

2025年05月16日

中美日内瓦经贸会谈结果超预期, ON25Q1 销售额创单季新高

纺织服装行业周报 20250512-20250516

► 主要观点:

本周裕元集团发布 25Q1 季度报告, 25Q1 收入/归母净利润分别为 20.29/0.76 亿美元, 同比增长 1.3%/-24.2%, 业绩低于市场预期, 净利下降主要由于各个制造厂区的产能负载不均、生产效率欠佳, 加上各地新增人力及薪资上涨, 推高人工成本。

本周安德玛发布 FY25 财报(截至 2025/3/31) 业绩, FY25 收入为 52 亿美元, 同比下降 9%, 运营亏损为 1.85 亿美元。除去公司诉讼和解费用、转型费用、重组费用和减值费用, 调整后经营利润为 1.98 亿美元, 净亏损为 2.01 亿美元, 调整后净亏损 1.35 亿美元, 业绩低于市场预期。全年毛利率增长至 47.9%。主要得益于供应链优化, 包括产品和运输成本的下降、直销渠道折扣的减少, 以及产品结构和汇率的正面影响。FY25Q4 收入 / 净利分别为 12.0 / -0.67 亿美元, 收入同比下降 11%, 毛利率从 45.0% 上升至 46.7%, 增加 1.7PCT。1) 分产品类型, 服装 / 鞋类 / 配饰的净收入为 7.8/2.82/0.92 亿美元, 同比下降 11%/17%/2%。2) 按地区分析, 北美洲 / 欧洲、中东和非洲 / 亚太地区 / 拉丁美洲的净收入为 6.89/2.79/1.65/0.46 亿美元, 同比下降 10.7%/1.9%/27.3%/10.3%。3) 批发 / DTC 分别下降 10%/15%。4) 鉴于关税及全球经济的不确定性, 安德玛仅对 2026 财年第一季度业绩做了展望。预计一季度营收将较 2025 财年同期下降 4%至 5%, 但毛利率仍将持续优化, 较上年同期提升 0.4 至 0.6 个百分点。

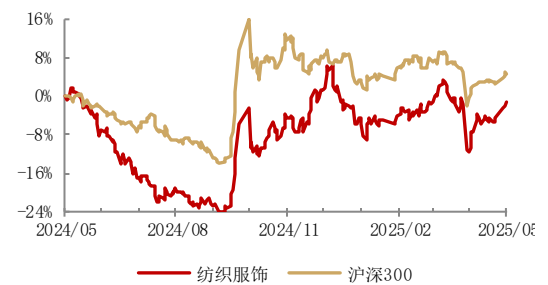
本周 on 公布 FY25Q1 财报, Q1 季度销售额创单季新高, 超市场预期, 这主要得益于成功的多渠道战略, 其中 DTC 保持持续的卓越势头, 批发合作伙伴需求强劲。1) 25Q1 年公司净销售额达到 7.27 亿瑞士法郎, +43% (货币中性 +40%); 净利 0.567 亿瑞士法郎 (-38%), 下滑主因关税成本前置及营销费用增加(如超级碗广告投放)。欧洲、中东和非洲、美洲和亚太地区的净销售额分别增长 33.6%/32.7%/130.1% 至 1.67/4.37/1.21 亿瑞士法郎。2) 批发销售渠道+41.5%至 4.50 亿瑞士法郎; 3) 鞋类 / 服装 / 配饰分别增长 40.5%/93.1%/99.2% 至 6.81/0.38/0.08 亿瑞士法郎。3) 公司上调了 2025 年全年净销售额预期, 按固定汇率计, 至少将实现 28% 的年增幅, 推动年销售额达到 28.6 亿瑞士法郎。On 还指出, 近期全球贸易政策的变化, 带来了更大的规划不确定性。公司目前预计全年毛利率在 60.0%-60.5% 之间, 调整后 EBITDA 利润率在 16.5% - 17.5% 之间。

投资建议: (1) 制造端: 25/5/12, 中美日内瓦经贸会谈联合声明, 决定 24% 的关税 90 天内暂缓、保留剩余 10% 的加征。贸易战缓和背景下, 短期推荐美国占比高、前期跌幅大的标的, 中期推荐海外占比高、未来有望抢份额的标的, 长期推荐成长标的。此前我们按照美国收入占比、加税幅度、分担比例测算最差情况下的业绩影响, 但实际落地中公司在分摊、降本等方面仍存在空间; 从 4 月来看, 下游客户观望情绪重对订单有一定影响, 但仍推荐具备海外布局相对

评级及分析师信息

行业评级: 推荐

行业走势图



分析师: 唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:

