

户外产业链蓬勃向上，锦纶新材料龙头继续释放动能

户外服饰深度报告（二）

本篇报告梳理了户外产业链上中下游的代表公司及表现，下游品牌销售高景气，中高端品牌持续扩张；中游面料及成衣制造商 23 年受全球品牌去库存影响增长放缓或有所下滑，但 24 年以来加速增长；上游纱线厂商合作众多户外客户，中高端差异化产品继续释放动能。

□ 下游：品牌销售高景气，中高端品牌持续扩张。

- 1、户外行业线上零售快速增长，均价稳中有升。据久谦数据，2024 年 1-10 月天猫户外服饰 GMV 为 136 亿元，同比+14.5%；Q3 天猫户外服饰均价同比+17.4%。2024 年 1-10 月抖音户外服饰 GMV 为 175 亿元，同比+75.5%；Q3 抖音户外服饰均价同比+3.2%。
- 2、线上品牌总体量价齐升，中高端增速更快。GMV 分品牌来看，高端高速增长（1-10 月始祖鸟天猫+抖音 GMV 同比+222%、迪桑特+128%），中档较快（凯乐石+175%、北面+17%），大众稳健（迪卡侬+35%、骆驼+57%）。均价分品牌来看，高端稳中略升，中档持续提升，大众较为平稳。
- 3、线下门店数及店效持续增长，中高端户外品牌继续在华拓店。据久谦数据，截至 24 年 10 月始祖鸟/迪桑特/萨洛蒙/露露乐蒙/昂跑在中国区的门店数分别为 131/228/172/146/56 家，较 23 年底均有增加，单店店效持续增长。Goldwin、迪桑特、Hoka 等品牌将继续或加速在华拓店。

□ 中游：24 年以来面料成衣加速增长，合作头部客户+全球产能布局。

- 1、儒鸿：1977 年成立，专注设计、开发、生产运动机能针织面料及服饰，主要客户包括 Nike、Lululemon、UA 等品牌。公司 23 年受全球品牌去库存影响，收入利润下滑，但从 23 年 10 月开始恢复并至今保持月度营收正增长（24 年 10 月营收同比+15.5%，9 月+34%）。2018-2023 年公司面料收入复合增速（7%）快于成衣（0%）。产能方面，已形成面料+成衣一体化布局，并较早布局全球化，目前公司面料产能主要位于中国台湾和越南，成衣产能分布在越南、柬埔寨、印尼的自有成衣厂以及越南、中国大陆的合作代工厂。
- 2、超盈国际：2003 年成立，主营弹性织物面料、弹性织带及蕾丝，主要客户包括 Nike、Lululemon、UA、Fila 等运动服饰品牌，以及维密、马莎、爱慕等内衣品牌。公司 23 年受全球品牌去库存影响，收入同比-6.5%，但其中运动及服装面料产品仍保持增长+1.6%，24H1 该产品收入+35.8%增长加速，在总营收中占比达到 55%，盈利能力持续提升（弹性织物面料产品 23 年毛利率+7.3pct，24H1 毛利率+6.3pct）。公司产能分布于中国、越南、斯里兰卡，至 2023 年中国与海外产能各占 50%。

□ 上游：台华新材合作众多户外品牌客户，差异化新材料一体化扩产持续进行。

- 1、锦纶性能优越，产品满足户外功能性需求，在当前户外的防晒服、瑜伽裤、冲锋衣、羽绒服等多个热门品类中得到广泛应用。根据公司官网最新显示，近年新增安德玛、哥伦比亚、FILA、凯乐石、迪桑特、可隆、骆驼、伯希

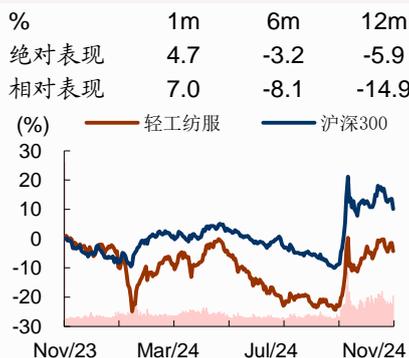
推荐（维持）

消费品/轻工纺服

行业规模

		占比%
股票家数（只）	305	6.0
总市值（十亿元）	1811.3	2.2
流通市值（十亿元）	1593.0	2.1

行业指数



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《纺织服装海外龙头研究系列报告（一）—Nike：产品及渠道失衡陷低谷，重创新&扩品类&拓经销是关键》2024-11-14
- 2、《纺织服装出口形势跟踪（2024 年 11 月）—外需稳健&品牌改革，推荐符合市场需求变化的制造龙头》2024-11-13
- 3、《户外服饰深度报告（一）—需求高景气，户外服饰品牌百花齐放》2024-10-18

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

和等品牌，户外尤其是中高端客户阵容进一步壮大。

- 2、**公司是全国高端尼龙 66 领导者，全球绿色多功能锦纶丝、高档功能性面料领航者**，注重新材料、新产品研发，引领市场潮流。公司人均创收、创利水平位于纱线制造企业前列，生产效率领先。**高端差异化产品（锦纶 66、可再生）带动产业链各环节产品单价与毛利率提升**，2023 年公司锦纶长丝均价较 2020 年差异化产品投产前提高了 16%，坯布均价提高 19%，成品面料均价提高 8%。
- 3、公司三大生产基地，产能一体化发展，已形成年产锦纶长丝 34.5 万吨、坯布 6 亿米、染色 2.6 亿米、后整理 1.5 亿米的产能规模。**差异化新材料一体化扩产持续进行中**：①一期 PA66 锦纶丝 6 万吨已于 23 年投产，24-25 年将继续爬坡；②化学法可再生已获得 GRS 认证，初步 2 万吨预计将于 25 年投产；③二期部分锦纶坯布及面料项目预计也将于 25 年建成并逐步投产。

□ **风险提示**：下游户外需求不及预期，产能扩张进度不及预期，原材料价格大幅波动等风险。

正文目录

一、 下游：品牌销售高景气，中高端品牌持续扩张.....	6
1、线上行业端：户外线上零售快速增长，均价稳中有升.....	6
2、线上品牌端：总体量价齐升，中高端增速更快.....	6
(1) 高端品牌：GMV 高速增长，均价稳中略升.....	6
(2) 中档品牌：GMV 较快增长，均价持续提升.....	7
(3) 大众品牌：GMV 稳健增长，均价较为平稳.....	8
3、线下门店数及店效持续增长，中高端户外品牌继续在华拓店.....	9
二、 中游：面料成衣加速增长，合作头部客户+全球产能布局.....	10
1、儒鸿：2024 年以来恢复增长.....	10
(1) 简介：运动面料+成衣制造龙头，研发设计能力强.....	10
(2) 财务数据：24 年以来营收恢复增长，面料增速快于成衣.....	12
(3) 产能：面料&成衣一体化，全球化布局较早.....	14
2、超盈国际：运动面料近年增长加速.....	14
(1) 简介：从全球内衣材料领导者，到著名运动服装面料供应商.....	14
(2) 财务数据：运动面料加速增长，盈利能力持续提升.....	15
(3) 产能：持续扩产，中外产能各占 50%.....	17
(4) 客户：合作头部运动户外&内衣品牌.....	17
三、 上游：台华新材合作众多户外品牌客户，差异化新材料一体化扩产持续进行.....	18
1、产品满足户外功能性需求，合作众多优质品牌客户.....	19
2、高端锦纶 66 与可再生技术领导者，生产效率领先.....	20
3、差异化新材料一体化扩产持续进行中.....	22
四、 风险提示.....	22

图表目录

图 1：天猫户外服饰年度 GMV（亿元）及 YOY.....	6
图 2：天猫户外服饰季度均价（元）及 YOY.....	6
图 3：抖音户外服饰年度 GMV（亿元）及 YOY.....	6
图 4：抖音户外服饰季度均价（元）及 YOY.....	6
图 5：始祖鸟线上 GMV（亿元）.....	7

图 6: 迪桑特线上 GMV (亿元)	7
图 7: 始祖鸟天猫均价 (元) 及 YOY	7
图 8: 迪桑特天猫均价 (元) 及 YOY	7
图 9: 始祖鸟抖音均价 (元) 及 YOY	7
图 10: 迪桑特抖音均价 (元) 及 YOY	7
图 11: 北面线上 GMV (亿元)	8
图 12: 凯乐石线上 GMV (亿元)	8
图 13: 北面天猫均价 (元) 及 YOY	8
图 14: 凯乐石天猫均价 (元) 及 YOY	8
图 15: 北面抖音均价 (元) 及 YOY	8
图 16: 凯乐石抖音均价 (元) 及 YOY	8
图 17: 迪卡侬线上 GMV (亿元)	9
图 18: 骆驼线上 GMV (亿元)	9
图 19: 迪卡侬天猫均价 (元) 及 YOY	9
图 20: 骆驼天猫均价 (元) 及 YOY	9
图 21: 迪卡侬抖音均价 (元) 及 YOY	9
图 22: 骆驼抖音均价 (元) 及 YOY	9
图 23: 中高端户外品牌中国区门店数 (家)	10
图 24: 中高端户外品牌中国区门店店效 (万元)	10
图 25: 儒鸿主要面料产品	11
图 26: 儒鸿主要成衣产品	11
图 27: 2005-24 前三季儒鸿营收 (亿新台币) 及 YOY	12
图 28: 2005-24 前三季儒鸿归母净利 (亿新台币) 及 YOY	12
图 29: 儒鸿月度营收 (亿新台币) 及 YOY	12
图 30: 2018-2023 儒鸿分品类收入 (亿新台币) 及占比	13
图 31: 2018-2023 儒鸿分地区收入 (亿新台币) 及占比	13
图 32: 2023 年儒鸿成衣产品分地区营收占比	13
图 33: 2023 年儒鸿针织布产品分地区营收占比	13
图 34: 2005 年-24Q1-Q3 儒鸿毛利率、净利率、ROE	13
图 35: 2005-2023 年儒鸿期间费用率	13
图 36: 2005 年-24Q1-Q3 儒鸿存货及应收账款周转天数	14
图 37: 2005-2023 儒鸿经营性现金流	14

