



# 纺织品和服装行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）  
yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）  
zhaozhongping@gjzq.com.cn

## 写在分歧时，再谈纺服投资价值

### 行业回顾复盘

**2024年服装板块表现承压：**从年初至今（2024年11月21日），全体A股平均上涨6.3%，纺织服饰板块下跌5.7%，表现不及全A主要系国内消费环境疲弱，服装板块作为可选消费领域弹性较大的板块受影响较为明显；分上下游来看，上游纺织制造及下游品牌服饰较2024年初分别下跌3.1%/9.8%，跑输全A指数9.4%/16.1pct。

**服装板块估值位于低位，盈利预期充分下调；代工板块全年表现优于品牌。**截至2024年11月21日，纺织服饰板块PE-TTM为21.7倍，是近三/五年来估值分位数的17.06%/10.23%，其中运动、代工板块估值潜在上升空间较大。服装板块2024年收入与净利润一致预期均有较大幅度下修，中游制造受益于海外大客户订单增长，年内收入与净利润有所上调。

### 我们与市场不同的行业观点

**1) 运动鞋服市场高集中度将被垂类趋势打破？——运动鞋服市场集中度仍会提升，垂类品牌影响有限。**我们认为运动鞋服过往高集中度的基础仍未改变，行业龙头的技术、资源、资金等优势显著，强者仍强。垂类品牌覆盖的市场层级、规模有限，且与运动服饰构成差异化竞争。

**2) 高端品牌一定弱于低端品牌？——更看好“好品牌的下沉”，而非“单一低价品牌”。**我们认为当前优质品牌普遍参与下沉市场竞争，目前并不存在太多“单纯的高端品牌”。且消费已经筑底，我们认为应该关注高线城市受损严重品牌客流回升带来的收入弹性。

**3) 制造景气度难以持续？——供给扩张+需求仍有支撑。**供给侧来看，制造龙头保持产能投放节奏，2025年有较多产能投产。需求端，海外大客户补库需求持续，优质制造龙头订单有保障。我们看好中游制造高景气度延续。

### 展望2025年：重视运动与男装赛道，优选低估值、高成长性标的

基于当前零售环境，我们认为首选估值修复空间大、景气度相对更高的子板块，同时考虑到企业端经营活动的恢复往往早于个人盈利端修复，应选择与商旅出行的恢复更加直接相关的细分赛道，因此自上而下首选运动服饰与男装板块。

**1) 运动服饰龙头：**推荐存货整理到位、24年受多重非经因素影响业绩处于低位、估值性价比突出的【李宁】；以及更快地推动分级分层，国庆期间300+新店开业，高低线店型均已跑通，palace/arena门店在高线持续拿份额、提升品牌形象调性，低线的超级安踏店从年中尝试以来店效高增，持续拉动流水；品牌布局最全面，预计充分享受后续消费回升的【安踏体育】等。

**2) 男装：**从过往几轮复苏来看，企业端B端经营、生产、商务活动频率会先得到修复，然后传导至C端居民消费能力的改善，因此重点推荐关注跟商旅出行最相关、同时估值上限较高的男装龙头【比音勒芬】。

**3) 自下而上筛选，**看好具备确定性拓客户逻辑的【华利集团】。

### 风险提示

内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险等



## 内容目录

内容目录.....	2
1、行业回顾与展望.....	4
1.1、纺织服装板块年初至今跑输大盘，位列倒数第四.....	4
1.2、纺织服装板块估值位于低位，向上空间较大.....	4
1.3、拆解子版块 EPS 变动，运动、中高端服饰较为稳健，中游制造表现更好.....	6
2、我们比市场乐观在哪：针对市场关注问题的“三问三答”.....	7
2.1、关注问题 1：运动鞋服市场高集中度将被垂类趋势打破？.....	7
2.2、关注问题 2：高端品牌一定弱于低端品牌？.....	9
2.3、关注问题 3：制造景气度难以持续？.....	10
3、展望 2025 年：重视运动与男装赛道，优选低估值、高成长性标的.....	12
3.1、当前服装板块基本面来到了什么位置？.....	12
3.2、零售筑底回暖背景下优选运动、男装赛道.....	12
3.3、高增速低估值个股筛选.....	17
4、投资建议及重点标的盈利预测.....	18
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：2024 年初至今各行业涨跌幅（%）.....	4
图表 2：2024 年初至今品牌服饰/纺织制造涨跌幅（%）.....	4
图表 3：纺织服饰板块 PE-TTM 位于低位.....	4
图表 4：服装各子版块估值与五年平均对比.....	5
图表 5：纺织服饰板块重点公司估值分位.....	6
图表 6：服装子版块中，中游制造 2024 表现较好.....	6
图表 7：运动服饰行业集中度远高于其他行业.....	7
图表 8：李宁核心科技研发趋势.....	7
图表 9：NBA 球星签约品牌情况.....	8
图表 10：Foot Locker 对头部品牌商依赖度呈现下降趋势.....	8
图表 11：部分垂类品牌近 10 年市占率变动趋势（%）.....	9
图表 12：品牌集中度与价格矩阵.....	9
图表 13：2023 年奥莱渠道快速增长.....	10



图表 14: 中国奥莱销售规模 (亿元)	10
图表 15: 公共卫生事件后中高端品牌营收有较大幅度反弹	10
图表 16: 制造龙头持续增加产能, 2025 年有大量新增投产	11
图表 17: 华利集团前五大客户占比逐年下降	11
图表 18: 服装、体育及娱乐用品零售增速	12
图表 19: 社会消费品零售额当月同比 (%)	12
图表 20: 在内需波动背景下, 我国体育服饰规模仍快速增长	13
图表 21: 国家政策持续支持体育行业发展	13
图表 22: 国产体育服饰竞争力不断增强, 市占率持续优化	14
图表 23: 男装赛道近十年集中度提升幅度更大 (%)	15
图表 24: 运动板块营收较其他消费品更稳定 (%)	15
图表 25: 男女装公司存货跌价准备/存货	16
图表 26: 李宁股价接近翻倍	16
图表 27: 海澜之家股价持续提升	16
图表 28: 纺织服饰板块标的估值分位数与景气度	17
图表 29: 板块 25 年盈利预测	18

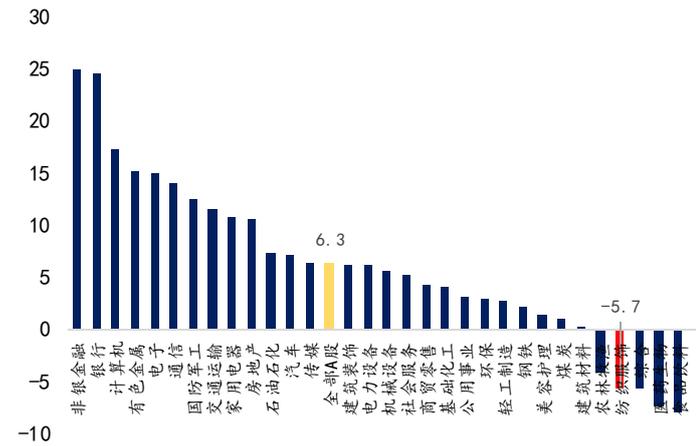


## 1、行业回顾与展望

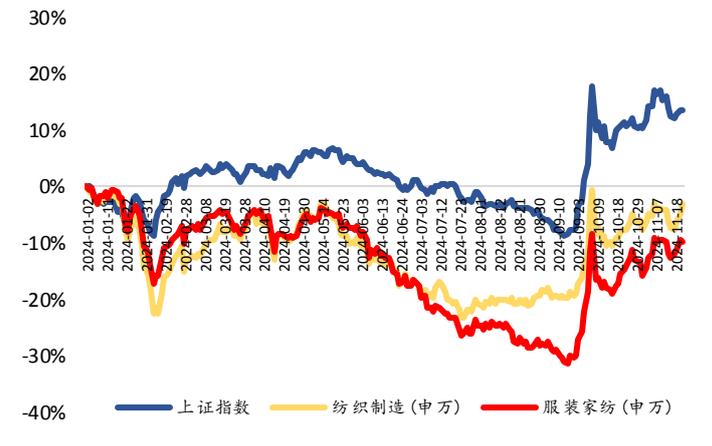
### 1.1、纺织服装板块年初至今跑输大盘，位列倒数第四

2024 年服装板块受消费整体疲弱影响市场表现承压。从年初至今（2024 年 11 月 21 日），全体 A 股平均上涨 6.3%，纺织服饰板块下跌 5.7%，表现不及全 A 主要系国内消费环境疲弱，服装板块作为可选消费领域弹性较大的板块受影响较为明显；分上下游来看，上游纺织制造及下游品牌服饰较 2024 年初分别下跌 3.1/9.8%，跑输全 A 指数 9.4/16.1pct。