优势、有自身拓品类或拓客户 α 逻辑、净利率有修复空间的公司：浙江自然（户外装备补库大年+拓客户+新品类跑通）、开润股份（印尼产能占比 70%，箱包和服装代工、小米端仍有净利率改善逻辑）、康隆达（较国内对手仍有关税相对优势、抢份额逻辑）、百隆东方（越南盈利改善，国内减亏逻辑）。（2）品牌端：我们认为 Q1 整体平稳略降，去年客流大幅下滑告一段落，预计刺激消费顺周期或 Q1 后有望估值修复，部分公司 Q1 仍有费用端拖累，但我们仍看好服装板块的出清长逻辑。继续推荐 24 年 10X 左右的波司登、赢家时尚（存在较大利润弹性）。

► **线上数据跟踪：淘宝天猫平台 25 年 4 月各品类增速均为负，锦泓集团增速最高。**

根据萝卜投资数据，2025 年 3 月，运动包/运动鞋/运动服/男装/女装/童装抖音平台销售额同比增长 136.87%/61.69%/63.72%/36.39%/10.90%/22.41%，运动品类增速最高，3 月男装增速好于女装，25 年 3 月数据环比 25 年 2 月增速增加。根据萝卜投资数据，2025 年 3 月，抖音平台同比增速前三分别是中国利郎、罗莱生活、耐克公司，同比增长分别为 121.9%/99.7%/94.9%。同比增速后三分别是博洋家纺、斯凯奇、朗姿股份，同比增长分别为-52.3%/-12.6%/-1.6%。

根据萝卜投资数据，2025 年 4 月，童装/运动服/女装/男装/箱包淘宝天猫平台销售额同比下降 53.49%/15.24%/21.57%/34.89%/6.9%，三月各品类增速均为负。户外品类来看，户外登山野营/运动瑜伽健身/运动包/运动鞋淘宝天猫平台销售额同比下降 5.37%/7.68%/21.16%/12.73%。根据萝卜投资数据，2025 年 4 月，淘宝天猫平台同比增速前三分别是锦泓集团、江南布衣、浪莎股份，同比增长分别为 102.20%/5.90%/-3.20%。同比增速后三分别是北极绒、新秀丽、红豆股份，同比增速分别为-52.50%/-47.30%/-47.30%

► **本周中等进口棉价格指数下跌 0.95%**

截至 5 月 16 日，中国棉花 3128B 指数为 14577 元/吨，区间上涨 2.57%，中等进口棉价格指数（1%关税）为 13355 元/吨，区间下跌 0.95%，截至 5 月 15 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 13724 元/吨，区间下跌 1.26%。截至 5 月 16 日，内棉价格高于外棉价格 1222 元/吨。

截至 5 月 16 日，中国棉花 3128B 指数相较年初下跌 0.9%，中等进口棉价格指数（1%关税）相较年初下跌 2.82%，截至 5 月 15 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价相较年初上涨 1.73%。

► **行业新闻**

金利来私有化退市失败；创立 53 年国际运动品牌 PONY 启动轻户外“百店计划”；迪奥中国客户数据泄露，官方称“不涉及金融信息”；运动品牌“大公鸡”或以 6000 万欧元出售，资方包括 LVMH 家族；Tumi 在中国市场逆势卖爆了；应对奢侈品寒冬，Burberry 将裁员 1700 人；COS 重启在中国扩张。

► **风险提示**

汇率波动风险；原材料波动风险；系统性风险。

正文目录

1. 本周观点	5
2. 行情回顾:高于上证综指 0.52PCT	5
3. 行业数据追踪	8
3.1. 原材料相关数据	8
3.1.1. 本周中国棉花价格指数上涨,年初至今下跌 0.9%	8
3.1.2. 羊毛价格 2025 年初至今下降 0.08%	9
3.1.3. USDA: 2025 年度棉花总产预期同比下降 2.7%, 期末库存预期同比下降 0.04%	10
3.1.4. 24 年 9 月全国棉花商业库存同比增加 28.45%	11
3.2. 出口相关数据	12
3.2.1. 25 年 1-4 月纺织服装出口同比增长 2.99%	12
3.2.2. 出口帐篷: 3 月油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额同比上升 2.41%, 2025 年累计同比下降 2.72%	13
3.2.3. 25 年 4 月越南鞋类出口金额同比增长 27.20%, 2025 年至今出口金额同比增长 15.16%	13
3.3. 终端消费相关数据	14
3.3.1. 抖音平台 25 年 3 月运动品类增速较高	14
3.3.2. 淘宝天猫平台 25 年 4 月各品类增速均为负, 锦泓集团增速最高	15
3.3.3. 2025 年 4 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增加 0.2%	21
3.3.4. 25 年 3 月服装行业线上销售额 362.20 亿元, 同比下降 6.39%	22
3.3.5. 25 年 1-4 月份社会消费品零售总额同比增长 4.1%, 2025 年 1-4 月份网上零售额增长 11.5%	23
3.3.6. 2025 年 1-3 月份全国房屋竣工面积累计同比下降 14.3%	24
3.3.7. 美国 25 年 3 月总零售额同比增长 4.6%	25
3.3.8. 海外库存情况跟踪: 25 年 3 月美国服装及服装面料批发商库存同比下降 6.46%	26
3.3.9. 运动制造台企月度数据	27
4. 行业新闻	29
4.1. 金利来私有化退市失败	29
4.2. 创立 53 年国际运动品牌 PONY 启动轻户外“百店计划”	30
4.3. 迪奥中国客户数据泄露, 官方称“不涉及金融信息”	30
4.4. 运动品牌“大公鸡”或以 6000 万欧元出售, 资方包括 LVMH 家族	30
4.5. Tumi 在中国市场逆势卖爆了	31
4.6. 应对奢侈品寒冬, Burberry 将裁员 1700 人	31
4.7. COS 重启在中国扩张	31
5. 风险提示	32

