

纺织服装 4 月投资策略

优选内需主线，纺织制造关注超跌反弹机会

优于大市

核心观点

行情回顾：4月以来受关税政策影响全球股市震荡，A股纺织制造、美股运动服饰、台股代工制造企业跌幅较深；部分国产服饰品牌有超额收益：截至4月11日，有正向增长的标的包括：森马服饰(+6.2%)、海澜之家(+5.3%)、太平鸟(+2.9%)、富安娜(+1.0%)；港股安踏体育(-1.8%)、波司登(-2.5%)、特步国际(-3.2%)表现也相对稳健。

品牌服饰观点：1-2月服装社零同比增长3.3%，增速较2024年11-12月显著改善。电商渠道方面，3月天猫/京东/抖音三平台数据显示，户外与家纺品牌增速领先；分平台看，京东平台各品类和各品牌增速表现较好；分品牌看，三平台增速领先的包括迪桑特/歌力思/比音勒芬/可隆/哈吉斯/波司登/萨洛蒙/罗莱/始祖鸟/牧高笛/富安娜，增速均在49%以上。

纺织制造观点：宏观层面，3月越南、中国纺织品出口均双位数增长，分别同比+17.7%/16.1%；越南、中国PMI环比回升。微观层面，3月、一季度台股营收仍有不错表现，且各公司对上半年订单预期乐观，聚阳、儒鸿均表示上半年订单有望达到双位数增长，下半年订单伴随关税政策变化有不确定性；聚阳、儒鸿、钰齐均表示订单能见度在三季度。对于美国关税政策，代工台企最初表示关税政策超预期，需要等待各国与美国谈判结果，制造商与品牌商保持密切沟通，现阶段下单生产出货一切正常，产能搬迁不是解决之道，增加关税将增加消费者采购成本。4月9日，儒鸿和聚阳再次表示关税是由品牌客户负担，目前为止接单、生产一切正常，按照合约走，之后的订单则要再沟通。

专题梳理：特朗普对等关税政策反复，纺织制造企业存在“错杀”机会。1) 代工纺企海外产能占比集中在东南亚地区，均被高额“对等关税”覆盖；2) 假设影响推演，加征关税如全面实施将由美国消费者承担绝大部分；3) 自上而下筛选，美国收入贡献低、净利率高的公司，业绩受加税影响的敏感度越低；自下而上筛选，产能供不应求的公司议价能力更强。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：内需布局政策利好下的成长性与韧性方向，纺织制造关注超跌反弹机会。1) **品牌服饰：**外部环境波动下建议优选内需主线，关注成长性出色、经营韧性强、政策利好方向。重点推荐受益健康消费和体育产业发展政策支持的运动赛道，看好港股估值性价比高、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁、特步、滔搏；生育利好+促内需政策下有望继续受益的稳健医疗；京东奥莱开拓新增长曲线的海澜之家；4) 需求稳健、分红率高、有望受地产政策提振的家纺龙头富安娜。

2) **纺织制造：**纺织制造行业近期受关税政策影响股价有较大波动，实际供应链承担能力极其有限，如全面加征关税将主要由美消费者承担，且产业回美可能很低，后续存在关税豁免可能；如按极限情况推演，对板块对美敞口低、净利率高和产能供不应求的公司影响非常有限。建议重点关注反弹空间大、基本面韧性强，在高度成熟的行业中大浪淘沙出的高盈利高壁垒公司，重点推荐对美敞口最低净利率高影响最小的申洲国际；产能供不应求且净利率高的华利集团；以及细分赛道制造优质龙头伟星股份、开润股份、台华新材。

行业研究 · 行业投资策略

纺织服饰

优于大市 · 维持

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

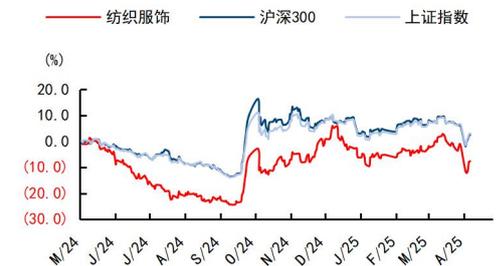
证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《关税影响专题二：美国“对等关税”影响测算推演，关注板块布局良机》——2025-04-08
- 《纺织服装海外跟踪系列五十八-露露乐蒙2024财年及四季度业绩超预期，中国市场持续引领增长》——2025-04-03
- 《纺织服装品牌力跟踪月报202503期-全棉时代315引发关注，阿迪达斯小红书涨粉速度领先》——2025-04-03
- 《纺织服装海外跟踪系列五十七-耐克产品调整和清库措施增大四季度压力，影响有望在下一财年缓解》——2025-03-22
- 《纺织服装双周报(2503期)-1-2月服装社零增速回暖，2月越南纺织出口增长提速》——2025-03-20

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
02020	安踏体育	优于大市	78.9	2187	5.56	4.80	14.2	16.4
02331	李宁	优于大市	14.4	367	1.18	1.18	12.2	12.2
01368	特步国际	优于大市	4.6	127	0.45	0.51	10.3	9.1
06110	滔搏	优于大市	2.6	162	0.36	0.23	7.3	11.5
300888	稳健医疗	优于大市	42.4	247	1.38	1.80	30.7	23.6
600398	海澜之家	优于大市	8.3	400	0.49	0.55	17.0	15.1
002327	富安娜	优于大市	8.3	70	0.64	0.68	13.0	12.3
02313	申洲国际	优于大市	45.6	677	4.15	4.38	11.0	10.4
300979	华利集团	优于大市	56.1	41	3.29	3.69	17.1	15.2
002003	伟星股份	优于大市	11.4	133	0.61	0.69	18.6	16.4
300577	开润股份	优于大市	18.2	44	1.61	1.45	11.3	12.5
603055	台华新材	优于大市	9.5	84	0.82	0.93	11.6	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

行情回顾：4月以来受关税政策影响全球股市震荡，纺织制造板块跌幅较深	5
品牌渠道：1-2月服装社零增长改善，电商渠道户外和女装行业增速领先	7
制造出口：3月越南中国纺织出口保持平稳增长，代工台企表示当前生产出货一切正常 ..	12
专题梳理：特朗普对等关税政策反复，纺织制造企业存在“错杀”机会	18
投资建议：内需布局政策利好下的成长性与韧性方向，纺织制造关注超跌反弹机会	19
风险提示	22

图表目录

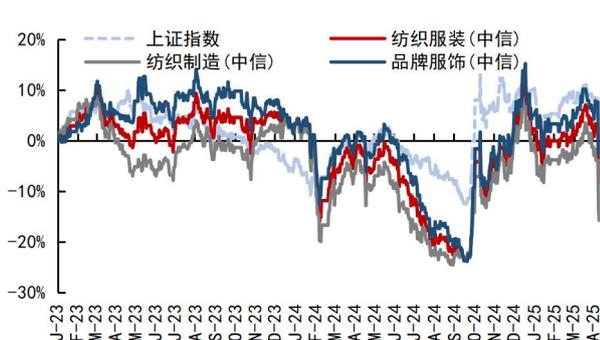
图 1: A 股大盘与板块指数 2023 年初至今行情走势	5
图 2: 港股大盘与板块指数年 2023 年初至今行情走势	5
图 3: 美股大盘与板块指数 2023 年初至今行情走势	5
图 4: 台股大盘与板块指数 2023 年初至今行情走势	5
图 5: A 股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现 (截至 4 月 11 日)	6
图 6: A 股重点上市公司行情表现 (截至 4 月 11 日)	6
图 7: 港股重点上市公司行情表现 (截至 4 月 11 日)	7
图 8: 美股/台股重点上市公司行情表现 (截至 4 月 11 日)	7
图 9: 限上整体与服装零售额当月同比	8
图 10: 限上整体与服装零售额累计同比	8
图 11: 限上实物商品与穿类商品累计同比	8
图 12: 阿里线上当月销售额同比	8
图 13: 2025 年 3 月天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况	9
图 14: 2025 年 3 月天猫重点品牌销售额及同比情况	10
图 15: 2025 年 3 月京东重点品牌销售额及同比情况	10
图 16: 2025 年 3 月抖音重点品牌销售额及同比情况	11
图 17: 得物重点品牌潮鞋销售额与单价变化情况	11
图 18: 中国与越南纺织服装出口金额当月同比	12
图 19: 亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI	12
图 20: 柯桥纺织景气指数	12
图 21: 盛泽地区织机开机率	12
图 22: 美元兑人民币汇率走势	13
图 23: 国内与国际棉价趋势 (元/吨)	13
图 24: 锦纶丝 FDY 和 DTY 价格走势 (元/吨)	13
图 25: PA66 价格走势 (元/吨)	13
图 26: 台企代工同行营收增速跟踪 (月度)	16
图 27: 台企代工同行营收增速跟踪 (季度)	17
图 28: 纺织制造企业产能分布	18
图 29: 纺织制造企业对美收入占比及净利率	19

