

出口制造延续高景气，高端户外逆势增长

纺织服装行业 2024 年中期投资策略

回顾 24 年上半年，国内品牌消费整体承压，高奢购买力不足，传统运动鞋服增长乏力，大众休闲仍处于调整阶段，但高端运动户外品牌逆势增长。海外需求平稳，头部品牌去库存结束后进入补库存周期，纺织制造龙头自 23Q4 开始接单转正。展望下半年，预计制造高景气度可延续，国际龙头奥运会前后有望持续推出新功能性产品，制造龙头业绩及估值有望修复。预计高端户外品牌持续较快增长，运动鞋服期待行业新品引领重回增长轨道。

□ **品牌服饰：**国内消费整体承压，高端运动户外品牌逆势增长。整体看社零服装数据 23H1、23H2、24 年 1-5 月增速分别为 8.8%、8.0%、2.0%，呈现逐渐走弱迹象。分定位赛道来看：

1) **奢侈品牌承压，国内高奢购买力不足。**奢侈品集团 LVMH、开云集团、历峰集团 24Q1 在中国相关地区销售分别下滑 6%、6%、12%，国内开始出现高奢购买力不足趋势，推测为部分此前消费升级的中产阶层收入预期下降，重新回归理性消费。

2) **高端运动户外保持高景气，各品牌拓产品扩渠道实现逆势增长。**受部分奢侈品客群迁移、赛道良好的竞争格局、品牌自身持续技术迭代升级、品类从垂类专业领域向通勤和休闲扩张、拥抱社媒渠道扩张推动，高端运动户外品牌逆势增长。24Q1 亚玛芬、昂跑、lululemon、迪桑特+可隆在大中华区增速分别为 51%、91%、52%、25~30%；FILA 提升产品专业度，在品牌收入规模超 250 亿的基础上仍可以保持高单位数增长。

3) **传统运动鞋服赛道增长乏力，期待以奥运会为起点开启新一轮技术升级。**Nike&Adidas 自 2019 年后鲜有新技术或有影响力的新品发布，导致其呈现品牌老化、销售乏力、库存周转放缓等一系列问题，同理国货品牌在 2021 年国潮之后也陷入了增长乏力&折扣放大的困局。Nike 将于 7 月份发售搭载新气垫技术的蓝图系列，期待其能够引领行业重回增长轨道。

4) **大众休闲受线上白牌冲击、线下渠道规模饱和但客流下降等因素持续影响，仍处于调整阶段。**线上拼多多抖音渠道增速较快，抖音低价产品（399 元以下）销售占比从 23 年 6 月 62%增至 24 年 5 月 76%；线下大众休闲、大众运动等品牌 24Q1 增速环比放缓甚至出现下滑。

□ **制纺织造：**国内下游需求疲软，国外需求平稳，过去 3 年行业洗牌中小企业出清，头部品牌去库存结束后进入补库存周期，纺织制造龙头自 23Q4 开始接单转正，预计高景气度可延续至 24 年下半年，国际龙头奥运会前后有望持续推出新功能性产品，制造龙头业绩及估值有望修复。

1) **需求端：**海外需求稳定，去库存周期结束后进入新品下单阶段。2023H2 至今美国服饰及配饰店零售额同比增速低个位数左右。美国服装零售及批发库销比较为良性。24 年以来 Nike、deckers 等运动鞋服龙头库存水平恢复正常，Adidas、PUMA 等品牌库存去化进度良好，未来增长预期稳中向好。

2) **供给端：**23H2 以来东南亚纺织品出口增速逐季回升，制造龙头海外扩产加速。24 年 4-5 月越南纺织品出口同比+5%（24Q1+2%）；柬埔寨服装出口同比+21%（24Q1+24%）。越南鞋类出口同比-1%（24Q1+7%），柬埔寨鞋

推荐（维持）

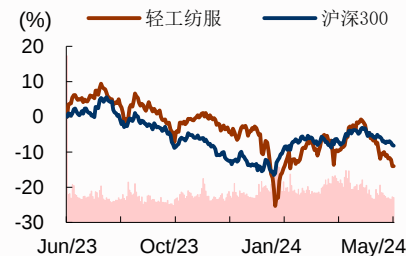
消费品/轻工纺服

行业规模

		占比%
股票家数（只）	311	6.1
总市值（十亿元）	1605.8	2.2
流通市值（十亿元）	1374.0	2.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13.1	-9.4	-16.2
相对表现	-8.2	-14.4	-6.7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《纺织服装出口形势跟踪（2024 年 6 月）—外需稳健，制造龙头接单提速》2024-06-13
- 《纺织服装出口形势跟踪（2024 年 5 月）—外需稳健，制造龙头接单稳中向好》2024-5-16
- 《纺织服装 2023 年年报及 2024 年一季报综述—纺织制造需求恢复，品牌服饰温和复苏》2024-05-06

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

✉ tangshengyang@cmschina.com.cn

王梓旭 研究助理

✉ wangzixu@cmschina.com.cn

类出口同比+14%（24Q1+7%）。服制造公司持续拓展海外产能，其中伟星越南工厂 24 年投产，华利越南及印尼工厂 24 年以来逐步投产，申洲国际印尼工厂有望 25 年投产，持续提升海外接单能力。

3) 订单：纺织制造企业接单向好。年初以来制造龙头月度营收增速提升。24 年 5 月儒鸿（面料+运动成衣）营收同比+28%（4 月+13%）。聚阳（运动休闲服装）营收同比+17%（4 月+6%）。丰泰（运动鞋）营收同比+17%（4 月+4%）。裕元（运动休闲鞋）制造业务营收增速 8%（4 月+2.5%）。

4) 未来趋势：2012Q3、2016Q3、2021Q3 在奥运会前后，运动需求及景气度提升带动制造龙头估值在未来 1-2 个季度提升 5-10X。2024 年 7 月奥运会前后在运动品牌持续创新的推动下（Adidas 的 samba 系列持续推新，Nike 蓝图系列逐步落地），制造龙头估值有望提升。

- **投资建议：**1) **安踏体育：**多品牌战略进一步完善运动矩阵，FILA 店效持续提升，户外品牌迪桑特可隆增速有望超预期。预计 24-26 年净利润规模为 133.64 亿元、139.23 亿元、159.51 亿元，对应 24PE15X。2) **富安娜：**产品独具艺术特色，渠道管控力强，报表质量优秀，分红 90%以上。预计 24-26 年净利润 6.35 亿元、7.03 亿元、7.80 亿元，对应 24PE13.5X。3) **华利集团：**顺应客户技术创新，公司优化产品结构。预计 24-26 年净利润规模为 38.3 亿元、44.2 亿元、49.8 亿元，对应 24PE20.5X。4) **伟星股份：**越南工厂顺利投产&加速抢夺 YKK 市场份额，提升在国际品牌内部分额。预计 24-26 年净利润 6.6 亿元、7.8 亿元、8.9 亿元，对应 24PE23X。5) **申洲国际：**下游客户订单逐步恢复&持续推进产品创新和生产效率提升。预计 24-26 年净利润为 53.9 亿元、62.1 亿元、70.0 亿元，对应 24PE20X。
- **风险提示：**内需不足的风险、库存积压的风险、外需不足导致制造接单承压风险、制造端海外产能拓展及释放不及预期风险。

正文目录

一、 品牌服饰：国内消费整体承压，高端运动户外品牌逆势增长.....	6
1、 奢侈品牌承压，国内高奢购买力不足.....	6
2、 高端运动户外保持高景气，各品牌拓产品扩渠道实现逆势增长.....	7
(1) 消费者迁移，高端户外赛道竞争格局良好.....	8
(2) 品牌技术升级，品类拓宽.....	9
(3) 渠道扩张，拥抱社媒.....	10
3、 传统运动鞋服赛道增长乏力，期待以奥运会为起点开启新一轮技术升级.....	12
(1) 国际品牌与国货品牌过去几年鲜有创新，增长乏力.....	12
(2) 借奥运契机，头部品牌有望开启技术创新周期.....	13
4、 大众休闲受线上白牌冲击&线下客流影响，仍处于调整阶段.....	14
5、 品牌端投资建议.....	15
二、 纺织制造：纺服出口及制造接单持续改善，行业龙头估值有望回升.....	16
1、 需求：海外需求稳定&库存去化进度良好，逐步进入新品下单阶段.....	16
2、 供给：东南亚纺织品出口增速回升，制造龙头海外扩产加速.....	18
3、 订单：纺织制造企业接单持续向好.....	19
(1) 服装：服装代工龙头企业月度订单稳中向好.....	19
(2) 鞋类：鞋类代工龙头企业订单增长提速.....	19
4、 趋势分析：奥运会提升需求，行业龙头业绩和估值有望修复.....	20
5、 重点标的推荐.....	20
(1) 伟星股份：辅料龙头，全球化启动加速抢份额逻辑演绎.....	20
(2) 华利集团：运动鞋代工龙头，订单快速恢复&客户结构持续优化.....	21
(3) 申洲国际：针织服装代工龙头，产能利用率回升增加利润弹性.....	21
三、 风险提示.....	22

图表目录

图 1：鞋服、化妆品、金银珠宝社零当月同比（%）.....	6
图 2：线上穿类实物商品零售额累计同比（%）.....	6
图 3：全国百家大型零售企业中服装类零售额累计同比（%）.....	6
图 4：奢侈品亚太地区（除日本）季度营收同比增速（%）.....	7

