

纺织服饰

2025年度策略：关注品牌复苏，优选制造龙头

消费需求走弱导致服饰公司业绩承压，当前运营相对平稳，我们预计2025年在波动中复苏。2024年1~10月我国服装鞋帽针纺类零售额累计同比+1.1%，表现弱于消费整体（同期社零总额同比+3.5%），考虑各公司库存、折扣相对稳健，若消费信心有所恢复，我们认为2025年有望迎来复苏，从节奏上来看，2025Q1基数相对较高（2024Q1为冷冬且春节较晚），后续有望逐季改善。

消费分层、理性消费成为重要趋势背景下，产品功能性溢价凸显，渠道表现差异化明显，前期受损渠道在复苏中或能带来更大的业绩弹性。

- 产品端：运动鞋服等功能性品类渗透率持续提升。2024年前三季度，运动鞋服流水表现快于时尚服饰，2024Q1/Q2/Q3迪桑特&可隆流水分别增长25%~30%/40%~45%/45%~50%，Amer Sports 2024年前三季度大中华区营收增长54%。中长期来看，受益于运动参与度提升以及产品功能性优势，我们判断运动鞋服整体的销售韧性或将延续。
- 渠道端：电商增速持续高于线上，线下渠道奥莱蓬勃发展，低线城市消费相对坚挺。1)线上表现优于线下，直营渠道利润压力相对较大（我们判断在修复中表现出的弹性估计也将更大）/加盟盈利质量则相对稳健。2)奥莱渠道未来预计保持健康增长：中国百货商业协会预测国内奥莱市场规模到2025年将达到2600亿元，CAGR约6.3%。3)低线消费市场相对坚挺，提前布局渠道、针对性推出相关产品的品牌有望取得先发优势。2022年中国购物中心数量超过6000家，其中三四线及以下城市购物中心数量达2089家（2015年仅634家），数量占比近年来快速提升至35%，未来趋势预计持续。

服饰制造2024年行业整体需求向上，2025年龙头供应链公司享受份额提升。1)在海外品牌补库存带动下整体终端需求回暖，各制造公司产能利用率上升带来盈利回升，2024Q1/Q2/Q3纺织制造重点公司收入同比分别+13.2%/+10.3%/+10.4%，归母净利润同比分别+25.5%/+19.3%/+13.8%（快于同期收入增速）。2)长期看，制造商行业格局的优化仍是长期趋势，终端市场和贸易环境的波动使得品牌商持续整合供应链，更青睐一体化、全球化布局且具备研发能力、快反生产和稳定品质的供应商，2025年龙头制造公司订单表现有望稳健增长，继续好于行业，匹配稳健型、防御型投资需求。

我们梳理2025年纺服行业投资主线：

- 关注优质功能性服饰赛道龙头标的。运动鞋服：板块公司短期运营稳健，2024Q4以来随着消费环境的波动复苏，各品牌终端流水对比Q3或有改善，中长期来看细分运动品牌受益于各自赛道的优越性仍将保持快速增长势头。重点推荐运动鞋服赛道龙头【安踏体育、李宁】，对应2025年PE为15/11倍。羽绒服品类渗透率持续提升，市场规模稳健增长，推荐赛道龙头【波司登】，公司拓展新品类、综合布局功能性服饰赛道，未来业绩有望维持高质量增长，对应FY2025 PE为12倍。
- 关注消费预期改善时具备弹性的优质品牌服饰公司。2024年以来A股服饰品牌基本面整体表现较弱，预期下修已在股价上有所体现。作为可选品类，服饰零售端估计在消费修复的时候表现出较好的弹性。当市场预期好转的时候，资金关注度高，成长性相对较好的龙头标的估值有望提升。优先关注渠道端稳步拓店、当前估值具备吸引力的【比音勒芬】，对应2025年PE为10倍；关注短期表现领先行业的【森马服饰】，对应2025年PE为14倍；关注消费+医疗双轮驱动的大健康企业【稳健医疗】，对应2025年PE为23倍；关注利润率存在提升空间的家纺龙头罗莱生活。
- 推荐优质服饰制造龙头公司。推荐新客户合作推进顺利、产能扩张有望加速、估值具备提升空间的【华利集团】，对应2025年PE为19倍；推荐深度绑定核心客户，全产能逐步释放，盈利能力改善的【中洲国际】，对应2025年PE为13倍；推荐收入增长稳健，综合竞争力不断提升的【伟星股份】，对应2025年PE为19倍。
- 关注高分红、低估值标的。据Wind数据，2023年CS纺织服饰板块平均股利支付率为71%。在高股息率筛选的基础上，我们优选净利率水平较高且相对稳健的个股：海澜之家、富安娜、比音勒芬、罗莱生活，2025年PE分别为11/13/10/15倍（富安娜系wind一致预期）。