图表目录

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)	6
图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)	6
图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)	6
图 4 5 日纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)	6
图 5 5 日纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)	6
图 6 本周纺织服装行业市场表现排名	7
图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况	8
图 8 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算)	8
图 9 2020 年至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)	9

图 10	2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（澳分/公斤）	9
图 11	2020 年至今中国出口平均单价：粗梳羊毛纱线，非供零售用（美元/千克）	10
图 12	2020 年至今中国出口平均单价：精梳羊毛纱线，非供零售用（美元/千克）	10
图 13	服装及衣着附件月出口量及累计同比（亿美元，%）	12
图 14	纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比（亿美元，%）	13
图 15	油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额及增速	13
图 16	越南鞋出口金额及增速	14
图 17	2024 年 12 月-2025 年 3 月纺织服装抖音电商销售同比增速	14
图 18	2025 年 1 月-2025 年 4 月纺织服装淘宝天猫电商销售同比增速	16
图 19	2025 年 1 月-2025 年 4 月户外品类淘宝天猫电商销售同比增速	16
图 20	2023 年 8 月-2025 年 3 月全国 50 家重点大型零售企业销售同比增速	22
图 21	2024 年 3 月-2025 年 3 月纺织服装线上销售同比增速	22
图 22	2025 年 3 月纺织服装线上销售情况	23
图 23	社会消费品零售总额及同比增长率（亿元，%）	23
图 24	限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率（亿元，%）	24
图 25	网上实物零售额同比增速	24
图 26	房屋竣工面积及同比增速（万平方米）	25
图 27	房屋新开工面积及增速（万平方米）	25
图 28	2024 年 6 月-2025 年 3 月美国零售和食品服务销售额同比增速（季调）	26
图 29	2024 年 1 月-2025 年 3 月美国零售库存同比增速（季调）	26
图 30	北美：与 Nike 合作经销商的库存情况	27
图 31	美国服装类批发商和零售库存同比增速（季调）	27
图 32	丰泰企业营收及增速（亿新台币）	28
图 33	裕元集团营收及增速（亿美元）	28
图 34	钰齐企业营收及增速（亿新台币）	28
图 35	广越企业营收及增速（亿新台币）	28
图 36	儒鸿营收及增速（亿新台币）	29
图 37	聚阳营收及增速（亿新台币）	29
图 38	志强营收及增速（亿美元）	29
图 39	来亿营收及增速（亿新台币）	29
表 1	2025 年 4 月 USDA 2024/2025 年度全球棉花供需预测表	11
表 2	2025 年 4 月 USDA 2024/2025 年度中国棉花供需预测表	11
表 3	2024 年 9 月全国棉花商业库存统计表（万吨）	12
表 4	抖音平台各品牌销售额增速	15
表 5	天猫淘宝平台各公司销售额增速	16
表 6	天猫平台各品牌销售额及增速	17
表 7	重点跟踪公司	32
表 8	相关重点跟踪公司表（同比增速）	34

1. 本周观点

本周裕元集团发布 25Q1 季度报告，25Q1 收入/归母净利分别为 20.29/0.76 亿美元，同比增长 1.3%/-24.2%，业绩低于市场预期，净利下降主要由于各个制造厂区的产能负载不均、生产效率欠佳，加上各地新增人力及薪资上涨，推高人工成本。

