

纺织制造重大事件点评

美伊停火预期升温，纺织制造龙头估值修复窗口开启

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn 执证编码：S0980520040004
 证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn 执证编码：S0980523070003

事项：

4月8日，美伊双方于达成临时停火协议，停火期为两周，自4月8日8时起生效，当日原油价格快速下跌；4月9日因以色列空袭、伊朗重关海峡，油价自低点小幅反弹。

国信纺服观点：1) **短期直接利好：**地缘冲突带来纺织上游原材料涨价、纺企成本上升，停火预期下毛利率压力缓解；2) **历史经验镜鉴：**2025年对等关税政策发布，极端预期定价后，随政策缓和开启修复行情；3) **长期逻辑坚实：**市场主要关注短期地缘冲突的财务影响，忽视纺织制造供给格局变化对龙头份额提升的助力；4) **代工龙头股价复盘：**估值触底，5%以上股息率提供安全垫；5) **投资建议：**当前，美伊达成临时停火协议，为纺织制造板块带来了明确的投资机遇。我们认为，地缘冲突缓和的预期将成为行业龙头估值修复的核心催化剂，短期来看，停火预期驱动的成本回落将直接利好其利润修复；中长期看，行业格局优化支撑其成长逻辑。重点推荐**申洲国际、华利集团**，估值处于历史底部区间，且具备高股息特征，是进行左侧布局的优质标的。6) **风险提示：**产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

评论：

◆ 短期直接利好：地缘冲突带来纺织上游原材料涨价、纺企成本上升，停火预期下毛利率压力缓解

2026年2月以来，伊以冲突升级导致霍尔木兹海峡航运受阻，全球能源与化工供应链遭受显著冲击。纺织业高度依赖石油化工产业链，油价通过“原油→石化中间体→化纤→面料”的刚性链条快速传导。截至4月7日，布油期货价格相较2月底上涨141%、同比+60.7%至103.42美元/桶，4月8日伴随停战预期升温，价格降至96.70美元/桶。

图1：布油期货价格

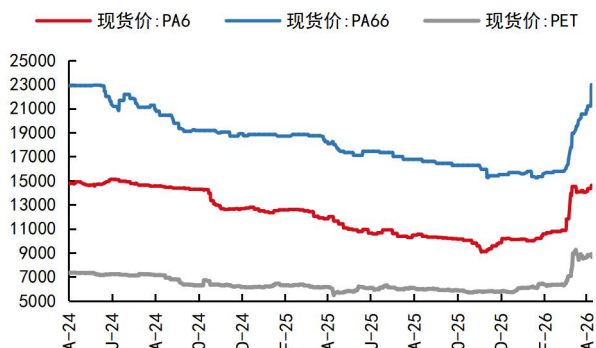


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

化纤价格自2月底以来持续上涨，截至4月8日，化纤原料PA6/PA66/PET价格分别上涨34%/46%/38%至14,600/22,967/8,635；成品丝锦纶DTY/锦纶FDY/涤纶DTY/涤纶FDY价格分别+28%/27%/29%/27%至

