

• 证券研究报告 •

政策发力看好内需复苏，户外冰雪需求提振

2025年纺织服饰行业投资策略

证券分析师：王立平	A0230511040052
求佳峰	A0230523060001
刘佩	A0230523070002
李璇	A0230524070003
联系人：刘佩	A0230523070002

2024.12.16



深化改革 与时偕行
Technology and Innovation Driven Prosperity

申万宏源 · 2025资本市场投资年会
Shenwan Hongyuan · 2025 Capital Market Strategy Conference

- **复盘24年**：2024/1/1~12/12，SW纺织服饰绝对收益3.1%，PE（TTM）已回落至过去5年29%的分位，三季度A股纺服基金重仓市值有所下降，但港股运动、优质制造持仓增加。
- **服装家纺：政策提振消费，市场预期更加乐观，25年看好消费复苏，三大主线值得关注！**
 - **户外冰雪需求高涨**：11月6日，国务院办公厅印发《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，目标2030年冰雪市场总规模1.5万亿元，亚冬会在即与政策共振，万亿市场可期！关注户外冰雪产业链受益标的：安踏体育、波司登、361度、报喜鸟、三夫户外、探路者、浙江自然。
 - **政策支持预期改善**：10月下旬上海、厦门先后推出家纺补贴，折扣力度15-20%，从线下扩展至线上，并拓展全国收货地，带动吉林/江苏/贵州等多地政策跟进，力度超预期！11月27日京东自营国补拓至母婴产品，补贴15%，后续有望扩大适用范围。推荐政策受益标的：罗莱生活、水星家纺、森马服饰。
 - **顺周期下潜在弹性方向**：男装消费客群稳定、复购率高，但购买与商务、社交等场景强相关。25年经济回暖有望带动场景复苏，男装成长逻辑将重新印证，推荐报喜鸟、比音勒芬、海澜之家。女装可选属性强，环境一旦好转向上弹性大，各家加快回购增持，关注锦泓集团（兼具IP属性）、赢家时尚、歌力思。
- **纺织制造：当下订单强度不仅取决于库存回补，更在于供应链份额扩大。品牌日益诉求供应商赋能，推动传统纺织业竞争升维，奠定龙头成长！关注NIKE新CEO上任重启产品创新周期。**
 - **中游**：成长回归，优质品牌客户是行业补库先锋，核心运动制造商是创新主力动能。华利率先体现成长性，裕元、申洲也开启利润率高弹性修复。推荐华利集团、裕元集团、申洲国际。
 - **上游**：合作升级（直面品牌）促升订单稳定性，竞争升维（开发能力+响应速度）摆脱纯粹成本竞争，国际化（产能出海）挂钩更大市场空间，ROE上行的优质供应商价值重估，推荐新澳股份、伟星股份
- **风险提示**：消费恢复不及预期；市场竞争加剧；原料价格波动；贸易环境不确定性；汇率风险。

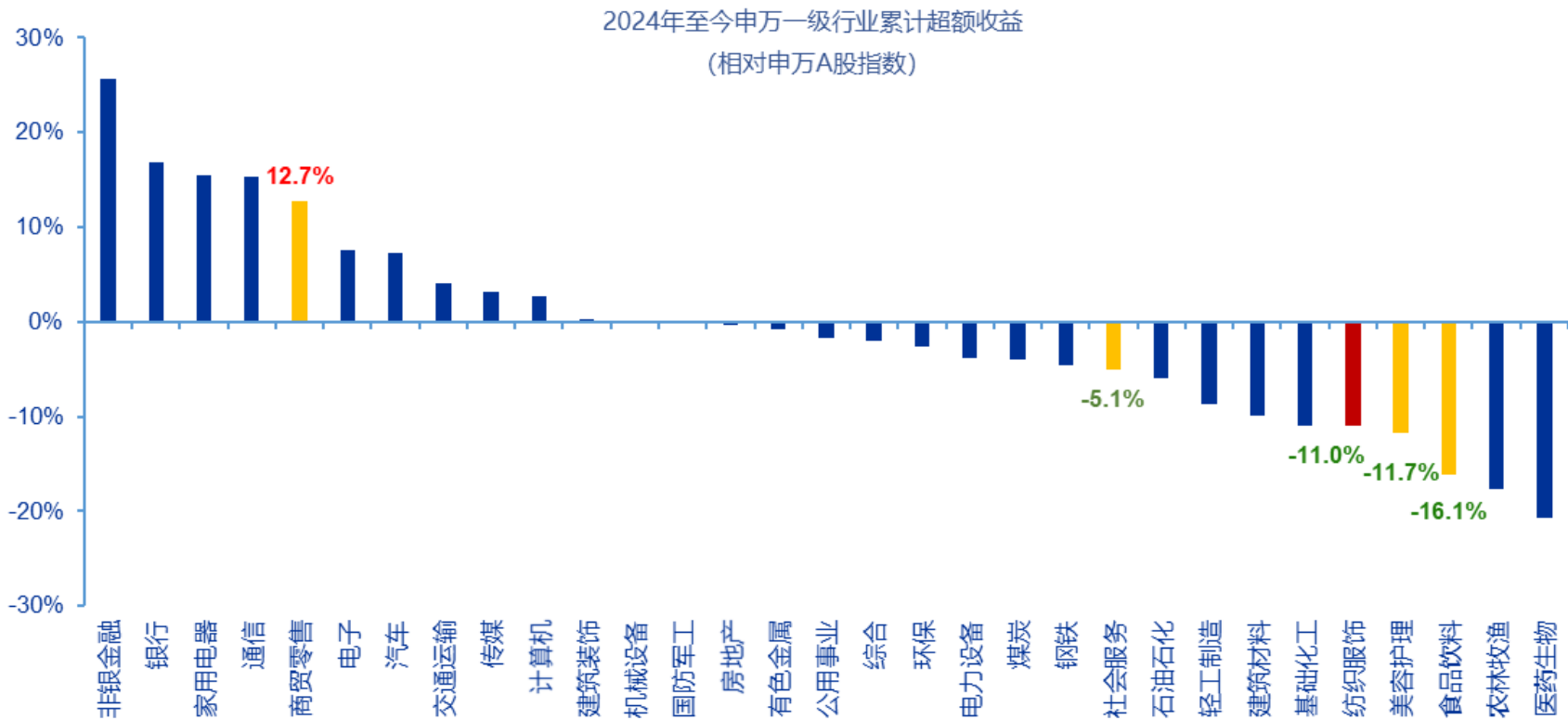
主要内容

1. 2024年复盘：制造景气恢复，消费尚在探底
2. 服装家纺：坚定看好消费复苏，关注三大主线
 - 2.1 冰雪户外需求高涨，25年亚冬运会与政策共振
 - 2.2 政策刺激加码，家纺、童装预期改善
 - 2.3 顺周期下关注男装、女装潜在弹性方向
3. 纺织制造：行业景气度仍在，聚焦龙头成长
4. 推荐：消费优于制造，关注政策扩围、冰雪户外

1.1 2024年初至今：板块相对收益位列全市场中下游

- 2024/1/1~12/12, SW纺织服装绝对收益3.1%, 相对申万A股指数-11.0%, 相对收益表现位列全行业第27位, 处于所有申万一级行业中下游
 - SW服装家纺: 绝对收益 3.4%, 相对收益 -10.7%
 - SW纺织制造: 绝对收益 7.2%, 相对收益 -6.9%

图1：2024年至今申万一级行业累计超额收益



1.2 估值水位：PE回落历史低分位，A+H估值性价比均佳

- 截至2024/12/12:
- 1) SW纺织服装PE (TTM) 19.9倍，处于过去5年29%的低分位水平，其中SW纺织制造PE及分位数更低于SW服装家纺
- 2) SW港股纺织服装PE (TTM) 17.0倍，其中权重标的申洲国际/安踏体育/李宁/波司登PE分位数（回溯过去5年）分别3%/4%/16%/3%，处于相当低位，估值性价比显现。

图2：A股纺织服装板块PE及分位水平

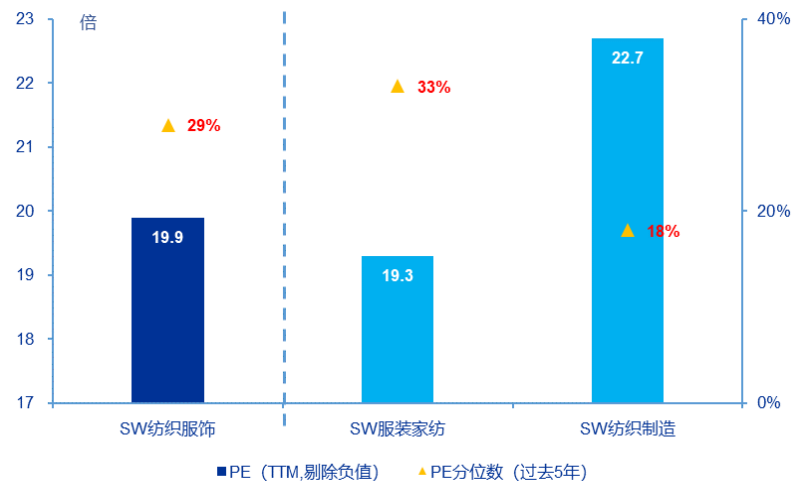
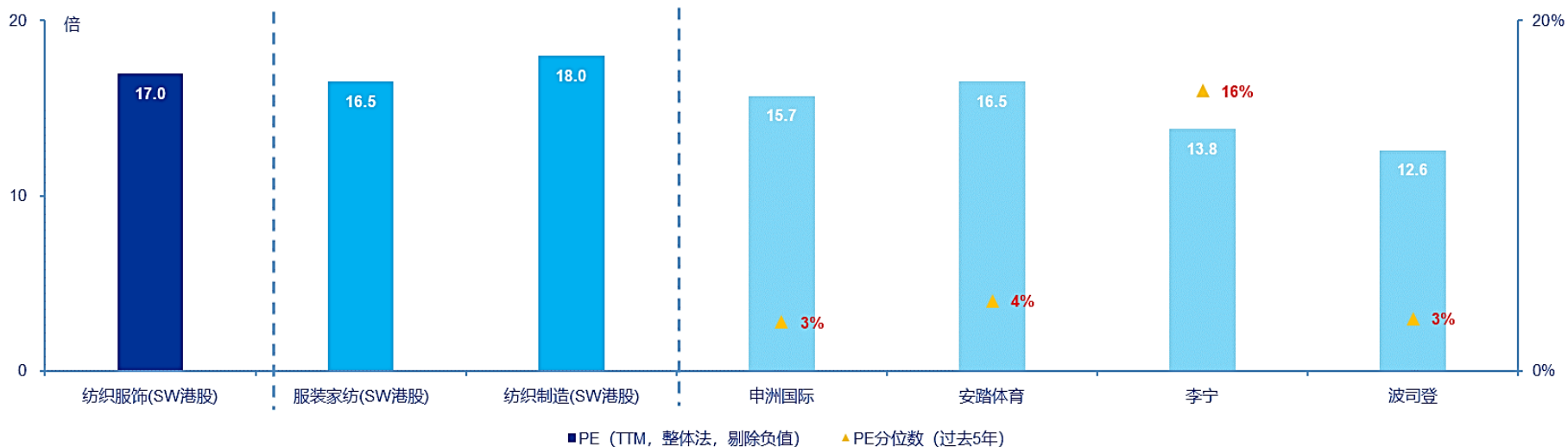


图3：H股纺织服装板块PE及分位水平



1.3 基金持仓：A股纺服基金重仓市值及比例有所下降

- 截至24Q3末基金重仓统计：1) A+H股/A股纺服板块重仓市值134/102亿元，占大盘总市值的0.42%/0.36%，环比上季均有下降。2) 华利集团基金重仓市值约20亿元，位居板块首位，安踏体育、李宁、特步国际、森马服饰、华利集团、健盛集团、裕元集团等获大幅加仓。

图4：A+H股纺服板块基金重仓金额及比例



图5：A股纺服板块基金重仓金额及比例



表1：截至24Q3末，A+H纺服板块基金重仓标的统计

	纺织服装（含港股）行业主要标的2024Q3基金重仓变化汇总									
	持有基金数量			持股总量（万股）			持股总市值（万元）			超配(%)
	2024Q2	2024Q3	变化	2024Q2	2024Q3	变化(%)	2024Q2	2024Q3	变化(%)	
华利集团	44	62	18	1,875	2,673	43%	114,124	197,539	73%	5%
海澜之家	106	70	-36	29,984	22,688	-24%	277,057	171,975	-38%	11%
伟星股份	43	47	4	12,417	10,527	-15%	155,839	146,852	-6%	12%
比音勒芬	38	37	-1	6,795	5,738	-16%	164,230	139,258	-15%	11%
安踏体育	34	57	23	1,249	1,172	-6%	85,498	99,826	17%	-4%
李宁	15	16	1	3,537	4,160	18%	54,557	73,906	35%	3%
申洲国际	14	13	-1	1,251	963	-23%	87,267	61,292	-30%	0%
特步国际	13	14	1	6,627	8,635	30%	29,091	47,031	62%	3%
台华新材	10	19	9	2,915	3,784	30%	29,532	46,657	58%	3%
报喜鸟	19	14	-5	7,895	7,699	-2%	42,948	33,720	-21%	2%
健盛集团	25	29	4	1,286	2,393	86%	12,796	25,634	100%	2%
富安娜	19	16	-3	2,903	2,341	-19%	29,173	22,009	-25%	1%
新秀丽	11	4	-7	10,943	1,008	-91%	232,704	19,448	-92%	0%
波司登	27	14	-13	9,886	3,761	-62%	43,940	15,125	-66%	-1%
森马服饰	2	12	10	89	2,230	2403%	517	14,069	2619%	-1%
新澳股份	24	24	0	1,137	1,212	7%	8,801	8,996	2%	0%
稳健医疗	0	2	2	0	83	0%	0	2,639	0%	-3%
百隆东方	4	6	2	144	113	-22%	750	596	-21%	-1%
裕元集团	2	2	0	19	35	88%	256	467	83%	-1%

资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 业绩跟踪：纺织制造业绩高弹性，服装家纺延续弱复苏

表2：纺织服装行业24Q1-24Q3业绩汇总

子行业	证券代码	公司简称	营业收入YoY				归母净利润YoY				股价涨跌幅 年初至今 (12/12)
			2023年度	24Q1	24Q2	24Q3	2023年度	24Q1	24Q2	24Q3	
运动服饰	2020.HK	安踏体育	16%	14%	-	35%	63%	-	5%		
	2331.HK	李宁	6%	3%	-	-22%	-8%	-	12%		
	1368.HK	特步国际	11%	10%	-	12%	13%	-	3%		
	1361.HK	361度	20%	19%	-	29%	12%	-	5%		
大众服饰	600398.SH	海澜之家	16%	9%	-6%	-11%	37%	10%	-14%	-65%	1%
	002563.SZ	森马服饰	2%	5%	10%	3%	76%	11%	1%	-36%	3%
	603877.SH	太平鸟	-9%	-13%	-12%	-14%	127%	-27%	-63%	-54%	4%
中高端服饰	3998.HK	波司登	3%	-	18%	-	-	-	23%	-	24%
	3709.HK	赢家时尚	22%	-1%	-	-	119%	-37%	-	-	3%
	002832.SZ	比音勒芬	23%	18%	10%	-4%	25%	20%	2%	-17%	6%
	002154.SZ	报喜鸟	22%	5%	-5%	-12%	52%	-2%	-38%	-52%	3%
	003016.SZ	欣贺股份	1%	-19%	-25%	-21%	-22%	-88%	-102%	-261%	5%
	603587.SH	地素时尚	10%	-12%	-7%	-19%	28%	-33%	-21%	-47%	4%
	603808.SH	歌力思	22%	12%	-1%	2%	417%	-38%	-53%	-239%	7%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	0%	-12%	-16%	-16%	-1%	-49%	-36%	-22%	4%
	603365.SH	水星家纺	15%	12%	-9%	-8%	36%	12%	-39%	-23%	3%
	002327.SZ	富安娜	-2%	5%	1%	-11%	7%	10%	-12%	-41%	6%
中游制造	2313.HK	申洲国际	-10%	12%	-	-	0%	38%	-	-	21%
	300979.SZ	华利集团	-2%	30%	21%	18%	-1%	64%	12%	16%	0%
	603558.SH	健盛集团	-3%	10%	2%	37%	3%	112%	-2%	27%	3%
	603908.SH	牧高笛	1%	4%	-7%	-17%	-24%	9%	-30%	2%	8%
	605080.SH	浙江自然	-13%	14%	13%	35%	-39%	-42%	16%	372%	7%
上游纺织	603889.SH	新澳股份	12%	12%	8%	11%	4%	7%	3%	8%	8%
	002003.SZ	伟星股份	8%	15%	32%	19%	14%	45%	36%	-10%	6%
	601339.SH	百隆东方	-1%	23%	24%	11%	-68%	-5%	-19%	-36%	3%
	603055.SH	台华新材	27%	52%	59%	34%	67%	101%	152%	35%	8%
	605189.SH	富春染织	14%	14%	28%	19%	-36%	30%	164%	-29%	12%

1.5 出口景气度：纺织品出口稳健增长，东南亚快于国内

■ 全球纺织业经历21Q4-22Q3高景气、22Q3-23Q4去库存，23年末开启供应链下单修复，24年品牌补库下订单景气度较高，且呈现“东南亚订单反弹快于国内”的结构性特征，或意味着本轮全球纺织业转移正在从量变（产能转移）走向质变（订单转移）！

