

纺织服装 6 月投资策略

伯希和递交招股书，关注贸易摩擦缓和机会

优于大市

核心观点

行情回顾：5月以来纺服板块股价迎来反弹，且A股纺服板块上涨幅度好于大盘，纺织制造和品牌服饰指数分别上涨4.9%/4.4%；港股和台股纺织指数表现相对较弱，均上涨1.9%。重点关注标的中5月涨幅领先的包括：亚玛芬(54.6%)/波司登(10.0%)/特步国际(9.6%)/歌力思(8.6%)/健盛集团(7.8%)/伟星股份(7.2%)/罗莱生活(7.5%)/森马服饰(7.1%)/富安娜(6.2%)。

品牌服饰观点：1-2月/3月/4月服装社零分别同比增长3.3%/3.6%/2.2%，3月有电商三八大促活动，预计一定程度前置了服装消费，4月增速有所回落。电商渠道方面，4月天猫/京东/抖音三平台数据显示，个护行业快速增长36%，户外、家纺行业平稳增长，运动、休闲行业同比下滑。分品牌看，三平台增速领先的品牌包括淘淘氧棉(106%)/凯乐石(95%)/地素(77%)/伯希和(76%)/亚朵星球(73%)/高洁丝(72%)/奈丝公主(70%)/罗莱家纺(68%)/露露乐蒙(49%)/可隆(47%)/全棉时代(43%)/始祖鸟(41%)/水星家纺(41%)。

纺织制造观点：宏观层面，4月越南纺织品和鞋类出口仍保持快速增长，分别同比+20.3%/27.2%；中国纺织品出口预计一定程度受到关税加征影响，增速环比下滑，纺织品/服装/鞋类出口分别同比+3.2%/-1.2%/-0.2%。印度PMI环比稳定，印尼/越南/中国PMI均环比下滑。微观层面，代工台企4月营收增速基本延续一季度趋势，管理层对二季度预期乐观，聚阳维持二季度量价齐升的预期，出货量有望双位数增长；儒鸿预期二季度订单变化不大，有望同环比增长；丰泰主要客户Nike今年上半年仍处于营运调整期，预计下半年将恢复往年成长动能，全年度营运可望持续成长，法人估丰泰今年营收与获利表现都将优于去年。裕元制造业预期第二季和第一季类似，第三季基数高预期下跌，第四季谨慎乐观，全年持平或小幅上升。

专题梳理一：伯希和公司概况速览。伯希和近三年实现快速增长，2022-2024年营收从3.78亿元跃升至17.66亿元(CAGR 122.2%)，2024年净利润达2.83亿元，毛利率提升至59.6%。其核心优势在于“技术+设计”双轮驱动的产品创新体系：以自研PT-China技术平台(12项专利)与国际高端面料(GORE-TEX/Polartec)结合，打造冲锋衣、羽绒服等爆品，经典系列贡献82.7%收入。全渠道DTC模式覆盖76.5%线上收入(天猫/抖音)及146家线下门店，会员复购率42%，显著高于行业均值。2024年以5.2%零售额份额居本土品牌前三，主打“高性能+高性价比”，同类产品价格较国际品牌低约30%。通过年推572个SPU、签约极地科考队强化技术背书，形成差异化竞争。供应链采用轻资产模式(250+合作厂商)，库存周转率1.67次领先行业，现金储备35.4亿港元支撑扩张。未来战略聚焦三大方向：技术升级(1.8亿港元研发投入)、渠道下沉(新增200家门店)及国际化探索(东南亚试点布局)，目标3年内海外收入占比达15%。

专题梳理二：贸易摩擦缓和，关税影响更新。5月12日，中美和谈，发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，相互取消了91%的关税，中国出口关税10%继续加征(即累计为30%)，24%暂停90天。近期部分国际大牌就关税问题进行表态，美国产品大部分来自东南亚进口，迅销、阿迪达斯均表示暂未有调价动作(不排除未来涨价可能)；迅销、亚玛芬均表示关税对利润影响有限；美媒报道耐克计划在本周开始提价。相关个

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

《纺织服装海外跟踪系列五十九-亚玛芬一季度收入盈利均超预期一致预期，管理层上调全年指引》——2025-05-22

《纺织服装2024年报&25一季报总结-消费稳中求变，制造静观其变》——2025-05-21

《运动品牌行业专题-2025第一季度产品竞争回顾与分析》——2025-05-11

《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》——2025-04-15

《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

股股价表现方面,4月10日特朗普政府表示对75国对等关税暂缓90天,股价开始反弹,5月12日中美和谈后大部分标的股价进一步小幅上涨,但截至5月22日各相关标的股价较4月2日股价仍有一定差距。

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: 内需布局成长性与韧性方向,纺织制造关注贸易摩擦缓和超跌反弹机会。

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、新消费新零售方向。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**;全棉时代及奈丝公主起势的**稳健医疗**;京东奥莱开拓新增长曲线的**海澜之家**。

2) **纺织制造:** 纺织制造行业4月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。近期贸易摩擦、关税政策缓和,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**。

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	
					2025E	2026E	2025E	2026E
02020	安踏体育	优于大市	86.7	2399	4.80	5.51	18.1	15.7
02331	李宁	优于大市	14.1	360	0.97	1.09	14.6	12.9
01368	特步国际	优于大市	5.3	146	0.51	0.54	10.5	9.9
300888	稳健医疗	优于大市	49.5	292	1.80	2.08	27.5	23.8
600398	海澜之家	优于大市	7.9	382	0.51	0.57	15.5	13.8
02313	申洲国际	优于大市	8.3	69	0.66	0.70	12.6	11.8
300979	华利集团	优于大市	53.0	786	4.38	4.97	12.1	10.7
002003	伟星股份	优于大市	53.8	45	3.56	4.15	15.1	13.0
300577	开润股份	优于大市	11.6	133	0.69	0.74	16.7	15.6
603055	台华新材	优于大市	20.4	50	1.48	1.70	13.7	12.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

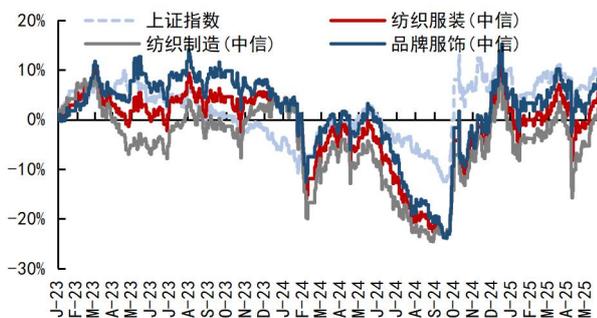
行情回顾：5月以来纺服板块股价迎来反弹，A股纺服上涨幅度好于大盘	5
品牌渠道：4月服装社零增速回落，电商渠道个护及户外品牌增速领先	7
制造出口：4月越南纺织出口增长20%，中国纺织出口平稳增长，代工台企延续一季度趋势9	
专题梳理一：伯希和公司概况速览	12
专题梳理二：贸易摩擦缓和，纺织制造企业存在超跌机会	15
投资建议：内需布局成长性与韧性方向，纺织制造关注贸易摩擦缓和超跌反弹机会	18
风险提示	20

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 5 月 22 日)	6
图 6: A 股重点上市公司行情表现 (截至 5 月 22 日)	6
图 7: 港股重点上市公司行情表现 (截至 5 月 22 日)	6
图 8: 美股/台股重点上市公司行情表现 (截至 5 月 22 日)	7
图 9: 限上整体与服装零售额当月同比	7
图 10: 限上整体与服装零售额累计同比	7
图 11: 限上实物商品与穿类商品累计同比	7
图 12: 阿里线上当月销售额同比	7
图 13: 2025 年月度天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况	8
图 14: 得物重点品牌潮鞋销售额与单价变化情况	9
图 15: 中国与越南纺织服装出口金额当月同比	9
图 16: 亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI	9
图 17: 柯桥纺织景气指数	9
图 18: 国内与国际棉价趋势 (元/吨)	9
图 19: 锦纶丝 FDY 和 DTY 价格走势 (元/吨)	10
图 20: PA66 价格走势 (元/吨)	10
图 21: 台企代工同行营收增速跟踪 (月度)	11
图 22: 伯希和天猫旗舰店及主销产品	14
图 23: 纺织制造企业产能分布	16
图 24: 纺织制造企业对美收入占比及净利率	17
图 25: 重要时间节点相关个股股价表现	18