图表1：2024 年初至今各行业涨跌幅（%）



图表2：2024 年初至今品牌服饰/纺织制造涨跌幅（%）



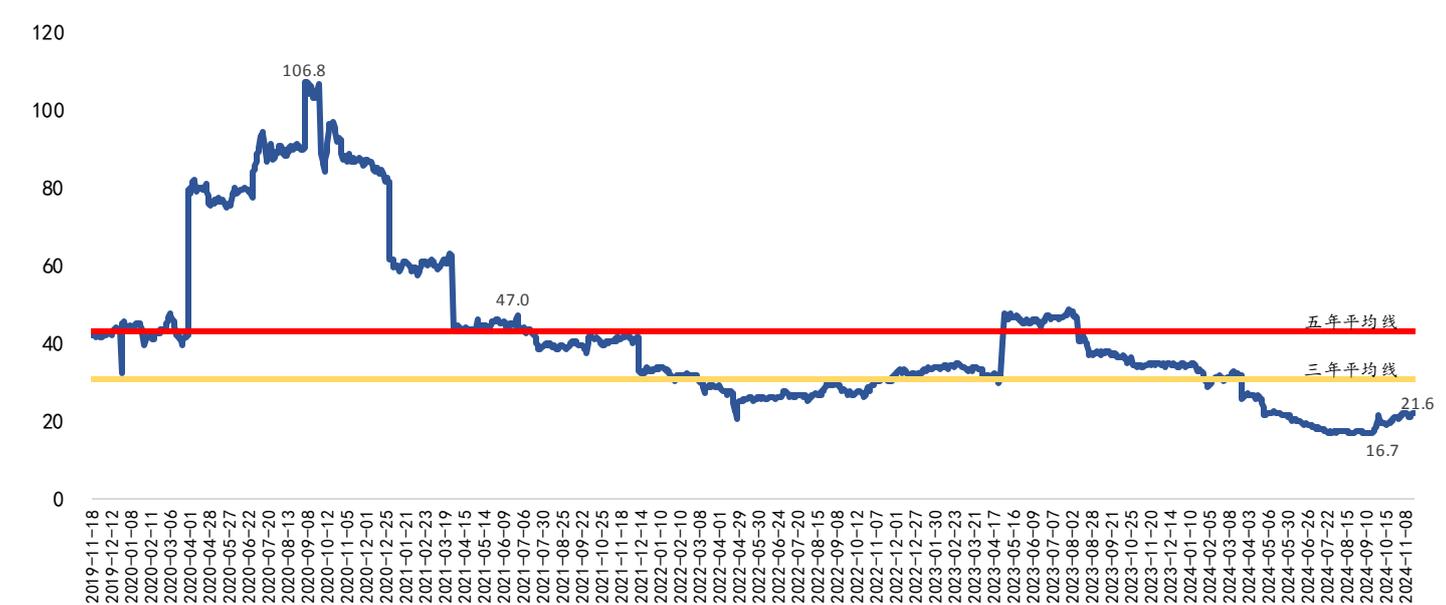
来源：同花顺 ifind（图表截止日为 2024/11/21），国金证券研究所

来源：同花顺 ifind（图表截止日为 2024/11/21），国金证券研究所

### 1.2、纺织服装板块估值位于低位，向上空间较大

服装板块 PE-TTM 位于历史低位。截至 2024 年 11 月 21 日，纺织服饰板块 PE-TTM 为 21.7 倍，是近三/五年来估值分位数的 17.06%/10.23%，即使剔除新疆棉、2020 年特殊高值后仍位于历史低位，主要源于零售环境波动背景下，服装负杠杆更为显著，相对消费大盘难以产生超额，且市场对服装零售景气度、海外订单持续性信心不足。从过去 3/5 年维度来看，服装板块估值高点分别为超 45 倍和超 100 倍，未来向上空间较大。

图表3：纺织服饰板块 PE-TTM 位于低位

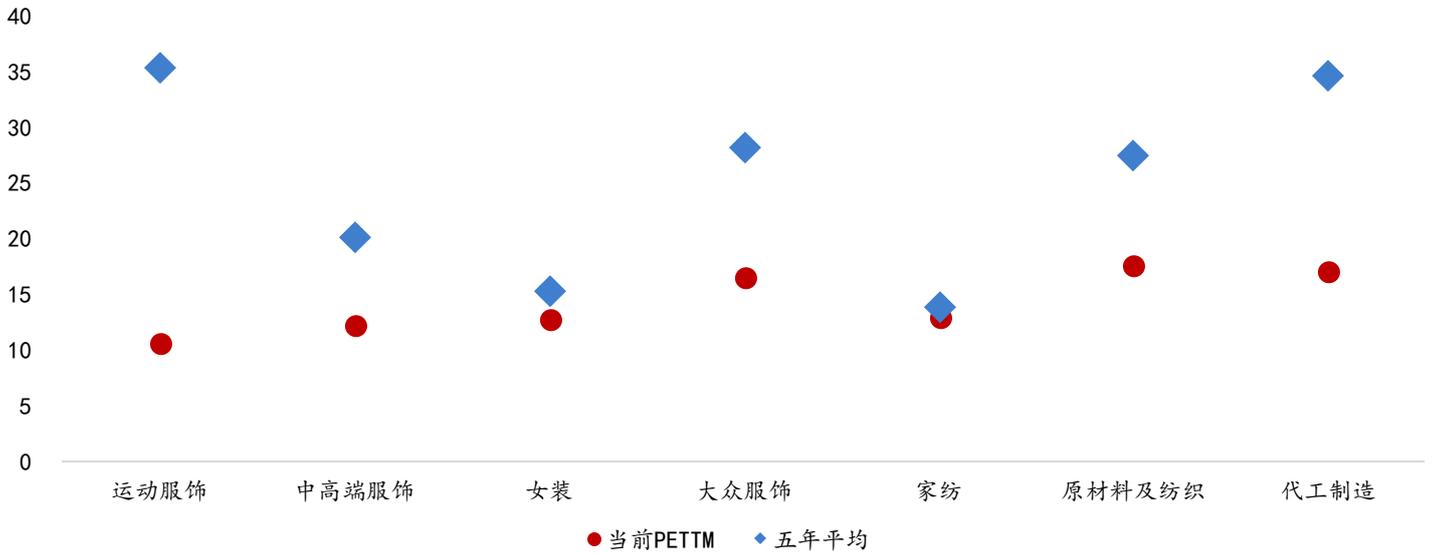


来源：同花顺 ifind（图表截止日为 2024/11/21），国金证券研究所



我们比较了7个子版块当前估值与近五年估值平均的对比，当前各版块估值均低于五年平均值，其中运动服饰估值差为25倍，为各版块最多，其次是代工制造板块差值为18倍，而家纺、女装已较为接近五年平均估值水平。整体来看估值空间：运动服饰>代工制造>大众服饰>原材料纺织>中高端服饰>女装>家纺。

图表4：服装各子版块估值与五年平均对比



来源：同花顺 ifind (图表截止日为 2024/11/21)，国金证券研究所

从具体标的来看，运动服饰板块中安踏体育、李宁、滔搏，以及中高端服饰板块比音勒芬、报喜鸟当前估值分位不足10%，波司登估值亦处于较低位置；代工板块申洲国际、开润股份等当前估值分位不足5%。



图表5: 纺织服装板块重点公司估值分位

		PE	近五年最高PE	近五年最低PE	分位数
运动服饰	安踏体育	15.7	83.4	13.0	4.8%
	李宁	12.8	117.3	10.1	7.0%
	特步国际	11.7	63.2	6.6	26.7%
	361度	6.9	18.4	4.2	27.9%
	滔搏	6.3	32.3	5.8	0.8%
中高端服饰	比音勒芬	12.1	27.1	9.8	5.3%
	报喜鸟	10.6	27.6	7.4	9.5%
	波司登	14.9	36.7	12.0	11.3%
女装	歌力思	50.6	245.8	-	-
	地素时尚	16.2	21.6	10.5	69.2%
	锦泓集团	10.3	44.8	-15.7	30.3%
大众服饰	森马服饰	16.3	57.5	10.3	55.7%
	海澜之家	12.1	19.4	8.1	53.9%
	太平鸟	21.3	61.6	12.0	51.0%
家纺	罗莱生活	15.7	20.8	11.5	45.5%
	富安娜	14.2	16.7	9.6	80.1%
	水星家纺	11.8	16.9	8.1	16.7%
原材料及纺织	新澳股份	11.9	31.8	8.0	35.6%
	百隆东方	23.7	45.2	4.8	86.2%
	南山智尚	20.0	62.9	12.3	46.1%
代工制造	华利集团	21.5	64.9	14.7	56.0%
	申洲国际	15.9	57.6	14.2	0.2%
	伟星股份	23.9	27.4	11.0	79.6%
	健盛集团	11.2	42.4	-11.9	23.4%
	开润股份	16.5	111.8	14.4	3.2%

