

Q3业绩筑底，放眼Q4改善

——纺织服装2024三季度报总结

分析师：杨欣

执业编号：S1130522080010

赵中平

执业编号：S1130524050003

2024/11/03

证券研究报告

- **利润表端：服装家纺板块3Q24整体收入、归母净利润分别同比-5.7%、-47.6%，降幅较上半年显著加深。利润端降幅显著大于收入，且较中报时缺口大幅扩张，反映在需求持续走弱背景下，经营负杠杆更为严重。**
- **运动服饰板块：流水趋缓，垂类品牌亮眼。**3Q24运动服饰龙头中安踏品牌、特步品牌、361度品牌流水及阿迪达斯大中华区收入均实现正增长，表现相对A股服装更为稳健，但环比Q2亦有所放缓。垂类品牌如安踏旗下迪桑特、可隆等仍实现45%以上增长，专业跑鞋索康尼实现超50%增长，势头强劲。
- **格局——集中度无明显提升，龙头效应极弱。**我们选取的12家龙头公司中，3Q24仅2家公司收入实现正增长、1家公司净利润实现正增长，且重点公司收入、利润下滑幅度均差于行业平均水平；仅3家公司相对行业平均增速存在超额，龙头表现不佳。
- **纺织制造板块：收入利润显著提升，景气度延续。**3Q24纺织制造板块平均收入、归母净利润分别同增0.3%、32.5%，延续了上半年的高景气度。
- **格局——龙头恢复显著好于行业，集中度有所提升。**我们选取的12家重点公司中近半数实现了收入+利润端的双超额增长，预计主要受益于国际品牌重视供应链质量与稳定性，订单进一步向头部集中，格局优化。其中仅2家公司未实现超额增长。
- **资产负债表端：1) 存货：品牌面临压力，制造增幅与收入同步；2) 资本开支：服装家纺行业龙头3Q24资本开支同比下降17.3%，面临零售环境的不确定性放缓了投放节奏。其中高端男装、女装等仍保持较高扩张水平。纺织制造行业龙头资本开支3Q24同比减少8.37%，行业产能扩张保守。**
- **总结及展望：建议关注品牌边际改善明显、预计受益于线下客流回升的李宁（安全边际足、估值性价比高）、安踏体育、比音勒芬；及制造端防御性突出的华利集团（份额持续提升，关税及内需敞口小）等。**
- **风险提示：下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；原材料价格大幅上涨所带来的风险；消费复苏不确定性所带来的风险。**

