

# 运动静待东风，制造优选龙头

## ——纺织制造&港股运动2025年投资策略

2024/12/05

行业评级：增持

姓名：刘佳昆（分析师）

邮箱：liujiakun029641@gtjas.com

电话：021-38038184

证书编号：S0880524040004

姓名：曹冬青（分析师）

邮箱：caodongqing026730@gtjas.com

电话：0755-23976666

证书编号：S0880524080001



## 投资要点（行业评级：增持）

01

### 投资建议

- ✓ **纺织制造**：看好核心客户景气度优异、核心客户困境反转、份额有望提升的龙头制造商，推荐华利集团、伟星股份、申洲国际、裕元集团、九兴控股、开润股份、新澳股份。
- ✓ **港股运动**：短期静待国内政策发力、经济改善下，运动板块释放高股价弹性；中长期持续看好国产品牌份额提升、品牌出海等。推荐标的安踏体育、李宁、Amer、特步国际、361度。

02

### 2024年回顾

- ✓ **纺织制造**：2024年伴随下游去库逐步结束，纺织制造订单持续恢复，中游表现优于上游。2024H2品牌方开始补库，但制造端订单已领先与品牌方补库实现恢复。
- ✓ **港股运动**：2024年至今国内服装消费弱复苏，运动标的流水整体承压，但结构性呈现弱K型复苏趋势，同时库存及折扣管控良好。Q4至今受益于国内政策发力及双十一战线拉长，国庆及双十一流水表现良好，期待Q4整体表现。

03

### 纺织制造展望

行业性补库受益结束，出口数据与终端消费挂钩，美国服装零售平稳增长。制造商订单主要取决于核心品牌客户情况，优选具备以下特点的龙头制造商：1) **核心客户困境反转**：Nike目前处于经营低谷，预计2025年有望实现困境反转，推荐Nike供应商申洲国际、九兴控股等。2) **份额有望提升**：推荐运动鞋制造龙头华利集团、辅料龙头伟星股份、毛纺纱线龙头新澳股份、箱包代工龙头开润股份等。3) **核心客户景气度优异**：当前阶段Adidas景气度行业领先，推荐核心相关供应商裕元集团等。

04

### 港股运动展望

展望2025年，运动品牌低预期、低估值，经济若转好，有望展现高股价弹性；同时持续看好户外子赛道维持高景气度。中长期来看，我们持续看好国产品牌提升份额，以及品牌出海打开增长天花板。

05

### 风险提示

终端消费不及预期，行业竞争加剧

# 目录 | CONTENTS

- 01 纺织制造：看好核心客户景气度优异、核心客户困境反转、份额有望提升的龙头制造商
- 02 港股运动：期待2025年基本面回暖，中长期看好高景气度
- 03 风险提示

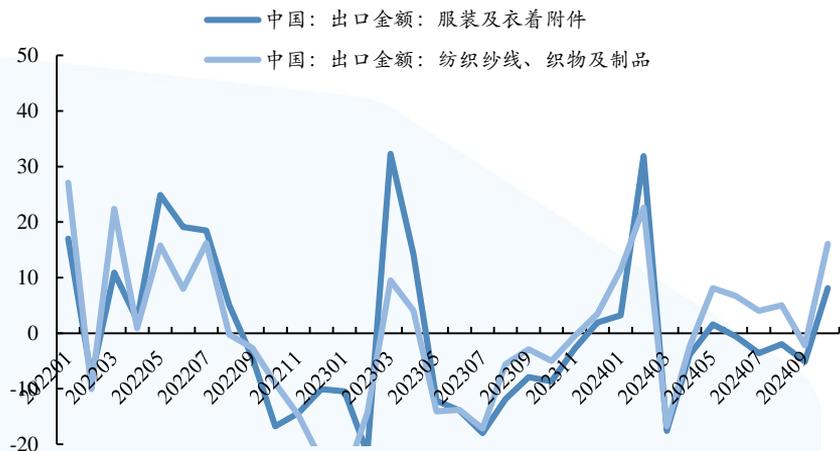
# 01

**纺织制造：看好核心客户景气度  
优异、核心客户困境反转、份额  
有望提升的龙头制造商**

# 1.1 2024年回顾：纺织服装出口改善显著

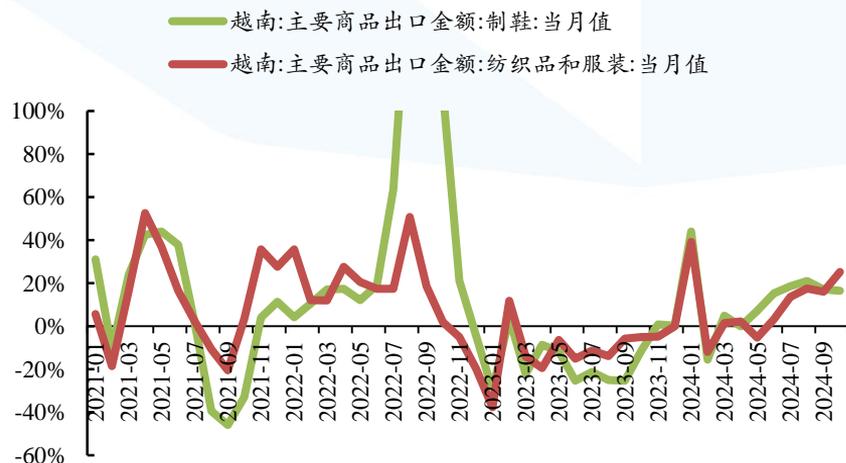
- ▣ **越南出口**：2024年Q1/2/3越南鞋履出口增速分别为+10.7%/+7.4%/+19.0%，纺织品和服装出口增速分别为+9.0%/+0.0%/+15.8%。10月鞋履/纺织服装出口增速分别为+17%/+25%，环比加速明显，呈现出较强恢复趋势。
- ▣ **中国出口**：2024年Q1/2/3我国纺织品出口增速分别为+0.1%/+2.7%/+1.5%，实现稳健恢复；服装出口增速分别为-3.8%/-3.6%/-4.6%，我们认为主要与全球服装纺织重心向东南亚转移有关。10月纺织品/服装出口增速分别为+16%/+8.1%，环比加速明显。

图：2024年10月我国纺织品/服装出口增速分别为+17%/+25%



资料来源：Wind，国泰君安证券研究（注：单位为百分比）

图：2024年10月越南鞋履/纺织服装出口增速分别为+17%/+25%



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

# 1.2 2024年回顾： 制造商收入利润高增， 中游景气度好于上游

□ 2024Q1-3板块整体收入利润表现优异。2022Q4开始伴随下游服装品牌去库，制造端订单逐步呈现出压力，该影响一直持续到2023年。2024H1伴随下游去库逐步结束，制造端上游及中游订单出现显著改善，Q3伴随基数提升及补库受益接近尾声，制造商订单环比Q2有所降速，但表现仍较为优异。Q1/Q2/Q3板块整体收入端增幅分别为+23.8%/+20.9%/+19.6%，利润端增速分别为38.9%/23.7%/+33.2%。

图：2024Q1-3制造整体收入增速维持较高水平

收入yoy		2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中游	中洲国际	16.5%	-1.1%		19.6%		13.7%		-14.9%		-3.5%		12.2%	
	华利集团	17.7%	-2.2%	11.4%	28.5%	23.3%	7.4%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	36.2%	26.8%	18.5%
	伟星股份	8.1%	7.7%	33.6%	17.4%	11.5%	-17.8%	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%	32.2%	19.3%
	开润股份	19.7%	13.3%	35.6%	31.3%	43.8%	-18.7%	21.0%	13.5%	-13.7%	41.4%	22.9%	12.8%	64.4%
上游	新澳股份	14.6%	12.4%	46.2%	9.2%	6.6%	11.5%	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.5%	8.4%	16.5%
	百隆东方	-10.1%	-1.1%	5.4%	-2.8%	7.8%	-43.1%	-24.8%	-12.8%	6.2%	44.4%	23.5%	24.3%	11.4%
	富春染织	11.5%	13.7%	44.0%	-4.5%	-2.0%	-11.1%	-0.2%	11.5%	22.6%	18.4%	13.5%	28.3%	19.3%
板块整体		12.4%	-2.8%	16.8%	16.8%	17.3%	-3.8%	-3.7%	-1.4%	0.1%	19.6%	23.8%	20.9%	19.6%