来源: 同花顺 ifind (图表截止日为 2024/11/21), 国金证券研究所

1.3、拆解子版块 EPS 变动，运动、中高端服饰较为稳健，中游制造表现更好

年内服装板块基于 2024 年收入与净利润一致预期均有较大幅度下修，基本面整体承压，子版块表现上有分化，其中运动、中高端服饰下修幅度较小；中游制造受益于海外大客户订单增长，板块年内关于 2024 年收入与净利润一致预期分别提升 3.1%和 15.1%。

图表6: 服装子版块中，中游制造 2024 表现较好

板块	公司	营收	平均	净利润	平均	板块	公司	营收	平均	净利润	平均
运动服饰	安踏体育	-2.1%	-3.5%	3.4%	0.0%	户外	浙江自然	1.8%	-12.0%	3.4%	-32.0%
	李宁	-3.6%		-8.7%			牧高笛	-16.1%		-33.6%	
	特步国际	-8.5%		7.1%			三夫户外	-21.5%		-65.8%	
	361度	0.2%		-2.0%			原材料及纺织	新澳股份		-3.2%	
中高端服饰	比音勒芬	-9.5%	-17.2%	百隆东方	2.6%	-11.8%					
	报喜鸟	-13.6%	-28.2%	鲁泰A	-8.6%	-33.2%					
	波司登	5.8%	8.7%	富春染织	-7.2%	-14.9%					
女装	歌力思	-7.8%	-11.2%	-63.3%	-38.2%	台华新材		9.7%	18.1%		
	地素时尚	-15.0%		-31.3%		南山智尚	-9.5%	-19.2%			
	锦泓集团	-10.9%		-20.0%		代工制造	华利集团	1.7%	3.1%	1.9%	
大众服饰	森马服饰	-3.6%	-10.9%	-10.8%	15.1%		申洲国际	-2.4%		5.1%	
	海澜之家	-11.7%		-25.7%			伟星股份	4.0%		8.3%	
	太平鸟	-17.5%		-40.3%			健盛集团	0.1%		2.5%	
家纺	罗莱生活	-17.5%	-11.6%	-33.5%			-23.0%	开润股份		12.3%	57.6%
	富安娜	-9.2%		-16.6%							
	水星家纺	-8.1%		-18.9%							

来源: 同花顺 ifind (图表截止日为 2024/11/21), 国金证券研究所



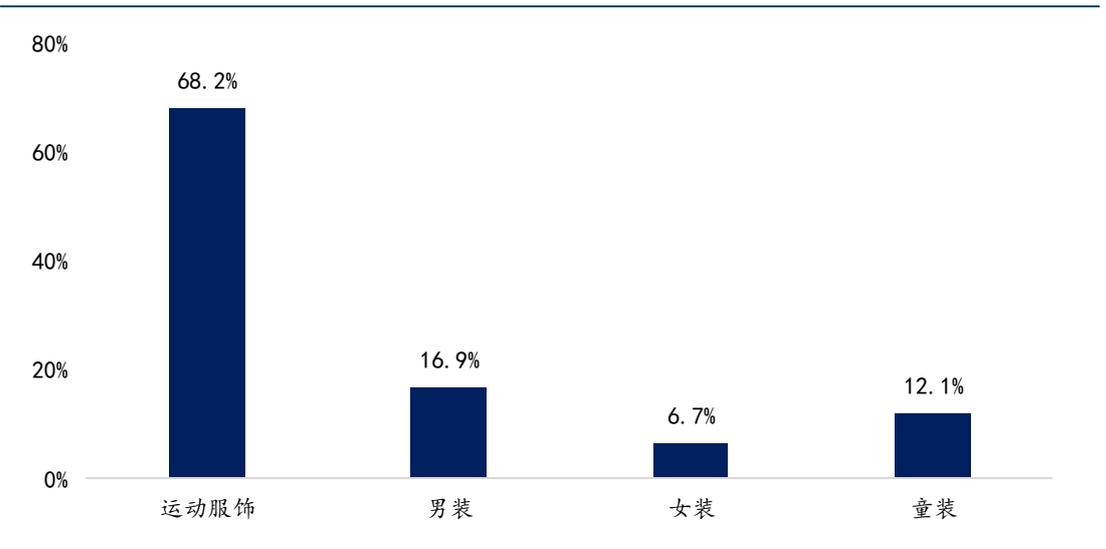
## 2、我们比市场乐观在哪：针对市场关注问题的“三问三答”

### 2.1、关注问题1：运动鞋服市场高集中度将被垂类趋势打破？

我们的观点：运动鞋服市场集中度有望保持，垂类品牌天花板低、生命周期短，因而分流有限。

1) 运动鞋服过往高集中度的基础仍未改变。运动鞋服行业集中度较高，2024年CR5为68.7%，远高于男装/女装/童装的16.9%/6.7%/12.1%，我们认为消费品高集中度主要有两大底层原因，即消费者对于功能性的需求相对一致，受潮流趋势分化风险小；且品牌和产品的壁垒较高，行业龙头相较中小企业拥有较大的技术、资源、资金等优势，马太效应强。

图表7：运动服饰行业集中度远高于其他行业



来源：Euromonitor，国金证券研究所

从技术角度来看，运动龙头的产品理念与技术积淀仍具备较大优势。目前行业处于产品周期的末端，虽然中底、大底材料已经高度趋同，但在运动科学方向仍大有可为。且下一轮产品周期终将来临，具备研发能力的龙头仍会具备先发优势。如李宁等品牌目前已将中底研发重点由新材料调整为新结构，基于运动科学进行运用创新，2024年推出碳核芯结构科技，碳露一体，该技术获 iF 工业设计大奖、推出最速曲线系统等。运动龙头的技术积淀助力提升产品质量，并强化品牌综合竞争力。

图表8：李宁核心科技研发趋势



来源：李宁官网，国金证券研究所



从资源角度来看，运动龙头品牌曝光度显著领先。除产品力外，营销亦是体育服饰赛道的重要一环，运动品牌通过营销将消费者对球星/赛事的认同转化为对产品的认同，而球星/赛事同样需要头部运动品牌提升变现能力，因此目前球星资源集中在几个头部品牌手中，如李宁签约巴特勒、麦科勒姆，安踏签约欧文、汤普森等，这些球员均属于巨星范畴，在我国以及世界范围内拥有广泛的粉丝基础。此外，赛事资源同样深度绑定头部品牌，而中小品牌相对缺乏资金，且自身吸引力较弱，在营销方面难与大品牌相抗衡。

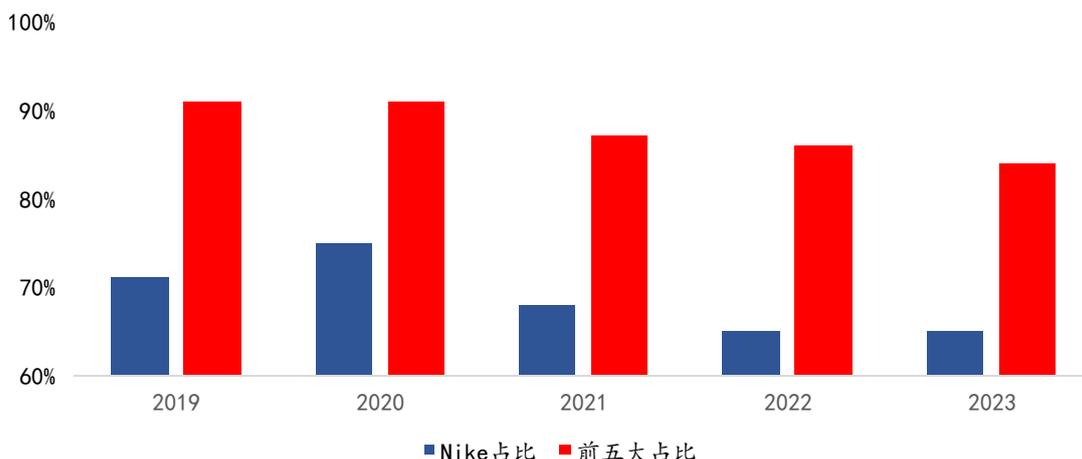
图表9: NBA 球星签约品牌情况

品牌	主要签约球员	备注
耐克 (Nike)	勒布朗·詹姆斯 (LeBron James), 凯文·杜兰特 (Kevin Durant)	主导篮球鞋市场, 签约多位顶级球星
李宁 (Li-Ning)	吉米·巴特勒 (Jimmy Butler), CJ·麦科勒姆 (CJ McCollum)	扩展国际市场影响力, 提升品牌国际化形象
安踏 (Anta)	凯里·欧文 (Kyrie Irving), 克莱·汤普森 (Klay Thompson)	签约高人气球员, 稳固品牌在篮球领域的影响力
乔丹品牌 (Jordan Brand)	卢卡·东契奇 (Luka Dončić), 杰森·塔图姆 (Jayson Tatum)	通过年轻球星拓展市场, 吸引新一代消费者
安德玛 (Under Armour)	斯蒂芬·库里 (Stephen Curry)	以库里为核心代言人, 稳固其在投射型后卫中的认可度
361度 (361 Degrees)	尼古拉·约基奇 (Nikola Jokić)	通过约基奇增加品牌国际影响力
匹克 (PEAK)	安德鲁·威金斯 (Andrew Wiggins)	提升品牌在北美市场的认知度
斯凯奇 (Skechers)	乔尔·恩比德 (Joel Embiid)	进军篮球市场, 增加在篮球社区的影响力