01

社零及纺服板块景气度

02

纺服板块利润表端分析

03

纺服板块资产负债表端分析

04

超预期纺服个股分析

05

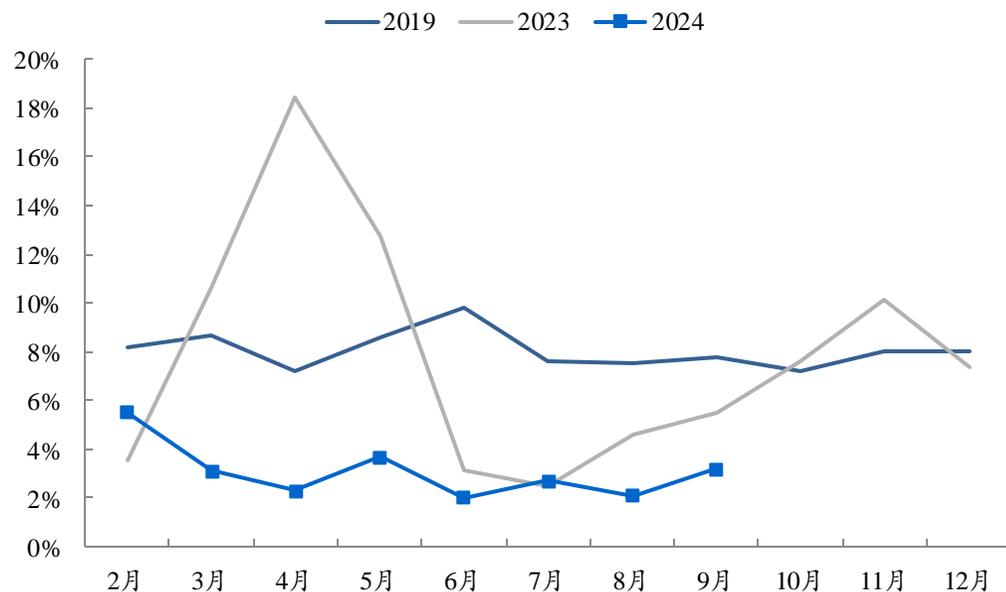
风险提示

01 板块景气度把握

1.1、国内服装零售：仍未转正，但呈现逐月改善趋势

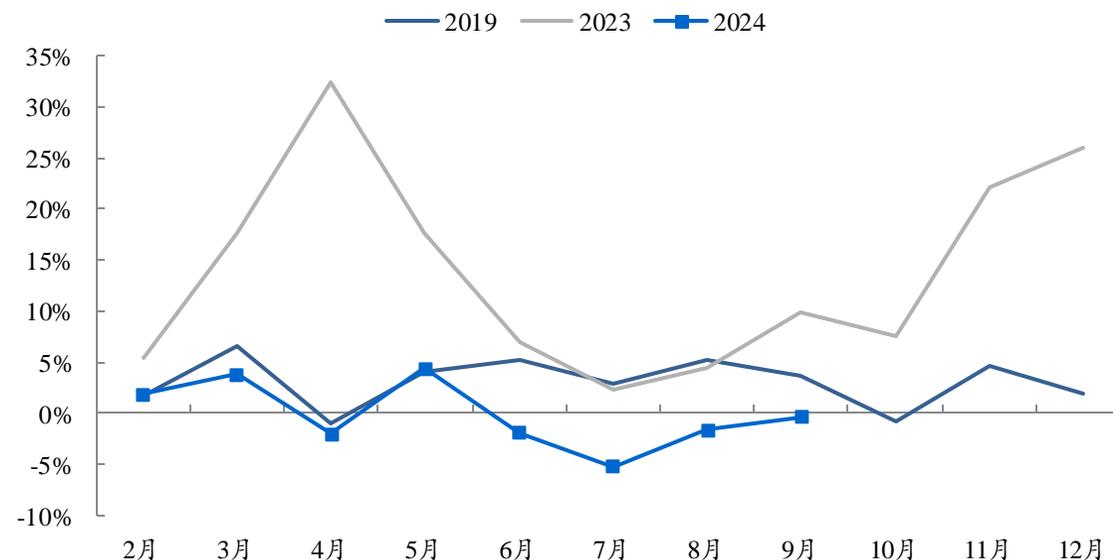
3Q24服装零售仍未转正，但呈现逐月改善趋势。受经济转型波动影响，当前消费意愿仍整体偏弱，7/8/9月服装零售分别同比下滑5.2%/1.6%/0.4%，弱于社零整体，但逐月改善趋势明显，差距逐步收窄。单9月服装表现在各细分消费行业中仍位于中下游，略好于饮料、烟酒、金银珠宝和化妆品，逊色于粮油食品、家电、日用品等行业。我们认为随着政策刺激、旺季来临后客流改善，Q4零售有望进一步提速。

图表：社会消费品零售额当月同比 (%)



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表：服装鞋帽针纺织零售额当月同比 (%)