图 38: 儒鸿产能布局历程	14
图 39: 超盈主要产品.....	15
图 40: 2011-24H1 超盈营收 (亿港元) 及 YOY	15
图 41: 2011-24H1 超盈归母净利润 (亿港元) 及 YOY	15
图 42: 2018-24H1 超盈分产品收入 (亿港元) 及 YOY	16
图 43: 2018-24H1 超盈分产品收入占比.....	16
图 44: 2023 年超盈分地区营收占比	16
图 45: 2011-24H1 超盈毛利率、归母净利率、ROE.....	16
图 46: 2013-24H1 超盈分产品毛利率	16
图 47: 2013-24H1 超盈存货及应收账款周转天数	17
图 48: 2011-24H1 超盈经营性现金流	17
图 49: 超盈主要客户	17
图 50: 超盈前两大客户收入 (亿港元) 及占比	17
图 51: 台华新材财务数据复盘	18
图 52: 台华新材分产品营收占比	19
图 53: 台华新材分地区营收占比	19
图 54: 锦纶产品广泛应用于各类户外功能性服饰.....	19
图 55: 台华新材合作品牌客户	20
图 56: 台华新材化学法海洋再生环保锦纶&生物基尼龙技术.....	20
图 57: 2017-2023 年台华新材分产品单价.....	21
图 58: 2017-2024H1 台华新材分产品毛利率.....	21
图 59: 纱线制造企业人均创收 (万元/人)	21
图 60: 纱线制造企业人均创利 (万元/人)	21
图 61: 纱线制造企业毛利率 (%)	21
图 62: 纱线制造企业 ROE (%)	21
表 1: 2014-2024H1 超盈各产品产能 (百万米)	17
表 2: 台华新材上市以来产能建设情况	22
表 3: 台华新材绿色多功能锦纶新材料一体化项目规划	22

一、下游：品牌销售高景气，中高端品牌持续扩张

1、线上行业端：户外线上零售快速增长，均价稳中有升

近年来天猫抖音户外服饰 GMV 保持快速增长，均价稳中有升。根据久谦数据，2024 年 1-10 月天猫户外服饰 GMV 为 136.12 亿元，同比增长 14.5%（2023 年同比增长 18.8%）；24Q3 天猫户外服饰均价为 132.6 元，同比提升 17.4%。2024 年 1-10 月抖音户外服饰 GMV 为 174.84 亿元，同比增长 75.5%（2023 年同比增长 160.7%）；24Q3 抖音户外服饰均价为 133.9 元，同比提升 3.2%。

图 1：天猫户外服饰年度 GMV（亿元）及 YOY



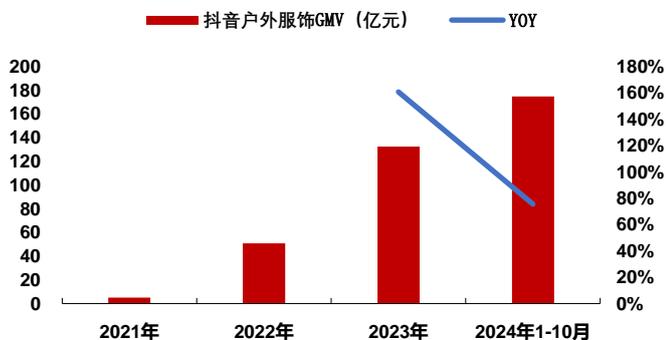
资料来源：久谦、招商证券

图 2：天猫户外服饰季度均价（元）及 YOY



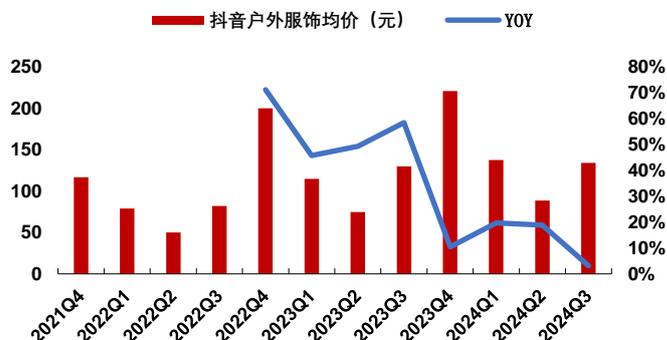
资料来源：久谦、招商证券

图 3：抖音户外服饰年度 GMV（亿元）及 YOY



资料来源：久谦、招商证券

图 4：抖音户外服饰季度均价（元）及 YOY



资料来源：久谦、招商证券

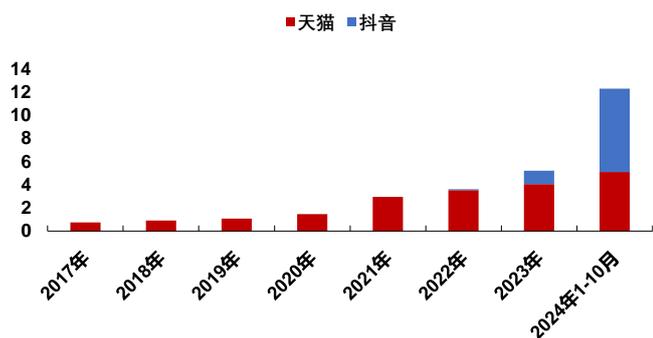
2、线上品牌端：总体量价齐升，中高端增速更快

(1) 高端品牌：GMV 高速增长，均价稳中略升

高端品牌线上 GMV 高速增长。2024 年 1-10 月，始祖鸟线上（天猫+抖音，下同）GMV 实现 12.28 亿元，同比+221.5%（2023 年同比+44.3%），其中天猫 5.10 亿元，抖音 7.18 亿元；迪桑特线上 GMV 实现 12.67 亿元，同比+127.6%（2023 年同比+50.8%），其中天猫 7.35 亿元，抖音 5.32 亿元。

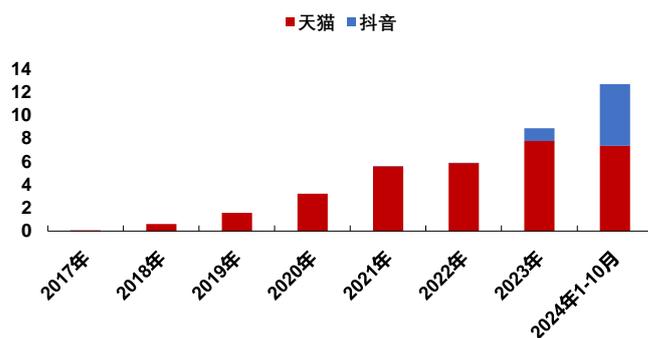
高端品牌均价稳中略升。2024 年 10 月，始祖鸟天猫均价为 2201 元，同比+9.15%，抖音均价为 2445 元，同比-2.87%；迪桑特天猫均价为 2000 元，同比+12.14%，抖音均价为 1279 元，同比+105.48%。2024 年以来品牌均价稳中略升。

图 5: 始祖鸟线上 GMV (亿元)



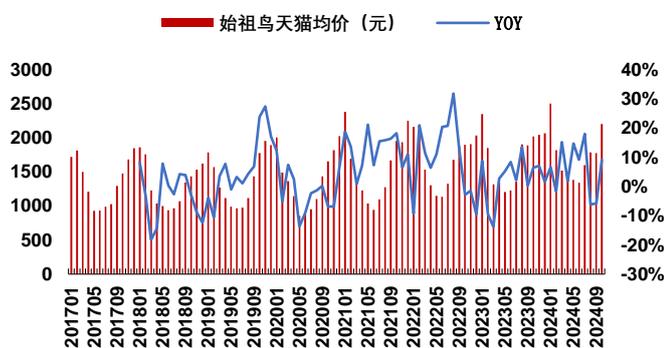
资料来源: 久谦、招商证券

图 6: 迪桑特线上 GMV (亿元)



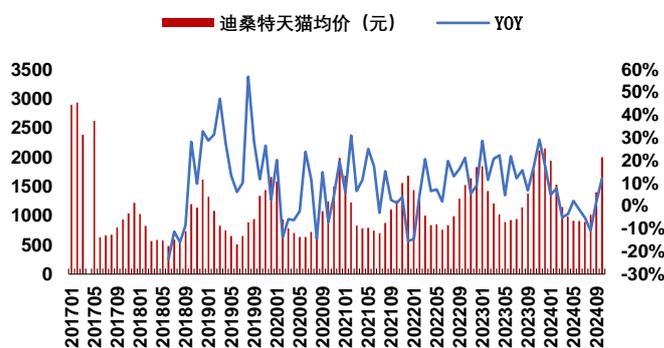
资料来源: 久谦、招商证券

图 7: 始祖鸟天猫均价 (元) 及 YOY



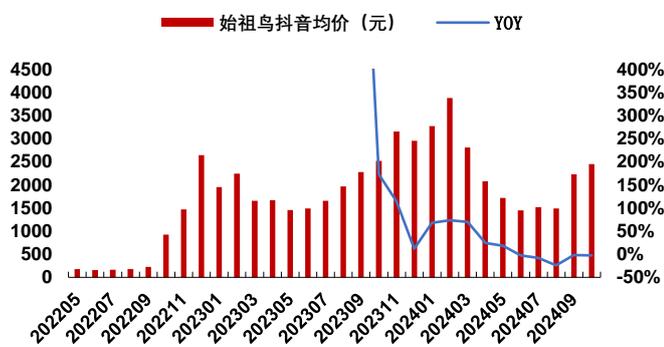
资料来源: 久谦、招商证券

图 8: 迪桑特天猫均价 (元) 及 YOY



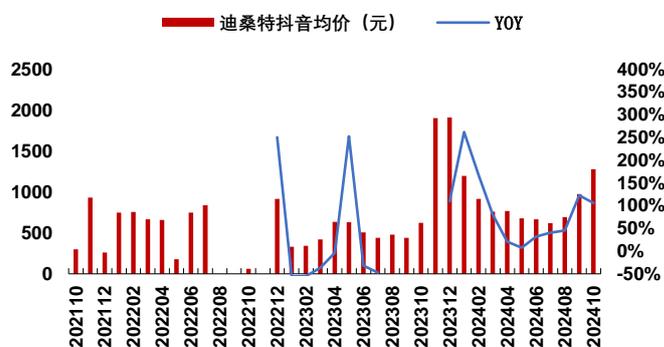
资料来源: 久谦、招商证券

图 9: 始祖鸟抖音均价 (元) 及 YOY



资料来源: 久谦、招商证券

图 10: 迪桑特抖音均价 (元) 及 YOY



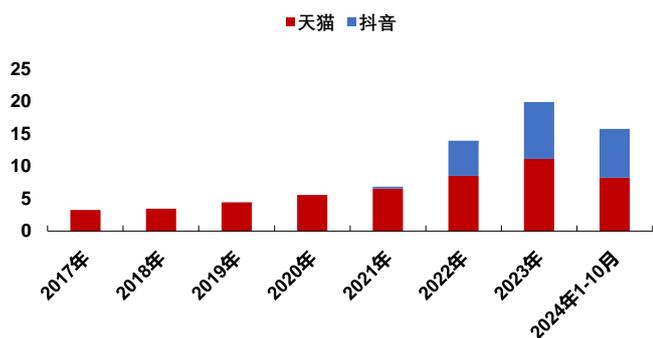
资料来源: 久谦、招商证券

(2) 中档品牌: GMV 较快增长, 均价持续提升

中档品牌线上 GMV 较快增长。2024 年 1-10 月, 北面线上 GMV 实现 15.73 亿元, 同比+16.6% (2023 年同比+42.7%), 其中天猫 8.23 亿元, 抖音 7.50 亿元; 凯乐石线上 GMV 实现 7.79 亿元, 同比+174.8% (2023 年同比+45.8%), 其中天猫 2.96 亿元, 抖音 4.83 亿元。