本周安德玛发布 FY25 财报（截至 2025/3/31）业绩，FY25 收入为 52 亿美元，同比下降 9%，运营亏损为 1.85 亿美元。除去公司诉讼和解费用、转型费用、重组费用和减值费用，调整后经营利润为 1.98 亿美元，净亏损为 2.01 亿美元，调整后净亏损 1.35 亿美元，业绩低于市场预期。全年毛利率增长至 47.9%。主要得益于供应链优化，包括产品和运输成本的下降、直销渠道折扣的减少，以及产品结构和汇率的正面影响。FY25Q4 收入 / 净利分别为 12.0 / -0.67 亿美元，收入同比下降 11%，毛利率从 45.0% 上升至 46.7%，增加 1.7PCT。1) 分产品类型，服装 / 鞋类 / 配饰的净收入为 7.8/2.82/0.92 亿美元，同比下降 11%/17%/2%。2) 按地区分析，北美洲 / 欧洲、中东和非洲 / 亚太地区 / 拉丁美洲的净收入为 6.89/2.79/1.65/0.46 亿美元，同比下降 10.7%/1.9%/27.3%/10.3%。3) 批发 / DTC 分别下降 10%/15%。4) 鉴于关税及全球经济的不确定性，安德玛仅对 2026 财年第一季度业绩做了展望。预计一季度营收将较 2025 财年同期下降 4%至 5%，但毛利率仍将持续优化，较上年同期提升 0.4 至 0.6 个百分点。

本周 on 公布 FY25Q1 财报，Q1 季度销售额创单季新高，超市场预期，这主要得益于成功的多渠道战略，其中 DTC 保持持续的卓越势头，批发合作伙伴需求强劲。1) 25Q1 年公司净销售额达到 7.27 亿瑞士法郎，+43%（货币中性+40%）；净利 0.567 亿瑞士法郎（-38%），下滑主因关税成本前置及营销费用增加（如超级碗广告投放）。欧洲、中东和非洲、美洲和亚太地区的净销售额分别增长 33.6%/32.7%/130.1% 至 1.67/4.37/1.21 亿瑞士法郎。2) 批发销售渠道+41.5%至 4.50 亿瑞士法郎；3) 鞋类/服装/配饰分别增长 40.5%/93.1%/99.2%至 6.81/0.38/0.08 亿瑞士法郎。3) 公司上调了 2025 年全年净销售额预期，按固定汇率计，至少将实现 28%的增幅，推动年销售额达到 28.6 亿瑞士法郎。On 还指出，近期全球贸易政策的变化，带来了更大的规划不确定性。公司目前预计全年毛利率在 60.0%-60.5% 之间，调整后 EBITDA 利润率在 16.5% - 17.5% 之间。

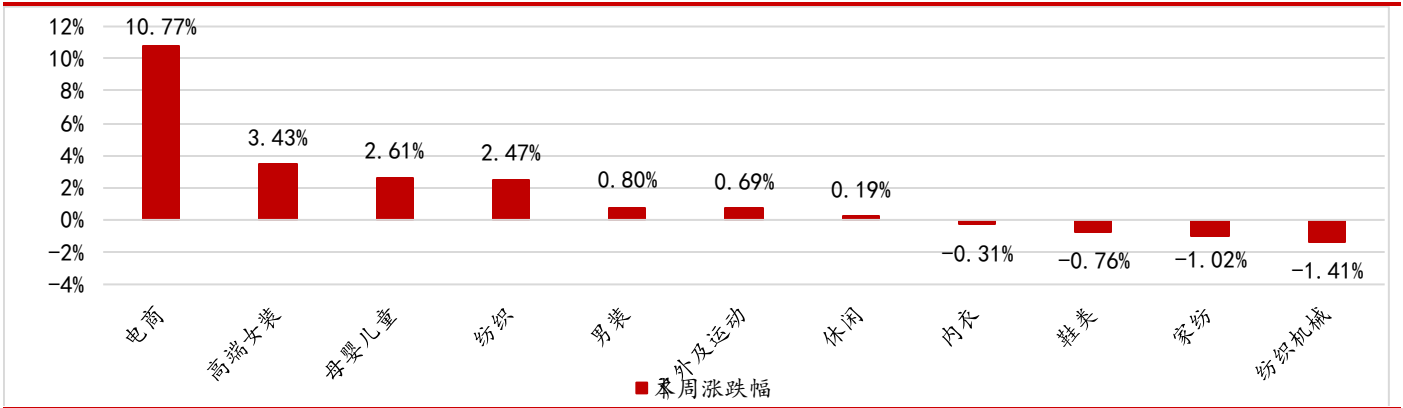
投资建议：（1）制造端：25/5/12，中美日内瓦经贸会谈联合声明，决定 24%的关税 90 天内暂缓、保留剩余 10%的加征。贸易战缓和背景下，短期推荐美国占比高、前期跌幅大的标的，中期推荐海外占比高、未来有望抢份额的标的，长期推荐成长标的。此前我们按照美国收入占比、加税幅度、分担比例测算最差情况下的业绩影响，但实际落地中公司在分摊、降本等方面仍存在空间；从 4 月来看，下游客户观望情绪重对订单有一定影响，但仍推荐具备海外布局相对优势、有自身拓品类或拓客户 α 逻辑、净利率有修复空间的公司：浙江自然（户外装备补库大年+拓客户+新品类跑通）、开润股份（印尼产能占比 70%，箱包和服装代工、小米端仍有净利率改善逻辑）、康隆达（较国内对手仍有关税相对优势、抢份额逻辑）、百隆东方（越南盈利改善，国内减亏逻辑）。（2）品牌端：我们认为 Q1 整体平稳略降，去年客流大幅下滑告一段落，预计刺激消费顺周期或 Q1 后有望估值修复，部分公司 Q1 仍有费用端拖累，但我们仍看好服装板块的出清长逻辑。继续推荐 24 年 10X 左右的波司登、赢家时尚（存在较大利润弹性）。