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

对比美国运动服饰行业 CR5 的 29.5%，我国体育服饰集中度偏高有其成因及稳定性。我们认为我国与美国存在国情上的差异，首先美国拥有众多历史悠久的本土运动品牌，竞争较为激烈；同时美国终端零售商话语权更高，如耐克授权的零售商迪卡侬、Foot Locker 和 JD Sports 均有较大的影响力，且大型零售商经营众多品牌，对头部品牌形成较大的分流，渠道对于消费的决策影响力或大于品牌本身。而我国国内中高端运动品牌数量较少、终端零售话语权较弱，产业链价值集中在品牌商这一侧，且大品牌专营店占比更高。因此我们认为从 3-5 年维度来看，我国运动鞋服市场格局难被颠覆，强者恒强，行业集中度维持高位逻辑仍然成立

图表10: Foot Locker 对头部品牌商依赖度呈现下降趋势

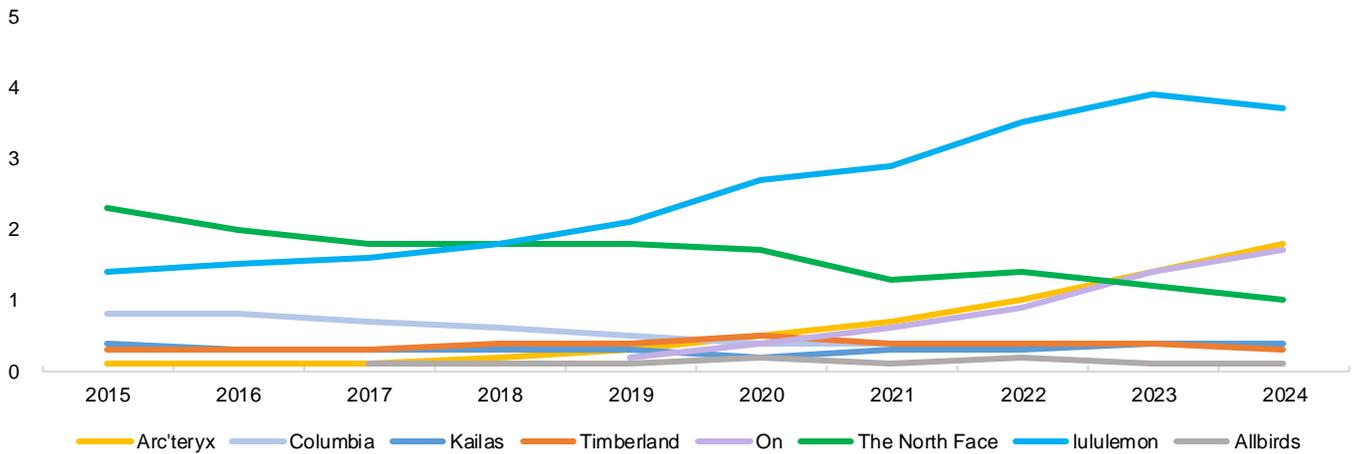


来源: Footlocker 官网, 国金证券研究所



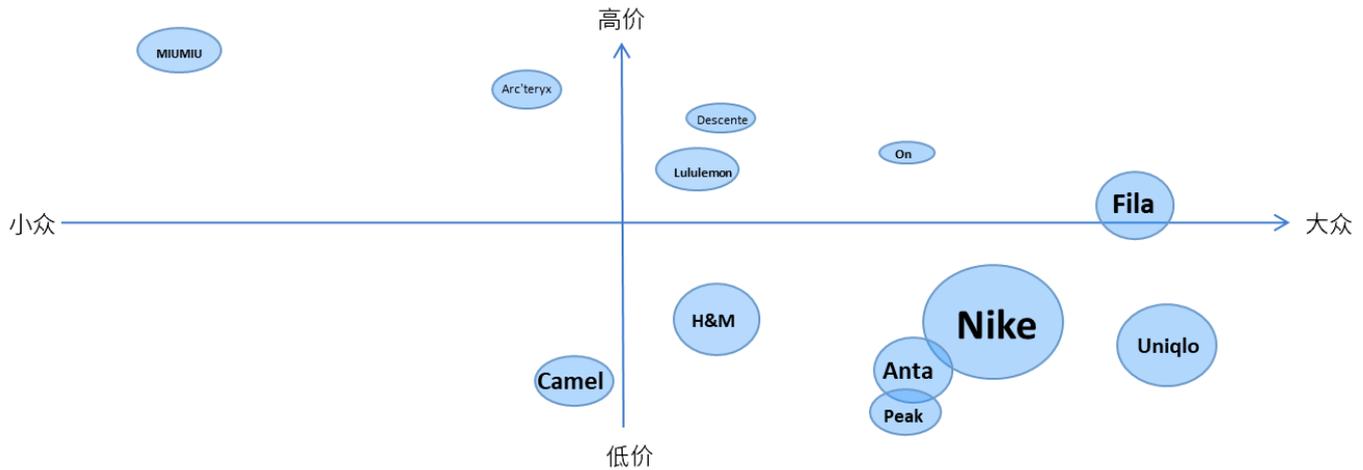
理由 2) 垂类品牌可覆盖的市场层级、规模有限，与运动服饰品牌整体构成差异化竞争。垂类品牌崛起往往代表了消费者对“小众”、“个性”的需求，而小众赛道天花板较低，且与运动服饰赛道在消费者需求方面存在差异性，因此分流状况较为有限。参考过去十年的情况，除 Lululemon 单一品牌市占率曾达到近 4% 外，其余品牌均在 2% 左右达到瓶颈，增速放缓。且拆分品牌定位来看，低价、低时尚性的垂类品牌规模最大；高价、高时尚性两者至少占据其一的垂类品牌规模相对较小，反映出垂类品牌亦难以培育与运动服饰龙头相当的品牌。

图表11：部分垂类品牌近 10 年市占率变动趋势 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表12：品牌集中度与价格矩阵



来源：天猫，国金证券研究所

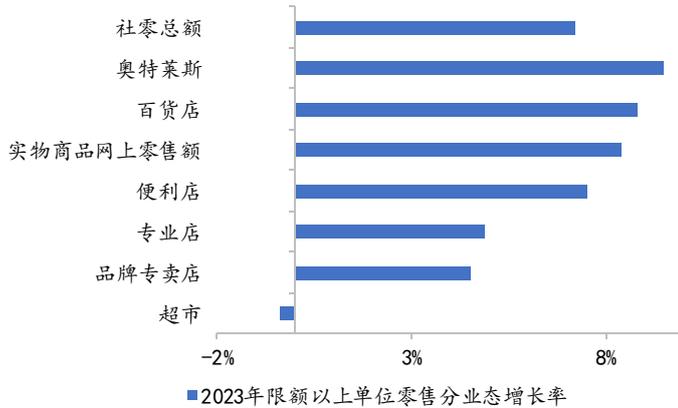
## 2.2、关注问题 2：高端品牌一定弱于低端品牌？

我们的观点：更看好“好品牌的下沉”，而非“单一低价品牌”。

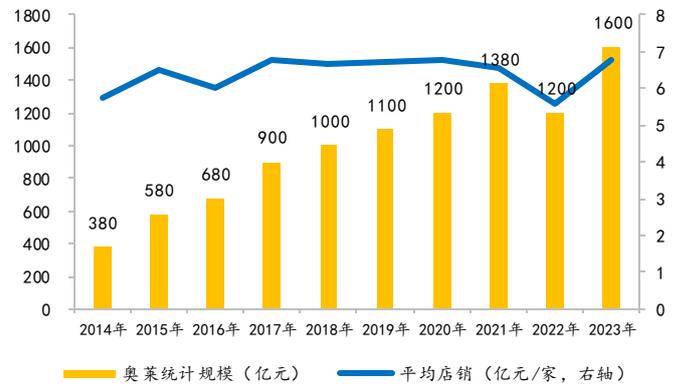
1) 各高线品牌纷纷参与下沉市场竞争，低线城市竞争加剧。近年下沉品牌、业态大幅增加，2023 年限额以上单位奥莱渠道增长 9.5%，总规模达 1600 亿元，领先其他渠道，下沉市场竞争逐步加剧。如运动龙头耐克、安踏等纷纷布局下沉市场，分别积极拓展奥莱店、“超级安踏”性价比门店，阿迪达斯与海澜之家合作，2024 年至今已在下沉市场新开多家门店。我们认为在众多大牌下场竞争背景下，基本盘位于低线城市的、此前未直面高线品牌竞争的单一低价品牌将在 2025 年同时面对高线品牌积极下沉+白牌价格战的双重冲击，品牌增长红利减弱。