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

1.2、出口：国内成衣下滑，但越南仍保持较高景气度

国内成衣出口Q3仍呈现个位数下滑趋势，越南制鞋出口保持正增长，单9月增速有所放缓。

图表：中国纺织品出口额（亿美元，%）



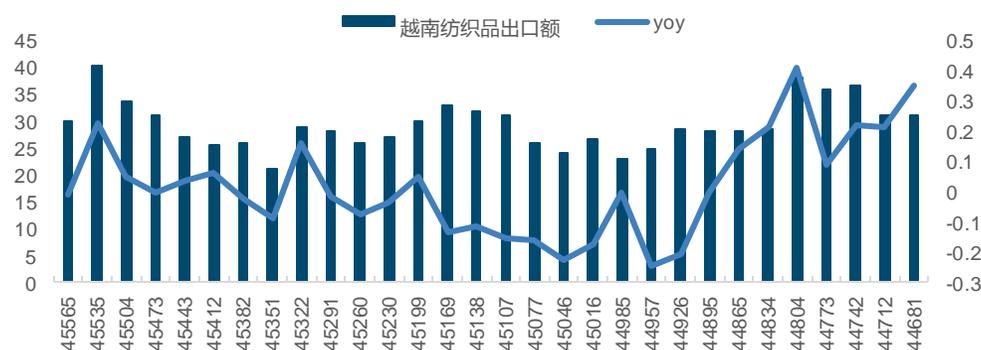
来源：Wind，海关总署，国金证券研究所

图表：中国服装成衣出口额（亿美元，%）



来源：Wind，海关总署，国金证券研究所

图表：越南纺织品出口额（百万美元，%）



来源：Wind，海关总署，国金证券研究所

图表：越南制鞋出口额（百万美元，%）



来源：Wind，海关总署，国金证券研究所

02 利润表端：筛选高景气、高质量标的

2.1、服装家纺板块：二季度由正转负，龙头效应弱

A股服装家纺板块降幅加深。3Q24服装家纺板块整体收入、归母净利润分别同比-5.7%、-47.6%，降幅较上半年显著加深。利润端降幅显著大于收入，且较中报时缺口大幅扩张，反映在需求持续走弱背景下，经营负杠杆更为严重。

集中度无明显提升，龙头效应极弱。我们选取的12家龙头公司中，3Q24仅2家公司收入实现正增长、1家公司净利润实现正增长，且重点公司收入、利润下滑幅度均差于行业平均水平；仅3家公司相对行业平均增速存在超额，龙头表现不佳。

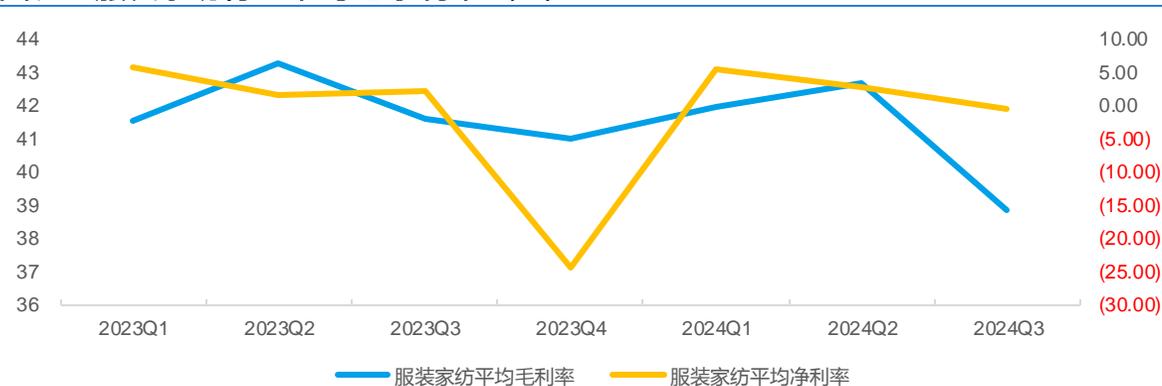
图表：服装家纺行业龙头比较

细分板块	公司名称	收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		收入增速超额 (pct)		利润增速超额 (pct)		24Q3收入是否超额	24Q3利润是否超额
		24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3		
高端服饰	比音勒芬	7.3%	-4.4%	0.5%	-17.3%	9.5	1.3	20.8	30.2	是	是
	报喜鸟	-3.6%	-11.7%	-25.2%	-51.7%	-1.4	-6.1	-4.9	-4.1	否	否
女装	歌力思	4.2%	1.6%	-84.2%	-238.5%	6.4	7.3	-64.0	-191.0	是	否
	地素时尚	-12.6%	-19.0%	-32.5%	-47.1%	-10.4	-13.4	-12.3	0.4	否	是
	锦泓集团	-5.6%	-14.2%	-15.2%	-70.6%	-3.4	-8.5	5.1	-23.0	否	否
家纺	富安娜	-2.0%	-11.2%	-15.3%	-40.8%	0.3	-5.5	4.9	6.8	否	是
	罗莱生活	-14.7%	-15.6%	-37.1%	-21.7%	-12.5	-9.9	-16.9	25.8	否	是
	水星家纺	-2.6%	-8.4%	-16.8%	-22.8%	-0.3	-2.7	3.5	24.8	否	是
大众服饰	海澜之家	-2.0%	-11.0%	-22.2%	-64.9%	0.2	-5.3	-1.9	-17.3	否	否
	森马服饰	5.6%	3.2%	-9.2%	-36.0%	7.9	8.8	11.0	11.6	是	是
户外	牧高笛	-6.5%	-16.8%	-16.0%	2.1%	-4.3	-11.1	4.3	49.6	否	是
	三夫户外	-7.5%	-5.1%	-28.8%	-43.5%	-5.3	0.6	-8.6	4.1	是	是
以上重点公司平均		-3.3%	-9.4%	-25.2%	-54.4%	-1.1	-3.7	-4.9	-6.8	否	否
行业平均		-2.2%	-5.7%	-20.3%	-47.6%	-	-	-	-	-	-