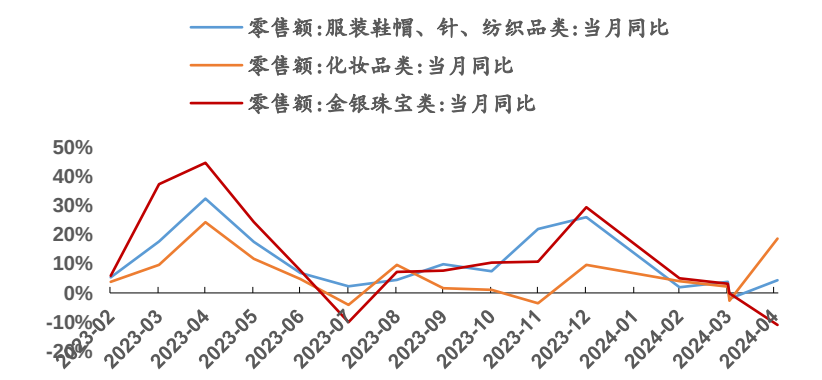
图 5: 亚玛芬大中华区年度收入 (亿美元) 及 YOY	7
图 6: 亚玛芬大中华区季度收入 (亿美元) 及 YOY	7
图 7: Lululemon 中国大陆收入 (亿元) 及 YOY	8
图 8: 昂跑亚太地区收入 (百万法郎) 及 YOY	8
图 9: 迪桑特+可隆季度零售流水 YOY	8
图 10: FILA 季度零售流水 YOY	8
图 11: 深圳万象天地户外运动品牌门店	9
图 12: 始祖鸟通勤及休闲产品线	10
图 13: 迪桑特中国产品线	10
图 14: 迪桑特门店数及月均店效 (万元)	11
图 15: 迪桑特签约明星代言人	11
图 16: lululemon 抖音旗舰店与天猫旗舰店热销对比	12
图 17: Nike 大中华区收入 (亿美元) 及同比增速 (%)	12
图 18: Adidas 大中华区收入 (亿欧元) 及同比增速 (%)	12
图 19: Nike 大中华区存货 (亿美元) 及同比增速 (%)	13
图 20: Adidas 营收&存货 (亿欧元) 及增速 (%)	13
图 21: 国货品牌季度零售流水增速 (%)	13
图 22: Nike 为奥运会预热蓝图系列产品	14
图 23: Nike 持续创新气垫技术	14
图 24: 抖音服装配饰品类 GMV (亿元) 及 YOY	14
图 25: 抖音服装配饰品类价格带分布	14
图 26: 22Q1-24Q1 大众休闲品牌线下收入同比增速 (%)	15
图 27: 22Q1-24Q1 大众运动品牌线下零售同比增速 (%)	15
图 28: 美国服饰及配饰店零售额 (亿美元) 及增速	16
图 29: 美国服装零售及批发库销比	16
图 30: Nike 营收 (亿美元) 及 YOY	17
图 31: Nike 存货 (亿美元) 及 YOY	17
图 32: Adidas 营收 (亿欧元) 及 YOY	17
图 33: Adidas 存货 (亿欧元) 及 YOY	17
图 34: Deckers 营收 (亿美元) 及 YOY	17
图 35: Deckers 存货 (亿美元) 及 YOY	17
图 36: Lululemon 营收 (亿美元) 及 YOY	17

图 37: Lululemon 存货 (亿美元) 及 YOY	17
图 38: 中国及东南亚服装及纺织品出口增速 (%)	18
图 39: 中国及东南亚鞋类出口增速 (%)	18
图 40: 儒鸿营收 (亿新台币) 及增速	19
图 41: 聚阳实业营收 (亿新台币) 及增速	19
图 42: 裕元集团制造业务营收增速	19
图 43: 丰泰企业营收 (亿新台币) 及增速	19
图 44: 制造龙头估值分析	20
 表 1: 始祖鸟部分核心面料介绍	 9
表 2: 纺织服装制造龙头加速海外扩产	18

一、品牌服饰：国内消费整体承压，高端运动户外品牌逆势增长

从社零数据来看，24H1 终端鞋服销售增速呈走弱迹象。国家统计局数据显示，鞋服针纺织品 23H1 零售额同比增速为 8.8%，23H2 增速为 8.0%，24 年 1-5 月增速为 2.0%（1-2 月、3 月、4 月、5 月同比增速分别为 1.9%、3.8%、-2.0%、4.4%）。24H1 终端销售在较高基数下（23H1 处于疫后复苏时期）呈现逐步走弱趋势。

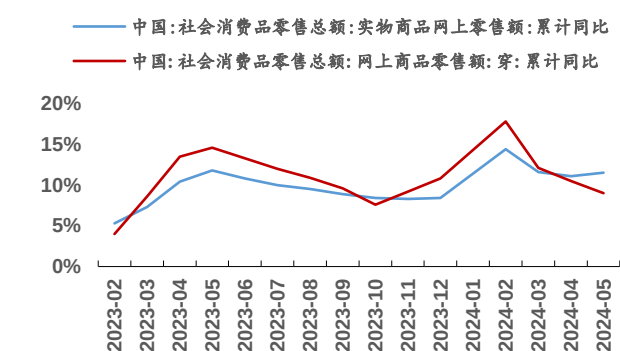
图 1：鞋服、化妆品、金银珠宝社零当月同比（%）



资料来源：国家统计局、wind、招商证券

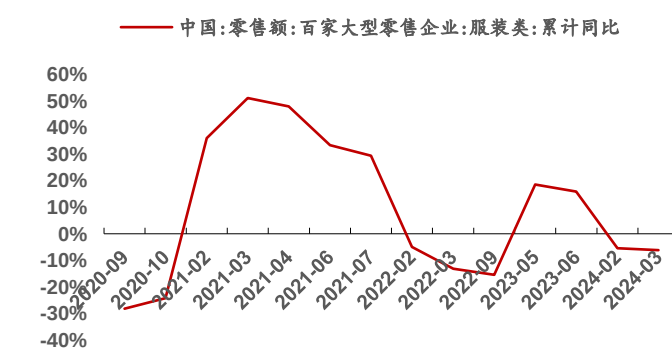
线下客流增长乏力，线上增速高于线下。1）线上：24 年 2 月、3 月、4 月、5 月，线上实物商品零售额累计同比增长 14%、12%、11%、12%，线上穿类实物商品累计同比增长 18%、12%、11%、9%。2）线下：24 年 2 月、3 月全国百家大型零售企业中服装类零售额累计同比增长-5.5%、-6.2%，线下客流增长乏力。

图 2：线上穿类实物商品零售额累计同比（%）



资料来源：国家统计局、wind、招商证券

图 3：全国百家大型零售企业中服装类零售额累计同比（%）



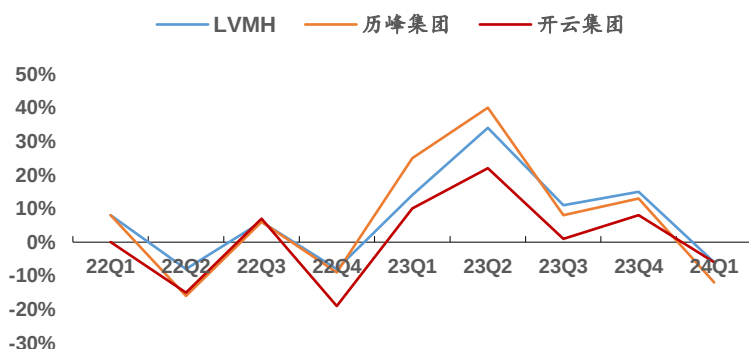
资料来源：中华全国商业信息中心、招商证券

1、奢侈品牌承压，国内高奢购买力不足

受国内出境旅游复苏及内需走弱中产消费支出下降双重影响，24Q1 全球奢侈品牌亚太营收下滑。全球主要奢侈品牌集团在亚太地区（除日本外）的销售自 23Q1 以来恢复性增长，23Q2 增速达到顶峰，23Q3 以来增速环比下滑，24Q1 同比出现下滑。24Q1 亚太地区 LVMH 营收同比下滑 6%，开云集团同比下滑 6%，历

峰集团同比下滑 12%；Burberry 中国内地下滑 19%。高奢购买力不足，推测为部分此前消费升级的中产阶层收入预期下降、重新回归理性消费所致。

图 4：奢侈品亚太地区（除日本）季度营收同比增速（%）

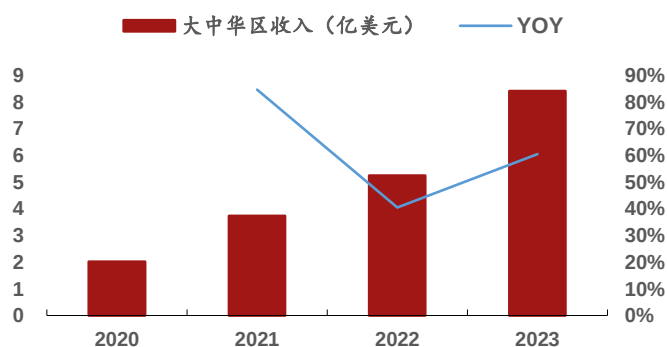


资料来源：各公司官网、招商证券（注：历峰集团原始财年自 4 月开始，此处调整为自然年同口径可比）

2、高端运动户外保持高景气，各品牌拓产品扩渠道实现逆势增长

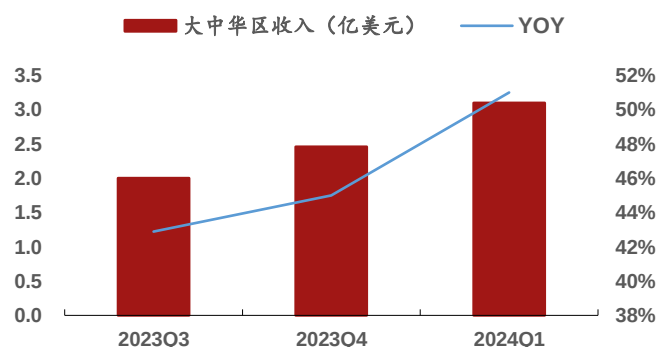
高端运动户外品牌逆势维持高增长。24Q1 亚玛芬大中华区收入同比增长 51%，昂跑亚太区收入同比增长 91%，FY24Q1 lululemon 中国大陆收入同比增长 52%。安踏旗下迪桑特 23 年收入同比增长 55%，24Q1 迪桑特+可隆零售流水仍可保持 25-30% 的正增长；FILA 在品牌收入规模超 250 亿的基础上 24Q1 仍可保持高单位数正增长。受部分奢侈品客群迁移、赛道竞争格局良好、品牌自身持续技术迭代升级、品类从垂类专业领域向通勤和休闲拓宽、拥抱社媒扩张渠道等因素推动，高端运动户外品牌逆势增长。

