

纺织服装行业专题

纺织服装行业研究框架之纺织制造

行业研究 · 行业专题

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

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

- **纺织制造产业链梳理：**制造商在服装价值链中占比仅3成，除成本优势以外，如能帮助品牌提高产品动销周转效率，将贡献更大价值。纺织制造企业上下游特点：1) 上游原材料供应商的利润受原料和产品的价格波动影响较大，原材料备货占用营运资金较多，周期属性较强，头部企业规模大；2) 中游材料供应商的产品多样化程度较高，自动化生产水平也较高，定制开发能力是议价力的关键，优质细分企业利润率高；3) 下游成品供应商基本为代工模式，深度绑定头部品牌的供应商壁垒高，管理能力和一体化研发能力强的企业ROE高。从产能和收入分布来看，下游代工制造企业在中国产能占比下降较早，大部分已经布局在东南亚，国内市场收入占比在2~3成；中游面辅料企业大部分产能仍在中国，来自境内的直接收入占比随下游企业外迁，普遍低于国内产能占比；上游纱线企业中，棉纺类在海外产能占比较高，化纤、毛纺仍以中国布局为主，在中国市场收入占比较高，达到3~8成。
- **行业研究和跟踪数据：**产业趋势一：中国纺织业雄踞全球、成为全球不可或缺的一环，同时低附加值加工产业向东南亚迁移；产业趋势二：微观上，人才、技术、资本向外输出，头部纺企海外扩张构建新增长曲线；产业趋势三：中国纺织产业升级大势所趋，附加值提升具有广阔前景。从出口份额看市场地位，中国在终端品和中间品环节具有显著优势，东南亚在终端品环节优势提升，美国在原料环节具有明显优势。行业近况：10月越南纺织品和鞋类分别同比+19.0%和50.5%，增速环比大幅提升；中国纺织品出口同比增长15.6%；服装和鞋类出口分别同比+6.8%和-1.6%。美国服装消费韧性较强，2024年1-10月美国服饰零售额累计同比增长2.1%；服装批发商库销比保持下降趋势，零售商库存水平基本维持。
- **细分板块投资逻辑：**1) **原材料、中间材料供应商：**优质企业亮点在于业绩增长迅速，利润率水平高，叠加较强的周期性下找到把握买点，有较好的收益弹性。亮点原因在于产品的差异化，技术和服务等壁垒，能够扩大市场份额并赚取超额利润。由于行业生产自动化程度较高，普遍对资本开支要求较高，现金流的来源是否可持续较为关键，而同时行业集中度天花板较高，有显著盈利能力优势的企业通过扩产将有效提高自身市占率。2) **成品供应商：**值得投资的企业具有以下特点，包括业绩确定性强、ROE高、成长性较好、长期现金流回报好。原因在于成品供应商作为劳动密集型企业，一般劣势在于进入门槛低，产品附加值低，劳动力成本上涨，但相应的优势在于资本开支较低，相对轻资产。优秀的供应商能够扬长避短，和全球头部品牌深度绑定，只有少数巨头企业形成了寡头格局。并且自身具有成本规模优势、管理效率优势、交付能力强、一体化研发壁垒等竞争力，为品牌客户提供了较大价值。

- **风险提示：**宏观经济增长不及预期；产能扩张不及预期；供应商下游客户库存恶化；国际政治经济风险。
- **投资建议：**优选赛道，把握拐点

首先，纺织制造企业在纺织服装全价值链中占比较低，行业盈利能力和成长性都普遍较弱，优选具有景气度和附加值的赛道更容易获得预期差的收益。其次，纺织制造上下游不同环节的企业在财务属性上有许多差异化特征，理解背后主要的经营驱动逻辑后更易于把握拐点。当下品牌库存优化带动板块订单反弹、产能利用率改善，推动较多公司实现好于预期的业绩。未来全球贸易环境存在一定不确定性，拥有完善产能布局的公司能够较好的规避风险。同时，行业随基数上升，订单增速或将放缓，终端需求弱复苏的背景下产业链的正向价格传导趋势也尚未形成，具有份额提升能力的企业将凸显增长的持续性。重点推荐运动代工龙头**申洲国际**、**华利集团**，以及细分赛道制造龙头**伟星股份**、**健盛集团**、**台华新材**、**开润股份**，关注毛纺和棉纺龙头**新澳股份**、**百隆东方**。

图表：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	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2313	申洲国际	优于大市	57.5	859	3.93	4.57	14.6	12.6
300979	华利集团	优于大市	69.1	780	3.35	3.79	20.6	18.2
002003	伟星股份	优于大市	13.3	155	0.61	0.69	21.8	19.3
603558	健盛集团	优于大市	10.1	37	0.90	1.04	11.2	9.7
603055	台华新材	优于大市	11.9	106	0.87	1.02	13.7	11.6
300577	开润股份	优于大市	21.6	52	1.61	1.45	13.4	14.9
603889	新澳股份	优于大市	6.9	50	0.59	0.66	11.6	10.5
601339	百隆东方	优于大市	5.7	85	0.39	0.54	14.8	10.5

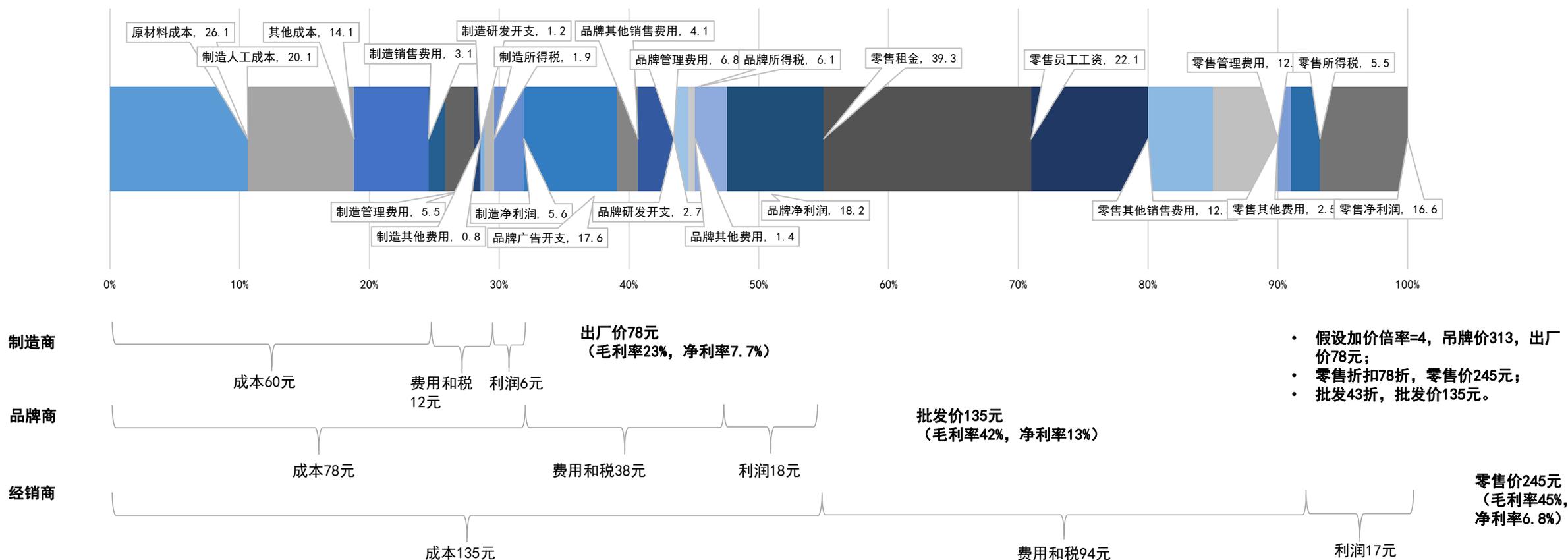
- [01] 纺织制造产业链梳理
- [02] 行业研究和跟踪数据
- [03] 细分板块投资逻辑
- [04] 个股概览
- [05] 投资建议与风险提示

【 01 】 纺织制造产业链梳理

1、纺织服装价值链拆分

- 鞋服价值链条中占比最大的是渠道费用。价值链中除利润以外绝大部分成本费用来自于销售端的打折、渠道费用等，占据价值链约一半。因此，能够提高渠道利用效率的因素对改善品牌经营利润有巨大帮助。
- 制造商在价值链中占比较低，但净利率并非最低。供应商的成本费用和利润合计在价值链中占比仅3成，如能够为品牌提供除成本以外的有利于产品动销和周转效率的优势，为品牌贡献的价值更大。因此，部分优质供应商的净利率高于品牌商。

图：服装价值链拆分示意图

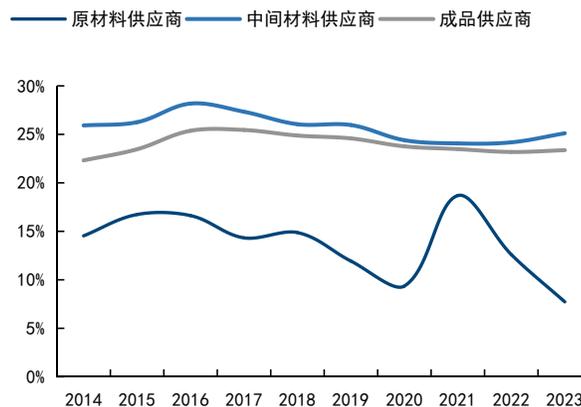


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、纺织制造细分板块梳理

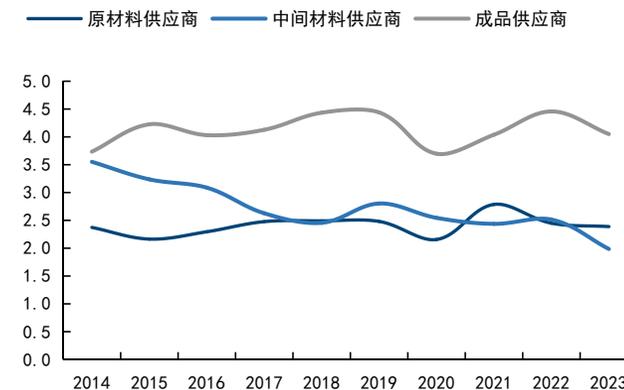
- 纺织制造企业从上下游纵向划分，可以分为原材料供应商、中间材料供应商和成品供应商等几种类型，也有上下游一体化的供应商；
- 1. 原材料供应商的利润受原料和产品的价格波动影响较大，原材料备货占用营运资金较多，周期属性较强，生产机械化程度高、占地面积大，资本开支要求较大，固定资产周转率相对较低；主要上市公司板块包括棉纱（百隆东方、华孚时尚、天虹国际）、化纤纱（台华新材）、毛纺（新澳股份）；
- 2. 中间材料供应商的产品多样化程度较高，自动化生产水平也较高，有较好的定制开发能力的供应商利润率相对较高，资本开支要求也较大，固定资产周转率相对较低；主要上市公司板块包括面料（鲁泰A、盛泰集团、台华新材、互太纺织、超盈国际、儒鸿）、辅料（伟星股份）；
- 3. 成品供应商基本为代工模式，按品牌客户订单生产，赚取加工费，自动化程度较低，属于劳动密集型产业，资本开支要求较小，固定资产周转率高，而绑定了头部品牌的头部供应商，具有强管理能力和一体化研发能力强的企业利润率较高；主要上市公司板块包括运动或休闲服装（申洲国际、鲁泰A、盛泰集团、晶苑国际、聚阳实业）、运动鞋（华利集团、裕元集团、丰泰）、箱包（开润股份）。

图：上中下游毛利率对比



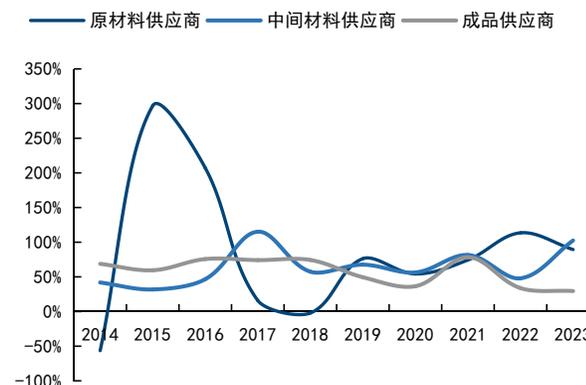
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：上中下游固定资产周转率对比



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：上中下游资本开支占经营性现金流比率对比



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

2、纺织制造细分板块梳理

上游：原材料供应商

中游：中间材料供应商

下游：成品供应商

分析

- 利润受原料和产品的价格波动影响较大，原材料备货占用营运资金较多，周期属性较强，生产机械化程度高、占地面积大，资本开支要求较大；
- 2023年行业平均毛利率7.7%，固定资产周转率2.4，资本开支占经营性现金流比率89.4%。

- 产品多样化程度较高，自动化生产水平也较高，有较好的定制开发能力的供应商利润率相对较高，资本开支要求也较大；
- 2023年行业平均毛利率25.1%，固定资产周转率2.0，资本开支占经营性现金流比率102.4%。

- 基本为代工模式，按品牌客户订单生产，赚取加工费，自动化程度较低，属于劳动密集型产业，资本开支要求较小，而绑定了头部品牌的头部供应商，具有强管理能力和一体化研发能力强的企业利润率较高；
- 2023年行业平均毛利率23.4%，固定资产周转率4.1，资本开支占经营性现金流比率29.5%。

棉纱（百隆东方、华孚时尚、天虹国际、盛泰集团、富春染织）、化纤纱（台华新材）、毛纺（新澳股份）

面料（鲁泰A、盛泰集团、台华新材、互太纺织、超盈国际、儒鸿、申洲国际、航民股份）、辅料（伟星股份）

运动或休闲服装（申洲国际、鲁泰A、盛泰集团、晶苑国际、聚阳实业、儒鸿）、运动鞋（华利集团、裕元集团、丰泰）、箱包（开润股份）、袜子和无缝服饰（健盛集团）

富春染织



百隆东方



华孚时尚



天虹国际



新澳股份



台华新材



鲁泰A



申洲国际



儒鸿



超盈国际



航民股份



互太纺织



伟星股份



晶苑国际



聚阳实业



裕元集团



健盛集团



华利集团



丰泰



开润股份



盛泰集团



主要上市公司

3、纺织制造主要公司财务指标对比

- 纺织制造企业规模与成长性

1. 运动鞋服代工龙头申洲国际、华利集团，收入体量在200亿元以上，利润体量在30亿以上；收入和利润增长相对稳定。

2. 纤维龙头和辅料龙头百隆、台华、伟星、新澳，收入体量在40-80亿元，利润体量在4-5亿元左右；纤维公司业绩增长波动性相对较大。

3. 细分板块个股兴业科技、健盛集团、开润股份收入体量在20-30亿元，利润在2亿元上下；业绩增长波动性相对较大。

分类	具体指标	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	5年平均
规模	收入	申洲国际	111.3	126.4	151.0	180.9	209.5	226.7	230.3	238.5	277.8	249.7	244.6
		华利集团				100.1	123.9	151.7	139.3	174.7	205.7	201.1	174.5
		伟星股份	18.5	18.7	21.7	26.2	27.1	27.3	25.0	33.6	36.3	39.1	32.2
		台华新材	19.4	19.0	22.4	27.3	29.7	26.9	25.0	42.6	40.1	50.9	37.1
		新澳股份	15.3	16.2	18.3	23.1	25.7	27.1	22.7	34.5	39.5	44.4	33.6
		兴业科技	22.3	23.6	25.7	21.1	18.1	15.9	14.6	17.3	19.9	27.0	18.9
		健盛集团	6.4	7.1	6.6	11.4	15.8	17.8	15.8	20.5	23.5	22.8	20.1
		富春染织	11.7	10.2	12.7	13.3	14.3	14.0	15.2	21.8	22.1	25.1	19.6
		航民股份	31.8	30.3	31.9	35.0	75.3	66.9	52.3	94.9	95.7	96.7	81.3
		开润股份	4.2	4.9	7.8	11.6	20.5	26.9	19.4	22.9	27.4	31.0	25.5
	百隆东方	46.2	50.2	54.7	59.5	60.0	62.2	61.3	77.7	69.9	69.1	68.1	
	申洲国际	20.7	23.5	29.5	37.6	45.4	51.0	51.1	33.7	45.6	45.6	45.4	
	华利集团				11.1	15.3	18.2	18.8	27.7	32.3	32.0	25.8	
	伟星股份	2.4	2.5	3.0	3.6	3.1	2.9	4.0	4.5	4.9	5.6	4.4	
	台华新材	0.8	0.4	2.3	3.7	3.4	2.0	1.2	4.6	2.7	4.5	3.0	
	新澳股份	1.1	1.3	1.6	2.1	2.0	1.4	1.5	3.0	3.9	4.0	2.8	
	兴业科技	1.2	0.1	0.6	0.5	1.2	1.2	1.2	1.8	1.5	1.9	1.5	
	健盛集团	0.8	1.0	1.0	1.3	2.1	2.7	-5.3	1.7	2.6	2.7	0.9	
	富春染织	0.3	0.4	0.8	0.7	1.0	0.9	1.1	2.3	1.6	1.0	1.4	
	航民股份	4.4	4.8	5.4	5.7	6.6	7.4	6.0	6.7	6.6	6.9	6.7	
开润股份	0.4	0.7	0.8	1.3	1.7	2.3	0.8	1.8	0.5	1.2	1.3		
百隆东方	4.7	3.2	6.0	4.9	4.4	3.0	3.7	13.7	15.6	5.0	8.2		
成长性	收入YOY	申洲国际	10.8%	13.5%	19.5%	19.8%	15.8%	8.2%	1.6%	3.5%	16.5%	-10.1%	3.6%
		华利集团					23.8%	22.4%	-8.1%	25.4%	17.7%	-2.2%	10.2%
		伟星股份	4.3%	1.4%	16.0%	20.7%	3.3%	0.8%	-8.7%	34.4%	8.1%	7.7%	7.6%
		台华新材	4.9%	-2.3%	18.3%	21.6%	9.0%	-9.5%	-7.0%	70.2%	-5.8%	27.1%	11.4%
		新澳股份	7.3%	5.8%	13.2%	26.0%	11.0%	5.6%	-16.1%	51.6%	14.6%	12.4%	11.6%
		兴业科技	25.5%	5.6%	8.8%	-17.7%	-14.5%	-12.2%	-8.0%	18.2%	15.1%	35.8%	8.4%
		健盛集团	15.5%	10.8%	-7.1%	71.4%	38.6%	12.9%	-11.1%	29.7%	14.7%	-3.1%	7.7%
		富春染织		-12.7%	24.4%	4.3%	7.8%	-2.5%	8.4%	43.6%	1.5%	13.7%	11.9%
		航民股份	8.6%	-4.9%	5.4%	9.6%	115.5%	-11.1%	-21.8%	81.4%	0.8%	1.0%	5.1%
		开润股份	41.3%	18.5%	57.0%	49.8%	76.2%	31.6%	-27.9%	17.8%	19.7%	13.3%	8.7%
	百隆东方	8.1%	8.6%	9.1%	8.8%	0.8%	3.7%	-1.4%	26.7%	-10.1%	-1.1%	2.9%	
	申洲国际	14.6%	14.0%	25.2%	27.7%	20.7%	12.2%	0.2%	-34.0%	35.3%	-0.1%	0.1%	
	华利集团					38.5%	18.9%	3.2%	47.3%	16.6%	-0.9%	15.9%	
	伟星股份	12.8%	4.9%	19.3%	23.4%	-14.9%	-6.3%	36.3%	13.2%	9.0%	14.2%	12.5%	
	台华新材	-30.2%	-48.7%	449.7%	61.1%	-6.0%	-43.2%	-38.9%	287.3%	-42.1%	67.2%	5.4%	
	新澳股份	17.4%	16.3%	20.5%	30.3%	-3.9%	-28.2%	5.8%	96.9%	30.7%	3.7%	15.2%	
	兴业科技	-32.4%	-88.9%	374.6%	-28.5%	156.4%	2.0%	-2.1%	56.9%	-17.0%	23.7%	10.0%	
	健盛集团	2.1%	31.6%	2.2%	26.9%	57.0%	32.4%	-293.1%	131.7%	56.5%	3.3%	5.5%	
	富春染织		43.7%	91.1%	-11.4%	33.4%	-7.4%	24.4%	105.4%	-30.0%	-35.9%	1.2%	
	航民股份	8.2%	8.9%	12.1%	5.7%	15.4%	11.3%	-18.4%	10.9%	-1.3%	4.2%	0.7%	
开润股份	84.4%	57.7%	26.8%	58.8%	30.2%	30.1%	-65.5%	131.0%	-74.0%	146.7%	-7.8%		
百隆东方	-6.7%	-31.6%	86.7%	-19.4%	-10.3%	-31.9%	22.9%	274.5%	14.0%	-67.7%	2.9%		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3、纺织制造主要公司财务指标对比

- 纺织制造企业ROE拆解

1. 运动代工龙头申洲、华利、辅料龙头伟星，利润率较高且较稳定，毛利率在25-40%，净利率在15-20%；其中华利固定资产周转率显著较高，其他两家居中。

2. 纤维龙头台华新材、新澳股份、百隆东方，利润率居中，其中新澳相对稳定且资产周转率较高，其余两家利润率有一定波动性，资产周转率较低。

分类	具体指标	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	5年平均
利润率	毛利率	申洲国际	29.0%	30.5%	32.5%	31.4%	31.6%	30.3%	31.2%	24.3%	22.1%	24.3%	26.4%
		华利集团				23.1%	24.2%	23.5%	24.8%	27.2%	25.8%	25.6%	25.4%
		伟星股份	38.9%	40.0%	42.0%	41.9%	39.8%	37.6%	38.3%	37.4%	38.5%	40.2%	38.4%
		台华新材	20.3%	20.6%	24.6%	27.1%	24.7%	23.0%	21.2%	25.2%	21.2%	21.1%	22.3%
		新澳股份	19.4%	18.9%	20.1%	19.4%	17.9%	14.0%	14.6%	18.7%	18.5%	18.1%	16.8%
		兴业科技	11.7%	7.9%	8.6%	7.7%	13.2%	14.8%	14.6%	23.9%	19.0%	21.0%	19.4%
		健盛集团	27.7%	30.1%	25.0%	27.4%	27.3%	28.6%	19.4%	26.2%	25.3%	25.4%	25.0%
		富春染织	10.8%	13.5%	15.3%	13.5%	14.7%	15.0%	14.7%	18.2%	11.4%	10.9%	14.0%
		航民股份	26.7%	29.8%	31.2%	29.1%	18.2%	20.1%	19.9%	13.1%	12.8%	13.4%	15.9%
		开润股份	28.2%	29.9%	28.3%	29.2%	25.6%	27.4%	28.2%	26.3%	21.4%	24.0%	25.4%
		百隆东方	19.5%	17.7%	16.7%	16.9%	18.9%	15.2%	10.5%	25.8%	26.5%	8.3%	17.2%
		归母净利润率	申洲国际	18.6%	18.6%	19.5%	20.8%	21.7%	22.5%	22.2%	14.1%	16.4%	18.3%
	华利集团				11.1%	12.4%	12.0%	13.5%	15.8%	15.7%	15.9%	14.6%	
	伟星股份	12.9%	13.3%	13.8%	14.1%	11.6%	10.7%	16.0%	13.5%	13.6%	14.5%	13.7%	
	台华新材	4.2%	2.2%	10.2%	13.5%	11.7%	7.3%	4.8%	10.9%	6.7%	8.9%	7.7%	
	新澳股份	7.4%	8.2%	8.7%	9.0%	7.8%	5.3%	6.7%	8.7%	9.9%	9.2%	8.0%	
	兴业科技	5.4%	0.6%	2.5%	2.2%	6.5%	7.5%	8.0%	10.6%	7.6%	6.9%	8.1%	
	健盛集团	12.0%	14.3%	15.8%	11.7%	13.2%	15.5%	-33.6%	8.2%	11.2%	12.0%	2.6%	
富春染织	2.6%	4.3%	6.6%	5.6%	6.9%	6.6%	7.5%	10.7%	7.4%	4.2%	7.3%		
航民股份	14.1%	16.1%	17.2%	16.6%	8.8%	11.1%	11.6%	7.1%	6.9%	7.1%	8.7%		
开润股份	10.1%	13.5%	10.9%	11.5%	8.5%	8.4%	4.0%	7.9%	1.7%	3.7%	5.2%		
百隆东方	10.3%	6.5%	11.1%	8.3%	7.4%	4.8%	6.0%	17.7%	22.5%	7.3%	11.7%		
资产周转率	固定资产周转率	申洲国际	2.89	2.60	2.40	2.56	2.77	2.58	2.33	2.24	2.45	2.22	2.36
		华利集团				10.73	5.94	6.18	5.45	6.33	6.17	5.38	5.91
		伟星股份	1.89	1.97	2.33	2.59	2.36	2.21	2.01	2.74	2.48	2.18	2.32
		台华新材	1.35	1.37	1.71	2.19	2.25	1.64	1.10	1.51	1.39	1.53	1.43
		新澳股份	4.48	4.41	4.63	4.16	3.33	2.97	2.13	3.15	3.59	3.19	3.00
		兴业科技	5.54	4.39	4.55	3.81	3.37	3.07	2.93	3.56	3.91	4.49	3.59
		健盛集团	1.95	1.78	1.27	1.49	1.45	1.38	1.11	1.39	1.55	1.48	1.38
		富春染织	13.69	5.88	7.17	6.80	5.68	3.99	3.42	4.28	4.17	2.94	3.76
		航民股份	2.22	2.02	2.03	2.04	3.95	3.36	2.58	4.71	4.92	5.00	4.11
		开润股份	5.87	7.54	10.96	14.07	22.34	18.73	9.36	10.24	8.24	6.11	10.53
		百隆东方	2.21	1.69	1.71	1.86	1.72	1.50	1.43	1.92	1.77	1.83	1.69
		总资产周转率	申洲国际	0.82	0.74	0.75	0.79	0.81	0.76	0.67	0.60	0.65	0.54
	华利集团				2.90	1.71	1.76	1.44	1.35	1.24	1.10	1.38	
	伟星股份	0.87	0.87	0.89	0.91	0.86	0.81	0.72	0.89	0.82	0.71	0.79	
	台华新材	0.55	0.57	0.73	0.87	0.77	0.60	0.49	0.71	0.57	0.56	0.59	
	新澳股份	1.10	1.05	1.18	1.06	0.89	0.88	0.71	0.95	0.91	0.86	0.86	
	兴业科技	1.05	0.96	0.97	0.79	0.64	0.53	0.48	0.54	0.56	0.68	0.56	
	健盛集团	0.88	0.71	0.36	0.39	0.45	0.48	0.44	0.56	0.60	0.61	0.54	
富春染织	3.94	1.64	1.88	1.61	1.43	1.30	1.27	1.28	0.84	0.70	1.08		
航民股份	0.87	0.76	0.76	0.76	1.31	0.98	0.72	1.23	1.19	1.12	1.05		
开润股份	1.34	1.32	1.26	1.28	1.70	1.59	0.77	0.70	0.78	0.87	0.94		
百隆东方	0.48	0.47	0.48	0.51	0.47	0.44	0.44	0.56	0.46	0.43	0.47		

3、纺织制造主要公司财务指标对比

• 纺织制造企业ROE拆解

1. 华利集团ROE显著较高，近两年债务杠杆下降后仍保持在25%上下；
2. 申洲国际、伟星股份ROE较高，债务杠杆也较低，近5年在15-20%之间；
3. 纤维龙头新澳股份、台华新材、百隆东方ROE有较明显的波动性，主要随利润率波动；