图：2024Q1-3制造整体利润增速维持较高水平

归母净利润yoy		2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中游	中洲国际	35.3%	-0.1%		6.3%		91.7%		-10.1%		10.7%		37.8%	
	华利集团	16.6%	-0.9%	12.4%	23.0%	25.1%	1.5%	-25.8%	6.7%	-5.9%	16.7%	63.7%	11.9%	16.1%
	伟星股份	9.0%	14.2%	45.1%	23.7%	23.2%	-163.6%	-17.7%	0.6%	10.6%	181.5%	45.2%	36.2%	-9.9%
	开润股份	-4.0%	146.5%	2.8%	-33.9%	-62.8%	-179.5%	-24.7%	1171.1%	128.2%	76.0%	103.0%	341.1%	57.5%
上游	新澳股份	30.7%	3.7%	47.4%	37.5%	14.2%	23.4%	21.2%	-2.1%	1.0%	2.2%	6.6%	3.4%	7.8%
	百隆东方	-19.8%	-102.7%	55.8%	35.0%	2.0%	-134.7%	-7.1%	-70.5%	不适用	不适用	-109.8%	-7.7%	不适用
	富春染织	-50.0%	-55.9%	-52.7%	46.4%	-65.8%	-67.4%	-33.1%	-78.1%	39.7%	42.5%	30.1%	164.3%	-19.5%
板块整体		12.2%	-7.8%	25.1%	26.9%	12.8%	-60.2%	-36.5%	-14.9%	-22.0%	46.7%	38.9%	25.7%	33.2%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：1、2022、2023年板块整体数据使用6家公司数据计算得到；2、板块整体季度数据使用除中洲国际外其余5家公司数据计算得到；2、中洲国际2022Q2/2022Q4数据分别为2022H1/2022H2数据，以此类推）

## 1.2 | 2024年回顾： 制造商收入利润高增， 中游景气度好于上游

- **上游：**Q3景气度环比Q2有所走弱，原材料价格普遍触底。H1受益于补库，收入利润高增，Q3行业整体景气度环比Q2边际减弱，此外在量价方面无明显统一的特点，如百隆Q3销量+8%，ASP+3%；新澳Q3羊毛纱线销量-5%/ASP+1%，羊绒纱线销量+33%/ASP-1%。原材料价格方面，棉花、羊毛等均呈现出触底迹象，但受限于终端需求尚为疲软，反弹时间待观察。Q3上游企业毛利率环比未出现改善，后续原材料价格上涨有望带来利润端弹性。
- **中游：**龙头受益于自身强 $\alpha$ ，增速维持高水平。1) 尽管伴随基数提升及补库受益接近尾声，Q3中游制造增速环比Q2也有所走弱，但增速仍能够维持在双位数左右的优异水平，主要受益于龙头制造商自身强 $\alpha$ 。2) 分量价来看，量增贡献为主，如华利集团Q3销量同比增长22%；伟星股份纽扣/拉链收入均增长双位数，主要由于量增驱动。毛利率方面，由于2024H1中游制造商产能利用率带动的毛利率修复均已经完成，因此Q3开始个体因素成为影响毛利率表现的首要原因。如伟星股份规模效应及产品结构改善带动毛利率同比改善2pct，华利集团越南盾升值导致毛利率环比略降0.9pct，但仍维持在27%的高水平。

图：2024Q1-3制造整体毛利率实现显著改善

毛利率		2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中游	申洲国际	20.8%	24.5%		23%		22%		22%		26%		29%	
	华利集团	23.1%	26.4%	25.6%	26.8%	25.1%	25.8%	23.5%	25.4%	26.5%	26.4%	28.4%	28.1%	27.0%
	伟星股份	35.2%	36.2%	37.9%	41.3%	41.4%	34.0%	37.7%	43.4%	42.2%	39.0%	37.9%	43.9%	44.3%
	开润股份	22.2%	19.1%	25.0%	21.6%	20.6%	19.6%	21.8%	21.6%	25.2%	28.7%	24.2%	23.7%	22.0%
上游	新澳股份	16.6%	16.7%	17.8%	19.9%	19.6%	17.2%	19.3%	21.1%	17.6%	15.6%	19.9%	21.5%	16.5%
	百隆东方	29.1%	27.2%	26.1%	29.2%	28.8%	21.8%	13.3%	16.3%	3.6%	2.8%	5.9%	13.5%	14.0%
	富春染织	18.3%	10.4%	14.6%	15.6%	10.0%	7.6%	11.6%	12.5%	10.7%	11.3%	11.8%	16.2%	12.3%
板块整体		22.9%	24.8%	25.3%	27.0%	25.6%	23.6%	21.4%	24.3%	21.9%	22.0%	22.8%	25.8%	24.1%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：1、2022、2023年板块整体数据使用6家公司数据计算得到；2、板块整体季度数据使用除申洲国际外其余5家公司数据计算得到；2、申洲国际2022Q2/2022Q4数据分别为2022H1/2022H2数据，以此类推）

# 1.3 现状：2024H2进入品牌补库周期，出口数据提前改善

- 市场认为，2024H1美国服装行业结束去库阶段进入补库周期；我们认为，美国服装行业目前处于被动去库阶段，尚未发生补库。
- ❑ 在划分四个库存周期阶段时，我们认为：补库与去库的核心区别在于库销比上升还是下降。若库销比提升则为补库，若库销比下降则为去库。库存yoy是否为正并不能区别补库和去库，例如2021年9-12月美国零售及批发商库存基本均同比增长，但销售增速更快，因此库销比下降，为被动去库阶段。
- ❑ 针对零售商，本轮库存周期中，库销比始终维持正常。从库销比来看，本轮库存周期中并未出现过高的情况，基本与2011-2014年的稳态持平，因此我们认为零售商在本轮库存周期中并未涉及到明显的累库与去库。
- ❑ 针对批发商，本轮库存周期发生主体，目前处于去库而非补库阶段。本轮被动补库阶段，库销比大幅攀升至2.9个月以上（2006年至今除疫情之外的最高峰）。2022年末主动去库至今，库销比持续下降，截至2024年7月约为2.14个月，因此我们认为批发商仍处于去库阶段（具体而言，考虑到销售yoy显著大于库存yoy，判断为被动去库），并未出现市场预期的补库（即库销比提升）。

图：拉长周期来看本轮库存周期中美国零售商库销比始终位于合理范围内

	2016	2017	2018	2019	2021	2022	2023	2024	图表
1月	2.5	2.42	2.45	2.48	2.18	2.24	2.25	2.27	
2月	2.43	2.46	2.41	2.48	2.3	2.22	2.32	2.27	
3月	2.49	2.46	2.47	2.43	1.87	2.18	2.36	2.3	
4月	2.5	2.43	2.44	2.42	1.91	2.23	2.36	2.29	
5月	2.49	2.46	2.34	2.44	1.87	2.31	2.36	2.27	
6月	2.47	2.45	2.41	2.42	1.8	2.35	2.34	2.28	
7月	2.5	2.45	2.37	2.4	1.85	2.38	2.32	2.29	
8月	2.43	2.44	2.42	2.4	1.91	2.39	2.3		
9月	2.44	2.44	2.43	2.42	1.92	2.3	2.35		
10月	2.44	2.44	2.41	2.41	1.96	2.31	2.35		
11月	2.49	2.42	2.39	2.41	1.96	2.34	2.31		
12月	2.44	2.45	2.46	2.31	2.12	2.38	2.26		