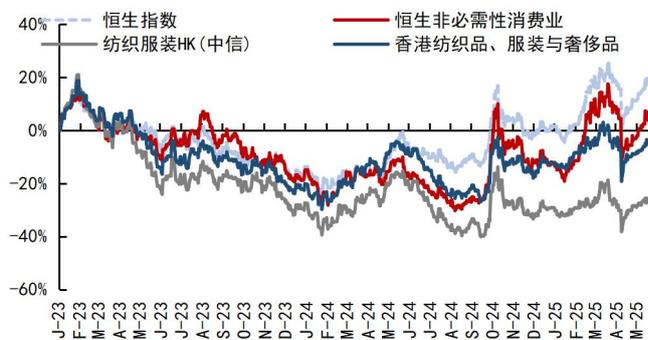
行情回顾：5月以来纺服板块股价迎来反弹，A股纺服上涨幅度好于大盘

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



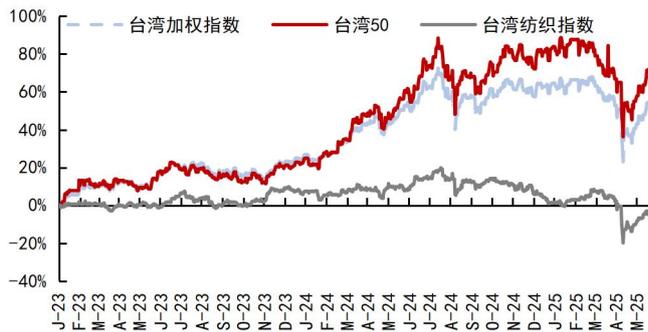
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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5月22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)	4.6%	-3.2%	-2.0%	-0.7%	4.1%	1.9%	2,947
	C1005185.WI	纺织制造(中信)	4.9%	-4.1%	-2.8%	-1.5%	2.0%	1.8%	2,738
	C1005821.WI	品牌服饰(中信)	4.4%	-2.5%	-1.2%	-0.1%	3.0%	2.0%	1,163
	000300.SH	沪深300	3.8%	-3.7%	-3.1%	-1.2%	-3.9%	-0.5%	3,914
	000001.SH	上证指数	3.1%	-2.2%	-1.3%	0.9%	-0.2%	0.8%	3,380
港股	HSCICD.HI	恒生综合行业指数-非必需性消费	5.8%	-9.9%	-7.5%	10.7%	1.8%	19.8%	2,591
	CIHK5017.WI	纺织服装HK(中信)	1.9%	-2.5%	-1.8%	1.1%	2.0%	4.6%	1,848
	887160.WI	Wind香港纺织服装III	6.5%	-4.8%	-3.3%	-0.2%	2.5%	12.2%	13,652
美股	HS1.HI	恒生指数	6.4%	-5.6%	-3.6%	9.4%	6.9%	17.4%	23,544
	DJI.GI	道琼斯工业指数	2.9%	-2.2%	-7.2%	-9.0%	-3.7%	-1.6%	41,859
	IXIC.GI	纳斯达克指数	8.5%	0.7%	-7.4%	-11.1%	-6.8%	-2.0%	18,926
	SPX.GI	标普500	4.9%	-0.2%	-6.5%	-7.8%	-4.5%	-0.7%	5,842
台股	S5COND.SPI	标普500可选消费	8.5%	-0.5%	-9.3%	-17.3%	-2.4%	-6.9%	1,704
	TW11.TW	台湾加权指数	7.1%	-6.3%	-12.2%	-14.0%	-11.7%	-5.9%	21,671
	TW50.TW	台湾50	7.6%	-5.3%	-11.7%	-15.8%	-11.6%	-6.4%	18,214
	TWSE008.TW	台湾纺织指数	1.9%	-10.0%	-14.3%	-10.5%	-16.9%	-7.4%	547

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: A股重点上市公司行情表现(截至5月22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	7.1%	-16.2%	-11.5%	-9.4%	-12.1%	-14.2%	5.7
	600398.SH	海澜之家	-4.5%	3.0%	4.5%	-5.5%	37.2%	5.7%	7.9
	603877.SH	太平鸟	2.2%	1.3%	9.7%	9.6%	19.6%	9.8%	15.8
	002029.SZ	七匹狼	7.7%	-2.8%	1.8%	1.8%	4.7%	3.1%	6.7
	601566.SH	九牧王	3.8%	1.3%	3.1%	9.1%	5.3%	8.1%	9.1
	002293.SZ	罗莱生活	7.5%	10.1%	18.8%	20.7%	24.6%	24.5%	9.7
	002327.SZ	富安娜	6.2%	-7.2%	-4.7%	-11.5%	-7.7%	-6.6%	8.3
高端时尚	300888.SZ	稳健医疗	-5.2%	14.8%	34.8%	28.9%	63.7%	17.6%	49.5
	002832.SZ	比音勒芬	0.3%	-12.3%	-11.0%	-13.4%	-21.6%	-22.8%	16.5
	002154.SZ	报喜鸟	0.0%	-8.8%	-7.5%	-7.7%	-6.8%	-13.4%	3.8
	603808.SH	歌力思	8.6%	-1.3%	-4.6%	-0.9%	-2.5%	7.2%	7.5
制造出口	603587.SH	地素时尚	3.8%	-4.3%	-0.5%	-1.8%	1.9%	-2.4%	12.3
	603839.SH	安正时尚	31.1%	4.9%	6.6%	5.1%	7.2%	37.3%	7.6
	601339.SH	百隆东方	1.8%	-8.8%	-4.6%	-5.5%	-7.0%	-7.4%	5.0
	000726.SZ	鲁泰A	3.2%	0.7%	3.5%	-3.1%	-0.1%	-2.3%	6.4
	603055.SH	台华新材	4.7%	-16.6%	-13.9%	-12.3%	-19.1%	-10.0%	10.0
	300577.SZ	开润股份	5.7%	16.2%	-15.5%	-23.9%	-18.2%	-18.1%	20.4
	603558.SH	健盛集团	7.8%	-14.6%	-16.2%	-22.9%	-19.5%	-14.2%	8.9
	300979.SZ	华利集团	5.0%	-19.4%	-26.8%	-31.4%	-26.0%	-31.6%	53.8
	002003.SZ	伟星股份	7.2%	-13.0%	-14.7%	-23.1%	-21.6%	-16.3%	11.6
	300918.SZ	南山智尚	0.6%	16.5%	15.5%	109.6%	104.3%	104.5%	20.9

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5月22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	10.0%	-0.2%	6.1%	7.2%	13.2%	13.9%	4.4
	1234.HK	中国利郎	0.3%	1.1%	-5.6%	-6.5%	-4.6%	-2.8%	3.6
高端时尚	3306.HK	江南布衣	2.6%	-1.1%	3.0%	-8.9%	-0.8%	-13.9%	15.0
	1913.HK	普拉达	6.9%	-12.0%	-26.7%	-22.6%	-14.5%	-18.8%	50.3
	1910.HK	新秀丽	2.7%	-24.7%	-35.3%	-38.3%	-25.5%	-38.7%	14.3
	3709.HK	赢家时尚	6.1%	-1.3%	-0.4%	-12.9%	-12.7%	-7.9%	8.0
体育用品	2020.HK	安踏体育	2.5%	4.1%	5.3%	1.4%	6.1%	21.0%	93.1
	2331.HK	李宁	3.1%	-14.3%	-13.9%	-8.2%	-8.7%	-7.9%	15.2
	6110.HK	滔搏	-0.3%	-11.4%	-8.0%	8.0%	20.6%	3.7%	3.1
	3813.HK	宝胜国际	5.3%	-16.7%	-15.2%	-5.0%	16.7%	0.0%	0.5
	1368.HK	特步国际	9.6%	0.0%	3.1%	-11.5%	-7.8%	3.2%	5.7
	1361.HK	361度	2.3%	-3.1%	7.2%	4.1%	6.9%	5.3%	4.4
制造出口	3818.HK	中国动向	0.0%	-2.5%	2.6%	19.7%	16.3%	12.9%	0.4
	2313.HK	申洲国际	5.8%	-10.3%	-5.3%	-8.3%	-12.1%	-8.2%	56.9
	0551.HK	裕元集团	5.2%	-12.0%	-29.9%	-32.6%	-33.7%	-32.6%	11.7
	2232.HK	晶苑国际	4.0%	-27.2%	-10.2%	-2.8%	3.0%	7.1%	4.7
	2678.HK	天虹纺织	1.8%	-11.5%	-13.8%	-14.6%	-21.9%	-18.8%	3.4
	1836.HK	九兴控股	12.5%	-19.7%	-19.5%	-21.1%	-7.3%	-4.1%	14.6
	1382.HK	互太纺织	2.4%	-19.1%	-16.9%	-20.1%	-20.8%	-18.7%	1.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