2.1、服装家纺板块：二季度由正转负，龙头效应弱

A股服装家纺板块毛净利率分别同比下降2.70pct、2.59pct，且净利率由正转负。24Q2尽管净利率受经营负杠杆影响环比有所下降，但整体毛利率表现相对平稳。我们估计，进入三季度以来，各品牌面临经营环境恶化主动下放折扣换取成交量，但对客流带动效应偏弱，因此导致了毛净利率的进一步下探。重点公司中，仅牧高笛毛净利率同比均取得正向改善。

图表：服装家纺行业平均毛净利率（%）



来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

图表：服装家纺行业龙头毛净利率比较（%）

细分板块	公司名称	毛利率			净利率			24Q3同比		24Q3环比	
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	毛利率	净利率	毛利率	净利率
高端服饰	比音勒芬	76.0	81.3	73.8	28.5	17.5	26.6	-2.0	-4.2	-7.5	9.1
	报喜鸟	67.8	66.0	62.9	19.0	8.5	7.5	0.1	-5.6	-3.2	-1.1
女装	歌力思	67.3	71.4	66.1	5.9	6.0	-3.6	0.5	-9.1	-5.3	-9.6
	地素时尚	75.6	75.2	73.6	75.6	75.2	73.6	0.7	-6.2	-1.6	-1.6
	锦泓集团	70.2	68.4	68.9	10.1	3.4	1.6	-0.8	-3.1	0.4	-1.8
家纺	富安娜	54.2	55.8	55.5	18.8	14.6	13.0	0.1	-6.5	-0.3	-1.6
	罗莱生活	43.5	50.1	44.2	8.2	6.8	9.4	1.1	-0.7	-5.9	2.5
	水星家纺	41.4	42.3	40.5	10.2	5.9	7.3	0.2	-1.4	-1.8	1.3
大众服饰	海澜之家	46.7	43.4	42.8	14.3	14.5	8.4	-1.1	-9.1	-0.6	-6.1
	森马服饰	46.6	45.5	42.4	11.0	7.3	5.9	-0.8	-3.6	-3.1	-1.4
户外	牧高笛	27.7	29.4	28.3	8.9	9.9	5.4	0.2	1.0	-1.2	-4.5
	三夫户外	56.6	59.1	53.2	-1.2	3.4	-1.5	2.3	-0.5	-6.0	-4.9
以上重点公司平均		56.1	57.3	54.3	17.4	14.4	12.8	1.2	-8.1	-3.0	-1.6

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

2.1、服装家纺板块：二季度由正转负，龙头效应弱

港股运动服饰板块流水趋缓，垂类品牌亮眼。3Q24运动服饰龙头中安踏品牌、特步品牌、361度品牌流水及阿迪达斯大中华区收入均实现正增长，表现相对A股服装更为稳健，但环比Q2亦有所放缓。垂类品牌如安踏旗下迪桑特、可隆等仍实现45%以上增长，专业跑鞋索康尼实现超50%增长，势头强劲。

