 原材料价格波动;
5. 汇率大幅波动。

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。本报告清晰准确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形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