2. 行情回顾:高于上证综指 0.52PCT

本周，上证指数上涨 0.76%，创业板指上涨 1.38%，SW 纺织服饰板块上涨 1.28%，高于上证综指 0.52PCT、低于创业板指 0.1PCT。其中，SW 纺织制造上涨 2.32%，SW 服装家纺上涨 0.75%。其中涨幅板块前三分别为电商、高端女装、母婴儿童，涨幅后二

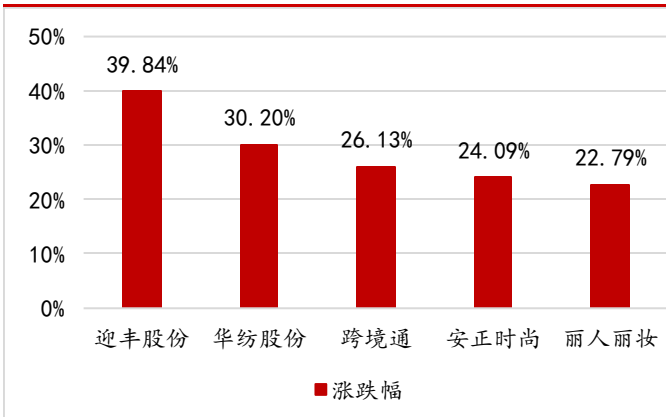
的板块为纺织机械、家纺。本周涨幅第一为迎丰股份，上涨 39.84%；跌幅第一为华升股份，下跌 9.06%。主力资金净流入方面，华纺股份第一，流入占比 46.50%；而主力资金净流出最多的公司为万事利，流出占比 5.88%。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



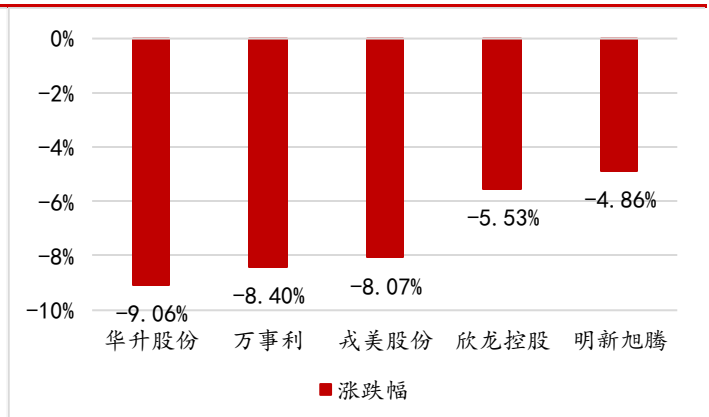
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)



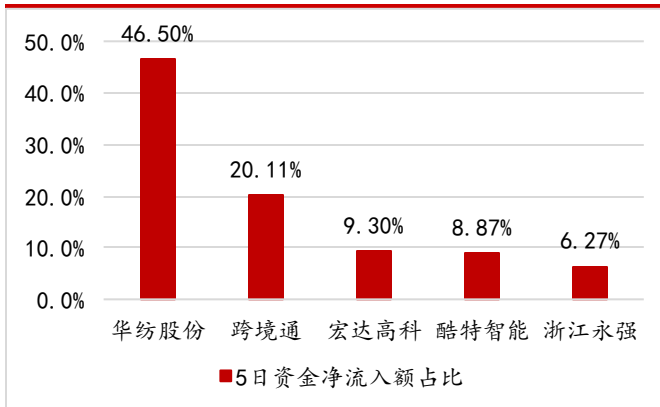
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)



