

纺织服装研究框架

分析师：杨欣	执业编号：S1130522080010
分析师：赵中平	执业编号：S1130524050003
分析师：杨雨钦	执业编号：S1130524110005

2025/3/27

目录

01

纺织服装产业链概览

02

细分子板块特性

03

与其他消费品异同

04

跟踪数据来源

05

风险提示

01 纺织服装 产业链概览

纺织服装产业链概览

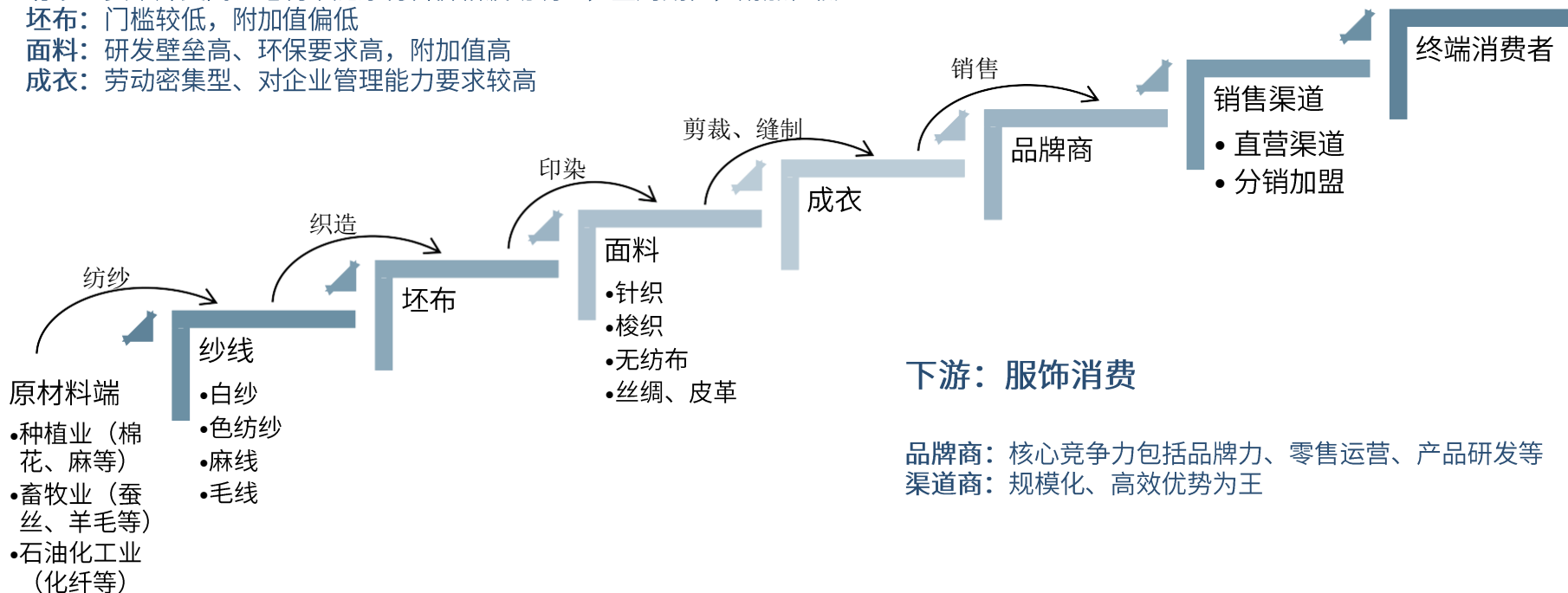
上游：纺织制造

纺纱：资本开支高、毛利率随原材料价格波动明显，呈周期性，附加值低

坯布：门槛较低，附加值偏低

面料：研发壁垒高、环保要求高，附加值高

成衣：劳动密集型、对企业管理能力要求较高



纺织服装产业链概览

规模分布：天花板明显，服装A股公司超70%的市值低于50亿；利润率：品牌>代工制造>渠道>其他

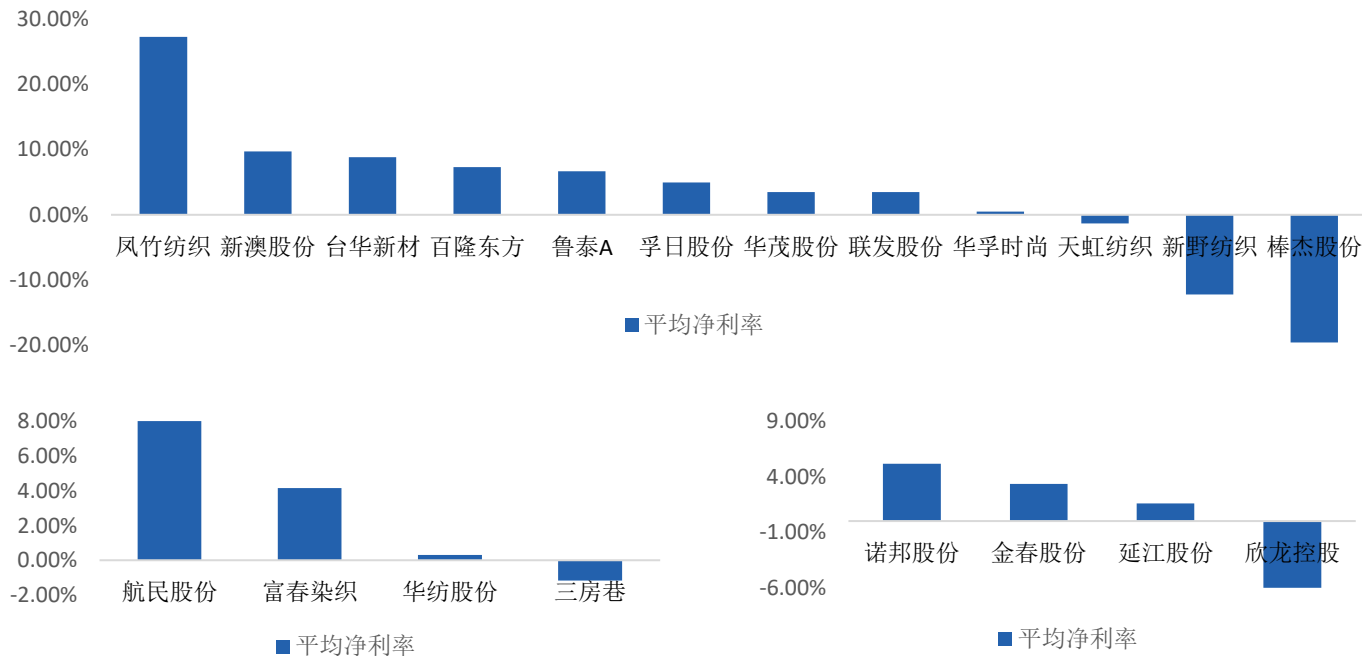
序号	公司名称	股票代码	股票类型	总市值(亿元/亿港元)	营业总收入(亿元)	净利率(%)	所属环节
1	安踏体育	2020. HK	H股	2205	623. 56	18. 08	运动品牌
2	申洲国际	2313. HK	H股	861	249. 70	18. 25	运动代工
3	华利集团	300979. SZ	A股	848	201. 14	15. 91	运动代工
4	波司登	3998. HK	H股	427	167. 74	12. 86	品牌