图表13: 2023年奥莱渠道快速增长



图表14: 中国奥莱销售规模(亿元)



来源:《2023-2024 中国奥特莱斯行业白皮书》, 国金证券研究所

来源: 奥莱领秀, 国金证券研究所

2) 消费或已筑底, 高线城市受损严重品牌客流回升弹性更大。当前一二线城市零售情况受消费信心不足以及天气等因素影响筑底, 我们认为与 20/22 年公共卫生事件期间情况相似, 我们复盘了 20Q1-23Q2 的情况, 中高端品牌门店主要位于一二线城市, 在 20Q1/20Q2/22Q2/22Q4 公共卫生事件期间受客流减少因素影响, 营收出现波动, 随着公共卫生事件等负面因素减弱, 中高端品牌流水迎来较大幅度的反弹, 且反弹幅度高于大众服饰。我们认为当前零售复苏进度虽难预测, 但随着利好政策逐步推出, 居民消费情绪逐渐进入上行通道, 应该重视拐点到来后中高端品牌反弹的力度。

图表15: 公共卫生事件后中高端品牌营收有较大幅度反弹

品牌	时间	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
比音勒芬	营收	4.19	4.75	6.10	7.30	6.23	5.87	7.59	7.51	8.10	5.03	9.12	6.60	10.79	6.05
	yoy	-11.11%	27.02%	27.71%	45.34%	48.47%	23.65%	24.36%	2.97%	30.16%	-14.33%	20.10%	-12.16%	33.13%	20.25%
报喜鸟	营收	6.48	7.25	8.87	15.27	9.95	9.80	9.98	14.78	11.57	8.38	10.42	12.75	12.90	11.80
	yoy	-15.95%	10.09%	20.03%	38.38%	53.59%	35.14%	12.47%	-3.21%	16.31%	-14.46%	4.49%	-13.79%	11.49%	40.77%
歌力思	营收	4.10	4.04	5.32	6.16	5.36	5.64	5.73	6.90	6.28	5.43	5.75	6.49	6.66	7.07
	yoy	-34.11%	-37.23%	-13.99%	-15.37%	30.61%	39.50%	7.75%	12.05%	17.20%	-3.69%	0.25%	-5.92%	5.99%	30.22%
森马服饰	营收	27.38	29.96	37.16	57.55	33.10	32.06	35.04	53.99	33.09	23.32	33.02	43.89	30.02	25.58
	yoy	-33.51%	-26.95%	-26.30%	-5.28%	20.91%	7.01%	-5.69%	-6.19%	-0.03%	-27.28%	-5.79%	-18.71%	-9.29%	9.71%
海澜之家	营收	38.48	42.54	36.76	61.80	54.94	46.40	40.22	60.32	52.12	43.04	41.59	48.87	56.82	55.17
	yoy	-36.80%	-8.18%	-7.35%	-15.11%	42.77%	9.08%	9.39%	-2.40%	-5.15%	-7.24%	3.43%	-18.99%	9.02%	28.19%

来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

### 2.3、关注问题 3: 制造景气度难以持续?

我们的观点: 供给扩张+需求有支撑, 制造高景气仍在进行时。

**供给侧: 2025 年制造龙头产能有望迎来扩张。**鞋服制造龙头 2024 年产能维持稳定, 截至 24Q3 末行业龙头资本开支同比减少 8.37%, 同时, 中游制造订单景气度较高, 全年板块产能利用率维持在较高水平, 为匹配订单增长的需求, 25 年多个龙头进入快速扩产周期, 打开产能瓶颈提升收入。户外制造板块 24H1 表现相对疲软, 24Q3 随着浙江自然等龙头去库进展顺利, 有望步入进入补库周期, 25 年有望迎来底部反转。



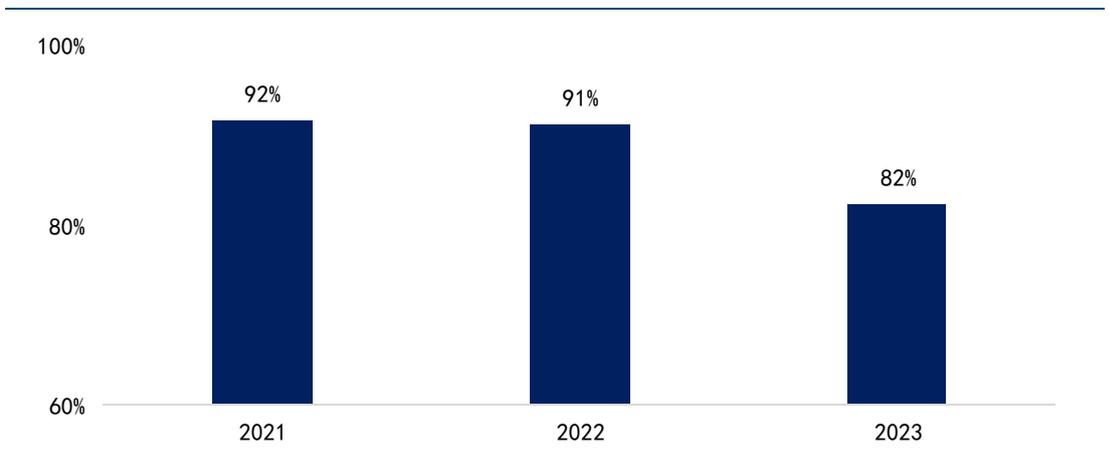
图表16: 制造龙头持续增加产能, 2025年有大量新增投产

	规划产能	预计投产时间
华利集团	印尼、越南估算 1000 万双	2025 年以后
新澳股份	越南 20000 锭	2024 年底到 2025 年初
	宁夏 20000 锭	2025 年 10 月
伟星股份	东南亚扩产	2025 年以后
南山智尚	锦纶 6/66 各 4 万吨	2025 年 4 月

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**需求端: 海外大客户补库需求持续, 优质制造龙头订单维持高景气。**海外大牌经历 2023 年全年去库存后, 库存基本恢复至健康水平, 2024 年各品牌采购实行稳健策略, 同时继续扶持核心供应商, 针对优质制造龙头有较大补库需求。此外国内制造龙头在深化绑定优质大客户的同时开拓新客户, 提升订单成长性, 我们认为优质制造龙头产能持续扩张以及需求有支撑的背景下中游制造景气度仍将延续。