分类	具体指标	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	5年平均
权益乘数	权益乘数	申洲国际	1.23	1.38	1.43	1.32	1.23	1.25	1.31	1.43	1.46	1.45	1.38
		华利集团				1.82	2.75	3.05	1.95	1.55	1.38	1.29	1.85
		伟星股份	1.19	1.18	1.19	1.24	1.30	1.39	1.39	1.43	1.58	1.49	1.46
		台华新材	3.15	2.80	2.35	1.70	1.57	1.71	1.78	1.77	1.80	2.13	1.84
		新澳股份	1.95	1.51	1.37	1.27	1.25	1.30	1.30	1.38	1.52	1.68	1.43
		兴业科技	1.34	1.52	1.33	1.13	1.20	1.29	1.37	1.44	1.53	1.66	1.46
		健盛集团	2.24	1.76	1.40	1.24	1.22	1.24	1.31	1.55	1.63	1.50	1.45
		富春染织	1.86	1.82	1.86	1.83	1.72	1.64	1.62	1.49	1.62	2.03	1.68
		航民股份	1.62	1.53	1.41	1.37	1.45	1.49	1.45	1.44	1.43	1.43	1.45
		开润股份	2.34	2.07	1.66	1.76	2.13	2.30	2.07	2.00	2.07	1.99	2.09
		百隆东方	1.50	1.61	1.62	1.59	1.68	1.77	1.73	1.62	1.60	1.63	1.67
		ROE	ROE	申洲国际	18.7%	18.9%	20.9%	21.7%	21.7%	21.5%	19.5%	12.3%	15.6%
华利集团						58.5%	58.3%	64.5%	37.9%	33.2%	26.8%	22.6%	37.0%
伟星股份	13.4%			13.6%	14.6%	15.8%	13.0%	12.1%	16.1%	17.2%	17.5%	15.4%	15.7%
台华新材	7.2%			3.5%	17.6%	19.9%	14.2%	7.5%	4.2%	13.8%	6.9%	10.5%	8.6%
新澳股份	16.0%			13.0%	14.1%	12.2%	8.7%	6.1%	6.2%	11.4%	13.7%	13.2%	10.1%
兴业科技	7.6%			0.8%	3.2%	1.9%	5.0%	5.1%	5.2%	8.2%	6.5%	7.8%	6.6%
健盛集团	23.6%			17.8%	7.9%	5.7%	7.3%	9.2%	-19.4%	7.1%	10.9%	11.0%	3.8%
富春染织	18.9%			12.7%	23.0%	16.5%	17.1%	14.0%	15.5%	20.4%	10.1%	5.9%	13.2%
航民股份	19.7%			18.8%	18.4%	17.2%	16.9%	16.2%	12.0%	12.5%	11.7%	11.4%	12.8%
开润股份	31.9%			37.0%	22.7%	26.1%	30.9%	30.7%	6.5%	11.0%	2.8%	6.5%	11.5%
百隆东方	7.4%			4.9%	8.6%	6.7%	5.8%	3.8%	4.6%	16.2%	16.4%	5.1%	9.2%

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、纺织制造主要公司财务指标对比

• 纺织制造企业成本结构

1. 纺织材料公司在产业链偏上游，生产要素资本密集型为主，折旧和其他制造费用占比相对较高，人工成本占比较低，并且产业链相对较短，原材料成本占比也较高。制造费用主要是刚性成本，在产量变化的情况下会加大公司利润的波动性，而原材料占比高的公司对价格波动更敏感。

2. 代工制造公司在产业链偏下游，生产要素劳动密集型为主，人工成本占比较高，折旧和制造费用占比较低。劳动密集型企业通过人员工资的调节能一定程度降低利润的波动性，但人员稳定性对效率影响大，自动化和智能化手段帮助组织管理生产更具优势。

分类	公司	具体指标	2019	2020	2021	2022	2023	5年平均
纺织材料	百隆东方	直接材料	71%	68%	67%	73%	73%	70%
		直接人工	11%	10%	10%	8%	7%	9%
		制造费用（含燃料动力和运费）	19%	22%	22%	19%	20%	20%
	新澳股份	直接材料	89%	83%	84%	85%	83%	85%
		人工成本	5%	7%	7%	7%	7%	7%
		制造费用（包含燃料及动力）	7%	10%	8%	9%	10%	9%
	伟星股份	原材料	57%	56%	58%	56%	54%	56%
		人工工资	21%	22%	18%	19%	19%	20%
		制造费用（含包装、运输）	21%	22%	24%	25%	27%	24%
	台华新材	直接材料	62%	61%	64%	64%	66%	63%
		直接人工	8%	8%	8%	7%	6%	7%
		制造费用	30%	31%	29%	29%	28%	29%
兴业科技	皮料、化料				74%	75%	74%	
	人工				10%	10%	10%	
	折旧、能源动力、环保费用、其他制造费用 其他业务				14%	14%	14%	
代工制造	申洲国际	原材料	49%	49%	49%	49%	47%	49%
		人工工资	33%	34%	33%	30%	31%	32%
		制造费用	18%	17%	18%	21%	22%	19%
	华利集团	直接材料	62%	61%	61%	61%	62%	61%
		直接人工	25%					25%
		制造费用	13%					13%
	裕元制造业	主要材料成本	45%	43%	44%	47%	45%	45%
		直接劳工成本及制造费用	55%	57%	56%	53%	55%	55%
		折旧	8%	7%	7%	5%	6%	7%
	健盛集团	直接材料	54%	51%	54%	59%	57%	55%
		直接人工	19%	17%	18%	18%	20%	19%
		制造费用	24%	29%	27%	21%	22%	25%
主营业务成本		1%	2%	1%	1%	1%	1%	
其他业务成本		1%	1%	1%	1%	1%	1%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、纺织制造主要公司财务指标对比

- 纺织制造企业现金流用途

1. 下游代工制造企业利润和现金流相对稳定，净现比稳定在略高于1的水平；上游纺织材料企业年度间利润、库存变化导致净现比有所波动。

2. 下游代工制造企业资本开支占利润比例较低，上游纺织材料企业资本开支占比较高。

3. 下游代工制造企业有较强的分红能力，上游纺织材料部分企业有较强的分红意愿。

分类	具体指标	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	5年平均
净现比		申洲国际	0.93	0.96	1.04	0.98	0.91	1.10	1.13	1.07	1.01	1.15	1.09
		华利集团				1.12	1.13	1.26	1.59	0.88	1.09	1.15	1.19
		伟星股份	1.41	1.37	1.13	1.42	1.39	1.82	1.54	1.41	1.63	1.23	1.53
		台华新材	2.66	11.41	3.51	1.27	0.84	1.74	4.06	0.76	2.22	0.68	1.89
		新澳股份	1.00	1.75	0.98	0.81	-0.32	2.78	1.99	-0.41	0.96	1.37	1.34
		兴业科技	1.35	-6.09	6.66	0.79	3.33	0.36	1.55	0.74	-0.74	0.14	0.41
		健盛集团	1.33	0.98	0.64	0.89	1.25	1.28	-0.49	1.62	1.19	1.44	1.01
		富春染织	1.07	1.38	1.06	2.09	1.48	1.56	1.19	0.20	0.65	4.21	1.56
		航民股份	-0.36	0.24	2.56	0.65	-0.85	1.30	2.02	2.18	0.37	1.18	1.41
		开润股份	0.77	0.91	1.05	1.15	0.84	0.63	1.72	0.26	2.28	3.81	1.74
		百隆东方	-0.34	0.35	2.29	0.76	-1.28	3.21	3.32	1.06	0.16	1.60	1.87
		资本开支比净利润		申洲国际	55.2%	87.2%	71.2%	32.1%	42.5%	54.4%	48.9%	68.5%	34.0%
华利集团						58.2%	49.3%	73.0%	33.1%	46.1%	52.2%	36.1%	48.1%
伟星股份	47.3%			46.9%	54.2%	102.0%	91.8%	100.6%	83.0%	100.2%	150.2%	120.3%	110.8%
台华新材	91.0%			95.4%	25.7%	59.4%	105.8%	440.7%	803.8%	109.5%	418.0%	394.6%	433.3%
新澳股份	87.8%			92.4%	159.6%	143.1%	142.9%	234.8%	58.6%	36.8%	26.0%	168.5%	104.9%
兴业科技	54.9%			375.8%	41.0%	60.5%	18.8%	39.7%	34.6%	42.0%	108.3%	92.3%	63.4%
健盛集团	128.9%			301.6%	436.4%	266.0%	153.4%	136.2%	-21.1%	187.8%	94.6%	34.5%	86.4%
富春染织	94.0%			175.6%	77.8%	70.6%	92.2%	130.4%	123.4%	59.1%	326.6%	653.5%	258.6%
航民股份	46.3%			64.4%	53.9%	87.1%	57.6%	41.8%	36.7%	41.8%	34.0%	33.0%	37.5%
开润股份	33.0%			29.5%	6.6%	19.3%	53.9%	29.6%	203.2%	99.8%	512.7%	121.4%	193.3%
百隆东方	265.2%			224.7%	98.4%	86.6%	290.5%	412.4%	83.4%	41.2%	34.5%	67.8%	127.9%
分红率				申洲国际	53.4%	53.8%	52.9%	47.9%	50.6%	51.1%	50.1%	60.9%	56.2%
		华利集团								88.5%	43.4%	43.8%	58.6%
		伟星股份	86.4%	83.1%	75.9%	80.0%	85.5%	104.3%	78.3%	88.9%	74.3%	94.3%	88.0%
		台华新材				32.9%	31.8%	31.3%	34.4%	31.8%	33.1%	31.5%	32.5%
		新澳股份	46.9%	43.0%	40.9%	47.4%	59.2%	57.2%	67.6%	51.5%	52.5%	54.2%	56.6%
		兴业科技	30.3%	0.0%	71.8%	334.6%	156.6%	150.5%	0.0%	48.3%	96.9%	94.0%	77.9%
		健盛集团	46.7%	36.6%	35.8%	47.5%	9.7%	51.4%	0.0%	34.2%	57.7%	68.0%	42.3%
		富春染织								37.5%	20.7%	21.5%	26.6%
		航民股份	30.0%	30.2%	30.4%	31.0%	31.5%	32.3%	36.0%	47.3%	47.9%	46.0%	41.9%
		开润股份			39.7%	29.9%	25.1%	11.3%	32.2%	13.3%	46.0%	19.4%	24.4%
		百隆东方	34.8%	50.5%	37.7%	70.1%	30.2%	30.2%	80.5%	53.8%	47.4%	88.6%	60.1%

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

4、纺织制造企业产能分布情况

1. 下游代工制造企业如鞋、服、箱包等供应商，相对属于劳动密集型生产模式，由于劳动力成本、贸易壁垒等原因，在中国产能占比下降较早，大部分已经布局在东南亚。
2. 上游纺织材料企业如面辅料、纱线等供应商，相对属于资本密集型生产模式，对产业链配套齐全程度、基础设施环境、技术人才要求等原因，在中国的产能仍占大部分，而有自主创造适合的生产环境和人才输出的企业已经在东南亚积极扩大布局。

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		
运动鞋	丰泰	中国	32%	30%	24%	23%	22%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	10%	12%	10%	10%		
		越南	55%	51%	51%	51%	53%	50%	52%	53%	52%	52%	52%	52%	52%	56%	45%	48%	47%		
		印尼	17%	19%	20%	18%	16%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	14%	14%	14%	14%	16%	14%	12%	
	裕元集团	印度			5%	8%	9%	13%	16%	19%	20%	23%	24%	24%	26%	20%	27%	28%	31%		
		中国								34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%	
		印尼								31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%	
华利集团	越南								34%	39%	42%	44%	45%	46%	44%	46%	35%	38%	34%		
	其他								35%	30%	26%	22%	19%	17%	17%	15%	17%	16%	17%		
	境外												98%	98%	99%	99%					
服装	申洲国际	中国香港																			
		越南												69%	65%	63%	57%	51%	49%	45%	41%
		柬埔寨												16%	21%	22%	29%	32%	29%	32%	35%
	鲁泰A (服装)	境内																			
		境外																			
		中国香港																47%	47%	44%	40%
晶苑国际	中国																				
	越南																				
	柬埔寨																				
	孟加拉																				
箱包	开润股份	境内 (滁州)																			
		境外 (印度、印尼)																			
	鲁泰A (面料)	境内																			
		境外																			
		中国内地																			
		越南																			
面辅料	互太纺织	中国香港、日本及其他																			
		中国																			
	超盈国际	海外																			
		境内 (临海市、深圳市、潍坊市等)																			
		境外 (孟加拉国)																			
纱线	百隆东方	中国																			
		越南																			
	天虹国际	中国																			
海外																					

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

5、纺织制造企业收入分布情况

- 运动鞋制造企业

1. 裕元集团的收入以终端消费市场划分，比较具有参考性。纵向来看，在品牌客户来自中国市场需求快速增长的推动下，制造商中国收入占比近几年稳中有升；
2. 横向来看，运动鞋制造商近几年在中国市场收入占比已经反超在中国的产能占比，形成净进口模式。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
运动鞋	丰泰	新加坡															76%	75%	74%	75%	
		美国					53%	54%	53%	49%	51%	52%	53%	46%	43%	42%	10%	10%	11%	10%	
		瑞士														2%		2%	3%	4%	5%
		中国					13%	12%	14%	13%	10%	11%	10%	12%	13%	14%	6%	5%	5%	4%	
		墨西哥														3%	2%	2%	3%	2%	2%
		比利时					10%	9%	9%	10%	11%	9%	11%	14%	13%	14%					
		越南									3%	2%				2%	3%	2%	2%		
		日本																			
		法国																			
		加拿大										2%	2%	2%	2%	2%	2%				
	韩国																				
	英国																				
	其他国家						24%	25%	22%	25%	22%	23%	20%	22%	16%	15%	4%	4%	4%	4%	
	裕元集团 (制造业务)	中国大陆									8%	9%	10%	13%	10%	13%	15%	19%	18%	15%	18%
		加拿大	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%												
		美国	42%	41%	38%	40%	38%	37%	35%							31%	31%	30%	34%	33%	28%
		亚洲	22%	23%	23%	22%	21%	23%	29%												
		南美	3%	3%	4%	4%	7%	6%	6%												
		欧洲	28%	28%	29%	29%	26%	28%	25%							30%	29%	26%	24%	27%	26%
	其他	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	92%	91%	90%	87%	90%		25%	26%	25%	24%	26%	29%	
华利集团	美国																88%	87%	84%	86%	
	欧洲																12%	12%	14%	12%	
	其他																1%	1%	2%	2%	
	其他业务															0%	0%	0%	0%		

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

5、纺织制造企业收入分布情况

• 服装制造企业

1. 横向比较，境外产能占比高的制造企业来自欧美市场的收入比例也比较高，如健盛（境外8成以上）、晶苑（欧美5成以上）、聚阳（美国6成以上）、儒鸿（美洲接近5成）；
2. 纵向比较，产能在境外快速扩张的公司在欧美的收入占比也在扩大，如申洲（欧美收入占比10年间提升10个点）；随中国市场终端需求增长，产能向外拓展的公司在中国市场的销售比例并未明显下降趋势，而是增加了本地化销售的比例，降低了出口敞口，如申洲（出口敞口7年由45%降至12%）。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
服装	申洲国际	中国大陆					6%	11%	19%	18%	20%	21%	20%	19%	22%	24%	24%	27%	30%	32%	32%	32%	25%	29%	
		欧洲					11%	14%	16%	15%	21%	22%	21%	17%	17%	18%	22%	22%	18%	17%	16%	20%	22%	20%	
		日本					76%	60%	51%	53%	41%	36%	31%	34%	28%	23%	20%	17%	15%	16%	21%	14%	14%	15%	
		美国					4%	8%	5%	6%	7%	6%	8%	9%	12%	13%	10%	13%	16%	15%	14%	16%	18%	16%	
		其他国家					4%	7%	9%	9%	11%	16%	20%	21%	21%	23%	21%	21%	20%	21%	20%	18%	18%	20%	
	鲁泰A	国内		16%	19%	29%	24%	20%	25%	20%	29%	23%	22%	27%	30%	30%	34%	32%	37%	36%	47%	46%	33%	39%	
		东南亚		20%	23%	29%	20%	19%	19%	21%	23%	21%	22%	22%	24%	24%	30%	33%	31%	29%	31%	22%	29%	34%	28%
		欧美		11%	14%	10%	22%	21%	23%	24%	26%	21%	22%	19%	15%	17%	16%	18%	16%	18%	17%	12%	11%	17%	16%
		其他		1%		2%	3%	13%	8%	12%	3%	17%	15%	14%	17%	17%	8%	7%	6%	6%	7%	7%	6%	7%	11%
		日韩		25%	21%	16%	16%	15%	13%	13%		10%	9%	8%	7%	6%	7%	6%	6%	7%	6%	8%	5%	5%	6%
		韩国																							
		南美洲																							
		欧洲																							
		日本																							
		中国香港		27%	22%	14%	15%	12%	12%	11%	8%	9%	10%	9%	7%	7%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	
	盛泰集团	境外																							
		德国																		2%	3%	4%	6%		
		美国																		30%	23%	21%	12%		
		其他																		9%	10%	9%	9%		
		日本																		14%	15%	15%	18%		
	健盛集团	境外																							
		大洋洲											11%	13%	12%										
		欧洲											48%	42%	39%										
日本												34%	37%	35%											
内销												6%	7%	13%	11%	12%	20%	18%	15%	11%	13%	12%	12%	14%	
晶苑国际	其他业务																								
	其他																								
	亚太地区																								
	美国																								
聚阳实业	欧洲																								
	其他国家/地区																								
	中国台湾																								
儒鸿	美国		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	4%	3%	0%	4%	3%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	1%	
	其他		1%	2%	3%	3%	1%																		
	中国台湾																								
	美洲																								
儒鸿	亚洲																								
	其他																								
	中国台湾																								
	其他																								

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

5、纺织制造企业收入分布情况

- 箱包企业

- 开润在境外收入占比随印尼产能占比扩大同步增长；

- 面辅料公司

- 横向对比，产业链跨国加工现象明显，境内产能占比明显高于境内收入占比，境内产能占比：境内收入占比的数据，互太为8:2，超盈为5:2，伟星为8:7；

- 纵向对比，随下游制造商向东南亚迁移，中游公司东南亚收入占比在扩大，境内收入占比在下降，如果互太、超盈；分阶段看，2019年以前境内销售占比下降趋势明显，2020年以后境内销售比例维持稳定。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
箱包	开润股份	国外									36%	45%	49%	49%	50%	41%	28%	39%	54%	65%	77%	72%		
		国内										63%	55%	50%	51%	50%	59%	72%	61%	46%	35%	23%	28%	
面辅料	互太纺织	东南亚					25%	21%	21%	23%														
		越南	5%	4%	4%	3%										24%	43%	43%	41%	42%	47%	43%	46%	
		印尼	2%	3%	4%	5%																3%	4%	
		柬埔寨																				4%	3%	
		其它东南亚国家														10%	6%	7%	9%					
		菲律宾	2%	2%	3%	3%																		
		中国内地	17%	26%	27%	25%	25%	27%	31%	36%	39%	35%	35%	38%	29%	18%	20%	20%	20%	20%	19%	22%	24%	
		孟加拉																				5%	7%	
		中国香港	27%	22%	20%	21%	19%	18%	19%	13%	14%	14%	17%	9%	12%	12%	10%	11%	9%	6%	5%	5%	4%	
		斯里兰卡	7%	11%	16%	17%	17%	19%	18%	15%	11%	8%	8%	8%	7%	7%	6%	4%	7%	4%	5%	5%	4%	
		美洲	4%	5%	4%	3%								8%	9%	10%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	2%	
		约旦	3%	5%	5%	4%																1%	2%	
		非洲										3%	2%	5%	3%									
		海地															1%	5%	5%	8%	1%	1%	1%	2%
		印度															1%	3%	3%	3%	4%	5%	5%	1%
		中国澳门	3%	2%	1%	1%																		
		洪都拉斯	4%	2%	1%	0%																		
其他亚洲国家																			12%	13%	1%	1%		
其他		25%	20%	16%	17%	15%	14%	11%	9%	9%	10%	3%	8%	5%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	0%			
面辅料	超盈国际	中国内地									35%	35%	33%	27%	25%	27%	25%	23%	21%	22%	20%	21%		
		中国香港									42%	40%	41%	43%	38%	36%	34%	33%	31%	22%	21%	23%	20%	
		斯里兰卡									9%	9%	11%	12%	20%	19%	15%	17%	18%	16%	19%	19%	17%	
		越南									2%	2%	1%	2%	2%	2%	4%	6%	6%	10%	9%	9%	11%	
		中国台湾																		7%	7%	5%	10%	
		韩国													2%	1%			2%	3%	5%	7%	6%	4%
		泰国																		3%	3%	3%	3%	3%
		孟加拉																			2%	2%	3%	3%
		印尼																			3%	3%	2%	2%
		中国澳门																				3%	2%	0%
		欧洲及美国												6%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%			
印度															2%	2%	2%	2%						
其他										7%	9%	9%	5%	4%	5%	8%	7%	10%	11%	9%	9%	9%		
面辅料	伟星股份	国内	84%	77%	77%	82%	81%	84%	84%	84%	81%	80%	77%	77%	75%	78%	79%	75%	76%	73%	69%	69%		
		国外	16%	23%	18%	15%	16%	14%	13%	14%	17%	18%	21%	22%	25%	22%	21%	25%	24%	27%	31%	31%		
		其他			5%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%									

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

5、纺织制造企业收入分布情况

• 纱线制造企业

1. 棉纱企业，纵向来看境外收入占比稳中有升，主要来自于海外产能扩张驱动；横向来看海外收入占比略低于海外产能占比，主要由于中国市场棉纱需求量大且历史上有内外棉的正价差；
2. 毛纺企业，目前尚无海外产能布局的情况下存在3成直接出口的收入，随国内需求增长和客户拓展，内销比例小幅上升；锦纶企业也尚无海外产能，有少量海外收入占比。

产品类型	公司	收入分布国家/地区	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
纱线	百隆东方	国外		42%	35%	31%	30%	35%	36%	40%	40%	42%	47%	50%	58%	61%	66%	67%		
		国内		52%	47%	53%	52%	57%	60%	56%	56%	53%	48%	43%	37%	35%	26%	26%		
		其他业务		6%	18%	16%	19%	8%	4%	4%	4%	5%	4%	7%	5%	5%	8%	7%		
	天虹国际	中国内地、中国香港	中国大陆	98%	91%	89%	83%	83%	80%	78%										
			中国香港			0%	0%		0%	0%										
		东南亚	越南	2%	8%	10%	4%	3%	2%	1%	2%	1%	4%	2%	3%					
			柬埔寨								0%	1%	1%	0%	0%					
			北美洲												4%	3%	3%	5%	3%	
			美国												2%					
			尼加拉瓜											1%						
			土耳其													0%				
			中国澳门			1%	13%	15%	18%	20%	16%	16%	17%	13%	11%					
			其他地区		0%												1%	2%	2%	2%
	新澳股份	内销				56%	49%	52%	58%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	67%	70%	65%	70%	
		外销				43%	50%	47%	40%	35%	36%	35%	36%	37%	33%	30%	34%	30%		
		其他业务				1%	1%	1%	2%	5%	3%	4%	3%	2%	1%	0%	0%	1%		
台华新材	内销					95%	93%	89%	86%	83%	85%	79%	82%	86%	83%	82%	86%			
	外销					5%	6%	10%	13%	16%	14%	19%	17%	13%	14%	17%	13%			
	其他业务					1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%			

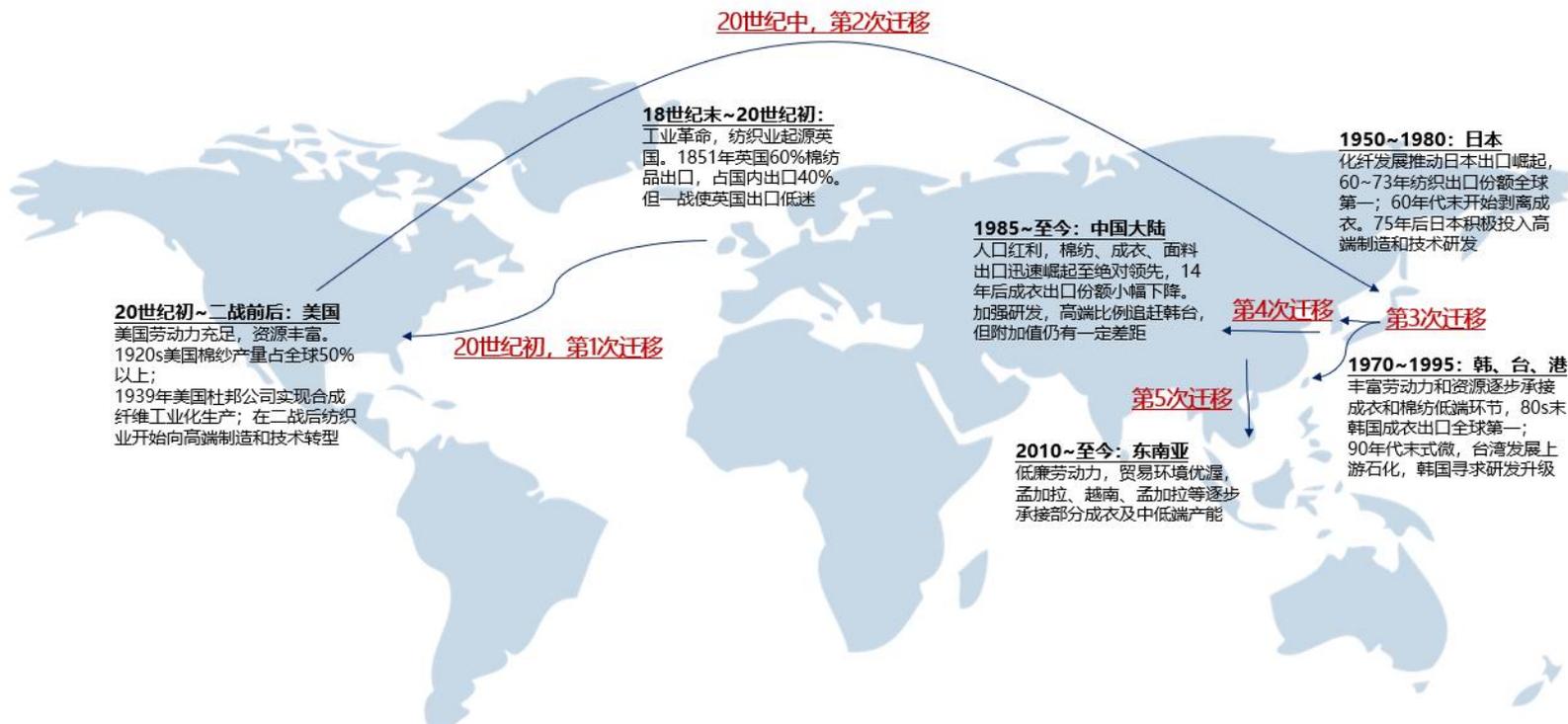
资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

[02] 行业研究和跟踪数据

1、全球纺织产业链分布

(一) 全球纺织业复盘：百年历史，五轮大迁移，伴随产业结构升级。自第一次工业革命给纺织工业带来源源不断的动力后，全球纺织业共经历五轮大迁移，从英国到美国，美国到意大利和日本，日本到韩国和中国台湾再到中国除港澳台外，再从现在部分迁移到东南亚，转移伴随着经济发展与劳动力成本的提升以及贸易环境的变化。从各环节迁移顺序看，成衣等偏向终端加工、具有劳动密集属性的产业率先迁移，随后再到偏低附加值纺织品产能的迁移，最终到实现产业的转型升级，专注于高端制造和技术研发。