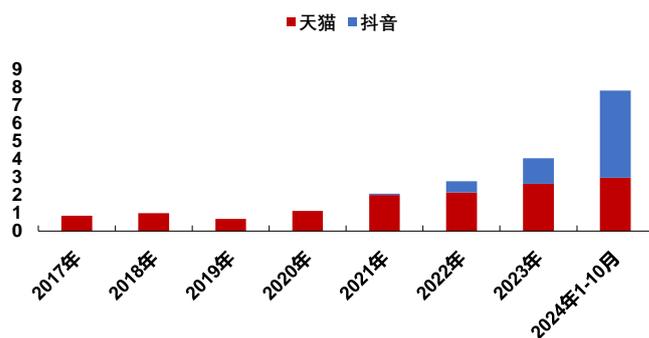
中档品牌均价持续提升。2024 年 10 月, 北面天猫均价为 1592 元, 同比-3.32%, 抖音均价为 1525 元, 同比+6.49%; 凯乐石天猫均价为 1310 元, 同比+26.68%, 抖音均价为 1491 元, 同比+34.71%。2024 年以来品牌均价保持较快增长。

图 11: 北面线上 GMV (亿元)



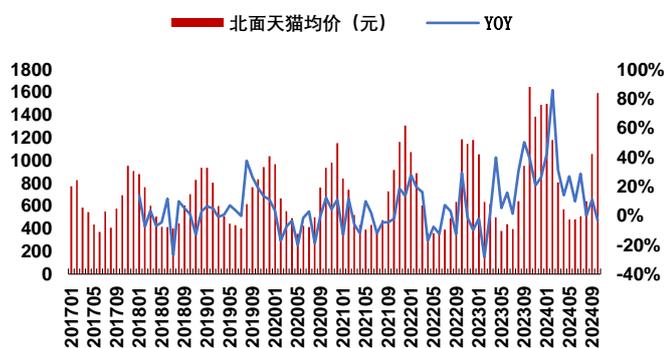
资料来源: 久谦、招商证券

图 12: 凯乐石线上 GMV (亿元)



资料来源: 久谦、招商证券

图 13: 北面天猫均价 (元) 及 YOY



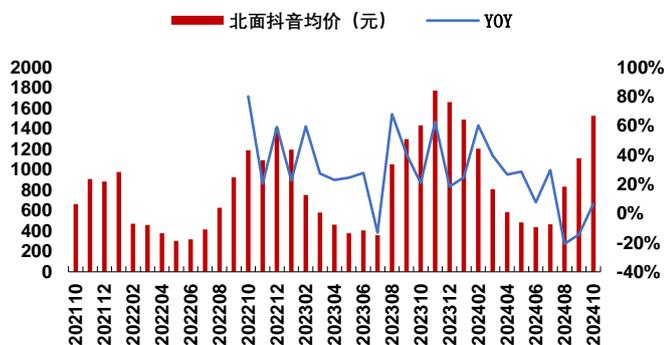
资料来源: 久谦、招商证券

图 14: 凯乐石天猫均价 (元) 及 YOY



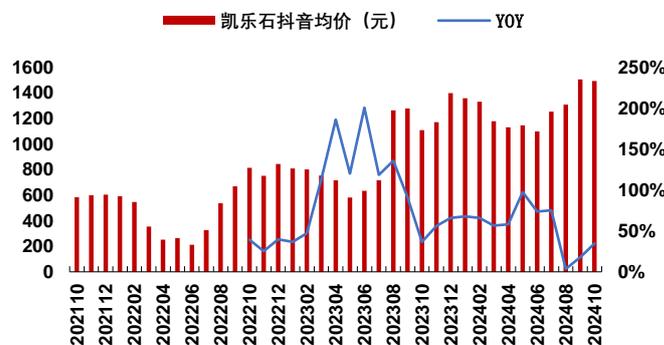
资料来源: 久谦、招商证券

图 15: 北面抖音均价 (元) 及 YOY



资料来源: 久谦、招商证券

图 16: 凯乐石抖音均价 (元) 及 YOY



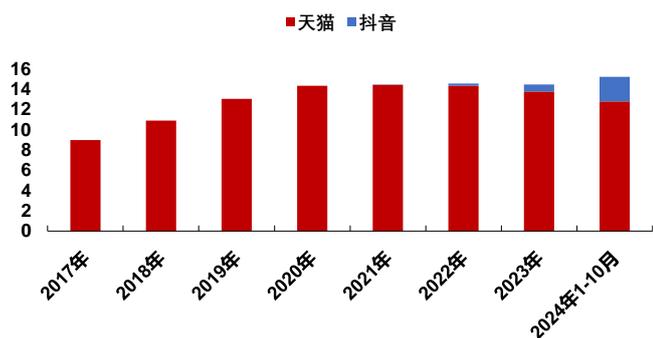
资料来源: 久谦、招商证券

(3) 大众品牌: GMV 稳健增长, 均价较为平稳

大众品牌线上 GMV 稳健增长。2024 年 1-10 月, 迪卡侬线上 GMV 实现 15.21 亿元, 同比+34.6% (2023 年同比-0.6%), 其中天猫 12.78 亿元, 抖音 2.43 亿元; 骆驼线上 GMV 实现 73.44 亿元, 同比+57.4% (2023 年同比+141.3%), 其中天猫 38.06 亿元, 抖音 35.38 亿元。

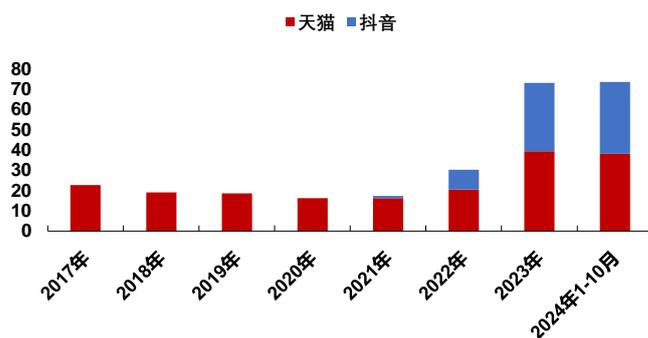
大众品牌均价较为平稳。2024 年 10 月, 迪卡侬天猫均价为 124 元, 同比-4.56%, 抖音均价为 210 元, 同比+13.75%; 骆驼天猫均价为 388 元, 同比-2.51%, 抖音均价为 371 元, 同比-0.35%。2024 年以来品牌均价总体较为平稳。

图 17: 迪卡侬线上 GMV (亿元)



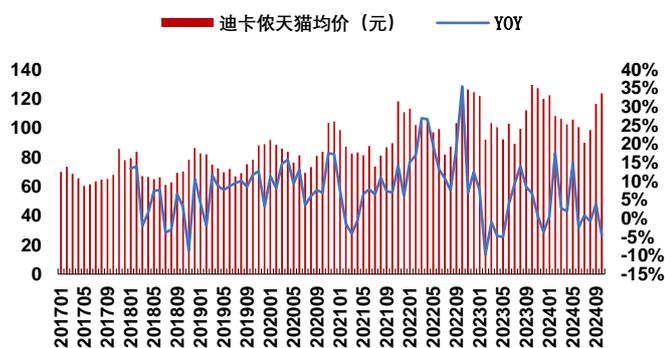
资料来源: 久谦、招商证券

图 18: 骆驼线上 GMV (亿元)