图表：服装家纺行业龙头比较

公司	分品牌/渠道	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安踏体育	安踏品牌	中单位数增长	高单位数增长	高单位数	增长高双位数	增长中单位数	增长高单位数	增长中单位数
	Fila品牌	高单位数增长	10%~20% 高段增长	低双位数增长	增长25%~30%	增长高单位数	增长中单位数	下降低单位数
	安踏其他	75%~80%	增长70%~75%	增长45%~50%	增长55%~60%	增长25~30%	增长40%~45%	增长45%~50%
李宁	李宁品牌	中单位数增长	10%~20% 中段增长	中单位数增长	增长20%~30% 低段	增长低单位数	下降低单位数	下降中单位数
	一一线下	高单位数增长	10%~20% 高段增长	高单位数增长	增长20%~30% 高段	下降低单位数	下降中单位数	下降高单位数
	一一线下直营	10%~20% 中段	20%~30% 高段增长	20%~30% 低段增长	增长50%~60% 低段	增长中单位数	持平	下降中单位数
	一一线下加盟	中单位数增长	10%~20% 中段增长	低单位数增长	增长10%~20% 高段	下降中单位数	下降高单位数	下降高单位数
	一一电商	10%~20% 低段下降	10%~20% 低段增长	低单位数下降	增长中单位数	增长20%~30% 低段	增长高单位数	增长中单位数
特步国际	特步品牌	约20% 增长	高双位数增长	高双位数增长	增长30%+	增长高单位数	增长10%	增长中单位数
	索康尼品牌	-	-	-	-	-	-	增长超50%
361度	361度成人线下	低双位数增长	低双位数增长	15% 增长	增长20%+	增长高双位数	增长10%	增长约10%
	361度儿童线下	20%~25% 增长	20%~25% 增长	25%~30% 增长	增长40%	增长20%~25%	增长中双位数	增长约10%
	361度电商	35% 增长	30% 增长	30% 增长	增长30%+	增长20%~25%	增长30%~35%	增长超20%
Adidas	大中华区	12%	7%	7%	29%	2%	7%	9%
		FY2023Q3	FY2023Q4	FY2024Q1	FY2024Q2	FY2024Q3	FY2024Q4	
Nike	大中华区	-8%	16%	5%	4%	5%	3%	-4%

2.2、纺织制造板块：三季度景气度延续，龙头效应强

A股纺织制造板块收入利润显著提升，景气度延续。3Q24纺织制造板块平均收入、归母净利润分别同增10.3%、32.5%，延续了上半年的高景气度。

龙头恢复显著好于行业，集中度有所提升。我们选取的12家重点公司中近半数实现了收入+利润端的双超额增长，预计主要受益于国际品牌重视供应链质量与稳定性，订单进一步向头部集中，格局优化。其中仅2家公司未实现超额增长。

图表：纺织制造行业龙头比较

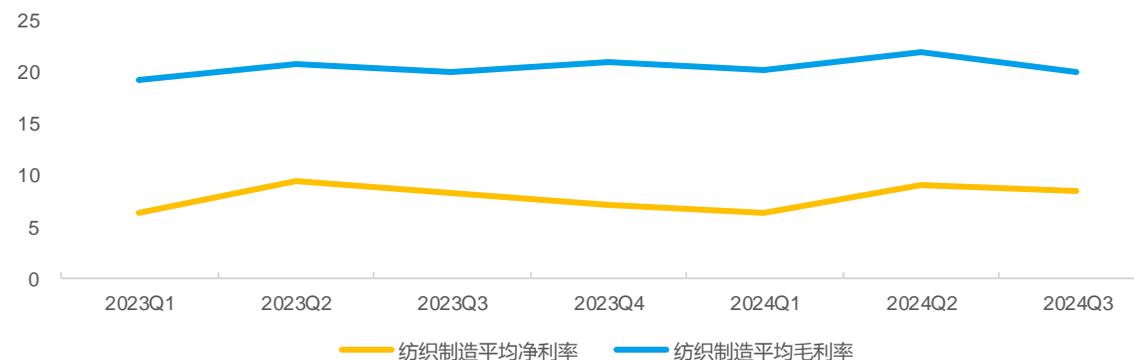
细分板块	公司名称	收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		收入增速超额 (pct)		利润增速超额 (pct)		24Q3收入是否超额	24Q3利润是否超额
		24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3		
原材料	新澳股份	10.3%	10.5%	5.4%	7.8%	-0.7	0.2	-9.82	-0.14	是	否
	百隆东方	19.3%	11.4%	-25.4%	-35.7%	8.3	1.1	-40.60	-43.64	是	否
	鲁泰A	1.3%	4.5%	-14.1%	4.3%	-9.6	-5.8	-29.33	-3.67	否	否
	富春染织	20.9%	19.3%	44.6%	-29.5%	10.0	9.0	29.35	-37.40	是	否
	台华新材	47.5%	33.9%	89.2%	35.3%	36.5	23.6	73.96	27.38	是	是
	南山智尚	3.5%	-2.6%	3.8%	-1.0%	-7.5	-12.9	-11.40	-8.93	否	否
制造	华利集团	22.4%	18.5%	24.3%	16.1%	11.4	8.2	9.09	8.15	是	是
	伟星股份	23.3%	19.3%	17.2%	-9.9%	12.3	9.0	1.92	-17.80	是	否
	健盛集团	16.0%	37.0%	31.2%	27.0%	5.0	26.7	15.99	19.10	是	是
	开润股份	32.5%	64.4%	164.6%	57.5%	21.5	54.1	149.40	49.59	是	是
户外	浙江自然	17.7%	34.9%	21.8%	372.4%	6.8	24.6	6.58	364.51	是	是
	扬州金泉	-5.6%	29.1%	-45.6%	-53.9%	-16.5	18.8	-60.85	-61.86	是	否
以上重点公司平均		17.4%	23.3%	26.4%	32.5%	6.4	13.0	11.19	24.61	是	是
行业平均		11.0%	10.3%	15.2%	7.9%	-	-	-	-		