图：全球纺织业五次迁移和各地区发展历程图



资料来源: uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

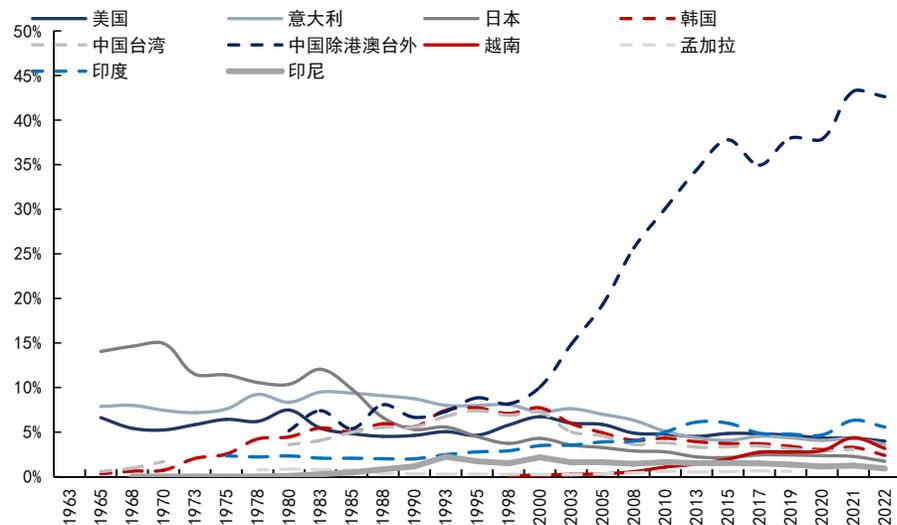
1、全球纺织产业链分布

(二) 产业趋势一：中国纺织业雄踞全球、成为全球不可或缺的一环，同时低附加值加工产业向东南亚迁移

19世纪60年代，日本、意大利、美国纺织业占据着全球纺织业绝大部分市场份额，由于劳动力成本变高，转型高端制造，三国的市占率逐渐下降，70年代纺织业逐渐向中国台湾、韩国转移，1990年开始，中国成为“世界工厂”，由于劳动力成本低、原料充足，纺织业发展迅速，21世纪加入WTO与配额取消加速中国纺织业发展，2022年中国纺织品/成衣出口份额42.6%/34.8%，同时承担了全球37%的纤维生产。

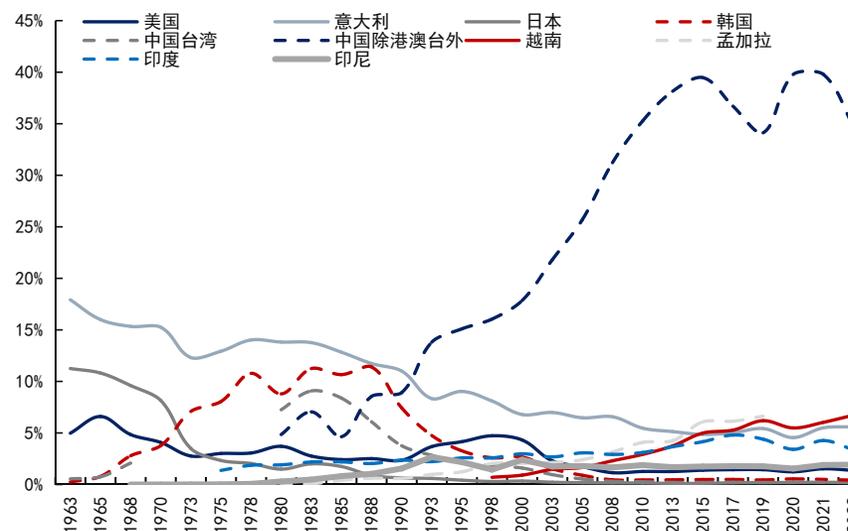
从当前形势看，中国纺织产业仍然是全球不可或缺的一环，这是因为中国拥有绝对的人口土地和资源红利、纺织产业上中下游完整成熟的产业链配套。从规模上看，结合内需市场的巨大需求，中国纺织产业将继续占据全球领导者地位，实现产业链纵向延伸，上游高附加值纺织材料产业环节正在发展，并延续低附加值终端加工环节正向东南亚地区溢出趋势。

图：主要国家或地区纺织品出口市占率变化



资料来源：uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

图：主要国家或地区成衣出口市占率变化



资料来源：uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

1、全球纺织产业链分布

(三) 产业趋势二：微观上，人才、技术、资本向外输出，头部纺企海外扩张构建新增长曲线

随着中国头部纺企在国际品牌份额提升，顺应品牌全球市场供应需求，中国企业开启了海外扩产的进程。东南亚等地区一方面在劳动力成本、关税和贸易壁垒上具有显著的优势，另一方面缺乏相应成熟的人才、技术、产业配套与资本积累，中国头部企业以国内产业基地为核心，向外复制输出，很好的结合了海外与国内产业两方面的优势，获得更大的成长空间。

1、国际大牌供应链迁移：过去10年快速从中国向东南亚迁移。1) 耐克鞋类产量分布变化看，过去26年越南占比从2%提升到50%，中国从2000年占43%下降到占18%；从耐克服装产量分布变化看，过去5年越南占比从15%提升到29%，中国占比从26%下降到18%。2) 从阿迪达斯情况看，目前97%的鞋类和90%的服装产量均来自亚洲，其中在越南生产的鞋子占比从2010年的31%提升到38%，在中国生产的鞋子占比则从39%下降到14%，在越南生产的服装占比从2013年的10%提升到20%，中国从2010年的36%下降到15%。

2、头部制造商紧跟产业迁移浪潮，持续输出人才、技术、资本，构建新增长曲线。绑定国际大牌的头部鞋服制造商，在早期便跟随第五次全球产业大迁移的浪潮在越南、柬埔寨、印尼、印度等东南亚国家持续输出人才、技术、资本，扩建生产基地，利用当地有利的劳动力成本和税收政策实现迅速扩张。2023年丰泰越南/印度/印尼产量分别占比47%/31%/12%，裕元在越南/印尼产量分别占34%/49%，华利产能基本在越南，申洲员工数有58%位于越南和柬埔寨。从长远看，中国劳动力成本将持续走高，加上全球贸易壁垒提高，产业链迁移的趋势不可逆，早期布局东南亚的龙头制造商将具有显著先发优势。

表：2023年国际运动大牌产能分布地区及迁移情况

品牌	鞋服产能分布地区和产量分布比例变化
Nike	1、鞋类：11个国家，中国和东南亚；其中，越南过去26年从占2%提升到占50%，中国从2000年的43%下降到占18%； 2、服装：31个国家，中国和东南亚。其中，越南过去5年从占15%提升到占29%，中国过去5年从占26%下降到占18%。
Adidas	1、鞋类：中国和东南亚，亚洲共97%；越南从2010年占31%提升到38%，中国从2010年占39%下降到占14%； 2、服装：中国和东南亚，亚洲共90%。越南从2013年占10%提升到占20%，中国从2010年占36%下降到15%；
PUMA	鞋服共在亚洲95%，其中越南从2010年占21%上升到占26%，中国从2010年占39%下降到占30%。
UA	1、鞋类：越南、中国、印尼； 2、服装：约旦、越南、柬埔寨、印尼。

资料来源：耐克官网，阿迪达斯官网，PUMA官网，UA官网，国信证券经济研究所整理

表：2023年国际大牌龙头制鞋和制衣供应商产能分布地区和比例

制造商	创立时间	初始地区	主业	业务概况和产能分布情况
丰泰	1971年	中国台湾	制鞋	业务介绍：2023年收入28亿美元，员工人数13.6万名，年产量1.1亿双。 品牌客户：Nike（主要）、RollerbladeSkates、NordicaSkiBoots及SnowBoots。 产能分布：中国/印尼/越南/印度；越南/印度/印尼/中国区产量分别为47%/31%/12%/10%。
裕元	1969年	中国台湾	制鞋	业务介绍：2023年收入79亿美元，制造业约26.5万名员工，年产2.2亿双。 品牌客户：Nike、adidas、Asics、NewBalance、Timberland及Salomon。 产能分布：中国/印尼/越南/美国/墨西哥等；越南/印尼/中国/其他产量分别占34%/49%/12%/5%。
华利	1969年	中国台湾	制鞋	业务介绍：2023年收入28亿美元，员工15.7万人，年产1.9亿双。 品牌客户：包括括 Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、Puma、Under Armour、On、New Balance、Asics、Cole Haan 等。 产能分布：主要分布在越南北部和中部，未来越南、印尼工厂将逐步投产。
申洲	1988年	中国宁波	制衣	业务介绍：2023年收入35亿美元，员工9.2万人，年产针织服装4.2亿件。 品牌客户：核心品牌是耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA。 中国/越南/柬埔寨员工人数分别占41%/35%/23%

资料来源：丰泰企业公司公告，裕元公司公告，华利集团公司公告，申洲国际公司公告，国信证券经济研究所整理

1、全球纺织产业链分布

(四) 产业趋势三：中国纺织产业升级大势所趋，附加值提升具有广阔前景

1、政策推动产业创新、智能化升级、出清高污染产能，纺织业转向高质量发展

据《纺织行业“十四五”发展纲要》，我国纺织业在十三五期间取得了结构优化、高性能纤维产量占全球1/3、规模纺企研发费用率提升0.4p.p.至超过1%、国产纺织装备国内占有率75%以上、综合能耗和污染减少的成果。未来，我国纺织产业将继续从各方面实现全方位升级，具体来看：

1) 产业结构优化：到2025年我国服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例将从40：27：33调整到38:27:35。

2) 投入研发创新，差异化产品比例提升：2025年规模纺企研发费用率提升0.3p.p.至1.3%，高性能纤维自给率60%以上；《化纤“十三五”指导》指出化纤差别化率每年目标提高1p.p.。

3) 设备创新、自动化数字化、人效持续提升：到2025年大幅提高自动化水平，研发智能高端设备，实现规模纺企劳动生产率年均增长高于工业增加值增长。

4) 坚持可持续发展，淘汰优化高排放、高污染产能：到2025年要求纺织行业单位工业增加值能源消耗、二氧化碳排放量分别降低13.5%和18%。生物可降解材料和绿色纤维产量年均增长10%以上，循环再利用纤维占总纤维比达15%。《中国化纤绿色发展计划》指出淘汰或优化能耗过高的己内酰胺、聚酯类瓶片等产线。

同时，在政策高压下，中小企业由于缺乏持续创新能力、无法达到环保标准或无法拿到相应环保指标而逐步出清，利好行业龙头集中。

表：纺织产业十三五取得的目标及十四五期间发展目标对比

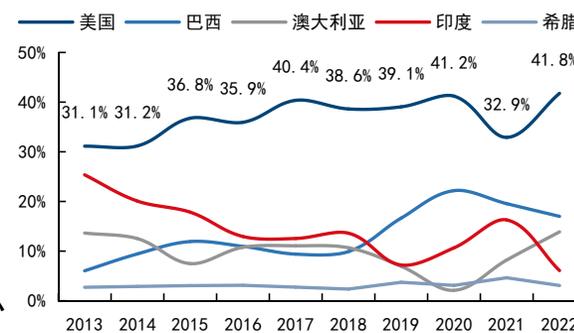
指标	“十三五”取得成果	“十四五”目标
结构优化	服装、家纺及产业用三大终端产品纤维消耗量比重由15年的46.4：28.1：25.5调整为40：27：33，我国高性能纤维产能占世界超过1/3。	服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到38:27:35。
研发创新、数字化	19年规模以上纺企研发费用率超过1%，较15年提高0.4p.p.，其中化纤行业的研发费用率1.4%，提高0.3p.p.；在纤维材料、绿色制造、纺织机械等领域一批“卡脖子”技术难题被突破。国产纺织装备国内市场占有率达到75%以上。	1、规模以上纺织企业研发费用率达1.3%，高性能纤维自给率60%以上； 2、加快数字化转型。行业两化融合发展水平评估指数超过60，初步建成纺织服装行业大数据中心。 3、提高自动化水平，大力推行数字化改革；研发全自动转杯纺纱机、高速无梭织机、全自动穿经机等智能高端设备。
劳动生产率	原定目标规模以上企业全员劳动生产率年均增长8%，是否实现未知。	目标规模以上纺企劳动生产率年均增长高于工业增加值增长
可持续发展	纺织行业二次能源占比达到72.5%，万元产值综合能耗下降25.5%。万元产值取水量累计下降11.9%，其中，印染行业单位产品水耗下降17%，水重复利用率从30%提高到40%。纺织行业废水排放量、主要污染物排放量累计下降均超过10%。	“十四五”末，纺织行业单位工业增加值能源消耗、二氧化碳排放量分别降低13.5%和18%，印染行业水重复利用率提高到45%以上。生物可降解材料和绿色纤维产量年均增长10%以上，循环再利用纤维年加工量占纤维加工总量的比重达15%。

资料来源：中国纺织工业联合会，国信证券经济研究所整理

1、全球纺织产业链分布

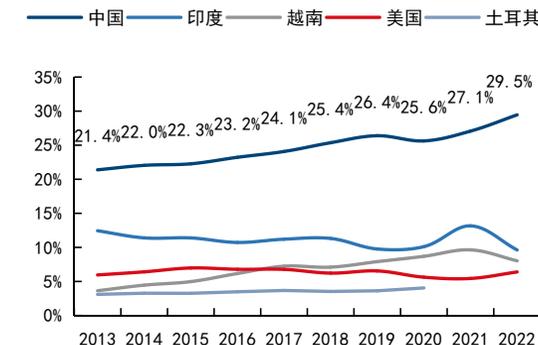
- **主要国家市场地位：**从出口份额看市场地位，中国在终端品和中间品环节具有显著优势，东南亚在终端品环节优势提升，美国在原料环节具有明显优势。
- 1) 成衣出口份额方面，中国明显高于其他国家。2022年成衣出口份额前五的国家分别为中国/越南/意大利/德国/土耳其，其中中国占世界份额高达35%，其他国家在3%-7%之间。分国家来看，中国为全球最大成衣出口国，近3年份额均维持在30%以上；越南份额维持在6%左右；德国、土耳其仍为成衣重要出口国。
- 2) 棉花出口份额方面，美国、巴西占据明显优势。2022年棉花出口份额前五的国家分别为美国/巴西/澳大利亚/印度/希腊。分国家来看，美国为全球最大棉花出口国，近3年份额均维持在30%以上；巴西、澳大利亚为第二、第三大棉花出口国，且澳大利亚近3年份额呈现上升趋势，近三年出口份额分别在17%-22%和2%~14%。
- 3) 纤维出口份额方面，中国、印度、越南份额较高。2022年纤维出口份额前五的国家分别为中国/印度/越南/美国/土耳其。分国家来看，中国为全球最大纤维出口国，近3年份额均维持在25%以上；印度、越南分别为全球第二、第三大纤维出口国，且份额有上升趋势，近3年份额分别为9%-13%和8%-9%。
- 4) 面料出口份额方面，中国遥遥领先于其他国家。2022年面料出口份额前五的国家分别为中国/意大利/印度/土耳其/韩国。分国家来看，中国为全球最大面料出口国，近3年份额均维持在50%左右，远高于其他国家；意大利、印度分别为全球第二、第三大面料出口国，近三年出口份额分别为4%-5%和3%-4%。

图：全球前五大棉花出口国



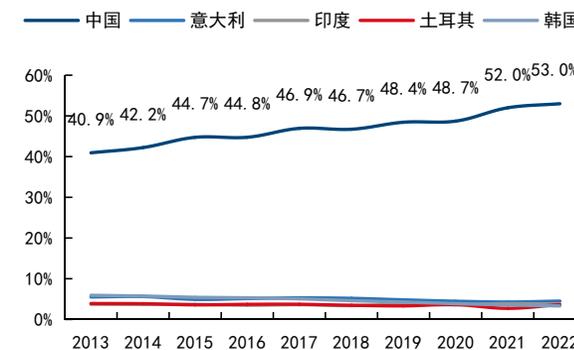
资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大纤维出口国



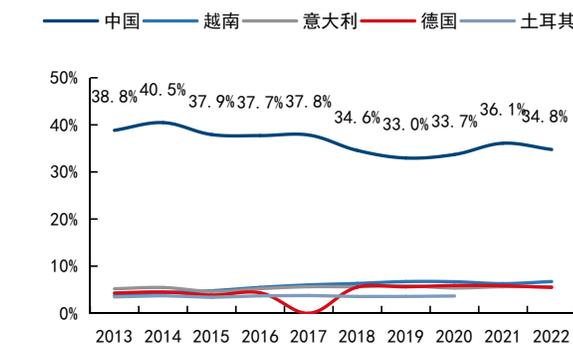
资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大面料出口国



资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大成衣出口国

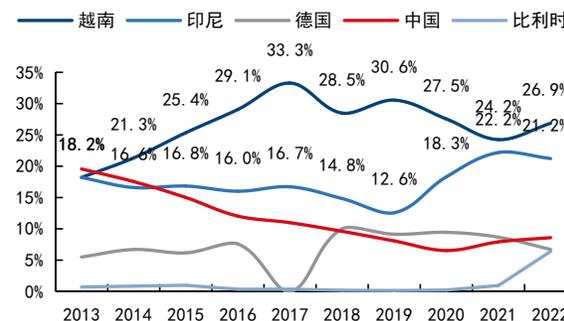


资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

1、全球纺织产业链分布

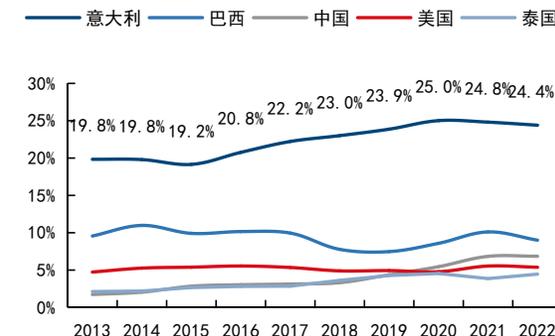
- 主要国家市场地位：从出口份额看市场地位，中国在终端品和中间品环节具有显著优势，东南亚在终端品环节优势提升，美国在原料环节具有明显优势。
- 5) 运动鞋出口份额方面，越南和印尼明显高于其他国家。2022年运动鞋出口份额前五的国家分别是越南、印尼、中国、德国和比利时，份额分别为26.9%/21.2%/8.6%/6.7%/6.4%。越南是最大的运动鞋出口国，近十年来份额从2013年的18%，最高提升至33%，近三年回落到27%但仍维持最大份额，主要基于劳动力充足、人工成本低、出口税收政策好等因素，除越南本土工厂外，大量其他国家制鞋企业在越南建厂；印尼份额排名第二，2019年以来份额快速从13%提升至21%，成为继越南后，各制鞋企业投资建厂的最新目标国家；中国出口份额近十年来从20%下降至9%，主要受劳动力成本上涨以及贸易政策影响，大量工厂向东南亚迁移。
- 6) 皮革出口份额方面，意大利遥遥领先。2022年皮革出口份额前五的国家分别是意大利、巴西、中国、美国和泰国，份额分别为24.4%/9.0%/6.9%/5.4%/4.5%。分国家看，意大利近十年出口份额始终维持在19%以上，稳居第一；中国出口份额近十年来提升速度最快，从2%提升至7%。
- 7) 橡胶出口份额方面，前五大国家份额差距较小。2022年橡胶出口份额前五的国家分别是美国、德国、中国、泰国和韩国，份额分别为10.6%/10.2%/8.2%/8.1%/6.9%。前五大国家份额差距较小，且纵向来看份额较为稳定。

图：全球前五大运动鞋出口国



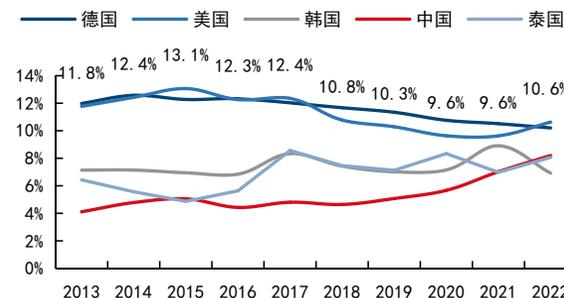
资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大皮料出口国



资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

图：全球前五大橡胶出口国

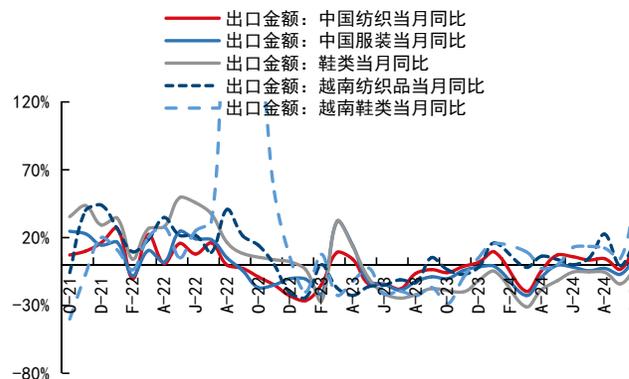


资料来源：UN Comtrade Database、国信证券经济研究所整理

2、高频跟踪数据

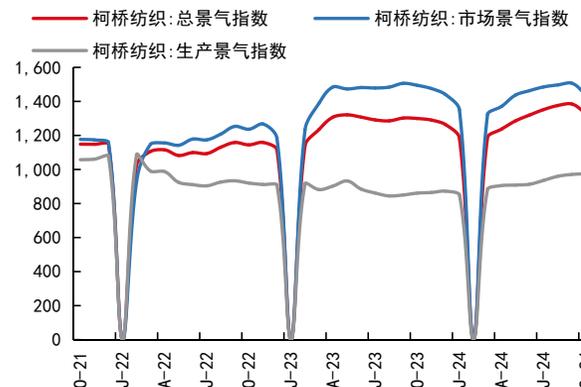
- 出口：10月越南纺织品和鞋类出口增速大幅提升。
- 1) 越南：10月越南纺织品和鞋类分别同比+19.0%和50.5%，增速环比大幅提升；1-10月纺织品和鞋类分别累计增长10.5%和12.9%；第三季度分别同比增长9.2%/10.5%。
- 2) 中国：10月纺织品出口同比增长15.6%；服装和鞋类出口分别同比+6.8%和-1.6%；1-10月中国纺织品/服装/鞋类累计出口分别同比+4.1%/-0.7%/-5.7%。
- PMI：10月中国PMI环比回落，印度、越南PMI上升。从PMI看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单10月PMI 49.2/57.5/51.2/50.2/47.3，环比9月，印度、越南PMI上升，中国台湾、中国出口新订单PMI小幅下降，印尼PMI持平。
- 景气度：柯桥纺织景气指数同比提升，环比回落，盛泽地区织机开机率环比提升。从柯桥纺织景气指数看中国纺织市场同比改善，10月总景气指数1329.1，较9月下降4.0%。截至11月8日，盛泽地区织机开机率为79.5%，同比去年提升。

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



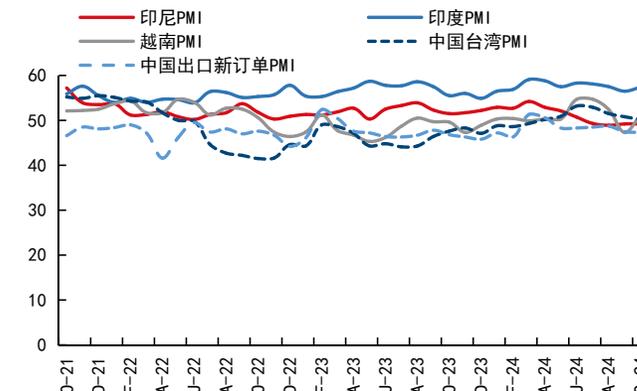
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：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

图：盛泽地区织机开机率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

2、高频跟踪数据

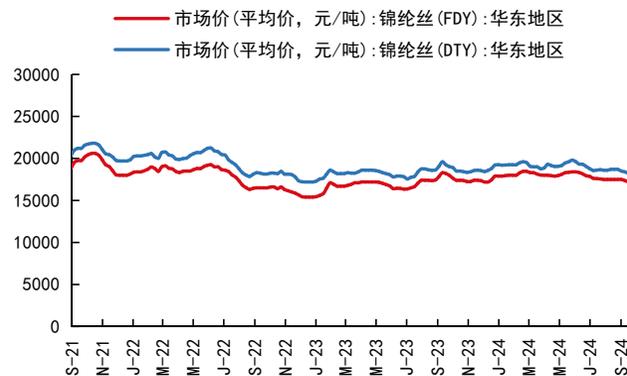
- 美元兑人民币汇率上升。11月6日美国大选结果出炉，特朗普胜选，市场通胀预期回升，降息预期减弱，美元兑人民币中间价从11月初的7.11上升至11月15日的7.20。
- 棉价下跌，内外棉价差环比扩大。截至2024年11月14日，328棉花价格指数（元/吨）为15396，环比下降1.0%；国际棉价下跌，外棉价格14256（元/吨），环比下降2.7%；内外棉价差（元/吨）为1140，环比扩大。
- 锦纶切片价格环比小幅上升。近一周锦纶66切片价格为18700元/吨，环比上周略下降，近一周锦纶丝价格为15970元/吨，环比上周下降2.1%

图：美元兑人民币汇率走势



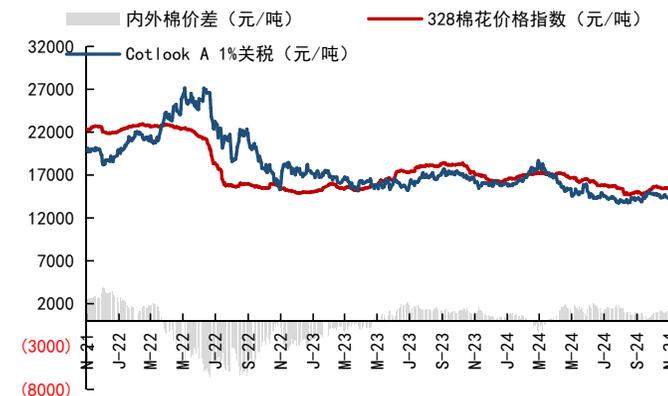
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：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