行情回顾：4月以来受关税政策影响全球股市震荡，纺织制造板块跌幅较深

4月以来受关税政策影响全球股市震荡，4月10日开始A股港股有所反弹，A股纺织制造、美股运动服饰、台股代工制造企业跌幅较深。

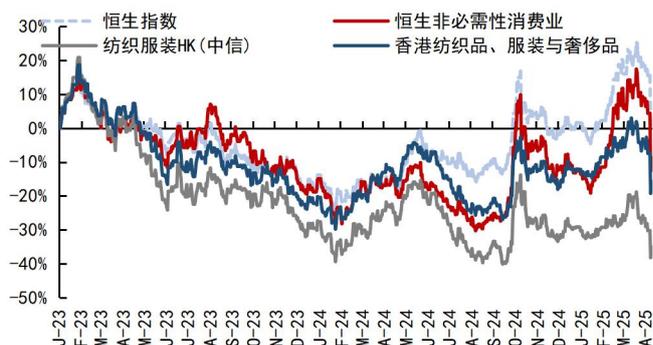
1. A股：4月以来A股大盘震荡下行，截至4月11日，沪深300指数-3.5%；纺织服装板块表现分化，主要因纺织制造企业大部分具有出口业务及海外产能，受美国关税政策扰动较大。纺织服装指数-4.7%，其中纺织制造（-7.4%），品牌服饰（-2.5%）。
2. 港股：恒生指数-9.5%，纺织服装板块指数-5.5%。
3. 美股：标普500指数下跌4.4%，可选消费板块（-3.5%）略好于大盘，品牌服饰企业由于产能主要位于东南亚和中国，股价同样受到关税政策扰动有较大跌幅。
4. 台股：台湾加权指数下跌5.6%，纺织板块下跌10.8%，代工台企均有较大幅度下跌。

图1：A股大盘与板块指数 2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：港股大盘与板块指数年 2023年初至今行情走势



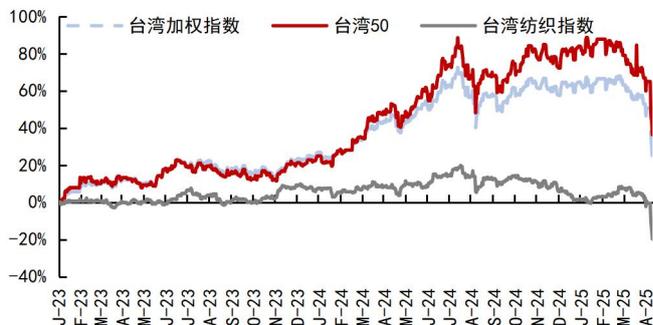
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：美股大盘与板块指数 2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：台股大盘与板块指数 2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: A股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现(截至4月11日)

市场	代码	指数	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	月末价
A股	C1005017.WI	纺织服装(中信)	-4.7%	-0.4%	0.9%	-1.2%	5.3%	-5.7%	2,727
	C1005185.WI	纺织制造(中信)	-7.4%	-0.4%	0.9%	-1.6%	4.5%	-7.9%	2,478
	C1005821.WI	品牌服饰(中信)	-2.5%	-0.3%	0.9%	-0.9%	6.0%	-3.8%	1,097
	000300.SH	沪深300	-3.5%	-0.1%	1.8%	-2.8%	-3.2%	-4.7%	3,751
	000001.SH	上证指数	-2.9%	0.4%	2.6%	-2.1%	0.0%	-3.4%	3,238
港股	HSC1CD.HI	恒生综合行业指数-非必需性消费	-12.4%	0.5%	20.2%	23.1%	7.0%	7.9%	2,591
	CIHK5017.WI	纺织服装HK(中信)	-5.5%	-2.5%	0.3%	1.9%	10.5%	-3.7%	1,701
	887160.WI	Wind香港纺织服装III	-6.3%	-0.5%	2.7%	7.1%	1.1%	1.5%	12,354
美股	HS1.HI	恒生指数	-9.5%	0.8%	14.3%	15.4%	9.4%	4.3%	20,915
	DJI.GI	道琼斯工业指数	-4.3%	-4.2%	-6.4%	-1.3%	-0.8%	-5.5%	40,213
	IXIC.GI	纳斯达克指数	-3.3%	-8.2%	-12.1%	-11.2%	-4.9%	-13.4%	16,724
台股	SPX.GI	标普500	-4.4%	-5.8%	-7.6%	-5.0%	-2.6%	-8.8%	5,363
	S5COND.SPI	标普500可选消费	-3.5%	-9.0%	-17.5%	-14.8%	-1.9%	-17.0%	1,520
	TWII.TW	台湾加权指数	-5.6%	-10.2%	-12.0%	-10.8%	-6.9%	-15.2%	19,529
	TW50.TW	台湾50	-3.7%	-10.7%	-14.8%	-12.8%	-5.1%	-15.2%	16,501
	TWSE008.TW	台湾纺织指数	-10.8%	-9.0%	-5.0%	-3.4%	13.8%	-14.0%	508

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4月以来部分国产服饰品牌有超额收益。有正向增长的标的包括: 森马服饰(+6.2%)、海澜之家(+5.3%)、太平鸟(+2.9%)、富安娜(+1.0%); 港股安踏体育(-1.8%)、波司登(-2.5%)、特步国际(-3.2%)表现也相对稳健。

图6: A股重点上市公司行情表现(截至4月11日)

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价	
大众休闲	002563.SZ	森马服饰	6.2%	3.6%	6.1%	-5.7%	4.3%	-0.4%	7.0	
	600398.SH	海澜之家	5.3%	-0.4%	-9.9%	10.5%	4.4%	11.1%	8.3	
	603877.SH	太平鸟	2.9%	8.0%	7.9%	12.2%	9.7%	8.9%	16.1	
	002029.SZ	七匹狼	-6.5%	3.1%	3.1%	-4.5%	4.3%	-9.3%	5.9	
	601566.SH	九牧王	-6.2%	0.0%	5.9%	1.7%	4.3%	-5.2%	8.0	
	002293.SZ	罗莱生活	-1.2%	6.6%	8.3%	3.7%	6.7%	2.6%	8.0	
	002327.SZ	富安娜	1.0%	1.1%	-6.1%	-5.9%	-12.2%	-5.8%	8.3	
	300888.SZ	稳健医疗	-7.9%	18.9%	13.7%	8.8%	44.8%	0.8%	42.4	
	高端时尚	002832.SZ	比音勒芬	-6.6%	-0.3%	-2.9%	-10.2%	-23.9%	-19.4%	17.3
		002154.SZ	报喜鸟	-4.6%	-0.7%	-1.0%	-10.9%	-6.4%	-11.3%	3.9
603808.SH		歌力思	-5.6%	-5.9%	-2.3%	-3.7%	-5.8%	-8.2%	6.4	
603587.SH		地素时尚	-5.3%	2.1%	0.7%	-5.0%	-0.2%	-8.6%	11.5	
603839.SH		安正时尚	-3.9%	-0.6%	-2.0%	-4.1%	3.7%	-6.2%	5.2	
制造出口	601339.SH	百隆东方	-5.7%	2.1%	1.1%	-3.1%	0.0%	-8.1%	5.0	
	000726.SZ	鲁泰A	-3.6%	1.7%	-4.9%	-7.6%	-5.2%	-10.4%	5.8	
	603055.SH	台华新材	-17.3%	3.5%	5.5%	2.0%	-7.1%	-14.5%	9.5	
	300577.SZ	开润股份	-18.3%	-2.5%	-12.2%	-7.6%	-9.4%	-26.8%	18.2	
	603558.SH	健盛集团	-9.5%	-4.0%	-11.7%	-10.7%	-8.5%	-17.6%	8.9	
	300979.SZ	华利集团	-10.3%	-10.5%	-16.1%	-19.2%	-15.3%	-28.6%	56.1	
	002003.SZ	伟星股份	-5.4%	-7.5%	-16.6%	-15.3%	-14.0%	-19.9%	11.4	
300918.SZ	南山智尚	-10.4%	-3.6%	75.0%	66.7%	85.2%	52.1%	15.7		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 港股重点上市公司行情表现 (截至 4 月 11 日)

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
大众休闲	3998.HK	波司登	-2.5%	5.3%	6.4%	-1.0%	-9.2%	0.3%	3.9
	1234.HK	中国利郎	-2.2%	-8.3%	-9.3%	-5.7%	-13.8%	-8.0%	3.6
高端时尚	3306.HK	江南布衣	-7.3%	4.2%	-7.9%	-12.8%	-0.6%	-19.5%	13.7
	1913.HK	普拉达	-9.5%	8.2%	-13.6%	-14.7%	-9.7%	-18.5%	49.0
	1910.HK	新秀丽	-25.6%	4.5%	-18.5%	-12.7%	-13.9%	-36.6%	13.7
体育用品	3709.HK	赢家时尚	-7.3%	0.3%	-12.3%	-13.4%	-21.5%	-19.0%	7.0
	2020.HK	安踏体育	-1.8%	-2.2%	3.5%	9.5%	-9.6%	7.7%	83.9
	2331.HK	李宁	-4.1%	6.8%	-0.6%	-2.3%	-19.2%	-7.3%	15.3
	6110.HK	滔搏	-17.8%	1.5%	19.2%	15.9%	5.7%	-5.7%	2.8
	3813.HK	宝胜国际	-10.0%	-1.8%	10.0%	10.0%	-3.5%	-1.0%	0.5
	1368.HK	特步国际	-3.2%	-1.6%	-15.5%	-12.0%	-16.1%	-12.9%	4.9
	1361.HK	361度	-5.2%	8.8%	5.7%	5.0%	4.2%	-0.9%	4.2
	3818.HK	中国动向	-13.9%	2.6%	19.7%	14.5%	18.0%	-2.9%	0.3
制造出口	2313.HK	申洲国际	-17.0%	2.8%	-0.4%	-5.8%	-17.2%	-21.9%	48.5
	0551.HK	裕元集团	-10.3%	-21.5%	-24.5%	-28.3%	-15.9%	-35.6%	11.2
	2232.HK	晶苑国际	-26.3%	4.8%	24.2%	29.2%	51.3%	-3.0%	4.2
	2678.HK	天虹纺织	-10.9%	-4.3%	-5.3%	-5.3%	-16.3%	-16.8%	3.3
	1836.HK	九兴控股	-18.1%	0.3%	-1.7%	6.3%	18.0%	-13.1%	14.2
1382.HK	互太纺织	-20.5%	2.0%	-1.9%	0.7%	-3.4%	-22.6%	1.2	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 美股/台股重点上市公司行情表现 (截至 4 月 11 日)

