

2024年中报总结： 着眼持续增长的优质龙头

证券分析师：汤军

执业证书：S0600517050001

联系邮箱：tangj@dwzq.com.cn

证券分析师：赵艺原

执业证书：S0600522090003

联系邮箱：zhaoyy@dwzq.com.cn

二零二四年九月八日

- **品牌服饰：24Q2业绩转弱，运动品牌表现稳健领先。** 24H1板块（仅A股）营收同比-1.2%（Q1+2.1%、Q2 -4.9%）、归母净利润同比-8.3%（Q1+0.1%、Q2-21.1%）。Q2经营环境转弱，板块业绩承压，我们对多数公司下调全年盈利预测。港股体育服饰业绩表现领先同行，24H1安踏/李宁/特步/361度归母净利润分别同比+17%/-8%/+13%/+12%（其中安踏剔除amer上市影响），安踏、特步、361度净利实现双位数以上增长，持续展现业绩韧性。
- **投资建议：**消费环境仍面临不确定性，业绩稳增标的稀缺性凸显，建议关注安踏体育、361度、特步国际；经历深度回调后高股息标的性价比回升，建议关注海澜之家、波司登、水星家纺、报喜鸟等。
- **纺织制造：24H1接单恢复，盈利待进一步改善，份额提升增厚龙头业绩。** 24H1板块（仅A股）营收同比+7.6%（Q1+7.4%、Q2+7.7%），归母净利润同比+1.6%（Q1+2.4%、Q2+1.1%），订单呈恢复趋势，净利增速不及营收主因①棉价下行影响上游企业盈利，②汇兑收益同比减少。运动鞋代工龙头华利/辅料龙头伟星在订单恢复+份额提升双重逻辑下业绩增长亮丽，24H1营收分别同比+25%/+26%，归母净利润分别同比+29%/+38%，正在积极稳步推进扩产，中长期业绩增长持续性较强。
- **投资建议：**建议关注24年业绩恢复较好、中长期份额有望持续提升的制造龙头，如华利集团、伟星股份、申洲国际、健盛集团等。随原材料价格企稳回升，上游企业有望释放较大的业绩弹性，建议关注新澳股份、百隆东方、鲁泰A等。
- **风险提示：**终端消费疲软、棉价大幅波动、人民币汇率波动等



■ 1、品牌服饰：24Q2业绩转弱，运动品牌表现稳健领先

■ 2、纺织制造：24H1如期恢复增长，棉价、汇兑影响部分企业盈利

■ 3、风险提示

■ 4、附录

1. 品牌服饰：24Q2业绩转弱，运动品牌表现稳健领先

1.1. 行业概览：国内消费表现偏弱，服装类不及整体水平

- **2024年以来国内消费表现偏弱，服装类零售不及整体水平。** 2024年1-7月国内社零累计同比+3.5%、服装类零售额累计同比+0.1%，国内消费者信心仍处历史底部，整体消费表现偏弱，服装作为可选消费品表现不及整体水平。
- **24Q2以来服装类零售走弱。** 1-3月国内服装类零售同比小幅增长，4月以来国内消费者信心进一步转弱（3-7月消费者信心指数分别为89.4/88.2/86.4/86.2/86.0），4月、6月、7月服装类零售额均为同比下滑。

2024年以来国内消费表现偏弱，服装类不及整体水平



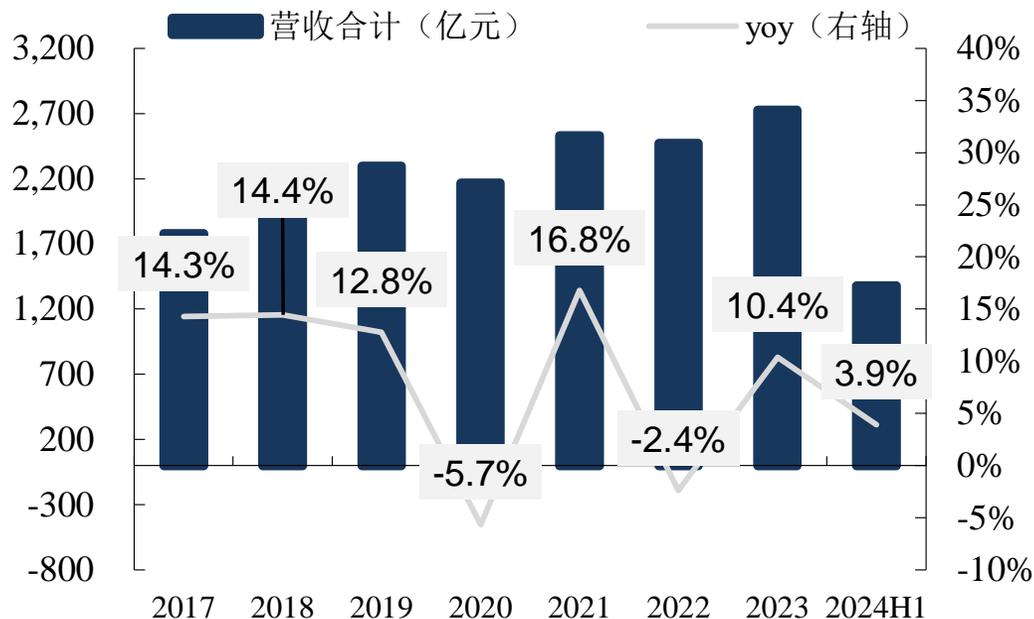
24Q2以来服装类零售走弱

零售额当月同比 (%)	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-01&02	2023-12	2023-11	2023-10
限额以上企业商品零售总额	0.0	-1.0	3.5	0.9	2.5	6.2	4.8	9.0	7.9
粮油、食品类	9.9	10.8	9.3	8.5	11.0	9.0	5.8	4.4	4.4
饮料类	6.1	1.7	6.5	6.4	5.8	6.9	7.7	6.3	6.2
烟酒类	-0.1	5.2	7.7	8.4	9.4	13.7	8.3	16.2	15.4
服装鞋帽针纺织品类	-5.2	-1.9	4.4	-2.0	3.8	1.9	26.0	22.0	7.5
服装类	-5.6	-2.2	3.2	-3.0	3.6	0.0	30.5	25.9	8.7
化妆品类	-6.1	14.6	18.7	-2.7	2.2	4.0	9.7	-3.5	1.1
金银珠宝类	10.4	-3.7	11.0	-0.1	3.2	3.0	29.4	10.7	10.4
日用品类	2.1	0.3	7.7	4.4	3.5	-0.7	-5.9	3.5	4.4
体育、娱乐用品类	10.7	-1.5	20.2	12.7	19.3	11.3	16.7	16.0	25.7
书报杂志类	-2.7	0.8	-5.1	-2.0	10.7	0.0	-3.6	4.6	-0.3
家用电器和音像器材类	-2.4	-7.6	12.9	4.5	5.8	3.7	-0.1	2.7	9.6
中西药品类	3.8	4.5	4.3	7.8	5.9	2.0	18.0	7.1	8.2
文化办公用品类	-2.4	-8.5	4.3	-4.4	-6.6	-8.8	-9.0	-8.2	7.7
家具类	-1.1	1.1	4.8	1.2	0.2	4.6	2.3	2.2	1.7
通讯器材类	12.7	2.9	16.6	13.3	7.2	16.2	11.0	16.8	14.6
石油及制品类	1.6	4.6	3.1	1.6	3.5	3.0	8.6	7.2	3.4
建筑及装潢材料类	-2.1	-4.4	-4.5	-4.5	2.8	2.1	-7.5	10.4	-4.8
汽车类	-4.9	-6.2	-4.4	-5.6	-3.7	8.7	4.0	14.7	11.4

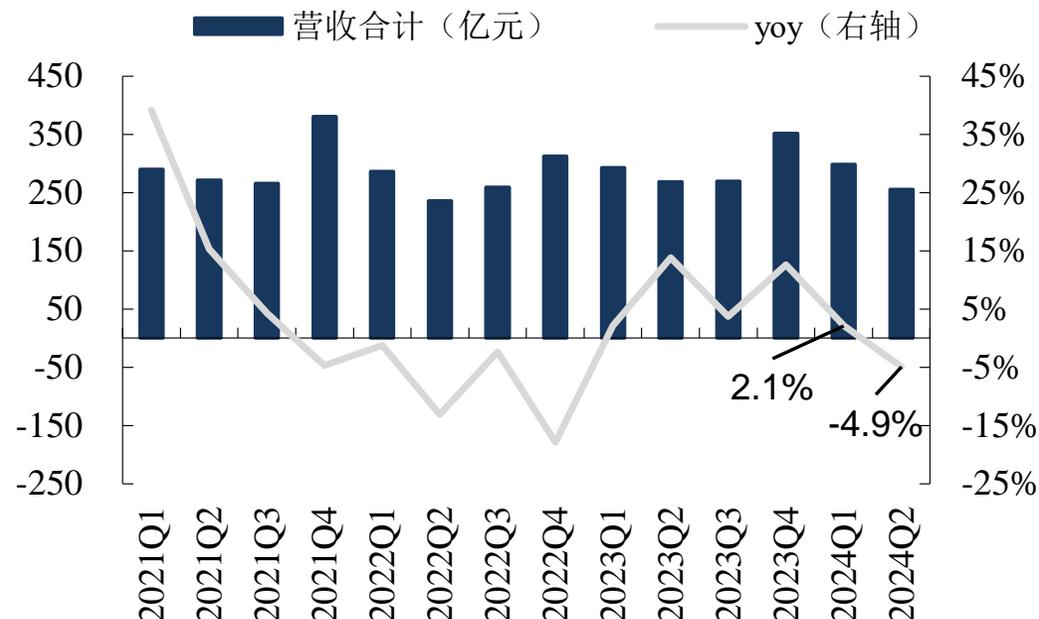
1.2. 板块财务：24H1整体业绩正增、Q2明显转弱，库存压力增加

- 我们统计了品牌服饰11个子行业48家A股+港股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。
- **营收端：24H1整体小幅增长，其中Q2承压下滑。** 2017-2019年品牌服饰板块（A+H股）营收同比增速整体在12%-15%区间，2020-2023年在疫情扰动下增速波动较大。24H1板块（A+H股）营收同比+3.9%，基数恢复+国内消费偏弱环境下同比小幅增长。分季度看，24Q1/Q2板块（A股）营收分别同比+2.1%/-4.9%，Q2国内消费转弱，板块营收承压下滑。