图：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

图：PA66价格走势（元/吨）

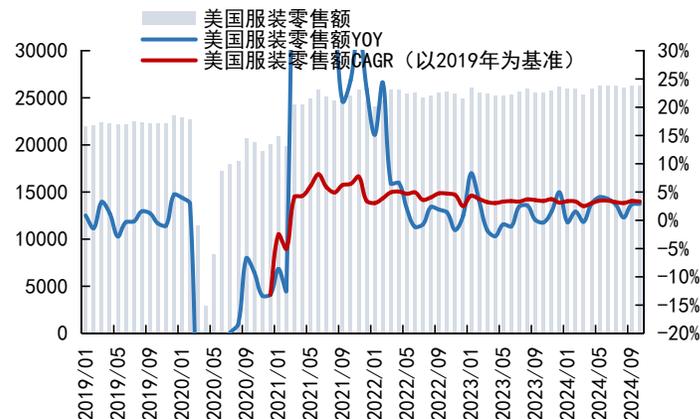


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

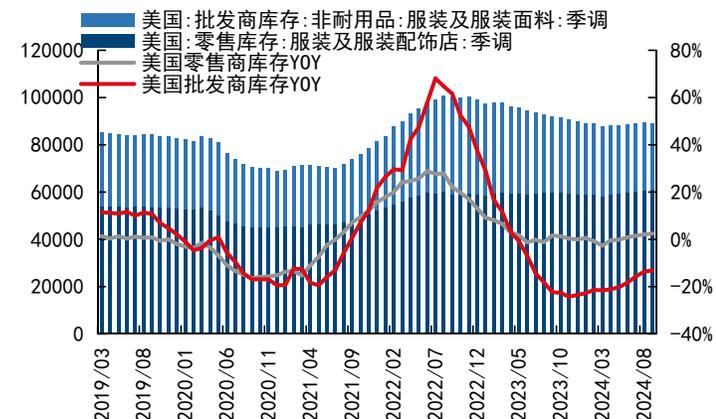
2、高频跟踪数据

- 美国服装消费韧性较强。2024年1-10月美国服饰零售额累计同比增长2.1%，8-10月分别同比增长0.5%/2.8%/2.9%。若剔除基数影响，和2019年比较复合增速，1-10月在2.5%-3.5%区间。
- 服装批发商库销比保持下降趋势，零售商库存水平基本维持。从库存看，零售商库存同比自2023年下半年基本持平，自2024年2月以来连续4个月同比小幅下降，6-9月出现小幅回升；批发商库存自2023年5月以来至2024年9月连续同比下降，同比降幅基本超过13%。从库销比看，批发商库销比持续下降，9月在2.15，基本回到2019年水平，零售商则由于前期对宏观经济谨慎，库销比持续处于低位，自2024上半年基本维持在2.3左右（2019年在2.4以上）。

图：美国服装零售金额及增长（百万美元，季调） 图：美国服装零售商及批发商库存（百万美元，季调）

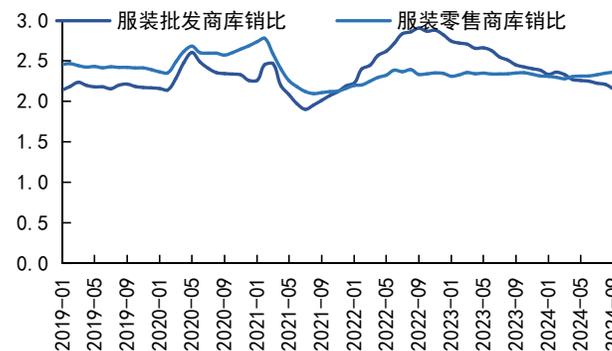


资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库销比（季调）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

3、下游及同行公司数据跟踪

国际品牌财报：2023年底库存恢复健康，2024年收入增长品牌分化明显

库存方面：经历了约1年左右的去库，国际运动品牌2023年三季度~四季度库存均有较显著的下降，同时大部分品牌四季度的库销比已经回落至接近2019年同期的健康水平；VF、UA去库进展相对落后，但到2023年年底也已有明显进展。截至今年一季度末，各品牌库存金额进一步实现同环比下降，库销比同环比下降明显，其中耐克、Deckers库销比（存货/过去1年平均月成本）在3左右。截至三季度或二季度末，各品牌库存金额环比上升，库销比也有所提升，但仍处于健康可控水平。

收入方面：从营收增长来看，Deckers、优衣库、lululemon持续保持行业领先增速，阿迪达斯今年以来收入恢复增长，此外优衣库日本市场因增长强劲，库存不足的产品在二季度提交额外补单；耐克等其他品牌虽短期增速放缓，但基于今年补库需求以及和头部供应商的深度合作关系，头部供应商订单预计显著高于品牌自身增速。

图：国际品牌季度收入、库存、库销比（财季按自然年统一归位）

收入YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA为货币中性口径)	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024
耐克	-2.0% 88.0% 12.0% 0.0% 8.0% 3.0% 10.0% 27.0% 19.0% 8.0% 2.0% -1.0% 0.0% 0.0% 0.0% 8.0% 11.0% 10.0%
阿迪达斯	27.0% 55.0% 3.0% -3.0% -3.0% 4.0% 4.0% -1.0% 0.0% 0.0% 1.0% -2.0% 8.0% 11.0% 10.0%
优衣库	-0.3% 47.2% -6.3% 1.2% 1.5% 10.3% 23.2% 14.2% 26.9% 23.8% 16.2% 13.2% 5.0% 13.5% 18.3%
PUMA	25.8% 96.0% 20.4% 14.0% 19.7% 18.4% 16.9% 21.1% 14.4% 11.1% 6.0% -4.0% 0.5% 2.1% 5.0%
Deckers	49.7% 78.2% 15.8% 10.2% 31.2% 21.8% 21.3% 13.3% 7.6% 11.1% 24.2% 15.1% 21.1% 23.0% 20.4%
VF	22.8% 103.9% 22.6% 22.0% 9.4% 3.1% -3.7% -2.6% -3.0% -8% -4.0% -17.0% -13.0% -8.0% -6.0%
UA	35.1% 91.0% 7.9% 8.9% 3.5% -0.2% 1.8% 3.4% 7.5% -1.0% -1.1% -7.0% -5.0% -10.0% -10.0%
LULU	88.1% 60.7% 29.8% 23.1% 31.6% 28.8% 28.0% 30.2% 24.0% 18.2% 18.7% 15.6% 10.4% 7.3%
报表存货YOY	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024
耐克	15.3% -7.0% -0.1% 6.8% 15.0% 22.8% 44.2% 43.3% 15.6% 0.4% -10.0% -14.4% -13.2% -11.1% -5.1%
阿迪达斯	-9.1% -22.2% -21.6% -8.8% 15.3% 35.2% 72.4% 49.0% 24.9% 1.0% -23.2% -24.2% -22.0% -18.0% -6.7%
优衣库	0.2% -9.5% -5.4% 0.2% -1.2% 2.1% 23.1% 40.8% 24.9% 10.1% -7.5% -14.8% -5.3% 4.5% 5.6%
PUMA	8.3% 7.7% 11.6% 31.1% 32.2% 42.9% 72.3% 50.5% 32.7% 8.1% -20.3% -19.6% -8.6% -3.4%
Deckers	-10.7% 7.2% 31.4% 80.4% 83.4% 45.4% 31.3% 5.1% -11.8% -21.5% -25.5% -11.0% 1.7% 7.1%
VF	-17.9% -13.3% 2.1% 19.6% 33.6% 92.4% 101.4% 61.6% 19.0% -9.8% -17.1% -23.0% -24.3% -16.0%
UA	-9.4% -26.5% -20.7% -9.4% -3.2% 29.0% 50.1% 44.4% 38.4% 5.9% -9.3% -19.5% -15.2% -3.3%
LULU	17.1% 17.4% 22.4% 49.3% 74.0% 85.1% 84.5% 49.8% 23.9% 13.6% -4.5% -8.6% -14.9% -14.0%
库销比 (存货/过去1年平均月成本)	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024
耐克	3.68 3.35 3.18 3.12 3.67 4.00 4.50 4.11 3.76 3.51 3.59 3.31 3.23 3.17 3.59
阿迪达斯	4.67 4.50 4.11 4.60 5.15 6.02 6.70 6.04 5.62 5.56 4.95 4.83 4.83 4.85 4.79
优衣库	4.24 3.83 4.47 4.62 4.02 3.99 5.33 5.99 4.27 3.59 4.05 4.28 3.66 3.52 3.98
PUMA	5.08 5.11 4.78 5.05 5.16 5.96 6.64 5.91 5.46 5.34 4.69 4.69 4.71 5.23 4.85
Deckers	2.85 4.30 5.76 4.62 3.94 6.22 6.46 4.87 3.55 4.91 4.67 3.45 2.99 4.69 4.67
VF	2.92 3.03 3.50 2.93 3.16 5.13 6.01 5.66 4.99 6.13 5.47 4.98 4.22 5.12 5.22
UA	4.18 3.82 3.62 3.45 3.42 3.91 4.28 4.63 4.39 4.88 4.29 4.23 3.74 4.50 4.62
LULU	4.10 4.05 4.58 4.38 5.34 5.71 6.40 4.80 5.09 5.21 5.05 3.96 3.94 4.14
报表存货金额	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024
耐克	6693 6854 6699 6506 7700 8420 9662 9326 8905 8454 8698 7979 7726 7519 8253
阿迪达斯	3938 4054 3664 4009 4542 5483 6315 5973 5675 5540 4849 4525 4427 4544 4524
优衣库	354641 344651 394867 405103 350348 351718 485928 570314 437671 387386 449250 485724 414430 404800 474460
PUMA	1224 1389 1364 1492 1618 1984 2350 2245 2147 2146 1874 1804 1786 1961 1811
Deckers	278 458 636 551 507 840 925 723 533 741 726 539 474 753 778
VF	1062 1217 1465 1287 1419 2341 2750 2592 2293 2787 2481 2148 1766 2111 2083
UA	852 881 838 811 824 954 1080 1218 1190 1320 1144 1104 959 1120 1106
LULU	733 790 944 966 1275 1462 1742 1447 1580 1661 1664 1324 1345 1429

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

3、下游及同行公司数据跟踪

- 10月裕元、志强、儒鸿（美元口径）同比增速均达到双位数以上增长；聚阳增速小幅回落至8%，主要受船期递延影响；丰泰受耐克影响持续承压；零售商宝胜同比增速转正。

1、聚阳 (1477. TW)：聚阳公布今年10月合并营收26.47亿元，月减19.5%，较去年同期增加6.9%，创同期新高纪录。累计今年1-10月合并营收294.14亿元，年增长9.7%。聚阳指出，10月是季节交替、加上船期不稳定等因素，因此较上月减少，但仍比去年同期成长。10月营收表现符合淡旺季的表现，预计第四季业绩可望逐月走高，今年下半年整体业绩200亿元的目标不变，不过因地缘政治效应，船期的变数在，也有可能递延。聚阳目前已在接明年第二季的订单，整体上半年订单能见度佳，预期仍会有双位数的年增率。不过，即将登场的美国总统大选，不同候选人的政策可能会影响整体供应链的变化，加上聚阳有八成营收来自美国，聚阳指出，将持续关注新政府上任后的新政策。

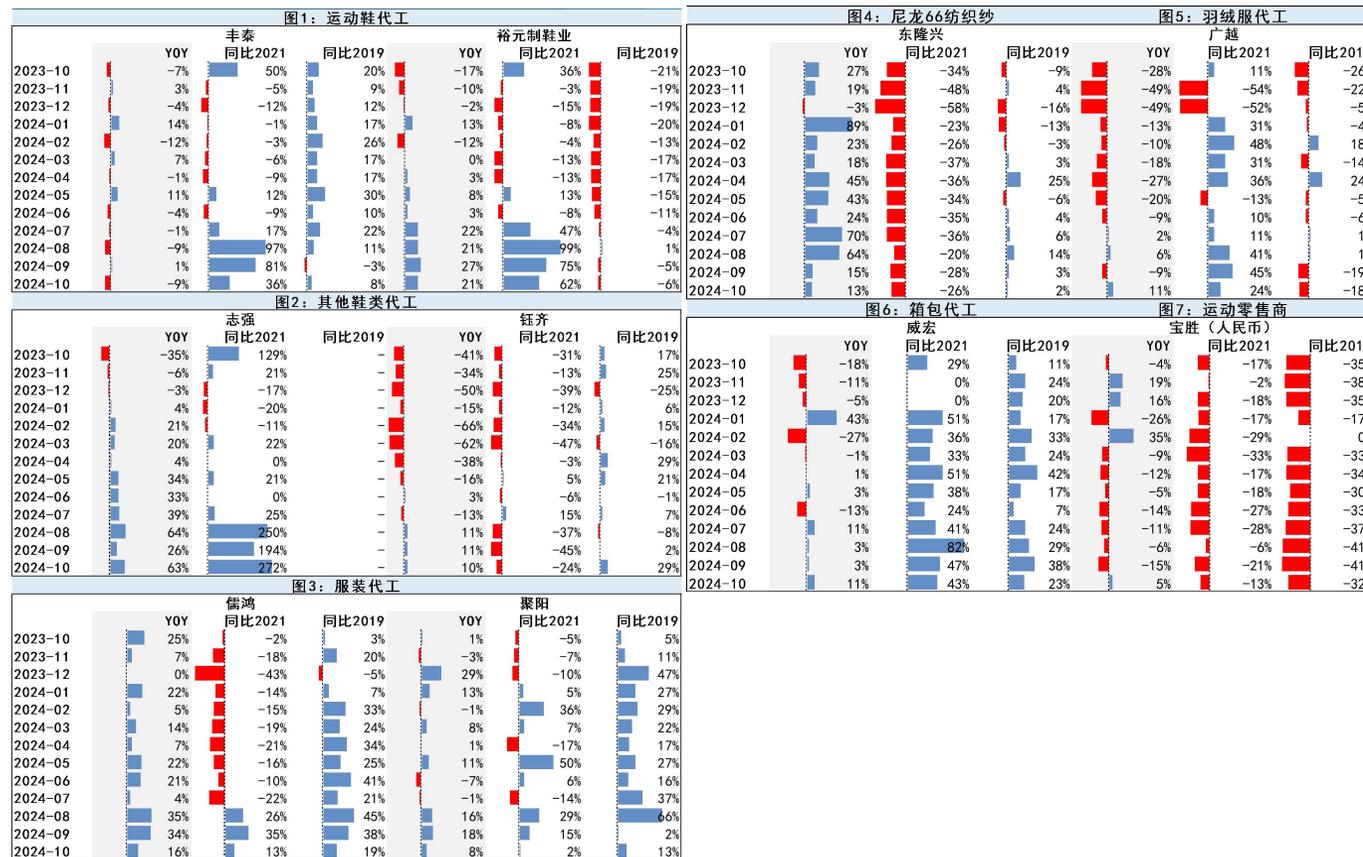
2、裕元 (0551. HK)：裕元10月营收为7.4亿美元，月增12.1%、年增14.7%。其中，10月制鞋业务营收年增21.3%，连四个月年增逾20%，并创连八个月正成长；累计今年前十月营收68.18亿美元，年增2.9%，其中，制鞋业务年增10.2%。

另由裕元工业的零售业务独立分拆上市的宝胜国际，自结10月营收为人民币17.21亿元，折合约2.39亿美元，月增21.5%，年增4.7%，创连三个月呈月增。

宝胜国际累计今年前十月营收为人民币157.05亿元，折合约21.82亿美元，年减8.1%，反映主要营运地区消费支出，仍较审慎。

法人表示因第四季是鞋子的出货旺季，预估宝成今年第四季营运，有望比去年同期好。

图：台企代工同行营收增速跟踪



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

【 03 】 细分板块投资逻辑

板块分类与看点

- 1、原材料、中间材料供应商：**优质企业亮点在于业绩增长迅速，利润率水平高，叠加较强的周期性下找到把握买点，有较好的收益弹性。亮点原因在于产品的差异化，技术和服务等壁垒，能够扩大市场份额并赚取超额利润。由于行业生产自动化程度较高，普遍对资本开支要求较高，现金流的来源是否可持续较为关键，而同时行业集中度天花板较高，有显著盈利能力优势的企业通过扩产将有效提高自身市占率。
- 2、成品供应商：**值得投资的企业具有以下特点，包括业绩确定性强、ROE高、成长性较好、长期现金流回报好。原因在于成品供应商作为劳动密集型企业，一般劣势在于进入门槛低，产品附加值低，劳动力成本上涨，但相应的优势在于资本开支较低，相对轻资产。优秀的供应商能够扬长避短，和全球头部品牌深度绑定，只有少数巨头企业形成了寡头格局。并且自身具有成本规模优势、管理效率优势、交付能力强、一体化研发壁垒等竞争力，为品牌客户提供了较大价值。

图：纺织制造板块投资逻辑图



资料来源：国信证券经济研究所整理

龙头代工企业：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

1、代工龙头竞争力领先，绑定头部国际品牌，中期订单成长确定性强

运动成衣代工申洲国际、运动鞋代工华利集团目前已经成为国际运动品牌的核心供应商，拥有较强的竞争力和更好的订单成长确定性。

申洲国际和华利集团竞争优势：规模、品质、创新、效率、交期、海外布局

1) 申洲国际核心竞争优势包括规模大资金实力强（行业龙头）、强大的面料研发创新实力（业内领先）、海内外一体化双循环和一站式供应链服务（专用工厂、快速响应）、自动化投入推动生产效率持续优化（人均产值逐年提升）等。

2) 华利集团核心优势包括较大的产能规模（适配头部品牌）、较高的盈利水平（北越员工成本低、产能利用率高、工厂管理水平优秀）、优秀的生产品质和交期保障。

成长分析：运动赛道景气成长，公司竞争力优秀绑定头部品牌，且份额持续增长

1) 运动代工赛道景气成长，申洲和华利市占率持续提升

若假设终端零售价/出厂价 ≈ 3 ，可推算出2023年全球运动服/运动鞋出厂规模分别为5425/3868亿元人民币，运动服/运动鞋代工在2015-2019年复合增速8.2%/10.0%，2019-2022年受疫情影响，复合增速放缓至1.3%/1.7%，2023年行业回暖，同比2022年增长9.8%/13.4%

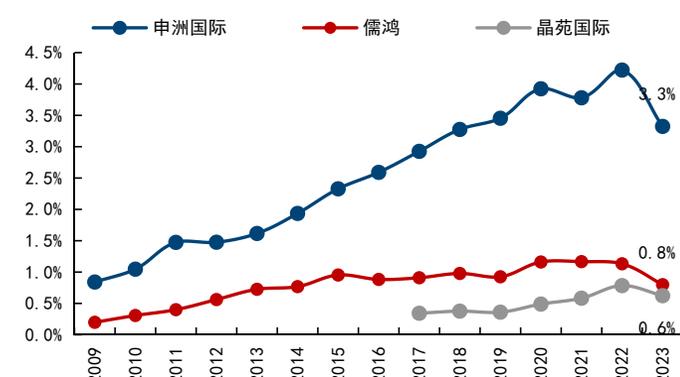
申洲和华利分别是运动服和运动鞋的全球头部代工厂，市占率持续提升且提升幅度大于同行，印证了优秀的综合竞争力。从全球市占率可见，申洲国际运动服业务在全球市占率3.3%，2017-2023年提升0.4个百分点；华利集团全球市占率5.2%，2017-2023年提升1.6个百分点。2023年由于品牌去库存单，供应商测算份额普遍回落，但2024年去库存结束后订单增长明显，预计份额回升。

裕元是最大的运动鞋代工集团，旗下制鞋业务历史上市占率最高达到17.6%，近年份额下降较多，市占率仍然有9.2%，说明代工行业的市场份额天花板较高。

图：全球运动服代工出厂规模（亿元人民币） 图：运动服头部供应商的市占率（仅统计运动成衣）

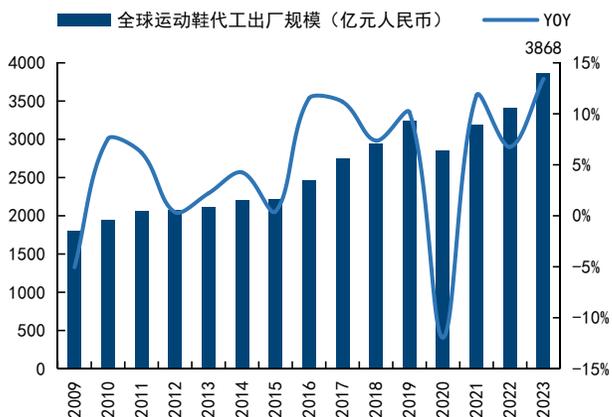


资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理



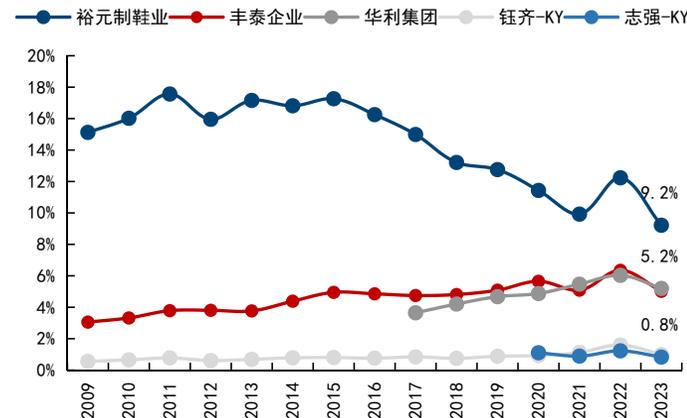
资料来源：前瞻产业研究院、Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图：全球运动鞋代工出厂规模（亿元人民币）



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图：运动鞋头部供应商的市占率



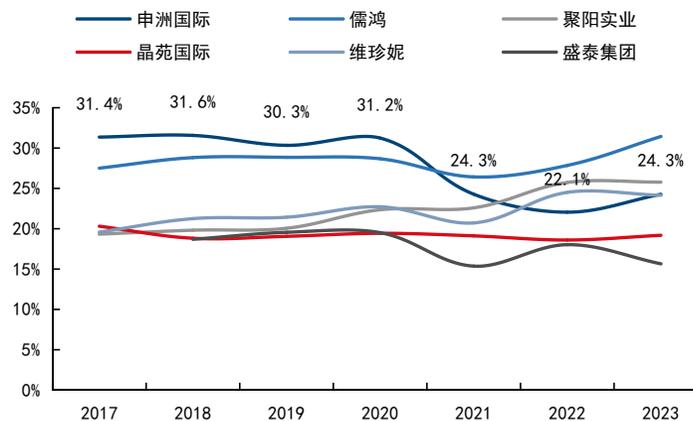
资料来源：前瞻产业研究院、Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

龙头代工企业：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

2) 毛利率在同行中较高，综合反映产品、效率、成本管控优势。在正常年份，申洲国际毛利率保持在30%以上，同行大多只有20-25%，受到越南产地停产、棉价大涨等负面因素影响，2021年至2023年毛利率下滑，2023年下半年逐渐修复。华利集团毛利率在25%以上，小幅优于同行，同时净利率平均领先同行5个百分点或以上。较高的利润率反映公司较强的生产效率、较优的品质和良好的成本管控能力。

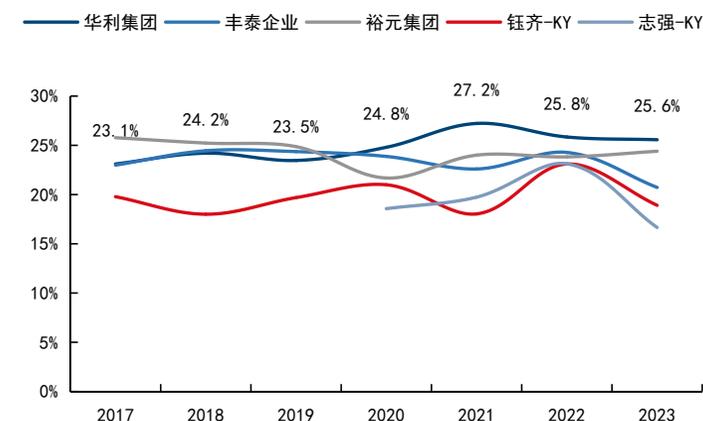
3) 凭借较强综合竞争优势，绑定国际大牌获取份额。从品牌客户看，申洲国际和华利集团深度绑定国际头部运动品牌成长，同时在品牌客户中的份额持续提升，经过我们估算过去5年申洲国际/华利集团在核心品牌客户中的平均份额提升3.8/0.9个百分点至15.4%/8.6%。

图：申洲国际在同行中毛利率较高



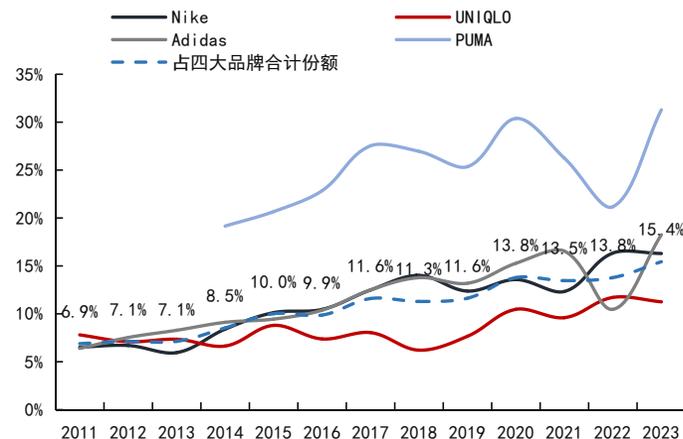
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：华利集团在同行中毛利率较高



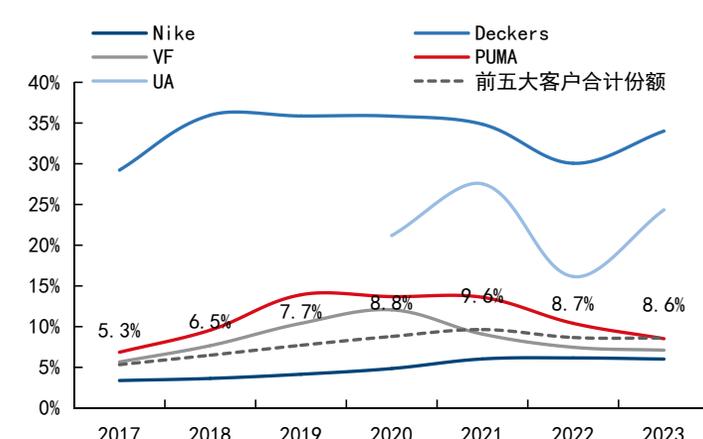
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：申洲国际占主要品牌客户采购份额估算



资料来源：各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图：华利集团占主要品牌客户采购份额估算



资料来源：各公司公告, 国信证券经济研究所整理

龙头代工企业：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

2、代工龙头商业模式好、长期现金回报高，对估值形成较强的支撑

参考中国台湾地区成熟鞋服代工大厂丰泰、聚阳、儒鸿、裕元，由于代工龙头拥有良好的竞争力和绑定优质大品牌，同时以较轻资本投入模式扩张，长期维持较高的盈利水平，ROE较高且现金状况健康。随着扩张增速放缓，资本开支占经营活动现金流下降（小于1/4），同时派息率提升或保持高水平（成熟代工大厂派息率在75%-100%），即使估值中枢提升，仍保持较可观股息率，弥补增速预期下降对估值的压力，估值长期保持一定溢价，PEG>1。具体来看：

1) 代工龙头凭借良好竞争力和绑定优质大客户资源，长期维持较高盈利水平

从毛利率看，代工龙头与优质品牌深度合作，同时凭借较好的品质、创新、效率、交期和成本管控优势收获较高的盈利水平，儒鸿、申洲、鲁泰A毛利率正常在28%-30%，丰泰、华利、裕元毛利率一般在23%-26%，聚阳正常在20%-23%。近10年，若不考虑疫情影响，鞋服代工龙头毛利率总体提升。

从ROE看，在良好的盈利水平基础上，较轻的资本投入模式带来了较高的固定资产周转率，因此ROE也保持较高水平，丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、鲁泰A2010-2019年平均ROE分别为27%、22%、27%、10%、21%、14%，华利2023年ROE为21.2%。

从净现比看，代工龙头盈利水平较高的同时，经营现金流净额占归母净利的比重大多时候大于1。丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、鲁泰A2010-2019年平均净现比分别为1.5、1.1、1.1、1.4、1.0、1.4，华利2023年净现比为1.15。

表：头部代工企业的毛利率、ROE、净现比水平

	平均毛利率	平均ROE	平均净现比
丰泰企业	21.0%	27.3%	1.54
聚阳实业	20.6%	21.6%	1.10
儒鸿	27.3%	26.9%	1.09
裕元集团	23.7%	10.4%	1.39
申洲国际	30.1%	20.7%	0.97
华利集团	25.6%	21.2%	1.15
鲁泰A	29.8%	13.6%	1.43