5	李宁	2331. HK	H股	397	275. 98	11. 55	运动品牌
6	海澜之家	600398. SH	A股	373	215. 28	13. 56	品牌
7	森马服饰	002563. SZ	A股	169	136. 61	8. 20	品牌
8	伟星股份	002003. SZ	A股	166	39. 07	14. 26	代工
9	特步国际	1368. HK	H股	153	143. 46	7. 20	运动品牌
10	际华集团	601718. SH	A股	120	115. 61	1. 63	军用
11	比音勒芬	002832. SZ	A股	109	35. 36	25. 76	品牌
12	台华新材	603055. SH	A股	96	50. 94	8. 81	品牌
13	百隆东方	601339. SH	A股	78	69. 14	7. 29	纺织
14	航民股份	600987. SH	A股	72	96. 66	8. 02	印染
15	朗姿股份	002612. SZ	A股	68	51. 45	4. 90	品牌
16	太平鸟	603877. SH	A股	67	77. 92	5. 40	品牌
17	罗莱生活	002293. SZ	A股	63	53. 15	10. 74	家纺
18	开润股份	300577. SZ	A股	60	31. 05	3. 70	代工
19	地素时尚	603587. SH	A股	58	26. 49	18. 64	品牌
20	红豆股份	600400. SH	A股	53	23. 30	1. 34	品牌