24H1品牌服饰板块（A+H股）整体小幅增长



24Q2品牌服饰板块（A股）营收承压下滑



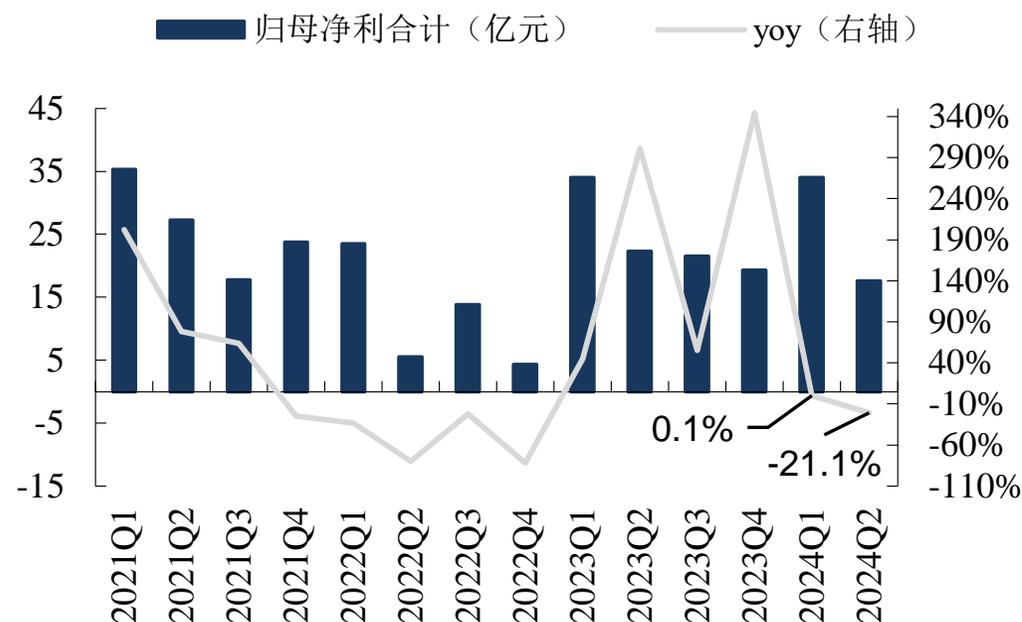
1.2. 板块财务：24H1整体业绩正增、Q2明显转弱，库存压力增加

- **净利端：24H1板块（A+H股）净利在安踏体育带动下实现双位数增长，但A股板块净利承压下滑。** 17-18年板块归母净利润保持稳健增长，19-23年受行业低迷、疫情冲击影响增速波动较大。24H1板块（A+H股）归母净利润同比+16.9%，主要来自安踏体育净利大增贡献（其中Amer上市产生一次性收益）。仅看A股，24H1品牌服饰板块归母净利润同比-8.3%，其中Q1/Q2分别同比+0.1%/-21.1%，Q2在销售承压及负向经营杠杆影响下下滑较多。

**24H1品牌服饰板块（A+H股）归母净利润增长较快
（主要来自安踏体育个股带动）**



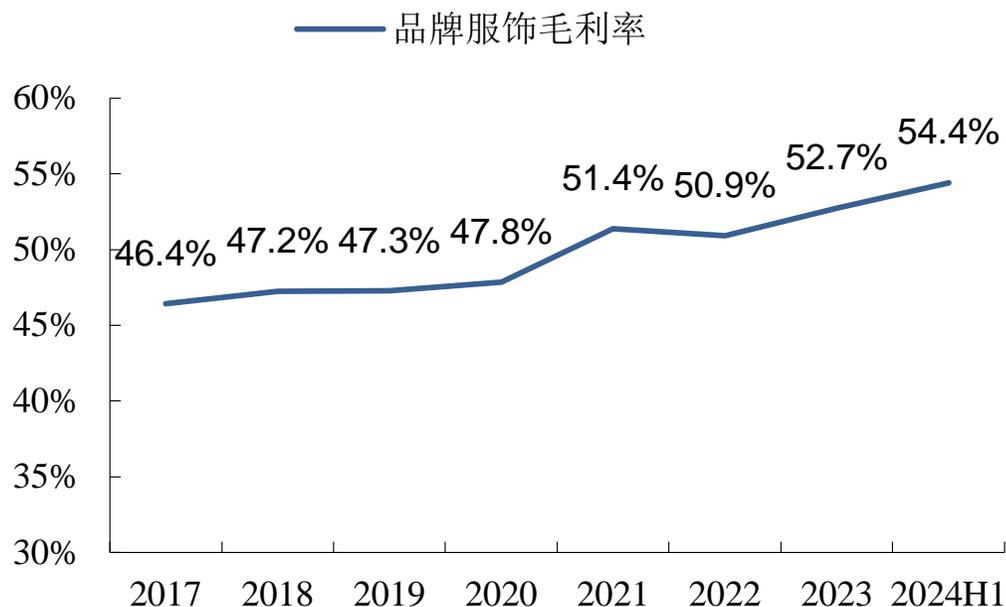
24Q2品牌服饰板块（A股）归母净利润下滑较多



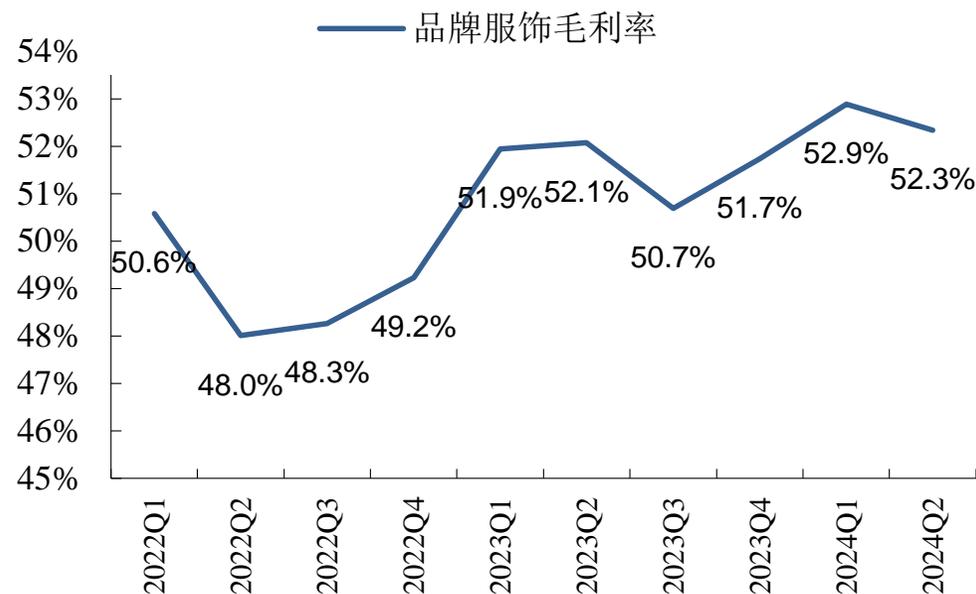
1.2. 板块财务：24H1整体业绩正增、Q2明显转弱，库存压力增加

- **毛利率：24H1整体继续控制折扣，毛利率小幅提升。** 17-19年品牌服饰板块毛利率持平略升、整体平稳，21年国内消费反弹毛利率上行，22年受疫情影响毛利率有所回调，23年以来重新进入恢复区间。24H1毛利率（A+H股）进一步同比+1.3pct至54.4%，其中Q1/Q2（仅A股）分别同比+1/+0.2pct至52.9%/52.3%，我们判断主要来自整体折扣的进一步改善。

24H1年品牌服饰板块（A+H股）毛利率小幅提升



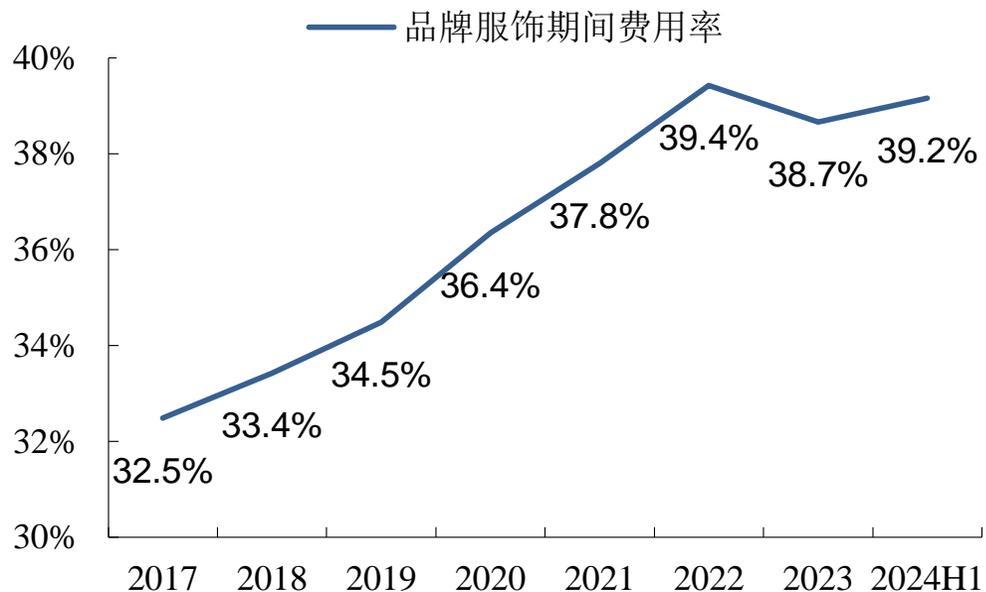
24Q1/Q2品牌服饰板块（A股）毛利率均小幅同比提升



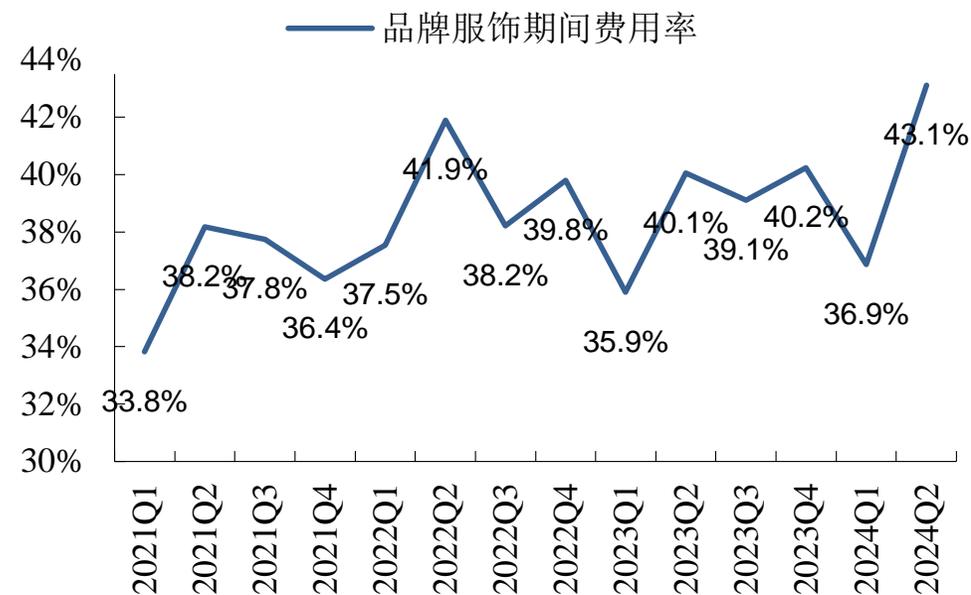
1.2. 板块财务：24H1整体业绩正增、Q2明显转弱，库存压力增加

- 期间费用率：24H1同比提升，其中Q2提升较多。** 17-22年在品牌建设、渠道升级趋势下，板块(A+H股)期间费用率从32.5%升至39.4%，23年随终端销售改善摊薄刚性费用，期间费用率同比回落至38.7%。24H1板块(A+H股)期间费用率同比+0.9pct至39.2%，其中Q1/Q2(A股)分别同比+0.96/+3.07pct至36.9%/43.1%，Q2销售承压、刚性费用致费用率提升较多。