图 5：亚玛芬大中华区年度收入（亿美元）及 YOY



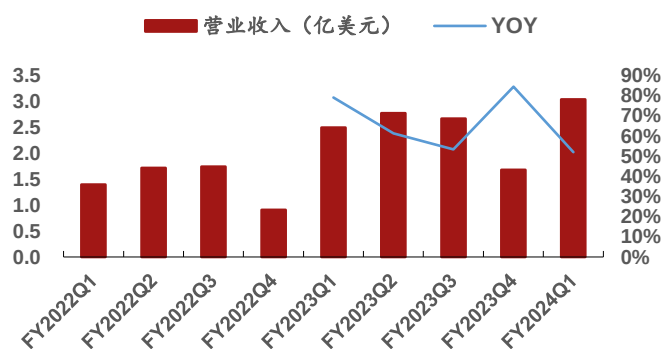
资料来源：亚玛芬公告、招商证券

图 6：亚玛芬大中华区季度收入（亿美元）及 YOY



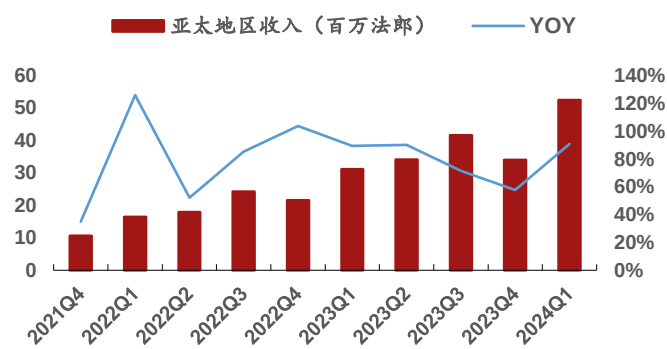
资料来源：亚玛芬公告、招商证券

图 7: lululemon 中国大陆收入 (亿元) 及 YOY



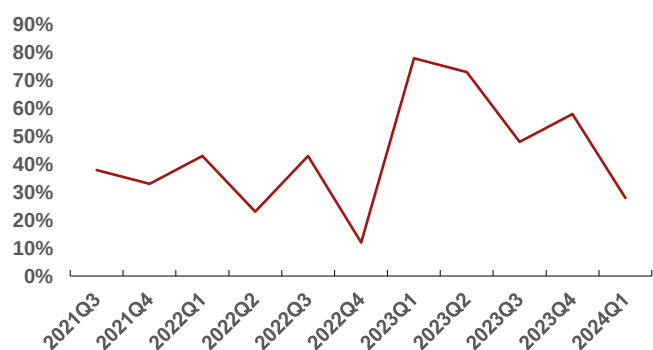
资料来源: lululemon 公告、招商证券(注: FY24Q1 指 24.02-24.04)

图 8: 昂跑亚太地区收入 (百万法郎) 及 YOY



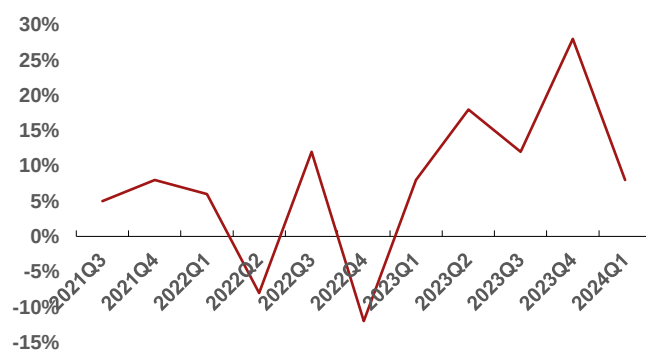
资料来源: 昂跑公告、招商证券

图 9: 迪桑特+可隆季度零售流水 YOY



资料来源: 安踏体育公告、招商证券(注: 为作图方便, 此处取实际零售流水表现范围的中间值)

图 10: FILA 季度零售流水 YOY



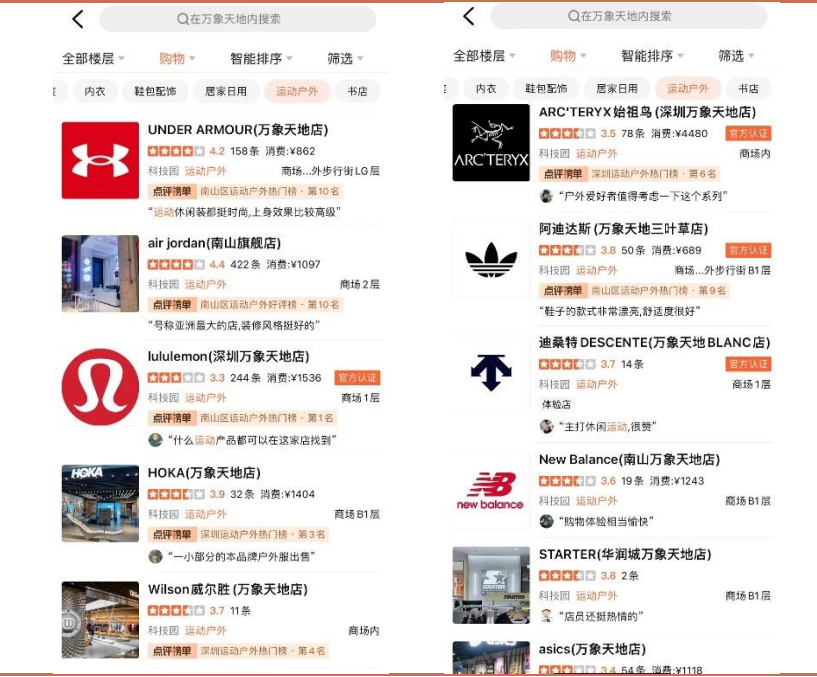
资料来源: 安踏体育公告、招商证券(注: 为作图方便, 此处取实际零售流水表现范围的中间值)

(1) 消费者迁移, 高端户外赛道竞争格局良好

此前消费升级的中产客群受到收入预期下降的影响, 其鞋服消费偏好从高奢品转移至低调又不失格调的高端户外品, 消费更为理性。

高端运动户外赛道竞争格局良好, 品牌数量少集中度高。以深圳万象天地为例, 高端运动户外入驻品牌仅始祖鸟、威尔胜、迪桑特、lululemon、HOKA、亚瑟士等共不足 10 个, 赛道头部集中度高, 且高端品牌进入壁垒较高。

图 11：深圳万象天地户外运动品牌门店



资料来源：大众点评、招商证券

(2) 品牌技术升级，品类拓宽

➢ 始祖鸟：面料技术创新树立专业形象，通过休闲及通勤系列产品扩大受众群体。

始祖鸟自 1995 年与戈尔合作开发面料，在过去的 20 年里，面料升级迭代出 Gore-TEX Pro、Gore-TEX Active、Windstopper 等多功能系列。

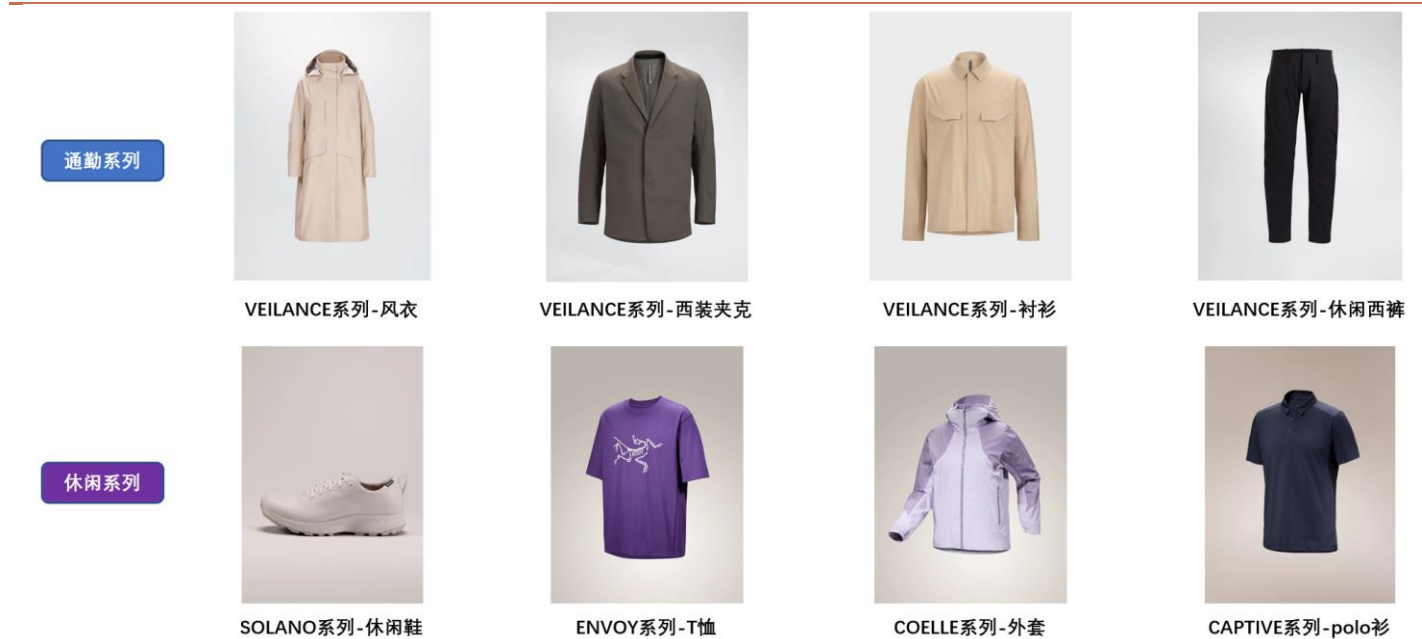
表 1：始祖鸟部分核心面料介绍

面料系列	功能
Gore-TEX Pro	拥有最强防护力的面料，薄膜厚度最厚，支持最高 3 层设计
Gore-TEX Active	最强活动力的面料，超薄，超透气，比 Gore-TEX pro 柔软
Gore-TEX with PacLite Technology	透气性能的入门级面料
Gore-TEX with soft shell Construction	软壳专用面料，防护性较 Gore-TEX Pro 较差
Windstopper	防护强风，适用性很强
Thermatek 棉	由单丝空心纤维构成，其中每根纤维外层都进行过 DWR（一种防泼水技术）
Coreloft 棉	柔软，轻薄，高保暖，速干和拒水性
Primaloft 棉	超柔软拒水性超细纤维，质量轻，具有良好的保暖性