图：本轮库存周期中发生累库与去库的主体为美国批发商

	2016	2017	2018	2019	2021	2022	2023	2024	图表
1月	2.14	2.01	2.11	2.14	1.97	2.11	2.91	2.32	
2月	2.09	2.05	2	2.09	2.24	2.36	2.81	2.32	
3月	2.2	2.11	1.97	2.18	2.02	2.29	2.83	2.3	
4月	2.2	2.16	2.02	2.12	1.74	2.44	2.88	2.21	
5月	2.19	2.09	1.95	2.15	1.8	2.47	2.94	2.24	
6月	2.13	2.11	1.92	2.25	1.73	2.62	2.84	2.24	
7月	2.14	2	2	2.18	1.75	2.87	2.67	2.14	
8月	2.06	1.99	1.95	2.32	1.95	2.79	2.6	2.15	
9月	2.04	1.98	2.03	2.26	1.98	2.95	2.41		
10月	2.02	1.9	2.1	2.33	1.95	2.95	2.45		
11月	2.1	1.91	2.04	2.29	1.98	2.94	2.49		
12月	2.02	1.93	2.13	2.26	2.04	2.98	2.45		

# 1.3 现状：2024H2进入品牌补库周期，出口数据提前改善

➤ 既然没有补库，为什么2024H1主要制造国出口数据及头部纺织制造商订单增速表现亮眼？

□ 终端品牌的补库与上游订单转好并不同步，根据历史经验，出口数据改善领先于终端补库发生。2010年4月美国开始新的主动补库周期，而以越南为代表的国家纺织服装鞋履出口数据早于该时间在2009年12月转正，时差4个月；2021年6月美国开始新的主动补库周期，而以越南为代表的国家纺织服装鞋履出口数据早于该时间在2021年1月转正，时差5个月。我们分析主要原因：主动去库的阶段中，当库销比持续下降至接近合理水平、销售增速明显慢于库存增速时，品牌会考虑到从下单、生产到交付、到店存在接近半年的时间差，基于库销比即将恢复正常、终端销售逐步转好的预期，提前加大下单。

图：出口数据改善领先于终端补库发生



## 现状：2024H2进入品牌补库周期，出口数据提前改善

- 市场认为，2024H2美国服装行业补库结束；我们认为，2024H2开始美国服装行业将逐步进入主动补库阶段。
- ❑ 我们判断2024Q3末美国服装行业进入补库周期，持续时间半年到一年。参考历史经验，以越南为代表的国家纺织服装鞋履出口增速转正领先补库接近1-2个季度发生，主动补库持续时间通常为2-3个季度（第一轮主动补库为2010年4月至2011年1月，被动补库时间2011年2-7月，合计持续时间5个季度；第二轮主动补库为2021年6月至2021年12月，被动补库时间2022年1-10月，合计持续时间5个季度）。本轮库存周期中，越南纺织服装鞋履出口增速于2024年3月开始转正，我们估计美国服装行业于Q3末左右进入主动补库周期。考虑到目前美国服装销售增速较为平稳，且库销比绝对水平在历史上仍略偏高，预计主动补库周期的持续时间为2个季度，即持续到2025Q1末。

图：拉长周期来看本轮库存周期中美国零售商库销比始终位于合理范围内

阶段	发生时间			特点		
	第一轮	第二轮	第三轮	库销比	终端销售	销售Yoy-库存yoy
被动补库	2008/8-2009/2	2018/11-2020/1	2021/12-2022/8	提升	较弱	负
主动去库	2009/2-2009/12	2020/1-2021/4	2022/8-2024/3	下降	较弱	由负转正
被动去库	2009/12-2010/4	2021/4-2021/6	2024/3至今	下降	较强	显著为正
主动补库	2010/4-2011/1	2021/6-2021/12		提升	较强	由正转负

- 下游品牌主动补库阶段出口数据表现一定都很好吗？
- ❑ 出口受益于补库的时间与主动补库持续时间相等，预计到2024Q3末出口数据受益结束。本轮库存周期中，越南纺织服装鞋履出口增速于2024年3月开始转正，若主动补库周期的持续时间及出口受益时间均为2个季度，则我们判断到2024Q3末，出口受益结束，此后订单将更多取决于终端服装消费情况。2024年1-9月美国服装批发与零售商收入低单位数增长，预计未来延续平稳增长，出口数据趋势一致。

# 1.4 展望：看好核心客户景气度优异、核心客户困境反转、份额有望提升的龙头制造商

- 行业层面：2024H2进入品牌补库周期，出口数据已提前改善。**我们认为海外行业性补库（指库销环比提升）将于2024H2开始，并持续至2025Q1末左右。但根据历史经验，制造商订单改善领先于终端补库发生，越南纺服鞋出口增速已于2024年3月转正，预计其补库受益于2024Q3结束，后续出口增速与终端消费情况紧密挂钩。2024年1-9月美国服装批发与零售商收入低单位数增长，预计未来延续平稳增长，出口数据趋势一致。
- 个股层面：优选具备大客户强β、个体强α的龙头。**根据鞋服制造商Q3月度销售数据来看，各制造商因为绑定的核心品牌不同造成收入表现有所分化，我们认为当前制造端标的选择应优选三条主线：1) 核心客户景气度优异；2) 核心客户困境反转；3) 制造商份额提升。

图：2024年至今海外服装零售弱复苏



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图：鞋服制造商2024Q3收入表现有所分化

月份	同比上一年增速								
	鞋履制造商					服装制造商			
	丰泰 (新台币)	丰泰 (美元)	裕元制鞋业 (美元)	志强 (新台币)	钰齐 (新台币)	来亿 (新台币)	儒鸿 (新台币)	儒鸿 (美元)	聚阳 (新台币)
2024年1月	16%	13%	13%	6%	-13%	67%	25%	22%	15%
2024年2月	-8%	-11%	-12%	26%	-44%	43%	9%	5%	3%
2024年3月	11%	7%	0%	25%	-40%	16%	18%	14%	12%
2024Q1	6%	3%	-1%	19%	-47%	41%	17%	14%	10%
2024年4月	4%	-1%	3%	10%	-35%	20%	13%	7%	6%
2024年5月	7%	1%	3%	41%	-12%	50%	28%	21%	17%
2024年6月	1%	-4%	3%	39%	9%	18%	27%	21%	-2%
2024Q2	7%	2%	3%	28%	-14%	29%	23%	16%	7%
2024年7月	3%	-1%	22%	45%	-9%	37%	9%	4%	3%
2024年8月	-8%	-9%	21%	67%	13%	40%	37%	35%	17%
2024年9月	1%	2%	27%	26%	1%	40%	34%	34%	8%
2024Q3	-2%	-3%	21%	45%	2%	39%	26%	23%	13%
2024年10月	-10%	-9%	21%	62%	9%	19%	16%	16%	7%

资料来源：各公司官网，国泰君安证券研究

## 1.5 主线一：核心客户困境反转，关注Nike反转机会

- Nike短期收入仍承压，新CEO上任有望带领走出经营低谷。Nike最新财季FY2025Q1销售疲软导致库销比有所回升但仍在健康范围内，且收入降幅大于库存。预计FY2025Q2收入下降8-10%，撤回此前全财年收入增速指引。新CEO Elliott Hill于10月上任，后续我们预计将针对经销商合作、产品创新等方面做出改革，带动Nike走出经营低谷期。
- 相关制造商：综合考虑Nike收入占比及整体客户结构，我们认为与Nike最为相关的头部纺织制造企业为申洲国际。在积极、悲观两种情况2025年申洲国际的归母净利润分别为64/70亿，分别同比增长7%/17%。在两种情况下，我们认为分别给予2025年20X、12X估值，市值区间为770-1400亿，当前位置向下空间10%左右，向上弹性较大。

表：我们预计在积极/悲观两种情况2025年申洲国际的收入分别为+14%/+9%

	2021	2022	2023	2024E	2025E积极	2025E悲观
Nike	15%	22%	-11%	-5%	7%	-8%
优衣库	-18%	24%	3%	18%	13%	15%
Adidas	-2%	-1%	-24%	25%	15%	16%
Puma	30%	4%	-28%	6%	11%	11%
公司整体	4%	17%	-10%	12%	14%	9%
核心假设	/	/	/	/	Nike订单从2025H1开始转正，其余客户自身增速与彭博一致预期一致，申洲份额小幅提升	Nike 2025年自身收入降幅与2024年一致，且申洲份额未提升；多余产能由优衣库及Adidas订单补足

表：预计在积极/悲观两种情况2025年申洲国际的归母净利润分别为64/70亿

	2021	2022	2023	2024E	2025E积极	2025E悲观
归母净利润（亿元）	34	46	46	60	70	64
归母净利率	14.1%	16.4%	18.2%	21.5%	21.9%	21.0%