2 细分子板块 特性

细分板块特征——上游纺织/印染/坯布

定价模式：成本加成，但受棉价影响极大，通常在棉价上行通道中受益、下降中受损

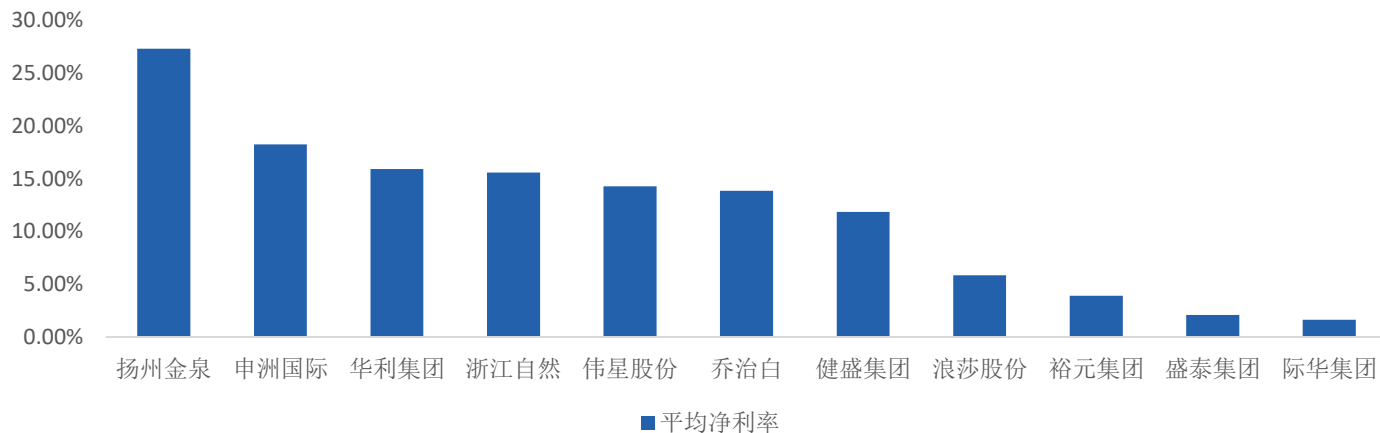
利润率：净利率整体为个位数，且波动较大



细分板块特征——中游代工制造

定价模式：成本加成，按照固定利润率接单；比起原材料受需求端影响更大

利润率：净利率可以做到双位数以上，波动小于上游；参与制造环节更多的往往利润率更高



财务指标中主要跟踪**收入**及**毛利率**变动，主要关注以下变量：

产能供给：企业产能扩张进度、爬坡进度，跟踪指标：招工、投产时间表；**产能需求**：客户订单量（现有客户、新客户拓展）。订单需求变动是决定收入的关键指标（供给和需求共同决定了产能利用率：产能利用率——决定毛利率的关键指标）

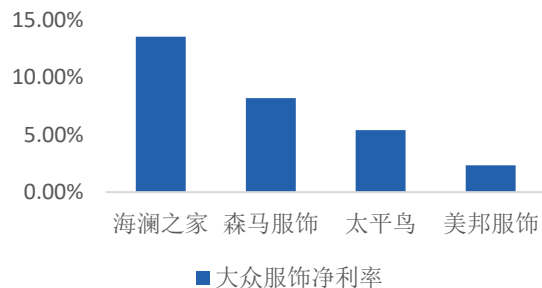
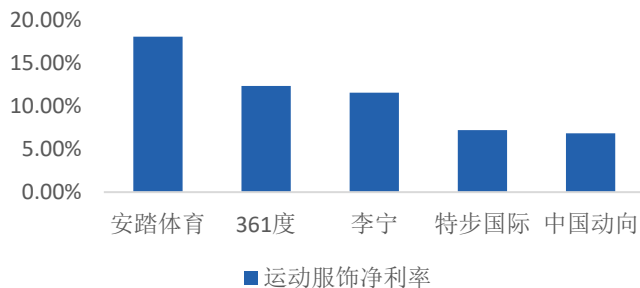
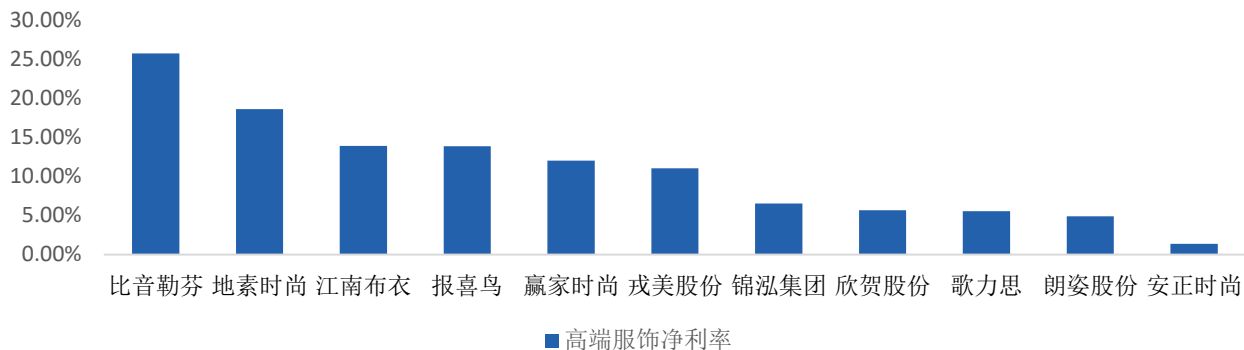
原材料价格：决定毛利率的关键指标；**产品销售价格**：取决于企业对于下游客户的议价能力，决定毛利率的关键指标