- 24年1-11月，中国纺织业出口额2730.6亿美元(同比+2.0%)，其中纺织纱线、织物及制品1288.4亿美元(同比+4.6%)，服装及衣着附件1442.2亿美元(同比-0.2%)，上游纺织出口优于中游成衣，可能因为上游产能出海总体慢于中游。11月，纺织品出口同比增长9.5%，服装出口同比增长4.3%。
- 24年1-11月，越南纺织品出口336.5亿美元(同比+10.6%)、鞋类出口207.6亿美元(同比+12.9%)，规模远小于中国，但增速更快。11月纺织品出口30.5亿美元(同比+10.8%)、鞋出口21.6亿美元(同比+11.9%)。

图6：中国纺织业当月出口金额及同比增速

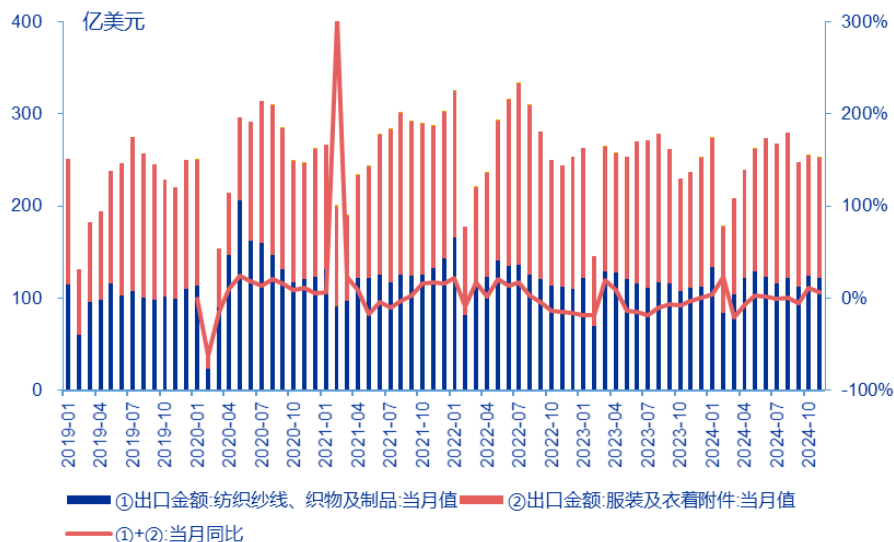
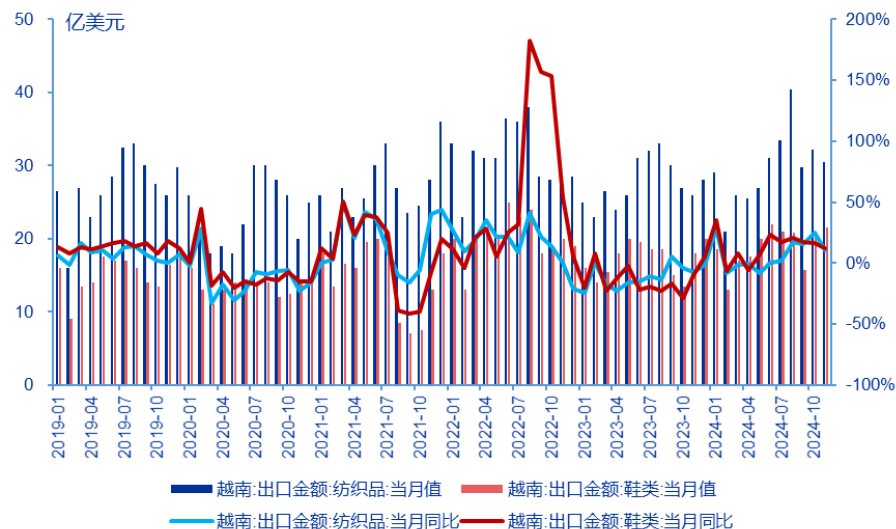


图7：越南纺织品、鞋类当月出口金额及同比增速



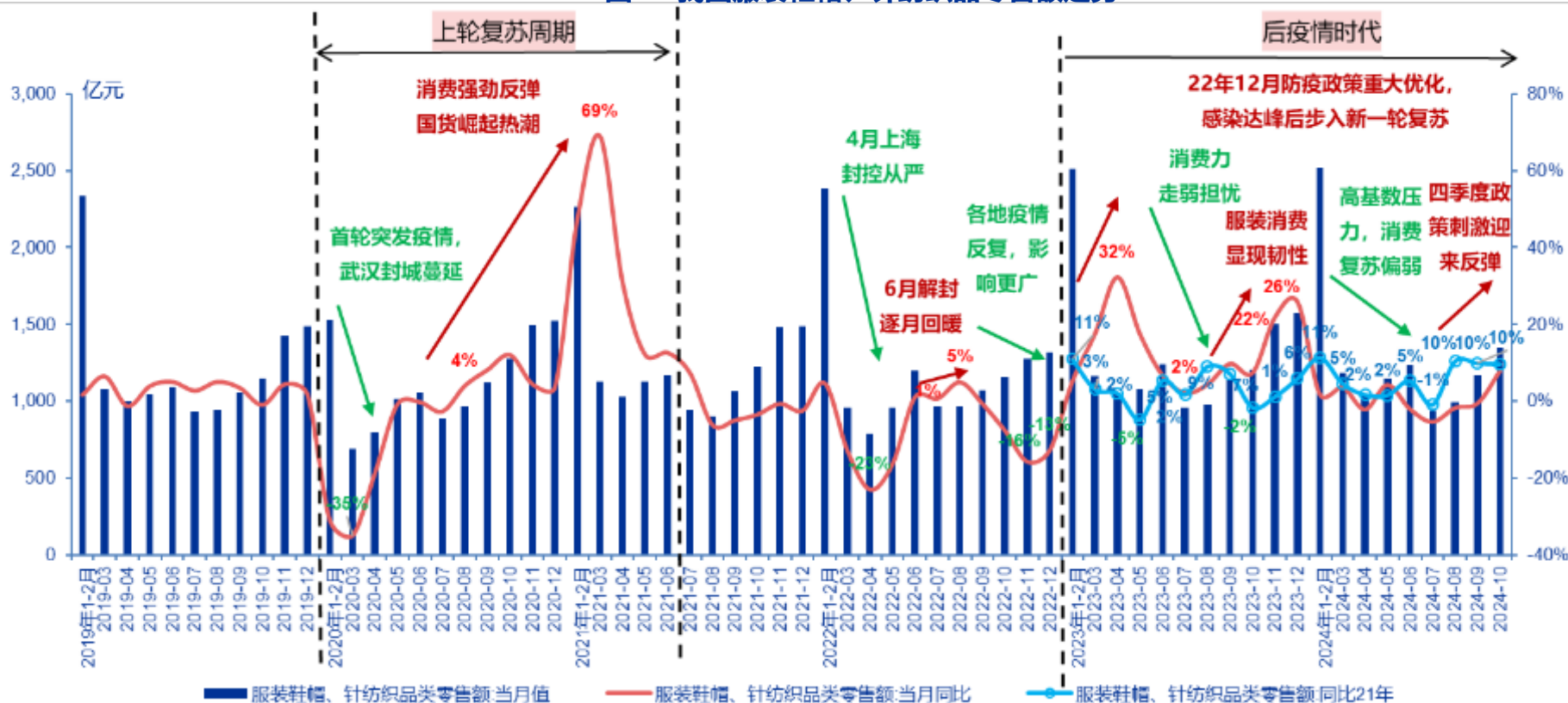
资料来源：中国海关总署，申万宏源研究

资料来源：越南统计局，申万宏源研究

1.6 内需景气度：四季度内需回暖，10月服装社零反弹明显

10月服装社零增速反弹明显，得益于国庆降温、政策刺激以及双十一大促。根据国家统计局数据，1-10月服装鞋帽、针纺织品类零售额同比增长1.1%，其中10月同比增长8.0%，环比9月份-0.4%提速明显，受益于国庆降温、政策刺激以及双十一大促提前。当前政策发力仍在继续，消费情绪改善叠加旺季来临，有望带动终端零售稳步回升。

图8：我国服装鞋帽、针纺织品类零售额走势



1.7 运动板块需求韧性相对更优，景气度领跑大盘

表3：国货运动品牌季度流水跟踪

运营指标	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年	2024Q1	2024Q2	2024Q3
零售流水yoy：安踏	10-20%高段	中个位数下滑	中单位数	高单位数下滑	低单位数	中单位数	高单位数	高单位数	高双位数	高单位数	中单位数	高单位数	中单位数
安踏 零售流水yoy：FILA	中单位数	高单位数下滑	双位数	10-20%低段下滑	低单位数下滑	高单位数	高双位数	10-20%低段	25-30%	10-20%高段	高单位数	中单位数	低单位数下降
零售流水yoy：其他品牌	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	10-15%	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	60-65%	25-30%	40-45%	45-50%
零售流水yoy：整体（不包括李宁 YOUNG）	20-30%低段	高个位数下滑	10-20%中段	10-20%低段下降	中单位数	中单位数	10-20%低段	中单位数	20-30%低段	10-20%低段	低单位数	低单位数下降	中单位数下降
李宁 线下渠道（零售及批发）	20-30%中段	高单位数下降	10-20%中段	10-20%高段下降		高单位数	10-20%低段	高单位数	20-30%高段		低单位数下降	中单位数下降	高单位数下降
零售	30-40%中段	高单位数下降	20-30%低段	10-20%中段下降		10%-20%中段	20-25%中段	20-30%低段	50%-60%低段		中单位数增长	持平	中单位数下降
批发	20-30%低段	高单位数下降	10-20%低段	20-30%低段下降		中单位数	高单位数	低单位数增加	10-20%高段		中单位数下降	高单位数下降	高单位数下降
电子商务	30-40%中段	中单位数增加	20-30%中段	高单位数增长		下降10%-20%低段	低单位数	低单位数下降	中单位数		20%-30%低段增长	高单位数增长	中单位数增长
零售流水yoy（包括线上线下）	30-35%	中双位数	20-25%	高单位数下降	中双位数增长	20%左右	高双位数	高双位数	30%以上	20%以上	高单位数	10%	中单位数
特步主品牌 零售折扣水平	约七五折	七折至七五折	七折至七五折	7折		7-7.5折	7.5折	7-7.5折	约7折		7-7.5折	7.5折	7.5折
零售存货周转	约四个月	约四个半月	约四个半到五个月	约五个半月	约五个半月	约五个月	小于5个月	4.5-5个月	4-4.5个月	4-4.5个月	4-4.5个月	4个月	4个月
主品牌流水增速	高双位数	低双位数	中双位数	大致持平		低双位数	10-15%	15%	超20%		高双位数	10%	10%
361度 童装流水增速	+(20-25%)	+(20-25%)	+(20-25%)	+低单位数		20-25%	20-25%	25-30%	40%		20-25%	中双位数	10%
电商流水增速	约50%	约40%	约45%	约25%		35%	30%	30%	超30%		20-25%	20-26%	超20%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

主要内容

1. 2024年复盘：制造景气恢复，消费尚在探底
2. 服装家纺：坚定看好消费复苏，关注三大主线
 - 2.1 冰雪户外需求高涨，25年亚冬运会与政策共振
 - 2.2 政策刺激加码，家纺、童装预期改善
 - 2.3 顺周期下关注男装、女装潜在弹性方向
3. 纺织制造：行业景气度仍在，聚焦龙头成长
4. 推荐：消费优于制造，关注政策扩围、冰雪户外

2.1 户外冰雪需求高涨，25年亚冬运会与政策共振

- **政策端自上而下加快冰雪运动市场发展，万亿级冰雪经济前景可期。**11月6日，国务院办公厅印发《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，目标到2027年冰雪经济总规模达到1.2万亿元，2030年达到1.5万亿元，2027-2030年3年复合增速为8%。
- **板块受益标的：安踏体育、波司登、361度、报喜鸟、三夫户外、探路者、浙江自然。**

表4：政策持续支持户外冰雪运动发展

年份	政策	颁发单位	内容
2016	《冰雪运动发展规划（2016-2025年）》	国家体育总局	到2025年形成冰雪运动基础更加坚实，普及程度大幅提升，竞技实力极大提高，产业体系较为完备的冰雪运动发展格局。
2019	《关于推进体育产业创新发展的指导意见》	国务院	加快发展冰雪产业，促进冰雪产业与相关产业深度融合，合理规划、广泛调动社会力量投资建设冰雪运动场地设施。
2019	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	国务院	到2022年，体育服务业增加值占体育产业增加值的比重达到60%；冰雪产业总规模超过8000亿元，推动实现“三亿人参与冰雪运动”目标
2021	《冰雪旅游发展行动计划(2021-2023年)》	文化和旅游部、发改委、国家体育总局	到2023年，推动冰雪旅游形成较为合理的空间布局和较为均衡的产业结构， 助力2022北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标 。冰雪旅游市场健康快速发展，打造一批高品质的冰雪主题旅游度假区。冰雪旅游参与人数大幅增加，消费规模明显扩大，对扩内需贡献不断提升。
2022	《关于公布“筑梦冰雪·相伴冬奥”全国冰雪旅游精品线路的通知》	文化和旅游部	确定10条全国冰雪旅游精品线路。推进冰雪旅游发展，完善服务设施体系，促进冰雪旅游与冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备制造等融合发展。
2022	《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》	发改委、体育总局、工信部、自然资源部	冰雪运动深入实施“南展西扩东进”战略，以京津冀为核心发展区域。东北、华北、西北地区为重点发展区域，在河北崇礼、吉林长白山(非红线区)、黑龙江亚布力、新疆阿勒泰等地建设冰雪丝路带。
2023	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	国务院	发展冰雪经济，推动冰雪运动、装备、旅游全产业链发展
2024	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	国务院	到2027年，实现冰雪经济总规模达到1.2万亿元。到2030年冰雪经济总规模达到1.5万亿元。 冰雪消费成为扩大内需重要增长点，建成一批冰雪运动和冰雪旅游高质量目的地，“冰雪丝路”、中国—上海合作组织冰雪体育示范区发展迈上新台阶

资料来源：国务院、国家体育总局、发改委等政府部门官网，申万宏源研究

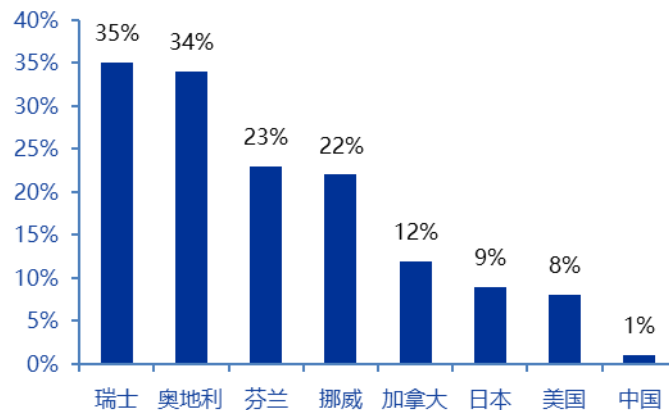
2.1.1 高景气度+低渗透率，行业万亿空间前景可期

■ **高景气度：**2023-2024冰雪季，我国冰雪休闲旅游人数超过3.85亿人次，2024-2025冰雪季恰逢亚冬会举办，赛事热度下，旅游人数有望达到5.2亿人，增速高达35%。

■ **低渗透率：**滑雪运动全球范围瑞士渗透率最高，2022年滑雪渗透率35%。我国冰雪产业发展快速但起步晚，整体渗透率较低，仅有1%，还有广阔的增长空间。

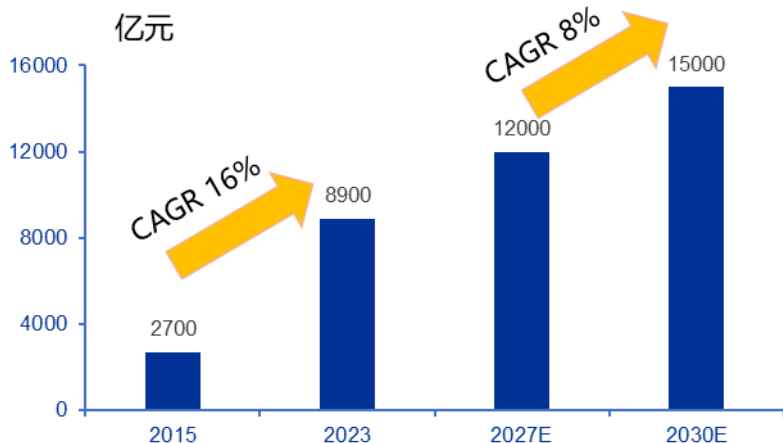
■ **行业持续扩容，万亿空间：**我国冰雪产业规模从2015年的2700亿元增长至2023年的8900亿元，2015-2023年8年CAGR高达16%。到2030年市场规模有望达到1.5万亿元。