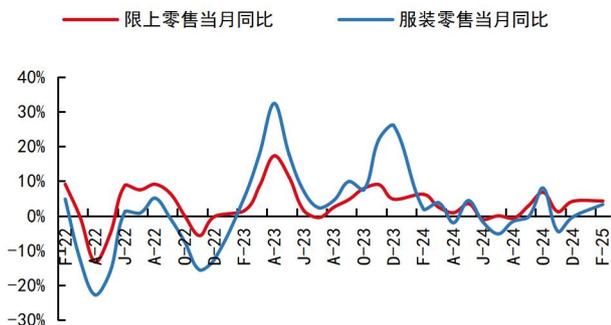
细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
品牌服饰	NKE.N	耐克公司	-14.3%	-19.7%	-18.5%	-14.5%	-27.5%	-27.8%	54.4
	ADDDF.OO	阿迪达斯	-7.6%	-6.1%	-11.5%	-2.1%	-9.1%	-8.2%	221.2
	LULU.O	露露乐蒙	-7.8%	-22.6%	-32.8%	-26.3%	4.3%	-31.7%	261.0
	SKX.N	斯凯奇	-12.9%	-6.9%	-27.4%	-16.2%	-15.2%	-26.4%	49.5
	VFC.N	威富公司	-28.4%	-37.5%	-42.1%	-27.2%	-21.5%	-48.0%	11.1
	UAA.N	安德玛	-17.0%	-8.1%	-27.8%	-23.9%	-29.9%	-37.3%	5.2
服装零售	TJX.N	TJX公司	5.2%	-2.4%	-3.1%	0.9%	4.3%	6.4%	128.2
	ROST.O	罗斯百货	10.7%	-8.6%	-16.2%	-15.4%	-14.6%	-6.1%	141.5
	FL.N	富乐客	-16.2%	-18.6%	-29.7%	-35.9%	-45.4%	-45.7%	11.8
GPS.N	盖普公司	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
制造出口	1476.TW	儒鸿	-19.7%	-19.3%	-17.0%	-12.9%	-19.3%	-30.6%	353.5
	1477.TW	聚阳实业	-16.5%	-16.3%	-9.0%	0.1%	-9.5%	-17.9%	256.0
	9910.TW	丰泰企业	-13.0%	-13.8%	-9.8%	-11.5%	-23.7%	-22.2%	103.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

品牌渠道: 1-2 月服装社零增长改善, 电商渠道户外和女装行业增速领先

2025 年 1-2 月服装社零累计同比增长 3.3%。1-2 月服装社零同比增长 3.3%，相较于 2024 年 11-12 月的下滑有显著改善；1-2 月穿类商品网上零售额同比下降 0.6%，其中女装、运动鞋品类表现较好，销售额分别同比增长 27.4%/14.8%。

图9: 限上整体与服装零售额当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 限上整体与服装零售额累计同比



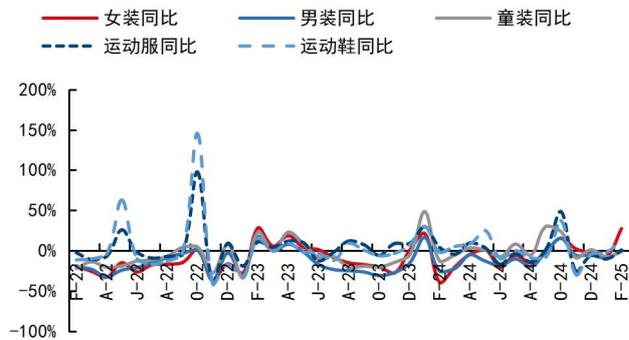
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 限上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 阿里线上当月销售额同比



资料来源: Wind、数据威, 国信证券经济研究所整理; 注: 统计某选定品类每月在天猫及京东平台的线上销售额总和

天猫/京东/抖音/得物重点监控品牌:

2025年3月品牌表现:

1、天猫+京东+抖音三平台品牌销售情况: 户外与家纺品牌增速领先。2025年3月天猫、京东、抖音三平台重点关注品牌, 耐克/阿迪同比-13%/+7%; 安踏/FILA/李宁/特步分别同比-8%/+20%/+8%/+8%; KOLONSPORT/迪桑特/salomon 分别同比+115%/169%/79%; 比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧王分别同比+118%/+25%/+104%/-6%/+5%; 地素/歌力思/TW/江南布衣分别同比-53%/+133%/-25%/+39%; 森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+16%/11%/15%; 罗莱/水星/富安娜分别同比+76%/31%/49%。

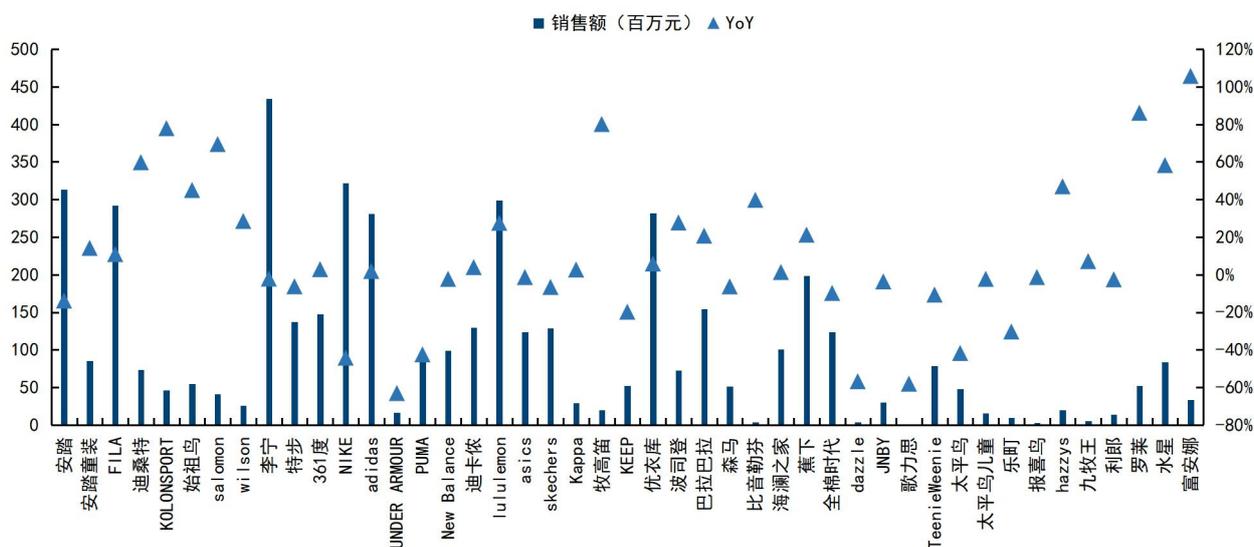
图13: 2025年3月天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况

3月天猫+京东+抖音平台品牌合计销售情况				
	销售额 (百万元)	YoY	ASP (元)	YoY
运动服饰	9790	-1%	187	5%
户外服饰	3435	30%	169	31%
安踏 Anta	658	-8%	168	-18%
安踏儿童 Anta kids	87	14%	166	-6%
斐乐 Fila	822	20%	590	-3%
迪桑特 Descente	185	169%	1490	25%
可隆 Kolon Sport	82	115%	1474	-6%
始祖鸟 Arc'teryx	130	62%	2094	18%
萨洛蒙 Salomon	54	79%	1098	-1%
威尔胜 Wilson	35	34%	362	26%
李宁 Lining	928	8%	154	6%
特步 Xtep	324	8%	118	-12%
361°	298	11%	99	-7%
耐克 Nike	1104	-13%	418	-4%
阿迪达斯 Adidas	864	7%	333	10%
安德玛 Under Armour	116	-50%	252	-8%
彪马 Puma	157	-39%	250	-18%
新百伦 New balance	183	-14%	501	4%
迪卡侬 Decathlon	233	28%	126	12%
露露乐檬 Lululemon	383	39%	608	18%
亚瑟士 Asics	221	4%	415	-7%
斯凯奇 Skechers	291	-28%	279	-2%
卡帕 Kappa	42	-32%	238	18%
牧高笛 Mobi Garden	36	53%	249	24%
Keep	87	-16%	96	1%
男装	7275	-3%	105	-8%
女装	20540	4%	121	4%
优衣库 Uniqlo	311	2%	111	-13%
波司登 Bosideng	333	91%	629	2%
巴拉巴拉 Balabala	347	11%	98	12%
森马 Semir	141	16%	130	-6%
比音勒芬 Biem.l.fdlkk	18	118%	923	-16%
海澜之家 Hla	269	-6%	120	-9%
蕉下 Beneunder	402	5%	115	-8%
全棉时代 Purcotton	204	7%	63	30%
地素 Dazzle	6	-53%	853	-37%
江南布衣 Jnby	64	39%	626	-21%
歌力思 Ellassay	26	133%	1460	-6%
Teenie Weenie	189	-25%	298	-19%
太平鸟 Peacebird	135	15%	309	-18%
太平鸟儿童 Minipeace	18	-2%	193	-18%
乐町 Ledin	15	-14%	239	2%
报喜鸟 Saint Angelo	11	25%	755	-18%
哈吉斯 Hazzys	66	104%	863	4%
九牧王 Joeone	12	5%	418	-8%
利郎 Lilanz	58	49%	297	-9%
家纺	9951	13%	51	11%
罗莱家纺 Luolai	105	76%	616	37%
水星家纺 Mercury	191	31%	309	10%
富安娜 Fuanna	89	49%	385	24%