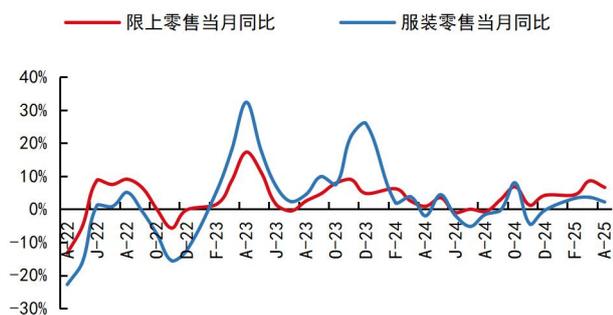
图8: 美股/台股重点上市公司行情表现 (截至 5 月 22 日)

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	8.7%	-10.9%	-28.6%	-26.0%	-27.3%	-18.6%	61.3
	ADDDF.OO	阿迪达斯	5.5%	-3.2%	-9.6%	-13.2%	4.7%	0.9%	243.1
	LULU.O	露露乐蒙	18.4%	-7.6%	-25.9%	-34.1%	11.2%	-6.2%	320.5
	SKX.N	斯凯奇	29.2%	-15.8%	-21.3%	-37.4%	-21.9%	-7.7%	62.1
	VFC.N	威富公司	2.4%	-24.3%	-52.1%	-53.3%	44.6%	-43.1%	12.2
	UAA.N	安德玛	14.0%	-9.2%	-16.0%	-30.3%	34.4%	-21.3%	6.5
服装零售	AS.N	亚玛芬	54.6%	-8.7%	-18.9%	-26.0%	33.1%	34.1%	37.5
	TJX.N	TJX公司	1.0%	8.9%	3.1%	3.9%	13.5%	7.9%	129.6
	ROST.O	罗斯百货	9.5%	10.8%	-0.6%	-7.1%	0.6%	1.0%	152.3
	FL.N	富乐客	94.5%	-15.6%	-29.2%	-37.7%	-46.9%	9.7%	23.9
	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	-0.1%	-14.6%	-24.0%	-21.9%	-22.9%	-18.8%	413.5
	1477.TW	聚阳实业	-2.6%	-12.1%	-22.4%	-15.7%	-14.7%	-1.3%	276.5
	9910.TW	丰泰企业	9.3%	-8.9%	-18.5%	-14.8%	-19.6%	-7.5%	123.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

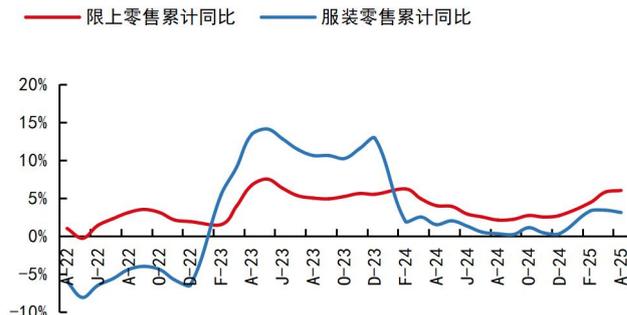
品牌渠道: 4月服装社零增速回落, 电商渠道个护及户外品牌增速领先

图9: 限上整体与服装零售额当月同比



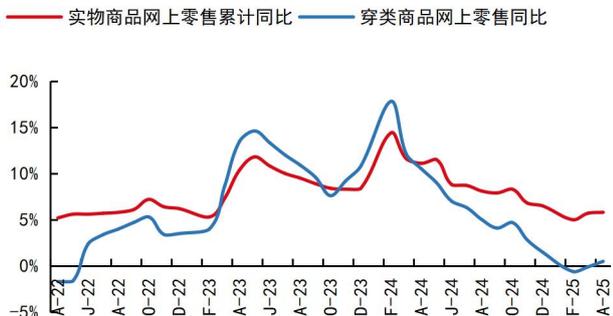
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 限上整体与服装零售额累计同比



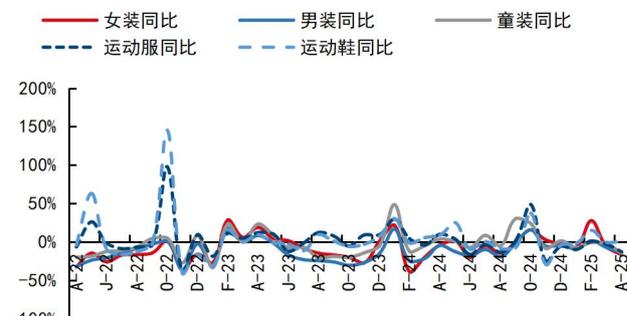
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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 4 月表现：

图13: 2025 年月度天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况

销售额(百万元)25M1	25M2	25M3	25M4	销售额同比	25M1	25M2	25M3	25M4	
运动服饰	10,888	6,223	9,366	8,996	运动服饰	33%	5%	-3%	-9%
品牌					品牌				
耐克	1,742	871	978	847	耐克	71%	25%	-9%	-6%
阿迪达斯	975	540	728	674	阿迪达斯	78%	17%	-1%	3%
斐乐	926	399	662	595	斐乐	26%	3%	5%	-26%
李宁	751	432	731	641	李宁	27%	-7%	4%	-5%
安踏	718	359	539	526	安踏	22%	0%	-21%	-27%
露露乐蒙	274	256	406	302	露露乐蒙	105%	13%	42%	49%
特步	246	140	280	240	特步	30%	10%	11%	1%
361°	213	146	210	224	361°	33%	8%	-5%	-8%
鸿星尔克	219	110	220	226	鸿星尔克	-3%	-5%	-22%	-15%
乔丹体育	170	97	178	170	乔丹体育	5%	-29%	-24%	-26%
亚瑟士	161	101	152	162	亚瑟士	101%	16%	-9%	10%
斯凯奇	173	84	151	162	斯凯奇	2%	-36%	-36%	-34%
新百伦	181	92	152	137	新百伦	16%	-20%	-17%	-5%
彪马	190	90	133	116	彪马	34%	-26%	-41%	-26%
迪桑特	197	66	126	119	迪桑特	113%	13%	61%	7%
户外服饰	4,912	2,087	3,417	3,713	户外服饰	91%	42%	29%	3%
品牌					品牌				
骆驼	810	235	315	245	骆驼	39%	-9%	9%	-6%
凯乐石	276	166	209	169	凯乐石	409%	289%	102%	95%
蕉下	17	55	226	358	蕉下	49%	52%	15%	13%
伯希和	198	125	185	130	伯希和	166%	152%	56%	76%
北面	277	91	113	86	北面	61%	-2%	-23%	-27%
可隆	178	82	116	88	可隆	276%	139%	54%	47%
始祖鸟	125	73	100	79	始祖鸟	63%	36%	22%	41%
哥伦比亚	132	40	64	39	哥伦比亚	97%	31%	43%	-13%
迪卡侬	86	34	62	59	迪卡侬	52%	17%	46%	21%
休闲服饰	46,550	21,054	35,126	40,155	休闲服饰	12%	-7%	3%	-6%
品牌					品牌				
优衣库	574	229	297	375	优衣库	96%	7%	7%	-8%
波司登	1,278	353	251	110	波司登	6%	-16%	62%	10%
鸭鸭	1,069	272	154	33	鸭鸭	-48%	-46%	-43%	-46%
雪中飞	609	140	97	41	雪中飞	12%	10%	72%	29%
海澜之家	320	116	174	242	海澜之家	-7%	-24%	-12%	-9%
太平鸟	270	92	127	106	太平鸟	56%	-10%	6%	-31%
森马	210	69	77	88	森马	86%	30%	-9%	-43%
地素	45	24	41	49	地素	48%	-5%	72%	77%
歌力思	17	15	26	31	歌力思	158%	233%	130%	-8%
维尼熊	162	83	126	111	维尼熊	10%	-3%	-35%	-26%
江南布衣	75	45	64	70	江南布衣	58%	31%	41%	-3%
利郎	83	35	57	75	利郎	128%	82%	47%	9%
哈吉斯	94	26	54	48	哈吉斯	159%	29%	87%	3%
家纺	13,865	8,126	10,270	11,024	家纺	19%	16%	15%	0%
品牌					品牌				
亚朵星球	175	210	182	228	亚朵星球	52%	93%	29%	73%
水星家纺	218	113	180	206	水星家纺	19%	27%	20%	41%
洁丽雅	156	129	144	177	洁丽雅	-11%	1%	1%	13%
罗莱家纺	108	68	130	127	罗莱家纺	46%	83%	16%	68%
富安娜	139	49	81	77	富安娜	1%	-34%	39%	9%
南极人	81	56	68	80	南极人	-27%	-27%	-28%	-29%
个护	4,440	4,318	4,594	4,455	个护	32%	38%	27%	36%
品牌					品牌				
全棉时代	70	63	68	67	全棉时代	117%	77%	48%	43%
奈丝公主	46	62	59	47	奈丝公主	131%	185%	68%	70%
维达	451	381	467	437	维达	59%	37%	21%	35%
洁柔	225	211	238	222	洁柔	27%	44%	29%	23%
清风	201	158	181	194	清风	47%	22%	7%	36%
高洁丝	104	115	142	119	高洁丝	70%	74%	21%	72%
护舒宝	94	128	159	114	护舒宝	16%	49%	9%	35%
苏菲	79	86	102	83	苏菲	3%	11%	-24%	0%
自由点	81	107	84	75	自由点	63%	5%	-33%	-2%
淘淘氧棉	49	52	89	60	淘淘氧棉	256%	215%	63%	106%
七度空间	46	61	84	44	七度空间	-7%	-1%	-21%	-1%