图9：2022年世界主要国家滑雪渗透率



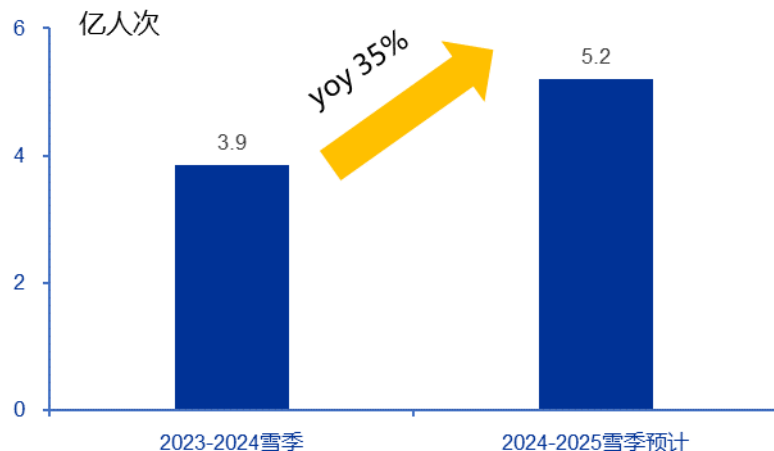
资料来源：Laurent Vanat《2022 全球滑雪市场报告》，申万宏源研究

图10：我国冰雪产业规模保持快速增长



资料来源：《中国冰雪产业发展研究报告（2024）》，申万宏源研究

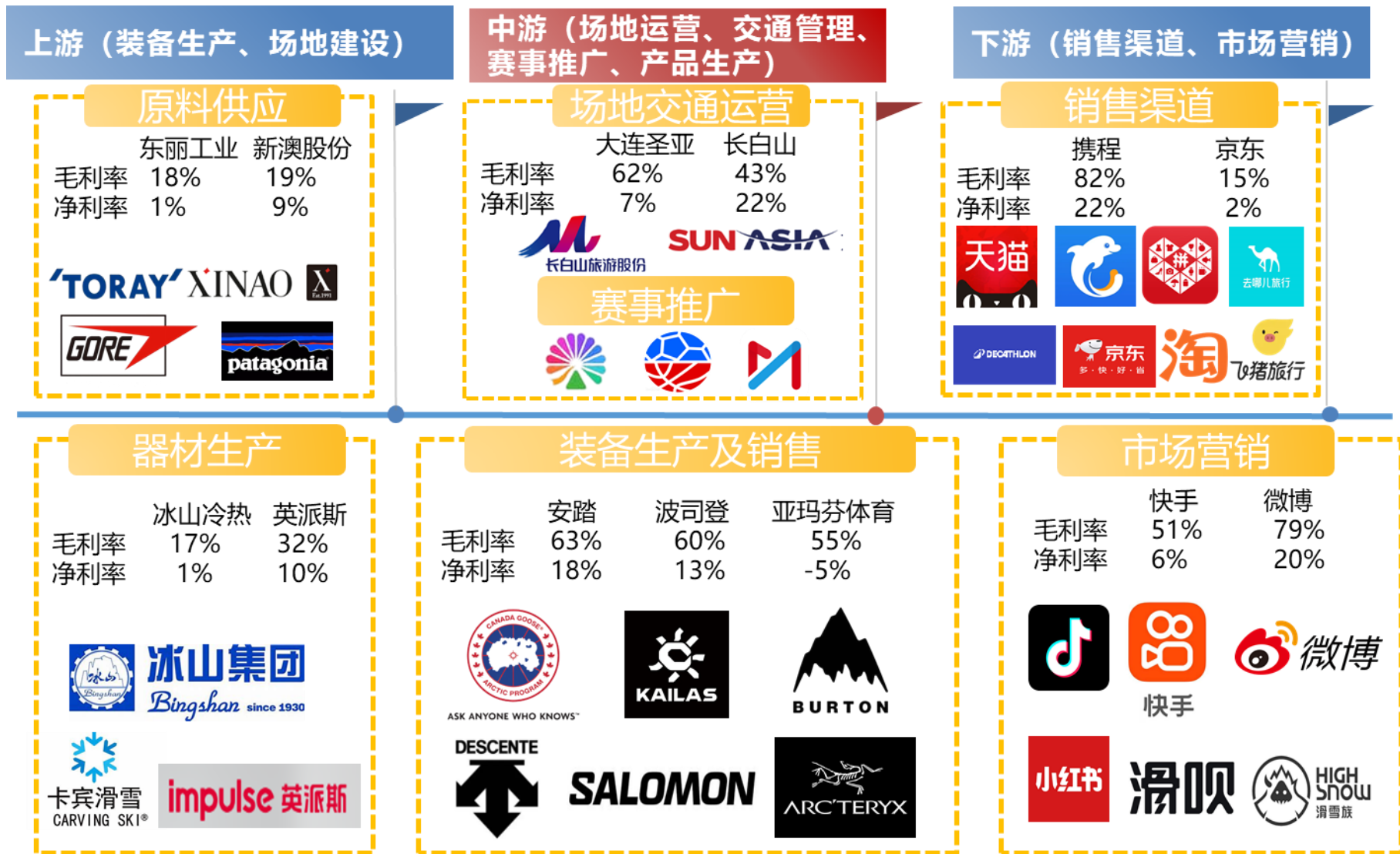
图11：我国冰雪季休闲旅游人数增长迅速



资料来源：《中国冰雪产业发展研究报告（2024）》，申万宏源研究

2.1.1 高景气度+低渗透率，行业万亿空间前景可期

图12：冰雪运动产业链图谱



2.1.2 国产品牌加码户外冰雪赛道，享行业高增红利

表5：中国服饰品牌加码户外冰雪赛道

公司	品牌	品牌创立国家	成立年份	品牌定位	首次进入中国年份	中国首店	中国首店开业时间
安踏集团	DESCENTE	日本	1935	国际领先的户外品牌，长期深耕滑雪、高尔夫、铁人三项领域，为瑞士高山滑雪队、西班牙高山滑雪队、加拿大追逐滑雪队等官方赞助商	2016	北京西单大悦城店	2016年
安踏集团	Peak Performance	瑞典	1986	瑞典高端户外时尚品牌，旗下产品包括滑雪、骑行、高尔夫、徒步等户外领域	2021	北京三里屯	2022年
安踏集团	始祖鸟	加拿大	1989	加拿大高端户外运动品牌，对新工艺和新技术追求极致，产品主要涉足于徒步、攀登和冰雪运动		上海市淮海中路283号的香港广场	2015年
安踏集团	Atomic	奥地利	1955	诞生于阿尔卑斯山脉的专业双板滑雪品牌，由滑雪者打造，为滑雪而生			
波司登	Bogner	德国	1932	奢华运动时尚品牌，主营以高性能滑雪服为代表的服饰产品	2018	北京王府中环直营店	2021年12月
中国动向	Phenix	日本	1952	国际顶尖户外品牌，1993年起赞助挪威国家滑雪队；2006年起成为日本滑雪联盟唯一赞助商	2008	北京三里屯太古里都市综合店	2020年11月
海澜集团	Head	奥地利	1950	定位于中高端市场，深耕于滑雪、网球等领域，为全球运动爱好者和专业运动员提供优质产品	2016	北京侨福芳草地购物中心运动服饰店	2021年12月
三夫户外	自有品牌X-BIONIC，代理品牌CRISPI、HOUDINI等	X-BIONIC (瑞士)、Crispi (意大利)、Klattermusen (瑞典)、HOUDINI (北欧)	X-BIONIC (1998)、Crispi及Klattermusen (1975)、HOUDINI (1993)	X-BIONIC专注于科技功能性和高级时尚感结合；Crispi深耕登山鞋靴；Klattermusen为山系经典品牌；HOUDINI 致力于环保理念，在功能性户外服装的环保领域树立标杆			
探路者	TOREAD、TOREAD.X、TOREAD kids	中国	1999年	深耕户外用品市场，专业从事户外用品的研发设计、运营和销售，通过品牌建设推广，为中国南（北）极考察队、珠峰高程测量队、神舟系列（十二号到十七号）载人航天等国家级重大项目提供装备支持			

资料来源：各品牌官网、华丽志，申万宏源研究

2.1.2 国产品牌加码户外冰雪赛道，享行业高增红利

图13：优质户外品牌梳理

序号	品牌标志	品牌名	中文名	创始人	成立时间	发源地
1	patagonia	patagonia	巴塔哥尼亚	伊冯·乔伊纳德	1973年	美国
2	ARCTERYX	Arcteryx	始祖鸟	杰里米·希德 达沃·洛纳	1989年	加拿大
3	NORRØNA	NORRØNA	老人头	约尔根·约根森	1929年	挪威
4	Columbia	Columbia	哥伦比亚	Paul Lamfrom 玛丽·拉姆福朗	1938年	美国
5	OR OUTDOOR RESEARCH	Outdoor Research	OR	Ron Gregg	1981年	美国
6	Marmot	Marmot	土拨鼠	汤姆·斯图尔特 安妮·亨特 迈克尔·雷德森	1971年	美国
7	MAMMUT	MAMMUT	猛犸象	Kespar Tanner	1862年	瑞士
8	MOUNTAIN HARD WEAR	Mountain Hardwear	山浩	Babu Chirif	1993年	美国
9	Black Diamond	Black Diamond	黑钻	伊冯·乔伊纳德	1989年	美国
10	THE NORTH FACE	THE NORTH FACE	北面	约翰·詹姆斯·高普金斯 苏吉·高普金斯	1966年	美国
11	HH HELLY HANSEN	HELLY HANSEN	海丽汉森	哈雷·耶尔·汉森	1877年	挪威
12	Jack Wolfskin	Jack Wolfskin	狼爪	Ulrich Dausien	1981年	德国
13	BIGPACK	BIGPACK	派格	Jaeger	1976年	德国
14	Haglöfs	Haglöfs	火柴棍	Victor Haglöf	1914年	瑞典
15	DESCENTE	DESCENTE	迪桑特	石本他家男	1935年	日本
16	MONTANE	MONTANE	盟泰恩	克里斯·罗夫 杰克·多克斯特	1983年	英国
17	Klättermusen	Klättermusen	攀山鼠	Peter Askulv	1975年	瑞典
18	mont-bell	mont-bell	梦倍路	辰野典	1975年	日本
19	Lafuma	Lafuma	乐飞叶	Victor, Alfred Gabriel	1930年	法国
20	KOLON SPORT	KOLON SPORT	可隆	李东旭	1973年	韩国

图14：羽绒服品牌金字塔梳理



资料来源：左图出自2024 Fashion Brands；右图出自2024 Brand Catcher，申万宏源研究

2.2.1 安踏体育：户外品牌布局前瞻，亚玛芬高增贡献业绩

稀缺的多品牌运营能力，满足多层次需求、打开成长上限：

- 户外品牌强用户心智、高景气增长：Descente专注滑雪、高尔夫、铁人三项，23年流水超50亿，26年目标100亿。Kolon Sport聚焦徒步露营场景，23-26年流水复合增长率目标30-35%。
- 主品牌稳健增长，筑牢基本盘：高端化冠军系列+低价位超级安踏满足多元需求，未来3年CAGR+10-15%。
- FILA短期调整，功能化转型：FILA fusion、kids短期调整，Classic产品强化网球、高尔夫功能性产品布局，效果明显。
- 合营公司Amer Sports业绩持续超预期，大中华、始祖鸟品牌表现强劲，24年贡献业绩增量+一次性投资收益16亿元。

图15：安踏各品牌流水增速

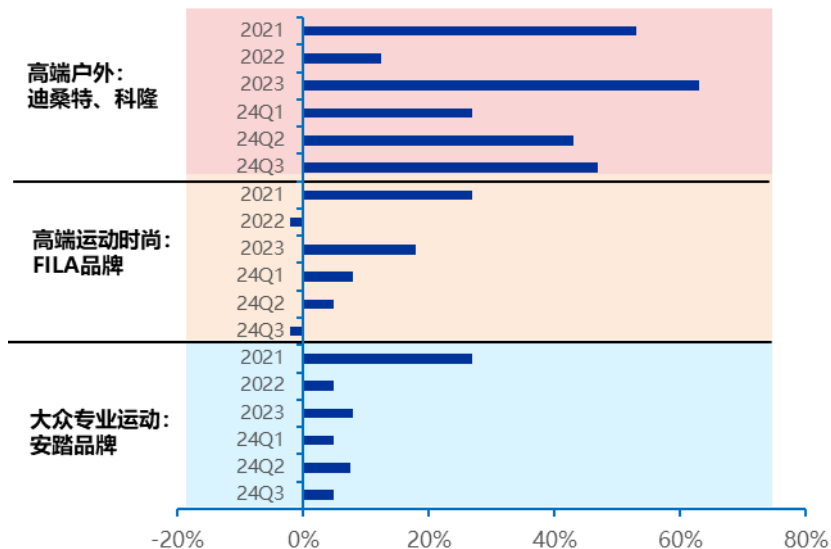


图16：安踏集团构建多品牌矩阵

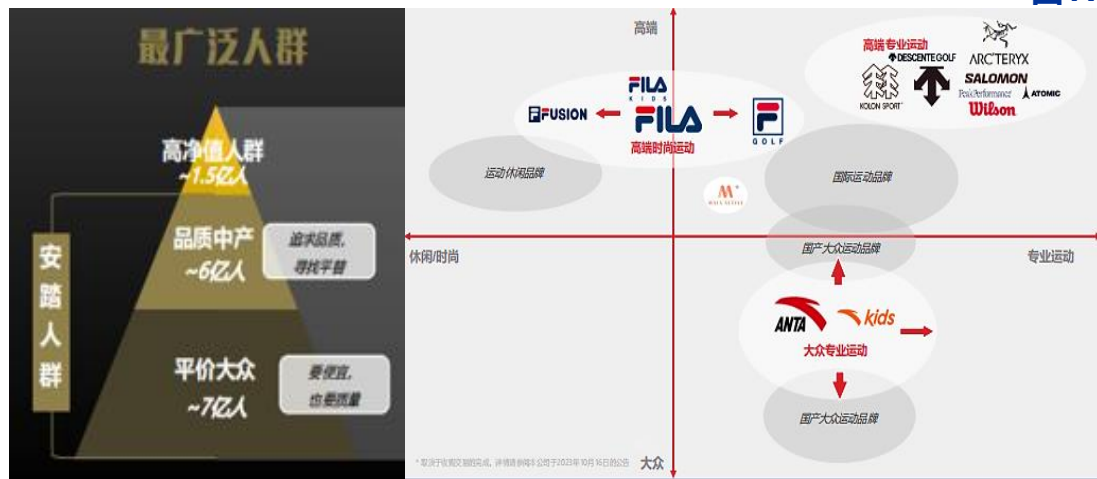
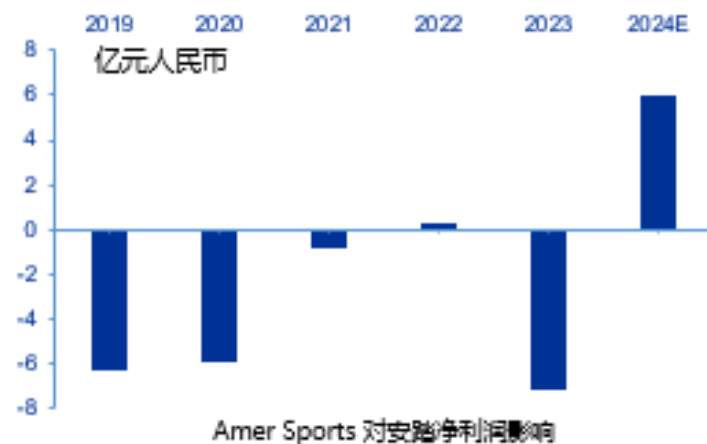


图17：Amer Sports往年拖累利润，24年预计贡献利润



2.2.2 波司登：淡季品类拓展，旺季借冰雪旅游打造尔滨IP

- **业绩持续高增长，产品力、渠道效率、供应链灵活为核心。**
- **1) 产品力：**从轻薄羽绒服、冲锋衣羽绒服到防晒服，品类拓展能力持续印证。24年再推“叠变”三合一系列，反响积极，双十一天猫女装榜第一。借亚冬会及冰雪热潮，打造哈尔滨大秀、尔滨IP联名款。
- **2) 渠道运营：**夯实Top店体系，定制一店一策；渠道分层经营，分店态进行差异化的资源匹配。门店精简+收入高增，反映内在效率优化**（波司登品牌门店 FY20→FY24：3811家→2997家，但收入翻倍）**。
- **3) 柔性供应链：**首单订货比例40%左右左右，后续根据旺季小单快反、拉式补货，确保订货的精确度、控制存货风险。

图18：双11天猫服饰店铺销售榜



图19：9月在上海举行“叠变”云端大秀



图20：FY25H1营收同比上升18%至88亿元

图21：FY25H1净利润同比增长23%至11.3亿元

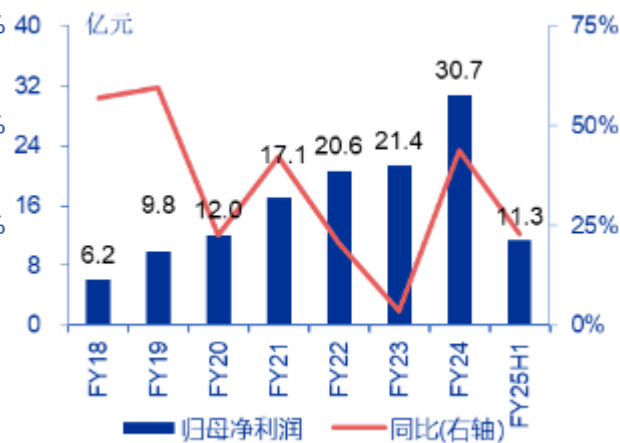
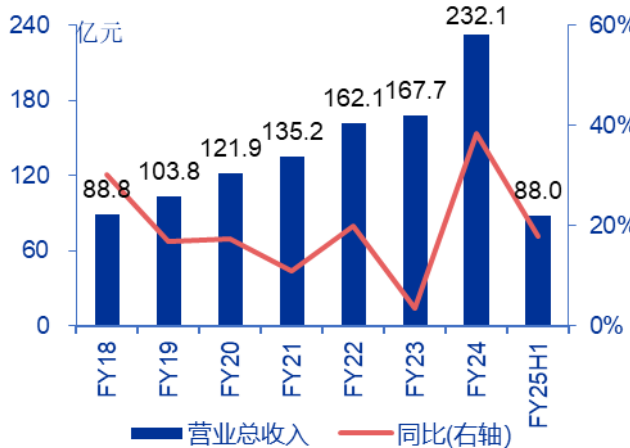


