



纺织品和服装行业研究

买入（维持评级）

行业点评

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010） 分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）
yangxin1@gjzq.com.cn zhaozhongping@gjzq.com.cn yangyuqin@gjzq.com.cn

运动品牌 2024 韧性显著，运动制造订单改善

业绩回顾

运动品牌主要公司 2024 年经营稳健，展现了较强的经营韧性。安踏体育/李宁/特步国际/361 度营收分别 +13.58%/+3.90%/-5.36%/+19.59% 至 708.26/286.76/135.77/100.74 亿元，安踏主品牌和 FILA 保持稳健经营，新品牌高速增长驱动营收在高基数下依旧维持快速增长。361 度把握低层级市场，同时持续提升品牌力，营收依然保持高增速。展望 2025 年我们预计运动龙头仍将保持稳健发展，安踏主品牌营收预计维持高单位数增长，FILA 营收预计维持中单位数增长，李宁营收预计维持平稳。各大公司通过动态管理库存和折扣水平实现毛利率改善。安踏体育毛利率同比小幅下降 0.42pct 至 62.20%，低毛利率线上渠道占比提升使得盈利水平有小幅波动。李宁/特步国际/361 度毛利率同比有所提升，主要受益于 1) 电商折扣改善。2) 直营渠道效率优化、折扣改善。3) 高毛利 DTC 占比上升等。我们认为运动龙头企业未来将在产品、渠道、营销多维度继续发力，有望进一步巩固竞争优势，提升市占率。

2024 体育大年各公司维持较高的广宣等费用开支，库存管控良好。安踏体育销售费用率为 36.21%，同比提升 1.45pct，主因新品推广与渠道拓展投入加大。特步国际/361 度广宣费用率同比提升均 0.1pct 至 13.4%/12.8%。李宁/特步国际/361 度销售费用率同比 -0.82pct/-2.36pct/-0.16pct 至 32.08%/21.12%/21.95%，体现精细化营销策略与费用效率优化。安踏体育/李宁存货控制较好，存货周转天数整体保持稳定；特步国际周转天数同比下降 10 天至 79 天，主要系剥离非核心业务，减少低效库存；361 度周转天数同比增长 14 天至 106 天，主要因为公司战略性增加制成品存货以支持电商业务。我们认为零售环境低谷已过，各大品牌严控库存，2025 年板块库存有望进一步好转。

2024 年运动制造公司营收展现弹性。华利集团 / 申洲国际 / 裕元集团 / 晶苑国际收入分别增长 19.35%/14.79%/3.70%/13.42% 至 240.06/286.63/81.82/24.70 亿元。华利集团 2024 年全年销售运动鞋 2.23 亿双，同比增长 17.53%，ASP 同比增长低单位数，增长主要依靠量增驱动。申洲国际休闲类、内衣类产品销售额同比分别上升 27.1%/34.6%，得益于日本市场及其他市场需求明显增加。裕元集团制造业务订单稳步恢复，营收同增 11.1% 至 56.21 亿美元。晶苑国际订单需求增加，在维持高效营运的同时实现迅速的产能增长，公司营收逐步回稳。整体来看，随着海外大客户库存逐步回到正常水平，订单拐点到来驱动 2024 年运动制造龙头营收均展现良好的弹性。

产能利用率回升驱动 2024 年运动制造板块整体盈利能力有回暖。华利集团 24Q4 净利率为 15.36%，同比下降 0.38pct。我们预计主要受到新工厂投产毛利率爬坡、管理费用率上升等因素影响，2024 年整体净利率稳中有升。申洲国际毛利率/净利率同增 3.83%/3.52pct 至 28.10%/21.77%，得益于产能利用率的明显提高、海外工厂运行效率及员工聘用人数增加。裕元集团制造业务产能利用率与生产效率大幅提升，毛利率同比增长 0.7pct 至 19.9%。晶苑国际持续投资自动化，加之经验丰富的管理团队，生产效率得到优化，推动盈利水平提升。各大运动制造公司 2024 年产能利用率已基本回升至正常水平，我们预计 2025 年运动制造龙头将继续推进降本增效和数智化生产改造，盈利水平有望持续提升。