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

得物平台潮鞋销售额：

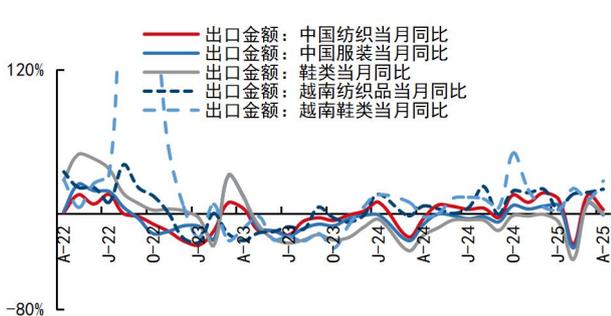
图14：得物重点品牌潮鞋销售额与单价变化情况

品牌	2025/2/28					2025/3/31						
	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	MoM	ASP 元	MoM	销售额 百万元	MoM	销售量 千件	MoM	ASP 元	MoM
耐克 Nike	2592	79%	4185	83%	619	-2%	2066	-20%	3520	-16%	587	-5%
阿迪达斯 Adidas	162	61%	378	68%	428	-4%	190	18%	466	23%	409	-4%
阿迪达斯 Adidas originals	199	56%	308	59%	648	-1%	120	-40%	175	-43%	685	6%
新百伦 New balance	56	470%	70	625%	803	-21%	57	1%	74	6%	768	-4%
匡威 Converse	39	55%	92	55%	424	0%	37	-4%	93	2%	400	-6%
Vans	18	48%	44	45%	417	2%	18	1%	46	5%	403	-3%
PUMA	61	102%	153	85%	396	9%	50	-17%	133	-13%	379	-4%
斐乐 Fila	91	49%	175	38%	518	8%	87	-4%	175	0%	496	-4%
安德玛 Under Armour	22	29%	40	33%	555	-3%	23	4%	42	4%	554	0%
李宁 Lining	327	55%	796	47%	411	5%	366	12%	978	23%	374	-9%
安踏 Anta	130	140%	381	121%	342	9%	146	12%	437	15%	334	-2%
361°	30	8%	98	63%	310	-34%	38	25%	118	20%	321	4%
匹克 Peak	39	140%	162	135%	240	2%	47	22%	208	28%	228	-5%
回力 Warrior	31	78%	341	80%	90	-1%	22	-29%	243	-29%	91	0%
路易威登 Louis Vuitton	133	84%	13	76%	10239	5%	114	-14%	11	-14%	10217	0%
古驰 Gucci	94	27%	23	26%	4149	0%	87	-8%	21	-9%	4210	1%
巴黎世家 Balenciaga	105	25%	19	19%	5435	5%	107	2%	19	0%	5565	2%

资料来源：得物第三方数据，国信证券经济研究所整理

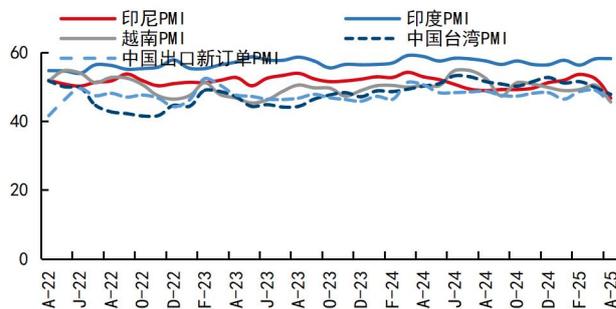
制造出口：4月越南纺织出口增长20%，中国纺织出口平稳增长，代工台企延续一季度趋势

图15：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



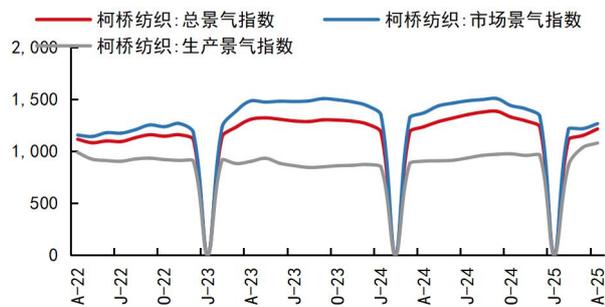
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：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17：柯桥纺织景气指数



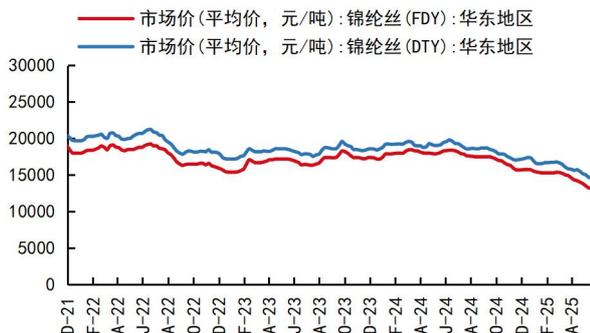
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：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19: 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20: 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

- **关于未来预期:** 聚阳维持二季度量价齐升的预期, 出货量有望双位数增长; 儒鸿预期二季度订单变化不大, 有望同环比增长; 丰泰主要客户 Nike 今年上半年仍处于营运调整期, 预计下半年将恢复往年成长动能, 全年度营运可望持续成长, 法人估丰泰今年营收与获利表现都将优于去年。裕元制造业预期第二季和第一季类似, 第三季基数高预期下跌, 第四季谨慎乐观, 全年持平或小幅上升。
- **关于关税:** 聚阳指出, 受到关税因素影响, 客户自付关税的低价款订单略为减少, 高价产品则维持原先出货预期, 随著低价产品比重降低, 整体接单结构反而同步优化, 平均接单价格提升, 有助于毛利率表现。裕元表示, 之前东南亚出美订单没有任何影响, 中国因为政策立即实施, 客人会移动订单, 中国一部分输美订单陆续转到越南; 另外中美贸易谈判释放积极信息。