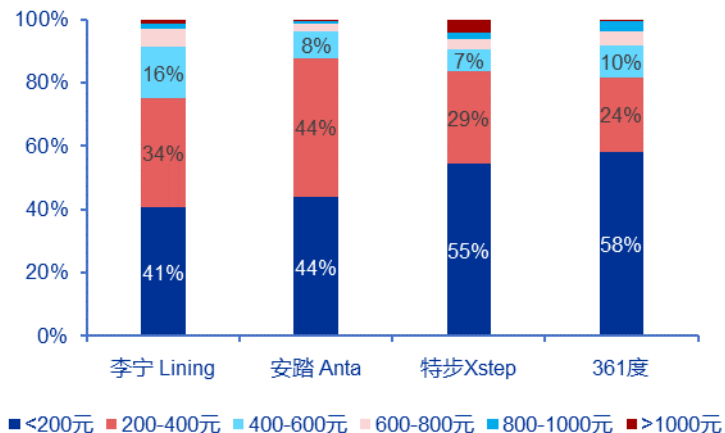
表6：各品牌门店数量减少但收入增加

品牌	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25H1
波司登收入 (亿元)	84.0	99.9	116.2	117.6	167.8	52.8
yoy		23%	19%	16%	1%	43%
门店数量	3811	3686	3484	3183	2997	2873
门店变化 (个)		368	-125	-202	-301	-186
雪中飞收入 (亿元)	5.0	5.5	9.7	12.2	20.2	3.9
yoy		38%	11%	77%	25%	65%
门店数量	499	307	275	238	220	315
门店变化 (个)		20	-192	-32	-37	-18
冰洁收入 (亿元)	2.1	1.5	2.4	1.3	1.5	0.2
yoy		-4%	-29%	60%	-47%	16%
门店数量	556	157	50	2	0	0
门店变化 (个)		-150	-399	-107	-48	-2

2.2.3 361度：亚冬会官方合作伙伴，产品质价比引领高增

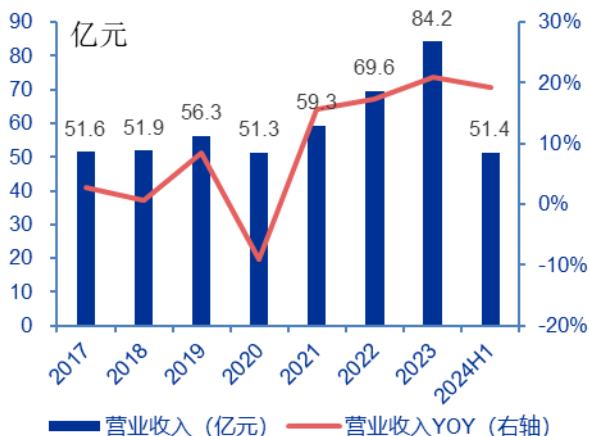
- 自2010年广州亚运会以来连续五届赞助亚运会，2026年再度赞助爱知名古屋亚运会，国际认可度持续提升。
- 亚冬会官方合作伙伴，品牌营销提振销售。为亚冬会打造官方运动服饰，扩大品牌声量，承接冰雪旅游巨大客流带动销售。
- 高质价比定位顺应消费分层，业绩连续3年高增长。20-23年3年收入/归母净利润CAGR为18%和32%。主要因产品高性价比，渠道提质增效及电商专供策略。
- 兼具成长性、低估值、高股息。24年净利润预计为11亿，同比增长13%，PE 8倍，假设延续40%的分红率，股息率5%以上。

图22：361度产品价格性价比优势较高（2024年1-10月，天猫平台）



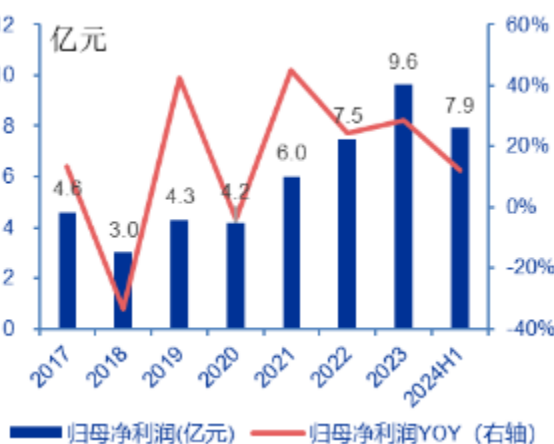
资料来源：久谦，申万宏源研究

图23：24H1营收同比增长19%至51.4亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图24：24H1净利润同比增长12%至7.9亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图25：361度为亚冬会打造官方运动服饰



资料来源：黑龙江日报，申万宏源研究

2.2.4 报喜鸟：计划通过并购拓展版图，高潜力功能户外标的

- 根据10/26公告《关于对报喜鸟控股股份有限公司的问询函》，公司说明将择机推进主业相关的品牌收购及国际化战略，有大额资金需求。
- 根据意大利《24小时太阳报》近期报道，公司正谈判收购Woolrich，有望加码户外赛道版图。
 - **Woolrich**：成立于1830年，美国历史最悠久的户外服饰品牌之一，以耐用性和功能性而著称，曾经一度是美军保暖服饰装备供应商。近年来品牌正向全球市场扩张，目前主要销售市场在欧洲，未来三年目标大力推动亚洲、北美市场占比扩大。

图26：报喜鸟旗下主要品牌矩阵

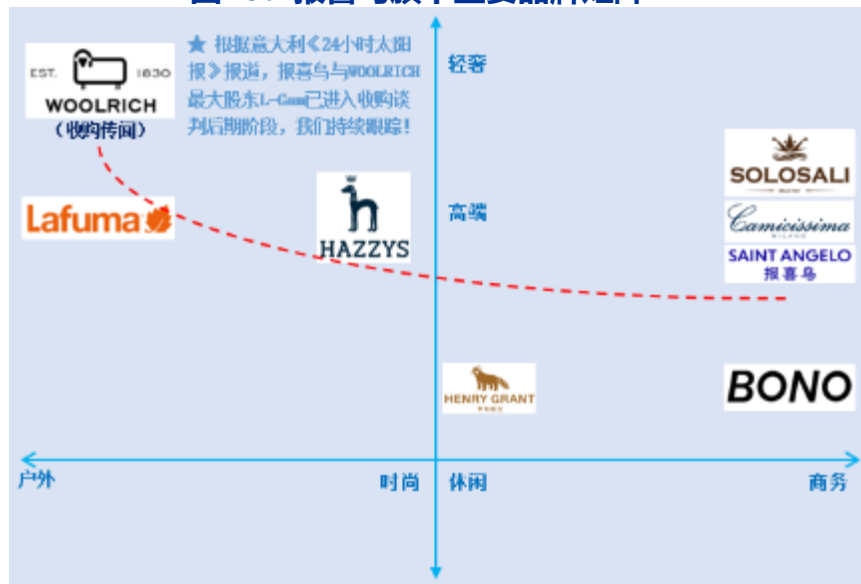


表7：报喜鸟主营业收入结构（分品牌）

百万元	主营业收入			主营业收入占比			主营业收入YoY	
	2022	2023	2024H1	2022	2023	2024H1	2023	2024H1
报喜鸟	1,476	1,730	774	35%	34%	32%	17%	-4%
Hazzys	1,416	1,758	860	33%	34%	36%	24%	0%
宝鸟	896	1,039	507	21%	20%	21%	16%	-2%
Lafuma	186	262	152	4%	5%	6%	41%	32%
恺米切&TB	137	179	88	3%	3%	4%	30%	-6%
其他品牌	121	143	37	3%	3%	2%	18%	19%
合计	4,233	5,109	2,416	100%	100%	100%	21%	0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司官网，意大利《24小时太阳报》，申万宏源研究

图27：Woolrich经典单品



资料来源：Mounster山系文化《Woolrich——不折不扣的元祖级户外服装品牌》，申万宏源研究

主要内容

1. 2024年复盘：制造景气恢复，消费尚在探底
2. 服装家纺：坚定看好消费复苏，关注三大主线
 - 2.1 冰雪户外需求高涨，25年亚冬运会与政策共振
 - 2.2 政策刺激加码，家纺、童装预期改善
 - 2.3 顺周期下关注男装、女装潜在弹性方向
3. 纺织制造：行业景气度仍在，聚焦龙头成长
4. 推荐：消费优于制造，关注政策扩围、冰雪户外

2.2 上海新增家纺纳入国补范围，各地政策跟进大超预期

上海、厦门再扩大消费补贴范围，家纺品类首次被纳入！

- 10月下旬上海、厦门先后家纺类首次新增纳入当地政府补贴范围，罗莱/水星/富安娜等品牌均参与在内。11月中上旬，我们观察到补贴地线下门店，以及线上天猫、京东平台均已上线活动，线上补贴适用范围也从上海收货地，逐步延展至全国收货地，超过市场原认为仅限于补贴地线下门店的预期！

本次上海新增家纺类消费补贴，同步适用上海线下门店、线上多电商平台，且实际达成补贴全国消费者，也带动了吉林/江苏/贵州等多地补贴政策跟进覆盖家纺，超预期！

- 我们认为，本轮家纺类消费补贴集体出炉，主要倾斜头部品牌，并恰逢双十一、双十二电商大促及秋冬旺季，将对上市家纺企业旺季零售起到关键促进作用，值得期待能领先其他品类率先恢复增长趋势。

图28：天猫、京东均上线家纺国补活动通道



资料来源：罗莱天猫官方旗舰店、京东自营旗舰店，申万宏源研究

表8：上海、厦门新增家纺品类纳入政府补贴范围

发布时间	发布单位	发布文件/通知	涉及家纺品类的内容	补贴力度
2024/10/22	上海市商务委员会 上海市住房和城乡建设管理委员会 上海市经济和信息化委员会	《新增家电家居消费补贴政策补贴品类和参与企业名单》	新增家纺类补贴，包括被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服，家纺类（第一批）补贴品牌包括罗莱、水星、富安娜等	实际成交价补贴15%，单笔补贴额上限2000元
2024/10/30	厦门市住房和城乡建设局 厦门市发展和改革委员会 厦门市财政局 厦门市市场监督管理局	《关于修改厦门市旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品购置补贴实施细则部分条款的通知》	“家装厨卫家具”增加“梳妆台、屏风、床上用品”等3类产品	实际成交价补贴20%，单笔补贴额上限2000元

资料来源：上海商务委员会、厦门住房和城乡建设局等官网，申万宏源研究

2.2.1 家纺景气度一旦回升，仍是优质低估值红利投资选择

■ **24年受困于消费环境疲弱，各家业绩表现不佳，但回溯此前年度，实际盈利能力及质量优秀，奠定高分红资产的基础条件。**

- 3家上市家纺公司21年ROE（平均）均15%以上，22年即使疫情影响下仍有10%以上。
- 3家上市家纺公司在多数常规年度净现比保持1倍以上，保障了每年较高的现金分红比例。
 - ✓ 21-23年罗莱/富安娜/水星家纺累计现金分红比例（含回购）分别达99%/97%/56%。

图29：上市家纺企业ROE
ROE（平均）

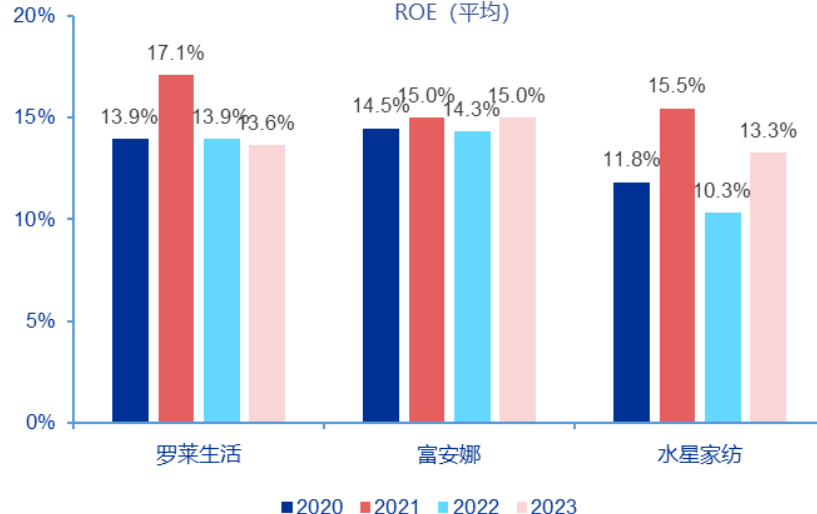


图30：上市家纺企业现金流

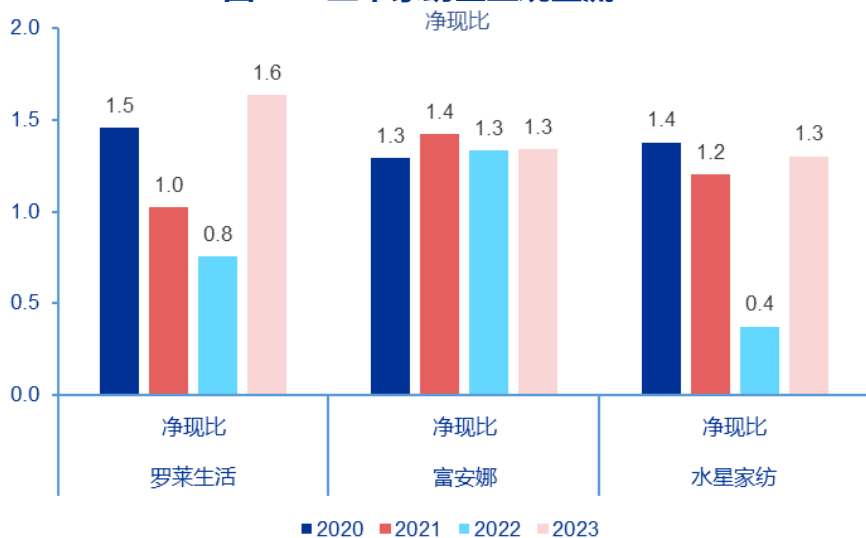
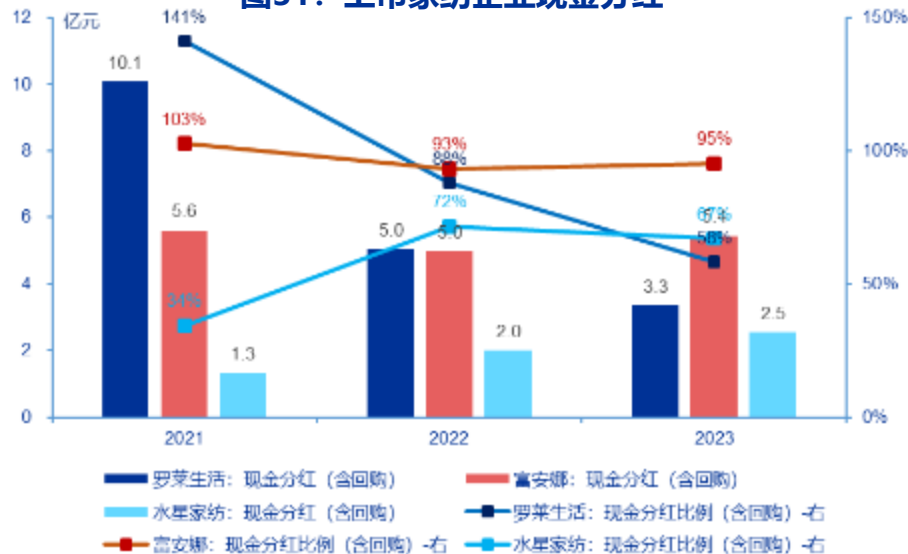


图31：上市家纺企业现金分红



2.2.2 边际趋势：单季利润同比降幅收窄，毛利率逆势扩张

- 24Q3罗莱、水星营收端同比降幅较上季相近，但利润端同比降幅较上季已有收窄，反映盈利已基本触底，叠加国补政策出炉托底旺季零售，上市家纺品牌有望步入加速修复窗口。
- 24Q1-3毛利率在弱势零售中仍延续扩张，主要得益于销售结构优化，高支套件、高端被芯等销售占比提升。该趋势已在过去多年兑现，今年仍逆势延续，期待在零售环境好转之后，毛利率能显现加速扩张。