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

2.2、纺织制造板块：三季度景气度延续，龙头效应强

A股纺织制造板块毛净利率分别同比-0.06pct、+0.26pct，整体表现平稳。其中重点公司表现好于行业整体，毛、净利率分别同比+3.8pct、5.2pct，我们预计毛利率改善主要受益于订单向头部供应商集中，产能利用率持续保持较高水平。净利率端，部分公司受到汇兑影响有所波动。其中台华新材受益于下游运动户外板块高能新材料需求旺盛，毛净利率均实现同比提升。

图表：纺织制造行业平均毛净利率（%）



来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

图表：纺织制造行业龙头毛净利率比较（%）

细分板块	公司名称	毛利率			净利率			24Q3同比		24Q3环比	
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	毛利率	净利率	毛利率	净利率
原材料	新澳股份	19.9	21.5	16.5	9.1	12.2	8.6	-1.1	-0.2	-5.0	-3.6
	百隆东方	5.9	13.5	14.0	4.4	7.1	8.6	10.5	-6.3	0.5	1.6
	鲁泰A	23.5	25.8	23.9	5.1	7.1	7.9	-0.6	0.5	-1.9	0.8
	富春染织	11.8	16.2	12.3	5.5	6.6	2.4	1.7	-1.7	-3.9	-4.2
	台华新材	23.4	24.6	23.9	10.2	14.1	11.0	1.1	0.1	-0.8	-3.1
	南山智尚	32.8	34.6	32.8	10.3	10.8	10.9	-2.3	0.2	-1.8	0.1
制造	华利集团	28.4	28.1	27.0	16.5	16.3	16.0	0.5	-0.3	-1.1	-0.3
	伟星股份	37.9	43.9	44.3	9.9	22.8	16.3	2.1	-5.2	0.5	-6.5
	健盛集团	29.3	28.5	28.5	15.0	13.5	12.9	-0.1	-1.0	0.0	-0.5
	开润股份	24.2	23.7	22.0	7.8	19.2	7.0	-3.2	0.8	-1.8	-12.2
户外	浙江自然	38.4	36.2	29.3	15.0	19.5	31.6	-0.9	22.6	-6.9	12.1
	扬州金泉	30.6	27.5	22.5	21.2	25.0	9.4	-9.4	-15.6	-5.0	-15.6
以上重点公司平均		25.5	27.0	24.8	10.8	14.5	11.9	3.8	5.2	-2.3	-2.6

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

03 资产负债表端：存货 健康，开店延续

3.1、存货：品牌面临压力，制造增幅与收入同步

服装家纺行业：3Q24末重点公司存货绝对值同比降低2.93%，但其中多数公司受到动销放缓影响，存货呈现同比大幅增加趋势。

纺织制造行业：3Q24末存货绝对值同比增长11.09%，慢于行业收入增幅。龙头公司中，扬州金泉、百隆东方存货同比呈下降趋势。

图表：服装家纺存货绝对值及同比增速

存货绝对值及同比增速(单位:亿元, %)			
服装家纺			
公司名称	2023Q3	2024Q4	同比增速
海澜之家	80.37	123.34	53.47%
比音勒芬	6.93	8.88	28.17%
歌力思	7.78	9.55	22.81%
三夫户外	4.46	5.17	15.84%
水星家纺	10.48	12.08	15.27%
森马服饰	36.53	41.68	14.10%
富安娜	7.89	8.87	12.45%
报喜鸟	12.01	13.05	8.67%
锦泓集团	10.68	10.67	-0.07%
地素时尚	4.78	4.77	-0.22%
牧高笛	5.60	5.28	-5.59%
罗莱生活	14.51	12.02	-17.16%
服装家纺行业	642.90	634.94	-1.24%