1、聚阳 (1477): 4月营收 23.64 亿元, 年增 5.81%, 月减 31.55%。聚阳指出, 4月营收走低除受传统淡季影响, 又值春夏与秋冬服饰季节交替期, 且部分订单已于3月提前出货所致。聚阳累计今年1~4月合并营收 122.88 亿元, 年增 13.33%, 仍维持双位数成长。

对于第二季营运, 聚阳仍维持第2季较去年同期价量齐扬的展望。对于第二季的整体营运, 聚阳预期, 第2季营收将呈一个月比一个月好的走势, 4月为低点, 5月与6月将逐步回升。第2季无论出货量或平均价格均将优于去年同期为目标, 且出货量有机会双位数增加。

川普对等关税对下半年订单的影响, 聚阳指出, 美系客户订单受美国关税政策不确定性牵动, 可能要到5月底才能确认。至于日系客户订单则稳定成长, 能见度已至年底, 且第3季订单基本底定, 全年持续看增。

聚阳指出, 受到关税因素影响, 客户自付关税的低价款订单略为减少, 高价产品则维持原先出货预期。随著低价产品比重降低, 聚阳表示, 整体接单结构反而同步优化, 平均接单价格提升, 有助于毛利率表现。

对于下半年因关税所造成的营运不确定性, 聚阳指出, 下半年的订单会与客户持续密切协商。另外, 公司也会透过优化产品组合与成本结构, 以维持营运成长性。

2、儒鸿 (1476): 4月营收 33.91 亿元、月减 0.58%、年增 18.18%, 主要动能来自强劲的成衣业务(该业务4月营收年增 28%), 而布料方面则因部分订单提前至3月交货, 影响针织布出货动能下降; 公司并预期, Q2 订单变化不大, 有望推升 Q2 营收季、年双成长。

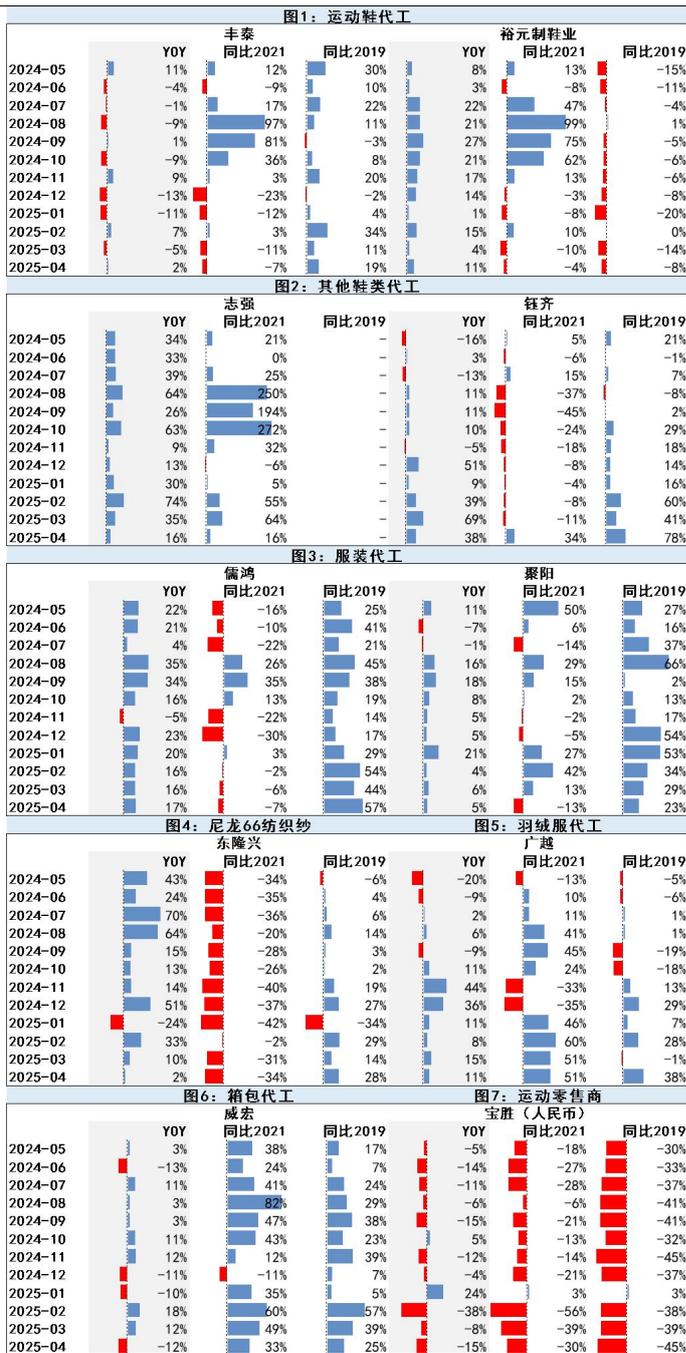
法人预期, 儒鸿难以完全免受关税冲击, 但由于该公司在研发能力上的强大竞争优势, 以及其客户多为高单价品牌, 将有望较其他供应商更有能力抵御关税带来

的影响。

3、丰泰 (9910)：4 月营收 72.68 亿元、年增 2.7%；累计前四月合并营收 279.91 亿元、年增 1.1%。而前四月税后纯益 14.59 亿元、年减 19.1%，每股税后纯益 1.48 元。

丰泰主要客户 Nike 今年上半年仍处于营运调整期，预计下半年将恢复往年成长动能，全年度营运可望持续成长；法人估，丰泰今年营收与获利表现都将优于去年。丰泰为集团营运成长所需，也积极展开厂区扩建开发中心，预计建筑工程总额度 18 亿元，由自有资金及银行贷款额度支应。

图21: 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

专题梳理一：伯希和公司概况速览

一、财务核心指标分析

1、收入快速增长

2022-2024 年收入分别为 3.78 亿元、9.08 亿元、17.66 亿元人民币，复合年增长率（CAGR）达 122.2%。收入结构呈现以下特征：

品牌构成：伯希和品牌占绝对主导（2024 年 97.5%），其中经典系列收入占比 82.7%，专业性能系列 5.6%，山系列 9.8%；Excelsior 品牌占比 1.9%。

品类分布：服装类占 91.1%（2024 年 16.08 亿元），鞋类 3.5%（0.61 亿元），装备及配饰 5.5%（0.97 亿元）。

2、盈利能力持续优化

利率阶梯上升：综合毛利率从 2022 年 54.3% 提升至 2024 年 59.6%。细分品类中，鞋类毛利率最高（67.2%），装备及配饰次之（51.4%），服装类因规模效应显著提升（2024 年 59.8%）。

净利润增长强劲：2024 年净利润 2.83 亿元，经调整净利润（非香港财务报告准则）3.04 亿元，净利率稳定在 17% 左右。

3、现金流与资本健康度

现金储备充足：2024 年末现金及等价物 35.42 亿港元，流动比率 2.6 倍，短期偿债无忧。

研发投入加码：2024 年研发费用 3150 万元，占收入 1.8%；销售费用率 33.2%，主要用于 DTC 渠道拓展。

二、业务结构分析

1、产品矩阵与技术创新

表1：四大产品系列定位

系列名称	技术特征	目标客群	收入占比（2024）
专业性能系列	GORE-TEX/Polartec 面料	登山/滑雪专业运动员	5.6%
山系列	自然美学设计+立体剪裁	户外爱好者/城市通勤人群	9.8%
经典系列	PT-China 自研技术（防风/保暖）	大众户外市场	82.7%
巅峰系列	Pertex/Dyneema 超轻材料（2025 推出）	极地探险专业团队	未贡献收入

资料来源：伯希和招股说明书，国信证券经济研究所整理

技术平台支撑: PT-China 平台累计研发 12 项专有技术, 整合 Toray、Vibram 等 6 家国际技术合作方, 形成“自主+引进”双轮驱动。

2、线上为主的全渠道销售网络

表2: 渠道结构

渠道类型	2024 年收入占比	运营特点	毛利率水平
线上 DTC	76.5%	天猫/抖音旗舰店, 直播销售占比提升	58-60%
线下 DTC	9.6%	146 家门店(直营 14+ 联营 132)	直营 65% ↑
分销商	12.5%	标准化管理, 覆盖二三线城市	50-55%
其他(团购)	1.5%	企业客户定制订单	45-50%