资料来源: 天猫、京东、抖音第三方数据, 国信证券经济研究所整理

2、2025年3月天猫平台重点关注品牌, 耐克/阿迪同比-44%/+2%; 安踏/FILA/李宁/特步分别同比-14%/+11%/-2%/-6%; KOLONSPORT/迪桑特/salomon 分别同比+78%/60%/70%; 比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧王分别同比+40%/-1%/+47%/+1%/+7%; 地素/歌力思/TW/江南布衣分别同比-57%/-58%/-11%/-4%; 森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比-6%/+21%/-42%; 罗莱/水星/富安娜分别同比+86%/58%/106%。

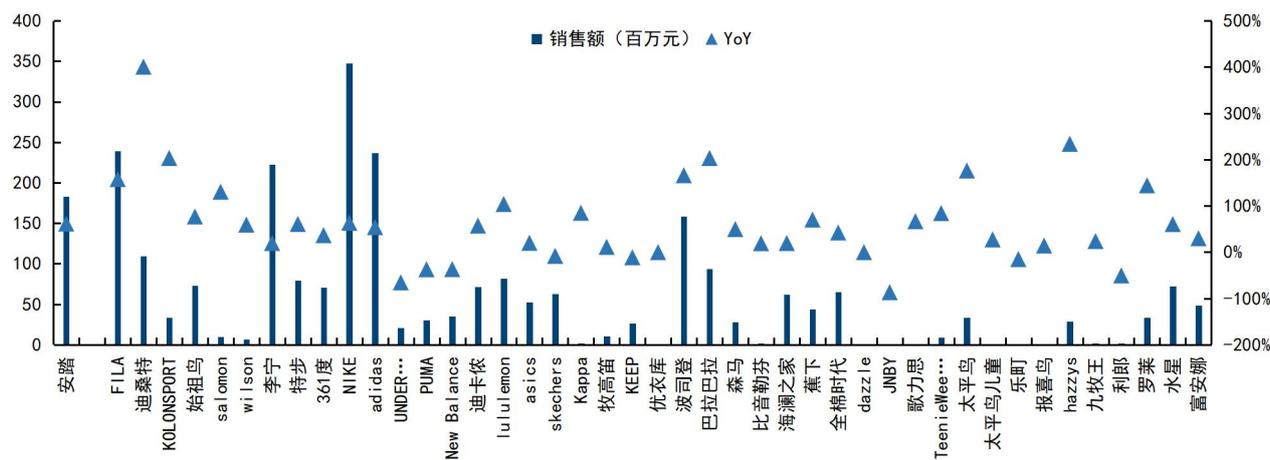
图14: 2025年3月天猫重点品牌销售额及同比情况



资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理

3、2025年3月京东平台重点关注品牌, 耐克/阿迪同比+63%/54%; 安踏/FILA/李宁/特步分别同比+62%/158%/20%/61%; KOLONSPORT/迪桑特/salomon 分别同比+203%/401%/131%; 比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧王分别同比+19%/14%/234%/20%/24%; 歌力思/TW/江南布衣分别同比+67%/+84%/−87%; 森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+50%/203%/176%; 罗莱/水星/富安娜分别同比+144%/61%/30%。

图15: 2025年3月京东重点品牌销售额及同比情况

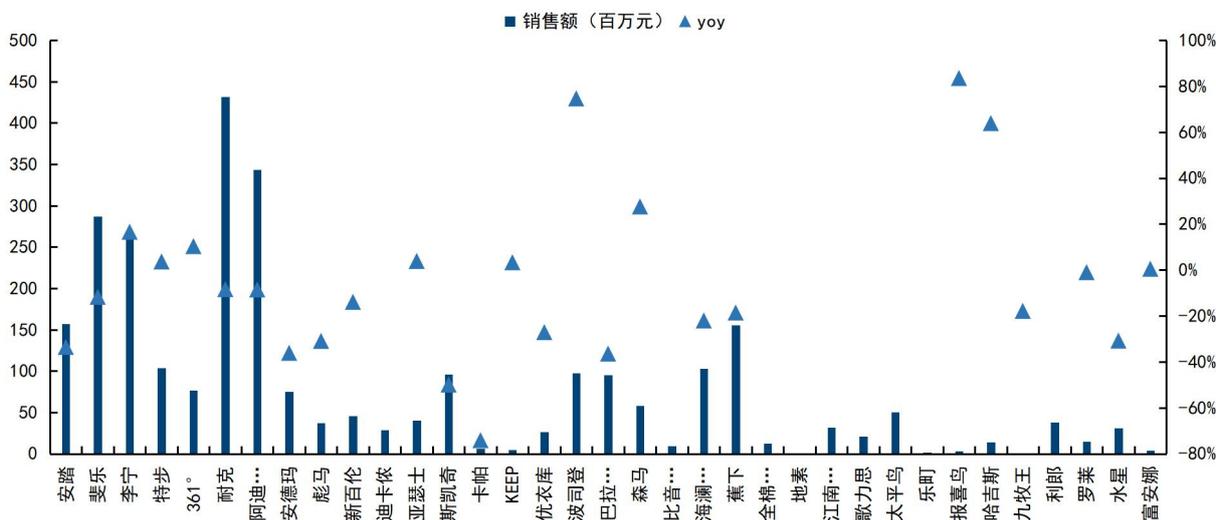


资料来源: 京东第三方数据, 国信证券经济研究所整理

4、2025年3月抖音平台重点关注品牌, 耐克/阿迪同比−8%/−9%; 安踏/FILA/李宁/特步分别同比−34%/−12%/+17%/+4%; 比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯/海澜之家/九牧

王分别同比+374%/+84%/+64%/-22%/-18%；地素/歌力思/TW/江南布衣分别同比+116%/+444%/-36%/+177%；森马/巴拉巴拉/太平鸟分别同比+28%/-36%/+144%；罗莱/水星/富安娜分别同比-31%/0%/-36%。

图16: 2025年3月抖音重点品牌销售额及同比情况



资料来源：抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

5、2025年2月，得物平台潮鞋销售额前三的品牌分别为耐克/李宁/阿迪三叶草。耐克/阿迪三叶草/李宁/安踏 GMV 分别环比+79%/56%/55%/140%。

- 1) 国际运动品牌按销售额排名，第一名耐克（均价 619 元，环比+79%），第二名阿迪三叶草（均价 648 元，环比+56%），第三名阿迪达斯（均价 428 元，环比+61%）；
- 2) 国内品牌按销售额排名，第一名李宁（均价 411 元，环比+55%），第二名安踏（均价 342 元，环比+140%）；
- 3) 奢侈品牌按销售额排名，第一名路路易威登（均价 10239 元，环比+5%）。第二名巴黎世家（均价 5435 元，环比+5%）。

图17: 得物重点品牌潮鞋销售额与单价变化情况

品牌	2025/1/31				2025/2/28			
	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	ASP 元	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	ASP 元
耐克 Nike	1448	25%	2289	632	2592	79%	4185	619
阿迪达斯 Adidas	100	17%	224	446	162	61%	378	428
阿迪达斯 Adidas originals	128	-2%	194	658	199	56%	308	648
新百伦 New balance	10	-81%	10	1020	56	470%	70	803
匡威 Converse	25	5%	59	424	39	55%	92	424
Vans	12	-3%	30	410	18	48%	44	417
PUMA	30	-12%	83	363	61	102%	153	396
斐乐 Fila	61	13%	127	480	91	49%	175	518
安德玛 Under Armour	17	25%	30	572	22	29%	40	555
李宁 Lining	212	10%	541	391	327	55%	796	411
安踏 Anta	54	4%	173	314	130	140%	381	342
361°	28	-5%	60	466	30	8%	98	310
匹克 Peak	16	9%	69	235	39	140%	162	240
回力 Warrior	17	3%	190	91	31	78%	341	90
路易威登 Louis Vuitton	72	-21%	7	9749	133	84%	13	10239
古驰 Gucci	75	5%	18	4136	94	27%	23	4149
巴黎世家 Balenciaga	84	4%	16	5153	105	25%	19	5435