投资建议

- 运动品牌：安踏体育等龙头拥有较强的经营韧性，多品牌矩阵快速发展叠加精细化运营具备较强的阿尔法，在当前零售环境承压背景下有较强的稀缺性，我们预计安踏等体育龙头有望持续跑赢行业。推荐——安踏体育、李宁。
- 运动制造：基本面角度来看，制造板块短期板块情绪或受到美国特朗普加征关税的影响有所调整，我们认为此次超预期加征关税将推动制造行业进一步洗牌，纺织制造龙头具备较强抗风险能力，可更好地应对外部宏观不确定性的影响，因此订单或进一步向龙头企业转移，利好龙头份额提升。推荐制造龙头——华利集团。

风险提示

内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险。



一、运动品牌 2024 年展现韧性，订单拐点驱动运动制造企业经营改善

2024 年运动行业主要公司在消费承压以及行业竞争加剧背景下经营情况整体良好，展现了较强的经营韧性。四家运动公司表现有所分化，安踏体育/李宁/特步国际/361 度营收分别+13.58%/+3.90%/-5.36%/+19.59% 至 708.26/286.76/135.77/100.74 亿元。

1) 安踏体育继续发挥多品牌矩阵的优势，24 全年安踏主品牌营收为 335.2 亿元，同增 10.6%，其中核心场拉动作用显著，超级安踏、作品集等新零售业态店效持续提升，部分超级安踏店店效已提升至传统店 3 倍。FILA 品牌营收为 266.3 亿元，同增 6.1%，其中鞋类拓展顺利，24 年增长超 10%、达 2300 万双，FILA 儿童、潮牌的增量品类鞋、书包等亦持续突破，调整效果显著。迪桑特和可隆营收为 106.8 亿元，同增 69.5%，营收首次突破百亿元，合计占比达 15.1% (+4pct)，且优于管理层内部目标。迪桑特与可隆品牌高店效模式持续，其中迪桑特品牌店效 5000 万以上门店达 21 家，超亿元门店达 5 家；可隆进一步拓展南部门店，24 年流水翻倍增长。

2) 李宁 24 年电商业务营收同增 10.3%，主要得益于线上渠道的深度开发，线上客流提升高单位数，转化率有所改善。全年批发收入下降低单位数，批发流水下降中单位数，批发收入与流水相对匹配，推动渠道健康发展。公司持续丰富产品结构，24 年跑步产品流水增长 25%，跑鞋核心 IP 销量突破 1060 万双。截至 24 年末渠道库销比为 4，库龄结构健康，6 个月内新品占比 80%。李宁以产品力为基础，整体维持稳健发展。

3) 特步国际继续深耕跑步领域，成为中国跑步第一品牌。2024 年营收为 135.77 亿元，同比下降 5.36%，主要受到剥离盖世威/帕拉丁业务的影响，其中特步主品牌专注大众市场，营收同比 24 年增长 3.2% 至 123 亿元，主要因为公司线上渠道表现良好，并且在国内主要马拉松赛事中拥有最高的穿着率。索康尼聚焦高端市场，实现营收 12.50 亿元，同比增长 57.2%，成为集团第二增长曲线。

4) 361 度把握低层级市场，同时持续提升品牌力，2024 年实现营收 100.74 亿元，同增 19.59%，依然保持高增速。在跑步领域，公司继续发力马拉松赛事，年内赞助马拉松赛事 117 场，产品端取得 CQT 碳临界科技、Q 弹超科技等创新成果，在篮球领域签约 NBA 超级球星约基奇进一步提升品牌影响力。