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

图表：纺织制造存货绝对值及同比增速

存货绝对值及同比增速(单位:亿元, %)			
纺织制造			
公司名称	2023Q3	2024Q4	同比增速
开润股份	4.28	8.39	96.19%
浙江自然	1.68	2.07	23.07%
健盛集团	5.42	6.42	18.49%
伟星股份	6.26	7.06	12.86%
华利集团	29.51	32.04	8.57%
新澳股份	17.87	17.98	0.61%
扬州金泉	1.54	1.47	-4.55%
百隆东方	49.56	41.37	-16.52%
纺织制造行业	282.71	314.07	11.09%

来源：同花顺iFinD，国金证券研究所

3.2、资本开支：均维持谨慎

服装家纺行业：行业龙头3Q24资本开支同比下降17.31%，面临零售环境的不确定性放缓了投放节奏。其中高端男装、女装等仍保持较高扩张水平。

门店数量方面，服装家纺龙头中，截止三季度末海澜之家门店同比净增245家，开店较快；牧高笛亦保持扩张。

纺织制造行业：行业龙头资本开支3Q24同比减少8.37%，行业产能扩张保守。其中百隆东方、开润股份资本开支同比降幅较大，健盛集团、华利集团、浙江自然等同比扩产幅度较大。

图表：服装家纺门店数量及同比增速

服装家纺门店数量及同比增速(单位:家, %)				
公司名称	2023Q3	2024Q4	净变动	同比增速
牧高笛	211	219	8	3.79%
海澜之家	6884	7129	245	3.56%
歌力思	658	658	0	0.00%
李宁	6294	6281	-13	-0.21%
锦泓集团	1322	1250	-72	-5.45%
地素时尚	1086	936	-150	-13.81%
合计	16455	16473	18	0.11%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表：资本支出绝对值及同比增速

资本支出绝对值及同比增速(单位:亿元, %)			
服装家纺			
公司名称	2023Q3	2024Q3	增速
锦泓集团	0.21	1.36	542.81%
比音勒芬	0.05	0.18	281.74%
罗莱生活	0.26	0.53	106.66%
三夫户外	1.44	2.28	58.01%
报喜鸟	1.80	2.36	31.49%
海澜之家	3.79	4.39	15.89%
富安娜	0.69	0.62	-9.41%
森马服饰	0.40	0.35	-11.40%
牧高笛	2.88	1.98	-31.19%
歌力思	8.41	3.79	-54.95%
地素时尚	0.27	0.09	-67.47%
水星家纺	0.49	0.16	-67.90%
服装家纺合计	81.39	67.30	-17.31%
纺织制造			
健盛集团	0.69	1.98	187.81%
浙江自然	0.87	1.40	62.28%
华利集团	7.19	11.52	60.21%
扬州金泉	0.16	0.20	23.52%
伟星股份	4.67	5.13	9.75%
新澳股份	5.73	6.06	5.79%
开润股份	1.07	0.85	-20.28%
百隆东方	3.65	0.02	-99.38%
纺织制造合计	68.90	63.13	-8.37%

来源：同花顺FinD，国金证券研究所

04 重点个股梳理

4、纺服板块重点个股——李宁

三季度流水仍承压，存货维持健康。李宁3Q24全平台零售流水下滑中单位数，其中线下渠道流水下滑高单位数（直营同比下滑中单位数，批发同比下滑高单位数），电商流水同比增长中单位数。由于客流整体偏弱，公司积极动态调整折扣，并加大高性价比款、快反产品的投放，以减轻渠道存货压力。3Q24折扣同比加深低单位数、ASP下降中单位数，销售量同比微降低单位数。期末库销比5左右，略微高于去年同期，其中直营略高于批发，且库龄80%以上是6个月内新品，保持健康，环比有提升主要系冬装、双十一备货加大所致。

展望Q4及全年：指引维持。公司国庆期间表现显著好转，线上流水增长30%~40%，线下流水回正至个位数增长。预计在旺季催化、客流改善、低基数效应下，Q4流水增速有望环比提升。展望全年，公司仍维持收入同比增长低单位数、利润率低双位数指引。受益于公司积极降本增效、提升运营效率，尽管Q4折扣预计仍承压，但公司全年毛利率有望同比改善1pct左右。