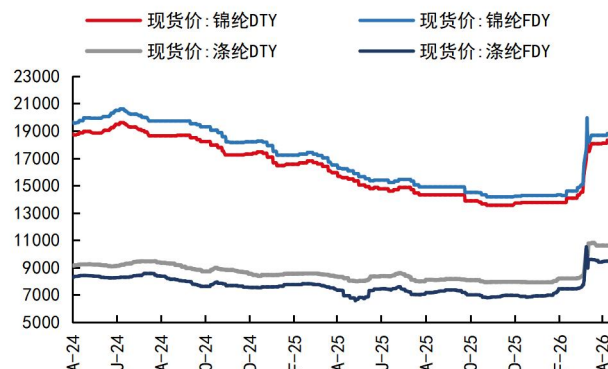
18,320/18,800/10,600/9,495 元/吨。

图2: 化纤原料(切片)价格



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图3: 涤纶/锦纶长丝价格



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

若后续停火预期兑现, 推动布伦特原油价格从 103 美元/桶以上的高位回落, 化纤材料价格有望回调, 进而直接改善使用化纤原料代工纺企的毛利率。

◆ 历史经验镜鉴: 2025 年对等关税政策发布, 极端预期定价后, 随政策缓和开启修复行情

2025 年中美关税谈判期间, 纺织制造板块经历了一轮由极端政策冲击触底、随政策缓和而修复的完整周期。

4 月 2 日特朗普宣布对等关税政策后, 市场底部与政策利空峰值高度重合, 且伴随恐慌性交易放量。所有纺织制造企业的股价最低点基本出现在 2025 年 4 月 8 日前后, 即首轮极端关税政策宣布后的第 6 个交易日, 此时市场对最坏情形的预期已充分计价。

此后虽然关税政策持续反复, 但自关税“可谈”预期出现后, 板块估值即开启修复行情。4 月 10 日后政策边际改善催生首轮反弹; 管 5 月 12 日日内瓦协议带来了第二轮修复, 中长期的持续修复依赖于基本面的实质性兑现。

这一经验表明, 对于具备全球产能布局的制造龙头, 地缘冲突发生初始的定价往往过于悲观, 伴随局势缓和预期出现, 便开启了估值修复行情。

表1: 特朗普 2025 年“对等关税”政策关键时点梳理

关键事件日期	政策核心内容	纺织制造板块市场反应
2025 年 4 月 2 日	美国对所有国家征收 10% 基准关税, 对中国加征 34% 额外关税	板块在 4 月 2 日至 8 日期间累计下跌约 9%, 个股普遍重挫
2025 年 4 月 10 日	美国宣布对除中国外国家暂停征收额外关税 90 天, 保留 10% 基准关税	板块迎来首次反弹, 单日涨幅超 5%
2025 年 5 月 12 日	中美日内瓦会谈达成协议, 双方将额外关税从最高 125% 降至仅保留 10%, 并暂停 24% 关税 90 天	板块单日涨幅超 3%, 部分个股自 4 月低点反弹幅度超过 29%

资料来源: 美国白宫网站, Wind, 国信证券经济研究所整理

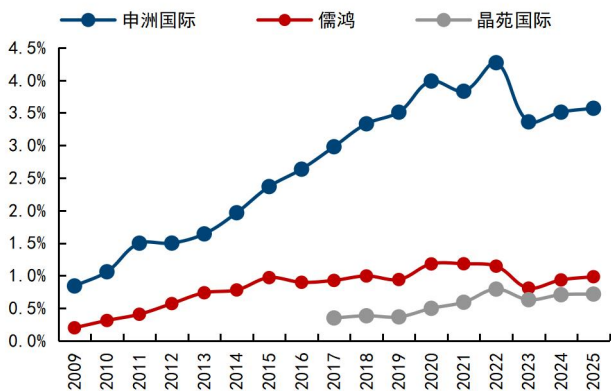
◆ 长期逻辑坚实: 市场主要关注短期地缘冲突的财务影响, 忽视纺织制造供给格局变化对龙头份额提升的助力

近年来宏观因素多次对代工纺企造成负面冲击, 如 2020-2022 年疫情、2023 年下游国际品牌去库存砍单、2025 年对等关税、2026 年伊以冲突; 但龙头企业凭借全球化产能布局、多元化客户结构、与大客户的深度绑定、行业领先的盈利能力持续提升市场份额。根据我们测算, 运动服代工龙头申洲、运动鞋代工龙头华利, 2025 年市场份额大约分别为 3.6%/6.0%。