图表1：2024年体育龙头公司增速依然稳健（单位：亿元）

		2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	营业收入	335.12	493.28	536.51	623.56	708.26
	yoy	4.67%	38.91%	8.76%	16.23%	13.58%
李宁	营业收入	144.57	225.72	258.03	275.98	286.76
	yoy	4.23%	56.13%	14.31%	9.96%	3.90%
特步国际	营业收入	81.72	100.13	129.30	143.46	135.77
	yoy	-0.13%	22.53%	29.13%	10.94%	-5.36%
361 度	营业收入	51.27	59.33	69.61	84.23	100.74
	yoy	-8.97%	15.73%	17.31%	21.01%	19.59%

来源：ifind，国金证券研究所

总体来看，2024 年运动服饰龙头企业在需求波动中展现强大运营能力，各大公司以跑鞋等产品为基础，发挥差异性特点，实现营收逆势增长，未来在产品、渠道、营销多维度继续发力，有望进一步巩固竞争优势，提升市占率。展望 2025 年我们预计运动龙头仍将保持稳健发展，安踏主品牌营收预计维持高单位数增长，FILA 营收预计维持中单位数增长，其他品牌（迪桑特/可隆）预计实现超 30% 的增长，李宁营收预计维持平稳。

图表2：2025年运动龙头预计维持稳健增长

	2025 年营收预测		
	安踏主品牌	FILA	迪桑特/可隆
安踏体育	高单位数增长	中单位数增长	同比增长超 30%
李宁	同比持平		
361 度		低到中双位数	



来源：国金证券研究所

2024 年运动板块盈利水平整体改善，板块公司通过动态管理库存和折扣水平提升实现毛利率大面积改善，但安踏体育毛利率同比小幅下降 0.42pct 至 62.20%，其中安踏主品牌毛利率下降 0.4pct，FILA 毛利率下降 1.2pct，低毛利率线上渠道占比提升使得盈利水平有小幅波动。李宁/特步国际/361 度毛利率分别同比+0.99%/+1.03pct/+0.43pct 至 49.37%/43.20%/41.50%，主要受益于 1) 电商折扣改善。2) 直营渠道效率优化、折扣改善。3) 高毛利 DTC 占比上升等。当前板块盈利水平尚未完全恢复至常态区间，我们认为待未来消费需求有所好转，终端折扣进一步优化，2025 年板块盈利水平有望进一步回升。

图表3：2024 年体运动品牌板块盈利水平稳中向好（亿元）

		2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	毛利率	58.15%	61.64%	60.24%	62.59%	62.17%
	净利率	15.68%	16.66%	15.37%	18.08%	23.99%
李宁	毛利率	49.07%	53.03%	48.38%	48.38%	49.37%
	净利率	11.75%	17.77%	15.75%	11.55%	10.51%
特步国际	毛利率	39.14%	41.72%	40.92%	42.17%	43.20%
	净利率	6.18%	8.88%	7.06%	7.20%	9.12%
361 度	毛利率	37.87%	41.67%	40.52%	41.10%	41.53%
	净利率	9.66%	12.51%	11.73%	12.35%	11.84%

来源：ifind，国金证券研究所

2024 年各公司维持较高的广宣等费用开支。安踏体育销售费用率为 36.21%，同比提升 1.45pct，主因新品推广与渠道拓展投入加大。特步国际/361 度广宣费用率同比提升均 0.1pct 至 13.4%/12.8%。李宁/特步国际/361 度销售费用率同比-0.82pct/-2.36pct/-0.16pct 至 32.08%/21.12%/21.95%，体现精细化营销策略与费用效率优化。由于员工成本及研发投入增加，李宁管理费用同比增加 0.43pct；特步国际同比-0.22pct 至 10.51%。整体来看 2024 年为体育大年，各大公司均加大营销投入，但费用端管控情况较好，我们预计 2025 年各大公司会延续对费用的精细化管理，费用率水平有望持续优化。