成立JV开拓海外市场，多重资源助力打开想象空间。考虑到公司及创始人合计对JV持股55%、公司单独持股29%，既保证了对JV的控制权，又适当隔离经营风险，且可借助红杉等国际机构的海外经营资源、经验。因此合资公司的建立有助于公司在保证原有管理层精力、公司资源继续聚焦国内专业体育赛道的同时，增加开拓海外市场、打造其他增长曲线的机会。

盈利预测：公司品牌、产品力持续提升带动业绩稳健向上，且持续修炼内功，加强产品、零售运营效率，我们坚定看好消费复苏升级大趋势下公司确定性增长，随动销改善、经营指标持续向好，后续盈利指引恢复可期。我们预计24~26年公司净利润分别为 31.88/35.43/40.79亿元。

4、纺服板块重点个股——比音勒芬

利润增速慢于收入，预计受到新品牌费用投放影响。公司前三季度实现收入、利润双增，主要受益于主品牌客群粘性突出，在客流恢复偏弱背景下仍实现较好动销；毛利率76.4%，基本持平，销售/管理/财务费用率同比+0.71/+2.25/+0pct至34.95%/8.92%/-0.88%，净利率同比下降1.71pct至25.4%。其中前三季度公司管理费用同比增长43.49%至2.68亿元，我们预计主要系受到新品牌K&C推广宣传、团队搭建费用增加影响。24年后随着品牌知名度提升、销售改善，预计费率有望显著优化。

存货周转平稳，营运健康。营运方面，三季度公司存货周转天数同比增加7.67天，基本保持平稳。公司货币资金为12.1亿元，同比下降44.18%，主要系购买理财产品及支付货款增加所致（交易性金融资产同比增加81.76%）至12亿元，整体营运维持健康。

K&C新品牌面世，线上线下店铺齐开业，潜力可期。公司旗下KENT&CURWEN品牌已于24年9月在英国伦敦发布25春夏新品、10月天猫官方旗舰店开业，同时线下已在国内深圳、重庆、港澳等地区开出7家门店，随着品牌持续拓张、店效爬坡，收入贡献可期。

盈利预测：2024年公司主品牌预计持续拓店+店效提升，同时随着国际新品牌下半年发布新品、威尼斯经营显著改善，持续推进品牌多样化、国际化、高端化布局，优化营销管理，深化数字化变革，在品牌高端化与渠道高效化的效果叠加下，业绩韧性与成长性优势预计延续。我们预计公司 2024~26年分别实现归母净利9.21/10.61/12.17 亿元。

4、纺服板块重点个股——华利集团

量增显著，景气度维持。根据公告（1-9月公司销售运动鞋1.63亿双）测算，公司3Q24单季度销量约同比增长22%以上，ASP同比下降小个位数，预计主要受到汇兑变动及产品结构变化影响。耐克供应商丰泰7-9月收入分别同比变动+3.15%/-7.98%/+1.26%，相较同业华利集团收入持续领跑。

高基数下毛、净利率均同比提升。24年前三季度公司毛、净利率同比分别提升2.54pct至27.81%、提升0.25pct至16.24%，均在较高水平下实现进一步提升，主要受益于订单回升与稳定控费。其中3Q24单季度净利率为15.98%，环比同比均略有下降，预计主要受到新工厂投产毛利率爬坡、公司管理费用上升等因素影响。

下游客户上调指引，景气度预计延续。公司核心客户之一Deckers 近日发布2Q25（截至24/09/30）业绩，整体收入同增20.1%、其中HOKA品牌收入同比大增34.7%，并上调25财年业绩指引（截至25/03/31），全年公司收入预计增长12%。考虑到近期多个运动品牌如阿迪达斯等上调全年业绩指引，公司订单预计受益于运动行业需求回升，继续保持稳健增长。

公司产能如期扩张，H2有望持续产销两旺。公司印尼、越南新工厂上半年已投产，建设有序推进，产能逐步释放，同时叠加海外需求回升、品牌积极补库，公司订单预计保持稳健增长，推动业绩提升。

盈利预测：考虑到公司客户结构优秀、下游需求景气度维持，且公司控费能力突出，业绩预计持续保持稳健增长，我们预计2024~2026年公司实现收入241.46/ 277.90/ 317.09亿元，归母净利38.87/ 45.08/ 51.75亿元。

05 风险提示

- 下游需求不及预期导致提价不及预期的风险
- 原材料价格大幅上涨所带来的风险
- 消费复苏不确定性所带来的风险

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题