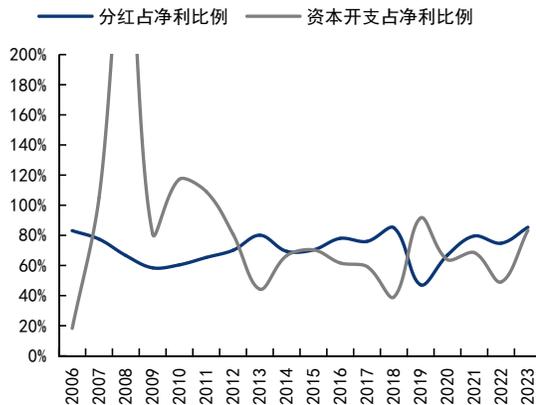
资料来源：彭博，wind，国信证券经济研究所整理；备注：华利集团展示2023年数据，其余公司展示2010-2019年期间十年的平均值

龙头代工企业：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

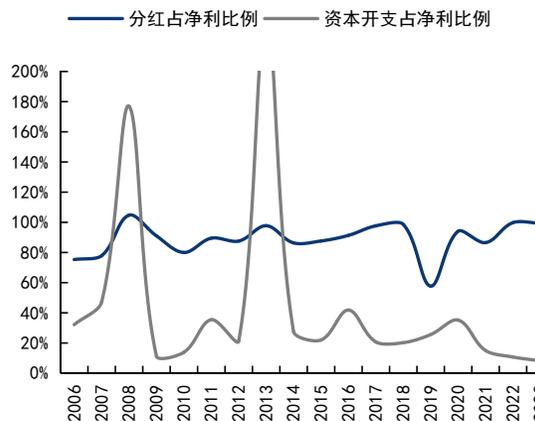
2) 成熟代工龙头资本开支占比下降，分红比例上升

随着资本开支放缓，成熟代工龙头收入增速中枢逐步放缓，同时分红比例上升，2023年丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、华利和鲁泰开支占净利比重分别为83%、12%、6%、73%、24%、36%、210%，派息率分别为85%、99%、72%、68%、61%、44%和26%，申洲、儒鸿派息率相比早期都有较大提升，裕元、丰泰小幅提升，聚阳保持80%-100%的高水平，鲁泰A相比早期些许下降。

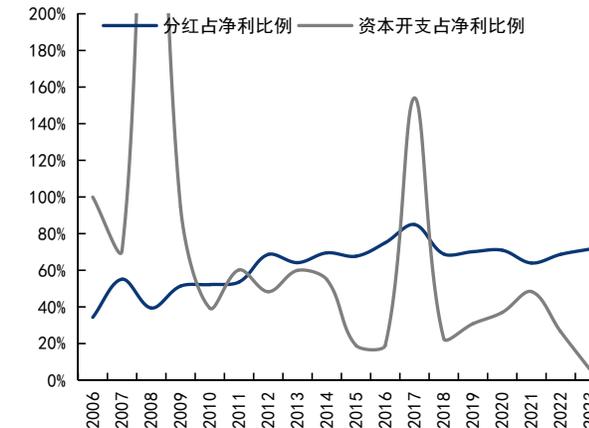
丰泰企业



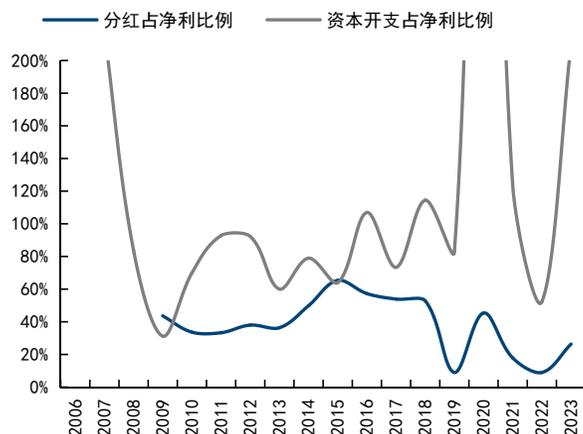
聚阳实业



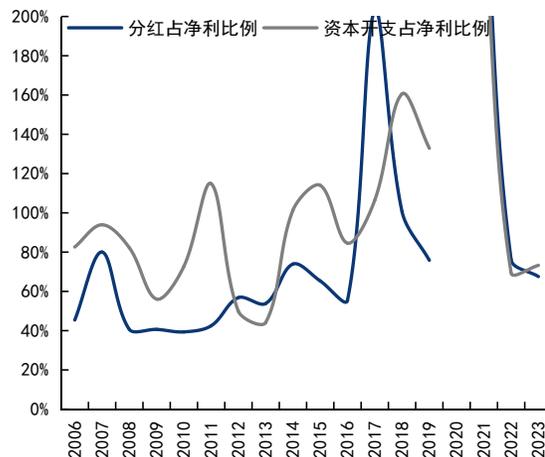
儒鸿



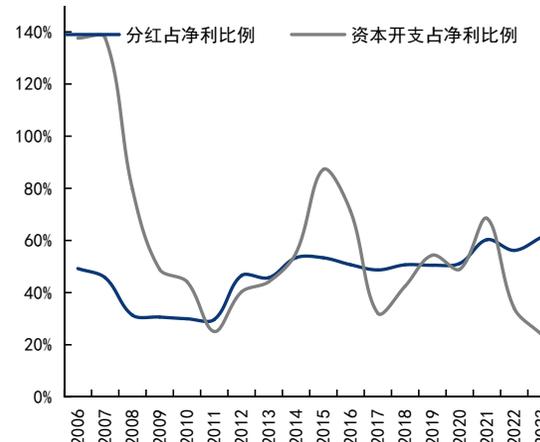
鲁泰A



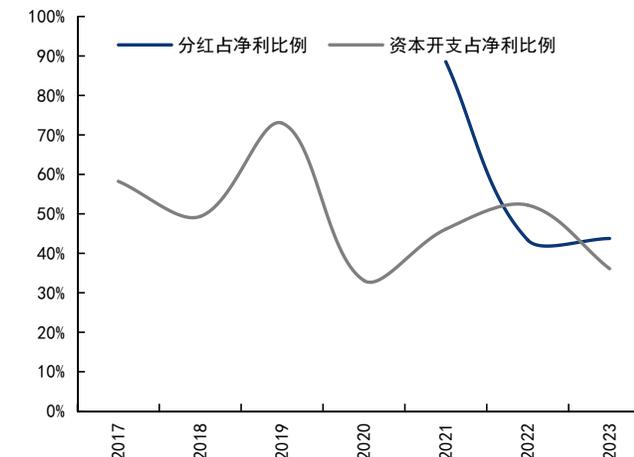
裕元集团



申洲国际



华利集团



资料来源：彭博，wind，国信证券经济研究所整理

龙头代工企业：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

成熟代工龙头增速相对稳健，高派息率对估值形成支撑， $PEG > 1$ 。历史上疫情前10年，丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲、华利2009-2019年收入复合增速分别为11%、7%、16%、7%、14%、18%。成熟代工龙头增速趋势上逐步放缓，但综合竞争优势提升和派息率的增长，驱动估值提升，2019年丰泰、聚阳、儒鸿、裕元、申洲未来1年PE分别比2010年增加106%、95%、163%、21%、288%至19.9、16.8、21.0、13.0、24.6倍。

派息率的提升一部分抵消了估值上升对股息率的影响，2023年丰泰、聚阳、儒鸿、裕元股息率分别为2.5%、4.6%、2.4%、10.4%，申洲、华利和鲁泰A分别为2.5%、2.3%和2.0%，成熟代工龙头的股息率仍保持较可观水平。

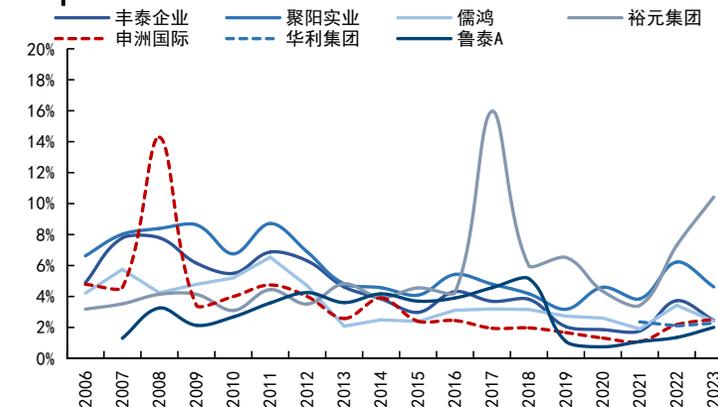
表：鞋服代工龙头未来增速预期、PE及PEG对比

备注	收入历史CAGR 2009-2019年	2023A 收入YOY	2024E 收入YOY	2025E 收入YOY	收入预测CAGR 2023-2025E
丰泰企业	11%	-11%	8%	9%	9%
聚阳实业	7%	1%	11%	10%	10%
儒鸿	16%	-23%	19%	14%	17%
裕元集团	7%	-12%	15%	7%	11%
申洲国际	14%	-10%	15%	13%	14%
华利集团*	18%	-2%	19%	15%	17%

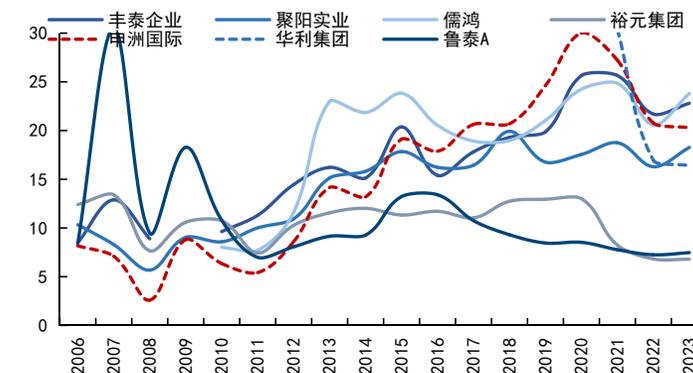
备注	净利润历史CAGR 2009-2019年	2023A 净利润YOY	2024E 净利润YOY	2025E 净利润YOY	净利润CAGR 2023-2025E	PE 2025E	PEG CAGR	PEG 2025E
丰泰企业	15%	-45%	39%	18%	28%	16.7	0.6	1.0
聚阳实业	8%	14%	10%	12%	11%	21.9	2.0	1.8
儒鸿	28%	-24%	23%	16%	19%	20.0	1.0	1.3
裕元集团	-4%	-7%	7%	18%	13%	6.3	0.5	0.3
申洲国际	15%	0%	18%	18%	18%	14.6	0.8	0.8
华利集团*	17%	-1%	20%	16%	18%	14.8	0.8	0.9

资料来源：彭博，国信证券经济研究所预测；备注：1) 以上数据采集日期为2024年7月26日；2) 丰泰企业、聚阳实业、儒鸿、裕元集团的2024E-2025E净利润预测值来自彭博一致预测；3) 历史CAGR：华利集团展示2022年增速，其余公司展示2009-2019年之间CAGR

图：成熟代工龙头股息率维持较可观水平



图：PE（未来1年）提升



资料来源：彭博，wind，国信证券经济研究所整理

龙头代工企业：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

成熟代工龙头估值溢价较明显，申洲、华利估值仍有提升空间。若剔除2023年行业下游砍单的低基数影响，主要以2025年业绩增速作为未来中长期成长性的参考，收入增速从高到低前三名分别是华利、儒鸿、申洲，净利润增速从高到低前三名分别是裕元、申洲、鲁泰，当前股价对应2025E的PEG，几家台企均高于1.0，从高到低分别是聚阳、儒鸿、丰泰，PEG分别为1.8/1.3/1.0；而申洲和华利均低于1.0，分别为0.8/0.9；聚阳仅为成衣单一环节制造商，产品定位以快时尚为主，历史增速波动较大；儒鸿与申洲同为纵向一体化面料成衣制造商，但儒鸿规模与申洲比较小；丰泰为运动鞋制造商，深度绑定耐克但客户结构单一，可见台企代工龙头享有明显的估值溢价，申洲华利竞争实力和未来预期增速相对更优，估值仍有提升空间。

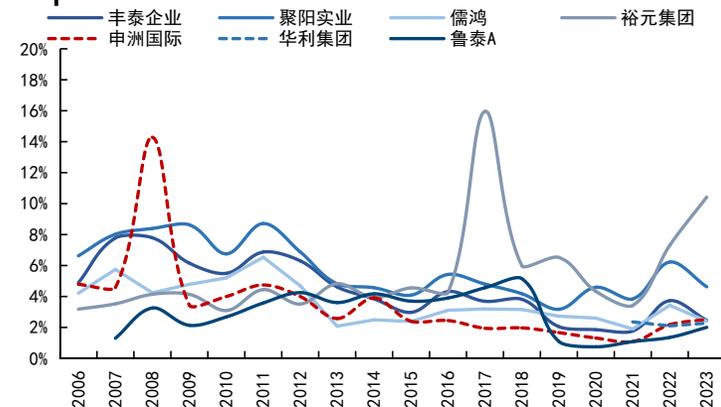
表：鞋服代工龙头未来增速预期、PE及PEG对比

备注	收入历史CAGR	2023A	2024E	2025E	收入预测CAGR
	2009-2019年	收入YOY	收入YOY	收入YOY	2023-2025E
丰泰企业	11%	-11%	8%	9%	9%
聚阳实业	7%	1%	11%	10%	10%
儒鸿	16%	-23%	19%	14%	17%
裕元集团	7%	-12%	15%	7%	11%
申洲国际	14%	-10%	15%	13%	14%
华利集团*	18%	-2%	19%	15%	17%

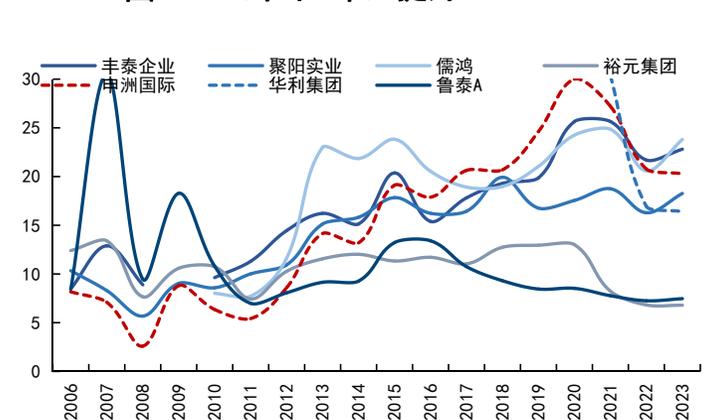
备注	净利润历史CAGR	2023A	2024E	2025E	净利润CAGR	PE	PEG	PEG
	2009-2019年	净利润YOY	净利润YOY	净利润YOY	2023-2025E	2025E	CAGR	2025E
丰泰企业	15%	-45%	39%	18%	28%	16.7	0.6	1.0
聚阳实业	8%	14%	10%	12%	11%	21.9	2.0	1.8
儒鸿	28%	-24%	23%	16%	19%	20.0	1.0	1.3
裕元集团	-4%	-7%	7%	18%	13%	6.3	0.5	0.3
申洲国际	15%	0%	18%	18%	18%	14.6	0.8	0.8
华利集团*	17%	-1%	20%	16%	18%	14.8	0.8	0.9

资料来源：彭博，国信证券经济研究所预测；备注：1) 以上数据采集日期为2024年7月26日；2) 丰泰企业、聚阳实业、儒鸿、裕元集团的2024E-2025E净利润预测值来自彭博一致预测；3) 历史CAGR：华利集团展示2022年增速，其余公司展示2009-2019年之间CAGR

图：成熟代工龙头股息率维持较可观水平



图：PE（未来1年）提升



资料来源：彭博，wind，国信证券经济研究所整理

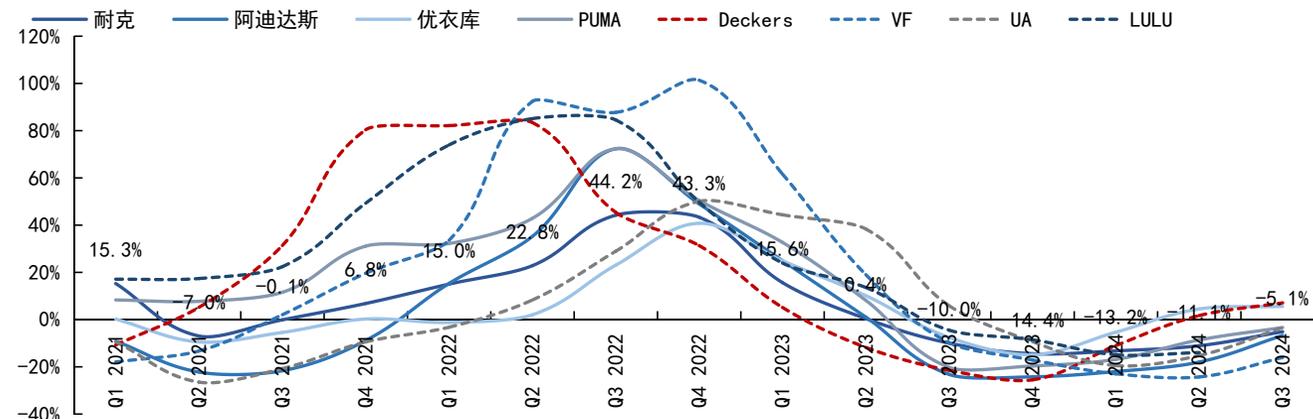
龙头代工企业：代工龙头商业模式好、长期现金回报高

3、短期：国际品牌财报数据向好，头部制造商订单恢复预期明朗，将先后带动估值修复和EPS上行

从申洲国际、华利集团主要国际品牌客户最近季度的库存及经营情况来看，1) 收入：2023年底大部分品牌增速变缓或同比下降，2024年初除UA和Lululemon外开始回暖，阿迪上调2024年财年指引，营业利润上调至10亿欧元)。2) 库存：从2022Q4以来到2023年底，各品牌库存同比增速下降，进入2024年库存增速小幅回升。大部分品牌在收入保持增长同时改善库存情况。

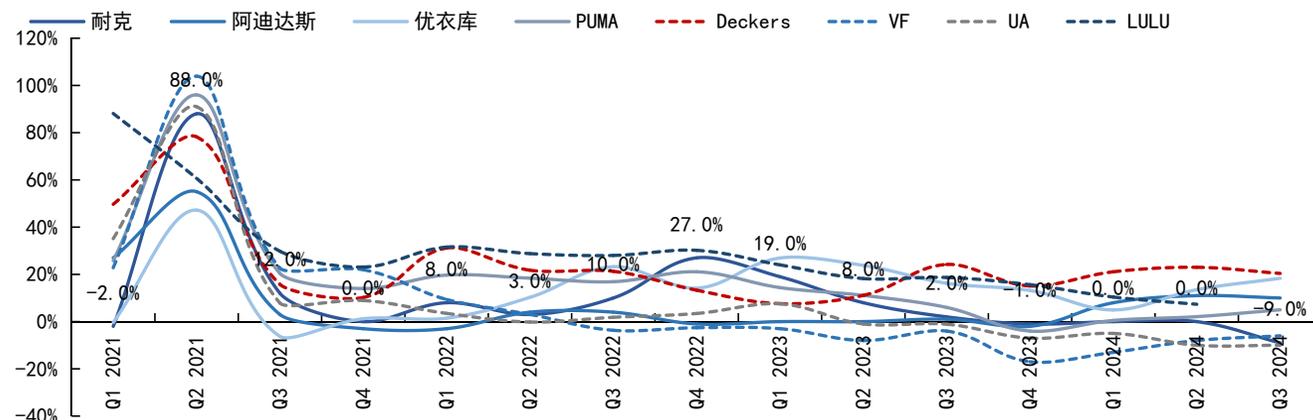
根据国际品牌管理层的预期，后续收入保持正常增速的同时，库存将延续改善，随着国际品牌财报数据向好，制造商订单恢复预期愈发明朗，先后带动估值修复和EPS上行，关注申洲国际、华利集团的反弹机遇。

图：申洲国际和华利集团主要国际品牌客户库存季度YOY



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图：申洲国际和华利集团主要国际品牌客户收入YOY



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

细分制造龙头：成长空间与盈利弹性出色

1、长期逻辑：细分赛道竞争优势明显，中长期积极扩张成长空间大的优质制造商

- 台华新材是高端锦纶纤维龙头，具有较强的研发技术壁垒，下游功能性服饰面料需求景气增长，公司把握时机快速扩张产能占据领导地位，有较大的增长潜力。
- 伟星股份是辅料龙头生产商，在产品创新和大客户服务上具有较强竞争力，份额持续提升，未来伴随海内外产能扩张和海外客户拓展，集中度提升空间大。
- 健盛集团是棉袜龙头制造商，开拓无缝业务打开第二成长曲线，新老业务在客户拓展和产能爬坡驱动下中期具有较好的成长性，叠加效率提升，盈利改善空间大。
- 新澳股份是毛精纺纱龙头制造商，近年开拓羊绒纺纱业务，在行业出清、集中度提升的背景下，公司保持稳健增长，中长期通过海外产能扩张和品类开拓驱动成长。
- 开润股份是箱包代工龙头，2019年收购上海嘉乐后开拓服装代工第二增长曲线，嘉乐已于2024年三季度并表，目前规模和盈利水平仍有较大提升空间；未来2-3年印尼箱包和服装制造产能预期增长50%以上。

细分制造龙头：成长空间与盈利弹性出色

2. 近期更新：台华、伟星、健盛、新澳2024年订单回暖、业绩改善势头明显，在同行中展现一定优势

- 2024年以来受益于下游客户补库需求，订单回暖，各季度收入增速基本均在双位数以上。其中台华新材受益于锦纶下游需求高景气和新建产能持续爬坡，前三季度收入快速增长、毛利率同比提升；伟星延续在行业内扩份额的趋势，各季度维持稳健较快的增速；新澳、健盛主业稳健增长，第三季度主要受益于第二增长曲线，新澳羊绒业务第三季度订单和营收保持快速增长，健盛无缝服饰业务出现增长拐点，第三季度增长提速。各公司受益于产能利用率饱满，今年毛利率均处于较高水平，仅新澳股份受羊绒资产折旧增加、以及部分毛利较低客户订单影响毛利率同比下降；净利润端，伟星股份主要由于费用提前计提导致净利率下降。

图：细分制造龙头分季度业绩表现

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q2
收入金额（亿元）															
台华新材	7.4	11.0	12.3	11.9	9.5	11.0	9.6	10.0	9.7	12.3	13.2	15.8	14.7	19.5	17.7
伟星股份	5.4	9.4	8.9	9.8	7.2	11.1	9.9	8.1	7.0	11.3	10.8	10.0	8.0	15.0	12.8
健盛集团	4.1	5.0	6.1	5.3	5.3	7.2	5.6	5.4	5.0	6.1	5.5	6.2	5.5	6.2	7.5
新澳股份	6.4	11.2	9.5	7.4	8.9	12.3	10.1	8.2	9.8	13.4	11.9	9.3	11.0	14.6	13.2
收入YOY															
台华新材	57.9%	84.3%	103.1%	43.0%	27.9%	0.3%	-21.8%	-16.0%	2.7%	11.2%	37.3%	57.9%	51.7%	58.7%	33.9%
伟星股份	33.5%	30.3%	29.1%	44.8%	33.6%	17.4%	11.5%	-17.8%	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%	32.2%	19.3%
健盛集团	11.3%	39.5%	44.5%	22.8%	28.5%	45.3%	-7.7%	1.1%	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	10.4%	1.5%	37.0%
新澳股份	30.5%	90.8%	47.1%	33.6%	40.2%	9.2%	6.3%	11.5%	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.5%	8.4%	10.5%
扣非净利润金额（亿元）															
台华新材	0.95	1.53	1.10	0.87	0.89	0.81	0.38	-0.16	0.28	0.94	1.25	1.16	1.35	2.36	1.51
伟星股份	0.45	1.88	1.56	0.51	0.63	2.38	2.02	-0.30	0.51	2.48	2.03	0.30	0.75	3.25	2.08
健盛集团	0.47	0.53	0.72	-0.19	0.66	1.05	0.94	-0.04	0.30	0.92	0.78	0.61	0.80	0.82	0.95
新澳股份	0.49	1.16	0.80	0.38	0.73	1.31	0.94	0.47	0.88	1.58	0.89	0.55	0.93	1.66	0.93
扣非净利润YOY															
台华新材	828.8%	497.4%	189.3%	288.7%	5.0%	16.8%	45.7%	/	18.3%	15.9%	230.6%	823.7%	377.7%	150.3%	20.9%
伟星股份	463.3%	65.1%	64.3%	40.2%	40.7%	25.6%	29.9%	/	18.0%	4.3%	0.4%	201.9%	45.1%	31.1%	2.6%
健盛集团	4.8%	982.2%	1170.2%	96.8%	40.7%	100.0%	29.7%	/	4.5%	-2.5%	-6.3%	1704.0%	164.7%	1.4%	21.9%
新澳股份	263.9%	423.6%	580.9%	17.9%	48.2%	12.3%	16.6%	21.2%	20.6%	20.9%	-5.4%	18.0%	6.4%	3.4%	5.1%
毛利率															
台华新材	29.1%	27.5%	23.9%	23.2%	26.6%	22.9%	19.9%	17.4%	20.6%	21.6%	22.8%	21.9%	23.4%	24.6%	23.9%
伟星股份	36.5%	41.4%	42.1%	31.9%	37.9%	41.3%	41.4%	34.0%	37.7%	43.4%	42.2%	39.0%	37.9%	43.9%	44.3%
健盛集团	26.6%	28.7%	27.6%	24.1%	28.1%	27.5%	27.4%	19.5%	22.4%	26.6%	28.6%	25.8%	29.3%	28.5%	28.5%
新澳股份	19.5%	20.5%	17.5%	18.6%	17.8%	19.9%	19.6%	17.2%	19.3%	21.1%	17.6%	15.6%	19.9%	21.5%	16.5%

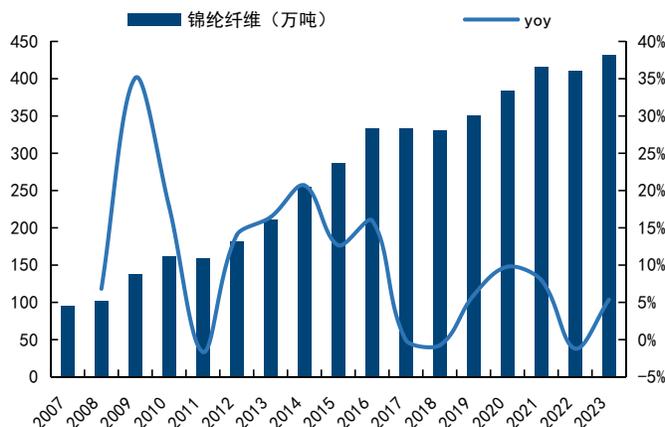
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