核心壁垒：**成本优势**（良率、能耗、工人熟练度等）、**管理水平**（产能统筹规划、质量与交期等）

细分板块特征——下游品牌服饰

定价模式：根据品牌力决定加价倍率+根据需求浮动折扣；

利润率：净利率可以做到双位数以上；不同细分赛道、不同成长阶段利润率、增速差异大



下游服装消费：渠道能力、产品力、品牌力

• 渠道方面的主要关注指标

① 渠道类型及规模（主要依赖于管理层直营、调研）

• 渠道类型：直营、分销占比

- 直营：品牌商开设门店、承担库存风险，承担租金/人员/装修等费用，奥莱店及高线城市门店多为直营，以产品售价计入营业收入。直营渠道运营对品牌商的零售运营效率要求较高，是众多品牌的转型趋势。
- 分销：品牌商以出货价将货品卖给经销商，门店运营费用及库存风险由经销商承担，低线城市门店大多以经销商为主。以出货价计入营业收入。出货价代表了品牌对分销商的话语权，关注订货会增速。

• 门店分布：购物中心、百货、街铺等各渠道门店占比、线上销售占比：购物中心及线上等新渠道占比越高越好。

• 门店开改关：新开店数量、低效店关闭情况、门店改建（面积扩大、装修）

② 渠道运营效率指标（指引、专家跟踪）

• 门店店效

- $\text{单店流水} = \text{客流量（门店位置）} * \text{进店率（装修）} * \text{转化率（导购效率）} * \text{连带率（商品效率）} * \text{终端折扣（产品力）}$
- 一年以上成熟店铺的单店增长：同店增速SSSG——零售行业非常关键的指标
- 流水增速：原有成熟店铺增长+新开店增长。注意区分流水增长的驱动力

• 库存情况：库销比（公司库存、渠道库存）、售罄率

下游服装消费：品牌力、产品力、渠道运营能力

- 产品力
 - 产品外观设计：需要与品牌形象及定位一致：例如 FILA红白蓝、中国李宁的潮流、优衣库的基础款
 - 产品功能性设计：NIKE air cushion、ADIDAS ultra boost、李宁䨻
 - 产品用料：面料选取、质量控制
- 品牌力：产品力及营销能力共同铸就
 - 传统营销方式：品牌故事及文化、代言人、广告、赞助赛事
 - 社交营销：KOL、直播销售等