资料来源：得物第三方数据，国信证券经济研究所整理

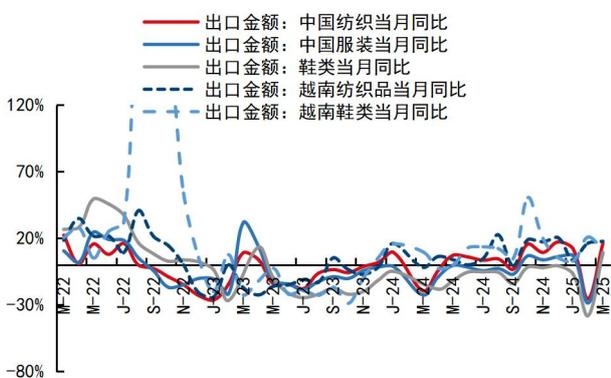
制造出口：3月越南中国纺织出口保持平稳增长，代工台企表示当前生产出货一切正常

3月越南、中国纺织品出口均双位数增长。1) **越南**：3月越南纺织品和鞋类出口分别同比+17.7%和+12.0%，延续2月的双位数以上增长。2) **中国**：3月纺织品出口同比+16.1%；服装和鞋类出口分别同比+8.8%/9.5%，较2月的下滑显著改善。

3月越南、中国 PMI 环比回升。从 PMI 看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单 3月 PMI 52.4/58.1/50.5/49.8/49.0，环比 2月 PMI 分别 -1.2/-1.4/+1.3/-1.7/+0.4。

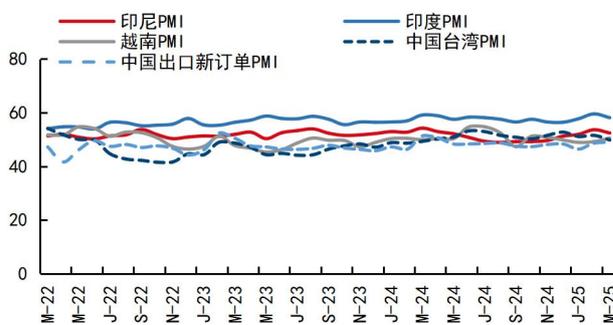
柯桥纺织景气指数环比回落。2月总景气指数 1114.26，较 24 年 12 月下降 9.9%。

图18：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



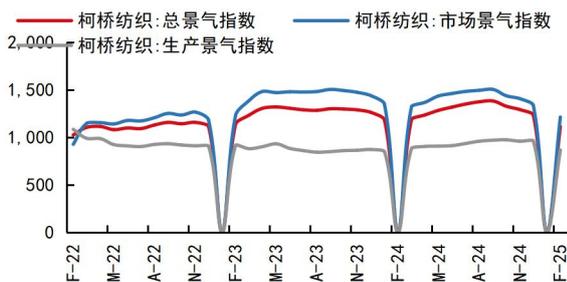
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：盛泽地区织机开机率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美元小幅升值。近两周美元小幅升值，截至 4 月 15 日美元兑人民币汇率为 7.21，相较月初的 7.18 有所上升。

内外棉价下跌，价差收窄。截至 2025 年 4 月 14 日，328 棉花价格指数（元/吨）为 14293，相比月初-3.8%；外棉价格 13790（元/吨），相比月初-0.9%，预计主要受关税政策扰动，近期外棉价格波动较大，4 月 7 日跌至 13294（元/吨），4 月 8 日后价格有所回升；内外棉价差（元/吨）为 503，较 3 月底收窄。

锦纶切片价格环比上周下降。近一周锦纶 66 切片价格为 17667 元/吨，环比上周 -3.1%，近一周锦纶丝价格为 15730 元/吨，环比上周 +0.5%。

图22: 美元兑人民币汇率走势



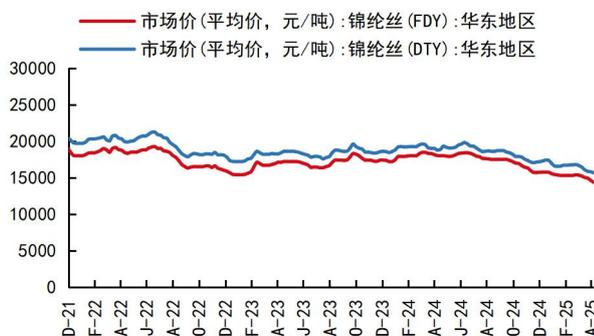
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 国内与国际棉价趋势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 锦纶丝 FDY 和 DTY 价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: PA66 价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中国台湾地区鞋服代工企业月度营收及指引

1、聚阳: 3月营收 34.54 亿, 创同期新高、年增 10.45%。累计今年第一季合并营收 99.24 亿元, 也是同期新高、年增 15.3%。毛利率方面, 因运动服饰需求旺, 运动盘占比提升, 产品组合优化, 加上经济规模的扩大以及生产效率的提升, 预估首季毛利率将优于去年第四季的 25.57%, 带动获利成长。

聚阳指出, 首季营运成长, 主要是欧美客户订单量增加, 且新产能陆续开出所致。目前在手订单能见度达两季以上, 以及印尼、孟加拉等地产能增加, 聚阳预期, 对今年上半年营运乐观。

美国关税战开打, 全球品牌服饰厂因应可能造成供应链变动, 争相提前下单, 应是业绩提升的原因之一。此外, 运动休闲、时尚流行服饰在去化库存告一段落后, 整体订单量都有成长空间, 也是看好上半年营运往上动能。

在美国经济带动下, 美系客户订单量增加。而主要日系客户迅销集团下单动能也极强, 两个主要订单来源增加, 预期应可为聚阳全年营运带来成长动能。

在客户订单量成长下, 聚阳预估今年产能需扩增 7%~9% 才能满足订单需求, 因此除印尼、越南厂产能将增加, 也会启动孟加拉、萨尔瓦多等生产基地的扩产计划。

不过, 美国川普新政府喊出将对全球实施对等关税, 引发市场担忧通膨再起、消费力恐缩减, 将影响台湾成衣代工厂后续订单动能。对此, 成衣业者认为, 确定订单至今年上半年都不会有变化, 今年上半年营运表现仍可维持乐观, 下半年至 2026 年则须观察市况有无变化。

展望后市，聚阳指出，目前来看，美系、日系客户订单动能皆有望维持双位数成长。上半年看法乐观，年增双位数可期，下半年虽客户因川普关税问题暂处观望态势，但随着4月3日对等关税政策初步的明朗化，不确定因素可望消除，即便去年下半年高基期，但预估今年下半年仍将有个位数的增长，全年营收将续创历史新高纪录。

聚阳表示，目前市场密切观察川普对等关税政策，并寻求因应之道，不过，就算美国全面性的征收对等关税，竞争同业站在同一基础上，对聚阳的竞争力没有影响，如需反应关税成本则会看情况适时反应；至于现阶段终端市场有“消费降级”的现象，聚阳认为对该公司反而有利，由于聚阳主力产品落在中等价位带，客户包括日系快时尚的迅销、美系的Gap等，在消费者控制高阶产品的采购之际，中等价位带的采购势必扩大。

2、儒鸿：3月营收34.11亿元，月增29.50%、年增20.87%，创同期次高；累计今年第一季营收93.75亿元，季减2.05%、年增22.82%，亦为同期次高。儒鸿表示，尽管面对美国新关税议题，但客户并未出现砍单、亦未要求递延，目前公司出货皆正常，且3月还有2.7亿元的递延订单会到4月再出货，预期4月营收成长会更好。

展望未来，儒鸿指出，公司目前订单已排到第三季，整体订单能见度达8月，9月也已开始接单，生产流程仍正常，而后续客户的动态公司仍在观察，目前也还未谈到关税吸收的问题，因此对上半年达成增长2位数的目标仍具信心，至于下半年虽有新关税等不确定因素需要观察，但整体营运在新客户、新产能支持下，看来还是审慎乐观的。

儒鸿3月营收从产品别来看，布的表现强劲，3月营收占比攀升至38%，相较1、2月营收占比不到三成，呈现淡季不淡，主要是布在第2季将开始进入旺季，产能较满，因此客户提前拉货。儒鸿表示，目前布整体第2季能见度不错，可望发挥旺季该有的水准。

第2季除了布将进入生产旺季，成衣亦有望淡季不淡，表现可望与首季相当，儒鸿表示，成衣整体上半年虽呈现淡季不淡，但要到下半年才正式进入旺季，法人估，儒鸿第2季营收较去年同期有望有高个位数成长。

3、钰齐：3月营收11.87亿元，年增76%，为连四个月年增正成长；累计第1季合并营收36.68亿元、年增37.9%，不论是单月或单季营收，均为历年同期第三高。

钰齐指出，时序进入第2季之后，已逐步进入秋冬季鞋款拉货期，产销规模将可见明显增长。

法人指出，钰齐目前在手订单已看到第3季中，预期秋冬鞋款产能将优于春夏款，尤其又以“ON running”品牌拉货强劲成长，加上新产能陆续加入，预估第1季为全年低点，后续营运将逐季成长。