资料来源：始祖鸟官网、公告、招商证券

始祖鸟近年来持续拓展休闲及通勤产品，推出 solano 休闲系列、veilance 商务系列广受好评，定价高于比音，目标客群是曾经消费奢侈品的群体。

图 12: 始祖鸟通勤及休闲产品线



资料来源：始祖鸟官网、旗舰店、招商证券

➤ 迪桑特：中国产品线丰富，专业运动与休闲通勤并重

迪桑特早年在日本是个小众滑雪品牌，在亚洲主要在中、日、韩三个国家运营，针对不同地区消费者的需求和偏好，拥有差异化的产品矩阵。其中日本迪桑特以专业运动为主，包括滑雪、棒球、排球、跑步、高尔夫等多场景产品。韩国迪桑特以日常休闲为主。迪桑特在中国则是专业运动与休闲通勤并重，专业运动领域重点开拓滑雪、高尔夫、跑步场景的产品，休闲领域重点开拓都市机能、全地形训练服等产品，锁定 30-40 岁的高端客群，开发多场景服装。

图 13: 迪桑特中国产品线



资料来源：迪桑特官网、旗舰店、招商证券

(3) 渠道扩张，拥抱社媒

➤ 始祖鸟：一二线城市核心高端商圈开设大店

始祖鸟作为户外高端品牌，核心客群为 80 后的中产或者高净值人群，故主要聚焦在一、二线城市核心高端商圈开设大店。截至 2023 年 9 月 30 日，AMER 在

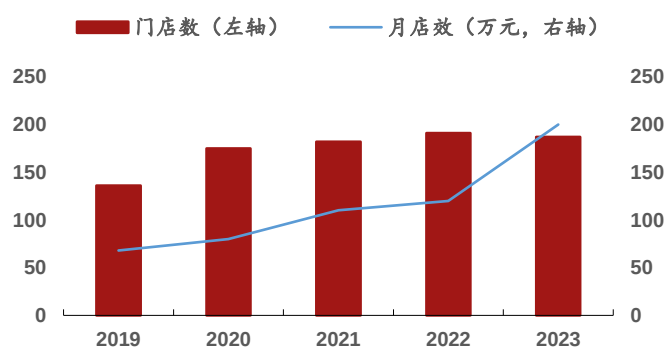
大中华区拥有 63 家 Arc'teryx 自有零售店。如上海南京西路 2400 平米的始祖鸟博物馆、力宝广场开设 760 平米旗舰店、北京国贸大厦开设 600 平米概念店、沈阳万象城开设 500 平米旗舰店。管理层在最新一季度财报电话会上表示，中国消费者喜欢运动，尤其喜欢在户外运动消费，公司对中国市场仍有很大信心。

➤ 迪桑特：一二线城市持续开店，专业赞助与明星代言并举

迪桑特门店集中在一、二线市场核心商圈，门店位置优、客流量大，门店数从 2016 年 6 家增长至 2023 年底的 187 家，2024 年持续开店，目标 220 家。

专业赞助与明星代言并举，以社群活动提高品牌认知。1) 2019 年以官方独家服装赞助商身份亮相高尔夫世锦赛汇丰冠军赛，2020 年签约高尔夫球运动员李昊桐强化运动属性。2) 2018 年来陆续签约吴彦祖、辛芷蕾、陈伟霆、朱珠开发明星同款系列服装，加强品牌的曝光度。3) 提出“行动家俱乐部”社群概念，2021 年雪季举办超过 50 场行动家俱乐部线下社群活动。

图 14：迪桑特门店数及月均店效（万元）



资料来源：安踏体育公告、招商证券（注：店效为招商证券估算）

图 15：迪桑特签约明星代言人



资料来源：迪桑特官网、公众号、招商证券

➤ lululemon：中国大陆将持续高速开店，以抖音+新品打开下沉市场

截至 2024 年 4 月，lululemon 中国大陆门店数量达 127 家，较去年同期净增加 26 家，门店总数仅次于美国。根据 lululemon 的全球发展计划，2026 年中国大陆门店数量将达 220 家，中国市场也将成为品牌全球第二大市场。

24 年 1 月，lululemon 抖音官方旗舰店正式开业。区别于天猫以瑜伽裤等经典款产品为主，抖音则更多上新喇叭裤、夹克、阔腿裤等新品类，以获得下沉市场更休闲场景的穿衣人群。

图 16: lululemon 抖音旗舰店与天猫旗舰店热销对比



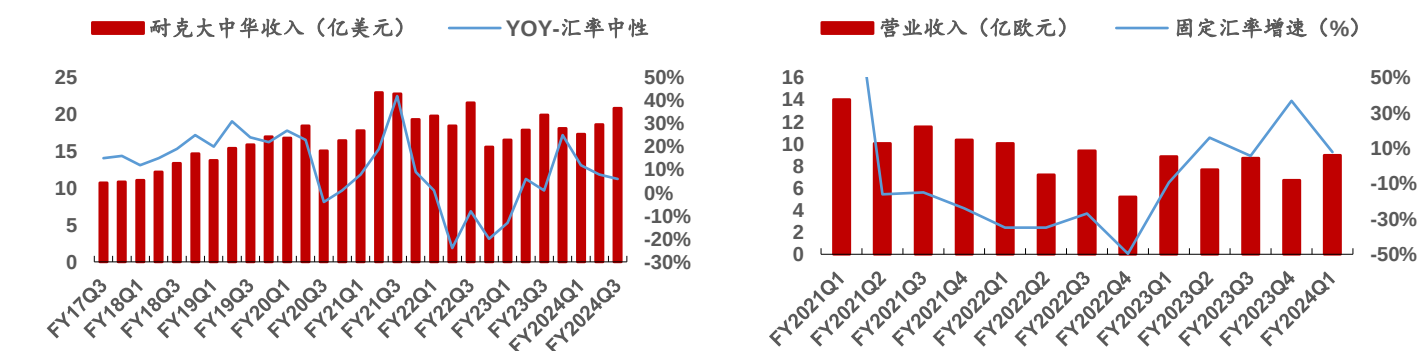
资料来源：飞瓜数据、DT 商业观察、招商证券

3、传统运动鞋服赛道增长乏力，期待以奥运会为起点开启新一轮技术升级

(1) 国际品牌与国货品牌过去几年鲜有创新，增长乏力

Nike&Adidas 大中华区近几年增长乏力，23H2 以来终端销售企稳。根据 Nike、Adidas 两大品牌在大中华区的收入趋势，由于近四年品牌创新疲软，终端销售出现不同程度放缓。其中 Nike 自 22Q2 收入下滑。Adidas 由于专业运动创新较弱，自 18 年终端销售增速慢于 Nike，同时 20 年的疫情、21 年的棉花事件、Yeezy 事件导致 Adidas 份额加速下滑。

图 17: Nike 大中华区收入 (亿美元) 及同比增速 (%) 图 18: Adidas 大中华区收入 (亿欧元) 及同比增速 (%)

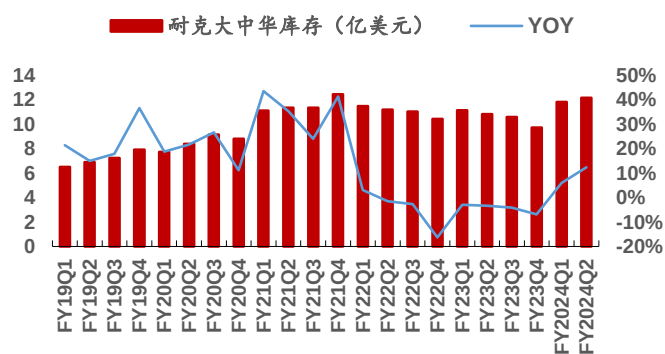


资料来源：Nike 公告、Nike 官网、招商证券 (注：FY24Q3 指 23.12-24.02)

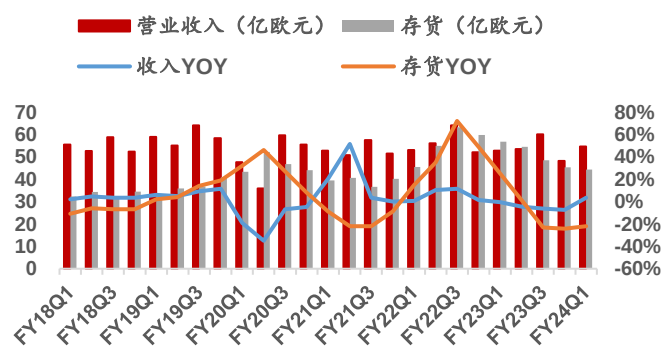
资料来源：wind、Adidas 公告、招商证券 (注：FY24Q1 指 24.01-24.03)

从库存角度看，产品同质化导致传统运动品牌增速放缓库存积压。Nike 及 Adidas 近三年科技创新少，市场上产品同质化严重（模仿者增加），22Q3 以来进入去库存阶段，当前去库进度良好。目前业绩放缓的主要原因是创新较弱导致终端需求疲软。

图 19: Nike 大中华区存货 (亿美元) 及同比增速 (%) 图 20: Adidas 营收&存货 (亿欧元) 及增速 (%)



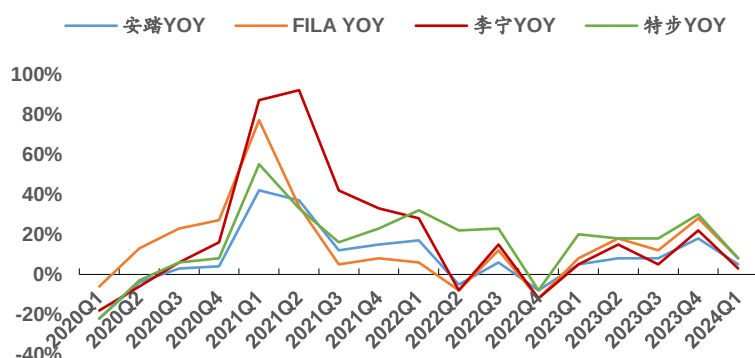
资料来源: Nike 公告、Nike 官网、招商证券 (注: FY24Q2 指 23.09-23.11)