图32：上市家纺企业营收同比增速

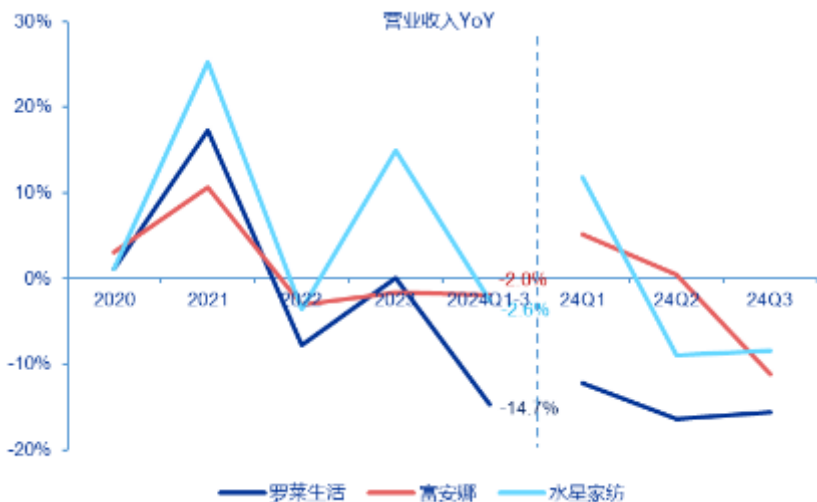


图34：上市家纺企业毛利率及同比变动

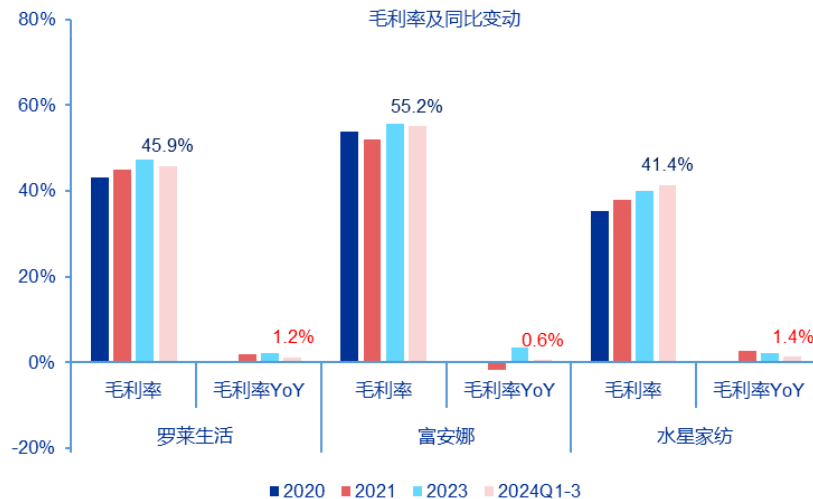
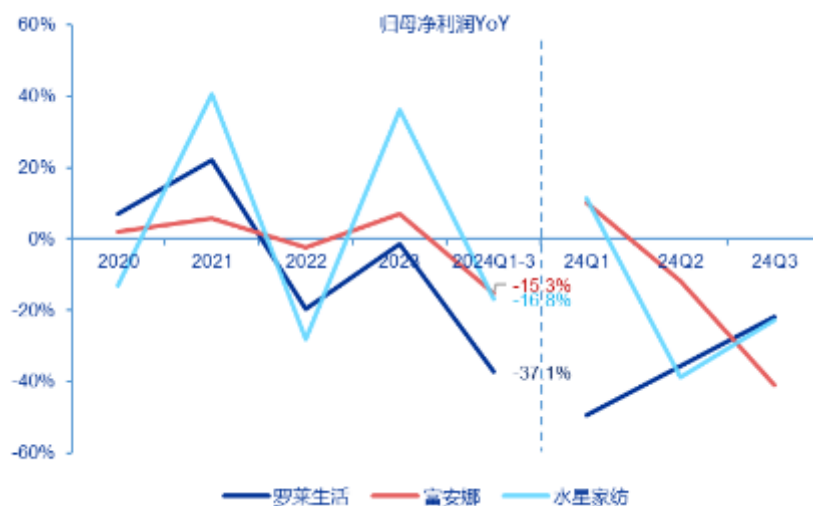


图33：上市家纺企业归母净利润同比增速



2.2.3 明年看点：加速拓店，芯类爆款、婚庆回暖值得期待

■ 21-23年新开店数量显著放大，加速拓店抢占市场份额，一旦零售反弹，成长性将显现出来。

■ 品类迁移正在发生：被芯销售贡献占比持续扩大，且毛利率提升较套件更显著，反映出被芯品类正处于终端需求品质化加速的阶段！

- 23年水星/罗莱（剔除家具业务）/富安娜被芯销售贡献占比48.1%/43.6%/40.2%，且羽绒被、蚕丝被等高客单、高毛利单品畅销，驱动被芯品类毛利率较18年显著提升6.9/5.3/7.1pct。

表9：罗莱生活、富安娜近年来门店变化分析（个）

公司	单位：个	2020	2021	2022	2023	2024H1
罗莱生活	期末门店数	2,236	2,481	2,662	2,730	2,690
	新开店	292	452	399	432	156
	新关店	381	207	218	364	196
	净开店	-89	245	181	68	-40
富安娜	期末门店数	1,466	1,525	1,470	1,494	1,531
	新开店	65	232	127	172	60
	新关店	146	173	182	148	23
	净开店	-81	59	-55	24	37

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

表10：上市家纺企业被芯贡献营收占比逐年扩大，且毛利率提升显著

家纺公司	品类	营收占比				毛利率			
		2014	2018	2022	2023	2014	2018	2022	2023
罗莱生活 (剔除家具业务)	套件	43.2%	43.4%	38.9%	38.8%	46.5%	48.6%	48.4%	50.6%
	被芯	37.3%	34.6%	41.5%	43.6%	44.4%	46.8%	50.4%	52.2%
	其他	19.6%	22.0%	19.7%	17.7%				
水星家纺	套件	43.9%	43.3%	37.5%	36.2%	37.4%	37.3%	38.5%	41.9%
	被芯	40.8%	43.9%	45.9%	48.1%	31.5%	33.9%	40.3%	40.8%
	其他	15.3%	12.9%	16.6%	15.8%				
富安娜	套件	53.2%	43.5%	39.2%	39.5%	54.7%	53.3%	56.2%	57.8%
	被芯	30.5%	37.2%	39.0%	40.2%	50.5%	47.7%	52.8%	54.9%
	其他	16.3%	19.3%	21.8%	20.3%				

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

2.2.4 童装鼓励生育政策陆续出台，京东率先进行童装补贴

- **人口均衡发展为重要国家战略，鼓励生育政策陆续重磅出台。**面对出生率降低的潜在压力，近年来政府陆续推出相关政策推动生育政策与经济社会发展政策配套衔接，减轻家庭生育、养育、教育负担，降低生育成本，激发生育意愿。
- **近期京东自营平台国补品类拓至母婴童装产品，折扣力度15%，进一步刺激童装消费。**2024年11月20日-12月31日期间，京东自营平台增加童装类国补，折扣力度15%，巴拉巴拉、全棉时代等品牌的部分产品适用，期待后续扩大补贴范畴和力度。

表11: 鼓励生育相关政策梳理

时间	文件	发文机关	相关内容
2024.10	《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》	国务院	强化生育服务支持；加强育幼服务体系建设；强化教育、住房、就业等支持措施；营造生育友好社会氛围。
2022.12	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》	中共中央、国务院	养老育幼服务：推动生育政策与经济社会政策配套衔接，减轻家庭生育、养育、教育负担；教育：推动义务教育优质均衡发展和城乡一体化
2022.8	《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》	国家卫生健康委等17部门	改善优生优育服务，推进妇幼保健机构能力建设，各省、市、县级均应设置1所政府举办、标准化的妇幼保健机构。中央投资开展约10个儿科类项目。住房政策向多子女家庭倾斜，在缴存城市无自有住房且租赁住房的多子女家庭，可按照实际房租支出提取住房公积金；对购买首套自住住房的多子女家庭，有条件的城市可适当提高住房公积金贷款额度等相关支持政策；降低学生就学成本，严格管理校外培训收费
2022.6	《“十四五”国民健康规划》	国家发改委	为拟生育家庭提供科学备孕指导、孕前优生健康检查和增补叶酸指导服务，加强产前筛查和产前诊断
2021.7	《关于做好支持三孩政策生育保险工作的通知》	国家医保局	要求各地将参保女职工生育三孩的费用纳入生育保险待遇支付范围，按规定及时、足额给付生育保险医疗费用和生育津贴待遇
2021.6	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	中共中央、国务院	实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，取消社会抚养费等制约措施，清理和废止相关处罚规定，将入户、入学、入职等与个人生育情况全面脱钩；增加婴幼儿托位数，支持150个城市新增示范性普惠托位50万个以上
2019.4	《国务院办公厅关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》	国务院	加强家庭的照顾，落实产假，支持脱产的父母重返岗位，提供早期发育指导；加大社区的照顾，配备符合规范标准的措施，推动老旧小区改造，衔接社区照护服务；规范照护机构，非营利性机构需要登记注册，地方政府建立机构
2019.3	《国务院办公厅关于全面推进生育保险和职工基本医疗保险合并实施的意见》	国务院	生育保险基金并入职工基本医疗保险基金，统一征缴，统筹层次一致，个人不缴纳生育保险费
2017.1	《国家人口发展规划(2016-2030年)》	国务院	把人口均衡发展作为重大国家战略，充分发挥全面两孩政策效应，提供优质的孕前健康检查、住院分娩、母婴保健、避孕节育、儿童预防接种，配置儿童照料、教育、社会保障，在公共场所设置母婴室或婴儿护理台。完善计划生育奖励假制度和配偶陪产假制度；鼓励雇主为孕期和哺乳期妇女提供灵活的工作时间安排及必要的便利条件
2015.11	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	国务院	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。改革完善服务管理、制度。提高生殖健康、妇幼保健、托幼等公共服务水平，加大妇幼疾病防治力度，加强出生缺陷防治，建立出生缺陷防治免费服务制度，向孕产妇免费提供基本生育医疗服务

资料来源: 国务院、卫健委、发改委、医保局等部门官网, 申万宏源研究

图35: 京东自营平台童装补贴



资料来源: 京东APP, 申万宏源研究

2.2.5 森马服饰：经营拐点已至，中长期有望稳健增长

- **森马服饰：经营韧性较强，门店恢复净开店、库存改善，迎来经营拐点。** 24Q1-3营收94亿、同比增长5.6%，归母净利润7.55亿、同比下滑9.3%。24Q1-3门店总数净增家326家，为2020年以来首次恢复净开店，同时24Q3末库存水平同比下降14%，库存持续改善，经营拐点已至。
- **中长期来看门店较19年高点具备提升空间，看好中长期门店增长、同店改善。** 公司24Q3末门店较19年末高点有接近2000家空间，此外，公司通过内部组织变革和信息化升级实现精细化管理，有望带动店效提升。

图38：2024Q1-3门店总数净增326家

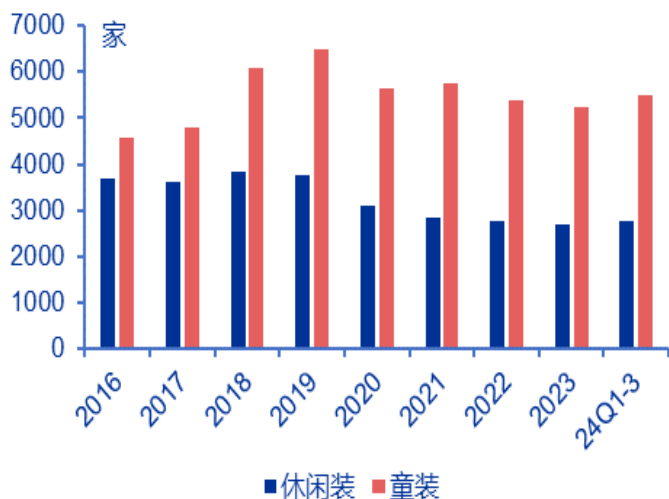


图36：24Q1-3库存水平同比下降10.3%

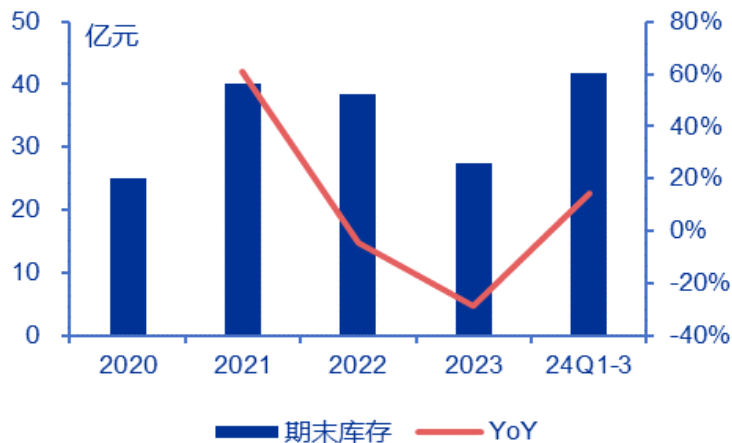
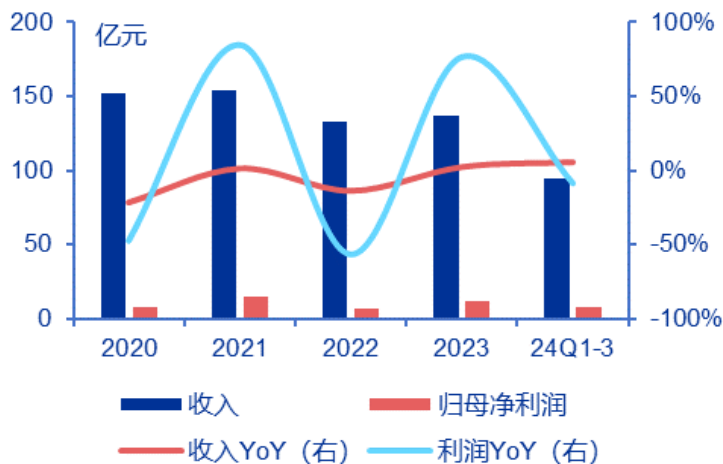


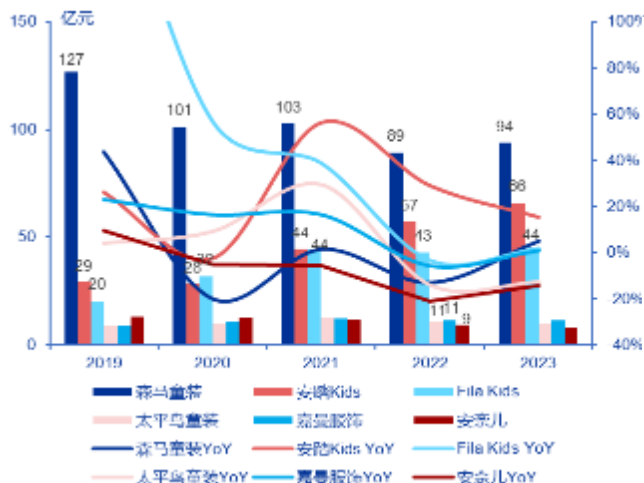
图37：2024Q1-3营业收入同比增长5.6%显韧性



2.2.6 嘉曼服饰：深耕中高端童装，暇步士IP打开成长上限

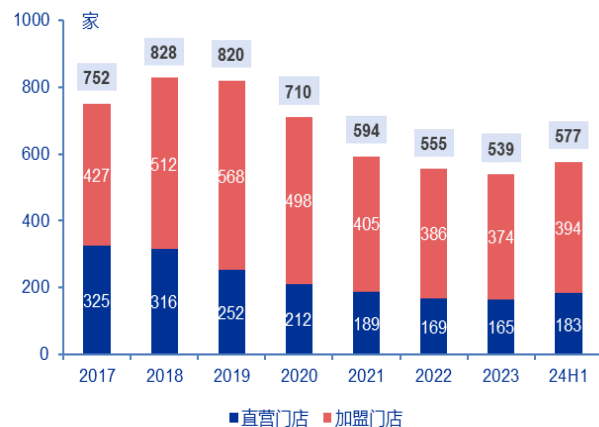
- **运营多个中高端童装细分品牌，收入规模及门店基数低，成长空间充足。** 嘉曼服饰运营暇步士、哈吉斯、水孩儿等中高端童装品牌和部分奢侈品童装品牌。根据公司年报，2023年营收11.5亿元、同比增长0.8%；截至24H1末，直营店165家、加盟门店374家。收入和门店体量规模较巴拉巴拉等大众品牌偏小，成长弹性空间较大。
- **收购暇步士品牌IP资产，2024年成人装、玩具周边已开始自运营，品类扩张潜力大。** 嘉曼服饰于2023年9月收购暇步士品牌在大中华区的IP资产，标志着公司战略向多品类转型，从童装拓展到成人装、鞋等服饰全品类，24H1成人装及玩具周边业务已开始自营。未来有望围绕暇步士IP资产充分挖掘，进一步打开成长天花板。

图39：上市企业童装业务营收及增速比较



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图40：嘉曼服饰经多年渠道优化之后，具备开店弹性



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图41：暇步士IP及服装品类形象



资料来源：公司官网，申万宏源研究

主要内容

1. 2024年复盘：制造景气恢复，消费尚在探底
2. 服装家纺：坚定看好消费复苏，关注三大主线
 - 2.1 冰雪户外需求高涨，25年亚冬运会与政策共振
 - 2.2 政策刺激加码，家纺、童装预期改善
 - 2.3 顺周期下关注男装、女装潜在弹性方向
3. 纺织制造：行业景气度仍在，聚焦龙头成长
4. 推荐：消费优于制造，关注政策扩围、冰雪户外