24H1品牌服饰板块(A+H股)费用率同比提升



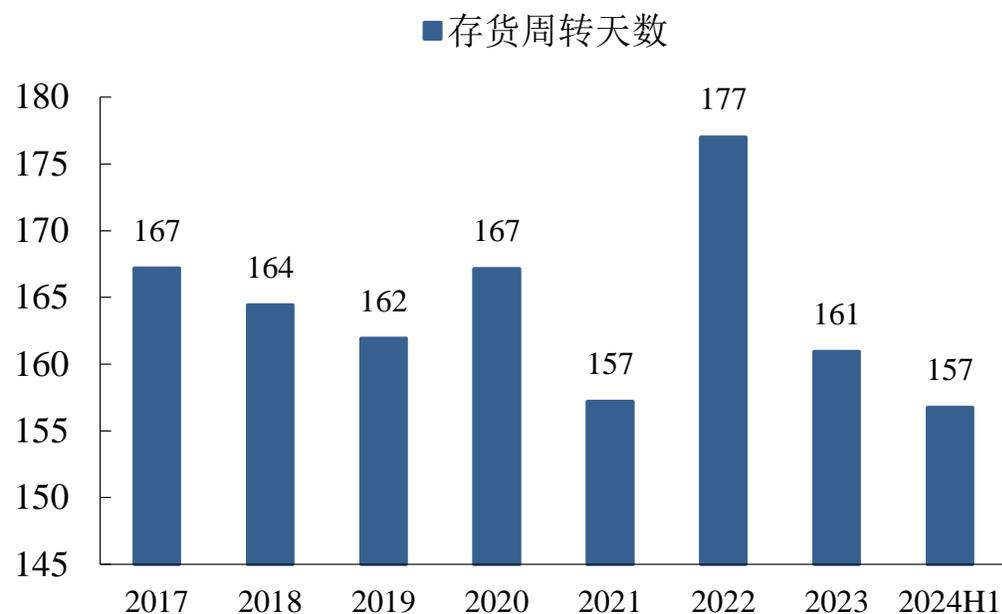
24Q2品牌服饰板块(A股)费用率提升较多



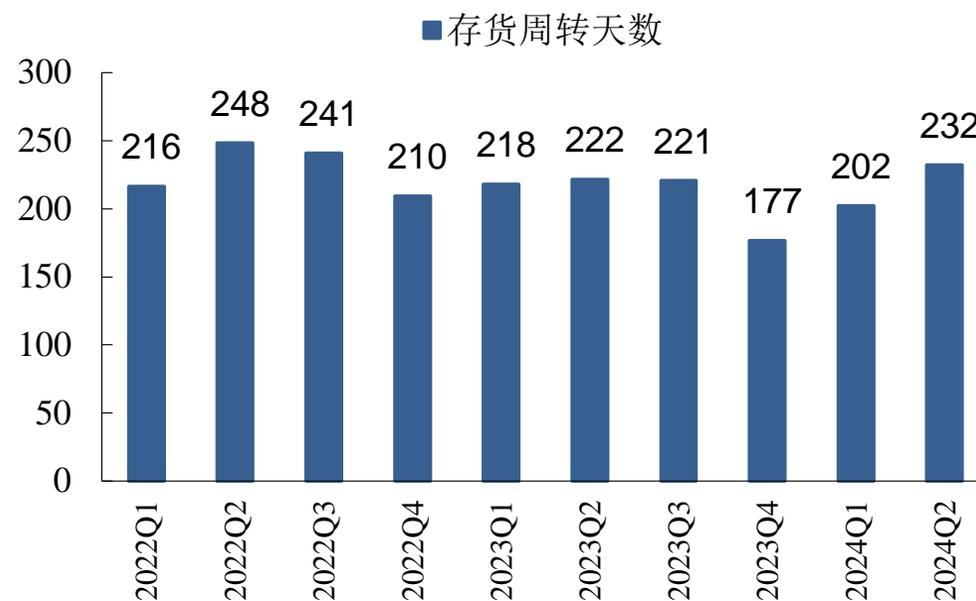
1.2. 板块财务：24H1整体业绩正增、Q2明显转弱，库存压力增加

- 存货：24Q2受终端销售承压影响，存货周转有所放缓。** 17-19年板块（A+H股）存货周转天数整体在162-167天，20-23年在外部环境变化下存货周转天数变动加大。24H1板块（A+H股）存货周转天数较23年有所改善，我们判断主要来自港股体育服饰保持稳健销售增长、库存进一步优化。仅看A股，24Q1/Q2存货周转天数分别为202/232天，24Q2受终端销售承压影响有所放缓。

24H1品牌服饰板块（A+H股）存货周转进一步改善



24Q2品牌服饰板块（A股）存货周转有所放缓



1.3. 公司表现：24H1实现营收&净利双增的公司较少，体育服饰品牌表现稳健领先

➤ **公司层面：24H1业绩整体承压，实现营收&净利双增的公司较少，体育服饰品牌表现稳健领先。** 1) 营收端，体育服饰表现领先，男装、家纺相对稳健，女装、休闲服、户外零售等细分领域多数公司营收承压下滑。2) 净利端，受负向经营杠杆影响，24H1多数公司盈利水平下滑、净利承压，其中体育服饰表现领先，安踏、特步、361度归母净利润均实现双位数以上增长。除以上3家体育品牌外，实现营收&净利双增的品牌还包括：男装比音勒芬&中国利郎、女装江南布衣&朗姿股份、休闲服森马服饰、户外品牌探路者、内衣品牌都市丽人。

品牌服饰公司营收及归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY			归母净利润YOY						
			2022	2023	2024H1	2024Q1	2024Q2	2022	2023	2024H1	2024Q1	2024Q2
体育服饰	2020.HK	安踏体育	8.92%	16.37%	14.07%	-	-	-1.68%	34.86%	62.62%	-	-
	2331.HK	李宁	14.76%	6.47%	2.53%	-	-	1.32%	-21.58%	-7.98%	-	-
	1368.HK	特步国际	29.15%	11.09%	10.13%	-	-	1.47%	11.75%	13.02%	-	-
	1361.HK	361度	17.61%	20.24%	18.62%	-	-	24.17%	28.68%	12.23%	-	-
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	-13.54%	2.47%	7.11%	4.58%	10.07%	-57.15%	76.06%	7.14%	11.40%	0.67%
	603877.SH	太平鸟	-21.24%	-9.41%	-12.66%	-12.92%	-12.30%	-72.73%	127.06%	-31.73%	-26.92%	-62.91%
	3998.HK	波司登	19.32%	3.46%	-	-	-	20.63%	3.70%	-	-	-
	603518.SH	锦泓集团	-9.83%	16.55%	-1.59%	-1.24%	-2.03%	-68.12%	316.76%	3.08%	13.19%	-22.39%
中高端女装	603587.SH	地素时尚	-17.16%	10.35%	-9.50%	-11.98%	-7.12%	-44.23%	28.31%	-27.46%	-33.03%	-21.03%
	603808.SH	歌力思	1.35%	21.73%	5.49%	12.47%	-1.08%	-93.27%	416.56%	-46.60%	-38.25%	-52.93%
	003016.SZ	欣贺股份	-17.09%	0.93%	-21.88%	-19.06%	-24.71%	-55.22%	-22.45%	-95.13%	-88.49%	亏损
	603839.SH	安正时尚	-26.47%	-4.13%	-21.04%	-15.66%	-25.75%	亏损	扭亏	亏损	亏损	200.42%
	3306.HK	江南布衣	-1.02%	9.29%	26.17%	-	-	-13.65%	11.17%	54.45%	-	-
家纺	002293.SZ	罗莱生活	-7.75%	0.03%	-14.28%	-12.26%	-16.35%	-19.59%	-1.44%	-44.27%	-49.47%	-35.70%
	002327.SZ	富安娜	-3.14%	-1.62%	2.79%	5.20%	0.51%	-2.21%	7.02%	-0.59%	10.24%	-11.70%
	603365.SH	水星家纺	-3.57%	14.93%	0.52%	11.84%	-8.94%	-27.89%	36.23%	-13.89%	11.55%	-38.64%
男装	600398.SH	海澜之家	-8.06%	15.98%	1.53%	8.72%	-5.88%	-13.49%	36.96%	-2.54%	10.41%	-14.42%
	002832.SZ	比音勒芬	6.06%	22.58%	15.02%	17.55%	10.49%	16.50%	25.17%	15.25%	20.43%	1.74%
	002154.SZ	报喜鸟	-3.11%	21.82%	0.36%	4.84%	-4.55%	-1.20%	52.11%	-15.60%	-2.09%	-38.32%
	601566.SH	九牧王	-14.11%	16.60%	12.50%	21.70%	1.18%	亏损	扭亏	-45.88%	11.28%	亏损
	002029.SZ	七匹狼	-8.13%	6.70%	-4.90%	-1.80%	-9.39%	-34.85%	79.30%	18.42%	19.48%	17.04%
1234.HK	中国利郎	-8.65%	14.63%	11.35%	-	-	-4.29%	18.38%	3.58%	-	-	
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	-8.35%	22.10%	27.52%	57.70%	4.13%	28.38%	2.72%	295.64%	286.55%	347.96%
	603908.SH	牧高笛	55.52%	1.40%	-2.95%	3.75%	-7.40%	78.88%	-24.05%	-18.41%	9.28%	-30.16%
	002780.SZ	三夫户外	1.23%	50.51%	-8.76%	-9.93%	-7.48%	亏损	扭亏	-27.93%	-94.74%	154.03%
皮鞋	603001.SH	奥康国际	-6.91%	12.05%	-16.40%	-15.34%	-17.69%	亏损	亏损	亏损	-44.66%	亏损
内衣	603511.SH	爱慕股份	-6.21%	3.86%	-5.85%	-4.69%	-7.14%	-40.52%	49.06%	-19.51%	-15.78%	-26.85%
	2298.HK	都市丽人	-10.37%	-8.46%	10.70%	-	-	扭亏	28.64%	215.35%	-	-

1.4. 投资建议与盈利预测

- **投资建议：**消费环境仍面临不确定性，业绩稳增标的稀缺性凸显，建议关注体育服饰龙头安踏体育、361度、特步国际；经历深度回调后高股息标的性价比回升，建议关注海澜之家、波司登、水星家纺、报喜鸟等。