而小厂加速出清, 印尼纺织协会 (API) 2025 年报告显示, 受二手服装冲击及成本上涨双重挤压, 2024 年

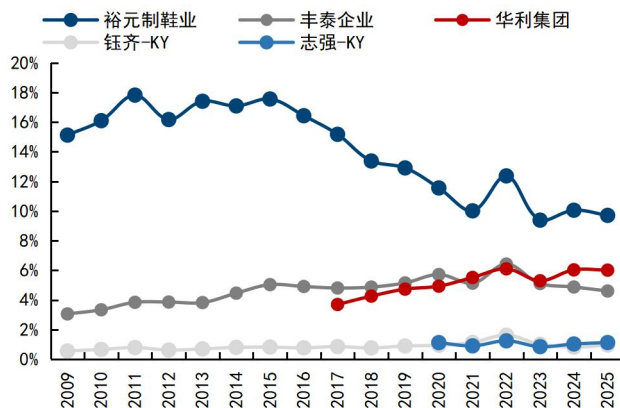
印尼约有 12% 的小型纺织企业倒闭；纺织厂开工率从 2023 年的 85% 降至 2025 年的 68%。

图4: 服装代工龙头份额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 鞋子代工龙头份额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 代工龙头股价复盘：估值触底，5%以上股息率提供安全垫

近五年申洲国际、华利集团股价和估值走势大致经历以下五个阶段：

- 1) 2021 年疫后复苏，估值高位：上半年需求回暖+品牌补库，申洲 5 月创历史高点 181 港元，华利 7 月冲高至 101 元；下半年越南疫情暴发产能受限，股价回落；PE 维持 40-50 倍高位，反映市场高增长预期；
- 2) 2022 年疫情冲击，估值腰斩：越南疫情反复停工+下游库存积压，基本面与估值双杀；10 月底同创阶段低点，华利 PE 从 40 倍压缩至 15 倍，申洲也下滑至 20 倍左右；全年跌幅超 30%，经历戴维斯双杀；
- 3) 2023 年下游去库存砍单，估值筑底：下游品牌深度去库存，耐克、阿迪等砍单力度较大；股价低位震荡，PE 维持历史底部（20-25 倍），市场对行业景气度预期较为悲观；
- 4) 2024 年补库启动，股价分化：补库周期启动，但申洲受制于未来增速放缓预期（主因核心客户耐克表现较差且没有同样体量的新客户弥补），股价走弱；华利新客户订单快速增长、且引入新的大客户阿迪，未来增速可期，股价实现正收益，两家公司股价走势分化明显；
- 5) 2025 年 4 月后关税冲击，估值新低：4 月特朗普对等关税政策冲击，两家公司 PE 均创历史新低（申洲 10 倍、华利 15 倍），华利因产能快速扩张以及新晋大客户订单快速增长提供一定支撑。

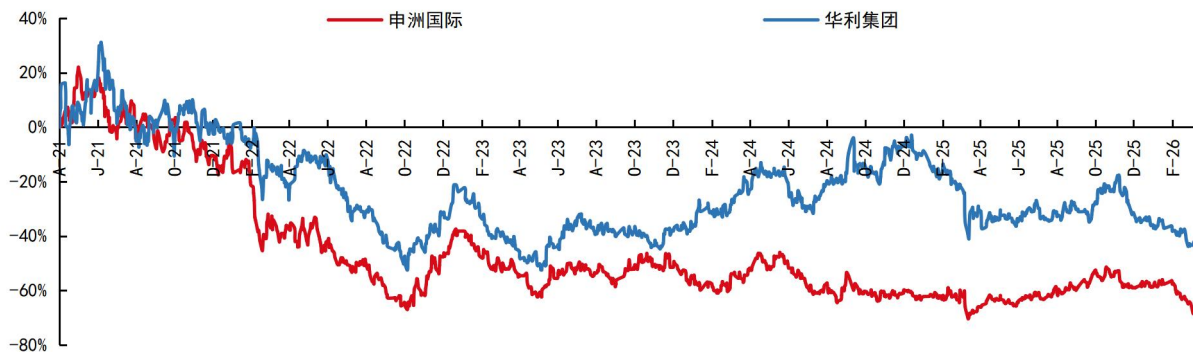
当前申洲国际、华利集团股价对应 2026 年 PE 估值分别为 12/15 倍，处于 2024 年以来的 12.5%/0.0% 的底部分位值。