种类一：客户结构集中，在核心客户/新客户中具备提份额空间—华利集团

- 典型的例子为华利集团，华利在Nike鞋履供应链中目前的份额约为中高单位数，位居5-7名左右的位置，较第一梯队供应商仍有一定份额提升空间；此外华利近年新拓展较多客户，如与Adidas的合作尚处于初期阶段，后续仍有较大份额提升空间。预计25年归母净利润为38.7亿元，同比增长21%。假设伴随印尼产能投产、规模效应进一步释放，到2027年净利率小幅提升至16.4%左右的较高水平，预计2024-2027年净利润CAGR约为17%。

表：预计在Nike内部华利份额有望持续提升

	2021	2022	2023	2024E	2027E	2024-2027CAGR	假设依据
耐克品牌自身销量	6.24	6.74	6.74	6.25	7.4	6%	根据彭博一致预期，2025-2027年Nike品牌收入增速分别为3%/6%/8%，2024-2027年CAGR约为6%。考虑到Nike在最新的业绩会中提出一方面计划推出更多100美金以下产品，另一方面将加大创新鞋款开发，我们预计整体ASP有望维持相对稳定，假设销量增速与收入增速基本一致
华利份额	6.1%	7.0%	7.1%	8.8%	10.5%	/	目前华利在Nike内部为第六大鞋供应商，我们预计后续有望进一步抢占前五大鞋履供应商份额，逐步从中端运动鞋拓展至中高端运动鞋制作
华利Nike订单量	0.38	0.47	0.48	0.55	0.77	12%	

表：预计2024-2027年华利收入CAGR约为16%

	2021	2022	2023	2024E	2024-2027CAGR
Nike公司	35%	28%	-4%	10%	10%
Nike品牌	61%	57%	8%	14%	13%
匡威	16%	0%	-22%	1%	5%
Deckers	48%	5%	3%	14%	11%
VF	6%	6%	-31%	23%	3%
PUMA	18%	18%	-37%	-29%	7%
UA	36%	30%	-10%	14%	3%
其他品牌	0%	23%	100%	74%	38%
公司整体	25%	18%	-2%	21%	16%

### 种类二：客户结构分散，具备提份额逻辑—伟星股份

典型的例子为伟星股份，伟星具备强服务、强快反、强设计等优势，较国际龙头YKK更加契合目前品牌方的需求，预计有望持续抢占市场份额，尤其在越南工厂投产后，国际市场的接单能力有望显著增加。我们预计到2027年伟星股份的净利率提升至15.5%，净利润达到10.4亿元，2024-2027年收入、归母净利cagr分别为14%、16%。

表：预计2024-2027年伟星股份拉链收入CAGR约为16%

	2021A	2022A	2023A	2027E	2024-2027CAGR
拉链收入 (亿元)	18.4	20.1	21.4	41.2	/
yoy	38%	9%	7%	14%	16%
其中：					
国内收入 (亿元)	17.8	18.9	19.9	36.4	15%
孟加拉收入 (亿元)	0.5	1.1	1.5	3.5	20%
越南 (亿元)	/	/	/	1.3	129%

表：我们预计2024-2027年伟星股份纽扣收入CAGR约为9%

	2021A	2022A	2023A	2027E	2024-2027CAGR
纽扣 (亿元)	13.9	14.7	16.0	23.9	/
yoy	26%	6%	9%	9%	9%
其中：					
国内收入 (亿元)	13.6	14.0	15.1	20.5	0.1
孟加拉收入 (亿元)	0.3	0.7	0.9	1.8	0.2
越南	/	/	/	1.7	1.3

表：预计2024-2027年伟星股份中国市场拉链收入CAGR约为15%

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
中国中高端拉链市场 (亿元)	200	202	204	206	208
YKK收入 (亿元)	60	/	/	/	/
伟星收入 (亿元)	20	24	29	32	36
YKK市占率	30%	/	/	/	/
伟星市占率	10%	12%	14%	16%	18%

表：我们预计2024-2027年伟星股份归母净利CAGR约为15.5%

	2021A	2022A	2023A	2027E	2024-2027CAGR
拉链收入 (亿元)	18.4	20.1	21.4	41.2	16%
纽扣收入 (亿元)	13.9	14.7	16.0	23.9	9%
其他服装辅料收入 (亿元)	0.8	1.1	1.2	3.3	30%
其他业务收入 (亿元)	0.5	0.5	0.5	1.8	41%
合计	33.6	36.3	39.1	70.3	14%
归母净利 (亿元)	4.5	4.9	5.6	10.4	16%
归母净利率	13.4%	13.5%	14.3%	15.5%	/

## 1.7 主线三：核心客户景气度优异，当前阶段优选Adidas供应链

- 目前海外服装品牌中，Adidas经营景气度行业领先。2024年至今Adidas收入稳健增长，Q1/2/3收入增速分别为3%/9%/7%，在Q3季报中，公司在全市场、全渠道、全品类均实现了增长，运动时尚和运动表现实现了两位数的增长，经营景气度较高。针对2024全年，Adidas收入增速指引由中单增长依次上修至中高单增长、高单增长、10%增长，表现出公司对未来的预期伴随销售的超预期增长而稳步向上。库销比方面，尽管目前2.5个月左右的水平仍高于疫情之前，但是由于公司收入增速仍明显高于库存增速、且收入展望较为积极，我们认为目前库销比处于健康水平。
- 相关制造商：综合考虑Adidas收入占比及整体客户结构，我们认为与Adidas经营最为相关的制造商为裕元集团。我们预计在积极/中性/悲观三种情况2025年裕元集团的归母净利分别为4.7、4.8、4.9亿。

表：当前阶段Adidas经营景气度行业领先

公司	时间	最新收入指引	指引变动具体情况	相关供应商
Nike	FY2025：2024/6/1-2025/5/31	撤回	2024年3月预期FY25低单增长，2024年6月下调指引至中单下滑，2024年10月撤回指引	申洲国际（2024H2为第二大客户，收入占比约为25%）、华利集团（第一大客户，Nike公司整体收入占比约为40%，其中Nike品牌收入占比约为25%）、裕元集团（2023年收入占比约为40%）、九兴控股（第一大客户，2023年收入占比约为35%）、伟星股份、健盛集团、开润股份等
Adidas	FY2024：2024/1/1-2024/12/31	10%	2024年3月首次指引中单位数增长，4月上调指引至中单至高单位数增长，8月上调指引至高单位数增长，10月上修至10%增长	申洲国际（第三大客户，2023年收入占比约为24%）、华利集团（2024年新开拓客户，未来增长重点之一，预计2025年开始放量）、裕元集团（2023年收入占比约为20%）、伟星股份、健盛集团、开润股份等
Deckers	FY2025：2024/4/1-2025/3/31	10%	2024年5月首次指引+10%，7月维持指引	华利集团（第二大客户，2023年收入占比约为20%）、裕元集团等
VF	FY2025：2024/4/1-2025/3/31	无	2023年11月撤回FY2024指引，2024年2、5、8月仍不提供FY2024及FY2025指引	华利集团（2023年第三大客户，收入占比11%）等
Puma	FY2024：2024/1/1-2024/12/31	中单增长	2024年3月首次指引中单增长，5、8月均维持，预期Q3中单增长，Q4双位数增长	华利集团（2023年第四大客户，收入占比7%）、申洲国际（第四大客户，2023年收入占比10%）等
UA	FY2025：2024/4/1-2025/3/31	低双下滑	2024年5月首次指引增速低双位数下滑，2024年8月指引维持	华利集团（2023年第五大客户，收入占比6%）等
迅销	FY2025：2024/9/1-2025/8/31	+9.5%	2024年10月收入首次指引	申洲国际（2024H1为第一大客户，收入占比26%）、开润股份（嘉乐第一大客户，箱包代工业务客户）、晶苑国际（第一大客户，2023年收入占比30%+）、健盛集团等