品牌服饰重点公司业绩预测与估值

证券代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE				股息率
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	26E	
体育服饰														
2020.HK	安踏体育	1,948	102.36	136.76	134.80	151.89	35%	34%	-1%	19.03	14.24	14.45	12.82	2.6%
2331.HK	李宁	335	31.87	31.29	35.56	39.11	-22%	-2%	14%	10.50	10.70	9.41	8.56	4.2%
1368.HK	特步国际	107	10.30	12.72	13.84	16.13	12%	23%	9%	10.41	8.43	7.74	6.65	14.9%
1361.HK	361度	64	9.61	11.31	13.29	15.47	29%	18%	18%	6.64	5.64	4.80	4.13	6.0%
男装														
002832.SZ	比音勒芬	102	9.11	10.62	12.41	14.45	25%	17%	17%	11.25	9.65	8.25	7.09	5.6%
600398.SH	海澜之家	278	29.52	27.21	30.27	33.39	37%	-8%	11%	9.40	10.20	9.17	8.31	9.7%
002154.SZ	报喜鸟	52	6.98	6.54	7.42	8.31	52%	-6%	13%	7.49	7.99	7.04	6.29	7.0%
601566.SH	九牧王	40	1.91	2.69	3.77	5.10	-305%	41%	40%	21.03	14.95	10.67	7.89	4.3%
休闲服饰														
3998.HK	波司登	377	30.74	36.07	41.00	46.64	44%	17%	14%	12.26	10.45	9.19	8.08	6.7%
002563.SZ	森马服饰	122	11.22	12.39	13.73	15.15	76%	10%	11%	10.86	9.83	8.87	8.04	6.6%
603877.SH	太平鸟	57	4.22	4.96	5.79	6.54	128%	18%	17%	13.60	11.57	9.91	8.77	5.0%
603518.SH	锦泓集团	23	2.98	3.73	4.34	5.05	317%	25%	16%	7.66	6.11	5.25	4.51	4.0%
中高端女装														
603587.SH	地素时尚	51	4.94	4.68	5.22	5.75	28%	-5%	12%	10.41	10.98	9.84	8.94	7.4%
603808.SH	歌力思	23	1.06	1.84	2.72	3.15	417%	74%	48%	21.91	12.58	8.51	7.35	3.8%
家纺														
002293.SZ	罗莱生活	57	5.72	4.57	5.43	6.16	0%	-20%	19%	9.91	12.42	10.45	9.21	5.9%
603365.SH	水星家纺	30	3.79	3.74	4.22	4.71	36%	-1%	13%	7.81	7.92	7.02	6.29	8.0%
户外														
603908.SH	牧高笛	18	1.07	1.18	1.35	1.54	-24%	10%	14%	16.96	15.35	13.42	11.76	6.2%
300005.SZ	探路者	46	0.72	1.89	2.27	2.70	3%	163%	20%	64.25	24.41	20.32	17.08	0.5%
002780.SZ	三夫户外	14	0.37	0.49	0.76	1.16	-210%	34%	55%	39.34	29.33	18.91	12.39	0.0%
6110.HK	滔搏	152	22.13	21.50	23.79	26.23	-10%	-3%	11%	6.87	7.07	6.39	5.79	13.3%

1.5. 重点个股——安踏体育：多品牌高质量增长，百亿回购计划彰显发展信心



- 24H1公司在较弱的消费环境中保持多品牌高质量增长，体现卓越管理运营能力，同时公告百亿港币回购计划彰显发展信心。管理层维持24年安踏品牌收入双位数增长指引、FILA收入增长目标从双位数增长略下调为高单位数。预计24-26年归母净利润136.8/134.8/151.9亿元、对应PE为14/14/13X。
- **24H1业绩**：24H1收入337.35亿元/yoy+13.8%、归母净利77.21亿元/yoy+62.6%、剔除分占合营公司损益的净利61.61亿元/yoy+17.0%。
- **安踏品牌：全渠道收入增长，OPM同比提升**。24H1收入160.8亿元/yoy+13.5%/占比48%，来自产品矩阵持续丰富（扩大跑鞋矩阵、优化篮球组合）、渠道差异化运营（针对不同层级市场推出差异化门店）、拓展电商新平台共同贡献。24H1毛利率56.6%/yoy+0.8pct，主要来自鞋类产品毛利率提升以及线上渠道占比提升。
- **FILA：大货带动增长，潮牌&儿童推进改革**。24H1收入130.56亿元/yoy+6.8%/占比39%，增长主要来自大货带动，儿童&潮牌处于调整过程中。FILA聚焦网球、高尔夫、滑雪和户外四大核心品类，加大功能性产品投放，24H1鞋类收入同比+20%+、服装运动线同比增长双位数。24H1毛利率70.2%/同比+1pct，毛利率提升主因库存健康、存货拨备冲回，以及新货占比提升。
- **其他品牌：滑雪、户外品牌心智持续强化，收入延续高增**。24H1收入46.02亿元/yoy+41.8%/占比14%，毛利率72.7%/同比-0.7pct，毛利率小幅下滑主因品牌结构变化（克隆毛利率低于迪桑特、24H1增长快于迪桑特）。
- **Amer Sports：24H1经营扭亏，上市贡献一次性收益**。24H1Amer Sports营收155亿元/yoy+14.14%，净利润998万元/同比扭亏，三大核心品牌始祖鸟、Salomon、Wilson各具独特定位，增长势头向好。24H1安踏体育分占联营/合营公司亏损从23H1的5.16亿元收窄至0.19亿元，同时上市贡献一次性收益15.8亿元。
- **风险提示**：居民消费信心恢复较慢、竞争加剧。

各品牌群流水增速（除注明负增长外，其余默认正增长）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏品牌	中单位数	高单位数	高单位数	10-20%高段
FILA	高单位数	10-20%高段	10-20%低段	25-30%
其他品牌	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%
	2024Q1	2024Q2		
安踏品牌	中单位数	高单位数		
FILA	高单位数	中单位数		
其他品牌	25-30%	40-45%		

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	62356	69713	77193	85180
同比(%)	16.23	11.80	10.73	10.35
归母净利润（百万元）	10236	13676	13480	15189
同比(%)	34.86	33.60	(1.43)	12.68
EPS-最新摊薄（元/股）	3.61	4.83	4.76	5.36
P/E（现价&最新摊薄）	19.03	14.24	14.45	12.82

1.5. 重点个股——361度：深耕大众市场优化运营，业绩增长持续稳健



- 公司定位大众体育服饰，产品性价比优势突出，并持续加强渠道和产品力的强化，2021年以来业绩持续较快增长，24H1在国内整体消费偏弱环境下业绩仍保持较快增长、表现领先同行。预计24-26年归母净利润11.3/13.3/15.5亿元，对应PE6/5/4X。
- **24H1业绩**：24H1收入51.41亿元/yoy+19.2%、归母净利润7.98亿元/yoy+12.2%。净利增速低于收入主因毛利率略降、费用率上升。
- **分品类看，成人装鞋类量价齐升，童装保持较快增长**。24H1成人装/童装收入分别同比+18.1%/+24.2%，分别占比77.3%/22.0%。成人装鞋类收入增长较快、实现量价齐升，主要受益于公司巩固大众市场的同时加大产品创新研发，尖货销售占比提升。童装保持较快增长，主要受益于公司在儿童及青少年市场持续投入，如产品方面的科技创新迭代及拓宽产品线覆盖至16岁人群（新增青少年YOUNG产品线），品牌方面的专业资源布局（公司为中国跳绳国家队等官方合作伙伴）。
- **分渠道看，线下增长快于线上，主要来自店效提升**。24H1线上/线下收入分别同比+16.23%/+20.22%、分别占比24%/76%。线上专供品占比达87.3%，电商零售品与线下形成有效区隔，以商品差异化巩固电商业务优势。618大促成绩亮眼，618期间电商全渠道流水同比增长94%，销量增长99%。估算平均店效约同比+15%，我们判断主要受益于渠道结构和产品结构的优化（24H1国内成人九代店占比同比提升17.6pct至74%、童装四代店占比同比提升10pct至89.2%）。
- **毛利率下降、费用率提升、库存周转改善**。1) 毛利率下降：24H1同比-0.4pct至41.3%，主因尖货品类在鞋类中占比提升、尖货处于初期投入期毛利率较低，以及童装优惠价格产品占比增多。2) 费用率提升：24H1广告宣传/员工成本/研发开支费用率分别同比+1.7%/-0.9%/-0.4%，广告宣传费用率提升主要来自门店升级费用增多。3) 归母净利率：24H1同比-1.7pct至15.4%。4) 库存周转改善：24H1末存货14.56亿元/yoy+19.5%，存货周转天数同比-2天至84天。
- **风险提示**：消费持续疲软，竞争加剧。

分品类流水增速（除注明负增长外，其余默认正增长）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
大装线下	低双位数	低双位数	15%	20%+
童装线下	20-25%	20-25%	25-30%	40%
电商	35%	30%	30%	30%+
	2024Q1	2024Q2		
大装线下	高双位数	约10%		
童装线下	20-25%	中双位数		
电商	20-25%	30-35%		

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	8518	10028	11609	13397
同比(%)	20.24	17.72	15.77	15.40
归母净利润（百万元）	961.43	1,131.34	1,329.39	1,547.59
同比(%)	28.68	17.67	17.51	16.41
EPS-最新摊薄（元/股）	0.46	0.55	0.64	0.75
P/E（现价&最新摊薄）	6.64	5.64	4.80	4.13

1.5. 重点个股——特步国际：主品牌电商+专业运动带动增长，盈利水平提升



- 公司深耕国内大众体育市场，打造跑鞋优势品类，构建多品牌矩阵，24H1在国内消费偏弱环境下收入保持双位数增长，同时收入结构中DTC占比提升带动利润率改善，业绩表现领先同行。预计24-26年归母净利润12.7/13.8/16.1亿元、对应PE为8/8/7X。
- 24H1业绩：**24H1营收72.0亿元/yoy+10.4%、归母净利润7.52亿元/yoy+13.0%；净利增速略高于收入，主因收入结构变化促进毛利率同比+3.1pct至46.0%。截至24H1末公司存货22.0亿元/yoy-8.9%、存货周转天数92天/同比-21天，存货控制良好。
- 主品牌特步：电商快增带动收入增长及毛利率改善。**24H1收入57.9亿元/yoy+6.6%/收入占比80%，其中电商平台客流回暖增速较高、同比+20%+（占主品牌收入的30%+）。24H1毛利率43.9%/yoy+0.8pct，毛利率提升主因DTC电商渠道贡献提升，以及新品360系列和儿童销售规模扩大。
- 专业运动（索康尼+迈乐）：收入延续快速增长，利润率提升。**24H1收入5.93亿元/yoy+72.2%/收入占比8.2%，延续快速增长趋势，主要来自线下持续开店及同店双位数增长带动，线上增长稳健。24H1毛利率52.7%/yoy+14.8pct、利润率提升主因收购JV全部权益增厚收益。
- 时尚运动（盖世威+帕拉丁）：中国市场收入高增，剥离事项推进中。**1) 收入：24H1收入8.2亿元/yoy+9.7%/收入占比11.4%，其中中国市场收入同比增长85.7%、占K&P总收入的39.2%。截至24H1末亚太地区门店219家、较23H1末净开79家。2) 利润率：24H1毛利率53.4%/yoy+11.4pct，经营利润率-12.1%/yoy-3.2pct，毛利率改善主因国内市场占比大幅提升（国内以DTC为主，毛利率高于海外），经营亏损加大主因拓展国内市场相关费用增加。公司5月公告拟出售K&P业务，目前推进中，预计剥离完成将对集团盈利形成贡献。
- 风险提示：**国内消费持续疲软，竞争加剧。

主品牌季度运营数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
流水	约20%	高双位数	高双位数	超30%
折扣水平	7-7.5折	7.5折	7-7.5折	约7折
渠道存货周转	少于5个月	少于5个月	4.5-5个月	4-4.5个月
	2024Q1	2024Q2		
流水	高单位数	10%		
折扣水平	7-7.5折	7.5折		
渠道存货周转	4-4.5个月	约4个月		

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	14346	15399	16083	18020
同比(%)	10.94	7.34	4.44	12.04
归母净利润（百万元）	1,030.01	1,271.68	1,383.99	1,612.60
同比(%)	11.75	23.46	8.83	16.52
EPS-最新摊薄（元/股）	0.39	0.48	0.52	0.61
P/E（现价&最新摊薄）	10.41	8.43	7.74	6.65