代工台企有关关税表述汇总：

台企最初表示关税政策超预期，需要等待各国与美国谈判结果，制造商与品牌商保持密切沟通，现阶段下单生产出货一切正常，产能搬迁不是解决之道，增加关税将增加消费者采购成本。4月9日，儒鸿和聚阳再次表示关税是由品牌客户负担，目前为止接单、生产一切正常，按照合约走，之后的订单则要再沟通。

1、儒鸿：在越南的产能比重达到6、7成，另外27%为印尼厂，10%在柬埔寨等地，成衣业务有6成左右是来自美国的营收，都会受到影响。

儒鸿指出，对于对等关税先前已有讨论和模拟，确实结果“超乎预期”，征税范围也扩大非常多，即使多元产地布局，也没办法分散风险，后续除了持续观察落地实施细节，也要看各国与美国谈判的结果；预计会和供应链合作以提升生产效

率，协助弥平上升的成本，也会和品牌客户端做策略联盟、保持良好沟通，但对于迁移产地抱持谨慎态度。

儒鸿表示，纺织业赴美设厂生产不容易，劳工成本很高、供应链不足，也可能面临政策支撑不够等问题，搬迁不是解决之道。

本周儒鸿表示，目前为止公司出货一切正常，上周台湾清明连假，越南照常上班，对等关税消息一出来，儒鸿马上配合客户，从上周开始第一时间策略性提前拉货，希望赶在关税生效前。这几天可以拉的货都已经先出了，而今天对等关税生效第1天，生产也是一切正常，没有砍单。

2、聚阳：预计本周一会和客户以及公司内部作讨论，因为每个国家都有关税，所以影响面应该是供应商、品牌以及消费者，都需要分摊一部分成本。聚阳强调，对于无法在美国生产的成衣来说，增加关税达不到保护美国就业的效果，只是增加消费者的采购成本。

聚阳目前产能比重，印尼产能占41%、越南37%、柬埔寨14%，出口美国的营收比重为7成多。

本周聚阳表示，目前为止，对客户方面仍然正常出货。面对记者询问调高的关税由谁负担，聚阳表示，上半年谈好的订单，聚阳不负任何责任额外的负担；至于下半年订单则还要再沟通。

3、宝成：对于关税议题一直密切关注，也持续与品牌客户保持密切沟通，并会根据品牌客户的需求，做合适的因应。宝成来自印尼产能占53%，越南超过30%。

4、钰齐：目前就等品牌客户的反应，不过现阶段下单、生产与出货一切正常，没有重大改变。另外，扩厂计划也按即定节奏进行，越南新厂预计今年中陆续投产，印尼厂则订第3季投产试作。

钰齐强调，集团始终以多品牌、多生产基地、多销售地区为经营策略主轴。钰齐在各区域产值比重上，2024年越南、柬埔寨、中国占比分别为58.93%、27.47%及13.6%；销售地区（品牌客户指定目的地）营收占比，大欧洲营收占比44.28%，而大美洲市场则为39.08%，其中美国约占四分之三；大亚洲地区则约15%。

目前集团量产代工家数已达50家，其中，前3大占比约5成，前10大已逾8成，前20大则逾9成，集团多品牌接单营运策略主轴不变。

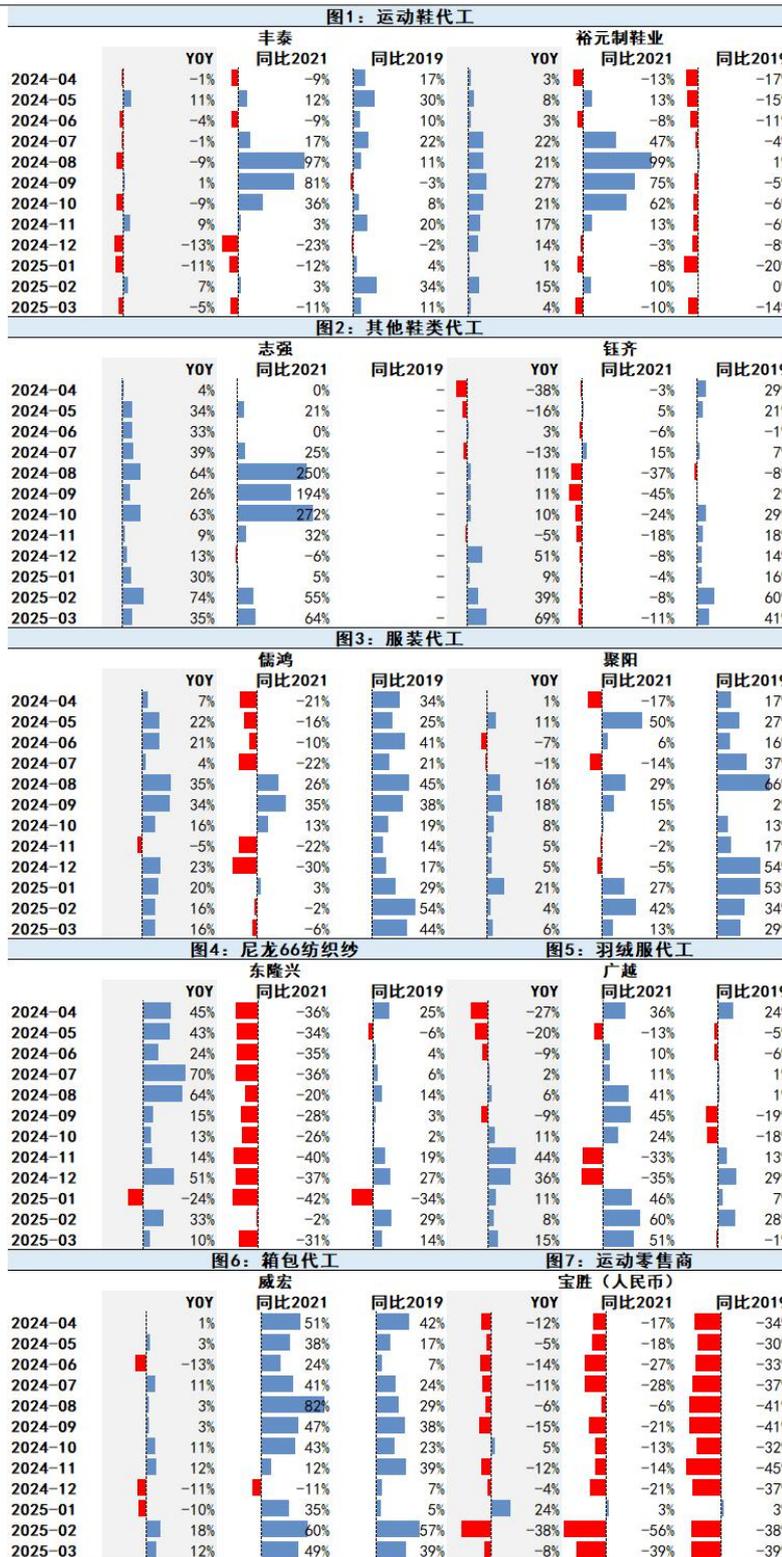
值得一提的是，为因应全球战略布局，欧系品牌客户近年积极开发亚洲市场，2024年已初步见效，预估今年营收占比将再向上提升。

5、中杰：美国的此一新关税政策是制鞋产业所共同面对的问题，中杰也继续朝均衡的发展。中杰 - KY2024年生产鞋品逾4000万双，70%在中国生产、10%在越南生产，目前也加速在印度、印尼的产能建置，明、后年会有新产能的开出，中杰 - KY(6965-TW)主管指出，美国川普政府的新“对等关税”政策是制鞋产业所共同面对的问题，同时，各品牌客户对下订单也有各自不同的考量，在目前出现此一重大的危机之后，如得以协商获得解决，也将迎来重大的转机。

目前中杰鞋品在中国市场营收37%，销售美国占35%，两者合计达72%，同时，中国客户李宁去年成长3%、安踏成长13.-14%，这是相对有利的基础，中杰目前也加速在印度、印尼的新产能建置，预计明、后年会有新产能的开出，更有助于均衡的产能建置。