资料来源: wind、Adidas 公告、招商证券 (注: FY24Q1 指 24.01-24.03)

国货品牌自 2021 年国潮之后也陷入了增长乏力&折扣放大的困局。安踏、FILA、李宁、特步等品牌，自 2021 年棉花事件催化迎来国潮红利，21Q1 多品牌均获得 40% 以上流水增长，后经历疫情反复与消费意愿不足影响，至 24Q1 各品牌均仅维持个位数增长。

图 21: 国货品牌季度零售流水增速 (%)



资料来源: 安踏体育&李宁&特步国际公告、招商证券 (注: 为作图方便, 此处取实际零售流水表现范围的中间值)

(2) 借奥运契机，头部品牌有望开启技术创新周期

往届奥运会年份均有科技推出: 2012 年以来，每年奥运会均有运动品牌的核心科技推出或者预热，如 Nike 的 Flyknit 飞线技术、pebax 发泡材料；Adidas 的 boost 材料；索康尼的 EVERUN 缓震材料；HOKA 的 CMEVA 材料等，通过奥运会热度提升新产品和新科技的曝光度。

2024 年奥运会: 东京奥运会由于疫情推迟至 2021 年导致热度下降，而且传统品牌几乎无创新。2024 年巴黎奥运会前后是运动品牌披露最新科技和产品的良好时间窗口。例如 Nike 于 4 月份在巴黎发布重大企划“耐克「蓝图」系列”，包含 13 款产品，涵盖篮球鞋、足球鞋、跑步鞋、田径钉鞋和运动生活类鞋款，汇聚了耐克目前领先的 Air 创新科技。蓝图系列预计 7 月份发售，有望带动运动鞋服行业景气度及终端需求提升。

图 22: Nike 为奥运会预热蓝图系列产品



资料来源: Nike 公众号、Nike 官网、招商证券

图 23: Nike 持续创新气垫技术

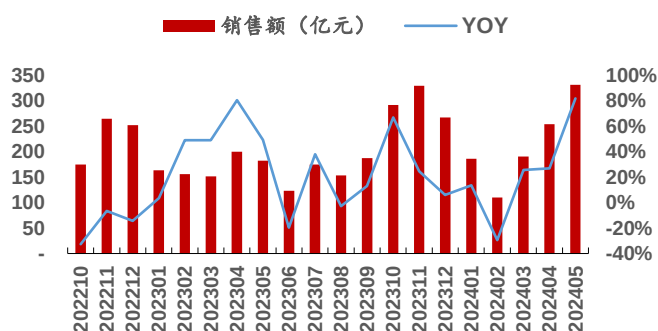


资料来源: Nike 公众号、Nike 官网、招商证券

4、大众休闲受线上白牌冲击&线下客流影响，仍处于调整阶段

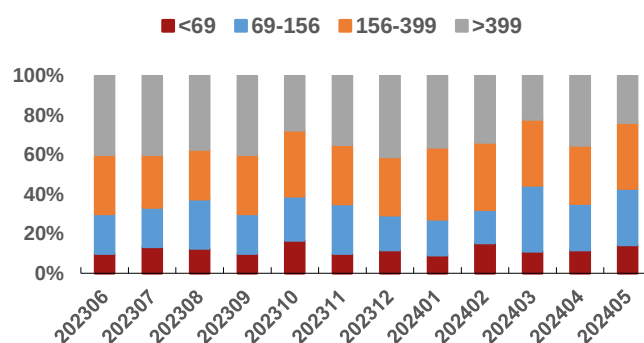
(1) 线上: 拼多多抖音渠道增速较快, 低价产品销售占比提升。根据久谦数据, 5 月抖音服装配饰品类销售额同比增长 82%。分价格带来看, 24 年 5 月单价 399 元以下的销售额占比 76%, 399 元以上占比 24%; 对比 23 年 6 月 399 元以下占比仅 62%, 近 12 个月以来低价产品销售占比提升明显。推测抖音平台品牌服装消费受到部分低价白牌冲击。

图 24: 抖音服装配饰品类 GMV (亿元) 及 YOY



资料来源: 久谦、招商证券

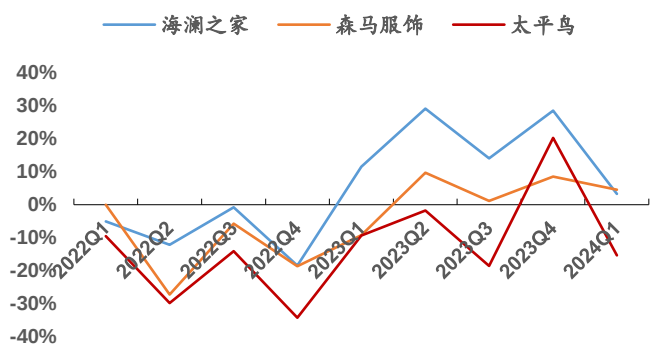
图 25: 抖音服装配饰品类价格带分布



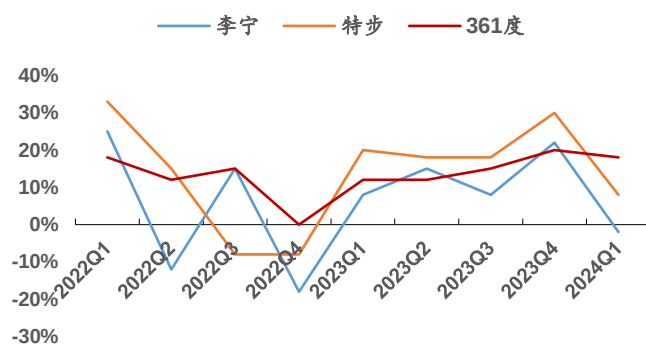
资料来源: 久谦、招商证券

(2) 线下: 渠道规模饱和&客流减少, 品牌进入调整阶段。大众休闲品牌中, 24Q1 海澜之家线下收入同比+3%, 太平鸟-15%, 森马服饰(全渠道)+5%; 大众运动品牌中, 24Q1 李宁线下零售流水同比低单位数下滑, 361 度同比高双位数增长, 特步(全渠道)同比高单位数增长。各品牌 24Q1 线下增速环比放缓甚至出现下滑。

图 26: 22Q1-24Q1 大众休闲品牌线下收入同比增速 (%) 图 27: 22Q1-24Q1 大众运动品牌线下零售同比增速 (%)



资料来源：各公司公告、招商证券（注：海澜之家、太平鸟为线下收入增速，森马服饰受季报披露口径影响为全渠道收入增速）



资料来源：各公司公告、招商证券（注：李宁、特步、361度均为主品牌零售表现；特步为全渠道表现，李宁、361度为线下渠道表现；为作图方便，此处取实际零售流水表现范围的中间值）

5、品牌端投资建议

国内中高端品牌通过产品升级&差异化布局，持续拓展渠道，提升渠道运营质量，在消费复苏背景下可快速增长，在消费承压背景下也可保持稳健。重点推荐涵盖运动与户外多品牌矩阵的安踏体育、中高端优质家纺品牌富安娜。

（1）安踏体育：多品牌战略进一步完善运动矩阵，安踏品牌表现稳健，FILA 店效持续提升，户外品牌迪桑特可隆增速有望超预期，收购瑜伽品牌 Maia 补充女子运动板块。24Q1 品牌流水符合预期，公司库存及折扣持续改善。未来安踏主品牌持续推荐产品和渠道改革，FILA 和户外品牌根据自身定位和设计风格持续拓展规模，管理层保持 2024 年 ANTA 主品牌和 FILA 目标实现 10%-15% 的增长指引。

预计 2024-2026 年净利润规模分别为 133.64 亿元、139.23 亿元、159.51 亿元，同比增速为 31%、4%、15%。当前市值对应 24PE15X、25PE14.5X，维持强烈推荐评级。

（2）富安娜：中高端家纺需求稳健，家纺龙头公司受益于需求品质化升级、线下区域品牌出清、线上品牌化升级等因素影响，份额持续提升。富安娜产品独具艺术特色，渠道管控力强，报表质量优秀，疫情三年保持高 ROE（14%-15%）、高毛利率（54%左右）、高净利润率（17%-18%），存货、应收账款、现金流质量高，分红 90% 以上。渠道数量仅不到 1500 家，2023 年开始放开加盟商开店，有望拉动 2024-2026 年业绩增速提速。

预计 2024-2026 年归母净利润规模为 6.35 亿元、7.03 亿元、7.80 亿元，同比增速为 11%、11%、11%。当前市值对应 24PE13.5X、25PE12X，维持强烈推荐评级。

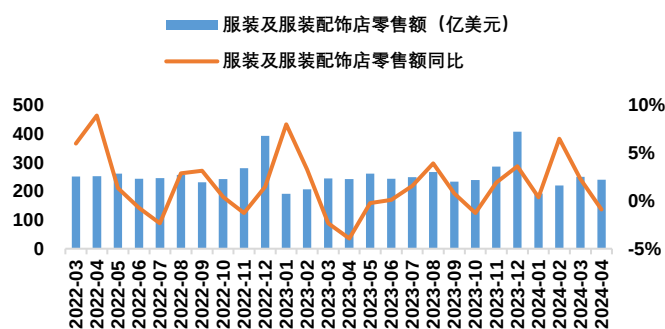
二、纺织制造：纺服出口及制造接单持续改善，行业龙头估值有望回升

国内下游需求疲软，国外需求平稳，过去 3 年行业洗牌中小企业出清，同时叠加头部品牌去库存结束后进入补库存周期，中国及东南亚纺服出口及制造龙头接单提速，纺织制造龙头自 23Q4 开始接单转正，预计高景气度可延续至 24 年下半年，国际龙头奥运会前后有望持续推出新功能产品，拥有全球产能布局及较强技术壁垒的头部制造企业业绩及估值有望修复。