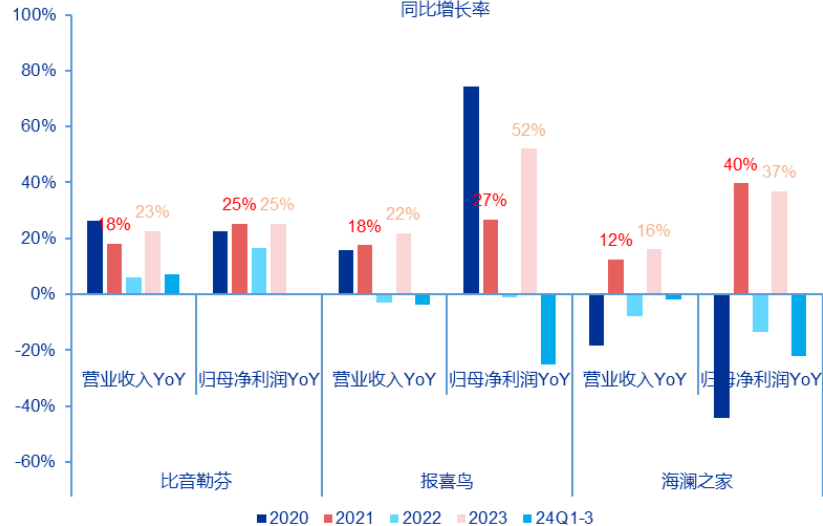
2.3.1 男装：强关联经济复苏线索，在21年和23年均有佐证

- 男装消费虽客群稳定、复购率高，但引发购买行为的原因与商务、社交等场景强相关。
- 回溯过去4年中国男装零售市场规模波动，20年首波突发疫情期间，市场规模大幅收缩，21年疫后第一阶段社交复苏驱动零售反弹，22年多地疫情反复，穿着场景又一次削减，23年防疫政策重大变化之后，商务、社交需求持续回暖。我们预计，24年男装消费退坡主因是经济预期下修，关联商务、社交需求就显著减少，等待当前国内政策发力向经济基本面传导，至25年有望迎来经济复苏，从而带动内需反弹，其中男装消费关联性强于其他服装品类。
- 在21年和23年，比音勒芬/报喜鸟/海澜之家营收均有同比双位数增长，归母净利润增速更高。

图42：21年和23年中国男装零售市场强劲反弹



图43：21年和23年优质男装品牌业绩强劲反弹



资料来源：Eurimonitor（欧睿），申万宏源研究

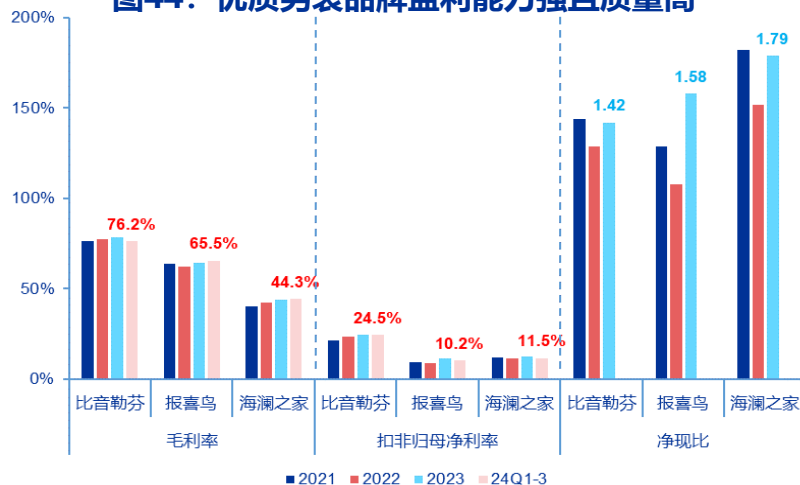
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3.2 男装：高质量发展待零售改善，兼顾同店与开店增长

我们评估服饰品牌高质量发展的三个维度：

- 增长模式：同店与开店兼顾！** 我们测算，23年比音/报喜鸟/海澜单店营收贡献271/296/227万元，能基本恢复、甚至超过21年水平，同店良性增长。
- 盈利能力：利润率！** 比音/报喜鸟/海澜23年毛利率、扣非归母净利润率均创近3年新高，24Q1-3毛利率也逆势保持同比稳定，反映折扣率较为坚挺。
- 盈利质量：净现比！** 比音/报喜鸟/海澜23年净现比高达1.4-1.8，正常年度经营现金流十分强劲。

图44：优质男装品牌盈利能力强且质量高



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图45：优质男装品牌持续净开店

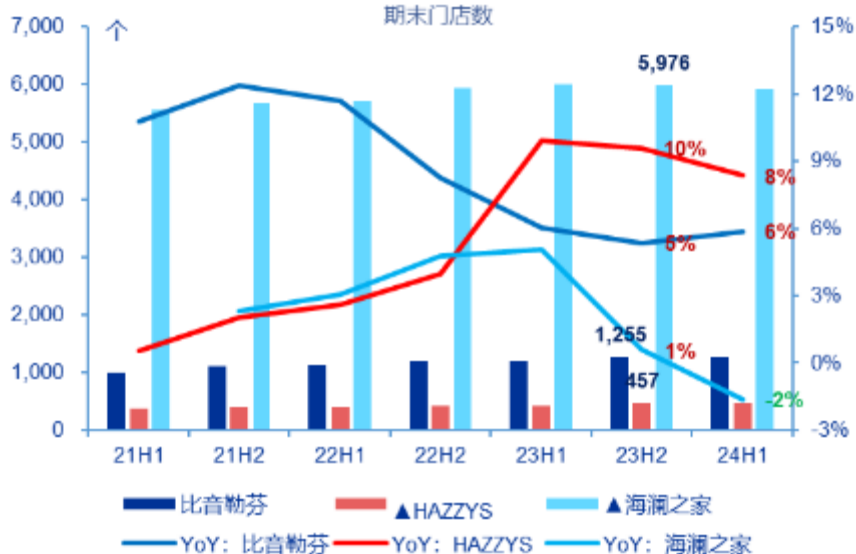
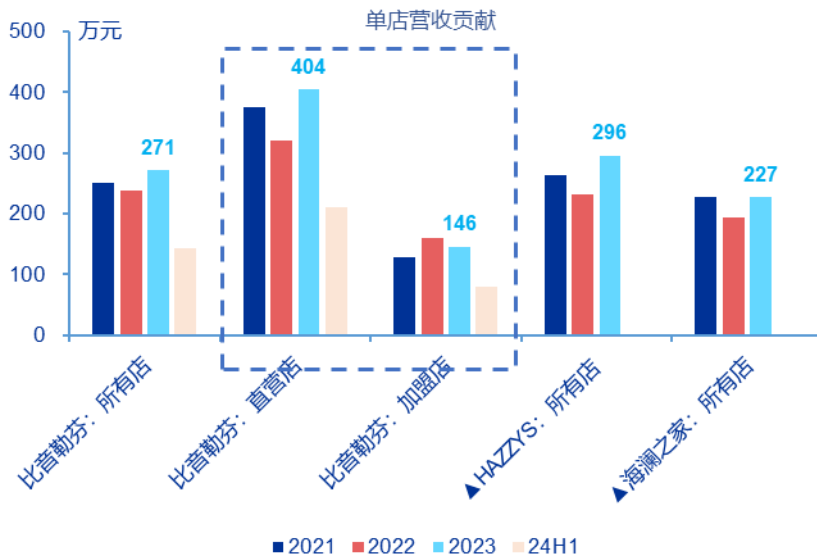


图46：优质男装品牌23年单店营收强劲反弹



资料来源：申万宏源研究

注：▲表示品牌口径，其余为公司口径，以上测算值仅供参考

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：▲表示品牌口径，其余为公司口径

2.3.3 男装：等基本盘趋稳之后，新增长逻辑也将逐步被强化

■ 今年受制于外部零售环境低迷，基本盘表现较弱，阻碍了市场对新增长逻辑的合理定价。

- 比音勒芬：主品牌仍处于黄金成长期，K&C品牌惊艳回归。** 1) 主品牌高端定位，对应客群消费力韧性强，受经济环境冲击远小于中端、大众品牌，24Q1-3营收、净利实现双增长，表现大幅优于同行。同时，持续推进店位及渠道升级，一线顶尖商圈开店也在加速。2) 经一年多充分策划准备，9月K&C品牌率先亮相2025SS伦敦大秀，多家直营门店陆续在中国开业，标志开启第二成长曲线。
- 报喜鸟：大股东再度全额认购定增，HAZZYS有望抬升成长斜率。** 1) 根据《2024 年度向特定对象发行A 股股票预案》，公司计划向实控人发行股票募资总额不超过8亿元，发行价格2.8元/股，完成后预计实控人及一致行动人持股比例将进一步升至不超过48.2%。2) HAZZYS坪效出众，开店提速条件日臻成熟，参照比音、FILA，单品牌500-600家店是进入开店加速的关键节点。
- 海澜之家：线下动销等待大众消费拐点，京东奥莱合作打开增长空间。** 1) 根据三季报，24Q1-3营收同比-2%、归母净利润同比-22%，主要受主品牌线下及团购业务下滑拖累，线上高增长45%。2) 与京东达成战略合作，携手开展奥莱业务运营，9月江苏江阴、10月山东滕州先后开设首批线下店。

图47：比音勒芬多品牌战略布局

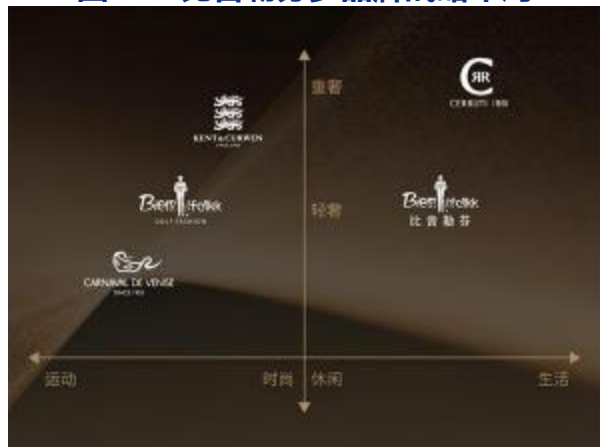


图48：HAZZYS/ 比音勒芬 /FILA 门店总数变化曲线



2.3.4 女装：可选属性较强，市场一旦好转弹性极大

■ **可选属性较强，短期市场回暖有望释放弹性，中长期受益于女性购买力崛起、品质追求强化。** 女装市场一旦环境好转，向上弹性也较大，23年疫后复苏太平鸟/歌力思/锦泓/赢家利润弹性高达127%/417%/317%/119%。中长期而言，中国女性人均服装消费较海外提升空间大，将持续受益于女性购买力崛起、品质追求强化。

■ **各公司加大回购与增持力度，反映各公司对内在价值认可的共识及中长期发展信心。**

图49：23年女装公司业绩强劲反弹

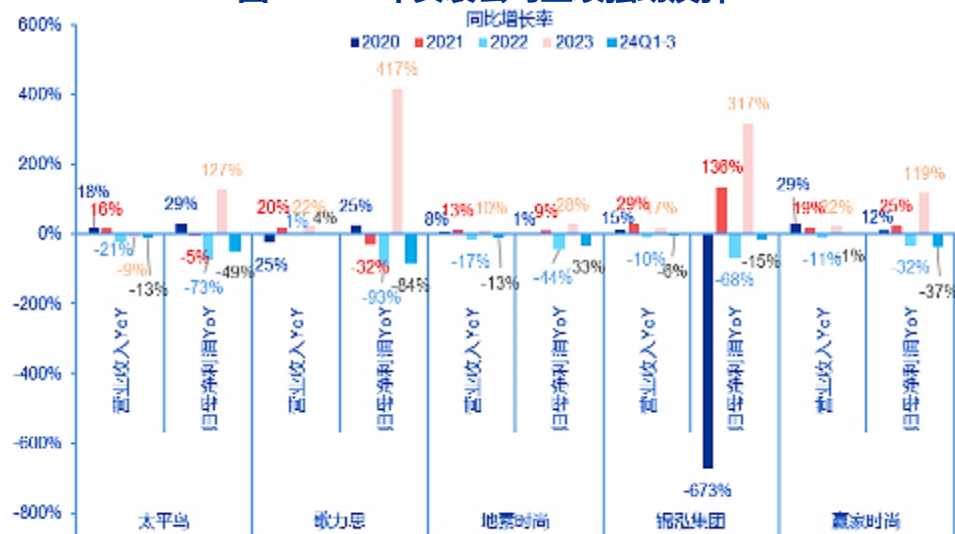


表12：女装公司近期回购及增持情况一览

公司	具体方案	方案首次披露日	实施期限	预计金额/数量	目的	累计执行股数	执行数量占总股本比例	累计执行金额	执行价格
地素时尚	回购	2024/7/30	2024/7/29~2025/7/28	1亿元~2亿元	员工持股计划或股权激励	179.3万股	0.38%	2069.6万元	10.19元/股~12.82元/股
锦泓集团	回购	2024/7/22	董事会审议通过后3个月内已实施完毕	50万股~100万股	为维护公司价值及股东权益	76.0万股	0.22%	515.7万元	6.53元/股~6.99元/股
锦泓集团	定增	2024/10/7	仍在批复中	不超过2亿元	满足公司业务发展的需求，优化资本结构，巩固控制权稳定性	计划不超过3696.9万股	上限占比10.66%	-	5.41元/股
赢家时尚	增持	-	2024/8/20-2024/9/9	-	-	300万股	0.40%	-	-
赢家时尚	回购	2024/4/18	-	不超过总股本7.0亿股	维护股东利益	1280万股	1.80%	-	-
太平鸟	大股东增持	2024年11月14	公告披露之日起6个月	1.5-3亿元，以公告日收盘价计算，增持股份1138-2276万股，占总股本的2.4%-4.8%	基于对公司未来发展前景的信心、维护广大投资者利益	-	-	-	不设定价格区间

2.3.5 锦泓集团：TEENIE WEENIE品牌IP价值空间大

■ **TEENIE WEENIE品牌客群稳定，业绩稳健。** 24Q1-3公司整体营收29亿元、同比下滑5.6%，分品牌看，TEENIE WEENIE收入22.7亿元、同比下滑3.8%，VGRASS收入5.65亿元、同比下滑17.7%。TEENIE WEENIE业绩表现韧性更强。

■ **TEENIE WEENIE品牌IP形象风格突出，价值潜力大。** TEENIE WEENIE品牌拥有丰富的IP资产，包括由18只拟人化小熊组成的小熊家族形象及其背后的故事。通过塑造小熊家族的生活方式，扩大品牌影响力，打造衍生品爆款。2023年品牌IP授权业务收入0.18亿，同比增长161%，看好IP资产商业化空间。

图50：24Q1-3 TEENIE WEENIE品牌收入具备韧性

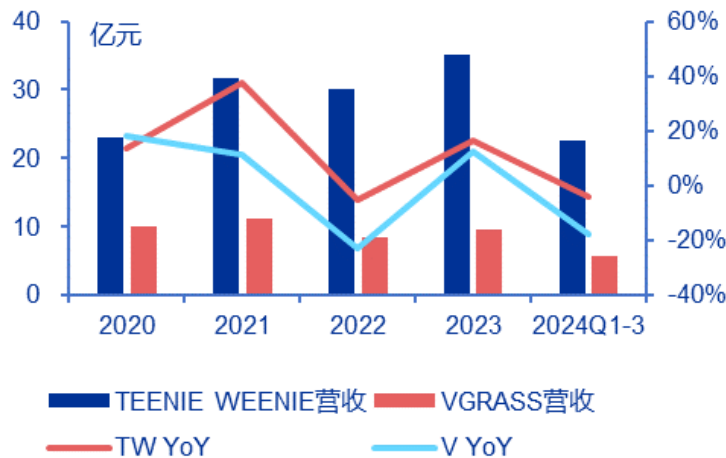


图52：TEENIE WEENIE IP衍生品



图51：TEENIE WEENIE IP形象



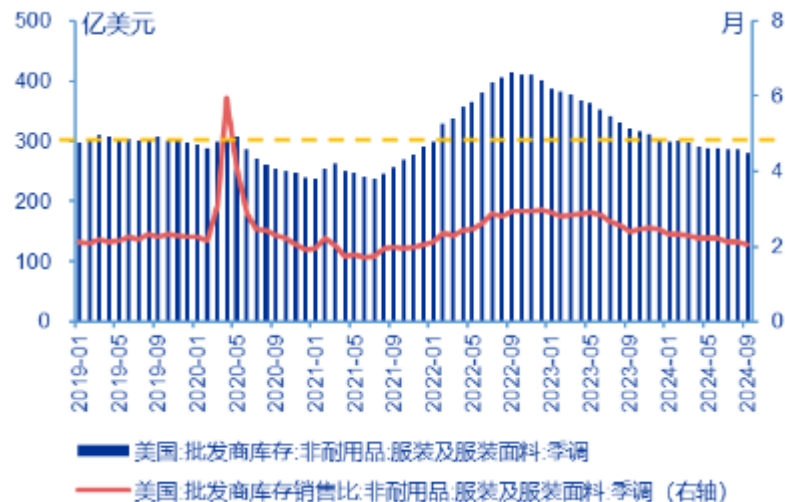
主要内容

1. 2024年复盘：制造景气恢复，消费尚在探底
2. 服装家纺：坚定看好消费复苏，关注三大主线
 - 2.1 冰雪户外需求高涨，25年亚冬运会与政策共振
 - 2.2 政策刺激加码，家纺、童装预期改善
 - 2.3 顺周期下关注男装、女装潜在弹性方向
3. 纺织制造：行业景气度仍在，聚焦龙头成长
4. 推荐：消费优于制造，关注政策扩围、冰雪户外