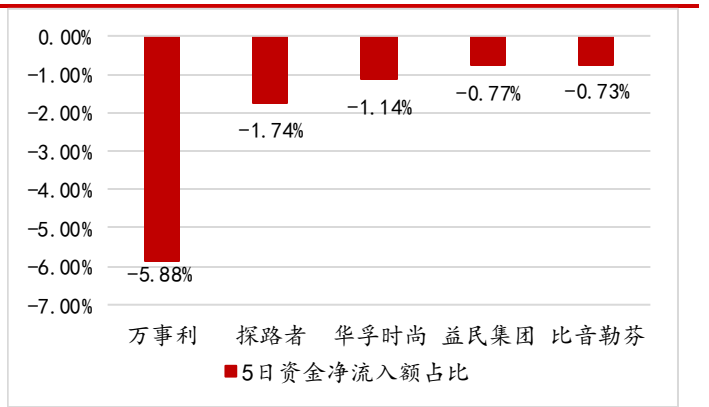
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 5 日纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



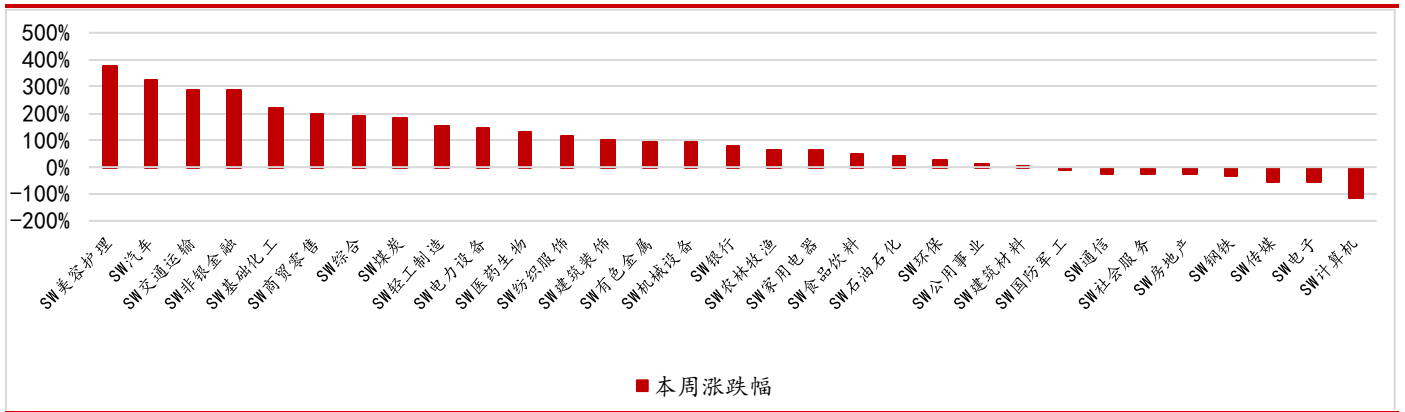
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 5 日纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业市场表现排名



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况



资料来源：wind，华西证券研究所

3. 行业数据追踪

3.1. 原材料相关数据

3.1.1. 本周中国棉花价格指数上涨，年初至今下跌 0.9%

截至 5 月 16 日，中国棉花 3128B 指数为 14577 元/吨，区间上涨 2.57%，中等进口棉价格指数（1%关税）为 13355 元/吨，区间下跌 0.95%，截至 5 月 15 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 13724 元/吨，区间下跌 1.26%。截至 5 月 16 日，内棉价格高于外棉价格 1222 元/吨。

截至 5 月 16 日，中国棉花 3128B 指数相较年初下跌 0.9%，中等进口棉价格指数（1%关税）相较年初下跌 2.82%，截至 5 月 15 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价相较年初上涨 1.73%。

图 8 2020 年至今内外棉价差走势图（1%关税核算）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 2020 年至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)



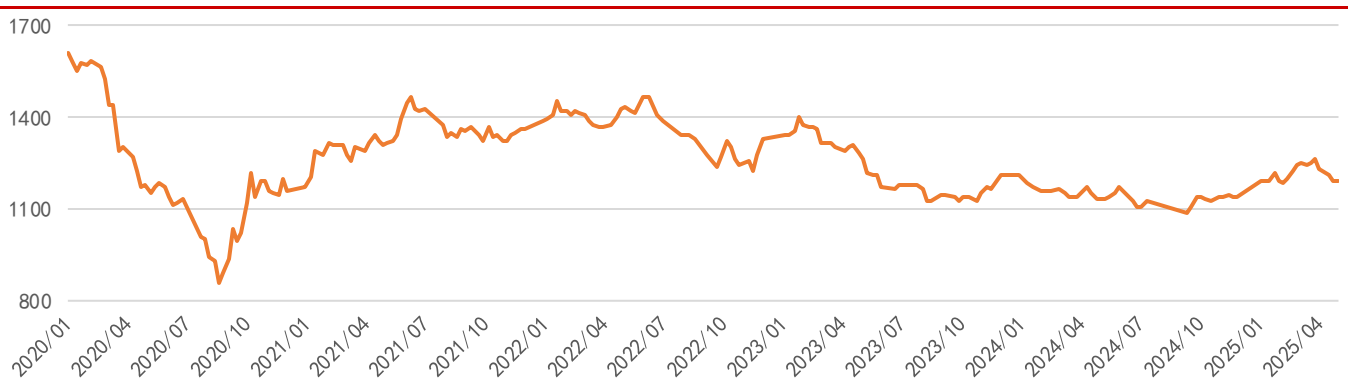
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.1.2. 羊毛价格 2025 年初至今下降 0.08%