资料来源: 伯希和招股说明书, 国信证券经济研究所整理

线上运营效率: 2024 年天猫新客数量较 2022 年增长 3 倍, 抖音累计播放量超 30 亿次, 直播 GMV 占比达 28%。

3、供应链管理

轻资产模式: 合作 250+ 委外制造商, 长三角/珠三角产能占比 85%, 原材料双源采购(核心面料直采+辅料厂商采购)。

库存周转优化: 2024 年存货周转率 1.67 次(行业平均 1.2-1.5 次), 缺货率降至 3.2%。

三、市场地位与竞争格局

1、行业增长驱动

市场规模: 中国高性能户外服饰市场 2024 年达 1027 亿元(2019-2024 年 CAGR13.8%), 预计 2029 年突破 2158 亿元。

增长引擎: 健康生活方式普及(户外参与率 32%)、产品休闲化趋势(城市场景占比 45%)、国货品牌崛起(本土品牌份额年增 3.2%)。

2、伯希和竞争定位

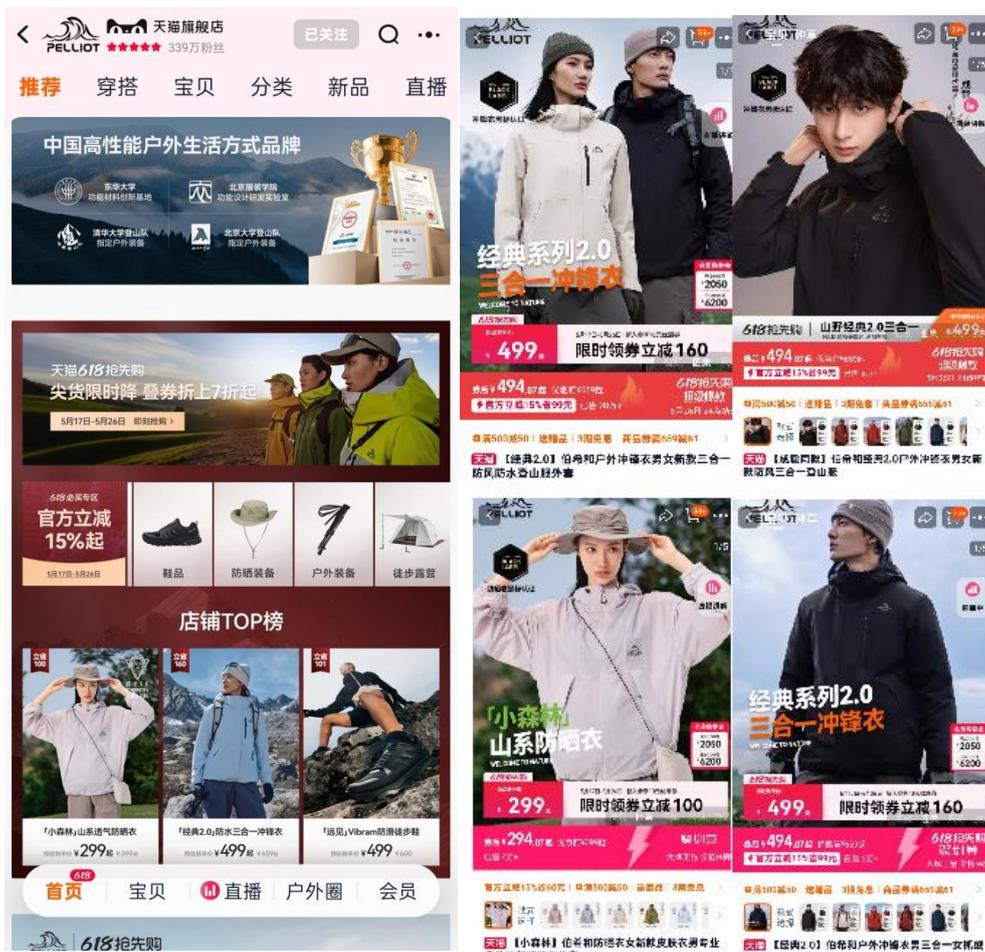
市场份额: 2024 年以 5.2% 的零售额占比位列本土品牌前三, 增速 127.4% 居行业首位。

价格带定位:

中高端市场: 毛利率 59.6% 显著高于大众品牌, 采用 Pertex/eVent 等国际高端面料。

性价比优势: 招股书明确“提供物超所值的高性能产品”, 三合一冲锋衣定价基本在 499-599 元左右, 同类产品价格低于国际品牌约 30%。

图22: 伯希和天猫旗舰店及主销产品



资料来源: 伯希和天猫旗舰店, 国信证券经济研究所整理

3、竞争优势拆解

表3: 伯希和竞争优势

维度	伯希和表现	行业头部企业对比
产品迭代能力	年推 572 个 SPU, 4-5 款年度 TOP10	平均 300-400 个 SPU
技术壁垒	12 项专利+6 大国际技术合作	本土品牌平均 5-8 项技术应用
DTC 渗透率	线上 DTC 占比 76.5%	TOP3 平均 65-70%
用户粘性	会员复购率 42%, VIP 贡献 35% 收入	行业平均复购率 25-30%

资料来源: 伯希和招股说明书, 国信证券经济研究所整理

四、经营亮点与战略举措

1、产品创新体系

爆品方法论：2022-2024 年每年新推 SPU 中 4-5 款进入年度畅销前十，三大经典冲锋衣 SPU 持续热销。

技术融合：羽绒冲锋衣（中国首创品类）结合 GORE-TEX 防水层与鹅绒保暖层，单品毛利率超 65%。

2、品牌建设与营销

专业背书：赞助 100+支“7+2”极地探险队（登顶七大洲最高峰+南北极），强化技术形象。

内容营销：小红书相关讨论量超 2 亿，与 500+KOL 合作覆盖户外、时尚、运动垂类。

3、数字化能力建设

智能中台系统：整合 ERP/CRM/BI 系统，实现全渠道库存共享与动态定价，缺货响应时间缩短至 48 小时。

会员体系深化：注册会员超 300 万，分层运营（普通/VIP/黑钻），黑钻会员年消费额达普通用户 3 倍。

4、国际化布局准备

技术认证：产品通过欧盟 CE、美国 FCC 认证，为出海奠定基础。

供应链预布局：在东南亚试点 ODM 合作，探索低成本产能拓展。

五、总结与展望

1、伯希和凭借精准的“技术+设计”双轮驱动策略，在中国高性能户外市场实现超速增长。其核心优势体现在：

产品创新力：年均 500+SPU 迭代速度，专利技术构建差异化壁垒。

性价比优势：同类产品价格低于国际品牌约 30%。

渠道渗透力：DTC 模式实现 76.5%线上占比，线下门店高效扩张。

2、未来增长将聚焦三大方向：

技术升级：投入 1.8 亿港元强化 PT-China 平台，开发智能温控/环保材料。

市场下沉：新增 200 家门店覆盖三四线城市，分销商收入占比目标提升至 20%。

国际化探索：依托现有认证体系，率先开拓东南亚市场，目标 3 年内海外收入占比达 15%。

专题梳理二：贸易摩擦缓和，纺织制造企业存在超跌机会

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%。

5月12日，中美和谈，发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，相互取消了91%的关税，中国出口关税10%继续加征（即累计为30%），24%暂停90天。