3.1.1 海外库存已不再是核心矛盾，部分品牌已步入加库

- 截至24年9月，美国服装及面料批发商库存持续回落至280亿美元以下，与疫情前19年同期水平相近、甚至更低，说明行业库存已回归健康。
- 24Q1末代表性国际运动品牌的库存金额已回落触底，24Q2起多数品牌普遍步入加库，但即使期末库存有所增加，但24Q3存货周转天数普遍接近、甚至低于22年同期水平，佐证国际运动品牌对应当下销售状况的库存健康度较好。

图53：美国服装及服装面料批发商库存



资料来源：美国商务部普查局，申万宏源研究

图54：国际运动品牌存货金额变化

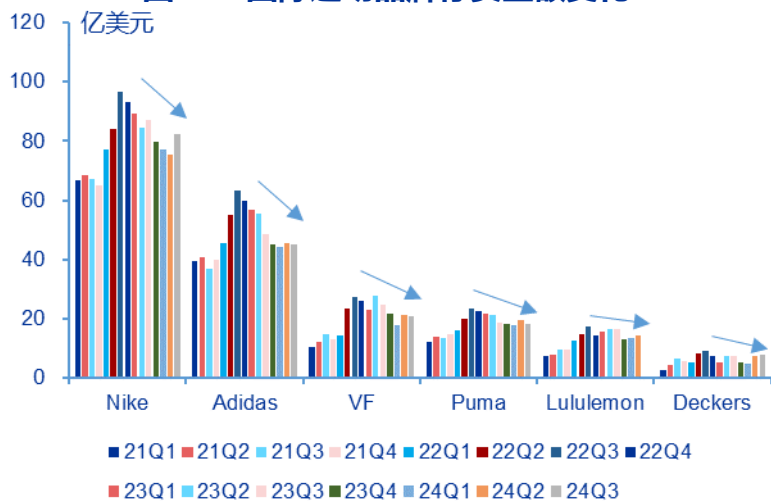
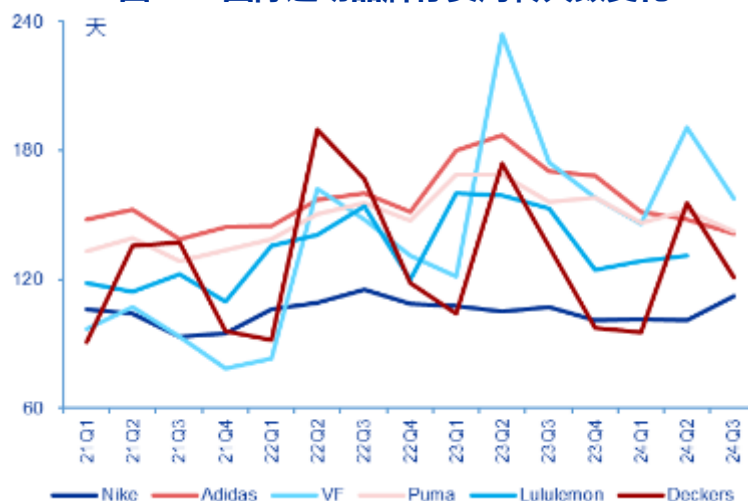


图55：国际运动品牌存货周转天数变化



3.1.2 低预期下温和补库，待零售驱动供应链订单强化

- 24年至今美国服装及配饰店销售额保持约250~260亿美元/月，延续21年以来每月消费强度。24年4月起剔除通胀因素后的销售额均同比正增长，反映出较强的韧性。
- 国际运动品牌零售表现分化，但普遍对新财年营收指引相对保守，因此目前供应链订单强度对应是合理的上新季首单量，不必担心又会出现库存积压情况，反而如果后续零售预期上修，供应链订单有望持续超预期。

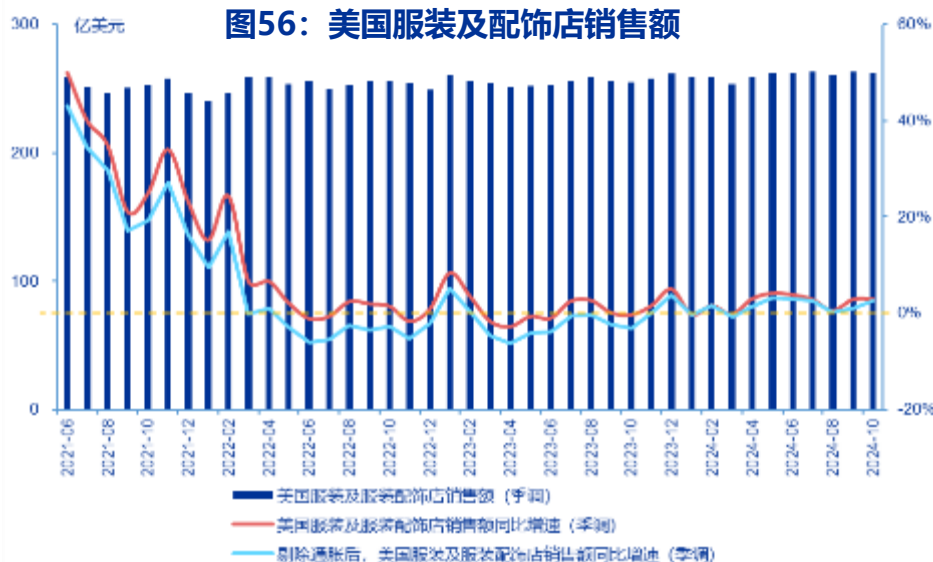


表13：国际运动品牌公司24Q1业绩概览

公司	营业收入		归母净利润	
	2024.3~2024.5	2024.6~2024.8	2024.3~2024.5	2024.6~2024.8
自然年区间	2024Q2	2024Q3	2024Q2	2024Q3
Nike (亿美元)	126.1	115.9	15.0	10.5
YoY	-1.7%	-10.4%	45.5%	-27.5%
自然年区间	2024.2~2024.4	2024.5~2024.7	2024.2~2024.4	2024.5~2024.7
Adidas (亿欧元)	58.2	64.4	1.9	4.4
YoY	8.9%	7.3%	125.8%	70.9%
自然年区间	2024Q2	2024Q3	2024Q2	2024Q3
Lululemon (亿美元)	22.1	23.7	3.2	3.9
YoY	10.4%	7.3%	11%	15.0%
自然年区间	2024Q2	2024Q3	2024Q2	2024Q3
Puma (亿欧元)	21.2	23.1	0.42	1.3
YoY	-0.2%	-0.1%	-23.8%	-3.0%
自然年区间	2024Q2	2024Q3	2024Q2	2024Q3
VF (亿美元)	19.1	27.6	-2.6	0.5
YoY	-8.6%	-5.6%	-	扭亏为盈
自然年区间	2024Q2	2024Q3	2024Q2	2024Q3
Deckers (亿美元)	8.3	13.1	1.2	2.4
YoY	22.1%	20.1%	81.9%	35.7%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

表14：主要国际品牌新财年营收增长指引

品牌	新财年周期	首次指引	最新指引	较首次指引调整趋势	与预期相比
NIKE	24/6-25/5	预计全年增长，其中上半财年-低个位数	撤回此前2025财年指引，等待新管理层调整指引	↓	低于预期
ADIDAS	24/1-24/12	+中单位数	+10%	↑	好于预期
VF	24/4-25/3	不做指引	预计FY25Q3营收同比下降1~3%	-	-
PUMA	24/1-24/12	+中单位数	+中单位数	→	符合预期
UA	24/4-25/3	-低双位数	-低双位数	→	符合预期
LULULEMON	24/2-25/1	+11%~12%	+8%~9%	↓	低于预期
ASICS	24/1-24/12	+3.42%	+19.2%	↑	好于预期
DECKERS	24/4-25/3	+10%	+12%	↑	好于预期
其中：HOKA	24/4-25/3	+20%	+24%	↑	好于预期
ON	24/1-24/12	+25.5%	+32%	↑	好于预期

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3.2.1 品牌供应链份额集中化加速，决定头部厂商成长性回归

■ **危机即机遇！** 每一轮供应链订单收缩，品牌优先淘汰尾部厂商，保护头部厂商订单，至下一轮订单回升，头部厂商将得到更多的订单份额。

- **Nike:** FY24鞋类供应链集中度更高于服饰，但前四大鞋类制造商份额略有下降，给予第二梯队制造商份额扩大的机会，而前五大服饰制造商合计份额仍处于总体上行趋势。
- **Adidas:** FY23合作制造工厂/合作制造商数量同比减少8%/11%，近年来供应链集中显著加速。

图57: Nike鞋类、服装业务头部制造商采购份额集中

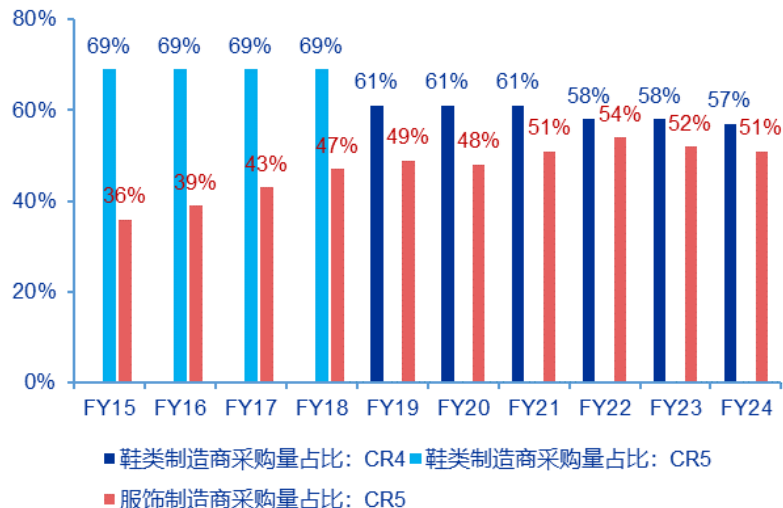


图58: Nike产品全部委外生产，供应商数量减少趋势

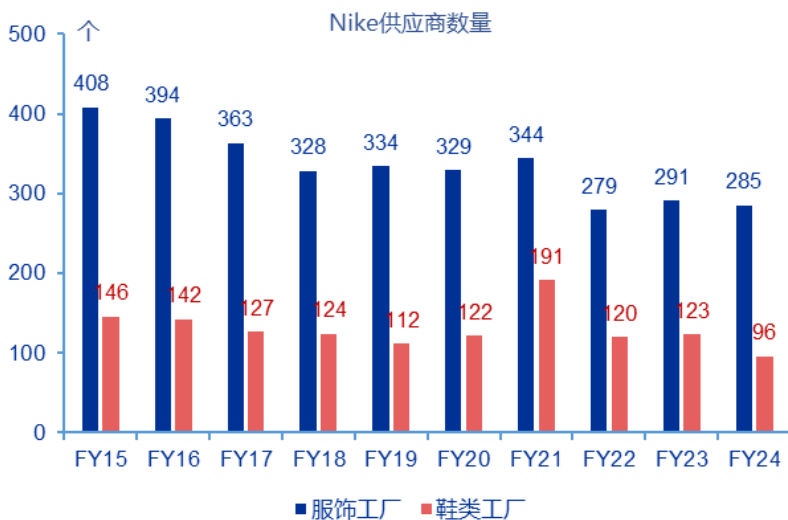
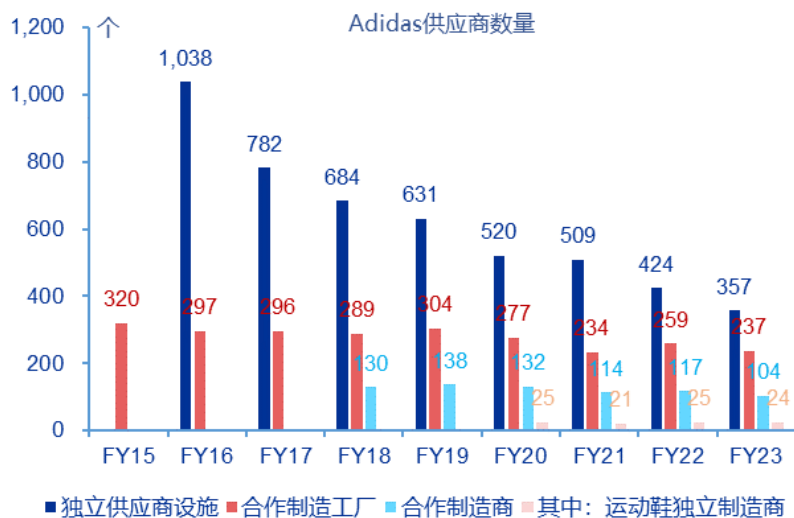


图59: Adidas产品全部委外生产，供应商数量减少趋势



3.2.2 品牌日益诉求供应商赋能，决定传统纺织业竞争升维

■ 趋势一：库存危机再度凸显行业痛点，倒逼供应链数智化升级~新竞争维度：需求响应速度!

图：安全库存计算公式

$$(1) SS = z\sqrt{\sigma_d^2(\bar{L}) + \sigma_L^2(\bar{d})^2}$$

式中：SS——安全库存， \bar{L} ——提前期的平均值， \bar{d} ——日平均需求量，

z ——某服务水平下的标准差个数， σ_d ——日需求量 d 的标准差， σ_L ——提前期 L 的标准差。

资料来源：百度百科“安全库存”词条，申万宏源研究

图60：“数据资产”赋能数智化升级，大幅提升设计开发、生产环节的效率

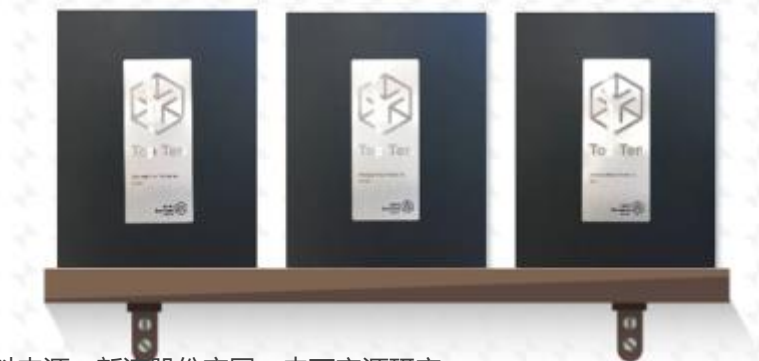
过往开发设计、生产工艺等沉淀为“数据资产”，赋能流程再造，最终走向传统产业的数智化升级



资料来源：申万宏源研究

■ 趋势二：成分党关注延伸至“穿”，面料多样化赋能产品卖点~新竞争维度：产品开发能力!