截至最新数据日 (5 月 15 日), 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1189 澳分/公斤、折合人民币元 55050.7 元/吨 (1 澳元=4.630 元人民币), 相较上周数据日 (5 月 8 日) 下跌 2 澳分/公斤, 较 2023 年 2 月 1400 澳分/公斤高点持续下降。2025 年初至今, 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数下降 0.08%。

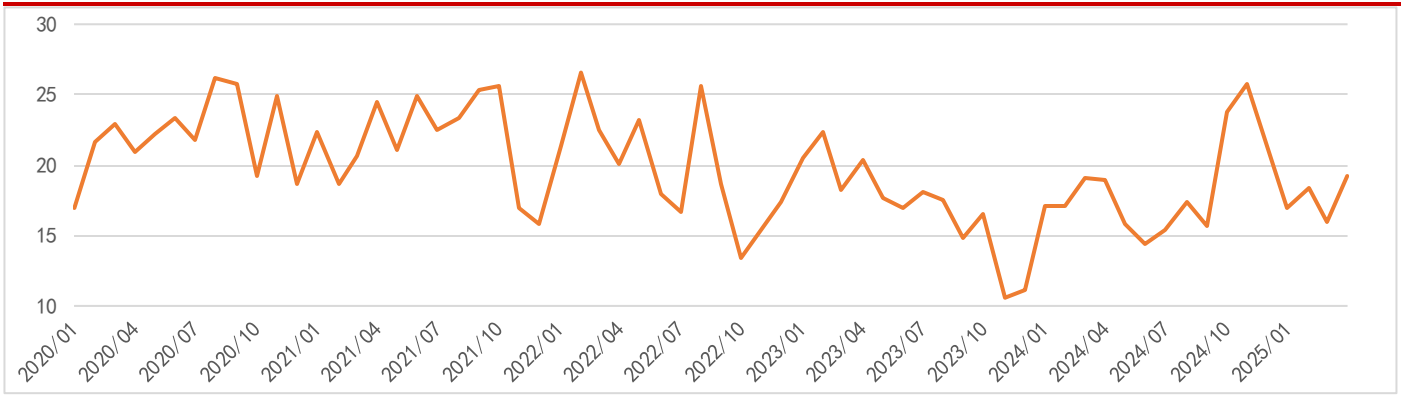
截止最新数据日 (5 月 16 日), 3 月精梳羊毛纱线的中国出口平均单价为 19.24 美元/千克, 折合人民币 140.19 元/千克, (1 美元=7.2864 元人民币), 相较 2 月环比下跌 6.30%。2025 年初至今, 粗梳羊毛纱线的中国出口平均单价上涨 5.00%。

图 10 2020 年至今澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 (澳分/公斤)



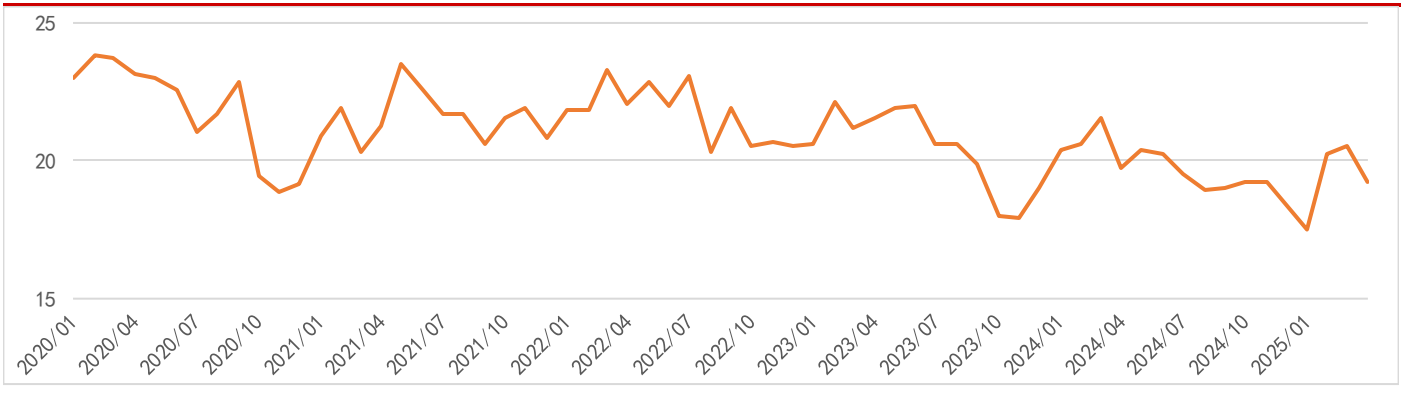
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 2020 年至今中国出口平均单价：粗梳羊毛纱线，非供零零售用（美元/千克）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 2020 年至今中国出口平均单价：精梳羊毛纱线，非供零零售用（美元/千克）