1、需求：海外需求稳定&库存去化进度良好，逐步进入新品下单阶段

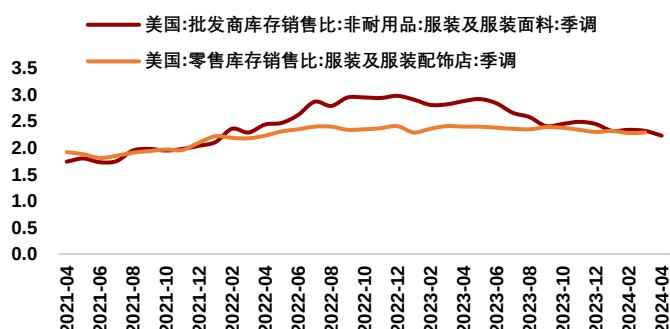
从美国市场看：2023 年下半年至今美国服饰及配饰店零售额同比增速在低个位数左右。美国服装零售及批发库销比已经恢复较为良性。2024 年 4 月美国纺织品、服装进口金额同比+6.8%、-1.1%。

图 28：美国服饰及配饰店零售额（亿美元）及增速



资料来源：美国商务部普查局、招商证券

图 29：美国服装零售及批发库销比



资料来源：美国商务部普查局、招商证券

从国际品牌 24 年以来表现看，以 Nike、deckers 为首的运动鞋服龙头库存水平恢复正常，Adidas、PUMA 等品牌库存去化进度良好，未来增长预期稳中向好。

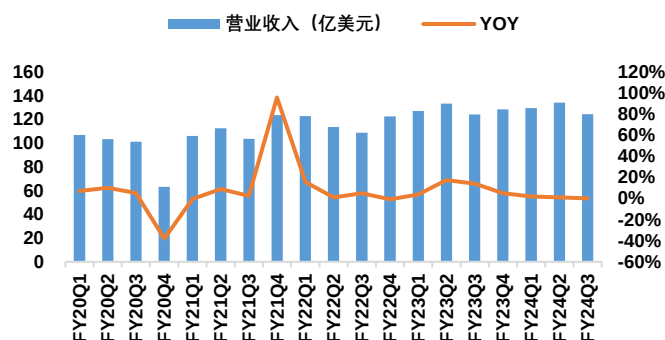
Nike: FY2024Q3 (2023.12-2024.02) 公司实现营收 124.3 亿美元（固定汇率下同同比微增，下同），截至 24 年 2 月末，公司库存 77.26 亿美元（同比-13%），库存周转天数 102 天（同比减少 6 天，环比上季度末增加 1 天）。

Adidas: FY2024Q1 (2024.1-3) 收入固定汇率同比+8%。截至 24Q1 末库存减少 22%，库存周转天数环比持平至 170 天。预计 FY2024 收入按固定汇率增长中-高个位数（上季度末预期中个位数增长），预计营业利润 7 亿欧元（上季度末预期 5 亿欧元）。

DECKERS: FY2024Q4 (2024.1-3) 收入同比+21%，截至 24 年 3 月底，公司库存同比减少 11%，库存周转天数同比-9 天至 95 天。预计 FY2025 收入+10%，其中 HOKA 达到 20% 增长，UGG 个位数增长。毛利率预计 53.5%。

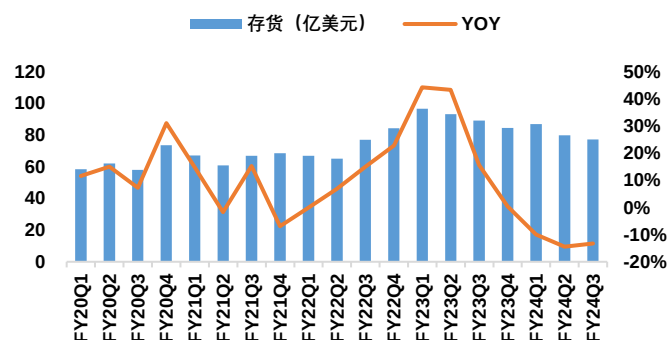
Lululemon: FY2024Q1 (2024.2-2024.4) 收入 22 亿美元（固定汇率+11%）。截至 2024 年 4 月末，Lululemon 库存规模同比减少 15%，周转天数 127 天（同比-33 天），库存周转效率持续改善。预计 FY2024Q2: 收入+9%-10%。FY24 全年收入+11%-12%，保持上季度末增长指引。

图 30: Nike 营收 (亿美元) 及 YOY



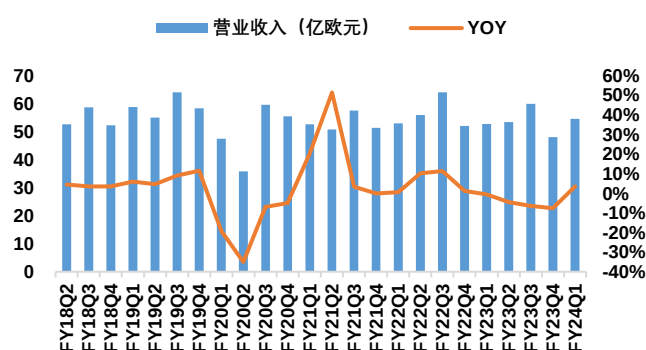
资料来源: wind、Nike 官网、招商证券

图 31: Nike 存货 (亿美元) 及 YOY



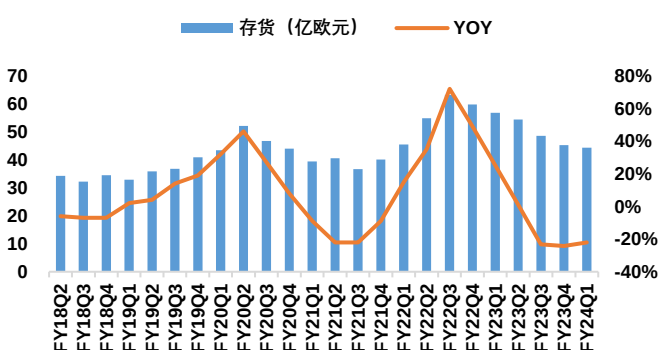
资料来源: wind、Nike 官网、招商证券

图 32: Adidas 营收 (亿欧元) 及 YOY



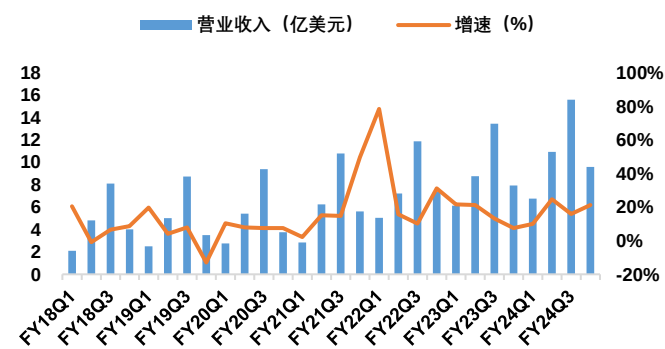
资料来源: wind、adidas 官网、招商证券

图 33: Adidas 存货 (亿欧元) 及 YOY



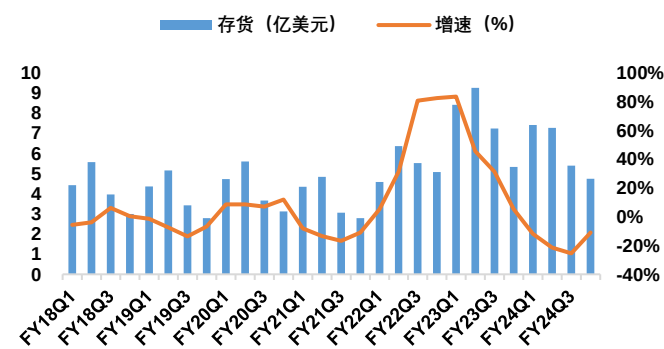
资料来源: wind、adidas 官网、招商证券

图 34: Deckers 营收 (亿美元) 及 YOY



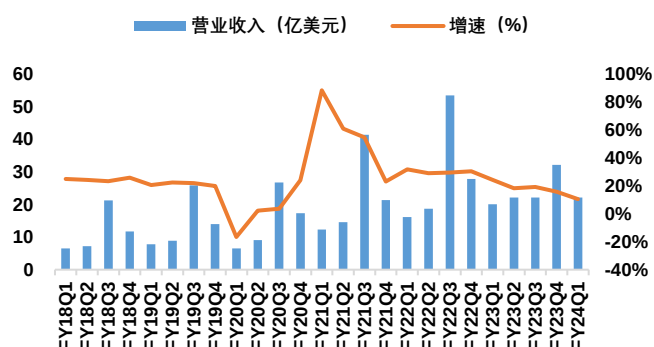
资料来源: wind、Deckers 官网、招商证券

图 35: Deckers 存货 (亿美元) 及 YOY



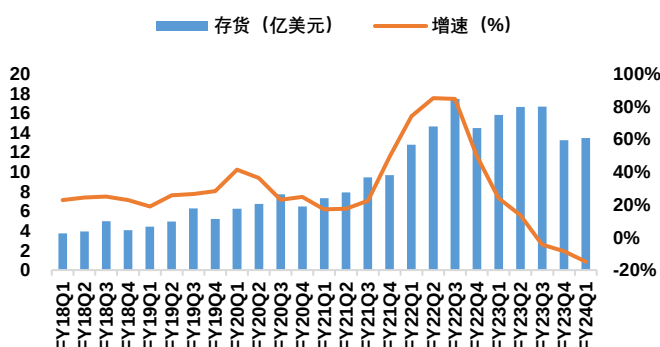
资料来源: wind、Deckers 官网、招商证券

图 36: Lululemon 营收 (亿美元) 及 YOY



资料来源: wind、Lululemon 官网、招商证券

图 37: Lululemon 存货 (亿美元) 及 YOY

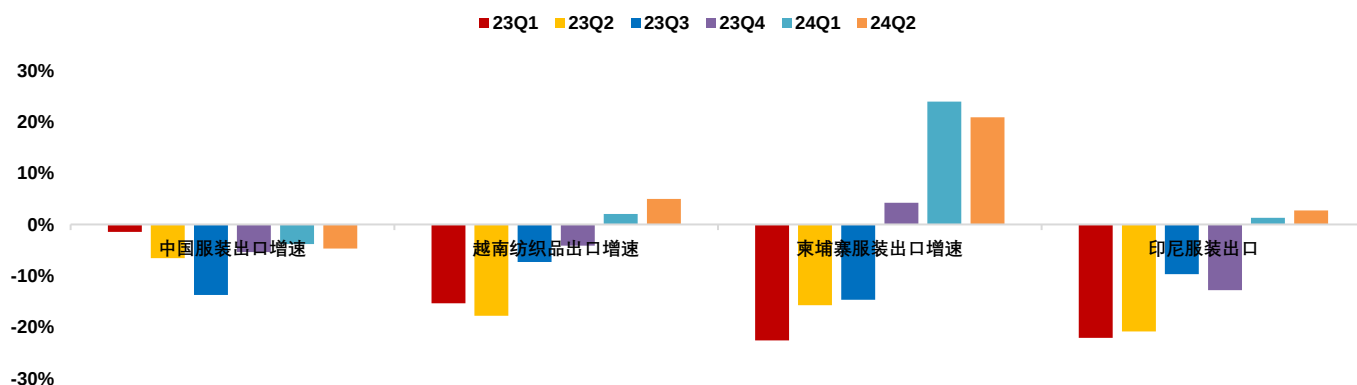


资料来源: wind、Lululemon 官网、招商证券

2、供给：东南亚纺织品出口增速回升，制造龙头海外扩产加速

纺织品及服装出口稳中向好：23H2 以来中国、越南、柬埔寨、印尼服装出口增速逐季回升。24 年 4-5 月越南纺织品出口同比+5%（24Q1+2%）；柬埔寨服装出口同比+21%（24Q1+24%）。