差异化锦纶制品龙头——台华新材：技术壁垒深厚，先发优势显著，有望引领高端纤维国产替代

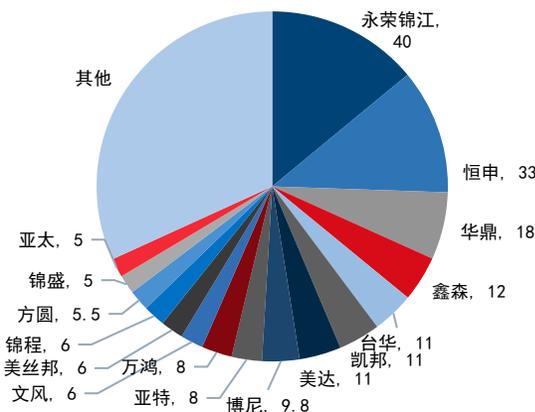
1、锦纶行业：差异化纤维需求端增长景气，供给端原料国产化带动行业降本放量

- **差异化锦纶消费端应用于运动户外功能性服饰，渗透率有稳步提升空间。**国内锦纶纤维产量432万吨，五年复合增速5.5%，占化纤6.3%，位列第二。锦纶凭借良好弹性亲肤和耐磨性能广泛应用于室内和户外运动服装，随着下游景气成长和消费者对服装功能性诉求增加，国内锦纶纤维渗透率仍有提升空间。锦纶广泛应用于运动功能性服饰。运动服饰需保证大幅度动作完成，要求有足够延展性，其次需要有良好的散热性、亲肤性、强度和耐磨性，因此对锦纶面料需求较高。按不同运动场景看，1) 锦纶具有较好弹性、柔软触感、亲肤、吸湿性优势，广泛应用于中高档瑜伽、内衣、健身衣等室内贴身无缝服饰。2) 锦纶具有较好耐磨性、强度、抗高温和低温能力，广泛应用于中高档户外运动、滑雪、羽绒服、防晒服等室外功能运动服饰。随着人们对服饰功能性和舒适度有更高追求，预计使用锦纶比例将进一步增加。
- **前五大厂商集中度约40%，台华新材成长较快，产能差异化程度高。**前2大锦纶民用丝厂商产能集中度25%，前5大厂商产能集中度40%，行业集中度较高，其中锦江和恒申分别拥有40万吨和33万吨实际产能，台华新材近年成长较快，2020年之前7万吨实际产能，在锦纶66产能扩张推动下，2023年预计达到20万吨。

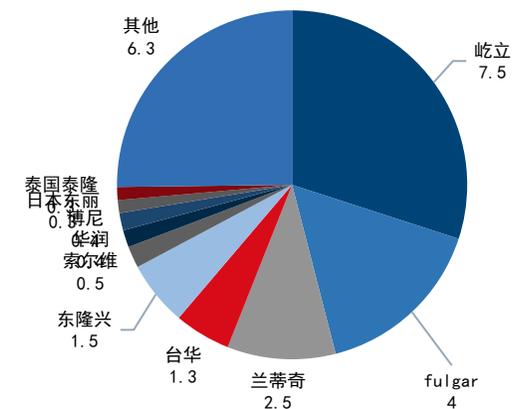
图：中国锦纶纤维产量及增速



图：2021年国内锦纶6民用丝格局（实际产能，万吨）



图：2021年全球锦纶66民用丝格局（实际产能，万吨）



资料来源：中国化学纤维工业协会，卓创资讯，各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

差异化锦纶制品龙头——台华新材：技术壁垒深厚，先发优势显著，有望引领高端纤维国产替代

① 锦纶66：供给端趋势受益原料端突破，民用渗透率提升空间广阔

中国是全球锦纶丝生产大国，但锦纶66制造地位较弱。2020年中国除港澳台地区有384万吨锦纶纤维产量，其中318万吨是锦纶6纤维（约223万吨民用），39万吨锦纶66纤维（约4万吨民用）。中国除港澳台地区锦纶产量占全球近60%，而锦纶66产量占全球仅20%，其中锦纶66民用丝产量占全球仅16%。与其他合成纤维相比，锦纶66规模小，主要是由于此前锦纶66前道原材料己二腈被国际大厂“卡脖子”。

中国锦纶66格局：东隆兴、台华和屹立是前三龙头，品质和良率较好。中国（除港澳台外）和中国台湾地区合计约8-10万吨锦纶66民用丝实际产能。其中位于中国台湾地区的东隆兴锦纶66产量第一（1.5万吨），台华新材在新项目投产后产能快速扩张，2021年1.3万吨实际产量，以色列屹立的苏州工厂7000吨产量。另外烟台华润和义乌博尼有少量产能但定位较低端，中国台湾远东新、集盛、聚隆等纺织大厂也有少量产能。

未来行业发展趋势：原材料国产化突破带动产能倍增，产业链成本下降，叠加下游功能性服装需求高景气，国内锦纶66厂家规模与份额有望大幅增长。

1) 中国除港澳台地区抢占台湾和海外的锦纶66的供应份额，成本有望下降。中国除港澳台地区纺织制造产业虽然规模庞大，但是产品附加值偏低，加上之前己二腈一直没有突破，所以下游没有太多厂家做相应的研发。目前己二腈已经突破，民用66切片、纺丝陆续崛起，很多下游织染厂家已经提前和纺纱厂合作做面料技术改良并取得一定成果。中国拥有全球最完整和规模最大的纺织产业链，从历史上涤纶和锦纶6产业变迁看，纺织业为追求成本下降，向中国大规模转移和升级，由此可见，未来锦纶66产业链成本下降可期。

2) 锦纶66成本下降、品牌追求产品力和材料升级、中国消费者追求户外及瑜伽服装的功能性，带来需求增长。一方面传统运动品牌（耐克、阿迪、LULU）在专业运动产品方面追求材料升级，另一方面，新消费户外和瑜伽品牌（UBRAS、蕉下、蕉内、内外、玛雅等）、头部运动品牌（李宁、安踏等）为提升产品使用体验和消费者口碑，运用锦纶66替代锦纶6和涤纶的需求在快速增长。

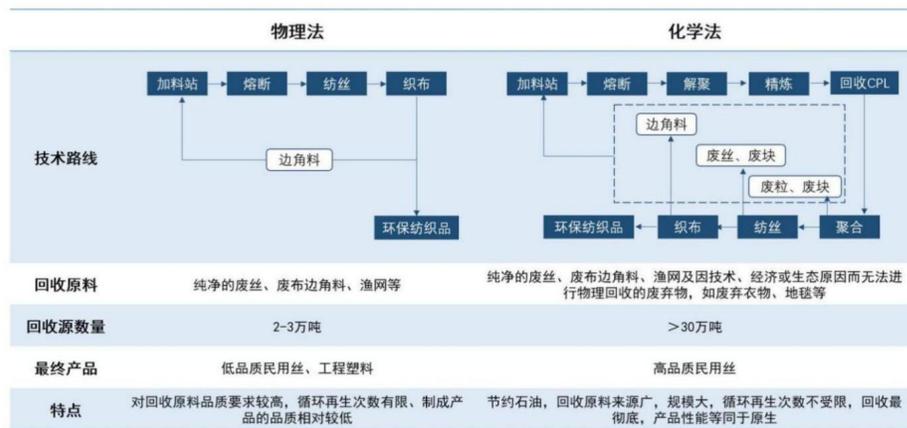
3) 按己二腈和切片扩产计划，国内锦纶66规模有望量增数倍。上一轮己内酰胺投产带动下游锦纶产量快速提升，2011年己内酰胺技术国产化后，2012~2014年国内共新增177万吨己内酰胺产能，产量新增118万吨，下游锦纶纤维产量新增96万吨。本轮己二腈国产化，规划建设的产能便有222万吨以上（计划在2024年前投产的预计有100万吨以上），规划建设锦纶66切片产能510万吨以上。由于1吨己二腈可生产2吨锦纶66，因此本轮投资力度预计远大于上一轮的己内酰胺。若未来3年国内己二腈产量达到100万吨以上、锦纶66切片产量200万吨，民用丝应用占比10-15%（现在10%-12%），则民用丝产量达到20-30万吨，比现有规模增加4倍以上。

差异化锦纶制品龙头——台华新材：技术壁垒深厚，先发优势显著，有望引领高端纤维国产替代

② 再生锦纶：技术壁垒高，产品供不应求。

- 需求端：欧美消费者对可回收产品需求旺盛，再生服装ESG概念及盈利水平均明显更佳。海内外消费者对可持续发展理念愈发重视，环保溢价支付意愿增强；消费端需求旺盛，品牌有ESG诉求，再生计划进入国际一线大牌战略布局。除ESG诉求外，再生服饰相对常规服饰也有更高溢价，行业需求旺盛，但受制于供应端技术。
- 供应端：化学法回收是大趋势，台华新材提前布局抢占市场先机。供应困境：物理法受制于回收源，化学法回收源广且意义重大但受制于工艺，海外化学法再生产能溢价高，国内暂无化学法产能，台华新材与三联合作突破难题，抢占行业发展先机。

图：可再生锦纶生产的物理法和化学法对比



图：国际巨头品牌均提出2025~2030年的可再生材料承诺

UNIQLO 2030年全服装面料的50%为环保再生面料
2021秋冬全部聚酯商品面料中的15%替换为可回收材料
2021年春夏，优衣库发售了采用30%再生尼龙制成的腰包

H&M 2030年100%使用可再生材料
当前57%的H&M产品使用可持续材料
加大再生棉、再生单宁、再生金属使用量，推广再生牛仔服装系列

ZARA 2025年前旗下产品100%改用再生材料
当前拥有可持续发展环保系列“Joinlife”及2017年推出的再生亚麻面料系列

NIKE 2025年实现100%使用再生材料
2020财年59%的服装产品使用了可持续材料
近5年耐克每生产一双鞋的平均能耗降低10%左右
实现50%主要原材料（聚酯纤维、棉花、皮料以及橡胶）使用环境友好型材料

adidas 2025年90%的产品由可持续材料制作
目前公司60%的产品由可持续材料制作
预计到2025年这一比例将达到90%，且每件产品碳足迹平均减少15%

PUMA 2025年实现75%聚酯纤维面料来自回收
2020财年每10件产品中有5件使用更具永续性的环保材料制成

图：全球可再生锦纶竞争格局

	国家	工艺	年产能/吨	吨价/万元
AQUAFIL	意大利	化学法	24000	8.5-12
晓星氨纶	韩国	化学法	3600	6.3
晓星氨纶	韩国	物理法	12000	4.5
台华新材	中国	物理法	6000	3.8-4.0
台华新材	中国	化学法	20000	待投产
锦江科技	中国	物理法	8000	3.5
华鼎股份	中国	物理法	5000	2.8
恒申	中国	物理法	/	3.2-3.5

资料来源：中国化学纤维工业协会，卓创资讯，各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

差异化锦纶制品龙头——台华新材：技术壁垒深厚，先发优势显著，有望引领高端纤维国产替代

2、公司看点：工艺技术具备先发优势，高端产能积极扩张

台华新材是“锦纶丝-锦纶坯布-锦纶面料”的一体化生产商，同时拥有民用锦纶66丝、再生锦纶丝等高技术含量、高附加值产品生产能力。根据公司发展战略规划，未来3年将重点扩张锦纶66和锦纶再生丝。锦纶66和锦纶再生纤维均有广阔的需求前景，而供应端受制于技术工艺因此十分稀缺，新进入者往往需要3年以上时间突破技术难题。

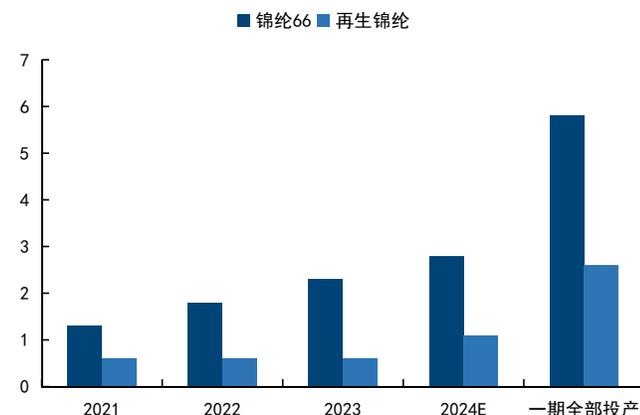
公司在早期布局锦纶66研发，并与三联合作研发化学法回收再生纤维，经过长期积累在行业中已经形成明显技术先发优势，并于2021年率先投产2万吨锦纶66纤维和6000吨物理法可再生纤维，未来计划在淮安进一步扩张。

成长分析：短期：2024年常规品贡献利润弹性。2023下半年坯布、面料净利润大幅改善，今年上半年延续趋势，从坯布面料子公司盈利情况来看，2023上半年/2023下半年/2024上半年盈利分别为0.19/1.26/1.63亿元，2024上半年盈利同比增加1.44亿元。

中期成长展望：锦纶66和再生锦纶纺丝项目投产带动盈利水平大幅提升

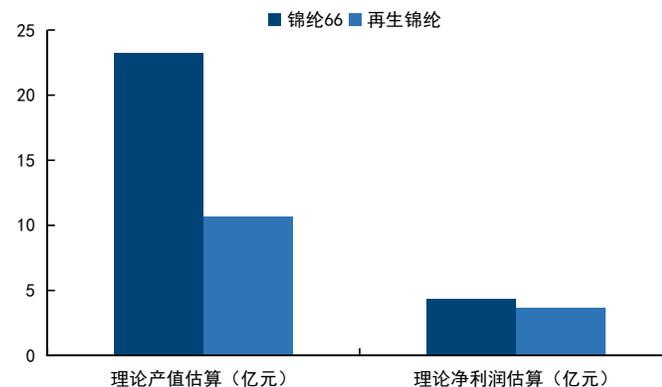
公司在淮安布局的1期扩产项目正式于2022年1月初动工，6万吨锦纶66项目（实际产出约4万吨）于2023年4月进入试生产，后续持续爬坡释放业绩增量；10万吨再生锦纶项目，一期2万吨投产在即，预计2025年开始将进入产能快速释放期。由于锦纶66和再生业务需求增长前景广阔、技术壁垒高，具有明显更高的附加值，我们推算随着淮安1期项目全部投产后、产能逐渐爬坡，未来2-3年在上游降价带动行业需求释放、同行尚未大幅扩产的前提下，公司锦纶66和再生锦纶业务有望大幅贡献盈利增长。

图：估算公司锦纶66和再生锦纶实际生产能力（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：1期满产后，公司高端锦纶业务理论总产值和利润



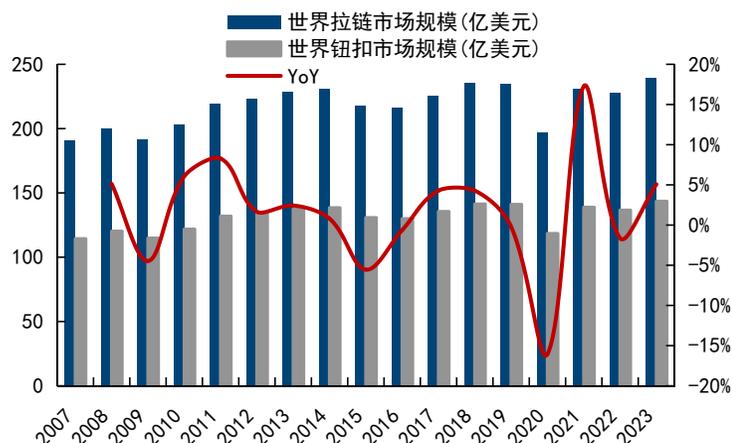
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

辅料龙头——伟星股份：高端市场国产替代空间大，快速响应打造差异化竞争优势

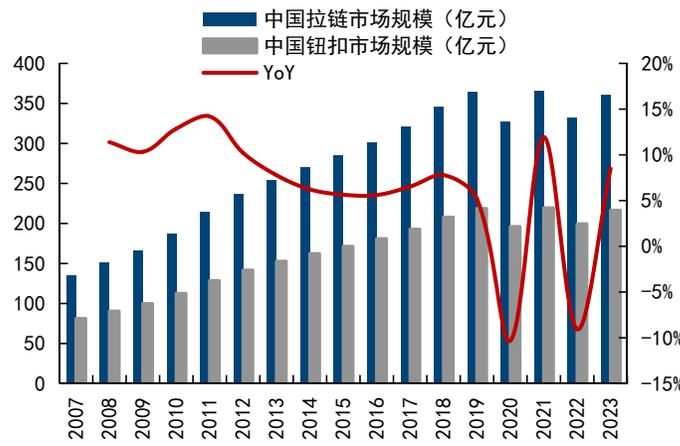
1、辅料行业：全球紧扣类辅料市场规模超过千亿，中国为主要出口国。

- **拉链纽扣为千亿规模的市场，成长稳健。**辅料随着下游成衣需求的增长而成长，2023年全球服装市场规模约合人民币10万亿元人民币，如果假设服装的终端折扣为7折、出厂价加价倍率3倍、面料和成衣生产环节的合计毛利率为30%、拉链和纽扣占成衣成本的4%-5%而拉链占成衣成本的约2%-3%，2023年全球拉链和纽扣行业的市场规模预计分别为1685/1011亿元，中国拉链和纽扣市场规模预计分别为361/216亿元。
- **竞争格局：中高端市场企业规模大，中低端市场中小企业众多。**辅料行业竞争者众多，普遍为中小企业、家庭作坊，国内大约有2000多家拉链企业。相较尾部竞争者，定位中高端的日本YKK、伟星、浔兴占据行业Top3，规模大、定价高，下游客户以国际和国内龙头品牌为主。2023年YKK拉链、伟星、浔兴收入规模分别为194/39/21亿元，占全球拉链纽扣市场份额分别为7.2%/1.4%/0.8%。
- **行业趋势：下游品牌对个性化、快反要求不断提升。**在当今的服装行业中，个性化和快反已成为两大关键趋势，个性化主要受消费者驱动、以及各品牌产品多样性提升；快反主要为应对市场需求的快速变化，对供应链提出更高的要求。而伟星的优势就在于个性化定制、小批量快交付，同时叠加海内外的生产和营销网络布局，未来有望获取更高市场份额。

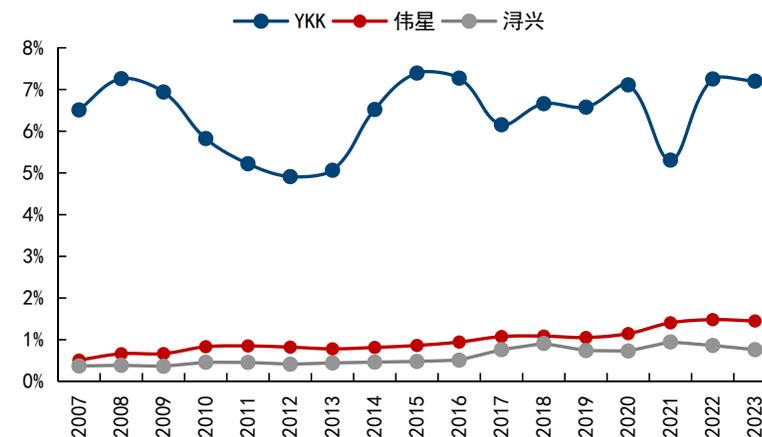
图：世界拉链/纽扣市场规模



图：中国拉链/纽扣市场规模



图：YKK/伟星/浔兴市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，公司官网，国信证券经济研究所整理

辅料龙头——伟星股份：高端市场国产替代空间大，快速响应打造差异化竞争优势

- 竞争格局：服装辅料市场中小企业众多，YKK、伟星、浔兴规模较为突出，其余企业规模较小。

表6：服装辅料行业主要竞争者情况介绍

公司名称	公司规模	公司简介	主要产品	主要客户
YKK	近年，公司发斯宁(即紧扣类产品，包括纽扣、拉链、各类扣件)业务的收入在150-200亿人民币左右，预计在全球的市场份额为7%；工人数约为2.7万人。产量方面，公司平均年产拉链30亿米以上(接近10亿条)。	创立于1934年，以金属拉链起家，此后还拓展至建材、工机业务，其中工机业务主要为拉链业务制造生产设备。	YKK的产品以拉链、树脂部件、粘扣带为主。拉链的平均单价预计约4-5元/米。	国际龙头运动品牌如Nike、Adidas。
伟星股份(SAB)	2023年，公司的服装辅料收入规模在39亿元左右，预计在全球/中国的份额分别为1.4%/6.8%。目前公司的拉链/纽扣年产能分别为8.5亿米/116亿粒，生产人员5800人。	公司的纽扣事业起步于1976年，公司前身伟星塑胶制品有限公司成立于1988年，2000年公司开始生产拉链，目前已成为中国最大的服装辅料制造商之一。	伟星拉链/纽扣的收入规模为21亿/16亿，拉链对应全球/中国的占有率约1.3%/5.9%；纽扣对应世界/中国的占有率约为1.6%/7.4%。从收入占比来看，拉链/纽扣分别占公司总收入的55%/41%。从销售单价来看，公司的拉链/纽扣单价约为1.3元每米/0.18元每粒，近年来量价均有提升。	国际龙头运动品牌如Nike、Adidas；快时尚品牌如优衣库、HM、Zara等。
浔兴股份(SBS)	2023年，公司服装辅料收入规模在21亿元，预计在全球/中国的份额分别为0.8%/3.6%。目前公司的条装拉链/码装拉链/拉头的产能分别为28.3亿条/11.0亿码/69.1亿个，生产人员2300人。	公司的前身为创立于1992年的浔兴精密模具有限公司，公司从事拉链生产已有接近30年的历史，目前是中国龙头拉链生产企业。	浔兴2023年条装拉链/码装拉链/拉头/纽扣的收入规模分别为12亿/2亿/3亿/0.3亿；拉链(条装+码装+拉头)对应全球/中国的占有率约1.0%/4.6%。从收入占比来看，条装拉链/码装拉链/拉头/纽扣的分别占公司总收入的57%/11%/13%/1%。从销售单价来看，条装拉链/码装拉链/拉头的平均单价约为0.8元每条/0.5元每码/6.9万元每吨。	服装、箱包、体育用品生产商。
上海东龙(YCC)	历经近20年的发展，积淀了一定文化涵养的YCC已成为中国十大拉链品牌之一。YCC品牌拉链适用于包括家居用品、户外服装、体育用品、箱包等在内的各种用途。员工人数约为1500人。	YCC成立于1995年，总部位于上海。自成立以来，YCC的生产规模以及业务范围一直在全球不断扩大。如今YCC已成为世界上生产规模最大、发展最快的拉链制造商之一。凭借优质的产品和服务，YCC已成为众多国际知名服装品牌的合作伙伴。	条装拉链、码装拉链	大众品牌如Aldi、BigW、Costco；快时尚品牌如C&A、asos、cameieu。产品远销70多个国家和地区。
进腾集团(原名恒泰集团(KEE))	近年，公司的收入规模为2.4亿元人民币，2023年雇员规模为655人。KEE品牌为中国十大拉链名牌之一。	原名开易，成立于1992年，已有超过30年的拉链生产经验，是中国规模较大的拉链制造企业。	条装拉链、拉头等配件	李宁、美特斯邦威等国内品牌已经部分国外品牌。

资料来源: YKK、伟星、浔兴、上海东龙、进腾集团公司官网、公司公告, 国信证券经济研究所整理

辅料龙头——伟星股份：高端市场国产替代空间大，快速响应打造差异化竞争优势

2、公司看点：对标国际龙头YKK成长空间大，差异化竞争优势明显。

YKK辅料收入规模约200亿人民币，服装辅料国产替代空间巨大。服饰辅料主要包括拉链、纽扣、织带等，伟星股份是国内服饰辅料龙头，主营拉链和纽扣业务，2023年收入39亿元，其中拉链业务收入21亿元位列全球第二，但日本YKK辅料收入规模最高达到约200亿元人民币，因此具有十分巨大的国产替代空间。

竞争力：相比辅料同行，伟星股份在智能化、交期、差异化服务方面做的更优

第一，在智能制造和交期方面，近几年公司管理层坚定不移地打造智能制造，目前公司的临海拉链工业园部分生产线已完成自动化流程改造、简化工序，同口径实际用工人数在持续下降、生产效率大幅提升。根据浪潮资讯，伟星股份实施浪潮GS系统整合供应链，收集全国营销网点的客户订单和反馈，并进行订单汇总、统一排产，公司准时交货率提升18p.p.，日产量提高3倍，生产周期缩短32%。

具体看，在销售管理方面，订单从接收到排产完成的时长平均缩短约24小时，订单确认到产品交货的时长平均缩短约24小时，客户投诉响应时长平均缩短约48小时。在采购管理方面，公司通过GS系统对1000多家供应商实现系统的管理，价格变化响应时间缩短至2-4小时、原材料采购周期平均缩短约36小时。此外，公司的库存统计准确率达到95%-98%。

第二，伟星全球布局营销生产网络，提供一流的差异化服务，国际化空间大。伟星股份直接客户为成衣厂，2010年后的制衣产业海外转移，导致公司订单流失。公司决定从14~15年开始执行国际化战略，一方面，公司在全球50多个国家建立营销服务网络，拥有1000+名营销人员，保证为全球各地客户提供贴心的服务，同时直接对接到源头品牌，有利于加强订单流向的掌控力。另一方面，相比日本YKK，公司坚持为品牌客户提供个性化、定制化生产服务，并通过自身的智能化能力做到快速响应，有效应对品牌的加单、急单。

公司陆续赢得耐克、阿迪、优衣库、ZARA、HM等知名国际龙头客户认可，订单量快速增加，逐步抢占YKK的份额。

图：伟星股份智能制造成效

- ↓ 订单从接收到排产完成的时长平均缩短约24小时
- ↓ 生产周期缩短32%
- ↑ 准时交货率提升18pct
- ↓ 原材料价格变化响应时间缩短至2-4小时
- ↓ 原材料采购周期平均缩短约36小时
- ★ 库存统计准确率达到95%-98%

资料来源：浪潮资讯，国信证券经济研究所整理

图：伟星股份全球化营销网点分布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

辅料龙头——伟星股份：高端市场国产替代空间大，快速响应打造差异化竞争优势

- 定增募集资金，新一轮产能规划落地。随着公司竞争力的持续提升，品牌认可度提升带动市场份额的扩张，以及国际化进程开拓客户，公司产能逐渐供不应求，并开始规划产能扩张。2022年11月，伟星股份发布定增预案，近期定增项目可研计划公布，预计投资12.7亿元扩建3个项目，包括年产9.7亿米高档拉链配套织带搬迁及辅料技改项目（1期）、年产2.2亿米高档拉链扩建项目、越南服装辅料生产项目。2023年10月完成定增项目将从开工建设2年后逐步投入使用并贡献收入，根据公司规模，项目开工建设后2-5年的营业收入依次达到2.6、8.5、12.1、13.1亿元。

表：公司定增募集资金规划产能扩张计划（实际产量预期）

项目名称	投资额	产品	T+2	T+3	T+4	T+5
年产9.7亿米高档拉链配套织带搬迁及辅料技改项目（1期）	47,460	染色打样品和织带（万米）	25,200	50,399	62,999	62,999
年产2.2亿米高档拉链扩建项目	34,620	拉链（万米）	3,300	11,550	16,500	16,500
越南服装辅料生产项目	44,640	拉链（万条）	0	4,120	7,210	10,300
		金属扣（万套）	0	13,200	23,100	33,000

表：公司定增募集资金规划产能扩张计划（营业收入预期，万元）

项目名称	投资额	产品	T+2	T+3	T+4	T+5
年产9.7亿米高档拉链配套织带搬迁及辅料技改项目（1期）	47,460	染色打样品和织带	12,387	24,774	30,968	30,968
年产2.2亿米高档拉链扩建项目	34,620	拉链	13,174	46,111	65,872	65,872
越南服装辅料生产项目	44,640	拉链	0	9,030	15,803	22,575
		金属扣	0	4,971	8,699	12,428
合计	126,720		25,562	84,886	121,342	131,843