图表4：2024 年运动品牌板块广宣费用率整体有提升

		2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	销售费用率	30.32%	35.99%	36.59%	34.76%	36.21%
	管理费用率	5.98%	5.94%	6.69%	5.92%	5.93%
李宁	销售费用率	30.61%	27.19%	28.35%	32.90%	32.08%
	管理费用率	5.57%	4.92%	4.31%	4.55%	4.98%
特步国际	销售费用率	18.81%	18.89%	20.81%	23.48%	21.12%
	管理费用率	12.85%	11.88%	11.24%	10.73%	10.51%
361 度	销售费用率	18.80%	19.21%	20.59%	22.12%	21.95%
	管理费用率	8.60%	9.41%	7.78%	7.48%	6.94%

来源：ifind，国金证券研究所

2024 年运动品牌各大公司稳健去库存，安踏体育/李宁存货控制较好，存货周转天数整体保持稳定；特步国际周转天数同比下降 10 天至 79 天，主要系剥离非核心业务，减少低效库存，并以柔性供应链应对市场需求；361 度周转天数同比增长 14 天至 106 天，主要因为公司战略性增加制成品存货以支持电商业务。我们认为零售环境低谷已过，各大品牌严控库存，库存水平进入较为健康的区间，驱动各公司折扣水平优化以及运营压力减轻。



图表5：运动品牌存货周转天数健康（单位：天）

	2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	120	125	136	121	121
李宁	67	53	57	62	63
特步国际	73	76	89	89	79
361 度	109	86	90	92	106

来源：ifind，国金证券研究所

1.2、运动制造龙头 2024 年展现经营弹性，订单拐点驱动未来向上

2024 年运动制造板块营收展现弹性。华利集团/申洲国际/晶苑国际营收分别增长 19.35%/14.79%/13.42% 至 240.06/286.63/24.70 亿元。华利集团 2024 年全年销售运动鞋 2.23 亿双，同比增长 17.53%，ASP 同比增长低单位数，公司增长主要依靠量增驱动。申洲国际休闲类、内衣类产品销售额同比分别上升 27.1%/34.6%，得益于日本市场及其他市场需求明显增加。裕元集团制造业务订单稳步恢复，营收同增 11.1% 至 56.21 亿美元。晶苑国际因订单需求增加、扩充雇员队伍，在维持高效营运的同时实现迅速的产能增长，公司营收逐步回稳。整体来看，随着海外大客户库存逐步回到正常水平，订单拐点到来驱动 2024 年运动制造龙头营收均展现良好的弹性。

图表6：2024年运动制造板块营收展现弹性（单位：亿元）

		2020	2021	2022	2023	2024
华利集团	营业收入	139.31	174.70	205.69	201.14	240.06
	yoy	-8.14%	25.40%	17.74%	-2.21%	19.35%
申洲国际	营业收入	230.31	238.45	277.81	249.70	286.63
	yoy	1.61%	3.54%	16.51%	-10.12%	14.79%
裕元集团	营业收入	47.36	49.14	62.03	50.59	56.21
	yoy	-21.1%	3.8%	26.2%	18.4%	11.1%
晶苑国际	营业收入	19.85	23.41	24.91	21.77	24.70
	yoy	-18.22%	17.94%	6.39%	-12.59%	13.42%

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据，裕元集团单位为亿美元）

产能利用率回升驱动 2024 年运动制造整体盈利能力有回暖。华利集团 24Q4 净利率为 15.36%，同比下降 0.38pct。我们预计主要受到新工厂投产毛利率爬坡、管理费用率上升等因素影响，2024 年整体净利率稳中有升。申洲国际毛利率/净利率同增 3.83%/3.52pct 至 28.10%/21.77%，得益于产能利用率的明显提高、海外工厂运行效率及员工聘用人数增加。裕元集团制造业务产能利用率与生产效率大幅提升，毛利率同比增长 0.7pct 至 19.9%。晶苑国际持续投资于自动化，加之经验丰富的管理团队，生产效率得到优化，推动盈利水平提升。各大运动制造公司 2024 年产能利用率已基本回升至正常水平，我们预计 2025 年运动制造龙头将继续推进降本增效和数智化生产改造，盈利水平有望持续提升。