## 1.8 投资建议：订单恢复无虞，龙头双击可期

行业性补库受益结束，出口数据与终端消费挂钩，美国服装零售平稳增长。制造商订单主要取决于核心品牌客户情况，我们认为应优选具备以下特点的龙头制造商：

- 1) 核心客户困境反转：Nike目前处于经营低谷，预计2025年有望实现困境反转，推荐Nike供应商申洲国际、九兴控股等。
- 2) 份额有望提升：推荐运动鞋制造龙头华利集团、辅料龙头伟星股份、毛纺纱线龙头新澳股份、箱包代工龙头开润股份等。
- 3) 核心客户景气度优异：当前阶段Adidas景气度行业领先，推荐核心相关供应商裕元集团等。

表：制造端公司盈利预测及估值表

代码	公司	货币	股价	EPS			PE			评级
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
2313.HK	申洲国际	HKD	59.35	3.88	4.38	4.91	15	14	12	增持
300979.SZ	华利集团	CNY	75.22	3.32	3.84	4.40	23	20	17	增持
002003.SZ	伟星股份	CNY	13.09	0.60	0.70	0.80	22	19	16	增持
603889.SH	新澳股份	CNY	7.06	0.59	0.66	0.76	12	11	9	增持
002674.SZ	兴业科技	CNY	10.03	0.64	0.84	1.01	16	12	10	增持
601339.SH	百隆东方	CNY	5.88	0.37	0.48	0.57	16	12	10	-
1836.HK	九兴控股	HKD	14.02	1.63	1.79	2.00	9	8	7	增持
2232.HK	晶苑国际	HKD	4.38	0.54	0.61	0.69	8	7	6	增持
6890.TW	来亿-KY	TWD	401.00	15.39	20.13	25.27	26	20	16	增持
9910.TW	丰泰企业	TWD	141.50	6.16	7.17	8.21	23	20	17	增持
0551.HK	裕元集团	HKD	17.40	2.09	2.20	2.42	8	8	7	增持
6768.TW	志强-KY	TWD	139.50	8.25	10.40	10.98	17	13	13	增持
9802.TW	钰齐-KY	TWD	106.00	9.38	11.24	13.93	11	9	8	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：股价为2024年12月3日收盘价）

# 02

## 港股运动：期待2025年基本面回暖，中长期看好高景气度

## 2.1 2024年回顾：运动品牌整体弱复苏，品牌分化延续

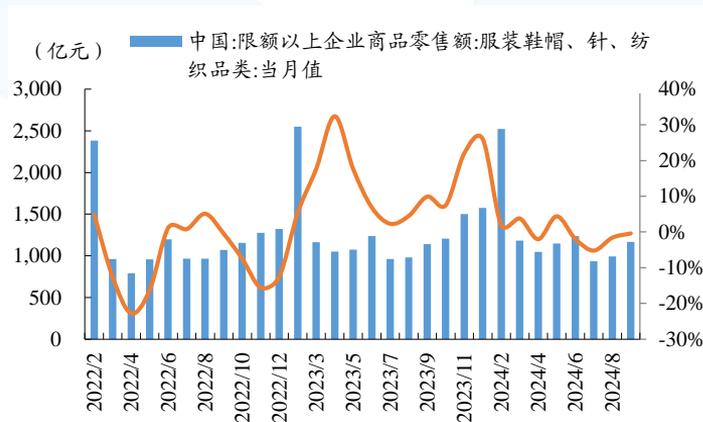
- 行业方面：**Q3国内服装零售延续疲软，增速环比Q2有所下降。2024Q1/2/3国内服装零售额分别同比+2.5%/+2.0%/+0.5%，Q4国内服装零售延续疲软趋势，增速环比Q2有所下降。分月份来看，7月受不利天气等因素影响，销售额降幅环比加深至同比下降5%；8、9月环比转好，销售额分别同比下降2%、下降0.4%。针对运动板块，整体表现仍好于服装行业整体，为服装品牌端景气度最高的子版块。
- 标的方面：**Q3流水大多符合预期。Q1、Q2仍有部分运动品牌通过符合消费趋势的产品及渠道策略实现超预期流水表现，但Q3终端消费环比进一步走弱，多数品牌实现符合预期的水表现，其中361度、特步及安踏牌实现正增，FILA潮牌及儿童的压力延续导致流水不及预期。

表：2024Q3 安踏牌流水超预期，其余均符合预期

	李宁	安踏	FILA	特步	361度 (成人线下)
2023 实际流水增速	正中单	正中单	正高单	20%	正低双
Q1 与预期相比	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期
2023 实际流水增速	正中双	正高单	正高双	正高双	正低双
Q2 与预期相比	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期
2023 实际流水增速	正中单	正高单	正低双	正高双	15%
Q3 与预期相比	低于预期	符合预期	符合预期	超预期	符合预期
2023 实际流水增速	20-25%	15-20%	25-30%	30%+	20%+
Q4 与预期相比	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期
2024 实际流水增速	正低单	正中单	正高单	正高单	正高双
Q1 与预期相比	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	超预期
2024 实际流水增速	负低单	正高单	正中单	10%	10-15%
Q2 与预期相比	符合预期	高于预期	低于预期	符合预期	超预期
2024 实际流水增速	负中单	正中单	负低单	正中单	10%
Q3 与预期相比	符合预期	符合预期	低于预期	符合预期	符合预期

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图：2024年至今国内服装零售整体弱复苏



数据来源：ifind，国泰君安证券研究

## 2.1 | 2024年回顾：运动品牌整体弱复苏，品牌分化延续

从2024年来看运动板块整体呈现三大特点：

□ **流水端：K型分化延续，但超额增速有所减小。**2023年，我们认为对未来收入预期的波动使得不同人群购买力及消费意愿差距进一步放大，高端消费更加坚挺，大众消费更加理智，呈现可以买贵的、不能买贵的特点，运动品牌消费也呈现出明显的K型分化趋势。2024Q1-3尽管K型分化趋势仍在延续、高性价比及高端品牌仍普遍享有高于大众消费的增速，但K型两端品牌受益程度有所减弱，同样不可避免的受到整体消费大环境的负面影响，如361度成人线下流水增速由2023年的双位数以上降至2024Q3的10%（另与品牌自身规模变大也有关系）。

表：2024Q3 K型分化延续但超额增速有所减小

	品牌	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
高端品牌	迪桑特	70%+	67%	40-45%	50-55%	50-55%	35-40%	35-40%
	可隆	约100%	100%	65-70%	65-70%	65-70%	60%	65-70%
	FILA	正高单	正高双	正低双	25-30%	正高单	正中单	负低单
性价比品牌	特步	20%	正高双	正高双	30%+	正高单	正低单	正中双
	361度（成人线下）	正低双	正低双	15%	20%+	正高双	10%	10%
大众品牌	安踏	正中单	正高单	正高单	15-20%	正中单	正高单	正中单
	李宁	正中单	正中双	正中单	20-25%	正低单	负低单	负中单
	国内服装零售增速	9.0%	14.2%	2.8%	14.3%	2.5%	2.0%	0.5%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2.1 2024年回顾：运动品牌整体弱复苏，品牌分化延续

从2024年来看运动板块整体呈现三大特点：

□ 渠道端：线下客流普遍下降，线上销售优于线下。相比于2023H1疫情放开后线下客流恢复，2024Q1-3整体消费疲软的背景下，线下零售呈现出明显的客流下降的特点，而线上渠道较多的性价比产品更加契合大部分消费者需求，由此导致2024Q1-3大部分运动品牌线上销售增速明显高于线下，如Q2李宁线下流水下降高单位数，线上流水增长中单位数等。针对线下渠道，奥莱门店表现普遍优于正价店，理性消费趋势显著。

图：2024H1运动板块整体线上表现优于线下

公司	渠道	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024Q3
安踏体育	线上	/	/	/	51%	53%	30%	11%	25%	主品牌20%+
	线下	/	/	/	-6%	34%	0%	19%	9%	/
李宁	线上	46%	33%	41%	30%	58%	17%	1%	11%	正中单
	线下	5%	15%	30%	-3%	56%	13%	9%	0%	负高单
特步	线上	/	/	/	/	/	/	/	20%+	正高双
	线下	/	/	/	/	/	/	/	/	略增
361度	线上	/	87%	24%	-14%	55%	37%	38%	16%	20-25%
	线下	/	-7%	6%	-8%	8%	12%	16%	20%	10%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：2024Q3为流水增速，其余为公司口径收入增速）