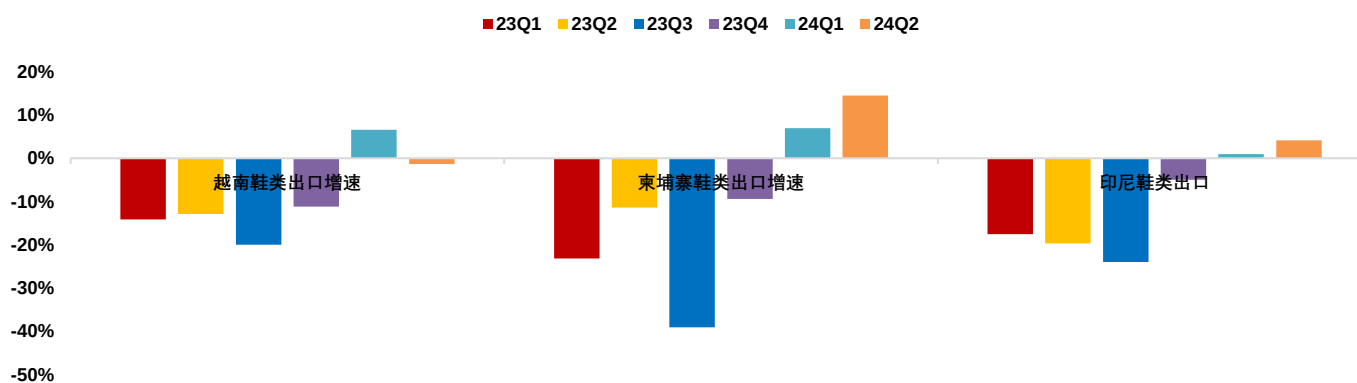
图 38：中国及东南亚服装及纺织品出口增速（%）



资料来源：wind、越南统计局、柬埔寨统计局、印尼统计局（注：24Q2 中国、越南、柬埔寨为 4-5 月，印尼为 4 月）、招商证券

东南亚鞋类出口增速回升。23H2 以来东南亚鞋类出口增速由负转正。24 年 4-5 月越南鞋类出口同比-1%（24Q1+7%），柬埔寨鞋类出口同比+14%（24Q1+7%）。

图 39：中国及东南亚鞋类出口增速（%）



资料来源：wind、越南统计局、柬埔寨统计局、印尼统计局（注：24Q2 越南、柬埔寨为 4-5 月，印尼为 4 月）、招商证券

制造龙头海外扩产加速。其中伟星越南工厂已经顺利投产，有望自 2025 年开始逐步放量。华利、申洲、裕元等鞋服制造公司持续拓展海外产能，其中华利越南及印尼工厂逐步投产，裕元预计产能增长个位数，申洲正在筹建柬埔寨、印尼新工厂，印尼工厂有望 25 年投产，持续提升海外接单能力。

表 2：纺织服装制造龙头加速海外扩产

公司	扩产地区	投产计划
伟星股份	越南、孟加拉	24 年越南工厂投产，25 年放量
华利集团	越南、印尼	24 年越南工厂及印尼工厂陆续投产
申洲国际	柬埔寨、印尼	25 年印尼工厂投产
裕元集团	柬埔寨、印尼、越南、孟加拉	24 年印尼和越南工厂放量，24-25 年孟加拉和柬埔寨工厂放量

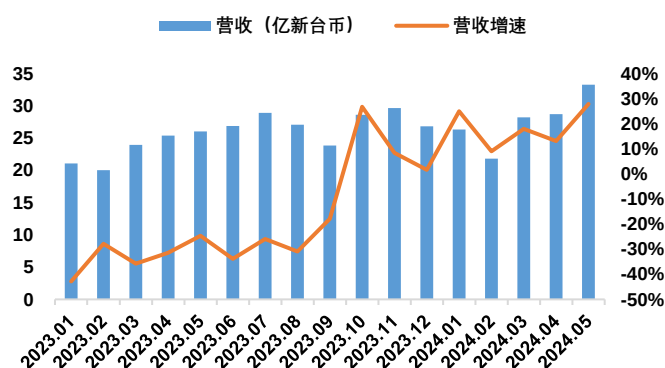
资料来源: wind、公司公告、招商证券

3、订单：纺织制造企业接单持续向好

(1) 服装：服装代工龙头企业月度订单稳中向好

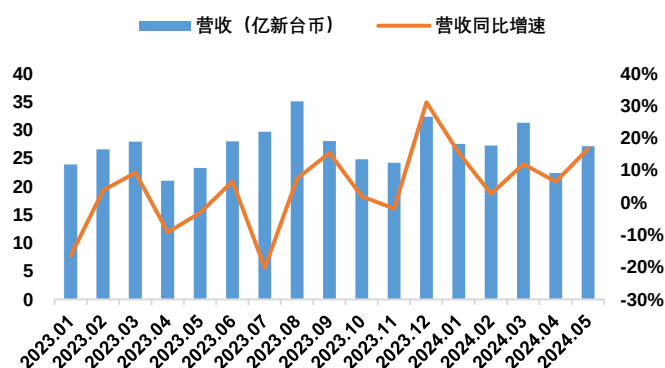
- **儒鸿（面料+运动成衣）**：1-5 月以来儒鸿月度营收增速持续提升，其中 5 月营收 33.2 亿新台币，同比+28%（4 月+13%，3 月+18%）。
- **聚阳（运动休闲服装）**：1-5 月以来月度营收稳中向好，二季度持续提速。其中 5 月营收 27.1 亿新台币，同比+17%（4 月+6%，3 月+12%）。

图 40：儒鸿营收（亿新台币）及增速



资料来源：儒鸿公告、招商证券

图 41：聚阳实业营收（亿新台币）及增速

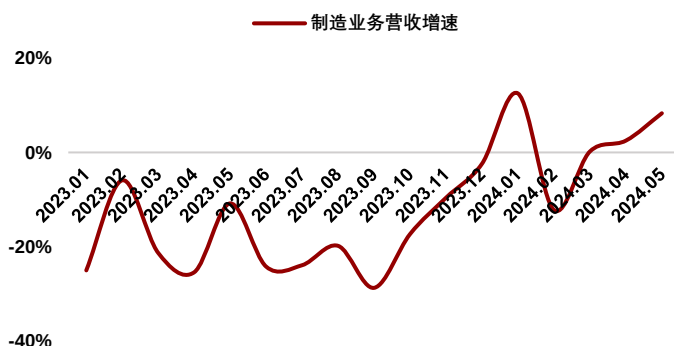


资料来源：聚阳实业公告、招商证券

(2) 鞋类：鞋类代工龙头企业订单增长提速

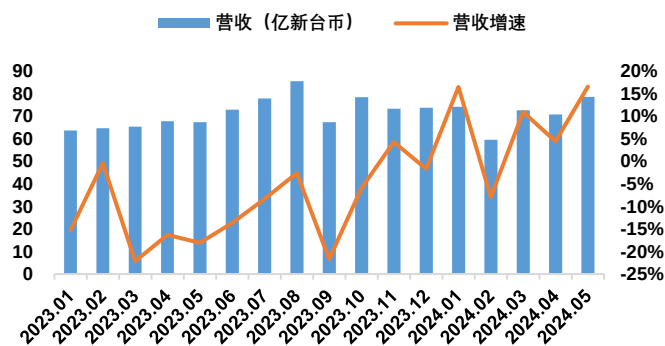
- **丰泰（运动鞋）**：年初以来增速稳步提升，其中 5 月营收 78.5 亿新台币，同比+17%（4 月+4%，3 月+11%）。
- **裕元（运动休闲鞋）**：2 月以来制造业务增速提升，其中 5 月制造业务营收增速 8%（4 月+2.5%。3 月+0.2%）。