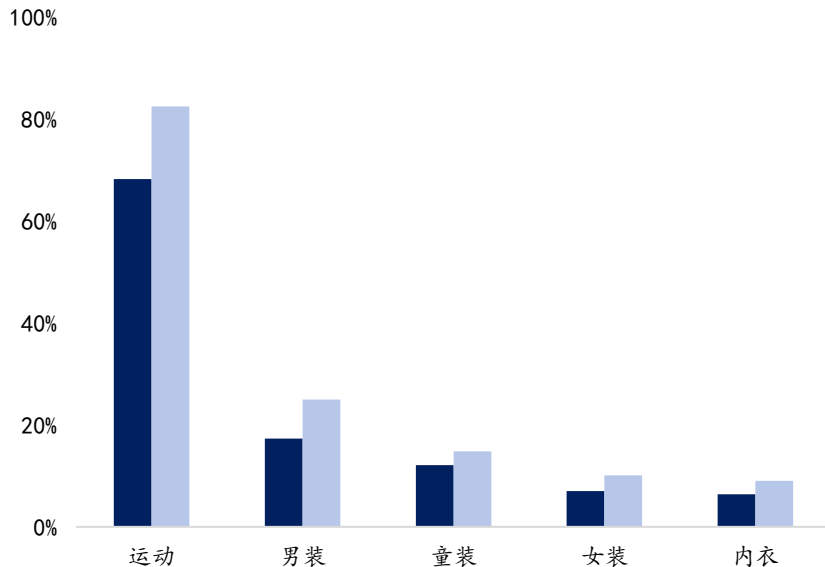
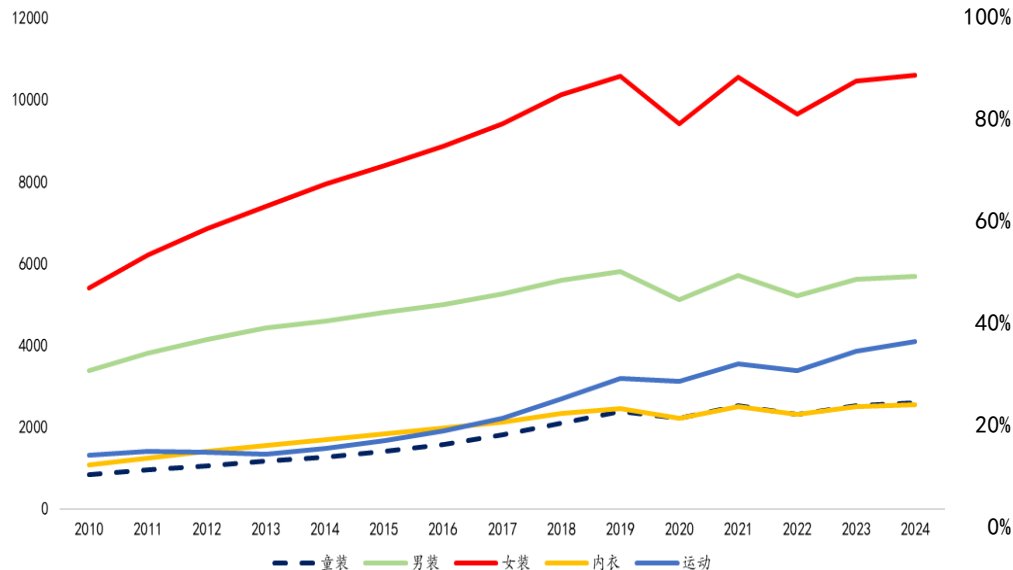
3 投资方法