## 2.1 | 2024年回顾：运动品牌整体弱复苏，品牌分化延续

从2024年来看运动板块整体呈现三大特点：

- **库存&折扣：维持健康。** 尽管终端消费较为疲软，但品牌普遍并未选择通过加深折扣的方式促进流水增长。2024Q3特步、361度、FILA、安踏线下折扣基本同比持平，安踏线上、李宁线上折扣同比改善，李宁线下折扣同比略有加深，但我们认为并非促进销售的目的，主要目的为维持库销比在健康水平。截至Q3，各品牌库销比整体仍维持在合理水平。

表：2024Q3运动品牌折扣大部分维持或改善

品牌	2023A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安踏	同比加深	环比改善（线下改善2pct），同比改善	环比Q1改善，同比22Q2略高一点点	72折	线下折扣qoq稳定；线上环比加深1ppt，yoy改善	线上折扣改善，综合折扣75-80折	线上同比改善2pct	线上折扣改善，线下同比持平
FILA	同比改善2pct	折扣环比、同比均有所好转（环比口径下好转趋势较明显）	同比环比均有所改善	线下76折，线上6折	环比改善	线上/下折扣分别改善3/1pct	线上同比持平	维持健康，线上/下没有加深折扣
李宁（线下）	全年线下折扣略改善，其中直营改善LSD	加深中单位数	折扣同比虽略有加深，同比低个位数改善，Q1加深中单位数，Q2明显回升至7折，同比、环比均得到改善	批发和直营折扣同比均改善，直营折扣同比改善幅度要优于批发	整体零售折扣略有改善 平均折扣加深低单位数	同比改善低个位数	约7折，基本持平	线下同比加深低单位数，电商同比改善低单位数
特步	\	7-75折	约75折	7-75折	约7折	7-75折	约75折	约75折
361度	\	7-72折	7-71折	约7折	约72折	约7折	约71折	约71折

表：2024年至今运动品牌库存水平维持健康

品牌	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安踏	5个月	5个月	5个月+	6个月+	<5个月	<5个月	<5个月，环比持平	<5个月，环比改善	<5个月，环比改善	<5个月	<5个月
FILA	6-7个月	7个月	7-8个月	7个月+	<5个月	<5个月	~5个月	环比改善	<5个月，环比改善	<5个月	5个月
李宁	4个月	3.6个月	4个月+	4.2个月	4-4.5个月	3.8个月	接近5个月	3.6个月	4-4.5个月	3.9个月	5个月
特步	4个月	4.5个月	4.5-5个月	5.5个月	<5个月	<5个月	4.5-5个月	4-4.5个月	4-4.5个月	4个月	4个月

数据来源：Wind，各公司业绩交流会，国泰君安证券研究

## 2.2 短期展望：国庆及双十一表现较好，期待2024Q4销售表现

□ 短期：国庆及双十一表现较好，叠加春节提前，期待2024Q4销售表现

- 1) 安踏体育：国庆期间销售表现超预期，安踏及FILA表现均优于行业。双十一期间天猫运动户外行业中，FILA维持在第二名，安踏由第三名后退至第五名，迪桑特由第12名前进至第9名。
- 2) 李宁：国庆各个渠道流水环比恢复，线下同比增长单位数，电商同比增长30-40%。双十一期间天猫运动户外行业中位列第四名，较2023年前进一名。
- 3) 特步国际：国庆假期期间流水表现亮眼，双十一期间天猫运动户外行业中位列第14名。
- 4) 361度：国庆期间线下流水同比增长20%以上，线上流水同比增长约30%。双十一期间大装同比实现50%以上增长，童装实现翻倍以上增长（统计口径为2023/10/31至11-11，2024/10/14至11-11）

图：2024年天猫运动户外品牌销售榜单



图：2023年天猫运动、户外品牌销售榜单



## 2.3 | 2025年展望：期待经济改善下运动板块高弹性，持续看好户外高景气

### 主线一：期待经济改善下运动板块高弹性

□ 政策刺激陆续加码，若2025年经济改善、消费回暖，运动板块股价弹性位居纺服赛道之首。虽然2024Q1-3国内服装零售承压，但是Q4至今国内政策陆续加码。通过复盘2020、2022年两轮服装行业周期可以发现，在板块整体受益于经济复苏而反弹时，运动为反弹幅度最大的子版块。展望2025年，如果政策刺激下经济边际改善、消费逐步回暖，叠加运动品牌库存均处于较低水平，运动标的的基本面及股价弹性均有望领先。

表：2020年周期中反弹幅度休闲服饰>运动>女装>家纺>男装

类别	标的	开始时间	结束时间	持续时间	股价变动幅度	平均值
运动	李宁	2020/3/18	2020/12/31	288	228%	130%
	安踏体育	2020/3/19	2020/12/30	286	171%	
	特步国际	2020/3/19	2020/12/30	286	92%	
	361度	2020/6/12	2020/7/15	33	29%	
经销商	滔搏	2020/3/19	2020/11/18	244	79%	79%
羽绒服	波司登	2020/3/19	2020/12/31	287	151%	151%
家纺	富安娜	2020/3/23	2020/11/9	231	44%	55%
	罗莱生活	2020/3/18	2020/11/3	230	77%	
	水星家纺	2020/3/23	2020/7/9	108	43%	
男装	报喜鸟	2020/4/29	2020/10/16	170	37%	45%
	比音勒芬	2020/3/23	2020/7/14	113	89%	
	海澜之家	2020/6/29	2020/10/15	108	36%	
	七匹狼	2020/5/25	2020/7/21	57	31%	
	九牧王	2020/6/29	2020/11/24	148	57%	
	乔治白	2020/4/28	2020/11/19	205	32%	
	雅戈尔	2020/6/29	2020/8/31	63	29%	
休闲服	太平鸟	2020/5/12	2020/11/2	174	218%	143%
	森马服饰	2020/3/23	2020/12/31	283	68%	
女装	歌力思	2020/4/28	2020/10/26	181	78%	67%
	锦泓集团	2020/4/28	2020/8/12	106	56%	

表：2022年周期中上涨幅度运动>休闲服饰>男装>女装>家纺

类别	标的	开始时间	结束时间	持续时间	股价变动幅度	平均值
运动	李宁	2022/5/25	2022/7/7	43	47%	49%
	安踏体育	2022/5/26	2022/7/8	43	27%	
	特步国际	2022/3/15	2022/7/8	115	84%	
	361度	2022/3/15	2022/6/28	105	39%	
经销商	滔搏	2022/4/26	2022/7/8	73	31%	31%
羽绒服	波司登	2022/3/15	2022/7/7	114	63%	63%
家纺	富安娜	2022/3/15	2022/7/1	108	17%	15%
	罗莱生活	2022/5/24	2022/7/1	38	13%	
	水星家纺	2022/3/15	2022/5/13	59	14%	
男装	报喜鸟	2022/4/28	2022/7/5	68	37%	21%
	比音勒芬	2022/4/28	2022/5/31	33	20%	
	海澜之家	2022/4/27	2022/7/4	68	14%	
	七匹狼	2022/4/28	2022/7/8	71	13%	
	九牧王	2022/4/26	2022/7/7	72	22%	
	乔治白	2022/4/28	2022/8/23	117	24%	
	雅戈尔	2022/3/15	2022/5/5	51	19%	
休闲服	太平鸟	2022/4/28	2022/7/5	68	35%	23%
	森马服饰	2022/5/24	2022/7/1	38	11%	
女装	歌力思	2022/5/24	2022/7/4	41	7%	18%
	欣贺股份	2022/4/28	2022/8/1	95	29%	

## 2.3 | 2025年展望：期待经济改善下运动板块高弹性，持续看好户外高景气

### 主线一：期待经济改善下运动板块高弹性

目前港股运动标的估值、预期均处于底部，顺周期标的具备弹性。目前李宁、安踏体育、特步国际、361度剔除净现金后对应PE分别为6X、13X、8X、2X，估值处于历史底部。同时在基本面预期方面，2024年至今，市场对于各港股运动标的的2025年归母净利润预期出现下修，其中李宁、特步国际、361度分别下降35%、下降12%、下降1%，仅安踏体育得益于Amer扭亏且不断上修自身指引等因素，实现2025年归母净利润预期上修2%。