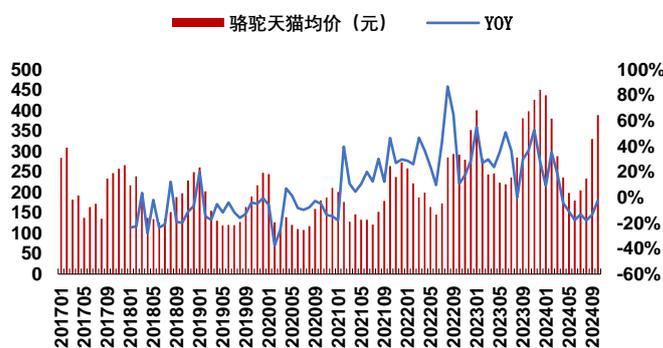
资料来源: 久谦、招商证券

图 19: 迪卡侬天猫均价 (元) 及 YOY



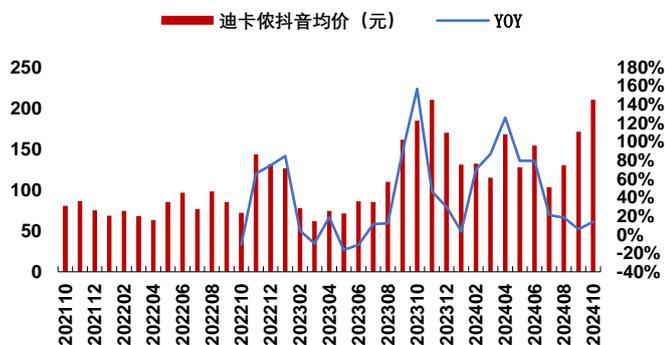
资料来源: 久谦、招商证券

图 20: 骆驼天猫均价 (元) 及 YOY



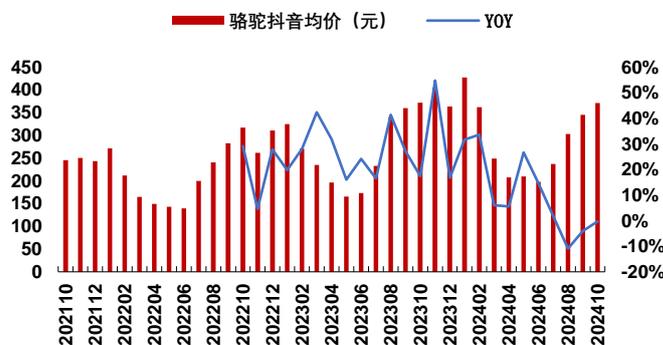
资料来源: 久谦、招商证券

图 21: 迪卡侬抖音均价 (元) 及 YOY



资料来源: 久谦、招商证券

图 22: 骆驼抖音均价 (元) 及 YOY

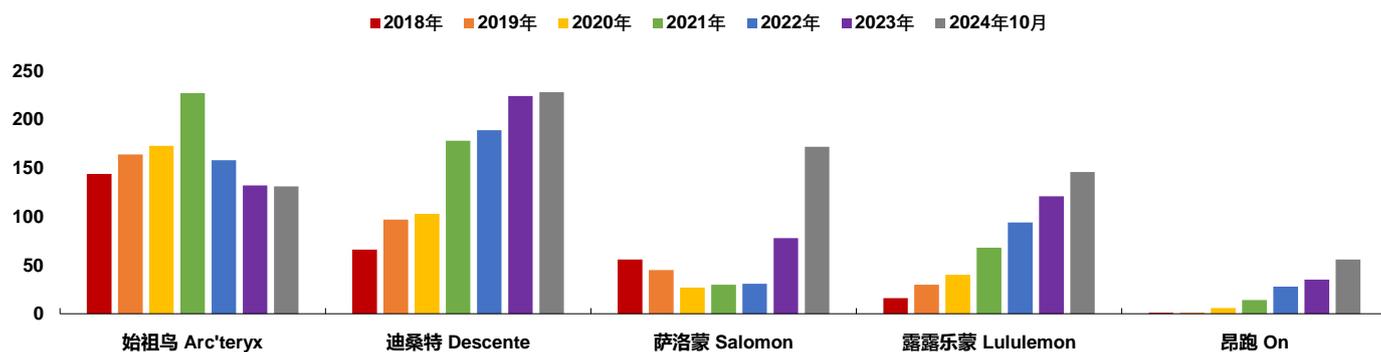


资料来源: 久谦、招商证券

3、线下门店数及店效持续增长，中高端户外品牌继续在华拓店

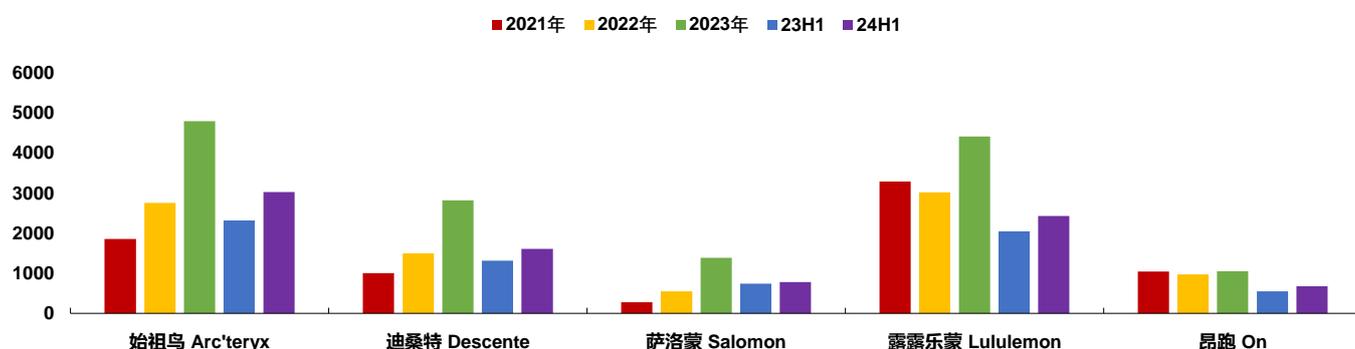
线下渠道数量与经营质量同步提升。根据久谦数据，2023 年以及 24 上半年中高端户外各品牌在中国的门店数量和单店店效均持续增长。截至 2024 年 10 月，始祖鸟、迪桑特、萨洛蒙、露露乐蒙、昂跑在中国区的门店数分别为 131、228、172、146、56 家。

图 23: 中高端户外品牌中国区门店数 (家)



资料来源: 久谦、招商证券

图 24: 中高端户外品牌中国区门店店效 (万元)



资料来源: 久谦、招商证券 (注: 2021-2023 为全年店效, 23H1、24H1 为半年度店效)

众多户外品牌继续或加速在华拓店。日本户外品牌 Goldwin 继 2022 年北京三里屯首店之后, 今年在成都太古里和上海静安嘉里中心开出中国第 2、3 家门店, 并计划未来每年以 4.5 家店铺的速度推进开店。迪桑特集团迪桑特中国 2024 年门店目标是 220 家, 净增 40 家。Hoka 2021 年在上海开出大中华区首家直营零售店, 目前直营+经销共 70-80 家店, 同时与国内运动零售商滔搏合作拓店, 重视中国市场, 着力提升份额。

二、中游: 面料成衣加速增长, 合作头部客户+全球产能布局

1、儒鸿: 2024 年以来恢复增长

(1) 简介: 运动面料+成衣制造龙头, 研发设计能力强

儒鸿企业 1977 年成立, 专注设计、开发、生产运动机能针织面料及服饰, 主要客户包括 Nike、Lululemon、Under Armour 等品牌。公司凭借优质的客户服务、充足的产能、一体化垂直整合能力、持续研发设计能力, 满足客户在运动与休闲、时尚与瑜伽、以及健康产业方面的开发要求。多年来与 lululemon 等头部客户合作, 开发出多款核心面料。

图 25: 儒鸿主要面料产品

								
名称	Tyto	Ace	Zeus	Fawn	Pearl	Pine	Snow	Otis
特点	吸湿排汗、透气性、四面弹性布料、极轻、快干、柔软亲肤、易照护织物	吸湿排汗、四面弹性布料、快干、易照护织物	吸湿排汗、透气性、四面弹性布料、快干、轻量化、易照护织物	吸湿排汗、保暖、仿棉触感、轻量化、易照护织物	吸湿排汗、四面弹性布料、肌肉支撑、快干、保型性、易照护织物	吸湿排汗、透气性、四面弹性布料、快干、保型性、轻量化、易照护织物	吸湿排汗、透气性、四面弹性布料、快干、柔软亲肤、保型性、轻量化、易照护织物	吸湿排汗、保暖、柔软亲肤、保型性、易照护织物
技术	Drylight	Drytrack	Drytrack	Softform	Embody	Primefit Zero	Primefit Zero	Primefit Zero
成分			尼龙纤维、聚酯纤维、莱卡、聚丙烯、氨纶、可回收聚酯纤维等					
应用场景	居家休闲、瑜伽、高温环境、健身运动、跑步	居家休闲、户外休闲、低温环境、跑步、登山健行	居家休闲、瑜伽、户外休闲、健身运动、跑步、登山健行	居家休闲、户外休闲、正式休闲、低温环境、健身运动	瑜伽、户外运动、健身运动、跑步	高温环境、健身运动、跑步	居家休闲、户外休闲、正式休闲、登山健行	居家休闲、正式休闲
								
名称	Mammoth	Suave	Dixie	Bubo	Hedwig	Tawn	Oracle	Lolli
特点	仿毛触感、保暖、保型性、蓄热、易照护织物	仿毛触感、透气性、快干、保暖、轻量化、蓄热、易照护织物	仿毛触感、保暖、轻量化、易照护织物	仿毛触感、快干、保暖、易照护织物	吸湿排汗、透气性、快干、易照护织物	吸湿排汗、快干、易照护织物	四面弹性布料、肌肉支撑、保型性、易照护织物	吸湿排汗、透气性、快干、不易褪色
技术	Huddletech	Huddletech	Huddletech Jumper	Huddletech Jumper	Woveknit	Woveknit	Graphworks	Prisma
成分			尼龙纤维、聚酯纤维、莱卡、聚丙烯、氨纶、可回收聚酯纤维等					
应用场景	居家休闲、户外休闲、低温环境	居家休闲、瑜伽、户外休闲、低温环境、登山健行	居家休闲、户外休闲、低温环境	居家休闲、户外休闲、正式休闲、低温环境	户外休闲、正式休闲、登山健行	居家休闲、户外休闲、正式休闲、低温环境	瑜伽	高温环境、健身运动、跑步

资料来源: 公司官网、招商证券

图 26: 儒鸿主要成衣产品

专业运动服饰	机能时尚服饰	运动休闲服饰	无缝服饰	商务服饰	无缝针织服
					
为驱动每一位运动员而设计, 具目的性的设计细节	精湛工艺, 现代设计	不分场合, 随时穿搭, 为健身训练全力以赴	简洁利落的加工技术提供极简外观与表面平滑度, 结合贴合与焊接工法创造装饰性元素	多功能性上班服装风格, 职场菁英的商务穿搭	方向性条纹, 缉染工艺, 织纹混合, 梯度渐层

资料来源: 公司官网、招商证券

(2) 财务数据：24 年以来营收恢复增长，面料增速快于成衣

公司 2023 年受全球品牌去库存影响，收入 307.9 亿新台币，同比-22.5%；归母净利润 51.9 亿新台币，同比-28.7%。24Q1-Q3 订单恢复，收入 272.6 亿新台币，同比+22.3%；归母净利润 50.9 亿新台币，同比+25.5%。

图 27：2005-24 前三季儒鸿营收（亿新台币）及 YOY



资料来源：wind、公司公告、招商证券

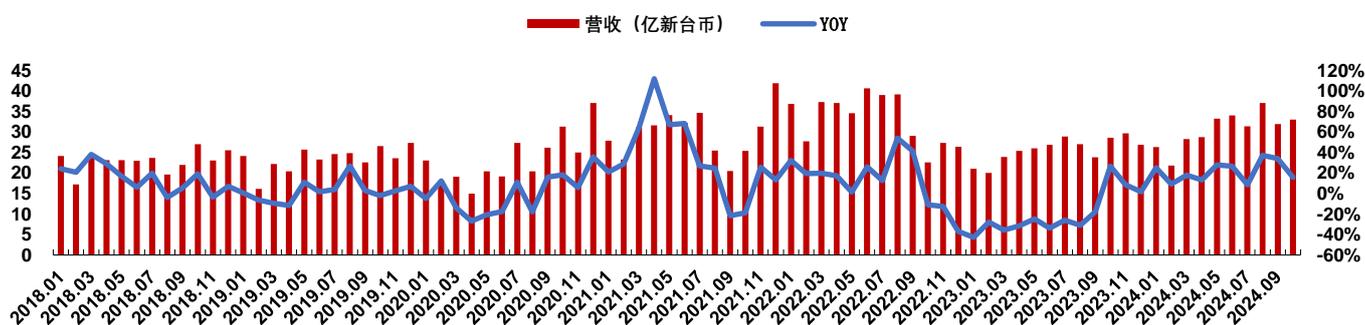
图 28：2005-24 前三季儒鸿归母净利（亿新台币）及 YOY



资料来源：wind、公司公告、招商证券

今年以来月度营收始终保持正增长。2024 年 10 月公司营收 33.0 亿新台币，同比+15.5%；9 月营收 31.9 亿新台币，同比+33.9%。从 2023 年 10 月开始一直保持正增长趋势。