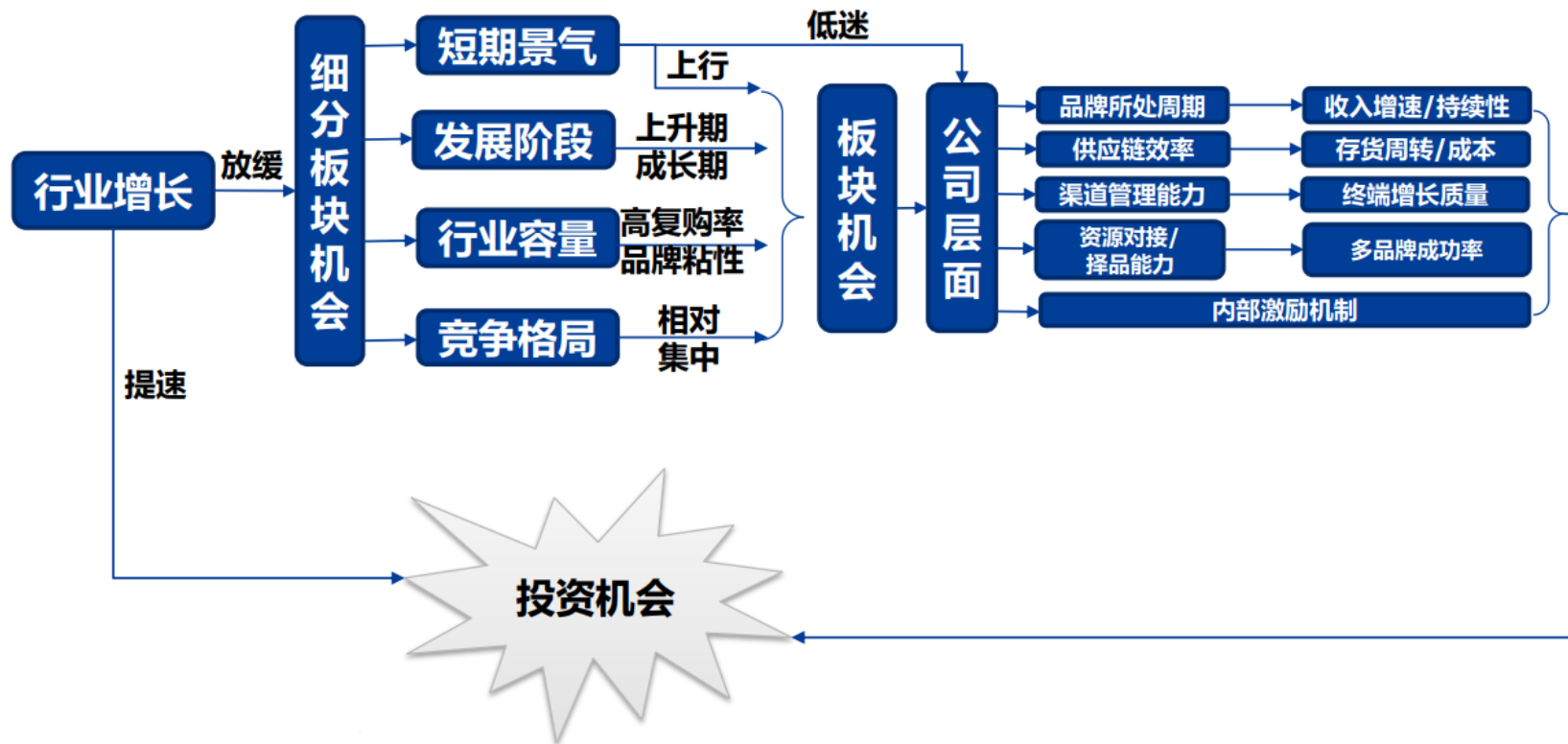
空间大+集中度高、格局稳定——优质赛道龙头，例如李宁

空间大+集中度低、格局动态——关注品牌存货周转效率、门店盈利改善，例如海澜之家

空间小+集中度高、格局稳定——关注短期高增速品种，例如台华新材

空间小+集中度低、格局动态——小而美，关注多品牌逻辑+新兴品类崛起，例如歌力思





上游OEM企业：较为分散，难以建立规模化壁垒，具有以下特征的企业值得关注(后文以申洲国际为例展开)

- 强研发能力、垂直一体化、深度绑定优质客户、海内外产能完善

下游服装消费：两端市场更易产生规模大、稳定性强的服装品牌

- 高效率、高周转、高性价比品牌（优衣库、Zara等）。赚快速周转的钱，具有一定的必选属性
- 奢侈品品牌（LVMH等）：赚取品牌溢价，可选属性极强，消费人群相对固定
- 面向中间大众市场的服装品牌：市场分散、潮流周期风险较大，消费者转换成本和忠诚度相对较低
因此，在面向大众市场的服装品牌中，以下三类企业更具持久稳定的成长性

① 具有功能性壁垒的服装品牌，例如耐克、安踏、李宁等运动服饰品牌

运动鞋服行业的集中度不断提升，聚集效应明显，头部品牌在发展壮大的过程中易于建立起壁垒

- 壁垒体现在优质的渠道资源、产品的研发能力、深刻的品牌烙印等
- 龙头公司易抢占重大赛事及头部明星这些稀缺资源

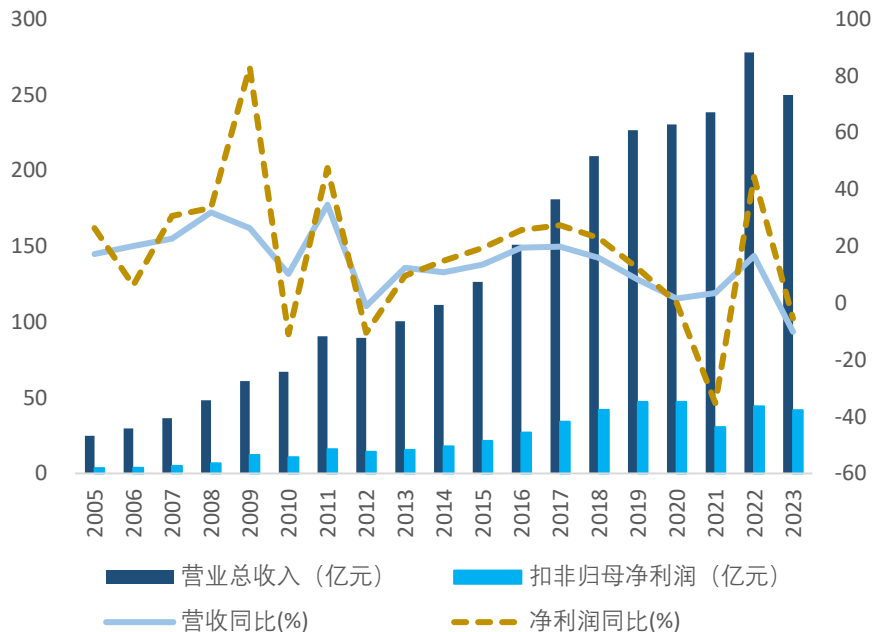
① 拥有多品牌组合的服装企业，可在不同潮流周期中对冲风险，例如安踏体育、VF、歌力思等