图表7：2024年运动制造整体盈利能力提升

		2020	2021	2022	2023	2024
华利集团	毛利率	24.82%	27.23%	25.86%	25.59%	-
	净利率	13.48%	15.84%	15.69%	15.91%	16.00%
申洲国际	毛利率	31.24%	24.28%	22.05%	24.27%	28.10%
	净利率	22.07%	14.14%	16.43%	18.25%	21.77%
裕元集团	毛利率	14.7%	15.5%	18.4%	19.2%	19.9%
	净利率	-2.3%	0.3%	5.7%	5.8%	7.8%
晶苑国际	毛利率	19.44%	19.12%	18.60%	19.19%	19.69%
	净利率	5.44%	6.97%	6.95%	7.54%	8.13%

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据，其净利率为经营净利率）



2024年运动制造费用管控情况良好。申洲国际销售费用率同比上涨0.30pct至0.96%，主要系运输费用增长。申洲国际/晶苑国际管理费用率同降0.77/1.35pct，裕元集团SG&A同降0.5pct至10.4%，各大运动制造公司深度推进降本增效，我们预计板块费用整体优化为长期趋势。

图表8：2024年运动制造龙头控费稳健

		2020	2021	2022	2023	2024
华利集团	销售费用率	0.46%	0.37%	0.38%	0.35%	-
	管理费用率	4.25%	3.93%	3.75%	3.43%	-
申洲国际	销售费用率	0.65%	0.97%	0.74%	0.66%	0.96%
	管理费用率	7.12%	8.30%	7.04%	7.53%	6.76%
裕元集团	SG&A	11.6%	12.2%	10.1%	10.9%	10.4%
晶苑国际	销售费用率	0.92%	1.03%	1.08%	1.24%	1.59%
	管理费用率	11.90%	10.24%	9.50%	10.01%	8.66%

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

2024年运动制造龙头库存普遍优化。申洲国际/裕元集团/晶苑国际存货周转天数同比下降4/9/6天。申洲国际通过提升数字化水平和柔性生产能力来快速响应市场需求，晶苑国际、裕元集团亦注重库存管理。2025年伴随部分大客户订单改善，同时运动制造公司数智化制造升级持续推进，库存情况有望持续优化。

图表9：运动制造公司存货周转天数下降（单位：天）

	2020	2021	2022	2023	2024
华利集团	75	67	61	63	-
申洲国际	115	114	107	118	114
裕元集团	62	76	54	60	51
晶苑国际	58	52	52	53	47

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

二、投资建议

- 运动品牌：**安踏体育等龙头拥有较强的经营韧性，多品牌矩阵快速发展叠加精细化运营具备较强的阿尔法，在当前零售环境承压背景下有较强的稀缺性，我们预计安踏等运动品牌龙头有望持续跑赢行业。推荐——安踏体育、李宁，建议关注——特步国际、361度。
- 运动制造：**基本面角度来看，制造板块短期板块情绪或受到美国特朗普加征关税的影响有所调整，我们认为此次超预期加征关税将推动制造行业进一步洗牌，纺织制造龙头具备较强抗风险能力，可更好地应对外部宏观不确定性的影响，因此订单或进一步向龙头企业转移，利好龙头份额提升。推荐制造龙头——华利集团，建议关注：晶苑国际、申洲国际、裕元集团。

三、风险提示

内需恢复不及预期：当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。

汇率波动风险：川普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

关税风险：若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。



行业投资评级的说明:

买入: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;
增持: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%—15%;
中性: 预期未来3—6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%;
减持: 预期未来3—6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**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。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究