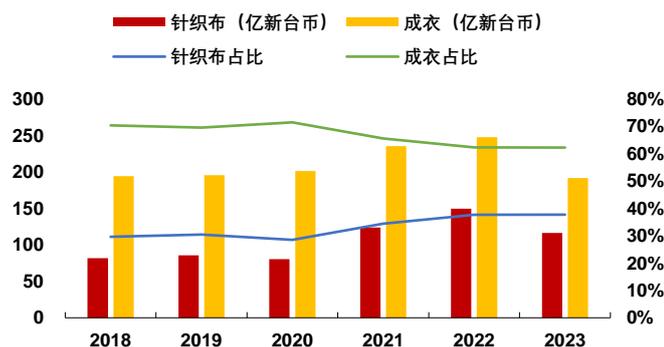
图 29：儒鸿月度营收（亿新台币）及 YOY



资料来源：wind、公司公告、招商证券

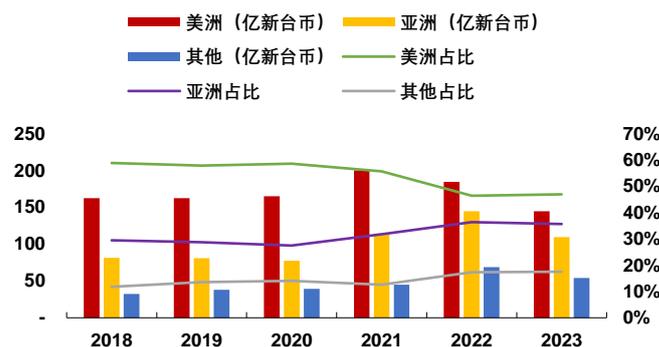
面料复合增速快于成衣，面料直接客户以亚洲为主，成衣直接客户以欧美为主。2023 年公司针织布营收 116.2 亿新台币，占比 37.7%，其中来自亚洲地区收入占比最高，为 79%，中东占比 10%，美洲占比 8%；成衣营收 191.7 亿新台币，占比 62.3%，以欧美地区为主，美洲收入占比最高，为 70%，欧洲占比 18%，亚洲占比 9%。2018-2023 年公司针织布收入 CAGR 为 7%，成衣收入 CAGR 为 0%，针织布收入复合增速快于成衣。

图 30: 2018-2023 儒鸿分品类收入 (亿新台币) 及占比



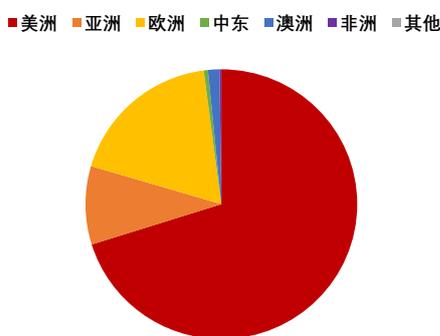
资料来源: 公司公告、招商证券

图 31: 2018-2023 儒鸿分地区收入 (亿新台币) 及占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 2023 年儒鸿成衣产品分地区营收占比



资料来源: 公司公告、招商证券

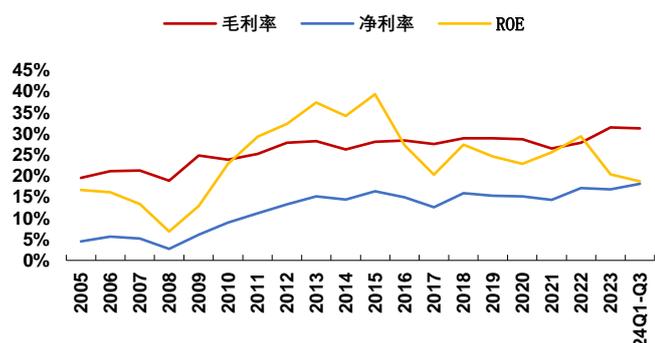
图 33: 2023 年儒鸿针织布产品分地区营收占比



资料来源: 公司公告、招商证券

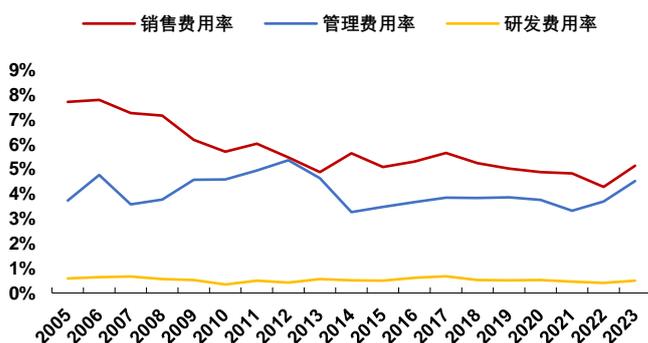
24Q1-Q3 公司盈利能力恢复。2023 年公司毛利率 31.44%，净利率 16.81%，分别同比+3.59pct, -0.28pct; 24Q1-Q3 公司毛利率同比+0.20pct 至 31.23%，净利率同比+1.16pct 至 18.10%。2023 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 5.14%、4.52%、0.50%。

图 34: 2005 年-24Q1-Q3 儒鸿毛利率、净利率、ROE



资料来源: wind、公司公告、招商证券

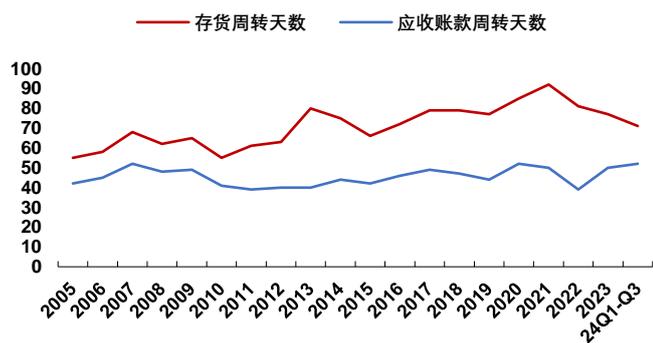
图 35: 2005-2023 年儒鸿期间费用率



资料来源: wind、公司公告、招商证券

存货周转提效, 现金流较为充足。2023 年公司存货周转天数 77 天, 同比-4 天; 应收账款周转天数 50 天, 同比+11 天。经营性现金流净额为 46.6 亿新台币, 与归母净利润比值为 90.11%。

图 36: 2005 年-24Q1-Q3 儒鸿存货及应收账款周转天数



资料来源: wind、公司公告、招商证券

图 37: 2005-2023 儒鸿经营性现金流

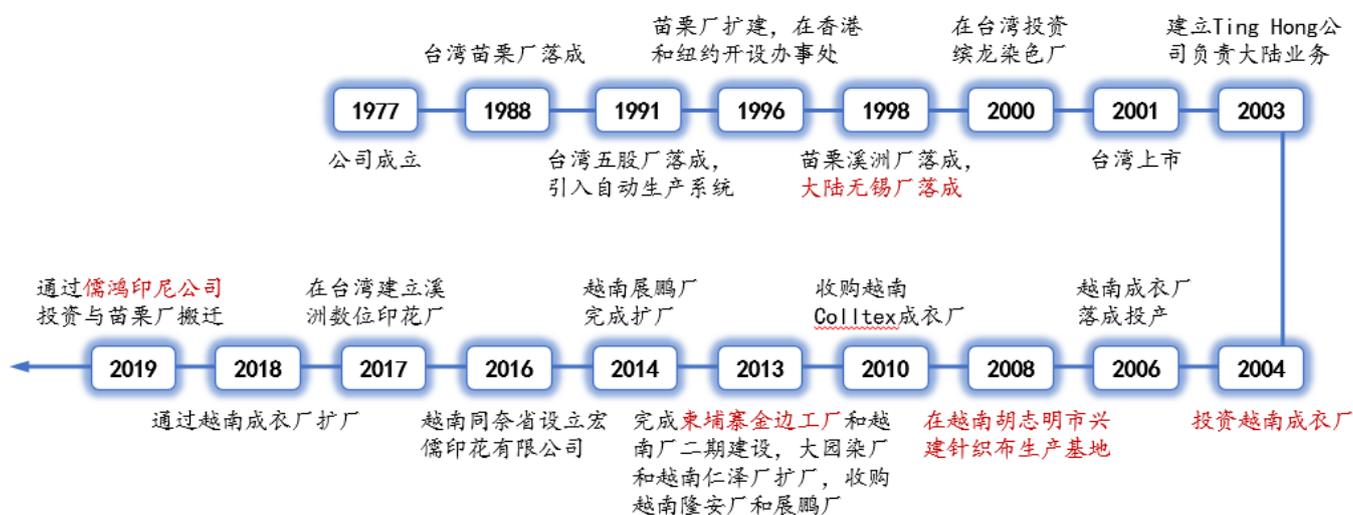


资料来源: wind、公司公告、招商证券

(3) 产能: 面料&成衣一体化, 全球化布局较早

儒鸿起初于台湾设厂, 逐渐形成针织、定型、数位印花、染整等面料+成衣一体化产能布局。1998 年于中国大陆无锡投资成衣厂, 2004 年投资越南成衣厂, 并于 2006 年开始量产, 2008 年于越南兴建面料生产基地, 2019 年布局印尼, 较早实现全球化布局。2023 年, 儒鸿实现针织布产量 2.40 万吨, 产能 2.37 万吨; 成衣产量 443.52 万打。目前面料产能主要位于中国台湾和越南, 成衣产能分布在越南、柬埔寨、印尼的成衣厂以及越南、中国大陆的合作代工厂。

图 38: 儒鸿产能布局历程



资料来源: 公司官网、招商证券

2、超盈国际: 运动面料近年增长加速

(1) 简介: 从全球内衣材料领导者, 到著名运动服装面料供应商

超盈国际成立于 2003 年, 主营弹性织物面料、弹性织带及蕾丝。作为全球内衣材料市场的领导者, 超盈国际为内衣品牌提供全方位的内衣材料一站式采购解决方案, 与领先的内衣品牌保持长期密切合作。多年来, 公司已成长为著名的运动服装面料材料供应商, 合作安踏、斐乐、Lululemon、Under Armour 等全球领先的运动服饰品牌。