1.5. 重点个股——海澜之家：Q2线下销售遇冷，电商+出海增势延续

- 国内大众男装龙头，24Q1业绩增长稳健，Q2受国内消费信心低迷及极端气候影响线下客流，收入及利润承压下滑。考虑当前终端消费环境延续偏弱表现，我们将24-26年净利预测从33.8/38.5/44.0亿元下调至27.2/30.3/33.4亿元，对应PE为10/9/8X。长期看主品牌作为男装龙头有望维持稳健运营，电商+出海增长势头较好，公司低估值高股息特点突出。
- 24H1业绩：**24H1营收113.70亿元/yoy+1.53%、归母净利16.36亿元/yoy-2.54%。分季度看，24Q1/Q2营收分别同比+8.72%/-5.88%、归母净利润分别同比+10.41%/-14.42%，Q2受终端消费低迷、气候影响，营收个位数下滑、净利受费用增多影响下滑双位数。中期分红0.23元/股、分红比例66%。
- Q2线下承压，线上增长亮眼。**1) 分品牌看，①24H1海澜之家系列收入同比+3.2%、占比82%，其中Q1/Q2分别同比+6.5%/-1.0%，Q2受线下客流影响销售承压。②团购业务收入同比-0.7%、占比10%，其中Q1/Q2分别同比+54%/-27%，Q1受益于发货节奏延迟增速较高，Q2受整体经济环境影响团购业务下滑较多，下半年有望较Q2改善。③其他品牌收入同比-14.9%、占比8%，其中Q1/Q2分别同比-25%/-6%，受23Q3剥离男生女生影响其他品牌收入整体下滑，Q2降幅收窄主因4/30斯搏兹并表增厚收入1.4亿元。2) 分渠道看，24H1线上/线下收入分别同比+47.0%/-6.5%、分别占比20%/80%，线上渠道高增长主要受益于全平台布局、发力直播、推动品牌客群年轻化，线下Q2受客流减少影响承压下滑。截至24H1末线下门店6957家/较年初+80家，其中海外门店68家（海外营收1.61亿元/yoy+25.4%）。3) 分模式看，24H1直营/加盟及其他收入分别同比+6.8%/-0.6%，直营收入增长主因主品牌购物中心门店数量增多。
- 毛利率持平略增，费用率上升，净利率下降。**1) 毛利率：24H1同比+0.1pct至45.21%，整体平稳。2) 费用率：24H1期间费用率同比+1.21pct至25.42%，主因直营开店相关费用及广告营销支出增加致销售费用率提升。3) 净利率：结合投资收益1.26亿元（收购斯搏兹股权）、24H1归母净利率同比-0.6pct至14.39%。4) 存货：24H1末存货95.5亿元/yoy+22.1%，存货周转天数同比+20天至273天，存货增多主因斯搏兹并表。
- 风险提示：**国内经济和消费疲软、新品牌发展不及预期等。

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	21528	22008	23758	25580
同比（%）	15.98	2.23	7.95	7.67
归母净利润（百万元）	2952	2721	3027	3339
同比（%）	36.96	(7.83)	11.24	10.32
EPS-最新摊薄（元/股）	0.61	0.57	0.63	0.70
P/E（现价&最新摊薄）	9.40	10.20	9.17	8.31

1.5. 重点个股——水星家纺：Q2高基数下业绩承压，扣非净利相对坚挺

- 公司为国家家纺龙头，24H1国内消费疲软，线上竞争加剧+高基数下销售有所承压，线下渠道净开店带动收入保持增长，利润方面受费用率提升及政府补助减少影响有所承压，扣非净利相对坚挺，公司预计下半年将加强费用管控。预计24-26年归母净利润3.74/4.22/4.71亿元，对应24-26年PE分别为8/7/6X。
- 24H1业绩：**24H1营收18.06亿元/yoy+0.52%，归母净利润1.46亿元/yoy-13.89%，扣非归母净利润1.32亿元/yoy-2.72%（24H1政府补助同比减少2898万元），若剔除股权激励费用（24H1为519万元，23H1不存在该费用）影响，24H1扣非归母净利润较23H1持平略增。分季度看，24Q1/Q2营收分别同比+11.8%/-8.9%，归母净利润分别同比+11.6%/-38.6%，扣非归母净利润分别同比+20.3%/-27.6%，Q2国内消费转弱、公司基数较高（23Q2营收同比+17%、归母净利同比+287%、扣非净利同比+346%），业绩有所承压。
- 我们预计24H1线下渠道保持增长、线上小幅下滑。**1) 电商渠道：近年来公司在电商渠道持续推动产品结构升级，短期受到部分新兴品牌低价竞争策略一定冲击，同时23H1电商基数较高，我们估计24H1电商渠道收入低单位数下滑。我们认为公司作为行业较早重点布局电商渠道的龙头，电商运营具备领先优势，未来随消费环境改善有望恢复稳健增长。2) 线下渠道：我们判断上半年保持净开店（70+家），带动线下渠道收入同比增长中单位数，公司维持全年新开200家、净开100家+门店目标。
- 毛利率提升、费用率提升较多、净利率承压下降。**1) 毛利率：24H1同比+1.96pct至41.87%，线上渠道毛利率在产品结构持续优化带动下进一步提升，线下渠道毛利率预计同比持平。2) 期间费用率：24H1同比+2.61pct至32.63%，Q2销售费用率同比+2.75pct、管理费用率同比+1.23pct，主要来自广告营销相关支出、工资性支出、股权激励费用增多，我们预计下半年公司将加大费用管控。3) 归母净利率：24H1同比-1.35pct至8.09%，其中Q2因费用率提升较多净利率下降。4) 存货：24H1存货10.82亿元/yoy+12.76%，存货周转天数同比增多10天至175天，市场需求疲软、618期间销售不及预期、以及提前储备原材料导致存货有所增加，预计下半年有望逐步消化。
- 风险提示：**终端消费持续低迷，开店不及预期，竞争加剧。

盈利预测与估值

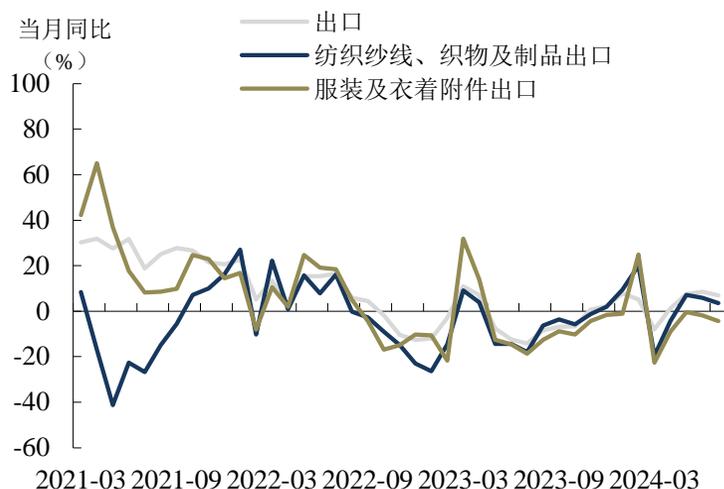
盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	4211	4316	4747	5221
同比（%）	14.93	2.50	9.99	9.99
归母净利润（百万元）	379.08	374.17	422.33	471.37
同比（%）	36.23	(1.30)	12.87	11.61
EPS-最新摊薄（元/股）	1.44	1.42	1.61	1.79
P/E（现价&最新摊薄）	7.81	7.92	7.02	6.29

2. 纺织制造：24H1如期恢复增长，棉价、汇兑影响部分企业盈利

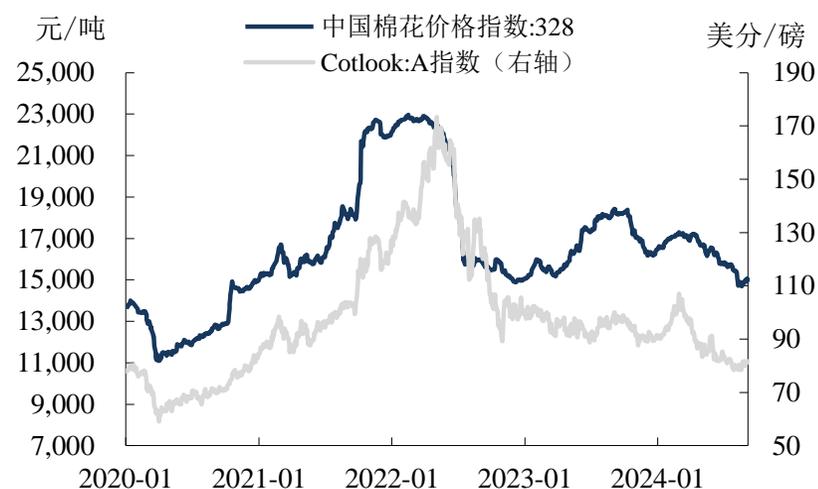
2.1. 行业概览：出口恢复、棉价下行、人民币汇率基本稳定

- **24H1国内纺织品出口整体呈恢复趋势。** 23Q4以来海外开启补库周期，国内出口整体呈恢复趋势，24年1-6月国内出口额累计同比+3.5%，其中纺织制品出口额累计同比+3.3%。
- **24年以来棉价先涨后跌，24H1整体下跌。** 24Q1棉价在补库需求带动下有所回升，但4月以来由于整体消费偏弱棉价恢复下跌，截至2024/06/30国棉、美棉价格分别为1.58万元/吨、84.7美分/磅，分别较年初下跌4%、7%。
- **24年以来人民币汇率整体稳定。** 2023年2月-7月期间人民币汇率大幅贬值，此后人民币汇率基本稳定、变动较小。截至2024/06/30美元兑人民币汇率为7.13，较年初贬值0.7%。