表：剔除净现金后运动标的的估值普遍较低

单位：亿元人民币	市值	净现金	市值剔除净现金后对应PE
2331.H K 李宁	382	176	6
2020.H K 安踏体育	2249	478	13
1368.H K 特步国际	140	38	8
1361.H K 361度	77	50	2

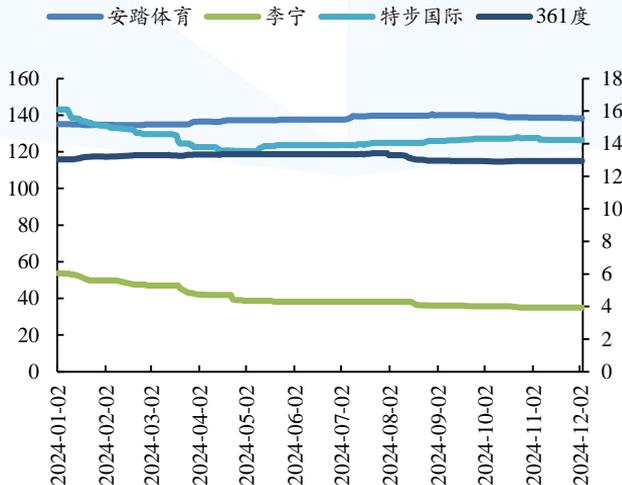
数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：净现金截止至2024年中报，市值截止至2024年12月2日）

图：目前港股运动标的PE处于历史低位



数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：图为PE-TTM）

图：目前港股运动标的基本面预期处于低位



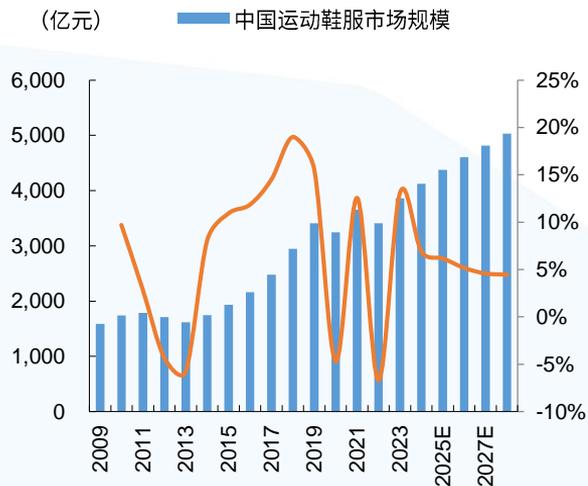
数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：图为Wind 2025年归母净利润一致预期）

## 2.3 | 2025年展望：期待经济改善下运动板块高弹性，持续看好户外高景气

### 主线二：持续看好户外赛道高景气度

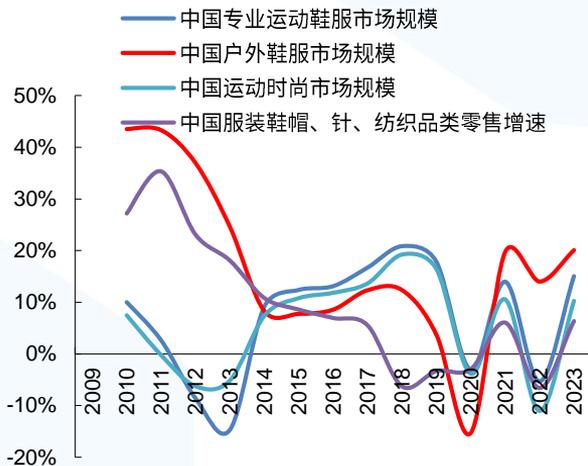
□ 行业：户外赛道增速有望持续领跑运动行业。国内运动行业进入总量平稳增长、结构性机会涌现的新发展阶段。根据欧睿国际预测，2023-2028年国内运动鞋服行业cagr约为6%，增长中枢下降，消费者需求趋向于细分化，推动细分赛道运动品牌的成长。2021-2023年户外运动子赛道呈现出明显高于运动行业整体的高景气度，我们预计未来五年户外鞋服行业cagr有望维持中双位数，看好户外品牌发展。

图：预计2023-2028年中国运动鞋服行业CAGR约5.5%



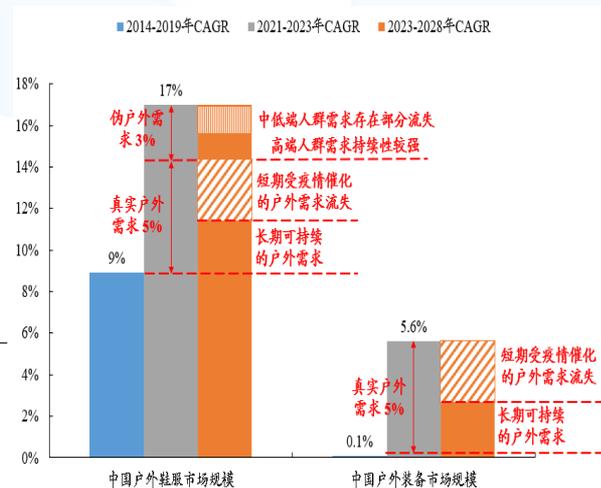
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图：2021-23年户外鞋服增速明显高于专业运动鞋服市场



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图：我们预计中性情况下国内户外鞋服行业2023-2028年CAGR约为14%



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

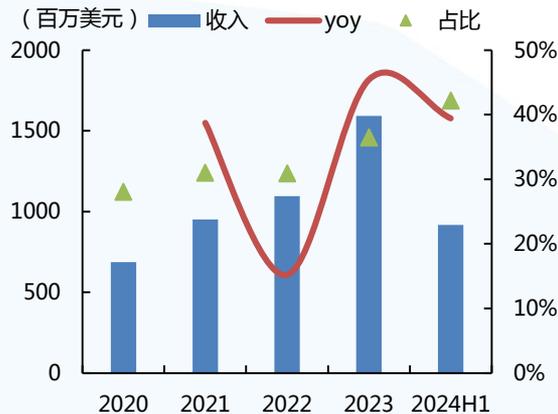
## 2.3 | 2025年展望：期待经济改善下运动板块高弹性，持续看好户外高景气

主线二：持续看好户外赛道高景气度

▣ 标的：Amer为户外赛道风向标，始祖鸟驱动持续高增，与Deckers对标仍处于低估状态。

- Amer为全球户外用品龙头，核心品牌为始祖鸟、Salomon、Wilson，其中以始祖鸟为部门主要品牌的技术服装分部占比从2020年的28%提升至2024H1的42%，收入增速同样领先，2024H1同比+39.4%，带动公司快速发展。始祖鸟高增主要得益于：1) 自身产品力积累，主要体现在对于产品各方面户外功能属性的极致追求，在耐用性、防水防风性、轻量化方面不断精进。2) Gorpcore风靡全球，伪户外需求产生（即将户外产品穿着在非户外场景）；3) 通过营销等破圈至泛户外群体。
- 考虑到Amer 2024年才实现扭亏为盈，我们采用EV/EBITDA法将其与同样采用多品牌矩阵、近年来高增的Deckers集团对标，目前Amer仍处于低估状态，2025年对标Deckers仍有30%左右空间。

图：技术服装分部为Amer增长主要驱动力



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图：始祖鸟通过多方位举措破圈至泛户外人群

方面	具体举措
营销	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过户外社群活动的密集举办，强化夯实品牌高端专业户外品牌形象</li> <li>通过邀请代言人、自媒体营销等，立足专业人群向泛运动爱好者破圈</li> </ul>
渠道	<ul style="list-style-type: none"> <li>将门店作为展示品牌形象、宣扬品牌文化的重要载体，追求更大面积、更好形象、更低楼层</li> <li>转型直营，以更好把控门店运营</li> </ul>
产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>配合Gorpcore风潮及目标客户的拓展，推出覆盖都市生活、商务市场等多场景的产品系列</li> </ul>



数据来源：国泰君安证券研究

图：Amer对标Deckers估值仍存空间

	PE		EV/EBITDA		EV/Sales	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Deckers	36.49	31.87	26.68	23.64	6.07	5.47
Amer	60.07	38.49	20.06	16.51	3.06	2.68