图 39: 超盈主要产品

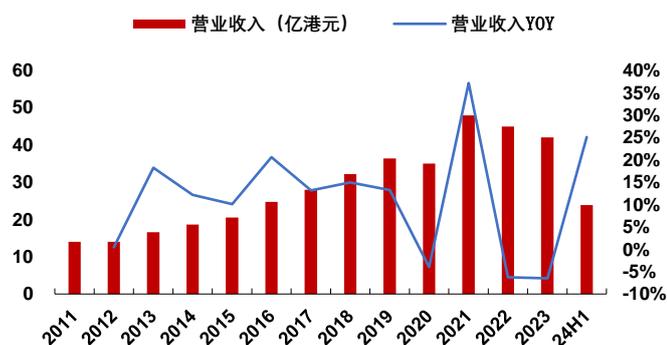
弹性织物面料	弹性织带	蕾丝及其他产品
		
成分 合成纤维（如尼龙及氨纶）	成分 合成纤维（如尼龙及氨纶）	成分 合成纤维（如尼龙及氨纶）
分类 经织、纬织	分类 梭织、针织	分类 公司能生产四类蕾丝中的三款花边，即拉舍尔蕾丝、提花蕾丝及拉歌尔蕾丝
用途 具伸缩性，透过结合不同织物面料混合物及利用特定的针织法，弹性织物面料可具备不同特性（如塑形、抗菌及快干）	用途 生产女性内衣所用的主要配件，一般用于肩带及腰带	用途 带有镂空花纹的织物面料，蕾丝可制成不同颜色及花纹，为女性内衣的重要物料，一般作装饰女性内衣之用

资料来源：公司官网、招商证券

（2）财务数据：运动面料加速增长，盈利能力持续提升

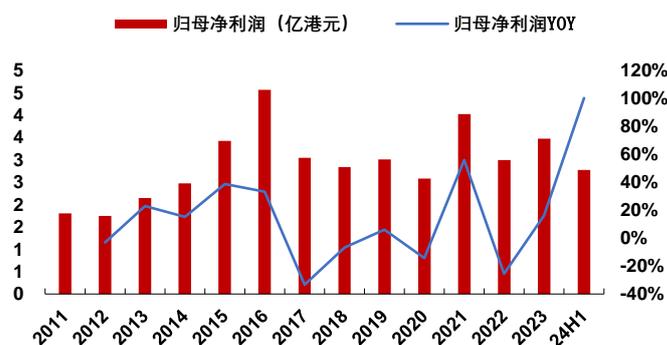
24 年以来营收、归母净利润快速恢复。公司 2023 年受全球品牌去库存影响，收入 42.01 亿港元，同比-6.50%；归母净利润 3.47 亿港元，同比+15.95%。24H1 收入 23.85 亿港元，同比+25.11%；归母净利润 2.77 亿港元，同比+100.10%。

图 40: 2011-24H1 超盈营收（亿港元）及 YOY



资料来源：wind、公司公告、招商证券

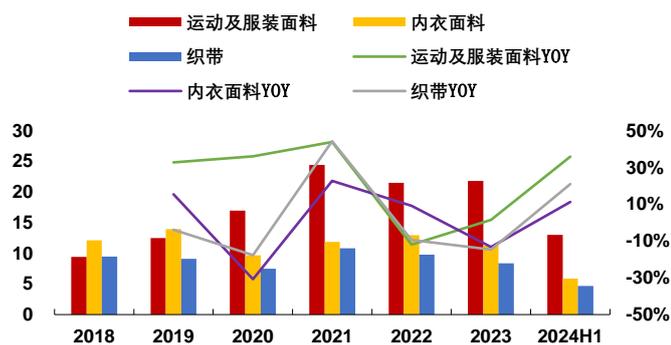
图 41: 2011-24H1 超盈归母净利润（亿港元）及 YOY



资料来源：wind、公司公告、招商证券

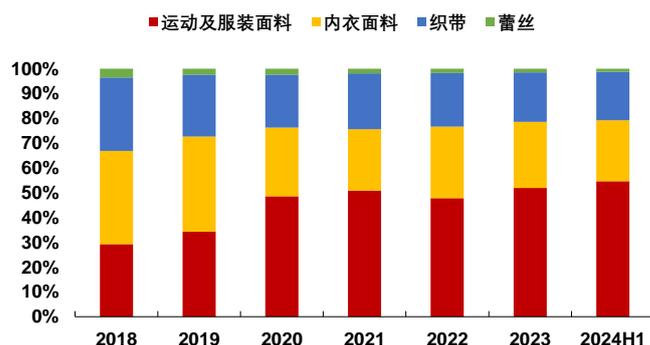
分产品看，运动及服装面料产品占比过半，23 年去库存时期仍然保持增长，24H1 增长加速。2023 年公司运动及服装面料营收 21.80 亿港元，同比+1.6%，占比 51.9%；内衣面料营收 11.21 亿港元，同比-13.2%，占比 26.7%；织带营收 8.34 亿港元，同比-14.6%，占比 19.9%。24H1 公司运动及服装面料营收 13.02 亿港元，同比+35.8%，占比 54.6%；内衣面料营收 5.88 亿港元，同比+11.2%，占比 24.6%；织带营收 4.68 亿港元，同比+21.0%，占比 19.6%。

图 42: 2018-24H1 超盈分产品收入 (亿港元) 及 YOY



资料来源: 公司公告、招商证券

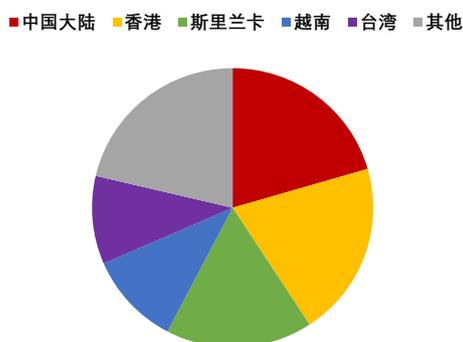
图 43: 2018-24H1 超盈分产品收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

分地区看, 营收主要来自中国与东南亚。2023 年公司来自中国大陆地区营收占比最高, 为 21%, 中国香港占 20%, 斯里兰卡占 17%, 越南占 11%, 中国台湾占 10%。

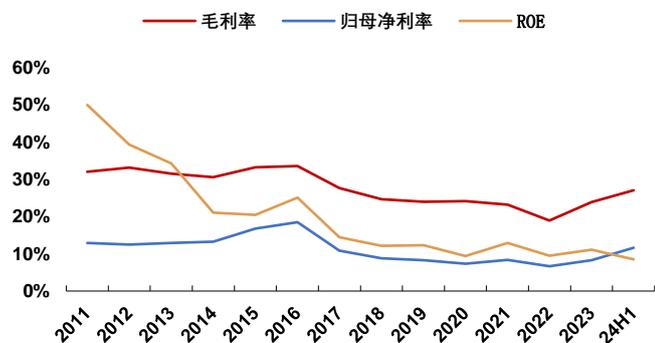
图 44: 2023 年超盈分地区营收占比



资料来源: 公司公告、招商证券

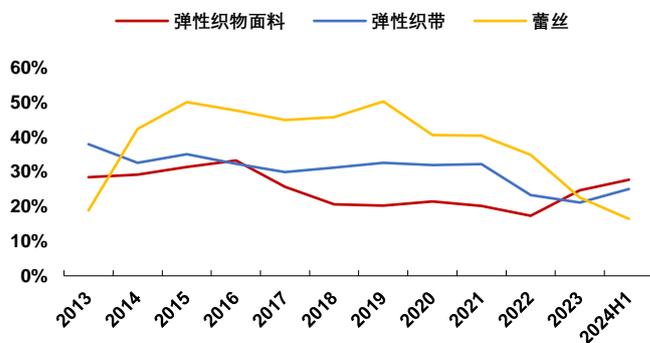
24H1 公司盈利能力继续提升。24H1 公司毛利率同比+6.02pct 至 27.05%，归母净利率同比+4.36pct 至 11.63%。毛利率分产品看, 弹性织物面料毛利率 27.7%，同比+6.3pct, 弹性织带毛利率 25.0%，同比+5.8pct, 蕾丝毛利率 16.4%，同比-8.7pct。

图 45: 2011-24H1 超盈毛利率、归母净利率、ROE



资料来源: wind、公司公告、招商证券

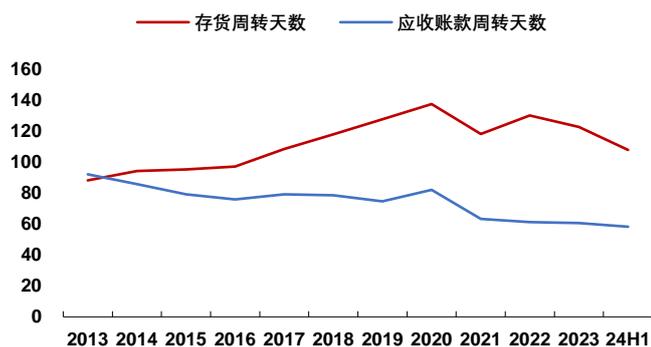
图 46: 2013-24H1 超盈分产品毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

存货周转提效, 现金流充足。2023 年公司存货周转天数 122 天, 同比-8 天; 应收账款周转天数 61 天, 同比-1 天。经营性现金流净额为 10.0 亿港元, 与归母净利润比值为 288.17%。

图 47: 2013-24H1 超盈存货及应收账款周转天数



资料来源: wind、公司年报、招商证券

图 48: 2011-24H1 超盈经营性现金流



资料来源: wind、公司年报、招商证券

(3) 产能: 持续扩产, 中外产能各占 50%

产能分布于中国、越南、斯里兰卡, 至 2023 年中国与海外产能各占 50%。公司最早于 2004 年建成东莞第一个生产基地。2016 年启动国际化战略, 在越南海阳省建立第一家海外工厂, 随后越南厂房一期、二期、三期分别于 2017、2019、2023 年竣工。2017 年, 公司在斯里兰卡建厂, 一期、二期分别于 2019、2023 年竣工。

截至 2024H1, 超盈拥有弹性织物面料 (含运动及服装+内衣) 产能 2.54 亿米, 弹性织带产能 19.50 亿米, 蕾丝产能 0.45 亿米。

表 1: 2014-2024H1 超盈各产品产能 (百万米)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
弹性织物面料产能	56.6	72.2	84.6	110.3	167.4	197.7	226.2	226.2	242.4	250.7	253.8
弹性织带产能	942.7	1072.4	1190.6	1669.4	1785.2	1862.2	1872.2	1873.1	1923.3	1933.0	1950.2
蕾丝产能	13.5	16.8	22.8	24.6	29.8	39.7	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0