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，华利产能都在越南印尼；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23: 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%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	10%	12%	10%	10%	10%	10%	
		越南	55%	51%	51%	53%	50%	52%	52%	53%	52%	52%	52%	52%	52%	56%	45%	48%	47%	46%	
		印尼	17%	19%	20%	18%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	14%	13%	14%	14%	16%	14%	12%	13%	
		印度			5%	8%	9%	13%	16%	19%	20%	23%	24%	24%	26%	20%	27%	28%	31%	31%	
	裕元集团	中国							34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%	11%	
		越南							31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%	54%	
华利集团	越南							34%	39%	42%	44%	45%	46%	44%	46%	35%	38%	34%	31%		
	多米尼加							35%	30%	26%	22%	19%	17%	15%	17%	15%	17%	16%	17%		
服装	申洲国际	中国											69%	65%	63%	57%	51%	49%	45%	41%	
		越南											16%	21%	22%	29%	32%	29%	32%	35%	
	鲁泰A(服装)	境内															47%	47%	44%	40%	31%
		境外															53%	53%	56%	60%	69%
	晶苑国际	中国														22%	18%	18%	16%	17%	18%
		越南														44%	53%	56%	54%	50%	49%
		柬埔寨														18%	13%	8%	12%	12%	13%
		孟加拉														9%	9%	11%	12%	14%	13%
	开润股份(嘉乐服装)	境内																			30%
		印尼																			70%
面料	鲁泰A(面料)	境内																		51%	
		境外																		85%	
	互太纺织	中国除港澳台												84%	82%	75%	86%	83%	83%	81%	77%
		越南												12%	16%	11%	13%	16%	15%	17%	21%
	超盈国际	中国												4%	1%	13%	1%	1%	2%	2%	2%
		海外																			50%
伟星股份	境内																			91%	
	境外																			9%	
纱线	百隆东方	中国																		40%	
		越南																		60%	
天虹国际	中国								60%	54%	56%	57%	59%	61%	63%	61%	56%	59%	58%	58%	
	海外								40%	46%	44%	43%	41%	39%	38%					39%	

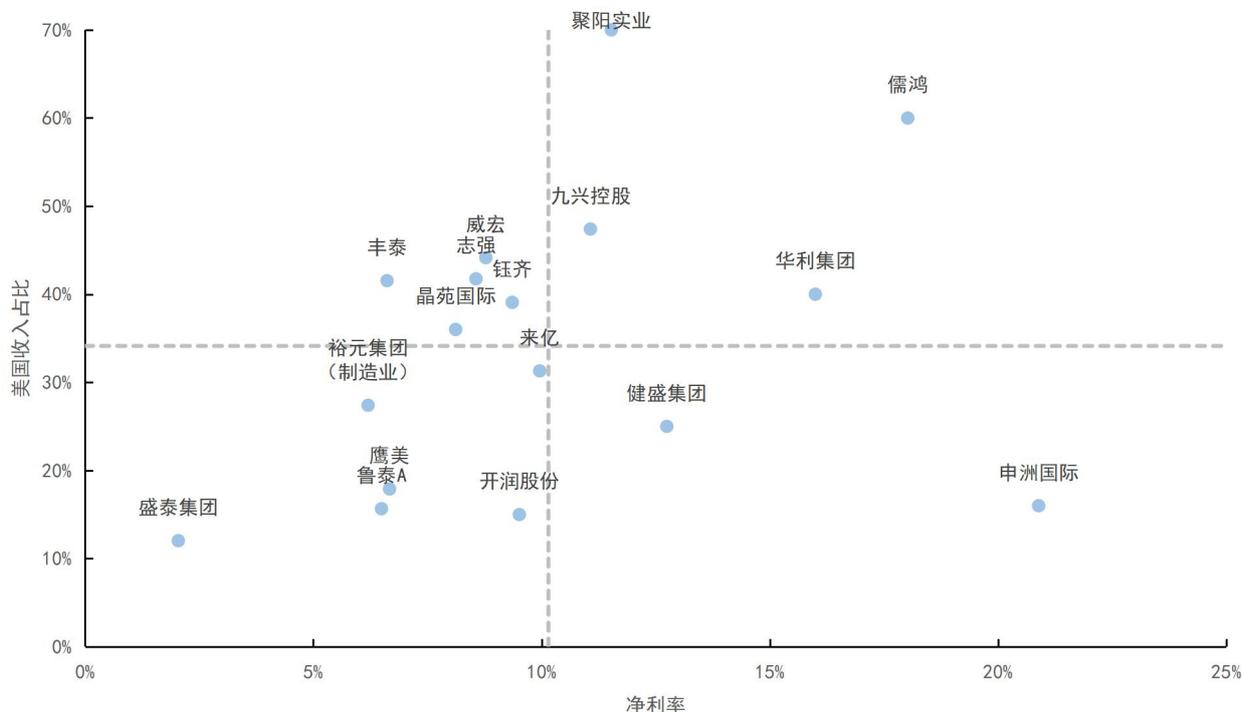
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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24: 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

三、品牌相关表态

1) **迅销**：表示假设不调整产品价格，关税预计使下半年集团营业利润减少约 2-3%（实际情况可能因政策变化调整）；美国的大部分产品是在东南亚制造的，应考虑到对东南亚市场征收的任何关税可能会对业务表现产生重大影响。

2) **阿迪达斯**：表示美国市场占阿迪收入约 20%，可以通过在其他市场的超额表现来弥补在美国市场上利润率的损失；当前并未主动提价，未来将跟随行业趋势不会主动引领价格提升，且没有必要在美国以外的地区提高价格。

3) **亚玛芬**：美国收入占比：26%（其中中国采购商品占 8%，越南采购占 8%，其他亚洲地区占 6%，欧洲占 3%）影响预计：若当前税率维持，对全年利润表的影响可忽略不计。若税率回升至更高水平（如中国商品 145%、其他国家 30-40%），预计全年 EPS 影响仅 0.05 美元，对应约 100 个基点利润率压力。应对措施：提价（品牌溢价支撑）、供应商谈判、供应链调整（越南产能占 8%）抵消大部分关税影响。

4) **耐克**：美媒报道耐克计划在本周开始提价，将提高其部分鞋类、服装和设备的价格，儿童产品、介个低于 100 美元产品等不会涨价。这些价格调整将于 6 月 1 日生效，但最早可能在本周出现在货架上。

四、重要时间节点相关个股股价表现

特朗普 4 月 3 日宣布关税政策后，全球股市应声下跌（台股 4/3 休市），欧美国际运动品牌以及鞋服代工厂商由于在东南亚拥有大量产能，均有较大跌幅，上游纱线面料制造厂商股价跌幅相对较小。4/4 日 A 股、港股、台股休市，欧美国际运动品牌股价有小幅修复。4/7 日 A 股、港股、台股开盘后再度大幅下跌。直到 4 月 10 日特朗普政府表示对 75 国对等关税暂缓 90 天，股价开始反弹，5 月 12 日中美和谈后大部分标的股价进一步小幅上涨，但截至 5 月 22 日各相关标的股价较 4 月 2 日股价仍有一定差距。

图25: 重要时间节点相关个股股价表现

起始日期		2025/4/2	2025/4/9	2025/4/10	2025/4/11	2025/5/12	2025/4/2	当前市值	
截止日期		2025/4/9	2025/4/10	2025/4/11	2025/5/12	2025/5/22	2025/5/22	(人民币, 亿元)	PE (TTM)
A股	601339.SH 百隆东方	-13.0%	6.0%	7.1%	2.2%	-0.4%	-6.1%	75.43	15.02
	603889.SH 新澳股份	-19.0%	4.6%	4.3%	7.6%	0.2%	-7.9%	44.49	10.28
	000726.SZ 鲁泰A	-10.9%	6.6%	6.8%	10.7%	0.5%	3.7%	45.97	10.61
	603055.SH 台华新材	-21.6%	4.2%	4.2%	5.0%	0.8%	-14.1%	86.98	12.01
	300577.SZ 开润股份	-25.7%	6.9%	5.6%	17.8%	-7.0%	-12.1%	47.57	12.35
	603558.SH 健盛集团	-14.8%	5.2%	5.6%	5.1%	2.5%	-6.4%	31.08	10.40
	300979.SZ 华利集团	-22.0%	10.3%	16.4%	3.7%	-0.4%	-13.0%	637.88	16.46
	002003.SZ 伟星股份	-12.4%	2.0%	6.0%	5.7%	2.8%	-3.0%	133.14	18.68
300918.SZ 南山智尚	-17.8%	13.0%	12.3%	54.7%	-7.4%	24.1%	89.20	47.50	
港股	2313.HK 申洲国际	-21.7%	6.6%	3.4%	21.3%	-1.0%	-4.8%	785.69	12.69
	0551.HK 裕元集团	-16.3%	7.1%	7.3%	8.4%	-0.3%	-6.1%	172.74	6.57
	2232.HK 晶苑国际	-31.0%	12.6%	6.3%	16.6%	-1.5%	-19.0%	122.64	8.58
	2678.HK 天虹纺织	-6.3%	2.4%	-5.9%	0.9%	0.6%	-9.2%	29.01	5.28
	1836.HK 九兴控股	-23.5%	2.2%	4.9%	16.3%	2.0%	-11.5%	112.33	9.21
	1382.HK 互太纺织	-22.0%	0.8%	2.6%	10.1%	4.1%	-16.0%	16.11	11.73
	1476.TW 儒鸿	-30.1%	-1.0%	10.3%	28.5%	-2.5%	-9.8%	272.17	16.45
1477.TW 聚阳实业	-27.0%	-1.0%	10.8%	11.2%	0.5%	-12.6%	163.64	15.99	
9910.TW 丰泰企业	-26.7%	-0.9%	17.6%	25.0%	1.2%	2.5%	291.38	21.13	
欧美股	NKE.N 耐克公司	-8.4%	2.1%	-8.3%	15.0%	5.2%	-5.3%	6,507.78	20.08
	ADS.DF 阿迪达斯	-16.6%	3.6%	5.2%	10.2%	4.4%	-2.2%	3,175.17	38.14
	LULU.O 露露乐蒙	-2.1%	3.6%	-4.7%	18.5%	14.5%	14.6%	2,661.84	20.40
	SKX.N 斯凯奇	-12.0%	8.5%	-2.2%	26.6%	0.9%	7.9%	667.47	14.61
	VFC.N 威富公司	-22.9%	17.5%	-10.5%	26.2%	-8.4%	-24.5%	340.62	-24.98
	UAA.N 安德玛	-11.3%	5.3%	-7.8%	19.4%	11.6%	2.7%	195.10	-13.80
	PUM.DF 彪马	-19.6%	-0.4%	3.4%	26.7%	0.5%	-0.8%	276.70	12.97