② 深耕细分市场的品牌，例如Lululemon、专注羽绒服行业的Canada Goose及波司登

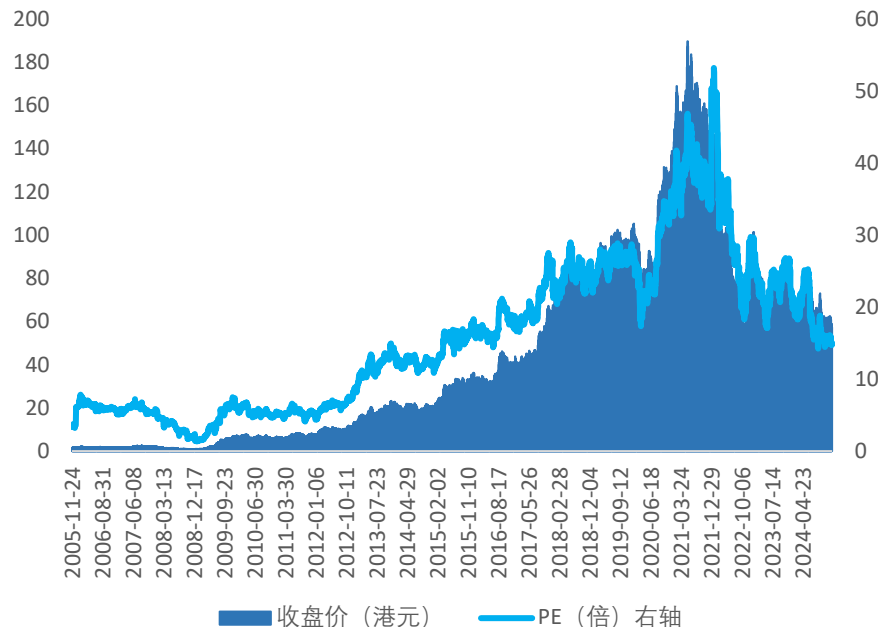
投资方法——寻找大市值公司

Eg.申洲国际：运动服饰行业景气度高、空间大，公司稳定性、稀缺性持续领跑行业，2020年以前盈利与估值持续提升，走出长线大牛股行情

图：公司营收、净利润及增速



图：公司市值



上游OEM企业：以产能的快速扩张为主，叠加需求回暖

- 短期产能快速扩张（多在上市之初）、并且需求改善产能利用率提升
- 警惕成为周期股

下游服装消费：两端市场更易产生规模大、稳定性强的服装品牌

- 快速扩张门店：增加辐射的人群范围，可以带来收入的快速增长
- 店效提升：通过门店扩改、调整位置、更换产品陈列等提升同店收入（例如奥康、九牧王等）
- 门店盈利能力提升：受消费回暖、产品折扣回升带动；减少直营、增加批发等；门店经营开支一般较为刚性
- 除运动外基本没有爆款大单品逻辑
- 直播电商对利润贡献有限

Eg.台华新材：公共卫生事件期间行业格局改变、国产供应链地位提升+公司拓展重要新客户、产能大幅扩张，突破此前的周期模式



4 跟踪数据 来源

原材料端：大宗商品的价格变动、供需格局

- ✓ 中国棉花价格指数：328棉、Cotlook:A指数、进口棉价格指数(FC Index):M:滑准税港口提货价、粘胶短纤市场价、CCFEI价格指数:涤纶短纤、锦纶丝（DTY）华东市场价
- ✓ USDA供需平衡表、棉花商业库存（wind）