数据来源：彭博，国泰君安证券研究

## 2025年展望：期待经济改善下运动板块高弹性，持续看好户外高景气

看好：1) 专业户外品牌中，满足伪户外需求的高端品牌及产品力突出的中端品牌，如迪桑特、始祖鸟、可隆等；2) 泛户外品牌中，羽绒服品牌及质价比突出的运动品牌，如波司登、李宁、安踏等。

具体来看天猫渠道户外鞋服行业竞争格局，呈现以下几个特点：

- ✓ 户外鞋服行业整体：2017-2019年集中度下降，2020-2023年集中度提升。
- ✓ 专业户外品牌：2020-2023年集中度提升主要得益于传统户外品牌升级及新兴户外品牌加速发展。
- ✓ 泛户外品牌：2020-2023年集中度提升主要体现出泛户外品牌对于户外赛道布局的重视程度提升。

### ■ 专业户外品牌：高端品牌自发迎合伪户外需求，中端品牌产品力是竞争关键

- 1) 高端品牌：据欧美品牌经验，专注真户外需求的品牌天花板有限，高端专业户外品牌需通过满足伪户外需求来打开天花板。
- 2) 中端品牌：市场进入壁垒低，参与者多，消费者通常真/伪户外需求并存，产品力为品牌竞争关键，需兼顾产品功能性、时尚性与性价比。

### ■ 泛户外品牌：运动类进入难度小，羽绒服类销售增量

- 1) 行业层面：户外系列为泛户外品牌带来销售增量，同时也为原品类带来转移效应、溢出效应。据测算，户外系列能够为泛户外品牌带来净销售增量。
- 2) 品牌层面：从客群重叠度、品类相似度、户外需求满足度三个维度看：①运动品牌进入户外领域难度小，但销售净增量因品牌而异；②羽绒服品牌进入户外领域难度适中，销售净增量较大；③男女装品牌进入户外领域难度大，销售净增量较大。

表：2020-2023年天猫平台户外服饰CR50由40.2%提升至64.0%

单位：%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CR50	41.3	40.7	38.7	39.2	40.2	54.3	64.0
同比变动		-0.6	-2.0	0.5	1.0	14.1	9.7

其中：

#### 1) 专业户外品牌

专业户外品牌合计数量	33	39	44	44	32	44	34
专业户外品牌合计市占率	35.8	32.9	30.3	29.7	30.8	43.4	53.5
同比变动	/	-2.9	-2.6	-0.6	1.1	12.6	10.1
平均市占率	1.1	0.8	0.7	0.7	1.0	1.0	1.6
同比变动	/	-0.2	-0.2	0.0	0.3	0.0	0.6

#### 2) 泛户外品牌

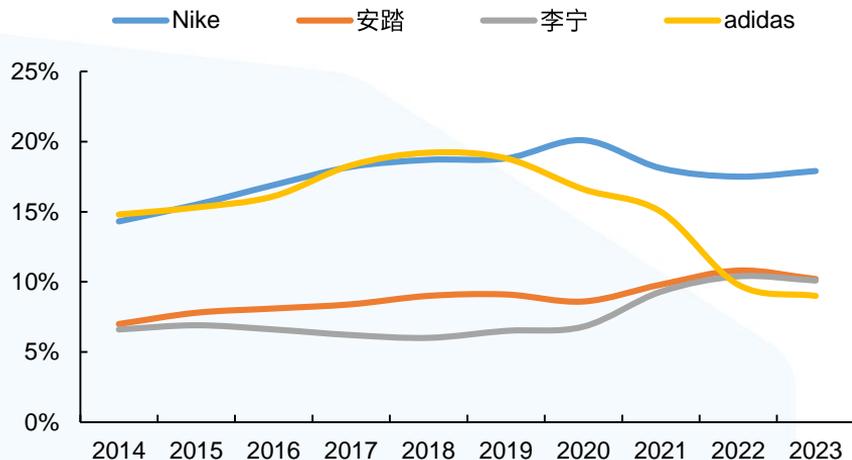
泛户外品牌合计数量	17	15	23	32	21	26	18
泛户外品牌合计市占率	5.5	7.8	8.4	9.5	9.4	10.9	10.5
同比变动	/	2.3	0.6	1.1	-0.1	1.5	-0.4
平均市占率	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6
同比变动	/	0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.2

数据来源：久谦，国泰君安证券研究（注：表中数据为久谦天猫渠道“户外服饰”品类分品牌市占率统计）

## 2.4 长期展望：看好国产品牌份额持续提升、品牌出海打开增长天花板

- 看好国产品牌份额持续提升。截至2023年Nike、安踏、李宁、阿迪的在国内运动服市场的份额分别为17.9%/10.2%/10.1%/9.0%，2020-2023年分别提升-2.2pct/1.6pct/3.3pct/-7.6pct，2021年新疆棉事件后国产品牌份额加速提升，目前国产品牌产品力比肩国际品牌，且渠道运营能力强，叠加国人爱国情怀，未来份额有望持续提升。
- 期待品牌出海打开增长天花板。近年来运动品牌愈发重视品牌出海，如安踏体育通过Amer布局全球市场，并且已成立东南亚国际事业部，东南亚专卖店数量从2022年132家扩张到2023年220家左右，未来五年希望达到15亿美金的流水目标，此外2024年安踏凭借欧文系列，首次登陆美国市场。

图：自2021年起安踏、李宁等国产品牌份额持续提升



资料来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图：安踏体育实施全球化战略



资料来源：公司官网

## 投资建议：期待2025年政策刺激下基本面互暖，中长期关注高景气户外赛道

- **短期：**虽然2024Q1-3国内服装零售承压，但是伴随国内政策发力，消费触底，呈现回暖趋势。通过复盘2020、2022年两轮服装行业周期可以发现，在板块整体受益于经济复苏而反弹时，运动为反弹幅度最大的子版块。我们看好运动行业2025年在政策刺激及低基数情况下，销售端及股价端表现。
- **中长期：**国内运动行业进入总量平稳增长、结构性机会涌现的新发展阶段。一方面，我们看好多品牌战略公司能够更好地享受行业增长红利；另一方面，户外运动赛道呈现出明显高于行业整体高景气度，看好户外品牌发展及运动品牌通过增加户外系列带来流水增量。
- **推荐标的**安踏体育、李宁、Amer、特步国际、361度。

表: 重点盈利预测及估值表

代码	公司	货币	股价	EPS			PE			评级
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
2331.HK	李宁	HKD	16.32	1.22	1.35	1.49	13	12	11	增持
2020.HK	安踏体育	HKD	78.20	4.77	4.89	5.49	16	16	14	增持
1368.HK	特步国际	HKD	5.32	0.47	0.53	0.60	11	10	9	增持
1361.HK	361度	HKD	3.94	0.54	0.63	0.72	7	6	5	增持
AS.N	Amer	USD	26.13	0.44	0.68	0.94	60	38	28	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：股价为2024年12月3日收盘价）

# 03

## 风险提示

## 3.1 风险提示

- **终端消费不及预期。**若终端消费恢复不及预期，一方面直接影响品牌端销售表现，另一方面传导至制造端，影响制造端订单表现。
- **行业竞争加剧。**目前终端消费较为疲软，品牌方竞争或进一步加剧，一方面直接影响品牌端销售及盈利，另一方面大客户的销售表现受到影响将使得制造商订单承压。

# THANKS FOR LISTENING

国泰君安证券研究所纺服团队



# 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 投资建议的比较标准

### 投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300/恒生指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300/恒生指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300/恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300/恒生指数下跌5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深300/恒生指数
	中性	基本与沪深300/恒生指数持平
	减持	明显低于沪深300/恒生指数

国泰君安证券研究所		
E-mail: <a href="mailto:gtjaresearch@gtjas.com">gtjaresearch@gtjas.com</a>		
上海	地址	上海市静安区新闻路669号博华广场20层
	邮编	200041
	电话	(021) 38676666
深圳	地址	深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心B栋27层
	邮编	518026
	电话	(0755) 23976888
北京	地址	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心南楼18层
	邮编	100032
	电话	(010) 83939888