国内出口自23年7月以来整体呈改善趋势



2020年以来国内/国际棉价走势



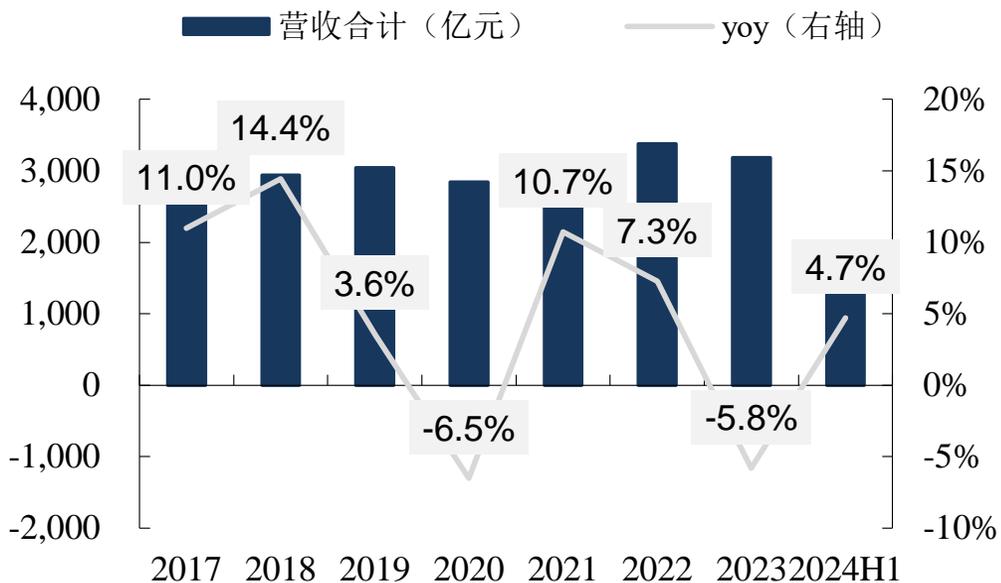
23Q3以来人民币汇率基本稳定



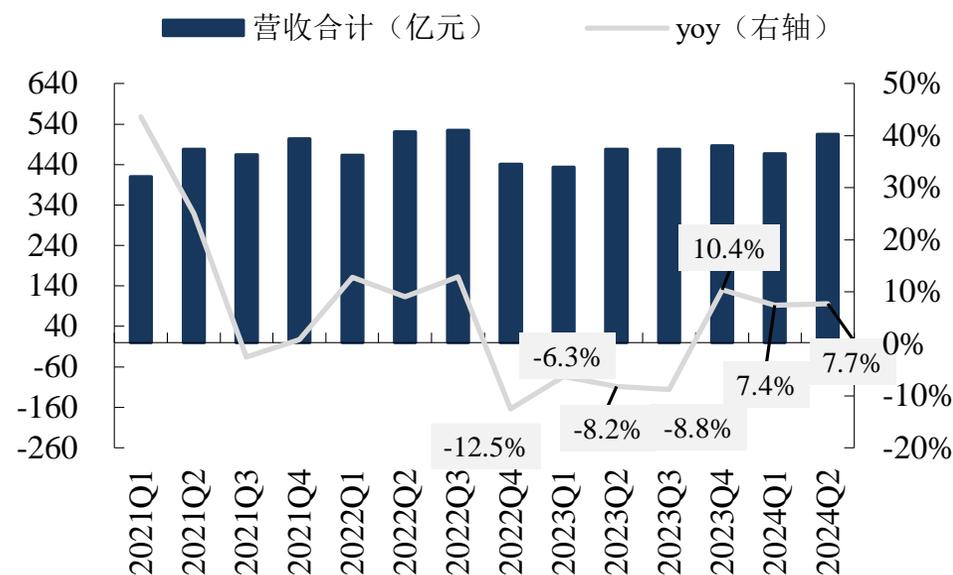
2.2. 板块财务：24H1如期恢复增长，棉价、汇兑影响部分企业盈利

- 我们统计了纺织制造全产业链12个子行业55家A+H股公司财务数据，包括上游（棉纺织、毛纺、毛皮、化纤及制品、丝麻制品）、中游（印染、辅料）、成品（鞋服制造、无纺布及制品、户外用品代工、箱包制造）及贸易环节（样本公司列表文末附表）。
- 营收端：24H1如期恢复增长。**17-18年纺织制造板块（A+H股）营收同比增速在10%-15%，19年受中美贸易摩擦影响增速放缓，20年受疫情影响同比下滑，21-22年随需求回暖、海外订单转移至中国恢复增长，23年受海外去库影响承压下滑。24H1随海外开启补库恢复增长，板块（A+H股）营收同比+7.6%，分季度看，24Q1/Q2板块（A股）营收分别同比+7.4%/+7.7%。

24H1纺织制造板块（A+H股）营收恢复增长



23Q4以来纺织制造板块（A股）营收恢复增长



2.2. 板块财务：24H1如期恢复增长，棉价、汇兑影响部分企业盈利

- **净利端：24H1板块（A+H股）归母净利同比大增，仅看A股板块净利增速不及营收。** 17-19年受中美贸易摩擦影响，纺织制造板块业绩小幅波动；20-23年期间受疫情冲击、供应链扰动、去库周期等因素影响，业绩波动加大。24H1随下游补库、订单恢复，板块（A+H股）归母净利润恢复增长、同比+31%（主要来自港股申洲国际、裕元集团、天虹纺织业绩大幅改善带动）；仅看A股，24H1纺织制造板块归母净利润同比+1.6%，其中Q1/Q2分别同比+2.4%/+1.1%，净利增速不及营收，我们判断主因：①棉价下行致上游原材料企业盈利承压，②24Q2汇兑收益同比显著减少。

**24H1纺织制造板块（A+H股）归母净利大增
（主要来自港股申洲、裕元、天虹带动）**



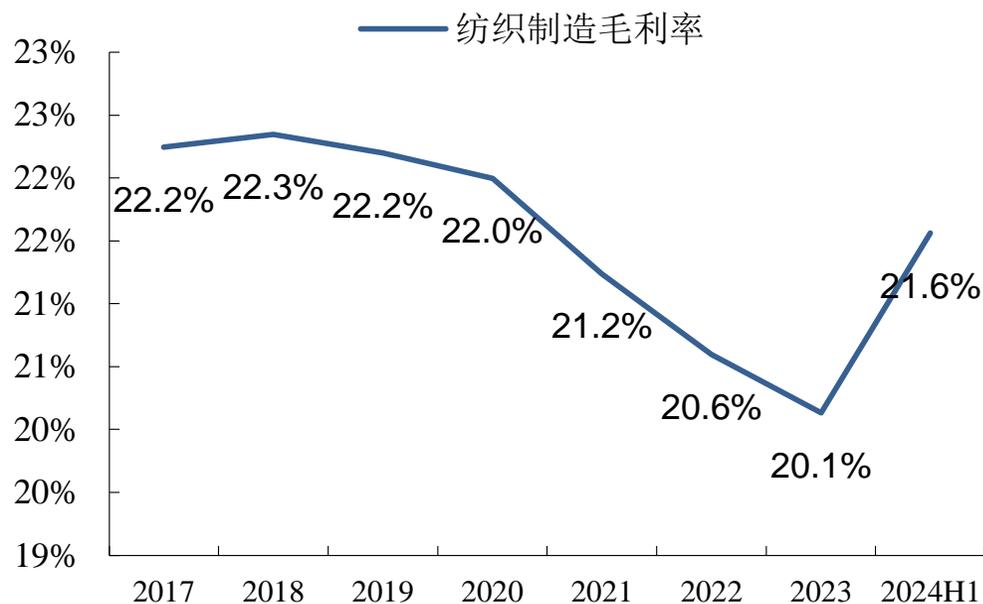
24Q1/Q2纺织制造板块（A股）归母净利小幅增长



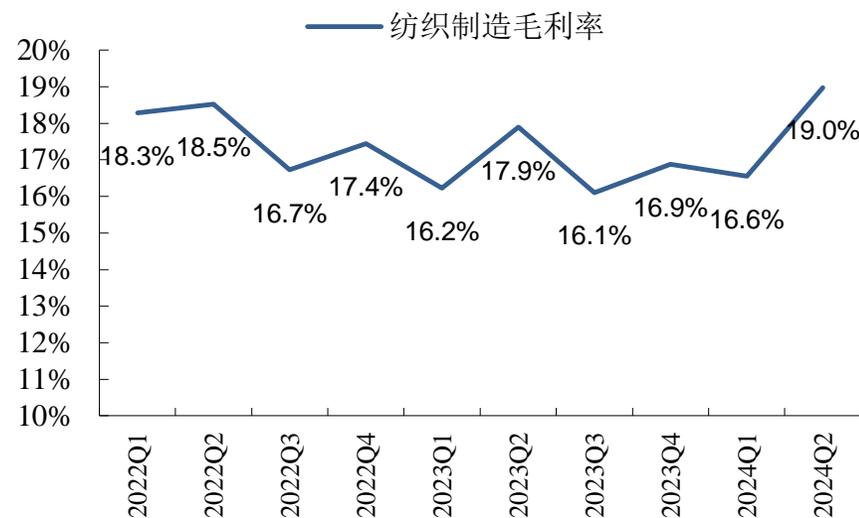
2.2. 板块财务：24H1如期恢复增长，棉价、汇兑影响部分企业盈利

- **毛利率：受益于产能利用率回升，24H1纺织制造板块毛利率同比回升。**17-23年纺织制造板块（A+H股）在订单、棉价、汇率等因素波动加大的综合影响下，板块整体毛利率呈下降趋势，从17年的22.2%降至23年的20.1%。24H1随订单改善产能利用率恢复，纺织板块（A+H股）毛利率同比+1.5pct至21.6%，分季度看24Q1/Q2板块（仅A股）毛利率分别同比+0.4/+1.1pct至16.6%/19.0%。

24H1纺织制造板块（A+H股）毛利率显著回升



21Q1-24Q1纺织制造板块（A股）毛利率



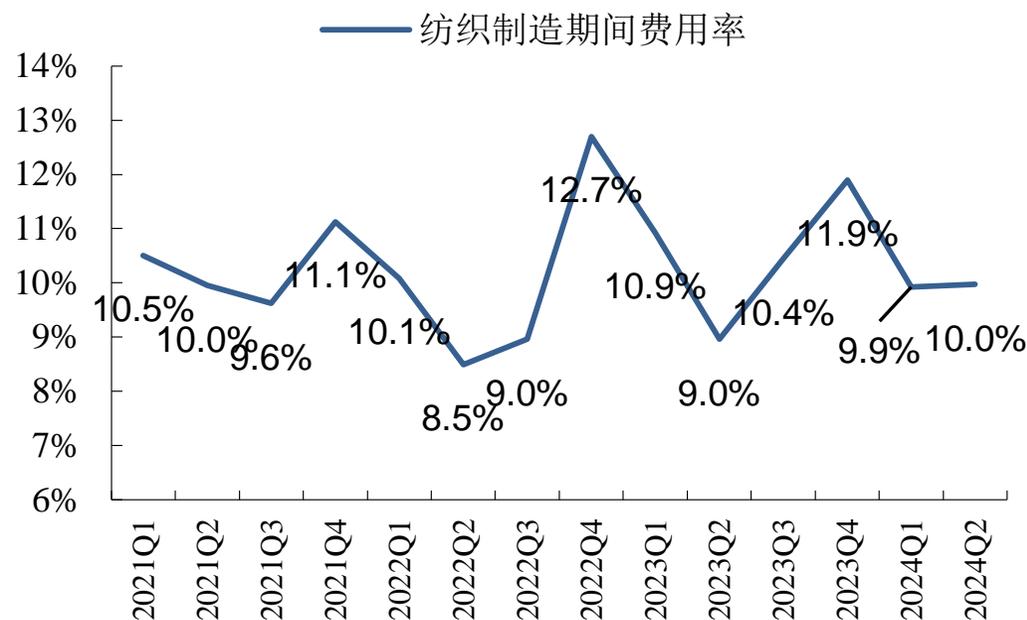
2.2. 板块财务：24H1如期恢复增长，棉价、汇兑影响部分企业盈利

- **费用率：24H1板块（A+H股）期间费用率同比下降。** 17-19年纺织制造板块（A+H股）期间费用率伴随用工支出提升小幅上行，20-22年在订单扩张、人民币贬值等因素影响下费用率下降，23年订单承压费用率回升。24H1随订单恢复板块（A+H股）期间费用率同比-0.5pct至11.2%，分季度看，24Q1/Q2板块（A股）分别同比-1/+1pct至9.9%/10%，Q2费用率上升主要来自汇兑收益同比显著减少。