风险提示：消费疲软及消费环境波动风险；门店扩张不及预期；电商业务建设不及预期；盈利质量不及预期；管理层团队优化不及预期；汇率波动风险；测算误差风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
02020.HK	安踏体育	买入	3.62	4.81	4.89	5.53	19.8	15.0	14.7	13.0
03998.HK	波司登	买入	0.19	0.28	0.32	0.37	19.3	13.5	11.6	10.1
002832.SZ	比音勒芬	买入	1.60	1.61	1.86	2.13	12.1	12.0	10.4	9.1
300888.SZ	稳健医疗	买入	1.00	1.39	1.61	1.84	37.3	26.7	23.2	20.2
002563.SZ	森马服饰	买入	0.42	0.41	0.48	0.52	16.5	16.8	14.4	13.1
300979.SZ	华利集团	买入	2.74	3.34	3.88	4.47	27.4	22.5	19.4	16.8
02313.HK	中洲国际	买入	3.03	3.86	4.34	4.96	18.2	14.3	12.7	11.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《纺织服饰：周专题：Burberry短期业绩承压，近期优衣库事件引争议》 2024-12-01
- 《纺织服饰：周专题：Amer Sports 2024Q3经营表现优异，公司再次上调全年盈利预期》 2024-11-24
- 《纺织服饰：周专题：10月社零公布，服装/珠宝消费改善明显》 2024-11-17

内容目录

1. 市场表现复盘	4
1.1 过去股价表现: 作为可选消费板块, 纺织服饰年初以来跑输大盘	4
1.2 目前估值水平: 品牌服饰处于低位, 纺织制造基本稳定	6
1.3 板块分红情况: 2023 年平均股利支付率超过 70%	8
1.4 参照海外市场: 国际品牌公司在增长放缓的时候估值如何变化?	8
2. 行业运行趋势	10
2.1 服饰品牌: 期待后续行业复苏, 产品、渠道存在结构性机会	10
2.1.1 短期: 2024 年以来零售平淡致使利润表现承压	10
2.1.2 产品趋势: 消费选择趋于理性, 功能性产品/品牌表现优异	12
2.1.3 渠道趋势: 短期直营利润端承压, 中长期“奥莱”、“下沉”成为关键词	18
2.2 服饰制造: 竞争格局优化, 龙头公司预计稳健增长、领先行业	22
3. 板块投资策略	25
3.1 投资主线一: 关注优质功能性服饰赛道龙头标的	25
3.1.1 运动鞋服: 标的公司短期运营稳健, 重点推荐【安踏体育、李宁】	25
3.1.2 羽绒服: 赛道稳健成长, 推荐羽绒服龙头【波司登】	30
3.2 投资主线二: 关注消费预期改善时具备弹性的品牌服饰【比音勒芬、森马服饰】等	31
3.3 投资主线三: 关注竞争格局优化、业绩稳健增长的纺织制造龙头【华利集团、申洲国际、伟星股份】	33
3.4 投资主线四: 关注现金流稳定、轻资产、高分红标的	35
4. 重点公司盈利预测与估值	38
5. 风险提示	40

图表目录

图表 1: 2024 年初至今 (2024/12/03) 各行业板块涨跌幅 (中信行业指数, %)	4
图表 2: 2024 年初至今 (2024/12/03) 上证指数/品牌服饰/纺织制造涨跌幅 (中信行业指数)	4
图表 3: 2022 年至今 (2024/12/03) 纺织服饰细分子板块收盘价涨跌幅	5
图表 4: 2022Q1 至 2024Q3 纺织服饰细分子板块单季度收入同比增速 (%)	5
图表 5: 2022Q1 至 2024Q3 纺织服饰细分子板块单季度净利率 (%)	6
图表 6: 2021 年至今 (2024/12/03) 运动鞋服重点公司 PE (NTM)	7
图表 7: 2021 年至今 (2024/12/03) 大众服饰重点公司 PE (NTM)	7
图表 8: 2021 年至今 (2024/12/03) 中高端服饰重点公司 PE (NTM)	7
图表 9: 2021 年至今 (2024/12/03) 家纺重点公司 PE (NTM)	7
图表 10: 2021 年至今 (2024/12/03) 成衣制造重点公司 PE (NTM)	8
图表 11: 2019~2023 年 CS 纺织服饰/品牌服饰/纺织制造板块合计股利支付率 (%)	8
图表 12: Deckers (DECK.N) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY	9
图表 13: Lululemon (LULU.O) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY	9
图表 14: NIKE (NKE.N) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY	10
图表 15: RALPH LAUREN (RL.N) 市盈率/收入 YOY/净利润 YOY	10
图表 16: 2022/02-2024/10 社零总额及服饰针纺类零售当月同比 (%)	11
图表 17: 2022Q1~2024Q3 品牌服饰重点公司收入 (亿元, %)	11
图表 18: 2022Q1~2024Q3 品牌服饰重点公司归母净利润 (亿元, %)	11
图表 19: 2019~2024 年前三季度品牌服饰重点公司经营现金流净额及占净利润比重 (亿元, %)	12
图表 20: 2020~2024 年前三季度品牌服饰重点公司存货及增速 (亿元, %)	12
图表 21: 各品类的消费决策因素 (%)	12
图表 22: 2020~2024 年前三季度 A 股品牌服饰重点公司收入表现 (亿元, %)	13
图表 23: 2020~2024 年前三季度 A 股品牌服饰重点公司归母净利润表现 (亿元, %)	13
图表 24: 2023~2024E 中国市场轻客/中客/重客消费占比 (%)	14
图表 25: 2024 年人均奢侈品消费支出增速 (%)	14
图表 26: 2023Q1~2024Q3 (FY2024Q1~FY2025Q2) LVMH/Kering/Hermes/Richemont 分地区营收增速 (%)	14
图表 27: 2021H1~2024H1 运动鞋服板块重点公司重点合计营收及增速 (亿元, %)	15

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/895143334301012010>