资料来源: 公司年报、招商证券

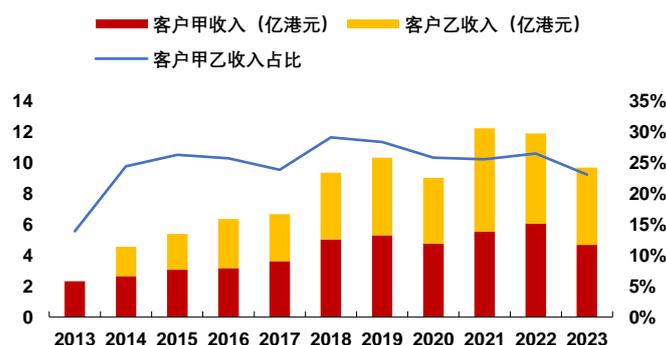
(4) 客户: 合作头部运动户外&内衣品牌

经过多年累积, 超盈当前主要客户包括耐克、阿迪、lululemon、UA、安踏、斐乐、李宁、特步等运动品牌, 以及爱慕、仙黛尔、安莉芳、曼妮芬、马莎、Spanx、黛安芬、维秘、华歌尔等内衣品牌。2023 年前两大客户收入占总收入比重为 23%, 2018-2022 年前两大客户占比保持在 25%以上。

图 49: 超盈主要客户



图 50: 超盈前两大客户收入 (亿港元) 及占比



资料来源：公司官网、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

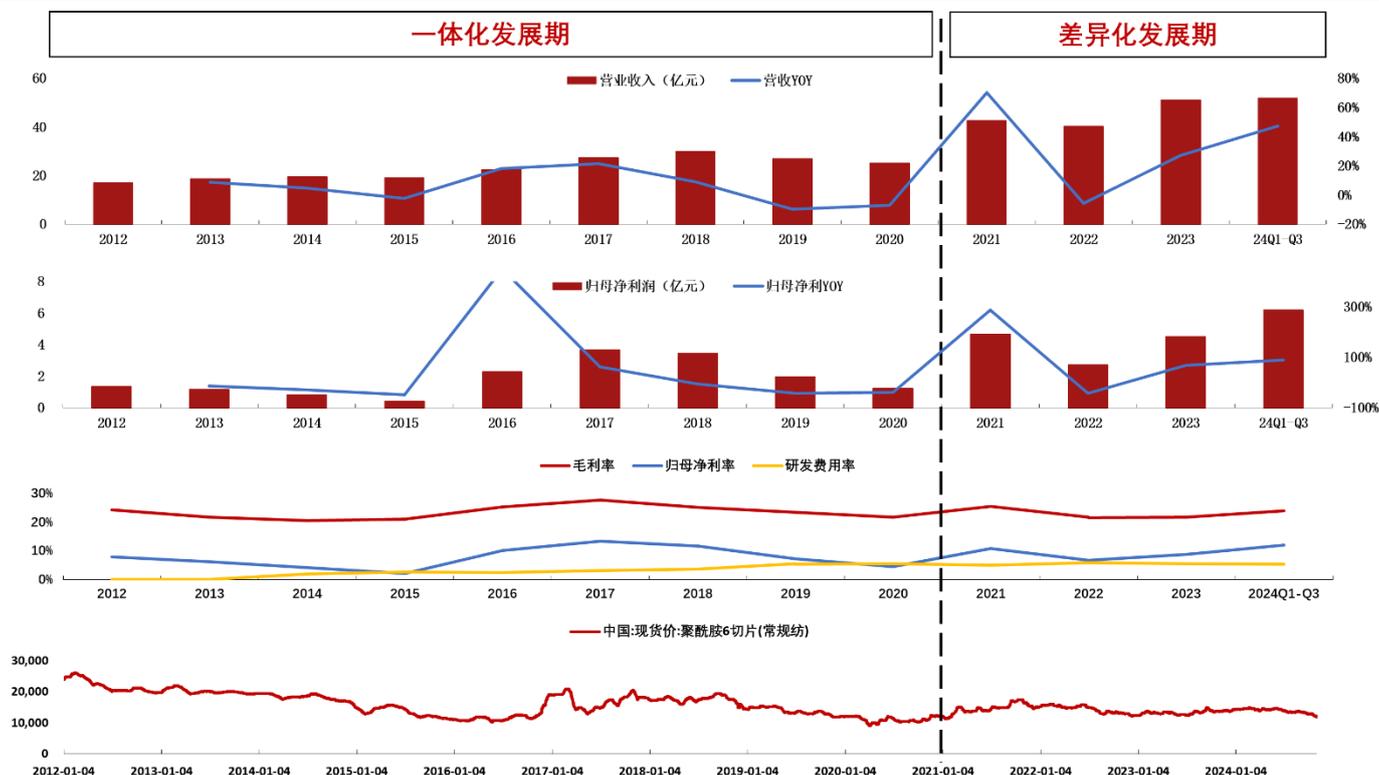
三、上游：台华新材合作众多户外品牌客户，差异化新材料一体化扩产持续进行

台华新材创建于2001年，二十余年深耕锦纶织造业务。在规模扩张的同时，逐渐向上下游产业链延伸，目前已形成涵盖锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整锦纶纺织产业链。公司专注于锦纶6、锦纶66及锦纶环保再生系列产品及其他化纤产品的研发和生产，能够为全球客户定制、开发环保健康、户外运动、特种防护等多系列高档功能性面料，公司主要产品为锦纶长丝、坯布和功能性成品面料。根据产能拓展的不同方向，可将公司历史分为两个发展阶段：

一体化发展时期（2007-2020年）：2007年，公司先后吸收合并台华织造、收购高新染整；2010-2011年，先后收购福华织造、嘉华尼龙，完成集锦纶长丝、纺织、染色及后整理为一体的全产业链布局。2017年，公司于上海证券交易所主板上市。2018-2019年，公司染色、后整理加工、面料新产能相继建成投产，一体化进一步完善。2012-2020年，公司营收CAGR为4.9%，归母净利润CAGR为-1.5%。

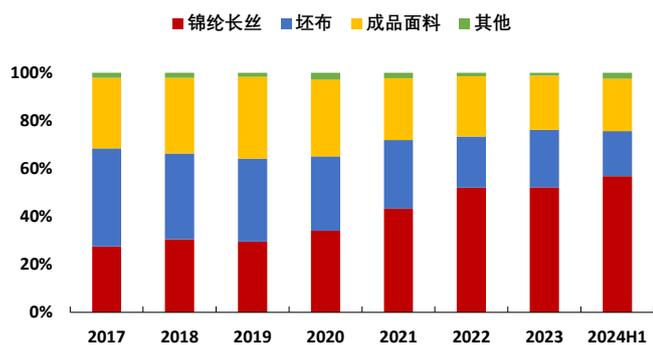
差异化发展时期（2021年至今）：2021年，智能化年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目投产并贡献业绩。2022年，淮安绿色多功能锦纶材料一体化项目开工，2023年其中年产6万吨PA66差别化纤维项目投产。2024H1公司锦纶长丝收入占比从2020年的34%提升至57%，差异化产品贡献显著。2020-2023年，公司营收CAGR为26.8%，归母净利润CAGR为55.4%，迎来快速增长。

图 51：台华新材财务数据复盘



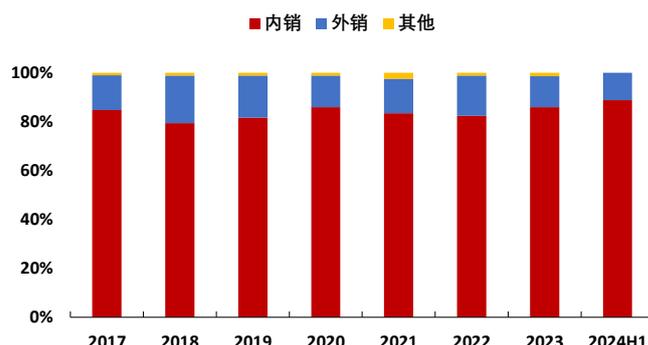
资料来源：wind、公司公告、招商证券

图 52: 台华新材分产品营收占比



资料来源: wind、招商证券

图 53: 台华新材分地区营收占比



资料来源: wind、招商证券

1、产品满足户外功能性需求, 合作众多优质品牌客户

锦纶性能优越, 广泛应用于各类户外功能性服饰。作为公司主要产品, 锦纶(即聚酰胺纤维, 俗称尼龙)的密度低, 强力、耐磨性居合成纤维前列, 具有良好的耐寒、耐腐蚀、吸湿性能。锦纶织物具有质轻、防皱性优良、透气性好, 以及优良的耐久性、染色性和热定型等特点, 满足户外服饰对于轻便、防皱、耐磨、吸湿透气、防寒保暖的功能性需求, 在当前户外的防晒服、瑜伽裤、冲锋衣、羽绒服等多个热门品类中得到广泛应用。

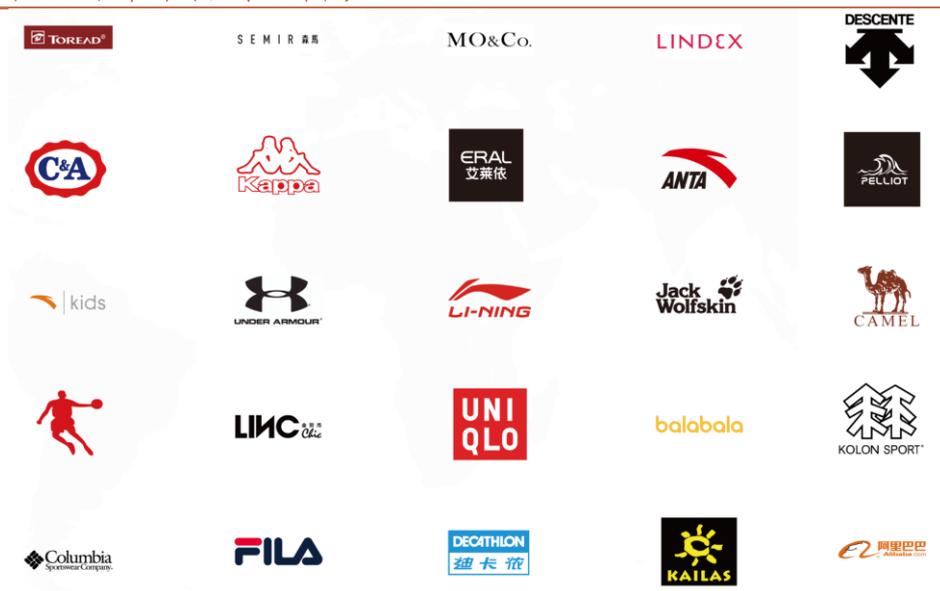
图 54: 锦纶产品广泛应用于各类户外功能性服饰



资料来源: 天猫、招商证券

公司新增众多户外品牌客户。经过多年积累, 公司凭借产品开发优势、技术优势、产业链优势和产品质量优势, 与国内外知名品牌客户建立了稳定合作关系, 共同研究流行趋势, 合作开发新产品。多年以来, 公司合作品牌客户包括探路者、迪卡侬、安踏、乔丹等户外运动品牌, 以及优衣库、C&A、森马、巴拉巴拉等休闲品牌。根据公司官网最新显示, 近年新增安德玛、哥伦比亚、FILA、凯乐石、迪桑特、可隆、骆驼、伯希和等品牌, 户外品牌尤其是中高端客户阵容进一步壮大。