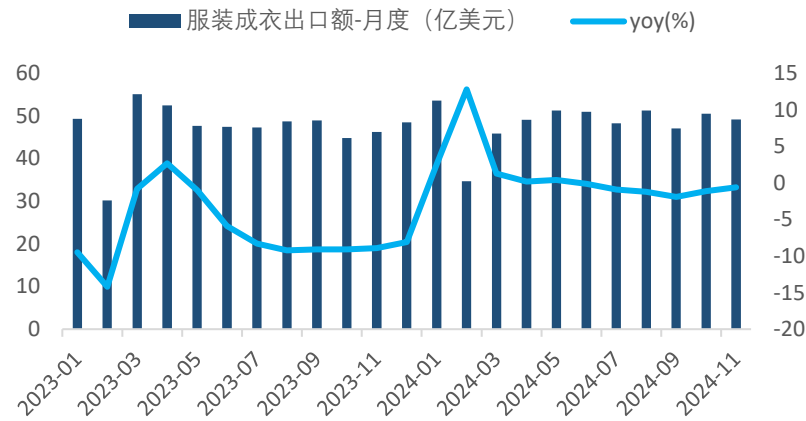
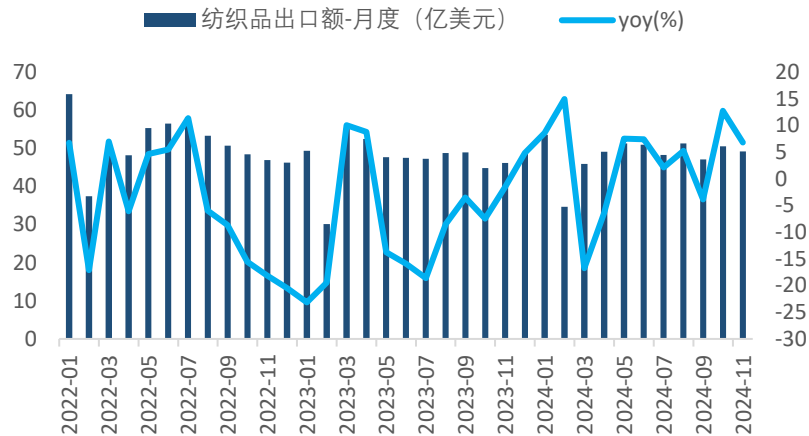
收入端：欧美需求情况、自身产能扩张计划

- ✓ 下游品牌季报、专家访谈、海关出口数据、欧美消费者信心指数、航运类数据（上海出口集装箱运价指数、波罗的海干散货指数等）、美国服装及面料批发商库存
- ✓ 管理层指引

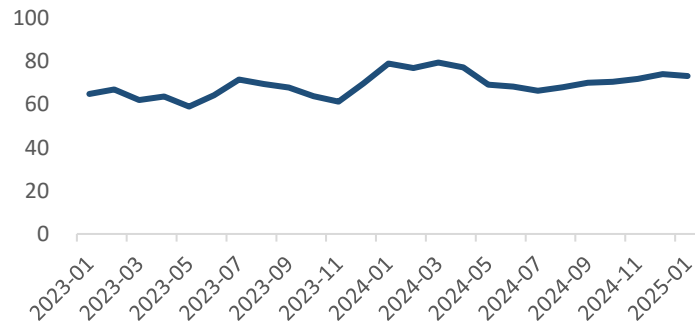
费用及其他非经营性影响

- ✓ 海运价格、人民币汇率变动
- ✓ 政府补贴

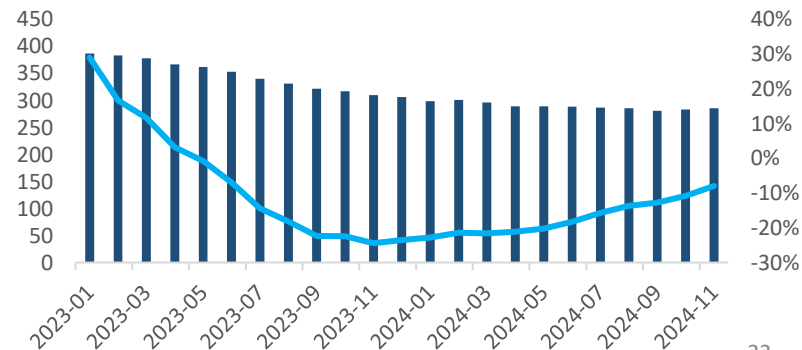
跟踪数据来源——上游纺织制造



美国密歇根大学消费者信心指数



■ 美国服装及面料批发商库存 (亿美元) — yoy



收入端：全年经营指引、开店计划、流水、订货会情况等

- ✓ 管理层年度指引、开店计划
- ✓ 订货会情况、专家访谈、月度流水、同店、售罄率等
- ✓ 向上游供应商采购情况
- ✓ 新品发布计划
- ✓ 月度电商数据

利润端：折扣、ASP

- ✓ 管理层指引、ASP目标
- ✓ 专家访谈折扣变化情况

- 线下复苏不及预期：目前内需恢复仍有不确定性，如果复苏进度不及预期可能对服装板块公司流水和业绩产生影响。
- 原材料、汇率波动风险：原材料价格与人民币汇率可能会波动，或对上游制造和出口企业业绩产生影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题