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：内需布局成长性与韧性方向，纺织制造关注贸易摩擦缓和超跌反弹机会

2) 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、新消费新零售方向。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、中期成长性好的运动龙头**安踏体育、李宁、特步**；全棉时代及奈丝公主起势的**稳健医疗**；京东奥莱开拓新增长曲线的**海澜之家**。

2、纺织制造：纺织制造行业4月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。近期贸易摩擦、关税政策缓和，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
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024
02020	安踏体育	优于大市	86.7	5.56	4.80	5.51	15.6	18.1	15.7	4.0
02331	李宁	优于大市	14.1	1.17	0.97	1.09	12.1	14.6	12.9	1.4
06110	滔搏	优于大市	2.9	0.21	0.21	0.24	13.9	13.8	12.2	1.8
03813	宝胜国际	优于大市	0.47	0.09	0.09	0.10	5.0	5.0	4.6	0.3
01368	特步国际	优于大市	5.3	0.45	0.51	0.54	11.8	10.5	9.9	1.6
01361	361度	优于大市	4.1	0.56	0.63	0.71	7.3	6.5	5.7	0.9
NKE	耐克	无评级	444.8	27.06	20.49	23.77	16.4	21.7	18.7	6.5
LULU	露露乐蒙	无评级	2324.8	101.94	110.06	120.6	22.8	21.1	19.3	9.4
ADS	阿迪达斯	无评级	1662.1	27.53	56.66	82.55	60.4	29.3	20.1	7.2
02313	申洲国际	优于大市	53.0	4.15	4.38	4.97	12.8	12.1	10.7	2.2
00551	裕元集团	无评级	10.9	1.52	1.81	1.81	7.2	6.0	6.0	0.5
02232	晶苑国际	无评级	4.4	0.07	0.07	0.08	66.9	58.5	52.0	1.1
02678	天虹国际	优于大市	3.2	0.60	0.64	0.82	5.3	5.0	3.9	0.3
300979	华利集团	优于大市	53.8	3.29	3.56	4.15	16.3	15.1	13.0	3.6
603055	台华新材	优于大市	10.0	0.82	0.93	1.12	12.2	10.7	8.9	1.8
002003	伟星股份	优于大市	11.6	0.61	0.69	0.74	18.9	16.7	15.6	3.1
605138	盛泰集团	优于大市	6.9	0.13	0.30	0.39	53.3	23.1	17.8	1.6
601339	百隆东方	优于大市	5.0	0.27	0.31	0.36	18.4	16.3	14.0	0.8
000726	鲁泰A	优于大市	6.4	0.48	0.66	0.69	13.3	9.7	9.2	0.6
300577	开润股份	优于大市	20.4	1.59	1.48	1.70	12.8	13.7	12.0	2.4
603558	健盛集团	优于大市	8.92	0.88	1.05	1.17	10.1	8.5	7.6	1.3
605080	浙江自然	优于大市	31.64	1.28	1.47	2.47	24.7	21.5	12.8	2.2
300918	南山智尚	无评级	20.89	0.54	0.61	0.76	38.7	34.4	27.3	3.7
603889	新澳股份	优于大市	6.10	0.59	0.61	0.67	10.4	10.0	9.0	1.3
605189	富春染织	无评级	13.34	0.82	1.09	1.29	16.3	12.3	10.4	1.1
1476	儒鸿	无评级	99.5	5.82	6.51	7.38	17.1	15.3	13.5	4.2
1477	聚阳实业	无评级	66.6	4.01	4.55	4.91	16.6	14.6	13.6	5.0
9910	丰泰企业	无评级	29.6	1.43	1.63	1.85	20.7	18.1	16.0	4.9
300888	稳健医疗	优于大市	49.5	1.19	1.80	2.08	41.4	27.5	23.8	2.6
002563	森马服饰	优于大市	5.7	0.42	0.45	0.48	13.4	12.6	11.8	1.3
600398	海澜之家	优于大市	7.9	0.49	0.51	0.57	16.1	15.5	13.8	2.2
603877	太平鸟	优于大市	15.8	0.62	0.77	0.86	25.5	20.6	18.4	1.7
002154	报喜鸟	优于大市	3.8	0.34	0.43	0.47	11.2	8.9	8.1	1.3
601566	九牧王	中性	9.1	0.32	0.42	0.47	28.4	21.6	19.3	1.3
603518	锦泓集团	无评级	8.5	0.89	1.03	1.19	9.5	8.2	7.1	0.8
603908	牧高笛	中性	24.5	1.00	1.23	1.43	24.5	20.0	17.2	4.1
002293	罗莱生活	无评级	9.7	0.52	0.62	0.69	18.6	15.7	14.1	1.9
002327	富安娜	优于大市	8.3	0.65	0.66	0.70	12.8	12.6	11.8	1.8
603365	水星家纺	无评级	17.1	1.40	1.48	1.61	12.2	11.5	10.6	1.5
01234	中国利郎	优于大市	3.4	0.39	0.42	0.45	8.8	8.1	7.5	1.0
03998	波司登	优于大市	4.1	0.32	0.36	0.40	13.0	11.5	10.3	3.3
1910	新秀丽	无评级	13.3	1.72	1.70	1.86	7.8	7.8	7.2	1.8
ITX.MA	Inditex	无评级	367.2	11.80	12.71	13.34	31.1	28.9	27.5	8.0
9983	迅销	无评级	2335.6	58.65	60.13	66.54	39.8	38.8	35.1	7.5
002832	比音勒芬	优于大市	16.5	1.37	1.80	1.96	12.1	9.2	8.4	1.9
603808	歌力思	中性	7.5	0.14	0.46	0.57	53.5	16.3	13.1	1.1
603587	地素时尚	优于大市	12.3	0.72	0.84	0.93	17.1	14.6	13.2	1.6
03306	江南布衣	优于大市	14.0	1.63	1.72	1.86	8.6	8.1	7.5	3.3
01913	普拉达	无评级	46.9	2.15	19.75	20.37	21.8	2.4	2.3	3.6
MC.PA	LVMH	无评级	3693.4	275.55	297.94	317.8	13.4	12.4	11.6	3.6
KER.PA	Kering	无评级	1336.4	269.54	294.53	333.9	5.0	4.5	4.0	1.5
CFR.SI	历峰集团	无评级	1293.9	52.30	57.37	62.55	24.7	22.6	20.7	4.4
RMS.PA	Hermes	无评级	18554.6	319.95	346.94	385.9	58.0	53.5	48.1	15.0

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