图61：新澳股份旗下多款功能性羊毛纱线



资料来源：新澳股份官网，申万宏源研究

图62：嘉华尼龙旗下新一代高性能锦纶PRUTAC



资料来源：嘉华尼龙官网，申万宏源研究

3.3 明年重要线索：NIKE新任CEO，开启新一轮创新周期



■ 32年NIKE老兵回归，Elliott Hill自10月14日起正式担任NIKE总裁兼首席执行官。

- **一线经验丰富：**Hill曾在NIKE工作32年，从起初从事销售工作，一路升任至EMEA和北美零售副总裁，到2020年退休前担任消费者和市场主席，负责Nike和Jordan品牌所有商业和营销业务。
- **历史战绩赫然：**在任职期间，Hill帮助Nike在2011-2019年连续9年实现正增长，全球销售额从不到200亿美元一路攀升至390亿美元以上，净利润从不到20亿美元扩大至40亿美元以上。
- **战略思路切换：**上任CEO (John Donahoe) 专注数字化转型战略，目标加速DTC，并降低经销商影响力，这对Nike在疫情期间快速恢复起到重要作用。而Hill的回归有望唤醒NIKE创新内核，重启研发突破性新产品的轨道，加快产品开发速度，在新锐品牌不断涌现的市场中强化产品竞争力。

图63：NIKE新任CEO艾略特·希尔 (Elliott Hill)

时间	在耐克期间工作履历
1988	服装销售代表实习生
1991	正式转入销售团队，负责管理客户和体育组织合作
1998	团队运动部门总监，负责扩大竞技体育服装市场份额
2000	EMEA(欧洲、中东和非洲)销售和零售副总裁，负责制定新兴市场战略
2003	美国零售副总裁兼总经理，负责全美实体零售业务
2006	全球零售副总裁，负责全球零售业务
2013	地区和销售总裁，负责全球市场销售战略
2016	地区和综合市场总裁，整合实体和数字零售战略
2018	消费者和市场主席，负责Nike和Jordan品牌所有商业和营销业务
2020	上一次退休
2024	10月14日起正式担任Nike首席执行官

3.3 明年重要线索：NIKE新任CEO，开启新一轮创新周期

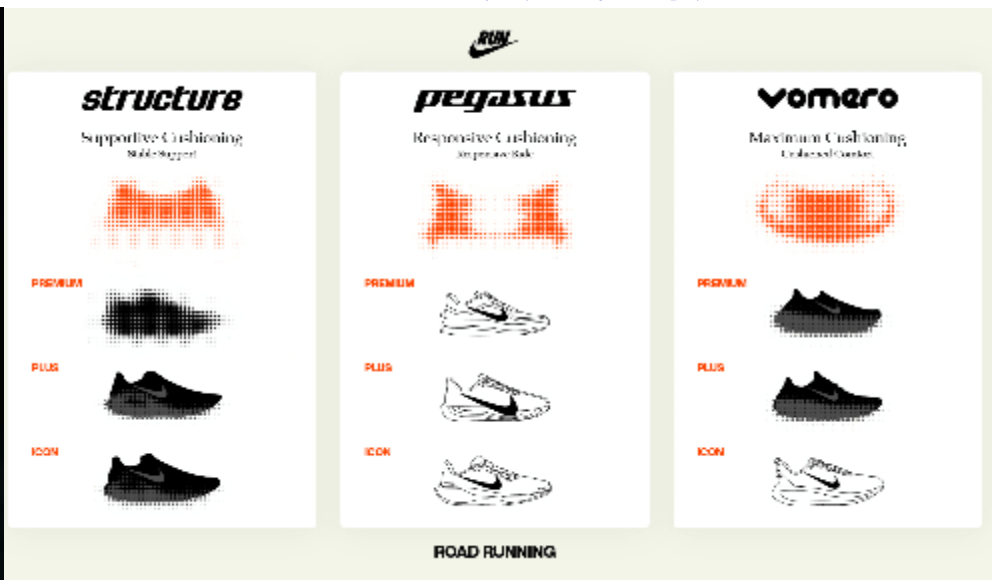
■ 鞋服双线新品重磅发布，回归运动功能本质，“分系列+多产品”完整矩阵打法，25年初陆续发售。我们预计，25H1将是本轮新产品市场验证期，如果顺利，25H2产业链正反馈将显现。

- **高品质跑步服装：Swift女子系列+Stride男子系列。** Swift、Stride系列分别有10件、4件单品，采用革新贴合版型和设计，融入Dri-FIT技术、防紫外线性能和360度反光细节，打造时尚高性能服饰。
- **全新路跑鞋系列：Structure支撑缓震+Pegasus回弹缓震+Vomero澎湃缓震。** 每个类别均致力于满足跑者重点需求——缓震，但又主打不同的优势。每一代产品融入Nike尖端技术，带来缓震效果再度突破边界的升级体验，能应对街区慢跑或马拉松高强度训练的场景需求。
- **【根据Nike官网，即将发售时间】** Swift和Stride系列(2025/1/1)，Pegasus Premium(2025年1月底)，Vomero 18(2025/2/27)，Vomero Plus、Premium和新款Structure(2025年陆续上市)。

图64：Nike Swift 以及Stride系列服饰



图65：Nike全新公路跑步鞋系列



3.4 中游制造：成长回归，核心运动制造商是创新主力动能

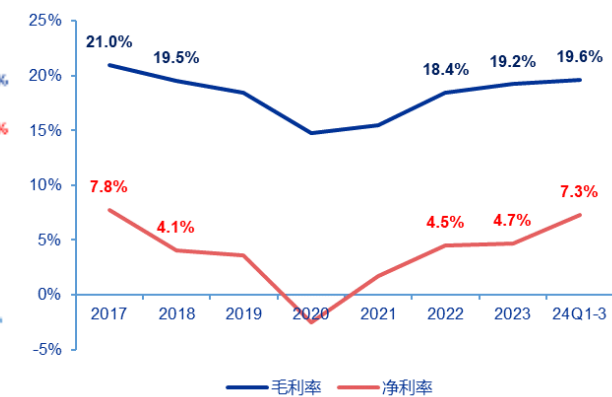
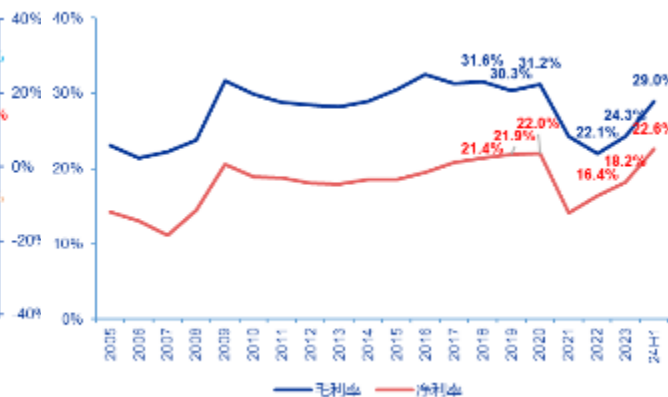
■ 优质品牌客户是行业补库先锋，华利率先体现成长性，裕元、申洲也开启利润率高弹性修复。

- 华利集团：**根据公告，1) 量价齐升，彰显领跑行业的成长性。24Q1-3营收175亿元（同比+22.4%），分拆销量/人民币ASP同比+20.4%/+1.7%。2) 客户拓展+产能扩张，中期增长能见度高。一方面新客户订单按梯度放量，另一方面多地扩产提速，24H1在越南投产2家工厂（分别成品鞋和鞋材厂）、印尼投产1家成品鞋工厂，其中印尼不仅是未来重要增量，也满足下游产地多样化诉求。
- 裕元集团：**根据公告，1) 在规模、客户和产能多元等方面优势突出，强者恒强。23年裕元制鞋部门销量2.2亿双，超过华利，但较18年峰值3.3亿双大幅回落，长期位居Nike、Adidas运动鞋供应链份额前列。2) 制鞋业务订单拐点已现，利润率弹性大。24Q1-3制鞋部门营收同比+9%，但净利同比+174%。
- 申洲国际：**根据公告，1) 24H1利润超预期，但营收略低于预期，主要受制于ASP下跌。人民币ASP短期受汇率因素、客户结构、原料成本等逆风影响，我们预计24H2降幅有望收窄。2) 25年订单增长明确，核心制约在于产能。我们预计，国内现有工厂仍有增员空间，以及柬埔寨新工厂25年初将投产，叠加效率提升加持，25年产能有望增长10%以上，印尼基地首期预计25H2投产，保障持续增长的需求。

图66：华利集团重回量价齐升

图67：申洲国际利润率兑现修复弹性

图68：裕元制鞋利润率兑现修复弹性



3.5 上游纺织：周期收敛，中国优秀供应商走向全球市场

■ **合作升级（品牌源头攻关）促升订单稳定性，竞争升维（非标开发+快速响应+溯源交付）摆脱纯粹成本竞争，国际化战略（产能出海）挂钩更大市场空间，ROE回归稳定且上台阶。**

- **伟星股份（时尚服饰辅料）**：根据公告，1) 我们认为24Q3营收及可比口径净利均超预期！24Q3营收同比+19%，归母净利润同比-10%，利润端表观较弱，但如果剔除今年奖金计提规则变化、上年资产处置收益等影响，可比口径下单季利润增速实际高于同期营收增速，真实成长性强。2) **毛利率与净现比，是反映盈利能力及质量的核心指标。**24Q1-3毛利率42.7%（同比+1.1pct），经营现金流净额7.4亿元（同比+53%），净现比1.2。3) **国内外产能加码，保障竞争优势转化为中长期成长性。**
- **新澳股份（羊毛羊绒纱线）**：根据公告，1) 24Q3营收同比+10.5%，归母净利润同比+7.8%，已实现连续第17个季度营收同比正增长，展现出超长周期的独立成长性，穿越疫情与去库存。2) **“羊毛扩产+羊绒满产”起点，双轮驱动有望开启成长提速窗口。**羊绒纱24年起步入密集投产期，且澳毛价格底部趋稳，羊绒纱第二成长曲线壮大，从增收走向增利的质变时刻。

图69：伟星股份、新澳股份近3年ROE有所提升

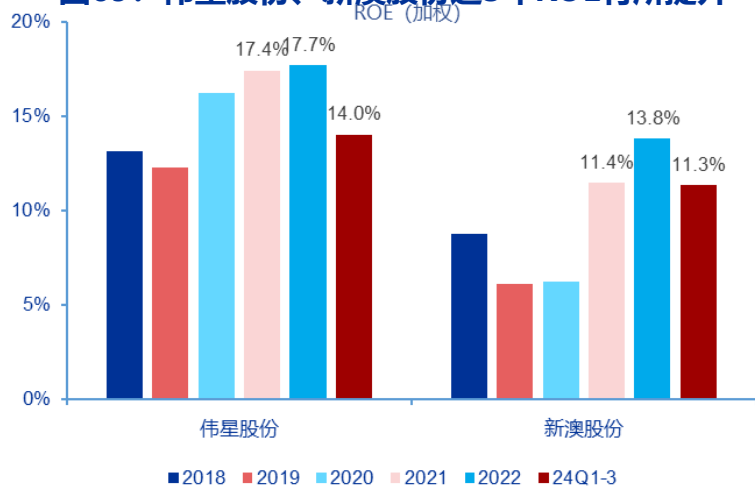
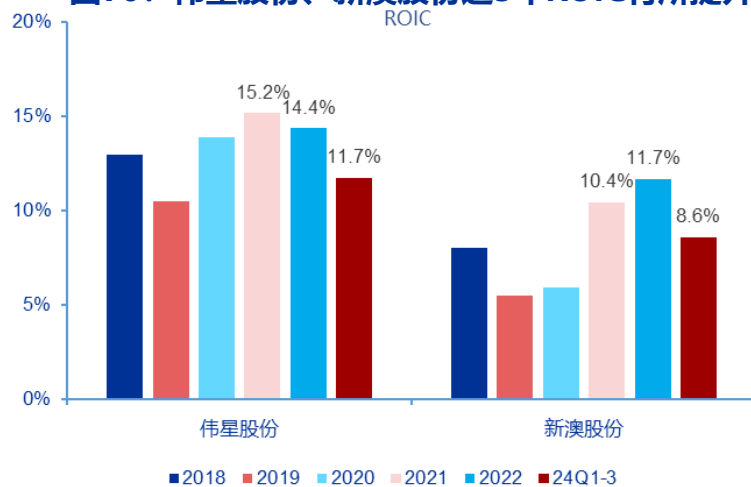


图70：伟星股份、新澳股份近3年ROIC有所提升



主要内容

1. 2024年复盘：制造景气恢复，消费尚在探底
2. 服装家纺：坚定看好消费复苏，关注三大主线
 - 2.1 冰雪户外需求高涨，25年亚冬运会与政策共振
 - 2.2 政策刺激加码，家纺、童装预期改善
 - 2.3 顺周期下关注男装、女装潜在弹性方向
3. 纺织制造：行业景气度仍在，聚焦龙头成长
4. 推荐：消费优于制造，关注政策扩围、冰雪户外

4. 投资分析意见：消费优于制造，关注政策扩围、冰雪户外

- **【服装家纺】政策提振消费，市场预期更加乐观，25年看好内需复苏，关注三大主线：**
 - **户外冰雪产业链：**政策发力与25年亚冬会共振，助推旺季消费高景气，关注产业链受益标的：**安踏体育、波司登、361度、报喜鸟（潜在户外品牌收购）、三夫户外、探路者、浙江自然。**
 - **政策支持预期改善：**10月家纺补贴力度超预期，11月京东自营拓展母婴补贴，参考前期家纺、家电等补贴，后续政策力度有望扩大。推荐政策受益标的：**罗莱生活、水星家纺、森马服饰。**
 - **顺周期下潜在弹性方向：**男装客群稳定、复购率高，25年经济回暖有望带动与消费强相关的商务、社交场景复苏，成长逻辑将重新印证，推荐**报喜鸟、比音勒芬、海澜之家**。女装可选属性强，环境一旦好转向上弹性较大，近期回购增持力度加大，关注**锦泓集团、赢家时尚、歌力思**。
- **【纺织制造】品牌供应链份额进一步集中化、传统纺织业竞争升维，奠定引领竞争升维的优质供应商成长性回归，订单景气度持续性强，看好高效响应的全球鞋服供应链体系！中游推荐逆势持续扩产、供应链份额提升的运动制造商，推荐：**华利集团、裕元集团、申洲国际**。上游推荐加速产能出海、ROE有望上行的优质供应商，推荐：**新澳股份、伟星股份**。**
- **风险提示：**消费恢复不及预期；市场竞争加剧；原料价格波动；贸易环境不确定性；汇率风险。

表15：我们对纺服板块当下基本面判断的总结

	国内市场	全球市场	结构特征
需求端	※ 政策发力提振市场情绪，户外冰雪、情绪价值消费政策刺激的明确方向基本面表现更优 ※ 更广泛的政策发力有望在25年传导到基本面改善，关注居民消费力恢复情况	※ 海外库存保持健康，与疫情前19年相近 ※ 品牌短期零售指引相对保守，但保持韧性	※ 政策驱动 ※ K型分化 ※ 情绪价值消费
供给端	※ 国内小厂惨烈出清，或是隐形冠军成长机会，少数龙头引领产能出海、竞争升维	※ 国际品牌供应链集中化，正从中游向上游延伸，壁垒龙头的供应商份额尚未见顶	※ 产地多元化 ※ 订单快反化 ※ 面料多样化

表16: 纺织服装行业估值比较表

板块	证券代码	公司简称	当前股价	总股本 (亿股) 总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)			PE			评级
			2024/12/13			24E	25E	26E	24E	25E	26E	
运动服饰	2020.HK	安踏体育	81.45	28.3	2,304	134.1	135.7	150.7	16	16	14	买入
	2331.HK	李宁	17.00	25.8	439	31.0	33.3	35.6	13	12	12	增持
	1368.HK	特步国际	5.82	26.8	156	12.4	13.9	15.1	12	11	10	买入
	1361.HK	361度	4.32	20.7	89	10.9	12.5	14.2	8	7	6	买入
	6110.HK	滔搏	2.74	62.0	170	13.2	16.7	19.3	12	10	8	买入
大众服饰	600398.SH	海澜之家	6.51	48.0	313	23.5	27.0	30.3	13	12	10	买入
	002563.SZ	森马服饰	7.10	26.9	191	12.4	13.9	15.4	15	14	12	增持
	603877.SH	太平鸟	15.44	4.7	73	5.7	6.7	7.5	13	11	10	买入
中高端服饰	3998.HK	波司登	4.03	111.1	448	36.3	41.9	47.8	12	10	9	买入
	002832.SZ	比音勒芬	21.62	5.7	123	9.2	10.6	12.2	13	12	10	买入
	002154.SZ	报喜鸟	5.23	14.6	76	5.5	6.5	7.5	14	12	10	买入
	003016.SZ	欣贺股份	9.29	4.3	40	2.9	3.3	-	14	12	-	增持
	603587.SH	地素时尚	14.00	4.8	67	3.5	4.0	4.5	19	17	15	增持
	603808.SH	歌力思	8.28	3.7	31	0.5	2.1	2.4	58	14	13	增持
	3709.HK	赢家时尚	9.01	7.0	63	6.1	7.1	7.7	10	8	8	增持
家纺	301276.SZ	嘉曼服饰	22.37	1.1	24	1.8	2.2	2.5	13	11	10	买入
	002293.SZ	罗莱生活	8.77	8.3	73	4.0	5.2	6.0	18	14	12	买入
	002327.SZ	富安娜	9.43	8.4	79	5.1	5.7	6.2	15	14	13	增持
纺织制造	603365.SH	水星家纺	17.61	2.6	46	3.3	3.8	4.3	14	12	11	买入
	2313.HK	申洲国际	59.50	15.0	894	58.5	65.3	72.3	14	13	12	买入
	300979.SZ	华利集团	76.51	11.7	893	39.1	45.2	52.6	23	20	17	买入
	0551.HK	裕元集团	17.96	16.1	289	4.4	5.4	6.0	8	7	6	买入
	300888.SZ	稳健医疗	42.36	5.8	247	7.9	10.3	11.6	31	24	21	买入
	002003.SZ	伟星股份	12.82	11.7	150	7.0	8.1	9.3	21	19	16	买入
	603558.SH	健盛集团	10.37	3.7	38	3.3	3.8	4.3	12	10	9	买入
	603908.SH	牧高笛	26.29	0.9	25	1.0	1.1	1.2	24	22	20	增持
	605080.SH	浙江自然	21.97	1.4	31	1.8	2.2	2.6	17	14	12	-
	300577.SZ	开润股份	26.87	2.4	64	3.8	4.0	5.1	17	16	13	增持
	603055.SH	台华新材	11.93	8.9	106	8.0	9.3	10.9	13	11	10	-
	601339.SH	百隆东方	5.69	15.0	85	6.0	7.8	10.2	14	11	8	买入
	603889.SH	新澳股份	7.23	7.3	53	4.5	5.1	5.9	12	10	9	买入
	605189.SH	富春染织	13.93	1.5	21	1.7	2.1	2.6	13	10	8	-
跨境电商	300866.SZ	安克创新	90.40	5.3	480	20.4	24.6	29.1	24	20	17	买入
	301381.SZ	赛维时代	26.77	4.0	107	3.5	4.5	5.7	31	24	19	增持

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 所列港股的股价、市值单位为港币, 归母净利润单位为人民币, 计算PE过程中按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 换算; 有评级者对应申万宏源预测, 无评级者对应Wind一致预期; 由于财年截止日不同, 波司登、滔搏24-26E对应FY25-27

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com
华南创新团队	夏苏云	13631505872	xiasuyun@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)