18-23年纺织制造板块（A+H股）期间费用率



21Q1-24Q1纺织制造板块（A股）期间费用率



2.3. 公司表现：24H1鞋服制造快速恢复，棉纺织企业盈利仍承压

- **公司层面：24H1多数纺织制造企业业绩恢复增长，棉价下行、汇兑收益减少导致部分企业盈利承压。** 1) **营收端**，24H1多数企业营收恢复增长，同比增速达20%以上的包括台华新材、伟星股份、华利集团、百隆东方、富春染织，其中台华、富春主要受益于新产能投产爬坡，华利、伟星、百隆则受益于订单恢复+份额提升双重逻辑；棉纺织龙头鲁泰&华孚受棉价下行影响营收同比下滑。2) **净利端**，多数鞋服制造企业在产能利用率回升带动下净利快速反弹（如申洲、健盛、华利）；开润股份、台华新材、富春染织均在新产能投产带动下业绩大增；棉纺织企业则受棉价下行影响业绩承压（如鲁泰、百隆、华孚、天虹）；户外代工企业以出口为主、受汇兑收益影响业绩下滑。

纺织制造公司营收及归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY					归母净利润YOY				
			2022	2023	2024H1	2024Q1	2024Q2	2022	2023	2024H1	2024Q1	2024Q2
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	17.74%	-2.21%	24.54%	30.15%	20.83%	16.63%	-0.86%	29.04%	63.67%	11.94%
	603558.SH	健盛集团	14.71%	-3.07%	5.51%	10.42%	1.51%	56.50%	3.34%	33.82%	112.06%	-1.85%
	300840.SZ	酷特智能	3.95%	21.18%	-3.39%	1.80%	-7.55%	39.01%	31.00%	21.06%	291.64%	-171.73%
	605138.SH	盛泰集团	15.68%	-22.04%	-25.30%	-23.32%	-27.38%	29.08%	-72.25%	-79.51%	-87.98%	-72.57%
	2313.HK	申洲国际	16.49%	-10.14%	12.21%	-	-	35.33%	-0.12%	37.81%	-	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	32.46%	-14.08%	-0.35%	0.32%	-0.98%	177.28%	-58.14%	-23.50%	-28.74%	-19.52%
	601339.SH	百隆东方	-10.10%	-1.08%	23.89%	23.45%	24.27%	14.00%	-67.75%	-14.78%	-4.51%	-19.35%
	002042.SZ	华孚时尚	-13.46%	-5.51%	-15.87%	-13.43%	-19.29%	亏损	扭亏	-44.96%	-74.04%	6.39%
	2678.HK	天虹纺织	-10.09%	-4.53%	4.59%	-	0.00%	-94.16%	亏损	扭亏	-	-
印染	605189.SH	富春染织	1.49%	13.73%	22.02%	13.55%	28.34%	-30.01%	-35.90%	93.67%	30.06%	164.26%
	600987.SH	航民股份	0.83%	1.00%	19.77%	31.83%	7.35%	-1.32%	4.13%	6.44%	3.64%	8.65%
无纺布及制品	300888.SZ	稳健医疗	41.23%	-27.89%	-5.47%	-18.84%	10.96%	33.18%	-64.84%	-43.64%	-51.60%	-33.79%
	300658.SZ	延江股份	-1.95%	2.29%	11.09%	0.24%	23.04%	62.48%	-28.95%	21.95%	32.39%	17.38%
	603238.SH	诺邦股份	4.60%	20.48%	16.64%	9.95%	22.38%	-60.95%	119.07%	44.35%	98.70%	16.61%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	19.75%	13.28%	17.62%	22.92%	12.81%	-73.98%	146.49%	230.15%	102.95%	341.07%
辅料	002003.SZ	伟星股份	8.12%	7.67%	25.57%	14.83%	32.20%	8.97%	14.21%	37.79%	45.25%	36.17%
化纤及制品	603055.SH	台华新材	-5.83%	27.07%	55.64%	51.72%	58.74%	-42.06%	67.16%	131.53%	101.13%	152.37%
	605003.SH	众望布艺	-29.04%	10.93%	14.18%	9.68%	18.33%	-38.30%	245.67%	20.60%	35.48%	8.62%
户外用品代工	605080.SH	浙江自然	12.27%	-12.95%	13.18%	13.83%	12.64%	-2.98%	-38.64%	-16.42%	-42.46%	16.42%
	603307.SH	扬州金泉	45.42%	-25.03%	-15.59%	-18.96%	-11.89%	136.86%	-4.85%	-43.76%	-28.38%	-52.35%
毛纺	603889.SH	新澳股份	14.64%	12.37%	10.14%	12.48%	8.44%	30.66%	3.70%	4.51%	6.59%	3.38%
	300918.SZ	南山智尚	9.50%	-2.05%	6.89%	10.35%	4.07%	22.51%	8.53%	6.50%	15.37%	0.22%

2.4. 投资建议与盈利预测

- **投资建议：**建议关注24年业绩恢复较好、中长期份额有望持续提升的制造龙头，如华利集团、伟星股份、申洲国际、健盛集团等。随原材料价格企稳回升，上游企业有望释放较大的业绩弹性，建议关注新澳股份、百隆东方、鲁泰A等。

纺织制造重点公司业绩预测与估值

证券代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY			PE				股息率
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	26E	
鞋服制造														
2313.HK	申洲国际	854	45.57	58.31	64.80	71.89	0%	28%	11%	18.73	14.64	13.17	11.87	3.3%
300979.SZ	华利集团	771	32.00	38.76	45.15	51.08	-1%	21%	16%	24.09	19.89	17.07	15.09	1.8%
603558.SH	健盛集团	35	2.70	3.28	3.79	4.23	3%	21%	16%	12.95	10.68	9.24	8.28	5.3%
棉纺织														
601339.SH	百隆东方	71	5.04	5.63	7.54	9.00	-68%	12%	34%	14.11	12.63	9.43	7.90	6.3%
002042.SZ	华孚时尚	52	0.67	1.07	2.08	3.06	-119%	60%	94%	77.42	48.32	24.86	16.90	0.0%
000726.SZ	鲁泰A	40	4.03	5.33	6.37	7.18	-58%	32%	20%	9.99	7.56	6.33	5.61	2.4%
辅料														
002003.SZ	伟星股份	152	5.58	6.95	8.03	9.19	14%	25%	16%	27.15	21.80	18.87	16.49	3.5%
化纤及制品														
603055.SH	台华新材	92	4.49	7.23	8.72	10.38	67%	61%	21%	20.46	12.71	10.54	8.85	1.6%
户外用品代工														
605080.SH	浙江自然	21	1.31	1.72	2.05	2.36	-39%	32%	19%	16.38	12.45	10.44	9.07	0.6%
603307.SH	扬州金泉	19	2.28	2.70	3.11	3.65	-5%	19%	15%	8.36	7.06	6.13	5.22	3.5%
毛纺														
603889.SH	新澳股份	47	4.04	4.44	5.15	6.00	4%	10%	16%	11.75	10.70	9.22	7.92	4.6%
印染														
600987.SH	航民股份	71	6.85	7.69	8.51	9.28	4%	12%	11%	10.32	9.20	8.31	7.62	4.5%
毛皮														
002674.SZ	兴业科技	23	1.86	2.23	2.79	3.43	24%	20%	25%	12.50	10.44	8.35	6.79	7.5%
箱包制造														
300577.SZ	开润股份	48	1.16	3.43	3.70	4.76	147%	197%	8%	41.89	14.12	13.09	10.18	0.5%

2.5. 重点个股——华利集团：订单如期恢复景气，高盈利特点延续

- 公司为全球领先运动鞋专业制造商，24H1受益于下游客户补库及新客户订单持续放量，业绩恢复较好。当前公司订单饱满、产能紧俏，下半年公司将继续推进印尼新工厂建设、并在越南扩建或新建工厂，同时根据客户合作预期，预计25-26年有望新建5-6个新工厂投产。预计24-26年归母净利润38.8/45.1/51.1亿元，对应PE为20/17/15X，看好公司中长期业绩增长持续性。
- **24H1业绩**：24H1营收114.72亿元/yoy+24.54%、归母净利润18.78亿元/yoy+29.04%。分季度看，24Q1/Q2营收分别为47.65/67.07亿元、分别同比+30.15%/+20.83%，归母净利润分别为7.87/10.91亿元、分别同比+63.67%/+11.94%。下游补库周期下，公司上半年业绩整体呈现良好恢复态势，符合预期。Q2净利润增速放缓显著主因23Q2汇兑收益导致基数较高，剔除汇兑收益影响Q2主业净利润率同比改善。
- **出货量如期恢复增长，ASP保持提升趋势**。24H1运动鞋销量1.08亿双/yoy+18.6%，据此估算销售单价约为106元/双、同比+5%，我们预计ASP提升主要来自订单结构变化，原有客户复杂鞋款及新客户如On、Reebok高单价订单占比均有所提升。分季度24Q1/Q2运动鞋销量分别为0.46/0.62亿双、分别同比+17.9%/+19.2%，销售单价分别为104/108元/双、分别同比+10.3%/+1.4%（美元口径分别为同比+6.5%/持平），Q2ASP增幅收窄，主因出货结构季度间变化。
- **24H1归母净利率在高基数下再创新高，公司核心竞争力持续兑现**。1) 毛利率：24H1同比+3.63pct至28.23%，主要来自公司运营效率持续优化、产能利用率恢复（24H1为97.32%、23H1为86%）、以及越南盾贬值共同贡献。2) 期间费用率：24H1同比+2.54pct至6.73%，主因与业绩挂钩的绩效薪酬计提增多。3) 归母净利率：24H1同比+0.57pct至16.37%，为2020年以来半年报最高水平，我们认为充分体现公司在成本、管理、客户方面的核心竞争优势，这些优势有望促进公司保持持续优于同业的业绩成长性及盈利水平。
- **风险提示**：外需疲软、订单波动等。

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	20114	23940	27882	31444
同比（%）	(2.21)	19.02	16.47	12.78
归母净利润（百万元）	3200	3876	4515	5108
同比（%）	(0.86)	21.12	16.48	13.13
EPS-最新摊薄（元/股）	2.74	3.32	3.87	4.38
P/E（现价&最新摊薄）	24.09	19.89	17.07	15.09

2.5. 重点个股——伟星股份：超预期靓丽业绩，长期可持续增长稀缺标的



- 公司为国内服饰辅料龙头，24H1受益于下游客户补库需求释放、以及公司持续拓展新客户及提升客户份额，业绩实现超预期较快增长。展望下半年，随着客户补库需求释放充分、海外消费环境偏弱，同时23H2基数提升，我们预计全年业绩呈现前高后低特点，但在自身竞争优势及国际化战略指引下表现有望持续好于同行。预计24-26年归母净利润分别为6.95/8.03/9.19亿元，对应PE22/19/16X。
- **24H1业绩：**24H1营收22.96亿元/yoy+25.57%、归母净利4.16亿元/yoy+37.79%，业绩增长超预期，利润增长快于收入主因毛利率提升、费用率下降、政府补助增多。单季度看，24Q1/Q2营收分别为8.01/11.32亿元、分别同比+14.83%/+32.07%，归母净利分别为0.78亿元/3.38亿元、分别同比+45.25%/+36.29%，Q2接单旺盛营收增长环比提速、利润增速有所放缓主因Q2汇兑收益同比减少影响。
- **全品类实现较快增长，国际市场增长略快于国内。**1) 分产品看，24H1拉链/钮扣/其他服饰辅料/其他收入分别同比+24.0%/+27.1%/+23.2%/+52.2%、收入分别占比54.8%/40.4%/3.3%/1.5%，在下游补库需求带动及公司份额持续提升下各品类订单实现较快增长。2) 分地区看，23H1国内/国际收入分别同比+24.8%/+27.2%、收入分别占比67%/33%，国际市场增长略快于国内，受益于公司国际化战略的持续推进，24年3月越南工厂开始投产。
- **毛利率提升、费用率下降，归母净利率提升。**1) 毛利率：24H1同比+0.58pct至41.80%，主要来自订单增长、产能利用率提升带动，24H1产能利用率同比提升13.6pct至70.7%。2) 期间费用率：24H1期间费用率同比-0.95pct至20.06%，其中管理费用率下降主因股权激励计划前四期结束、激励费用下降，财务费用率下降主因利息收入增多。3) 其他损益项目：24H1政府补助1987万元、同比增加1226万元。4) 归母净利率：24H1同比+1.6pct至18.11%。
- **风险提示：**下游需求疲软，汇率波动等。