图表17: 华利集团前五大客户占比逐年下降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

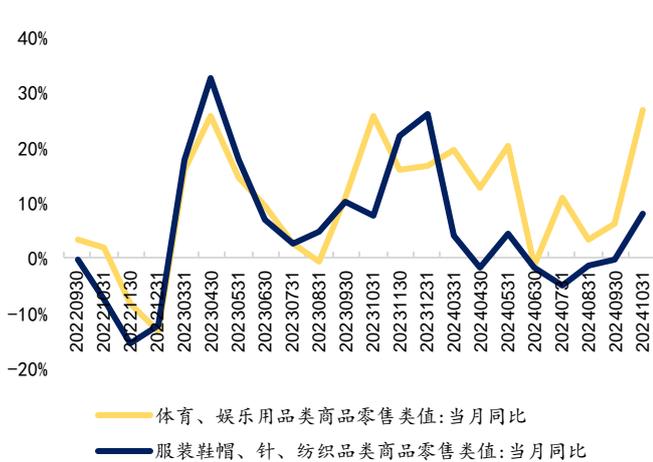


### 3、展望 2025 年：重视运动与男装赛道，优选低估值、高成长性标的

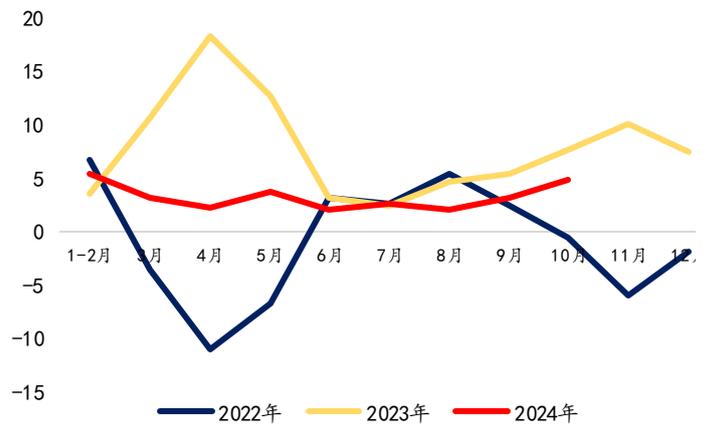
#### 3.1、当前服装板块基本面来到了什么位置？

10 月服装零售回正，向上拐点确立。2024 年服装零售数据有所波动，1-5 月服装零售同比增长 2.0%，板块呈现弱复苏趋势。从 6 月开始，受到部分地区恶劣天气以及内需疲弱的影响，服装零售有所承压，零售数据呈现筑底趋势。从最新情况看，服装零售 10 月同增 8.0%，增速环比 9 月增长 8.4pct，除了受双十一大促时间点提前的影响外，也反映线下客流有所修复、动销改善。10 月体育、娱乐用品零售同增 26.7%，相较 1-9 月累计增速明显提振，亦反映相关需求回升。我们认为零售数据抬头意味着服装零售筑底改善趋势已逐步明确，市场关于板块的负面情绪已得到充分释放，服装板块作为可选消费领域弹性较大的板块拥有较大的改善空间，我们建议持续关注终端零售复苏进度。

图表18：服装、体育及娱乐用品零售增速



图表19：社会消费品零售额当月同比 (%)



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

#### 3.2、零售筑底回暖背景下优选运动、男装赛道

基于当前零售环境，我们认为一方面要选择空间大，增速相对更高的子板块，另一方面考虑到企业端经营活动的恢复早于个人盈利端修复，应选择与商旅出行的恢复更加相关的赛道。因此品牌服饰领域首选运动与男装板块。

理由 1) 从空间的角度，运动板块仍是空间大、集中度相对最高赛道，其次是男装板块。首先运动行业依然保持快速增长，2023/2024 年国内体育服饰行业规模为 3860/4089 亿元，同比增长 14.24%/5.95%，在消费意愿有所波动的背景下，体育服饰行业增长驱动主要来源于国家政策的支持以及户外运动兴起的催化。在政策层面上，国家大力鼓励体育行业发展，通过加大优质体育产品供给、丰富体育消费场景等方式挖掘体育在扩大内需方面的潜力。同时得益于低渗透率以及国民健康意识增强，户外运动迎来快速发展。我们认为只要国家坚定成为体育强国的决心不动摇，从 3-5 年维度来体育服饰的增长驱动不会改变。



图表20: 在内需波动背景下, 我国体育服饰规模仍快速增长



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表21: 国家政策持续支持体育行业发展

政策名称	发布时间	发布机关	主要内容
《冰雪旅游发展行动计划(2021—2023年)》	2021年2月	文化和旅游部、体育总局 发展改革委	以2022年北京冬奥会为契机,推动群众性冰雪赛事活动开展,深挖冰雪旅游消费潜力,促进相关行业融合。力争到2023年助力2022北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。
《“十四五”体育发展规划》	2021年10月	体育总局	“十四五”时期主要实现以下目标:全民健身水平达到新高度;竞技体育实力再上新台阶;青少年体育发展进入新阶段;体育产业发展形成新成果;体育文化建设取得新进展;体育对外交往作出新贡献;体育科教工作达到新水平;体育法治水平得到提升。
《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	2022年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅	构建更高水平的全民健身公共服务体系,是加快体育强国建设的重要基石,是顺应人民对高品质生活期待的内在要求,是推动全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展的重要内容。
《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》	2022年7月	体育总局	充分发挥体育团结民心、凝聚力量、激励精神的独特作用,落实落细稳经济促发展各项政策措施,深化体育供给侧结构性改革,不断丰富体育产品和服务,激发体育消费活力,推动体育产业高质量发展,助力服务“六稳”“六保”、构建新发展格局,为稳住经济大盘、确保经济在合理区间运行贡献体育力量。
《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》	2022年10月	体育总局 发展改革委	“十四五”时期,在常态化防控形势下,人民群众增进健康、亲近自然的需求将刺激户外运动产品和服务供给;5G、大数据、区块链、物联网、人工智能等新一轮科技革命将助推户外运动产品创新和服务升级,增加户外运动产业发展的动力。



《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》 2023年7月 体育总局

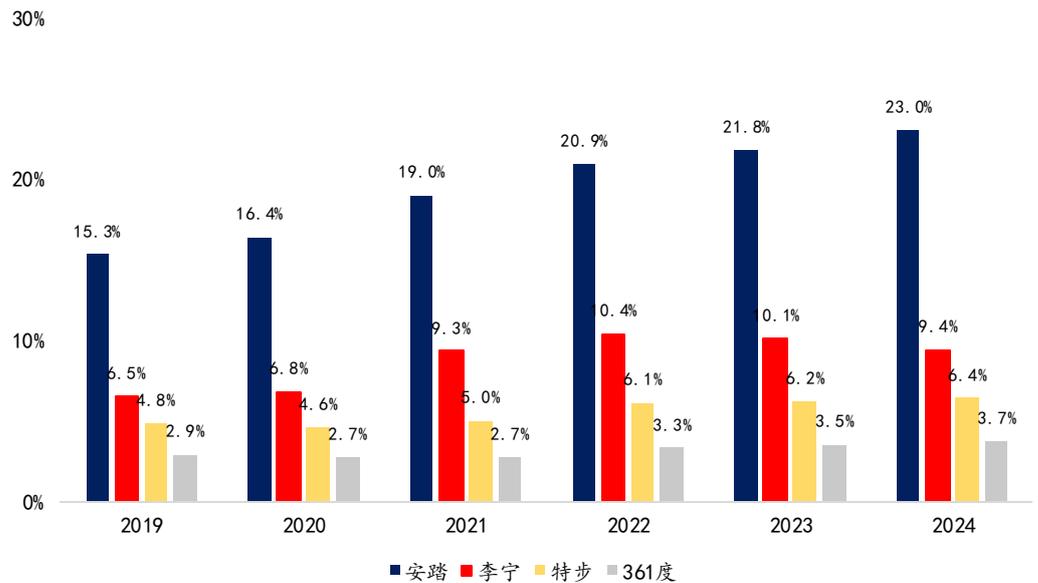
加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础，不断释放体育消费潜力、扩大体育消费规模、优化体育消费结构，切实发挥体育在扩大内需、挖掘国内市场潜力，为助力经济增长、构建新发展格局贡献体育力量。

《2024年体育标准化工作要点》 《2024年体育标准立项指南》	2024年9月	体育总局	围绕全民健身加大关键标准研制，研制发布体育赛事活动、体育公园、登山健身步道和室外健身器材等一系列重点领域国家标准。组织开展青少年体育领域标准建设，开展青少年体育活动组织管理、青少年运动方法组织推进体育场地设施、器材装备等相关标准制定。健全适老化标准建设，推动构建服务保障体育竞技、训练专业器材装备的标准体系。
-------------------------------------	---------	------	--

来源：体育总局，中共中央办公厅、国务院办公厅，国金证券研究所

**国产体育服饰竞争力不断增强，市占率持续优化。**随着国产品牌产品、技术逐步积淀，龙头在体育服饰行业占比逐渐提升，安踏/李宁/特步/361度市占率由2019年的15.3%/6.5%/4.8%/2.9%增长到2024年的23.0%/9.4%/6.4%/3.7%，在与Nike、Adidas等国际品牌的竞争中逐渐凸显自身优势扩大市场份额。综合来看，国产体育服饰龙头受益于行业增长以及格局优化的双重驱动，未来趋势向好。