图 55: 台华新材合作品牌客户



资料来源: 公司官网、招商证券

2、高端锦纶 66 与可再生技术领导者，生产效率领先

公司是全国高端尼龙 66 领导者，全球绿色多功能锦纶丝、高档功能性面料领航者。公司以市场需求为导向，一直注重新材料、新产品研发，在工艺技术创新上坚持自主创新与产学研创新并行机制，并坚持与国际同行业或专业机构的交流与合作。至 2023 年底，公司研发人员 695 人，其中工程师、硕士研究生以上占 30%。

公司成立嘉华尼龙研发中心和台华新材研究院（面料研发），形成产业链细分产品行业的深入研究开发。从新型纤维、再生纤维、功能纤维及差异化纤维上拓宽应用领域性的研究和创新；到梭织面料的材料设计及应用、绿色多功能性面料的开发、新型技术、新型工艺的研究和改进创新，使公司的新产品持续不断引领市场潮流。

图 56: 台华新材化学法海洋再生环保锦纶&生物基尼龙技术

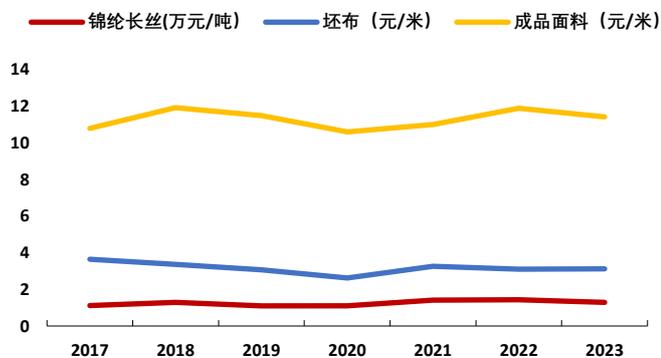


资料来源: 公司官网、招商证券

高端差异化产品（锦纶 66、可再生产品）带动产业链各环节产品单价与毛利率提升。公司实行“常规产品保产能，差异化产品保效益”策略，2023 年锦纶长

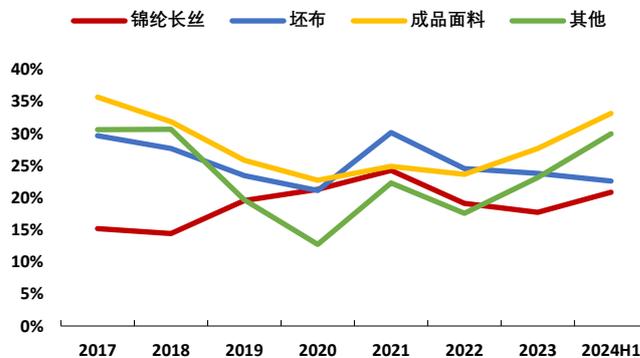
丝均价 1.28 万元/吨，较 2020 年（差异化产品投产前）提高了 16%，坯布均价 3.12 元/米，较 2020 年提高了 19%，成品面料 11.41 元/米，较 2020 年提高了 8%。锦纶长丝毛利率从 2022 年 19.1% 提升至 2024H1 的 20.9%，成品面料毛利率从 2022 年 23.6% 大幅提升至 2024H1 的 33.1%。

图 57: 2017-2023 年台华新材分产品单价



资料来源: 公司公告、招商证券

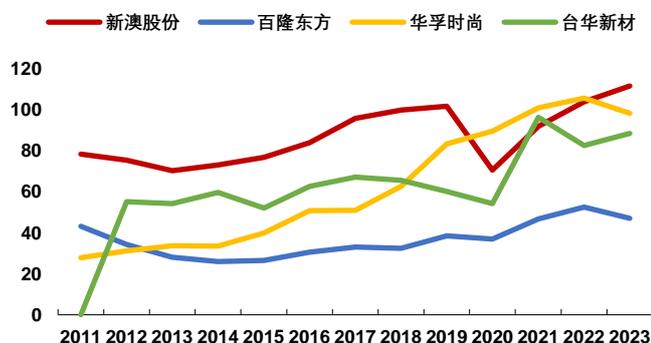
图 58: 2017-2024H1 台华新材分产品毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

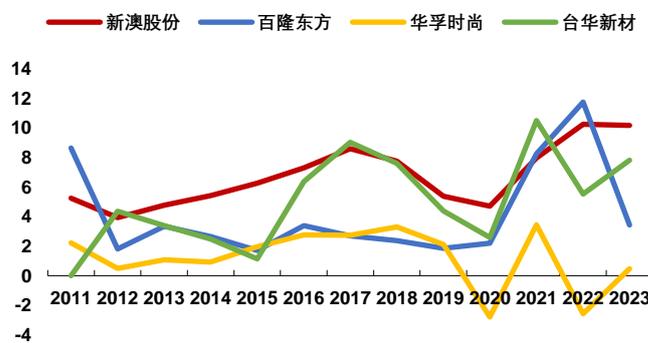
公司人均创收、创利水平位于纱线制造企业前列，生产效率领先。2024 年 8 月，嘉华特种尼龙成功入选 2024 年江苏省智能制造车间名单。与同为纱线生产的新澳股份、百隆东方、华孚时尚等公司对比，2011-2023 年台华新材人均创收与人均创利整体水平均位于纱线制造企业前列，生产效率领先。

图 59: 纱线制造企业人均创收 (万元/人)



资料来源: wind、招商证券

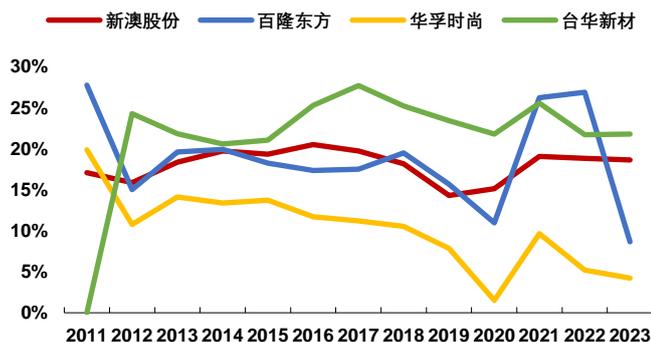
图 60: 纱线制造企业人均创利 (万元/人)



资料来源: wind、招商证券

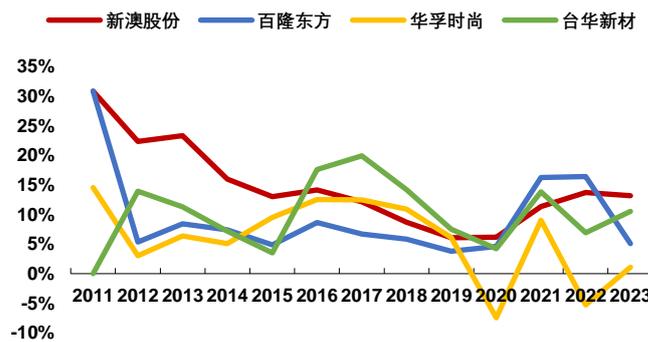
从盈利能力与 ROE 角度看，2011-2023 年台华新材毛利率长期处于纱线制造领先水平，ROE 整体位于行业前列。

图 61: 纱线制造企业毛利率 (%)



资料来源: wind、招商证券

图 62: 纱线制造企业 ROE (%)



资料来源: wind、招商证券

3、差异化新材料一体化扩产持续进行中

三大生产基地，已实现一体化。公司已在浙江嘉兴秀洲区、江苏苏州盛泽镇以及江苏淮安洪泽区建成三大生产基地，实现了从再生、聚合、纺丝、加弹、织造、染整上下游一体化全产业链的发展。经过持续产能建设，公司现有锦纶 6、锦纶 66 民用丝生产线，6700 台织布机，成套的染色，压光、涂层、贴膜、印花等后整理一体化作业设备，已形成年产锦纶长丝 34.5 万吨、坯布 6 亿米、染色 2.6 亿米、后整理 1.5 亿米的产能规模。

表 2: 台华新材上市以来产能建设情况

项目名称	项目启动年份	投产情况	产业链环节	实际产能
年染色 8000 万米高档差别化功能性锦纶面料扩建项目	2017	2018 年投产	染色及后整理	8000 万米
年后整理加工 3450 万米高档特种功能性面料扩建项目	2017	2018 年投产	染色及后整理	3450 万米
年产 7600 万米高档锦纶坯布面料项目	2018	2019 年投产	织造	7600 万米
智能化年产 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目	2020	2021 年投产	锦纶纺丝	12 万吨
淮安绿色多功能锦纶新材料一体化项目	2022	2023 年投产	锦纶纺丝	6 万吨
年产 6 万吨 PA66 差别化纤维项目		2023 年投产	锦纶纺丝	6 万吨
年产 10 万吨 PA6 再生差别化纤维项目		预计 25 年投产 2 万吨	锦纶纺丝	-
后期坯布+面料项目		预计 25 年投产	织造+染整	-

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

淮安绿色多功能锦纶新材料一体化项目持续进行中。公司“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”项目规划分四期建设，其中第一期为年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目和 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目。2023 年下半年淮安基地建成后，①PA66 锦纶丝一期 6 万吨投产，2024-2025 年将继续爬坡；②化学法可再生已获得 GRS（全球回收标准）认证，初步 2 万吨预计将于 2025 年投产；③二期部分锦纶坯布及面料项目预计也将于 2025 年逐步投产。差异化产品结构优化，有望进一步提高产品单价及盈利水平。

表 3: 台华新材绿色多功能锦纶新材料一体化项目规划

分期	项目内容
第一期	年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目和 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目
第二期	年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目、3 亿米锦纶坯布项目和 1 亿米染整项目
第三期	年产 20 万吨 PA6 差别化锦纶丝项目、3 亿米锦纶坯布项目和 1 亿米染整项目
第四期	年产 20 万吨 PA6 差别化聚合项目

资料来源：公司公告、招商证券

四、风险提示

- 1、下游户外需求不及预期的风险。**全球宏观经济波动影响服装消费景气度，影响户外品牌销售表现，或将进一步影响对中上游公司的订单需求。
- 2、产能扩张进度不及预期的风险。**台华淮安“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”多期持续规划扩产中，儒鸿、超盈也有长期产能规划，投产与爬坡进度受到多种内外部因素影响，进而影响接单能力。
- 3、原材料价格大幅波动的风险。**产业链中上游为纺织制造业，原材料占成本比重较高，因此原材料价格大幅波动将影响收入与盈利能力。

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。