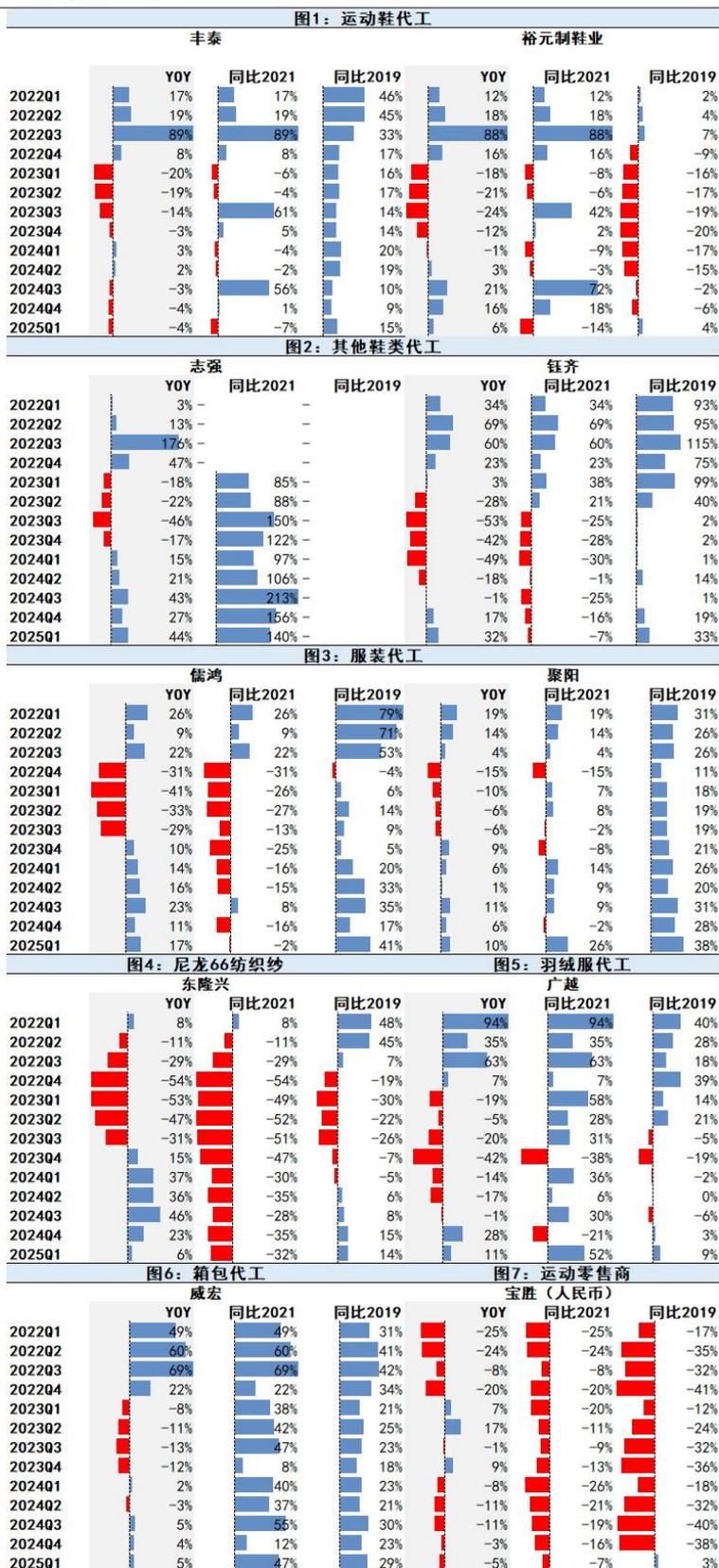
6、来亿：目前在客户端还没任何消息，而在鞋业主要生产基地都被课高额税率，端看在4月9日前各政府怎么谈。

图26: 台企代工同行营收增速跟踪 (月度)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 台企代工同行营收增速跟踪 (季度)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

专题梳理：特朗普对等关税政策反复，纺织制造企业存在“错杀”机会

一、事件回顾：

4月3日，特朗普宣布全面征收关税，4月5日起对所有国家征收10%的基准关税，4月9日起对美国贸易逆差大的国家征收更高的差异化的“对等关税”，其中对中国实施34%（中国原有关税为20%，因此累计关税达54%），对越南、印尼、印度分别实施46%/32%/26%，对韩国、日本分别实施25%/24%，对欧盟实施20%。在正式生效之前，仍存在谈判窗口期。

对此，中国政府宣布了一系列反制措施。特朗普则随后表示，如中国不取消报复性关税，美国将对中国产品征收额外50%关税，累积关税高达104%。

4月10日凌晨，特朗普政府再次表示，对75国关税暂缓90天，却单方面对中国商品加征125%重税。

4月11日，白宫再次表示中国所输美国商品面临最低关税税率为145%。

二、关税政策对纺织制造企业影响推演：

1) 代工纺企海外产能占比集中在东南亚地区，均被高额“对等关税”覆盖：制鞋企业丰泰、裕元产能在东南亚为主，在中国产能占比10%左右，华利产能在越南印尼；制衣企业晶苑国际在东南亚为主，中国产能占比不到20%，箱包服装代工企业开润在印尼产能占比高达70%，有上游面料一体化产能的申洲、鲁泰，中国产能仍有40%左右比例、其余产能基本均在东南亚。而中上游纱线、面料生产企业产能仍以国内为主，也同时拥有东南亚产能布局并逐步扩建。

图28：纺织制造企业产能分布

产品类型	公司	产能分布国家/地区	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
运动鞋	丰泰	中国	32%	30%	24%	23%	22%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	10%	12%	10%	10%		
		越南	55%	51%	51%	51%	53%	50%	52%	52%	53%	52%	52%	52%	52%	52%	56%	45%	48%	47%	
		印尼	17%	19%	20%	18%	16%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	14%	13%	14%	16%	14%	12%		
	裕元集团	中国								34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%	11%
		印尼								31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%	54%
		越南								34%	39%	42%	44%	45%	46%	44%	46%	35%	38%	34%	31%
华利集团	其他			5%	8%	9%	13%	16%	19%	20%	23%	24%	24%	26%	20%	27%	28%	31%			
	越南								35%	30%	26%	22%	19%	17%	17%	15%	17%	16%	17%	15%	
服装	申洲国际	多米尼															98%	98%	99%	99%	
		境外																2%	2%	1%	1%
	鲁泰A(服装)	中国																			
		越南											69%	65%	63%	57%	51%	49%	45%	41%	
	晶苑国际	柬埔寨																			
		境内																			
		境外																			
		中国香港及亚洲其他地区																			
	开润股份(嘉乐服装)	柬埔寨																			
		境内																			
箱包	开润股份	境内(滁州)																			
		境外(印度、印尼)																			
	鲁泰A(面料)	境内																			
		境外																			
面辅料	互太纺织	中国除港澳台																			
		越南																			
	超盈国际	中国香港、日本及其他																			
		中国																			
伟星股份	海外																				
	境内																				
纱线	百隆东方	境外																			
		中国																			
天虹国际	越南																				
	海外																				

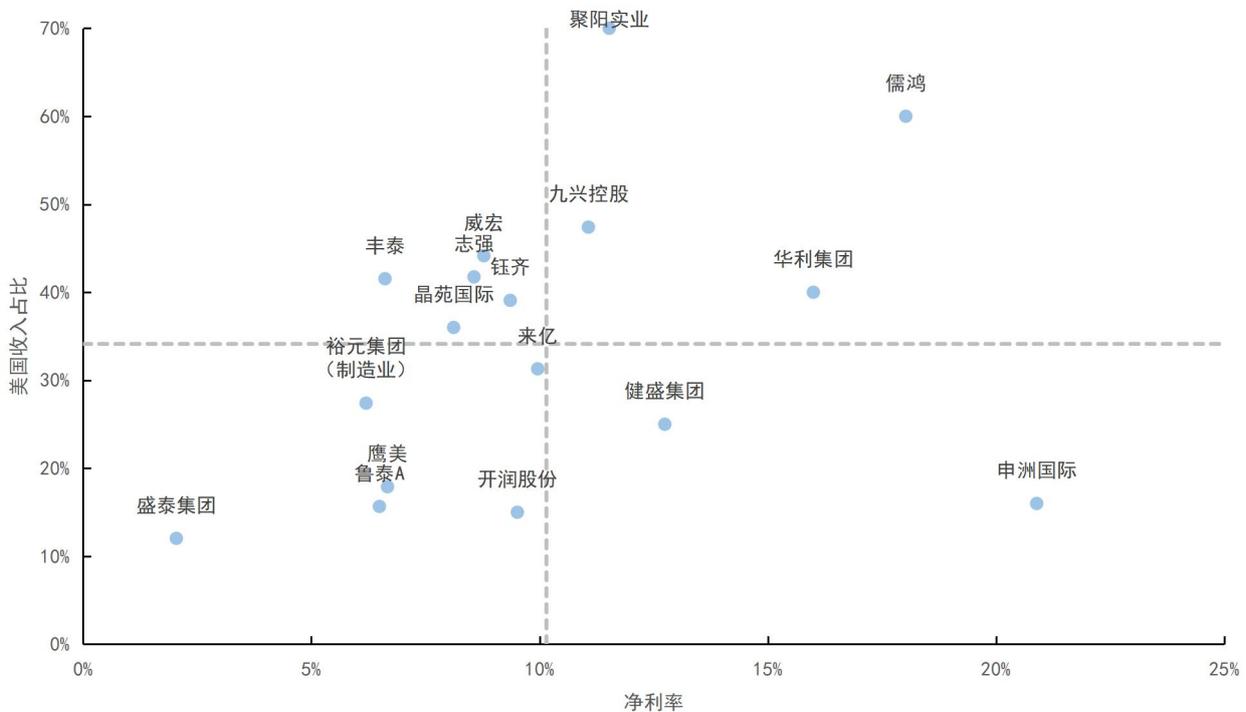
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 假设影响推演，加征关税如全面实施将由美国消费者承担绝大部分：目前制造商与品牌的报价按离岸价计算，关税成本由品牌承担，历史多轮贸易摩擦中供应商也未曾分担过关税成本，核心原因在于鞋服类产品加价倍数高，供应链利润