图表22：国产体育服饰竞争力不断增强，市占率持续优化



来源：Euromonitor，国金证券研究所

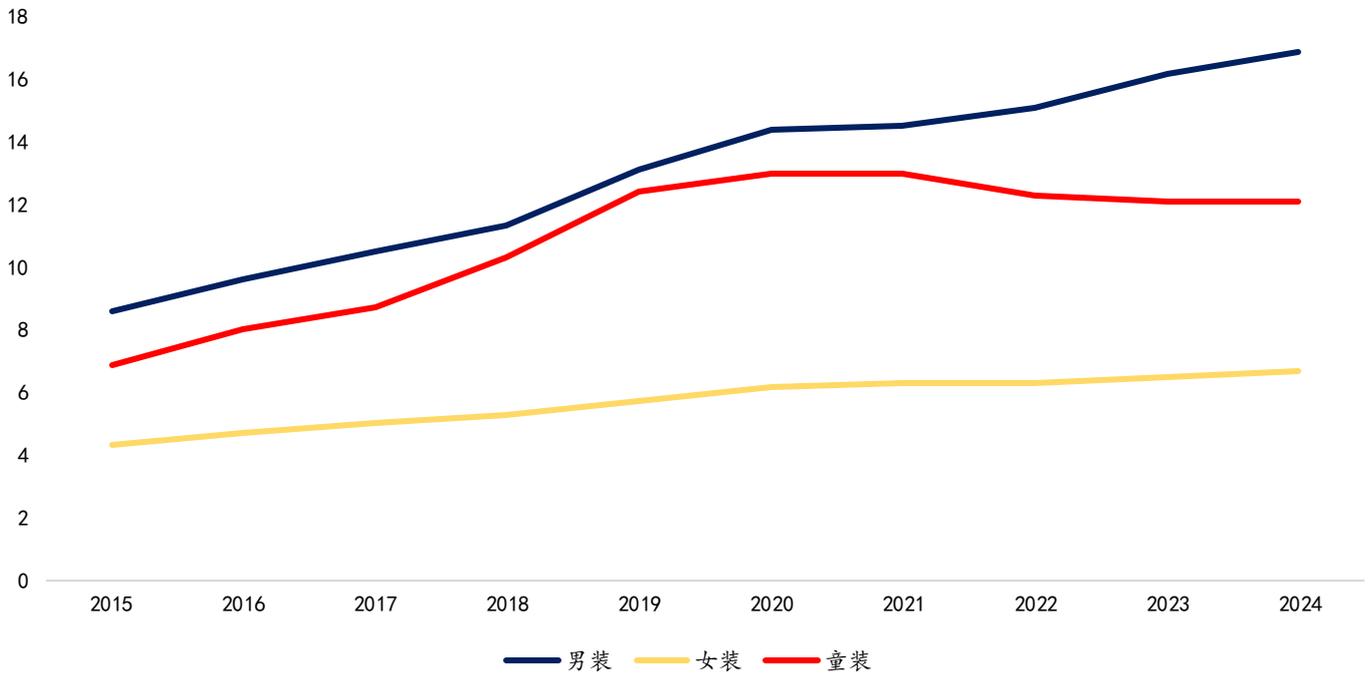
**男装格局更优，当前市场环境下具备比较优势。**从行业规模来看，男女童装行业均保持稳健增长，从集中度角度来看男装、女装、童装出现分化，2024年男装/女装/童装CR5分别为16.9%/6.7%/12.1%，相比2014年分别提升了8.3pct/2.4pct/5.2pct，男装行业集中度提升幅度高于女装及童装，格局相对更优。

拆解男装与其他赛道格局差异的原因，我们认为主要有以下两点：**1、产品维度：**由于男性消费者需求相对一致，男装品牌SKU较少。同时男装产品色系范围较女装更窄，因此不同品牌之间产品的视觉差异性更小，品牌凭借产品质量与性价比优势更易形成规模化。**2、客群维度：**从客群特征来看，支付能力更强的男性消费者更重视优质品牌所建立的圈层文化带来的身份认同，品牌忠诚度高且价格敏感程度低，有利于市场份额向优质品牌集中。对于大众消费者，在不同品牌设计差异性相对女装更小的背景下，更倾向于选择产品品质更高，耐用性更好的品牌。

因此我们认为男装龙头的增长依靠格局优化与行业需求扩容共同驱动，因此在整体行业增速波动的情况下，优质男装龙头通过自身产品质量、品牌认知度等优势扩大市场份额，具备更好的成长动力，且在当前零售筑底回升的情况下，考虑到企业端经营活动的恢复早于个人盈利端修复，应选择与商旅出行的恢复更加相关的男装赛道。



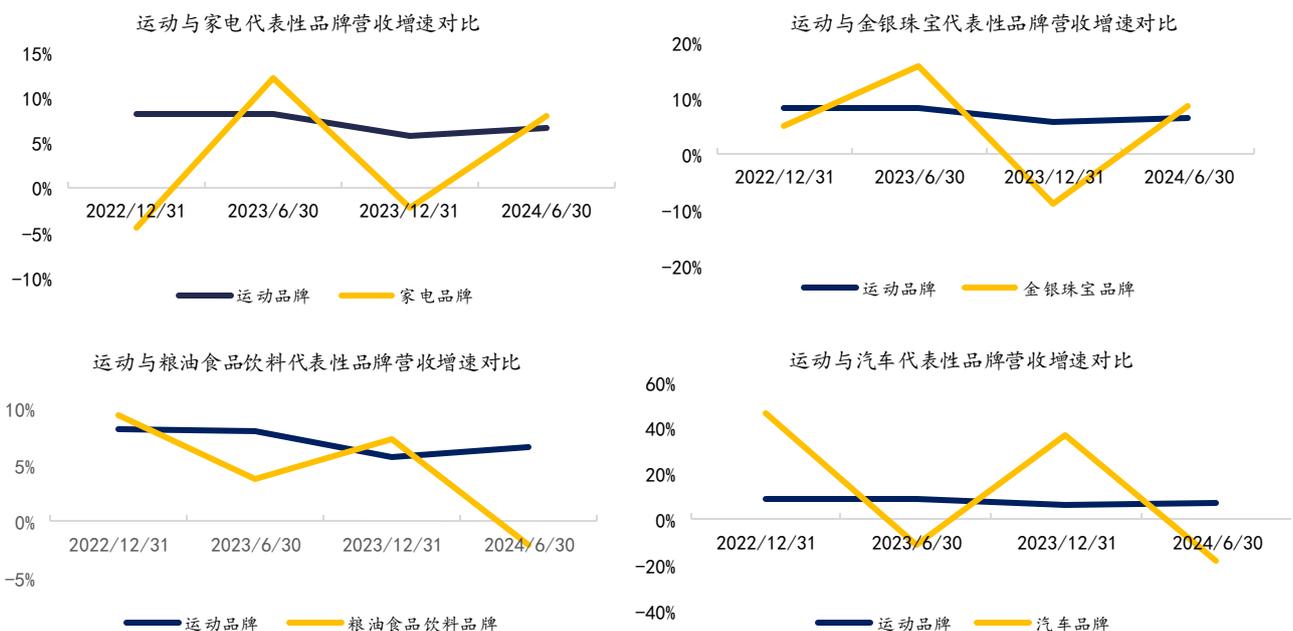
图表23: 男装赛道近十年集中度提升幅度更大(%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

理由 2) 从投资风险的角度, 运动龙头经营波动小, 男装龙头存货风险可控。在内需波动背景下, 服装零售承压以及库存堆积是市场主要关心的风险, 这个维度上运动与男装龙头较其他板块更稳健。我们对比了运动板块与其他行业代表性品牌的营收增速, 运动行业经营稳健性明显更优。

图表24: 运动板块营收较其他消费品更稳定(%)



来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所



我们亦列举了近六年男装与女装存货跌价准备与存货比值，男装的比值要低于女装，反映出男装库存较女装更不容易长期积压。我们认为原因主要有两点：1) 男装产品以沿袭经典款式为主，叠加男性客群对服装时尚性要求相对较低，因此过季产品仍具备一定变现能力，在逆势背景下存货受影响较小。2) 男装品牌加盟渠道占比较高，而加盟渠道相较直营渠道对公司的库存影响更低。因此基于库存风险维度配置男装赛道是相对较好的选择。

图表25: 男女装公司存货跌价准备/存货

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
男装						
海澜之家	4.42%	5.43%	10.31%	10.84%	8.94%	6.37%
比音勒芬	1.87%	4.74%	9.68%	13.88%	16.43%	15.36%
报喜鸟	8.75%	9.84%	8.22%	6.09%	8.55%	7.96%
女装						
歌力思	36.15%	36.49%	42.46%	37.59%	36.29%	31.54%
地素时尚	15.97%	15.30%	17.62%	22.43%	23.06%	21.83%
欣贺股份	32.49%	29.21%	29.28%	25.51%	19.86%	18.16%