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

辅料龙头——伟星股份：高端市场国产替代空间大，快速响应打造差异化竞争优势

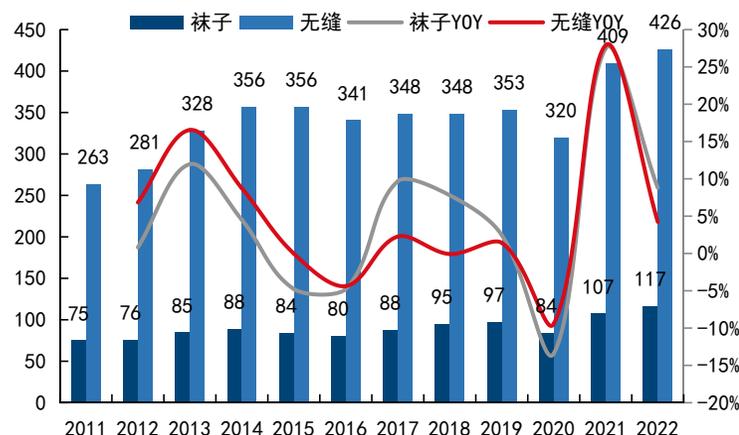
- **成长空间：**短期孟加拉产能利用率爬坡+越南开始投产，中长期海外产能规模更大，海外产能占比有望逐渐提升
- 1. **拉链产能：**2023年国内7亿米，孟加拉1.4亿米；2024年国内2.2亿米高档拉链扩建项目逐步释放，上半年越南工业园建成投产，新增1500万米产能；孟加拉产能预期不变，产能利用率过去较低，2023年仅42%，与国内60%以上健康水平有较大差距，伴随产能爬坡产量有望提升。
- 2. **纽扣产能：**2023年国内100亿粒，孟加拉15亿；2024年国内与孟加拉产能基本保持稳定，越南工业园建成投产，新增1亿粒产能；此外孟加拉产能爬坡贡献新增量。
- 3. **中长期：**2024上半年海外产能占比从2023年底的15%提升至18%，随越南工业园陆续投产，3年内产能占比有望提到20%。越南工业园一期规划拉链1.24亿条（约0.6亿米）、纽扣3.98亿套；国内扩建2.2亿米将根据需求陆续释放。

棉袜龙头——健盛集团：大客户深化合作，无缝服饰构建第二增长曲线

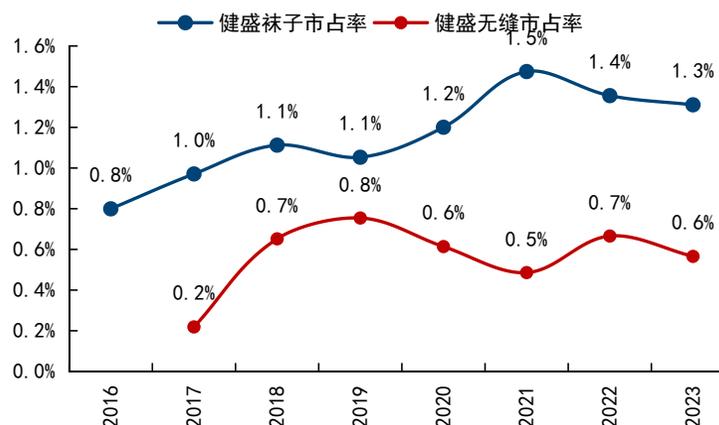
1、行业情况：袜子和无缝全球出口规模稳中有升，2019-2022年复合增长6%以上。2022年全球袜子（棉袜+化纤袜）出口金额为117亿美元，行业稳中有升，受经济周期波动影响较小，2011-2019年复合增速3%，2019-2022年复合增速6.3%。2022年全球无缝服饰出口金额为426亿美元，2011-2014年增长高单位数，2014-2019年保持平稳，2020年受疫情影响下降，2021-2022恢复成长，2019-2022年复合增速6.5%。

- 公司两大业务市占率持续提升、产品售价明显高于行业，反映较强的竞争优势。
- 从全球出口份额的角度：1) 袜子：占全球出口规模的2.0%，总体保持快速提升趋势，2016年袜子出口市占率仅0.8%，2023年达到1.3%。2) 无缝：无缝业务自开拓以来市占率快速提升，占全球出口规模的0.6%，2020年和2021年受大客户订单下降影响。
- 从产品单价的角度：1) 袜子：2023年健盛袜子单价在4.8元人民币，约袜子全球出口均价的2倍。2) 无缝：2023年健盛无缝单价在23.5元人民币，大约是全球出口均价的1.5倍。

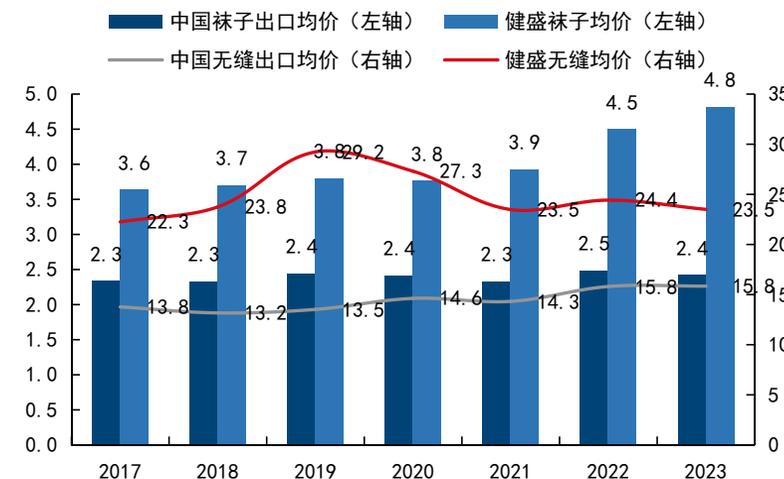
图：袜子和无缝服饰全球出口总金额（亿美元）



图：健盛袜子和无缝业务收入占全球出口比重



图：健盛两大产品均价明显高于行业均值（元人民币）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

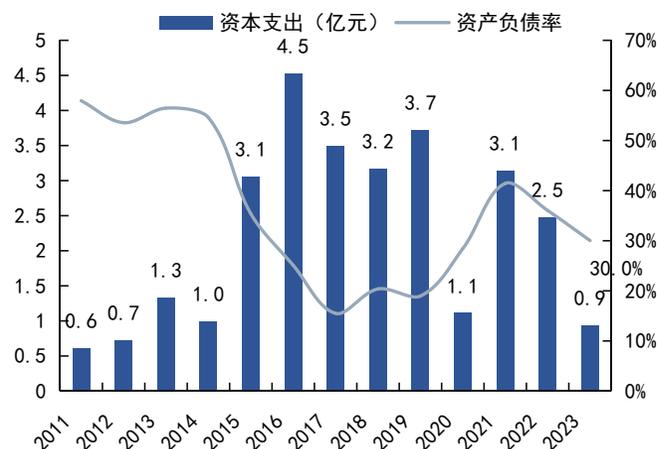
棉袜龙头——健盛集团：大客户深化合作，无缝服饰构建第二增长曲线

2、公司看点：资本开支进入阶段性尾声，产能利用率爬坡带动收入及毛利率双升

第一，顺应全球化浪潮布局海外产能，具有成本、关税和贸易优势：在东南亚生产拥有劳动力成本低、所得税和关税低、贸易友好度高等优势，越南布局产能具有长期深远意义。2014年后公司加快越南扩张的步伐，2022年公司袜子业务在越南产能占比达到55%，无缝业务在越南的产能占比达到45%。

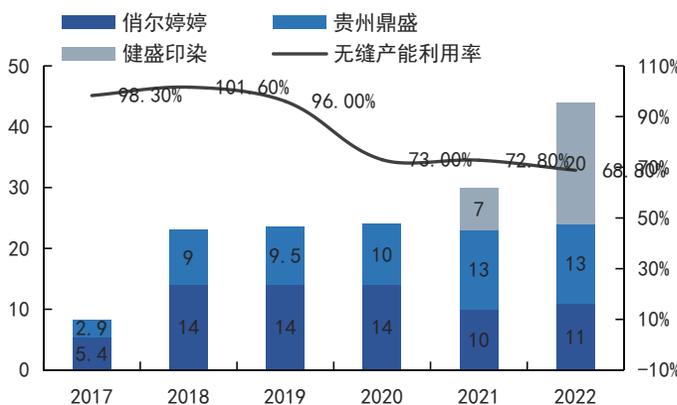
第二，订单回暖，两大业务产能利用率爬坡空间大：2016-2019年、2021-2022年公司年资本开支力度较大，随着产能供应充足，2023年开始资本开支明显放缓，2022年袜子和无缝产能利用率分别为84%和69%，随着2023年四季度开始海外品牌去库存进入尾声，公司订单回暖，两大业务产能利用率逐步爬升，目前看未来两年仍有较大爬升空间，有望带动收入及毛利率双升。

图：健盛集团资本开支及资产负债率



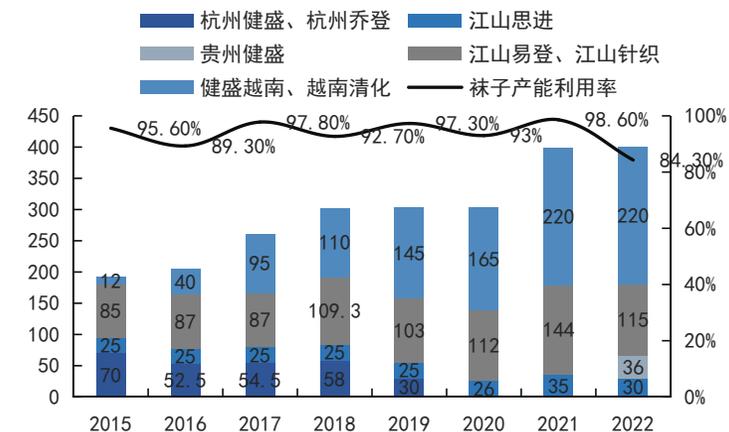
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：健盛无缝产能和产能利用率（百万件）



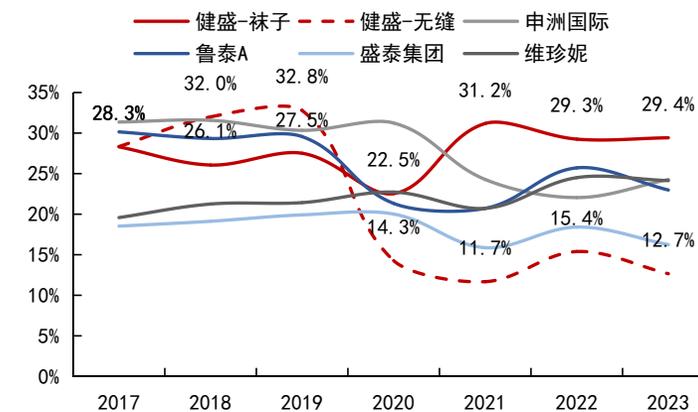
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：健盛袜子产能和产能利用率（百万双）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：健盛无缝业务的盈利水平仍有较大修复空间



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛纺龙头——新澳股份：海外扩张与品类多元化驱动增长

1、毛纺行业：定位高端，供给侧出清，近两年行情有所回暖

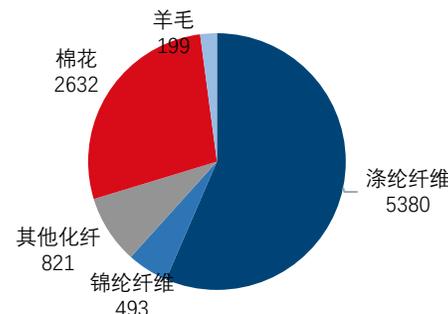
与其他纺织纤维对比，羊毛和羊绒纤维小众，价格显著高：

- 羊毛供应量相对有限，应用领域主要是中高档品牌服饰。2017年全球纤维产量超过9000万吨，其中涤纶纤维5380万吨，锦纶纤维493万吨，棉花2632万吨，羊毛仅199万吨，羊绒则只有2万吨左右。
- 从价格水平看，羊毛纱单吨价格平均在14万元人民币以上，新澳羊绒纱单吨含税价格在70万元以上，棉纱平均吨价在2.5万元左右，锦纶DTY丝平均吨价在1.8万元左右，涤纶DTY丝吨价不足1万元。羊毛和羊绒纱价格显著高于其他纺织纤维。

中国毛纱线和毛机织物产量总体减少，近两年企稳：

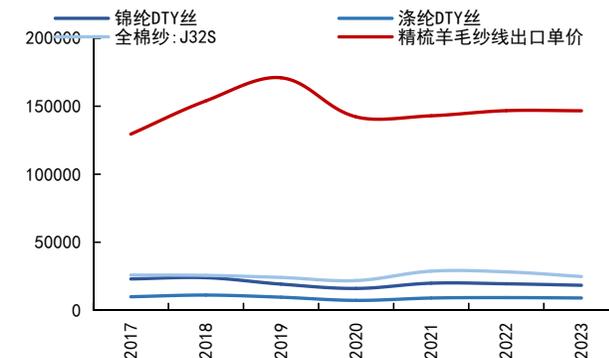
- 近20年中国毛纱线产量整体呈现下降趋势，2005-2017年保持30-40万吨左右。2018-2021年国内毛纱线产量下滑，2021年下降至17.8万吨。近几年新澳股份毛精纺纱线产能逆势扩张，2022年年产毛精纺纱线1.5万吨，占国内8%左右。
- 毛机织物产量波动较大，2020-2021年毛机织物产量快速下滑。随着终端需求恢复增长，2022年毛机织物生产形势回暖。

图：2017年全球主要纺织纤维产量（万吨）



资料来源：wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图：各纺织纤维的平均价格比较（万元/吨）



资料来源：wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图：中国毛纱线（绒线）产量



资料来源：wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图：中国毛机织物（呢绒）产量



资料来源：wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

毛纺龙头——新澳股份：海外扩张与品类多元化驱动增长

1、毛纺行业：国内毛精纺行业规模收缩、中小企业盈利能力差逐渐出清、集中度提升。

我国毛纺织行业是市场化竞争较为充分的行业，行业集中度逐步提升但仍然不高，呈现出两极分化的竞争格局，具体表现为：中低端市场竞争较为激烈，中小企业数量较多，产品附加值较低；高端市场产品附加值较高，但仅有少数企业有能力进入高端市场领域参与综合竞争。

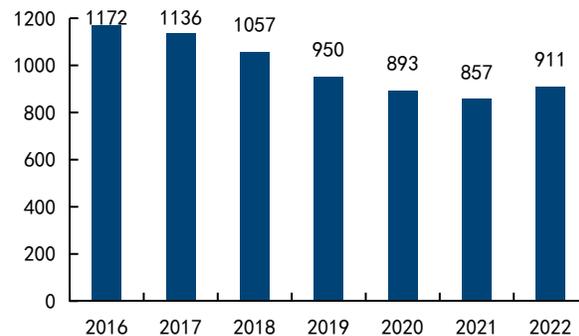
伴随行业规模收缩，资源逐步向优质企业集中。在产业结构调整、内外需求放缓以及消费升级的背景下，缺乏市场竞争力的中小企业正逐步被淘汰。2016-2021年，规模以上毛纺织企业数量从1172家减少至857家；2022年小幅回升。

规模以上毛纺织企业营业收入从2016年的2346亿元下降至2022年不到1500亿元，2023年小幅回升；盈利方面，在2017年之前，平均利润率先在5%-6%，随后2018-2020年利润率进一步下降至2%左右，随着行业逐步出清，2020年开始利润率企稳回升，2021-2023年保持在4%左右。

虽然整体层面形势向好，但企业面临的生产与经营压力仍然存在。2023年1~11月，规模以上毛纺织及染整精加工企业中亏损企业亏损面为28.8%，仅次于2020年32.5%的高位。企业两极分化情况进一步加剧。

新澳股份利润率持续领先于毛纺行业水平，近两年利润总额比率在10%-12%，规模优势下，积极投入产能建设和新业务收并购推动收入快速增长，在行业出清的趋势下，具有综合竞争力的龙头企业进入增长正循环，市占率快速提升。

图：国内规模以上毛纺织企业数量



资料来源：中国毛纺织行业协会、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图：国内规模以上毛纺织企业营业收入及利润率



资料来源：中国毛纺织行业协会、国信证券经济研究所整理
注：2022-2023年数据根据披露截至11月的营收增速、利润率测算而得

图：国内规模以上毛纺织企业中亏损企业占比



资料来源：中国毛纺织行业协会、国信证券经济研究所整理
注：2023年为截至11月的数据

图：新澳股份盈利水平领先同行且持续提升



资料来源：wind、中国毛纺织行业协会、国信证券经济研究所整理

毛纺龙头——新澳股份：海外扩张与品类多元化驱动增长

表：毛纺产业主要企业及基本信息梳理

2、公司看点：经营优势助力公司逆势提升份额，切入羊绒赛道、海外产能扩张驱动未来增长

- 主要竞争对手：1) 精纺纱线方面，欧洲企业拥有先进纺纱工艺、设计和装备，在高端市场占据主要份额，主要为德国南方毛业集团和意大利Baruffa，分别拥有羊毛纱线2.6万吨和0.6万吨产能。国内的主要竞争对手为浙文影业，年产精纺和半精纺纱线约3.5万吨（其中自产占50%）；2) 羊绒纱线方面，主要竞争对手为南冠科技和康赛妮，分别拥有年产羊绒纱线1500吨、5000吨产能等。

1、羊毛纱线：中国毛纱线产量17.8万吨，占原毛产量比例大约50%，主要由于除杂和洗涤过程中的损耗。全球原毛产量176万吨，由此估算全球毛纱线产量为88万吨，我们假设精梳羊毛：（粗梳+半精梳羊毛）=1：1。由此推算市占率：

1) 在毛纺纱行业，2022年新澳在全球/中国羊毛纱的市占率分别约1.6%/8.1%。

2) 在精梳羊毛纱领域，新澳在国内市占率16.2%，在全球市占率3.3%左右。

2、羊绒纱线：全球羊绒年产量在2万吨左右，中国产量1.46万吨，我们假设羊绒纱体量与羊绒体量相近。1) 由此估算，2022年新澳在全球/中国羊绒纱的市占率分别为8.5%/11.7%。2) 根据银川政府官网披露，宁夏新澳的粗纺羊绒纱在全球/中国的市占率分别为4.7%/11.5%（全球第三，中国第二）。

公司	产业环节	产能（最新）	业务简介
天宇羊毛工业	原毛和毛条	原毛10万吨；毛条2.8万吨	公司成立于1999年，业务范围涵盖羊毛全球采购、专业仓储运输、洗毛制条以及羊毛功能处理。在澳大利亚拥有3个百年牧场，在新西兰、南非、南美拥有专业采购团队，服务于中高端品牌客户。
红太阳毛纺织	原毛和毛条	年洗原毛3万吨；毛条1.5万吨	公司成立于2002年，主要生产销售毛条、毛纱，是一家集洗毛、制条、羊毛条功能性处理、销售为一体的新型企业。主要品牌客户有中国浙江新澳、德国南方毛业集团、ZegnaBaruffa、Yunsa等。
新澳股份(603889.SH)	纱线	毛条1.2万吨；毛精纺纱线1.5万吨；羊绒纱线3060吨	公司成立于1995年，拥有集洗毛、制条、改性处理、纺纱、染整、质检一体化产业链。主要客户为国内外中高端服装品牌。2023年收入为44.4亿元，毛精纺纱/羊毛毛条/羊绒纱分别占比56%/15%/28%。
Baruffa(意大利)	纱线	羊毛纱线6000吨(2014年)	公司成立于1850年，生产精纺纱线，由超细美利诺羊毛、羊绒、蚕丝等高档纤维纺成。主要品牌客户有Prada、Hugoboss、Armani、Zegna、Fendi、Hermes等。2018年收入为1.14亿欧元。
南方毛业集团(德国)	纱线	羊毛纱线2.6万吨(其中扬子纱1.7万吨)	公司成立于1966年，专业生产精纺坯纱和色纱，1994年在中国设立张家港扬子纺纱。主要客户品牌有Burberry、Kenzo等。
南冠科技	纱线	羊绒纱线1500吨左右	公司成立于2018年3月，主要由羊绒纱，山羊绒，貂绒纱等产品，纱线颜色反映市场最新颜色趋势，同时会与客户共同开发。羊绒纱线年产能1500吨左右，年产值约10亿元。
浙江中鼎(A22316.SZ)	纱线	纯毛/纯绒/混纺/混绒纱线产量分别1088/445/958/610吨(2021年)	公司成立于2001年，主营业务毛纺纱线研发、生产和销售及染整加工业。主要客户品牌有Hugoboss、Burberry、MaxMara、雅莹、雅戈尔等国内外知名服装品牌。2021年收入为8.4亿元，山羊绒针织纱线市占率12%，羊毛类针织纱线市占率2.0%
康赛妮	纱线、面料	高档纱线1万吨（纯羊绒纱线3000吨以上、羊绒粗混纺纱线产能2000吨）；面料50万米	公司成立于1999年，是一家集染色、粗纺、精纺、半精纺、花式纱、高档面料一体集团，其中纯羊绒纱线产能3000吨以上，占世界纯羊绒原料产量的15%-20%以上，羊绒粗混纺纱线产能2000吨。主要客户品牌有Chanel、Hermes、Burberry、Theory、Hugoboss、MaxMara等。2019年收入为13.5亿元。
浙文影业(601599.SH)	纱线、面料	年产精纺纱线2.2万吨；半精纺纱线1.9万吨；精纺面料645万米(自产50%)	公司成立于1993年，是一家纺织、服装、酒店、影视行业多元化发展的上市企业，主营业务精纺纱、半精纺纱、高档精纺呢绒面料。主要品牌客户有Cos、Arket、CK等。2023年纺织相关收入为26亿元，精纺纱线/半精纺纱线/呢绒面料分别占比27%/52%/13%
江苏阳光(600220.SH, 已退市)	面料	年产精纺面料1613万米	公司成立于1986年，主营业务呢绒面料、电汽生产和销售。主要品牌客户有Takisada-Nagoya、Prominent等。2022年纺织相关收入为14亿元。
南山智尚(300918.SZ)	面料、成衣	精纺面料1600万米；西装75万套；衬衣65万件	公司成立于1997年，主营业务精纺呢绒、职业装以及防护产品设计、生产与销售。主要客户品牌有AoyamaTrading、PeerlessClothing、报喜鸟等。2023年收入为16亿元，精纺呢绒/服装分别占比55%/43%。
如意集团(002193.SZ)	面料、成衣	精纺面料800万米；服装300万件	公司成立于1972年，主营业务纺织品、服装以及服饰设计、生产与销售。主要品牌客户有Hugoboss、Armani、Zegna等。2023年收入为3.8亿元，精纺呢绒/服装分别占比30%/66%。
鄂尔多斯(600295.SH)	成衣	年产羊绒衫309.7万件；年产围巾、披肩34万条	公司成立于1980年，主营业务服装、电力冶金化工两大板块，服装板块从事羊绒品类服装及服饰生产加工、品牌建设与市场销售。旗下拥有1436、ERDOS、鄂尔多斯1980、BLUEERDOS、erdosKIDS等知名品牌。2023年服装板块收入为37.6亿元。

资料来源：各公司官网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

毛纺龙头——新澳股份：海外扩张与品类多元化驱动增长

技术、市场、规模优势下，公司盈利指标和增长质量好于同行。在毛纺行业出清大趋势下，新澳股份凭借较强的竞争力持续扩张推动份额提升。公司主要优势有：全球化布局、技术创新及设计开发、一体化、与优质品牌合作、规模效应等。体现在财务指标上：纵向与毛纺产业链同行、横向与纺纱同行比较，各项盈利指标和增长质量均表现出色

- 规模体量：**新澳在毛纺行业偏上游的的纺纱和染色整理环节，但收入体量在主要毛纺上市公司中名列前茅；
- 盈利能力：**所处产业环节和产品差异不同使得不同公司毛利率有所差异，但新澳的净利率（9.8%）和ROE、ROIC都处于同行较高水平；
- 负债率：**新澳的资产负债率（41.6%）处于健康水平；
- 成长性：**新澳2015-2019年和2019-2023年复合增长都在13%-14%之间，增速及稳定性均领先同行，2019-2023年毛纺企业普遍下滑背景下仍双位数复合增速。

图：新澳股份与产业链同行的规模体量、盈利能力、增长质量对比

涉及产业环节	公司	收入规模		毛利率		净利率		ROE	ROIC	资产负债率	收入CAGR	
		2022	2023	2022	2023	2022	2023	2023	2023	2023	2015-2019	2019-2023
羊毛纺织业	毛条+羊毛纱+染整	39	44	18.8%	18.6%	10.4%	9.8%	13.2%	10.0%	41.6%	13.7%	13.1%
	羊毛纱+染整	8	/	20.4%	/	14.2%	/	21.2%	/	/	/	0.0%
	羊毛纱+染整+织布	27	29	16.3%	16.7%	3.1%	3.6%	7.5%	5.7%	54.8%	6.3%	-1.3%
	精纺呢绒面料	20	17	27.5%	23.6%	5.9%	-5.7%	-4.9%	-2.7%	49.0%	3.4%	-7.7%
	精纺呢绒面料+成衣	16	16	33.5%	34.7%	11.5%	12.7%	10.6%	7.7%	44.9%	0.0%	-2.4%
精纺呢绒面料+成衣	如意集团	6	4	16.4%	7.9%	-35.0%	-33.3%	-40.1%	-20.4%	61.2%	3.6%	-24.6%
棉纱	棉纱为主	239	228	11.6%	6.4%	0.8%	-1.3%	-4.0%	-2.0%	57.2%	20.1%	0.9%
	棉纱+染色	70	69	26.9%	8.6%	22.5%	7.3%	5.1%	3.3%	39.1%	5.6%	2.7%
	棉纱染色	22	25	11.8%	11.5%	7.4%	4.2%	5.9%	3.8%	55.8%	7.9%	15.8%
	锦纶纱+坯布+面料	40	51	21.7%	21.8%	6.7%	8.9%	10.5%	6.4%	57.9%	9.2%	17.2%
棉纱和化纤纺织业	面料	62	51	12.8%	9.8%	9.4%	5.4%	8.3%	5.8%	44.1%	-2.7%	-4.9%
	面料	61	45	9.5%	7.3%	-1.5%	1.5%	1.6%	1.4%	29.2%	-0.2%	-9.6%
	辅料	36	39	39.0%	40.9%	13.5%	14.4%	15.4%	12.7%	27.3%	9.8%	9.3%
成衣	成衣	173	154	18.6%	19.2%	6.9%	7.4%	11.8%	11.1%	27.1%	9.6%	-2.5%
	成衣	73	35	25.7%	24.9%	10.9%	11.8%	25.6%	23.0%	36.0%	3.7%	5.0%
	面料+成衣	278	250	22.1%	24.3%	16.4%	18.2%	14.3%	10.7%	32.4%	15.7%	2.5%
	面料+成衣	90	33	27.8%	29.9%	16.7%	15.6%	20.4%	19.0%	19.4%	2.5%	2.3%
棉纱+面料+成衣	60	47	18.4%	16.2%	6.5%	2.1%	4.1%	1.7%	61.8%	6.1%	-4.5%	