表2: 申洲国际/华利集团股价/估值复盘

阶段	申洲股价(港币)	申洲 PE	华利股价(人民币)	华利 PE	核心驱动
2021 年	126-181 元	36-51 倍	69-101 元	38-66 倍	疫情后复苏补库
2022 年	49-140 元	20-41 倍	37-78 元	15-40 倍	疫情反复+估值双杀
2023 年	56-93 元	18-38 倍	37-61 元	15-24 倍	下游去库存砍单
2024 年	53-80 元	12-26 倍	47-75 元	19-25 倍	补库周期启动
2025. 4 后	44-72 元	10-15 倍	43-63 元	15-22 倍	关税政策冲击

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 申洲国际/华利集团股价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

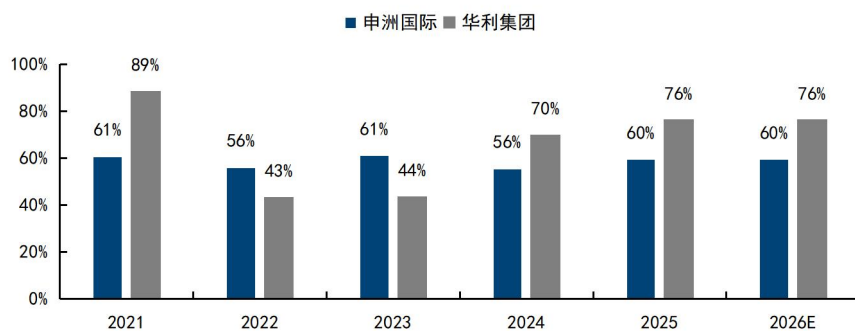
图7: 申洲国际/华利集团 PE (TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从分红水平来看, 申洲基本稳定在 60%, 华利分红率持续提升, 2025 年达到 76%, 若假设 2026 年维持稳定的分红率, 申洲国际和华利集团的股息率分别达到 5.4%/5.0%。

图8: 申洲国际/华利集团分红率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：把握停火预期下的估值修复窗口，关注纺织制造龙头

当前，美伊达成临时停火协议，为纺织制造板块带来了明确的投资机遇。我们认为，地缘冲突缓和的预期将成为行业龙头估值修复的核心催化剂，短期来看，停火预期驱动的成本回落将直接利好其利润修复；中长期看，行业格局优化支撑其成长逻辑。重点推荐**申洲国际**、**华利集团**，估值处于历史底部区间，且具备高股息特征，是进行左侧布局的优质标的。

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
2313.HK	申洲国际	优于大市	45.82	4.15	3.88	3.95	11.0	11.8	11.6	1.9%	5.981
300979.SZ	华利集团	优于大市	44.30	3.29	2.75	2.97	13.5	16.1	14.9	8.1%	1.845

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示：

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

相关研究报告：

《纺织服装海外跟踪系列七十一-耐克 FY26Q3 大中华区复苏承压，跑鞋引领增长，毛利率拐点可期》——2026-04-02

《纺织服装 3 月投资策略-服装社零同比增长 10%，上游原材料价格持续上涨》——2026-03-19

《纺织服装海外跟踪系列七十-阿迪达斯品牌 2025 年收入增长 13%，指引未来三年收入均高单增长》——2026-03-07

《悦己消费产业链研究之银发经济-关注运动产业和适老化产品企业机会》——2026-02-25

《纺织服装海外跟踪系列六十九-亚玛芬 2025 年收入增长 27%，2026 管理层指引收入增长 16-18%》——2026-02-25

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.GSI）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±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±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

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