来源：公司公告，国金证券研究所

理由 3) 当前时点与 2022 年底较为相似，关注体育服饰/男装的估值弹性。

综合景气度、估值、盈利调整情况来看，我们认为当前时点与 2022 年底情况有以下几点相似：

- ① 三季度业绩大幅下滑，但已有重磅政策推出，宏观环境改善预期出现；
- ② 零售数据拐点初步有验证。比如 2022 年 11-12 月动销显著改善以及 2024 年国庆、十月数据环比回正；
- ③ 2023 年春节、2025 年春节时间较早（一月份），因此大概率旺季前置，催化数据改善，叠加低基数效益，我们认为可以期待至少一个季度的确定性改善。

从结果上来看，22 年 11 月到 23 年 1 月春节前，安踏体育涨幅约为 180%，李宁涨幅近 100%，海澜之家叠加高股息行情持续上涨，我们建议关注体育服饰/男装赛道龙头标的的弹性。

图表26: 李宁股价接近翻倍



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

图表27: 海澜之家股价持续提升



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

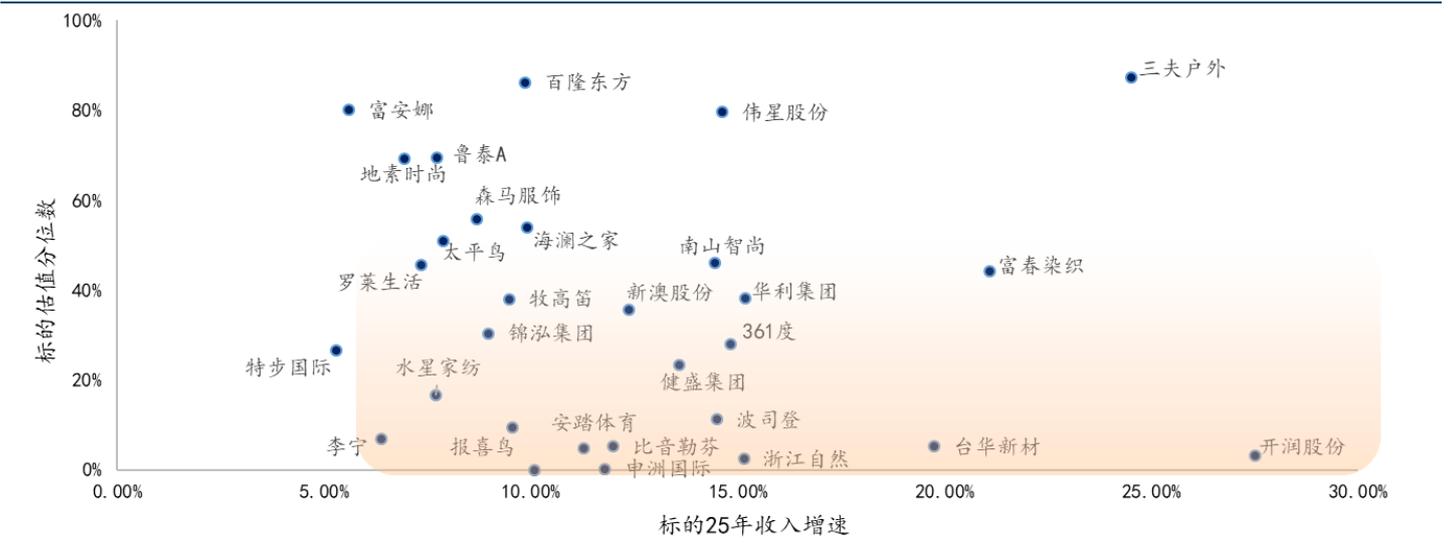


### 3.3、高增速低估值个股筛选

从估值维度上我们将服装板块重点标的按照标的估值分位数与25年收入增速预测做了定位，当前背景下优选低估值（40%分位数以下）、高景气度（25年收入增速6%以上）标的。

- 运动及功能型服饰板块：如李宁、安踏体育、361度、波司登等；
- 高端服饰板块：比音勒芬、报喜鸟、锦泓集团等；
- 纺织制造板块：如华利集团、申洲国际、开润股份、新澳股份等；

图表28：纺织服饰板块标的估值分位数与景气度



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所



#### 4、投资建议及重点标的盈利预测

自上而下筛选，我们看好相对高景气度、高集中度、低估值的运动服饰、男装板块。

**1) 运动服饰龙头：**推荐存货整理到位、24年受多重非经因素影响业绩处于低位、估值性价比突出的【**李宁**】；

更快地推动分级分层，国庆期间 300+新店开业，高低线店型均已跑通，palace/arena 门店在高线持续拿份额、提升品牌形象调性，低线的超级安踏店从年中尝试以来店效暴增，持续拉动流水；品牌布局最全面，预计充分享受后续消费回升的【**安踏体育**】。

**2) 男装：**从过往几轮复苏来看，企业端 B 端经营、生产、商务活动频率会先得到修复，然后才会传导到盈利层面，c 端居民消费能力的改善。重点跟商旅出行最相关、同时估值上限较高的男装龙头【**比音勒芬**】，同时建议关注高线客流受损标的报喜鸟、商业转型拓展奥莱业态的【**海澜之家**】。

自下而上筛选，看好具备确定性拓客户逻辑的【**华利集团**】，建议关注底部反转的户外制造龙头【**浙江自然**】。

图表29：板块 25 年盈利预测

板块	公司	25 年收入 (亿元)	25 收入增速	25 净利润 (亿元)	25 净利润增速	25 年 PE	市值(人民币 亿元)
运动服饰	安踏体育	777.89	11.29%	138.55	3.16%	14.70	2081.47
	李宁	300.77	6.38%	34.67	10.69%	10.73	388.41
	特步国际	155.31	5.30%	14.22	13.08%	8.79	131.96
	361 度	115.25	14.82%	13.15	17.19%	5.34	72.62
中高端服饰	比音勒芬	43.29	11.98%	11.14	15.88%	9.58	235.06
	报喜鸟	56.71	9.55%	6.73	15.25%	8.42	154.22
	波司登	265.82	14.51%	36.00	17.09%	10.71	455.31
女装	歌力思	33.92	10.08%	2.15	84.72%	13.69	29.64
	地素时尚	25.09	6.94%	4.10	13.72%	13.68	58.06
	锦泓集团	49.41	8.98%	3.51	4.08%	7.65	27.69
大众服饰	森马服饰	159.51	8.70%	13.49	14.87%	12.16	170.00
	海澜之家	233.03	9.91%	28.17	14.19%	9.90	290.09
	太平鸟	75.48	7.87%	4.33	27.71%	15.26	68.28
家纺	罗莱生活	50.67	7.35%	5.14	21.41%	12.38	65.73
	富安娜	31.90	5.61%	5.71	7.97%	12.41	73.60
	水星家纺	45.30	7.71%	3.89	12.44%	9.97	39.86
户外	浙江自然	11.26	15.15%	2.16	19.18%	12.48	27.01
	牧高笛	15.81	9.48%	1.18	14.21%	19.40	21.89
	三夫户外	10.97	24.52%	0.60	200.00%	32.02	19.68
原材料及纺织	新澳股份	55.12	12.37%	4.93	13.85%	9.88	50.20
	百隆东方	87.94	9.85%	7.19	31.45%	11.59	86.08
	鲁泰 A	67.03	7.74%	5.17	22.25%	10.21	48.12
	富春染织	40.51	21.09%	2.33	32.58%	8.36	20.14
	台华新材	81.27	19.76%	9.17	17.54%	10.87	105.50
	南山智尚	19.86	14.44%	2.53	18.77%	15.55	41.40
代工制造	华利集团	2.76	15.18%	44.87	15.69%	18.04	805.93
	申洲国际	312.78	11.80%	65.94	13.02%	12.76	858.62
	伟星股份	53.56	14.62%	8.15	15.55%	18.64	155.46
	健盛集团	29.57	13.60%	3.80	16.03%	9.52	37.23
	开润股份	53.10	27.51%	3.95	3.14%	12.68	51.89

来源：同花顺 ifind(收入净利润预测来自同花顺一致预期，11月21日港元兑人民币汇率为 0.9245)，国金证券研究所



## 风险提示

**内需恢复不及预期:** 当前我国零售仍有波动, 居民消费信心尚未完全恢复, 如果内需恢复不及预期, 可能会进一步拖累板块表现。

**汇率波动风险:** 川普上台后政策具有较大不确定性, 短期内对美元指数等产生较大影响, 可能波及人民币兑美元汇率, 纺织制造端企业多为外贸出口型企业, 人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

**关税风险:** 若美国等其他国家加征更高关税, 削弱我国产品在全球市场的竞争力, 或影响相关出口企业的收入和利润。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

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。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务