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3907	4580	5238	5939
同比（%）	7.67	17.24	14.36	13.39
归母净利润（百万元）	558.11	694.55	803.44	918.77
同比（%）	14.21	24.45	15.68	14.35
EPS-最新摊薄（元/股）	0.48	0.59	0.69	0.79
P/E（现价&最新摊薄）	27.15	21.80	18.87	16.49

2.5. 重点个股——申洲国际：订单结构性修复，毛利率改善超预期

- 公司为全球领先纵向一体化针织生产企业，24H1在客户补库需求带动下收入恢复增长，产能利用率提升带动毛利率大幅提升，利润大增。预计24-26年归母净利润58.3/64.8/71.9亿元，对应PE分别为15/13/12X。
- **24H1业绩：**营收129.76亿元/yoy+12.2%，归母净利润29.31亿元/yoy+37.8%，随客户补库需求释放订单如期恢复增长，净利在毛利率大幅改善带动下大增。中期派息1.25港元/股，分红比例58.3%。
- **量升价跌，内衣、休闲服增幅好于运动服。** 1) 分量价：24H1预计销量同比+20%+、ASP同比下滑高单位数，量增来自下游补库需求带动，ASP下降主因产品结构变化，相对低单价的内衣及休闲品类增幅较大。2) 分产品看，运动/休闲/内衣收入分别同比+7.6%/+20%/+47.4%、收入分别占比71%/21.3%/7%，内衣、休闲服增幅好于运动服。3) 分客户看，来自前四大客户Uniqlo/Nike /Adidas/Puma收入分别同比+33.8%/-6.5%/+23.8%/+0.02%、分别占比26%/25%/18%/10%，合计占比79.5%/同比-0.3pct。来自Uniqlo、Adidas订单增长较快，公司在其供应商份额显著提升。
- **毛利率大幅提升、费用率下降，归母净利率提升。** 1) 毛利率：24H1同比+6.6pct至29%，大幅改善，主因产能利用率同比大幅提升、海外新工厂员工人数爬坡至设计规模且生产效率持续提升。2) 期间费用率：24H1同比-1.78pct至5.27%，尽管员工人数扩张，但销售/管理费用率随产能利用率提升摊薄而下降，财务费用率下降主因利息收入增多。3) 其他项目：24H1政府补助、汇兑收益分别为1339、1055万元，分别同比减少1004、2317万元。4) 归母净利率：24H1同比+4.2pct至22.6%。
- **稳步推进柬埔寨、越南成衣新工厂产能爬坡，收购越南面料工厂。** 24H1末集团总员工为10.2万人（23H1末为9.5万人），其中柬埔寨新成衣工厂员工数达到建厂规划的预期规模1.8万人（23H1末为1.4万人），员工生产效率持续提升；越南胡志明成衣工厂亦新增员工2200余人（23H1为4500人、总规划8000人）。公司收购越南西宁市新工厂，将进一步扩大越南面料产能，以更好为海外成衣工厂提供面料配套。
- **风险提示：**国内外需求恢复不及预期，棉价或汇率大幅波动。

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	24970	27521	30432	33570
同比(%)	(10.12)	10.22	10.58	10.31
归母净利润（百万元）	4557	5831	6480	7189
同比(%)	(0.12)	27.95	11.13	10.94
EPS-最新摊薄（元/股）	3.03	3.88	4.31	4.78
P/E（现价&最新摊薄）	18.73	14.64	13.17	11.87

2.5. 重点个股——新澳股份：羊毛&羊绒订单持续扩张，积极稳步推动扩产

- 公司为国内毛精纺纱生产龙头，24H1产销双旺，羊毛、羊绒量增带动收入稳健增长，澳毛价格下行致羊毛业务ASP下降、市场拓展策略致羊绒ASP下降，汇兑损益变动致净利润率同比下降。预计24-26年归母净利润4.44/5.15/6.00亿元、对应PE为11/9/8X。
- **24H1业绩：** 营收25.56亿元/yoy+10.1%、归母净利2.66亿元/yoy+4.51%，净利增速低于收入主要来自汇兑损益变动影响。分季度看，24Q1/Q2营收分别为11.0/14.6亿元、分别同比+12.5%/+8.4%，归母净利分别为9605万元/1.7亿元、分别同比+6.6%/+3.4%。
- **羊毛、羊绒增长均来自量增驱动。** 24H1毛精纺纱线/羊绒/羊毛毛条收入分别同比+10.0%/+19.6%/-5.3%、分别占比58%/26%/14%。其中：①毛精纺纱线：24H1销量/均价分别同比+13.3%/-2.9%，量增来自宽带战略持续推进下订单增多、价格承压主因澳大利亚羊毛价格同比下降（24H1澳毛均价同比下滑约14%）；②羊绒：24H1销量/均价分别同比+39.0%/-13.9%，羊绒产能利用率稳步提升持续放量，羊绒业务处市场拓展期、混纺比例提升导致均价有所下滑（24Q2宁夏新澳纯羊绒占比45%、23Q2为50%）。③羊毛毛条：受价格下滑影响收入下降。24H1内销/外销分别同比+9.4%/+11.5%、收入分别占比65%/35%，外销增长略快于内销。
- **毛利率持平略增，费用率提升，净利率小幅下降。** 1) 毛利率：24H1同比+0.5pct至20.8%，其中毛纺纱线/羊绒毛利率分别同比+1.4/-2.1pct至27.1%/14.2%，毛纺纱线毛利率提升主因原材料毛价下降促进成本节省，羊绒毛利率下降主因23年收购羊绒资产导致相关折旧摊销成本增多叠加市场竞争激烈影响。2) 期间费用率：24H1同比+1.63pct至7.67%，主因汇兑损益变动导致财务费用率提升。3) 归母净利率：结合政府补助、增值税加计递减增多，24H1归母净利率同比-0.56pct至10.41%。
- **积极推动扩产应对市场需求。** 24H1公司“6万锭高档精纺生态纱项目”二期涉及1.5万锭设备陆续投产；同时子公司新澳越南“5万锭高档精纺生态纱纺织染整项目”稳步推进，预计一期2万锭产能将于24年底至25年建设完成并陆续投产；子公司新澳银川“2万锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”计划于25H2陆续投产。
- **风险提示：** 市场需求波动、原材料价格大幅波动、产能扩张不及预期

盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	4438	4829	5451	6145
同比（%）	12.37	8.80	12.89	12.72
归母净利润（百万元）	404.22	443.73	514.55	600.28
同比（%）	3.70	9.77	15.96	16.66
EPS-最新摊薄（元/股）	0.55	0.61	0.70	0.82
P/E（现价&最新摊薄）	11.75	10.70	9.22	7.92

3. 风险提示

- **终端消费疲软：**国内外下游需求疲软影响服装终端销售，直接影响纺服企业收入及利润表现、加大其库存压力。
- **棉价大幅波动：**棉花为纺织服装行业的主要原材料，棉价大幅波动不利于棉纺企业的原材料成本控制。
- **人民币汇率波动：**纺织企业中出口导向公司较多，人民币汇率波动影响订单价格、毛利率、汇兑收益，从而影响业绩。

4. 附录

4. 附录一品牌服饰样本公司

品牌服饰板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称		
体育服饰	2020.HK	安踏体育	男装	002832.SZ	比音勒芬		
	2331.HK	李宁		600398.SH	海澜之家		
	1368.HK	特步国际		002154.SZ	报喜鸟		
	1361.HK	361度		601566.SH	九牧王		
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰		002029.SZ	七匹狼		
	603877.SH	太平鸟		600400.SH	红豆股份		
	002269.SZ	美邦服饰		1234.HK	中国利郎		
	603196.SH	日播时尚		603587.SH	地素时尚		
	3998.HK	波司登		603808.SH	歌力思		
	603518.SH	锦泓集团		002612.SZ	朗姿股份		
内衣	603511.SH	爱慕股份	中高端女装	003016.SZ	欣贺股份		
	002763.SZ	汇洁股份		603839.SH	安正时尚		
	2298.HK	都市丽人		3306.HK	江南布衣		
	1388.HK	安莉芳控股		3709.HK	赢家时尚		
户外	300005.SZ	探路者		301088.SZ	戎美股份		
	603908.SH	牧高笛		300901.SZ	中胤时尚		
户外运动零售	002780.SZ	三夫户外		品牌设计	603214.SH	爱婴室	
	6110.HK	滔博			002875.SZ	安奈儿	
	3813.HK	宝胜国际			603557.SH	起步股份	
皮鞋	603001.SH	奥康国际			童装	002762.SZ	金发拉比
	603116.SH	红蜻蜓	301276.SZ			嘉曼服饰	
	603958.SH	红蜻蜓	002293.SZ			罗莱生活	
	1028.HK	千百度	002327.SZ			富安娜	
	0210.HK	达芙妮国际	603365.SH			水星家纺	
			家纺				

4. 附录—纺织制造样本公司

纺织制造板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	丝麻制品	002404.SZ	嘉欣丝绸
	603558.SH	健盛集团		601339.SH	百隆东方		600156.SH	华升股份
	605138.SH	盛泰集团		002042.SZ	华孚时尚		600232.SH	金鹰股份
	601718.SH	际华集团		002394.SZ	联发股份	化纤及制品	603055.SH	台华新材
	002687.SZ	乔治白		002083.SZ	孚日股份		605003.SH	众望布艺
	600137.SH	浪莎股份		000850.SZ	华茂股份		300819.SZ	聚杰微纤
	600630.SH	龙头股份		2678.HK	天虹纺织		603665.SH	康隆达
	300840.SZ	酷特智能		600493.SH	凤竹纺织	603073.SH	彩蝶实业	
	002486.SZ	嘉麟杰		002087.SZ	新野纺织	贸易	600626.SH	申达股份
	001234.SZ	泰慕士		300577.SZ	开润股份		600689.SH	上海三毛
	2313.HK	申洲国际	印染	605189.SH	富春染织	户外用品代工	605080.SH	浙江自然
	0551.HK	裕元集团		600987.SH	航民股份		603307.SH	扬州金泉
	2232.HK	晶苑国际		600448.SH	华纺股份	毛纺	002193.SZ	如意集团
	2199.HK	维珍妮		600370.SH	三房巷		603889.SH	新澳股份
	2111.HK	超盈国际控股		300888.SZ	稳健医疗		300918.SZ	南山智尚
	002634.SZ	棒杰股份	300658.SZ	延江股份	毛皮	002674.SZ	兴业科技	
辅料	002003.SZ	伟星股份	无纺布及制品	603238.SH		诺邦股份	002494.SZ	华斯股份
	002098.SZ	浔兴股份		000955.SZ		欣龙控股	300591.SZ	万里马
				300877.SZ	金春股份			

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园