占比低，本身承担能力有限，而优质供应商提供的高质量的品控和可靠的交期对品牌提升商品流通环节的效率有更大意义。极端假设在本轮“对等关税”影响下，品牌会向供应商转嫁成本，基于供应链最多能承受至接近行业盈亏平衡线的成本假设，加征 45%的关税将由供应商承担 5%，剩余 40%的关税由品牌将这部分金额向下游传导，最终造成终端涨价 10%左右，由消费者承担。纺织服装鞋服等低值劳动密集型产业链也基本不具备回美的可能，工资成本差距远高于加征关税的部分，并且美国也不具备产业链配套条件。

3) 自上而下筛选，美国收入贡献低、净利率高的公司，业绩受加税影响的敏感度越低；自下而上筛选，产能供不应求的公司议价能力更强。目前在 20%以下的公司包括申洲国际、健盛集团、开润股份、鲁泰等，主要为在中国有产能、内销市场份额较高的供应商，而产能集中在东南亚的鞋服代工企业美国收入占比基本均在四成以上；净利率高的公司若面临行业分担关税降价至接近盈亏平衡线的情况，仍能保持较好的利润规模，净利率高的公司包括申洲国际、儒鸿、华利集团、健盛集团等；过去几年的复合增速看华利集团的增速领先、量价齐升，体现了产能供不应求、在优质客户中份额快速上升的趋势，预计也有较好的议价能力。

图29: 纺织制造企业对美收入占比及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：内需布局政策利好下的成长性与韧性方向，纺织制造关注超跌反弹机会

1、**品牌服饰**：外部环境波动下建议优选内需主线，关注成长性出色、经营韧性强、政策利好方向。

1) **重点推荐受益健康消费和体育产业发展政策支持的运动赛道**：4月9日 商务部、国家卫生健康委等 12 部门近日联合印发的《促进健康消费专项行动方案》发布，方案

中提到“丰富健身运动消费场景”、“大力发展体育旅游产业”，有望进一步带动运动相关消费。重点推荐港股估值性价比高、中期成长性好的运动龙头**安踏体育、李宁、特步、滔搏**。

2) **母婴+必选消费品种**：去年 Q4 至今奈丝公主品牌破圈、全棉时代品牌起势高增长，生育利好+促内需政策下有望继续受益的**稳健医疗**；

3) **奥莱新业态性价比消费**：京东奥莱开拓新增长曲线的**海澜之家**；

4) **婚庆反弹+高股息+地产链催化**：需求稳健、分红率高、有望受地产政策提振的家纺龙头**富安娜**。

2、**纺织制造**：纺织制造行业近期受关税政策影响股价有较大波动，实际供应链承担能力极其有限，如全面加征关税将主要由美消费者承担，且产业回美可能很低，后续存在关税豁免可能；如按极限情况推演，对板块对美敞口低、净利率高和产能供不应求的公司影响非常有限。建议重点关注反弹空间大、基本面韧性强，在高度成熟的行业中大浪淘沙出的高盈利高壁垒公司，重点推荐对美敞口最低净利率高影响最小的**申洲国际**；产能供不应求且净利率高的**华利集团**；以及细分赛道制造优质龙头**伟星股份、开润股份、台华新材**。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023
02020	安踏体育	优于大市	78.9	3.65	5.56	4.80	21.6	14.2	16.4	4.3
02331	李宁	优于大市	14.4	1.23	1.18	1.18	11.7	12.2	12.2	1.5
06110	滔搏	优于大市	2.6	0.30	0.36	0.23	8.8	7.3	11.5	1.7
03813	宝胜国际	优于大市	0.47	0.09	0.09	0.09	5.1	5.0	5.0	0.3
01368	特步国际	优于大市	4.6	0.37	0.45	0.51	12.5	10.3	9.1	1.4
01361	361度	优于大市	4.0	0.46	0.56	0.63	8.6	7.1	6.3	0.9
03818	中国动向	无评级	0.3	0.02	0.03	0.00	16.3	9.2	-	0.2
NKE	耐克	无评级	394.6	23.16	20.49	23.77	17.0	19.3	16.6	6.1
LULU	露露乐蒙	无评级	1893.6	45.36	101.94	110.0	41.7	18.6	17.2	10.9
ADS	阿迪达斯	无评级	1498.0	-3.30	27.53	56.66	-453.8	54.4	26.4	7.4
02313	申洲国际	优于大市	45.6	3.03	4.15	4.38	15.1	11.0	10.4	2.1
00551	裕元集团	无评级	10.5	1.21	1.52	1.81	8.7	6.9	5.8	0.6
02232	晶苑国际	无评级	4.0	0.41	0.52	0.58	9.8	7.7	6.9	1.1
02678	天虹国际	优于大市	3.1	-0.41	0.60	0.64	-7.7	5.2	4.9	0.3
300979	华利集团	优于大市	56.1	2.74	3.29	3.69	20.5	17.1	15.2	4.3
603055	台华新材	优于大市	9.5	0.50	0.82	0.93	18.8	11.6	10.1	1.9
002003	伟星股份	优于大市	11.4	0.48	0.61	0.69	23.6	18.6	16.4	3.1
605138	盛泰集团	优于大市	5.8	0.19	0.13	0.30	30.3	44.3	19.2	1.3
601339	百隆东方	优于大市	5.0	0.34	0.39	0.54	14.9	12.9	9.2	0.8
000726	鲁泰A	优于大市	5.8	0.47	0.48	0.66	12.4	12.2	8.8	0.6
300577	开润股份	优于大市	18.2	0.48	1.61	1.45	37.9	11.3	12.5	2.4
603558	健盛集团	优于大市	8.87	0.73	0.88	1.05	12.1	10.1	8.4	1.3
605080	浙江自然	优于大市	24.78	0.92	1.28	1.47	26.9	19.4	16.9	1.9
300918	南山智尚	无评级	15.68	0.00	0.00	0.60	-	-	26.0	3.0
603889	新澳股份	优于大市	5.59	0.55	0.59	0.66	10.1	9.5	8.5	1.3
605189	富春染织	无评级	12.11	0.67	0.00	1.09	18.1	-	11.1	1.1
002042	华孚时尚	无评级	5.8	0.04	0.04	0.08	144.8	131.3	76.4	1.6
1476	儒鸿	无评级	85.1	4.37	5.82	6.51	19.5	14.6	13.1	3.9
1477	聚阳实业	无评级	61.6	3.82	4.01	4.55	16.1	15.3	13.6	4.1
9910	丰泰企业	无评级	24.9	1.17	1.43	1.63	21.4	17.4	15.3	4.6
300888	稳健医疗	优于大市	42.4	0.98	1.38	1.80	43.3	30.7	23.6	2.2
002563	森马服饰	优于大市	7.0	0.42	0.42	0.45	16.8	16.6	15.5	1.6
600398	海澜之家	优于大市	8.3	0.67	0.49	0.55	12.4	17.0	15.1	2.3
603877	太平鸟	优于大市	16.1	0.89	0.62	0.77	18.1	26.0	20.9	1.7
002154	报喜鸟	优于大市	3.9	0.48	0.39	0.43	8.1	10.0	9.1	1.3
601566	九牧王	中性	8.0	0.33	0.32	0.42	24.2	24.9	19.0	1.2
603518	锦泓集团	无评级	8.4	0.87	0.89	1.05	9.7	9.5	8.0	0.9
603908	牧高笛	中性	22.8	1.61	1.00	1.23	14.2	22.8	18.5	2.7
002293	罗莱生活	无评级	8.0	0.68	0.48	0.57	11.7	16.8	14.0	1.6
002327	富安娜	优于大市	8.3	0.68	0.64	0.68	12.3	13.0	12.3	1.8
603365	水星家纺	无评级	14.5	1.44	1.26	1.43	10.1	11.5	10.1	1.3
01234	中国利郎	优于大市	3.3	0.44	0.39	0.42	7.5	8.7	8.0	1.0
03998	波司登	优于大市	3.7	0.28	0.32	0.36	13.1	11.6	10.2	3.2
1910	新秀丽	无评级	12.9	0.00	0.00	1.83	-	-	7.0	1.8
ITX.MA	Inditex	无评级	345.6	9.73	11.80	12.71	35.5	29.3	27.2	8.6
9983	迅销	无评级	2312.1	48.16	59.50	61.00	48.0	38.9	37.9	8.1
002832	比音勒芬	优于大市	17.3	1.60	1.62	1.80	10.8	10.7	9.6	2.0
603808	歌力思	中性	6.4	0.29	0.14	0.46	22.1	45.9	14.0	0.8
603587	地素时尚	优于大市	11.5	1.04	0.72	0.84	11.1	16.0	13.7	1.5
03306	江南布衣	优于大市	12.9	1.24	1.63	1.72	10.4	7.9	7.5	3.4
01913	普拉达	无评级	46.1	2.06	2.17	19.75	22.4	21.2	2.3	3.9
MC.PA	LVMH	无评级	3992.6	238.45	275.55	297.9	16.7	14.5	13.4	4.2
KER.PA	Kering	无评级	1279.3	242.97	269.54	294.5	5.3	4.7	4.3	1.3
CFR.SI	历峰集团	无评级	1095.7	4.12	52.30	57.37	265.8	21.0	19.1	4.0
RMS.PA	Hermes	无评级	17412.5	285.71	319.95	346.9	60.9	54.4	50.2	15.2

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

风险提示

1. 宏观经济疲软；
2. 国际政治经济风险；
3. 汇率与原材料价格大幅波动

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032