图 42：裕元集团制造业务营收增速



资料来源：裕元集团公告、招商证券

图 43：丰泰企业营收（亿新台币）及增速

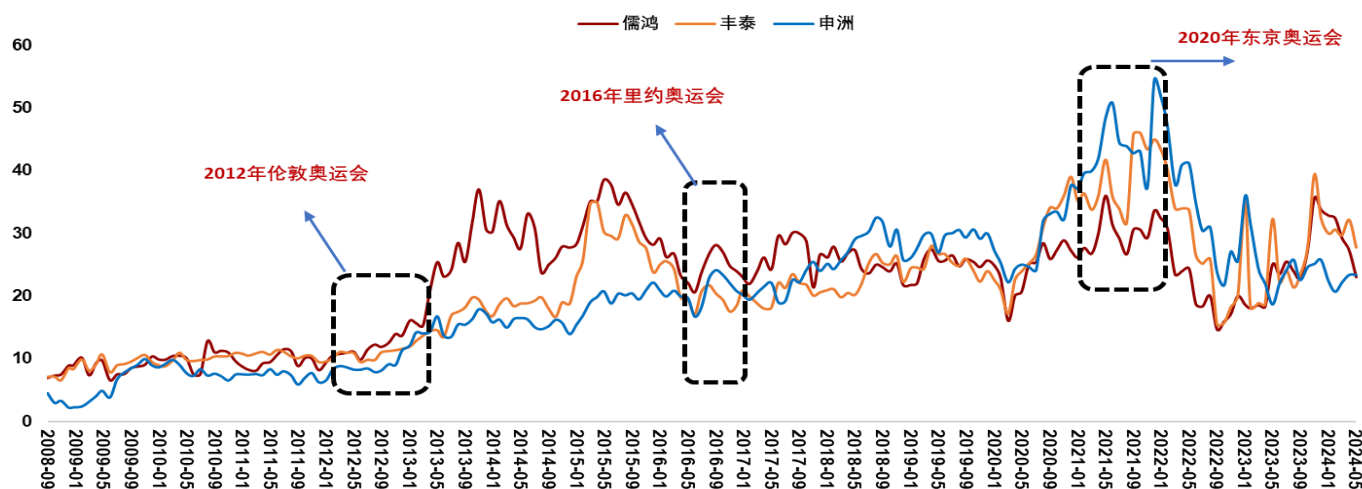


资料来源：丰泰企业公告、招商证券

4、趋势分析：奥运会提升需求，行业龙头业绩和估值有望修复

2024 年奥运会是推新品的美好时间窗口（参见第 13 页），从制造端估值表现分析，2012Q3、2016Q3、2021Q3 在奥运会前后，运动需求及景气度提升，带动制造龙头估值在未来 1-2 个季度提升 5-10X。2024 年 7 月奥运会前后，在运动品牌持续创新的推动下，制造龙头估值有望继续提升。

图 44：制造龙头估值分析



资料来源：wind、招商证券

5、重点标的推荐

（1）伟星股份：辅料龙头，全球化启动加速抢份额逻辑演绎

1、核心竞争力：

（1）具备前瞻战略眼光&强大执行力的核心高管团队是根本：企业发展之初制定大辅料战略不断突破单一品类成长天花板，协同发展提升客户黏性。经营过程中通过营销&生产基地国际化战略积极推进打破地域天花板。2014 年-2015 年国内辅料行业低迷之际率先进行数字化、信息化、智能化改造，追求经营质量不断提升。高管团队均为内部培养，5 次股权激励&高比例分红实现高管团队利益、公司利益、股东利益三方绑定，与公司稳健务实的企业文化相得益彰。

（2）定制化&服务模式：不同于竞争对手 YKK 以产定销的商业模式，伟星为以销定产，即为下游客户提供专业辅料销售人员进行采购指导、参与设计开发及需求下达给伟星的产品开发人员，订单下达后有专属跟单员对接生产过程中的订单调整需求。

（3）小批量多批次供货：千人销售团队对接上万家服装代工厂（直接结算客户），下单节奏包括月度和季度，补货需求不同，因此每笔订单的金额小至上万元，订单的种类和材质的要求繁杂。

（4）数字化和信息化水平高：伟星凭借高效的数字化系统（接单、排产、检验、出厂）能够应对客户多频次、小批量、多品种的订单需求。目前伟星交期 3-7 天，快速响应能力行业领先。

2、未来增长点：

(1) 产能投放：2022 年 7 月份越南开始建设，2024 年投产，2025 年开始逐步放量，未来 3 年越南计划产值 10 亿规模。目前海外市场 YKK 占比高达 40%，伟星占比仅为 5%，越南投产后伟星抢夺 YKK 市场份额逻辑有望加速演绎。

(2) 客户份额变化：伟星在 FILA、阿迪达斯、海澜之家等客户的采购份额进一步提升。

4、盈利预测：公司制定 2024 年收入增长 15%+计划。预计 2024-2026 年收入 45.3 亿元、52.1 亿元、59.5 亿元，同比增长 16%、15%、14%。归母净利润 6.6 亿元、7.8 亿元、8.9 亿元，同比增长 19%、17%、15%。当前市值对应 24PE23X、25PE19X，维持强烈推荐评级。

(2) 华利集团：运动鞋代工龙头，订单快速恢复&客户结构持续优化

1、核心竞争力：华利集团凭借完整的产业链、较强的技术开发能力&规模效益、优质的客户结构、完善的海外产能布局等优势，在当前品牌供应商集中度提升趋势下华利不断提升在客户内部分额；同时不断优化订单结构，拓展新客户提升市场份额。

(1) 客户结构优质：Nike、VF、Deckers、PUMA、UA 均为公司核心客户。前五大客户收入占比 83%+，公司目前已经是匡威最大供应商，并进入 Nike 品牌供应链，不断提升在 Nike 集团内部分额。未来在 HOKA、UA、ON 等运动品牌内部分额仍有较大提升空间。

(2) 前瞻海外布局能力强：95%产能主要布局在越南中北部，越南北部员工成本较南部低，同时出口至欧美地区关税较低。2017-2023 年公司产能从 1.4 亿双增加至 2.21 亿双，CAGR 为 8%。产能利用率维持在 85%以上。近几年持续拓展越南及印度尼西亚等东南亚地区产能。

2、未来增长点：

(1) 鞋履供应链集中度提升下不断提升客户内部分额：出于加强对供应商管控（品质、交期、生产环境、劳工待遇），以及降低成本提高管理效率目的，品牌巨头纷纷减少供应商数量，同时订单向头部优质供应商聚集。华利作为全球领先的鞋履供应商，在品质、交期等方面具备优势，在客户内部分额有望持续提升。

(2) 拓展新品类开拓新客户：近几年技术积累及员工熟练度均明显提升，公司从最初生产休闲鞋逐步向运动鞋转型，与 Nike 品牌、HOKA、ON running、亚瑟士合作规模持续扩大，有望提供业绩增量。

3、盈利预测：目前 Nike 及 Deckers 库存良性进入补库周期，奥运会召开有提升终端需求，加上华利集团客户及订单结构持续优化，业绩及估值将稳步修复。预计 2024-2026 年公司收入规模为 235.6 亿元、268.7 亿元、301.1 亿元，同比增速为 17%、14%、12%；归母净利润规模为 38.3 亿元、44.2 亿元、49.8 亿元，同比增速为 20%、15%、13%。当前市值对应 2024PE20.5X、2025PE18X，维持强烈推荐评级。

(3) 申洲国际：针织服装代工龙头，产能利用率回升增加利润弹性

1、核心竞争力：

(1) 优质管理层保驾护航: 纵观申洲发展历史, 公司管理层不断实施极富前瞻思维的发展战略为公司发展保驾护航。公司核心管理层主要从早期运营的宁波织造公司内部提拔, 董事长马建荣、总经理黄关林、副总经理陈岚、副总经理顾朝权、副总经理言德林、副总经理杨红辉均在公司任职超过 30 年。管理层制定多项正确且前瞻决策(高标准技术要求、拓展运动品类、海外产能加速拓展、注重企业文化等), 指导公司在多变的服装代工市场中击败竞争对手、熨平市场波动, 强化竞争力和增长动力

(2) 技术&设备响应市场需求: 自 2005 至今, 公司用于购置厂房、技术开发、设备更新的资本性支出占净利润的比例合计达 50%。陆续开发莱卡弹性面料、超细晴纶及超细涤纶的保暖面料、针织仿真面料、功能性运动面料、保健面料等多款面料, 产品开发壁垒较高。

(3) 自动化&智能化升级提升人效: 2005-2023 年间, 公司人均创收从 10.8 万元增加至 27.1 万元; 人均创利从 1.5 万元增加到 5.0 万元, CAGR 分别为 5%和 7%。2006-2023 年间, 公司人均成衣产量从 3369 件增加至 4564 件, CAGR 为 2%; 厂区员工密度从 415 人/万平米减少至 145 人/万平米, 累计减少 65%。

(4) 东南亚产能布局完善: 目前面料产能中国及越南各占 50%, 服装产能中国占比 47%, 柬埔寨占比 26%, 越南占比 27%。目前公司正在筹建柬埔寨、印尼新工厂, 其中印尼工厂有望 25 年投产。

(5) 客户结构优质: 1997 年公司与优衣库合作, 2005 年公司上市又与 Nike、Adidas 等国际运动品牌合作。公司前五大客户收入占比始终保持在 85%以上。当前 Nike、Adidas 和 PUMA 持续减少一些中小代工厂的合作, 强化头部供应商的合作份额, 申洲在核心客户内部采购份额持续提升(14-23 年申洲占 Nike、阿迪达斯、优衣库服装采购的比例均从高个位数增加到中双位数左右), 开发 Lululemon、李宁、安踏等国内外优质客户补充业绩增量。

2、未来增长点:

(1) 核心优质客户率先复苏: Nike 及优衣库进入补库周期, Adidas 库存消化及终端销售表现好于预期。

(2) 开发优质新客户: 开发 Lululemon、李宁、安踏等优质客户补充业绩增量。

(3) 自动化及智能化升级提升效率: 公司持续推荐国内外工厂自动化升级, 提升人均产出效率, 盈利能力稳中有升, 供应链集中度提升趋势下将获取更多份额。

3、盈利预测: 预计 2024-2026 年收入规模为 285.9 亿元、324.1 亿元、365.0 亿元, 同比增速为 14%、13%、13%。净利润规模分别为 53.9 亿元、62.1 亿元、70.0 亿元, 同比增速为 18%、15%、13%。当前市值对应 24PE20X, 25PE17X, 给予强烈推荐评级。

三、风险提示

- 1、内需不足的风险:** 消费力进一步下行, 对于可选时尚消费品的购买需求减弱, 但考虑到开店成本偏刚性, 会导致品牌端利润率下行。
- 2、库存积压的风险:** 国内品牌渠道库存压力较大, 如果库存问题进一步恶化, 会导致大量库存流向拼多多等渠道导致价格体系进一步下行。

- 3、**外需不足导致制造接单承压风险：**以美国和欧洲为主的海外地区经济走势仍存在不确定性，若下半年经济下行抑制需求，会导致国内制造端接单承压。
- 4、**制造端海外产能拓展及释放不及预期风险：**海外宏观环境波动较大，东南亚及非洲等地的资源丰富度、员工熟练度等均不如国内，产能拓展进度可能推迟，产能爬坡速度可能较慢。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。