资料来源：wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

毛纺龙头——新澳股份：海外扩张与品类多元化驱动增长

毛精纺纱产能扩张：海外布局产能，2024-2027年产能双位数复合增长

根据公司公告规划，2024-2027年毛精纺纱产能复合增长预计11.3%。

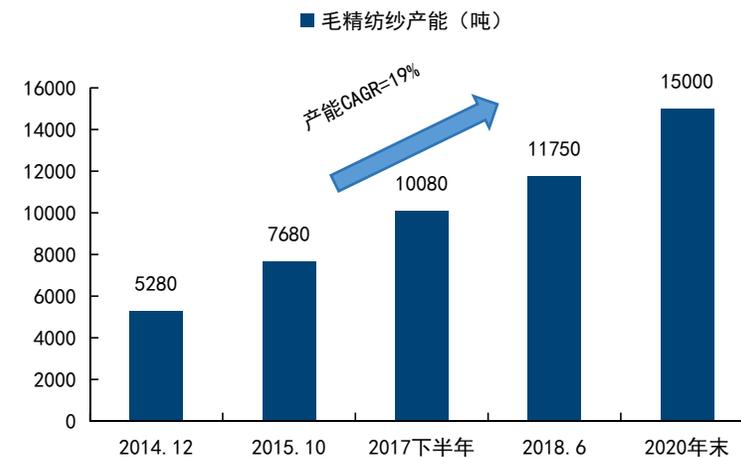
- 1) 2024年在国内新增年产1.5万锭（约合1800吨）毛精纺纱产能。并预计在2024年末于越南投产2万锭（约合2600吨）毛精纺纱产能。
- 2) 2300吨精纺羊毛纱线+400吨精纺羊毛羊绒混纺纱线计划于2025年10月项目开始投产。
- 3) 越南精纺纱染整项目剩余3万锭（约合3900吨）产能预计在2027年投产。
- 4) 子公司新澳羊绒顺利收购羊绒纺纱板块资产，进一步满足羊绒纺纱业务生产经营及未来发展需要，增强公司的综合竞争力；理顺优化精纺羊绒业务，实现合理布局，带动产能提升，培育市场竞争新优势。

表：公司产能扩张进度及计划表

总投资额	项目名称	2021/12/31	2022/6/30	2023/6/30	2023	2024E	2025E	2027E
12.5亿元	60,000锭高档精纺生态纱项目	2.8万锭（约合3360吨）2020年进入投产阶段，2021年进入设备安装和调试阶段		0	1.3万锭（约合1560吨）在2023年已投产	剩余1.5万锭产能（约合1800吨）已陆续投产		
3.8亿元	年新增6,000吨毛条和12,000吨功能性纤维改性处理	一期项目2021年投入建设	一期3,000吨毛条和6,000吨功能性纤维改性处理产能逐步投产		二期3,000吨毛条和6,000吨功能性纤维改性处理投产计划完成			
10亿元左右	越南50,000锭高档精纺生态纱纺织染整项目			越南投资建厂		一期2万锭（约合2600吨）预计2024年末投产		二期3万锭（约合3900吨）预计于2027年投产
2.5亿元	新澳纺织（银川）有限公司20000锭高品质精纺羊毛（绒）						2300吨精纺羊毛纱线+400吨精纺羊毛羊绒混纺纱线计划于2025年10月项目开始投产	

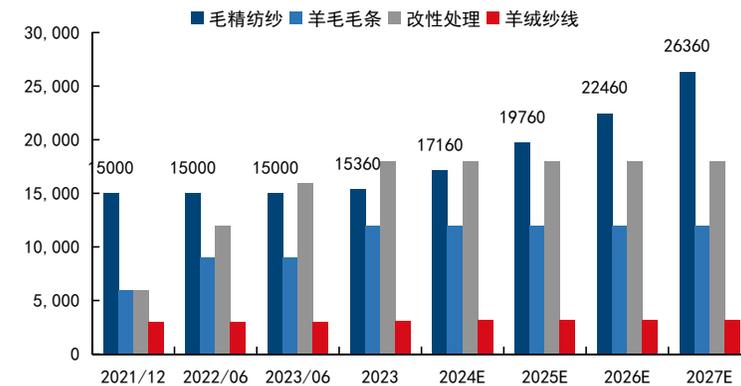
资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：越南产能按1纱锭=0.13吨估算，其他产能按1纱锭=0.12吨估算

图：公司历史上毛精纺纱产能扩张情况（吨）



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司未来各业务产能规模预估（吨）



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：越南产能按1纱锭=0.13吨估算，其他产能按1纱锭=0.12吨估算

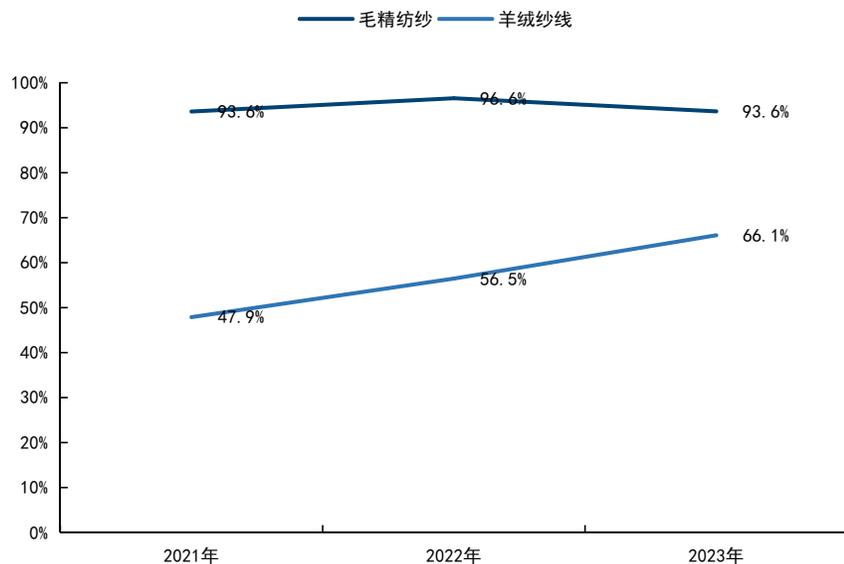
毛纺龙头——新澳股份：海外扩张与品类多元化驱动增长

羊绒业务：产能利用率爬升空间大，盈利水平正逐步改善

羊绒业务于2020年开拓，产能利用率仍处于爬升阶段。目前公司拥有年产3030吨羊绒纱线产能。2021/2022/2023利用率分别为48%/57%/66%，产销率分别为90%/94%/99%。随着产能利用率的提升，及降本增效的效益发挥，2023年宁夏新澳和邓肯公司分别实现净利润7804万元/825万元，合计8628万元，同比大幅改善。

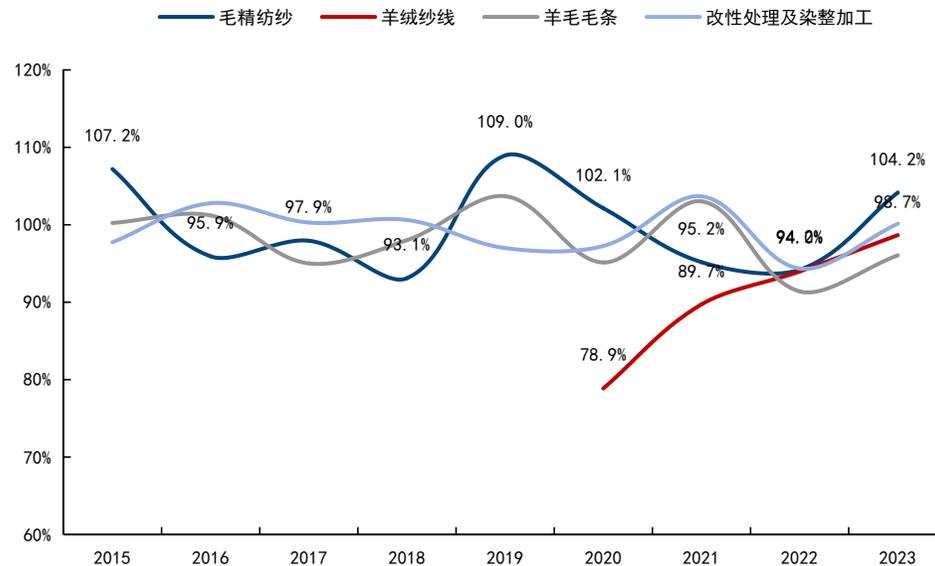
展望未来，1) 邓肯公司有望通过设备新增和技改扩充一部分产能；2) 持续优化客户结构及产品结构，大力拓展国内市场；3) 降本增效提升盈利。

图：毛精纺纱和羊绒纱线产能利用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司各业务产销率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

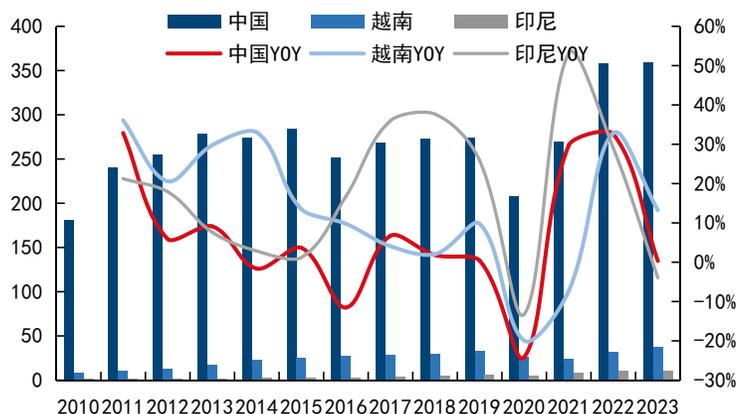
箱包龙头——开润股份：箱包制造龙头，服饰代工构建第二增长曲线

1、行业情况：2021-2022年全球箱包出口快速反弹，中国是第一大出口国占比约40%。2022年全球箱包出口金额为870亿美元，2010-2019年全球出口额稳健增长，2020年受疫情影响下滑19%，2021-2022年快速反弹，复合增速为21%。中国为第一大箱包出口国，2022年出口金额为358亿美元，占全球出口额的41%；排名第二到第四的分别是法国、意大利、越南，印尼出口规模排在第十三名，越南、印尼分别占全球出口额的4%/1%。2021年以来中国、印尼箱包出口增速较全球出口增速更快，2021-2022年复合增速分别为31%/41%，份额小幅提升。

2、开润是印尼龙头箱包出口商。开润产能主要分布在印尼，约占60%；境内占35%，其余小部分在印度。2022/2023年产量分别在6459/6187万件，箱包代工收入分别为19.7/20.5亿元人民币，公司2022年收入乘印尼产能占比大约在1.8亿美元，占到印尼箱包出口额的17%。

分客户来看，开润初期客户以迪卡侬和IT客户为主，2019年收购Nike箱包核心供应商印尼宝岛工厂切入Nike供应链并开始扩张印尼产能，随后相继拓展了VF、优衣库、PUMA等品牌。目前前两大客户为迪卡侬和耐克，收入体量均在5亿元左右，2023年迪卡侬和耐克分别占公司整体收入的17%/15%，占箱包代工业务收入的26%/23%，开润占迪卡侬、耐克箱包采购约20%的份额；伴随新客户的开拓，前五大客户比例近年来有所下降，2023年合计占公司整体收入的57%。

图：中国/越南/印尼箱包出口金额（亿美元）



资料来源：UN Comtrade, wind, 国信证券经济研究所整理

图：公司前五大客户收入增速及占比（百万元）



资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

箱包龙头——开润股份：箱包制造龙头，服饰代工构建第二增长曲线

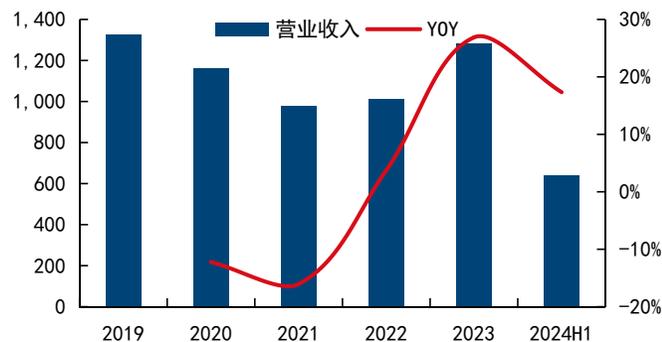
2、公司看点：并购嘉乐开拓服装代工第二增长曲线，印尼产能具有优势和稀缺性，2-3年印尼箱包和服装制造产能预期增长50%以上

第一，并购上海嘉乐，开拓服装代工业务，2024三季度实现并表，未来收入和盈利水平有较大提升空间。2020年9月公司以3.26亿元收购上海嘉乐28.7%股权，上海嘉乐是优衣库核心供应商之一，主要客户包括优衣库、阿迪达斯、PUMA、MUJI，具备的面料及成衣垂直一体化生产能力，海外产能占70%，主要分布在印尼。此后公司多次收购上海嘉乐股权，2024年6月再次收购15.9%股权后，已持有嘉乐51.8%，并于2024年三季度开始收入利润并表，贡献业绩增量。

嘉乐2020-2021年收入下滑，2022年以来有所恢复，2023年快速增长27%至12.9亿元；2024上半年同比+17.3%至6.4亿元。第一大客户优衣库大约占嘉乐收入的60%左右，嘉乐占优衣库一年采购额大约2%，未来仍有较大提升空间，嘉乐具备稀缺的印尼服装产能优势；此外公司收购嘉乐后引入阿迪达斯、PUMA、MUJI，均有较大增长潜力。当前嘉乐盈利水平较低，2020-2023年持续亏损，2024上半年扭亏，净利率为3.3%，相较服装代工同行和公司箱包代工盈利水平均有较大差距。

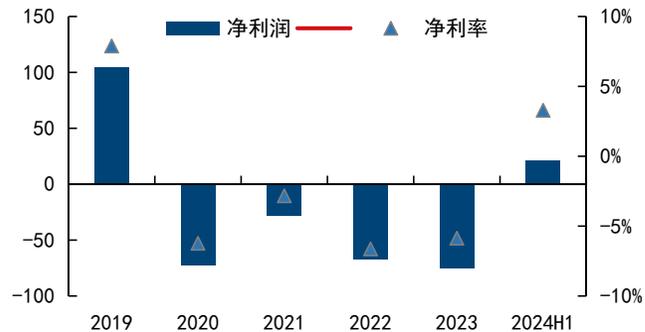
第二，印尼箱包及服装产能扩张计划明确，预期2-3年各增加50%以上。开润箱包产能合计约24亿，其中印尼产能约16亿；嘉乐服装产能约15亿左右，其中印尼产能约10亿。未来产能规划聚焦在印尼：1) 箱包产能方面，印尼宝岛工厂旁边规划了新的90亩土地，2025-2026年分批投产，到2026年底印尼箱包产能预期扩大50-60%；2) 服装产能方面，未来2-3年，印尼服装产能部分，成衣预计产能扩大65-70%，面料目前自供比例大约60-70%，未来2-3年预计产能翻番、实现100%自供。

图：上海嘉乐收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上海嘉乐净利润及净利率（百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

[04] 重点个股概览

1、运动户外代工

• 华利集团：鞋履制造龙头壁垒深厚，客户份额提升趋势明确

投资建议：公司客户拓展顺利，产能扩张积极，看好未来持续保持出色的成长和盈利能力。中长期来看，公司目前已切入新的头部国际品牌客户阿迪达斯，同时部分近两年拓展的客户仍处于快速成长期，公司产能扩张进程有望进一步加速，预计未来2年增加5-6个工厂左右，扩张市场份额前景明确。预计公司2024~2026年净利润分别为39.0/44.3/50.3亿元，同比+22.0%/13.4%/13.5%，维持73.1~79.5元的合理估值区间，对应2024年22-24x PE，维持“优于大市”评级。

• 申洲国际：面料制衣一体化龙头，深度绑定头部品牌持续增长

投资建议：看好盈利修复弹性，需求拓展和海外产能扩张打开成长空间。下半年预计订单量维持平稳增长，影响单价负面因素减少、单价跌幅收窄，看好伴随海外产能爬坡、产效提升，以及国内产能利用率恢复驱动毛利率维持在历史较高水平，今年受益于毛利率提升、净利润弹性较大。从中长期看，海外产能持续拓张、新客户和新品类将带来业绩增量。预计2024-2026年净利润为59.1/68.7/77.4亿元，同比增长29.8%/16.1%/12.8%。目标价为90-95港元，对应2024年PE21-22x，维持“优于大市”评级。

表：华利集团盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	24,136	27,726	31,384
(+/-%)	17.7%	-2.2%	20.0%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3904	4428	5025
(+/-%)	16.6%	-0.9%	22.0%	13.4%	13.5%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.35	3.79	4.31
EBITMargin	20.4%	20.4%	21.1%	20.9%	20.9%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.9%	23.0%	23.1%
市盈率(PE)	24.2	24.4	20.0	17.6	15.5
EV/EBITDA	17.2	17.3	14.9	13.1	11.7
市净率(PB)	5.91	5.17	4.57	4.05	3.58

表：申洲国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	27,592	31,153	34,914
(+/-%)	16.5%	-10.1%	10.5%	12.9%	12.1%
净利润(百万元)	4563	4557	5915	6867	7743
(+/-%)	35.3%	-0.1%	29.8%	16.1%	12.8%
每股收益(元)	3.04	3.03	3.93	4.57	5.15
EBITMargin	18.8%	18.2%	22.0%	23.0%	23.2%
净资产收益率(ROE)	15.6%	14.3%	16.6%	17.2%	17.7%
市盈率(PE)	18.8	18.8	14.5	12.5	11.1
EV/EBITDA	17.1	19.3	15.1	12.9	11.5
市净率(PB)	2.79	2.61	2.25	2.05	1.88

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

2、其他产品代工

• 开润股份：箱包制造龙头，嘉乐并表有望开拓第二增长曲线

投资建议：看好中长期开拓服装代工第二增长曲线，以及盈利改善空间。展望未来两年公司印尼箱包和服装产能将持续扩建和爬坡，代工业务规模有望快速增长；利润端，嘉乐目前盈利水平较服装代工优秀同行以及公司原有业务仍有较大差距，未来随产能爬坡、规模效益提升，利润率有较大提升空间。预计公司2024-2026年归母净利润分别3.9/3.5/4.0亿元，剔除今年0.96亿元一次性收益贡献后，净利润分别2.9/3.5/4.0亿元，同比+151.3%/19.9%/14.3%，维持22.8-23.8元目标价，对应2024年14-15x PE，维持“优于大市”评级。

• 健盛集团：棉袜龙头制造商，切入无缝赛道成长可期

投资建议：看好公司棉袜业务基本盘稳健增长，无缝服饰订单爬坡以及盈利改善。公司棉袜制造在规模、供应链完整度、海外工厂布局等各方面都具备强劲的竞争力，且客户结构优质，伴随产能的持续扩张，看好棉袜业务收入稳健增长，同时维持较高的盈利水平；无缝服饰三季度收入增速转正，客户订单趋势向好，未来随着订单爬坡以及产效提升，盈利水平有望改善。预计2024-2026年净利润为3.3/3.8/4.3亿元，同比增长23.4%/15.0%/11.8%。维持11.8-12.7元目标价，对应2024年13-14x PE，维持“优于大市”评级。

表：开润股份盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	4,192	5,248	5,632
(+/-%)	19.7%	13.3%	35.0%	25.2%	7.3%
净利润(百万元)	47	116	387	348	398
(+/-%)	-74.0%	146.7%	234.3%	-9.9%	14.3%
每股收益(元)	0.20	0.48	1.61	1.45	1.66
EBITMargin	7.5%	11.1%	9.4%	8.3%	8.8%
净资产收益率(ROE)	2.7%	6.2%	18.7%	15.5%	16.1%
市盈率(PE)	111.4	45.1	13.5	15.0	13.1
EV/EBITDA	28.3	17.4	15.9	14.7	13.1
市净率(PB)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1

表：健盛集团盈利预测和财务指标

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,354	2,281	2,542	2,862	3,154
(+/-%)	14.7%	-3.1%	11.4%	12.6%	10.2%
净利润(百万元)	262	270	334	384	429
(+/-%)	56.5%	3.3%	23.4%	15.0%	11.9%
每股收益(元)	0.69	0.73	0.90	1.04	1.16
EBITMargin	11.8%	11.8%	15.2%	15.5%	15.6%
净资产收益率(ROE)	10.5%	11.1%	13.1%	14.5%	15.4%
市盈率(PE)	14.8	13.8	11.2	9.7	8.7
EV/EBITDA	11.8	10.7	8.8	7.9	7.3
市净率(PB)	1.55	1.53	1.47	1.41	1.34

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

3、纺织材料企业

- **台华新材：技术壁垒深厚，先发优势显著，有望引领高端纤维国产替代**

投资建议：看好下游高景气及锦纶66产能爬坡增厚业绩，中长期成长前景广阔。公司去年三季度以来各季度收入增速均超过30%，同时坯布与面料从去年下半年开始盈利环比改善，订单景气度和盈利水平有望维持；未来锦纶66新产能爬坡及化学法再生项目投产将进一步增厚业绩。预计2024~2026年净利润分别为7.7/9.1/10.1亿元，同比增长72.0%/17.4%/10.8%。维持12.5-13.2元目标价，对应2024年PE 14~15x，维持“优于大市”评级。

- **伟星股份：服装辅料国产替代空间巨大，优秀的竞争力推动份额持续提升**

投资建议：看好公司保持行业领先增速以及中长期份额扩张潜力。公司经过多年积累，具备规模、成本、技术、快速响应等多方面核心优势，近年智能化与国际化战略增强公司竞争力，随着原有客户份额提升和新品牌客户拓展，公司成长潜力充足。2024年前三季度公司展现出领先行业的良好增长势头，订单增速和盈利水平均超出市场预期。预计公司2024-2026年净利润分别为7.1/8.0/8.7亿元，同比增长27.0%/13.1%/8.5%；目标价为14.5-15.1元，对应2024年24-25x PE，维持“优于大市”评级。

表：台华新材盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,009	5,094	6,993	7,813	8,376
(+/-%)	-5.8%	27.1%	37.3%	11.7%	7.2%
净利润(百万元)	269	449	773	907	1005
(+/-%)	-42.1%	67.2%	72.0%	17.4%	10.8%
每股收益(元)	0.30	0.50	0.87	1.02	1.13
EBITMargin	6.7%	8.8%	11.0%	11.6%	12.0%
净资产收益率(ROE)	6.6%	10.1%	15.5%	16.3%	16.0%
市盈率(PE)	39.7	23.7	13.8	11.7	10.6
EV/EBITDA	19.4	22.0	12.2	10.0	8.9
市净率(PB)	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7

表：伟星股份盈利预测和财务指标

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,628	3,907	4,671	5,269	5,707
(+/-%)	8.1%	7.7%	19.6%	12.8%	8.3%
净利润(百万元)	489	558	709	802	870
(+/-%)	9.0%	14.2%	27.0%	13.1%	8.5%
每股收益(元)	0.47	0.48	0.61	0.69	0.74
EBITMargin	14.9%	16.2%	17.7%	17.8%	17.8%
净资产收益率(ROE)	16.9%	12.8%	14.8%	15.3%	15.1%
市盈率(PE)	28.1	27.8	21.9	19.3	17.8
EV/EBITDA	20.9	20.1	16.3	14.2	12.8
市净率(PB)	4.7	3.6	3.2	2.9	2.7

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

3、纺织材料企业

- 百隆东方：短期关注产品价格拐点，中长期海外扩张的成长潜力大

投资建议：短期看，公司第三季度毛利率、扣非净利率环比提升程度好于预期，随着行业景气度好转、价格水平回升，业绩低谷期正逐步过去。预计2024-2026年归母净利润为5.8/8.2/8.8亿元，同比增长15.6%/40.0%/7.4%。维持5.6-6.3元目标价，对应2024年14-16x PE，维持“优于大市”评级。

- 新澳股份：高端毛纺龙头，海外扩张与品类多元化驱动增长

投资建议：看好公司产能扩张，持续获取市场份额。前三季度公司收入增长10%，符合预期，在终端消费疲软的市场环境下，公司仍保持领先的订单增速和营收增长，同时保持积极的产能扩张；净利润增长5%，略低于预期。展望明年，公司毛精纺业务随着海内外产能陆续释放，后续增长有望提速；羊绒业务订单饱满、盈利有望改善。预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.3/4.8/5.3亿元；维持7.9-8.6元的目标价，对应2024年PE 13-15x，维持“优于大市”评级。

表：百隆东方盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,989	6,914	8,198	8,869	9,489
(+/-%)	-10.1%	-1.1%	18.6%	8.2%	7.0%
净利润(百万元)	1563	504	583	816	877
(+/-%)	14.0%	-67.7%	15.6%	40.0%	7.4%
每股收益(元)	1.04	0.34	0.39	0.54	0.58
EBITMargin	20.3%	3.2%	5.9%	8.1%	8.1%
净资产收益率(ROE)	15.5%	5.1%	5.9%	8.0%	8.4%
市盈率(PE)	5.1	15.8	13.6	9.7	9.1
EV/EBITDA	7.1	18.0	16.1	12.5	11.9
市净率(PB)	0.79	0.81	0.80	0.78	0.76

表：新澳股份盈利预测和财务指标

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,950	4,438	4,827	5,322	5,855
(+/-%)	14.6%	12.4%	8.8%	10.3%	10.0%
净利润(百万元)	390	404	431	480	533
(+/-%)	30.7%	3.7%	6.7%	11.3%	11.0%
每股收益(元)	0.76	0.55	0.59	0.66	0.73
EBITMargin	10.9%	10.6%	10.8%	10.9%	11.0%
净资产收益率(ROE)	13.2%	12.7%	12.7%	13.2%	13.7%
市盈率(PE)	9.0	12.4	11.6	10.5	9.4
EV/EBITDA	9.2	11.8	10.1	9.1	8.3
市净率(PB)	1.19	1.58	1.48	1.38	1.29

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

[05] 投资建议与风险提示

- 首先，纺织制造企业在纺织服装全价值链中占比较低，行业盈利能力和成长性都普遍较弱，优选具有景气度和附加值的赛道更容易获得预期差的收益，如功能性鞋服产业链中的重要环节。其次，纺织制造上下游不同环节的企业在财务属性上有许多差异化特征，理解背后主要的经营驱动逻辑后更易于把握拐点，如上游公司的资本开支和价格周期、下游公司的客户和产品周期。
- 当下品牌库存优化带动板块订单反弹、产能利用率改善，推动较多公司实现好于预期的业绩。未来全球贸易环境存在一定不确定性，拥有完善产能布局的公司能够较好的规避风险。同时，行业随基数上升，订单增速或将放缓，终端需求弱复苏的背景下产业链的正向价格传导趋势也尚未形成，具有份额提升能力的企业将凸显增长的持续性。
- 重点推荐运动代工龙头**申洲国际**、**华利集团**，以及细分赛道制造龙头**伟星股份**、**健盛集团**、**台华新材**、**开润股份**，关注毛纺和棉纺龙头**新澳股份**、**百隆东方**。

图表：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	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2313	申洲国际	优于大市	57.5	859	3.93	4.57	14.6	12.6
300979	华利集团	优于大市	69.1	780	3.35	3.79	20.6	18.2
002003	伟星股份	优于大市	13.3	155	0.61	0.69	21.8	19.3
603558	健盛集团	优于大市	10.1	37	0.90	1.04	11.2	9.7
603055	台华新材	优于大市	11.9	106	0.87	1.02	13.7	11.6
300577	开润股份	优于大市	21.6	52	1.61	1.45	13.4	14.9
603889	新澳股份	优于大市	6.9	50	0.59	0.66	11.6	10.5
601339	百隆东方	优于大市	5.7	85	0.39	0.54	14.8	10.5

风险提示

- 1、宏观经济增长不及预期；
- 2、产能扩张不及预期；
- 3、供应商下游客户库存恶化；
- 4、国际政治经济风险。

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

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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