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.1.3. USDA: 2025 年度棉花总产预期同比下降 2.7%，期末库存预期同比下降 0.04%

根据美国农业部（USDA）最新发布的 5 月全球棉花供需平衡表，2025/2026 年度全球棉花总产预期为 2632.1 万吨，与上月预测下调 67.1 万吨，同比下降 71 万吨，降幅为 2.7%；单产 854 公斤/公顷，与上月预测保持一致，同比增长 8.24%；消费需求预期为 2570.8 万吨，与上月预测上调 44.7 万吨，同比上升 1.2%；期末库存预期 1706.5 万吨，与上月预测下调 10.5 万吨，同比下降 0.04%；产需缺口 5.8 万吨。

表 1 2025 年 4 月 USDA 2024/2025 年度全球棉花供需预测表

指标名称	2025/2026 年度
棉花：期初库存：全球（万吨）	1606.1
棉花：产量：全球（万吨）	2565
棉花：进口：全球（万吨）	9759
棉花：消费总计：全球（万吨）	2570.8
棉花：出口：全球（万吨）	976
棉花：损耗：全球（万吨）	-
棉花：期末库存：全球（万吨）	1706.5
棉花：收获面积：全球（百万公顷）	30.59
棉花：库存消费比：全球	66.38%
棉花：单产：全球（公斤/公顷）	862

资料来源：USDA，华西证券研究所

根据美国农业部（USDA）最新发布的 5 月中国棉花供需平衡表，2025/2026 年度中国棉花总产预期为 631.4 万吨，与上月预测下降 65.3 万吨，同比下降 9.37%；单产 2177 公斤/公顷，比上月预测下调 225 公斤/公顷，同比下降 9.37%；消费需求预期为 794.7 万吨，与上月预测下调 10.9 万吨，同比下降 4.89%；期末库存预期 806 万吨，与上月预测下调 24 万吨，同比下降 1.59%；产需缺口 163.3 万吨。

表 2 2025 年 4 月 USDA 2024/2025 年度中国棉花供需预测表

指标名称	2025/2026 年度
棉花：期初库存：中国（万吨）	799.5
棉花：产量：中国（万吨）	631.4
棉花：进口：中国（万吨）	152.4
棉花：国内消费总计：中国（万吨）	794.7
棉花：出口：中国（万吨）	-
棉花：损耗：中国（万吨）	-
棉花：期末库存：中国（万吨）	806
棉花：总供给：中国（万吨）	-
棉花：收获面积：中国（百万公顷）	2.90
棉花：库存消费比：中国	100.6%
棉花：单产：中国（公斤/公顷）	2177

资料来源：USDA，华西证券研究所

3.1.4.24 年 9 月全国棉花商业库存同比增加 28.45%

中国棉花信息网公布 24 年 9 月中国棉花商业库存，24 年 9 月全国棉花商业库存为 168.86 万吨，环比 8 月调减 45.82 万吨，同比增加 37.40 万吨；新疆棉商业库存 79.37 万吨，环比 8 月调减 23.29 万吨，同比增加 21.10 万吨；内地库存 44.69 万吨，环比 8 月调减 24.93 万吨，同比减少 3.50 吨；保税棉花库 44.8 万吨，环比 8 月调减 2.40 万吨，同比增加 19.80 万吨。

表 3 2024 年 9 月全国棉花商业库存统计表 (万吨)

指标名称	2024 年 9 月	环比增减	同比增减
全国棉花商业库存	168.86	-21.34%	28.45%
新疆库存	79.37	-22.69%	36.21%
内地库存	44.69	-35.81%	-7.26%
保税棉花库存	44.80	5.66%	79.20%

资料来源: wind, 华西证券研究所

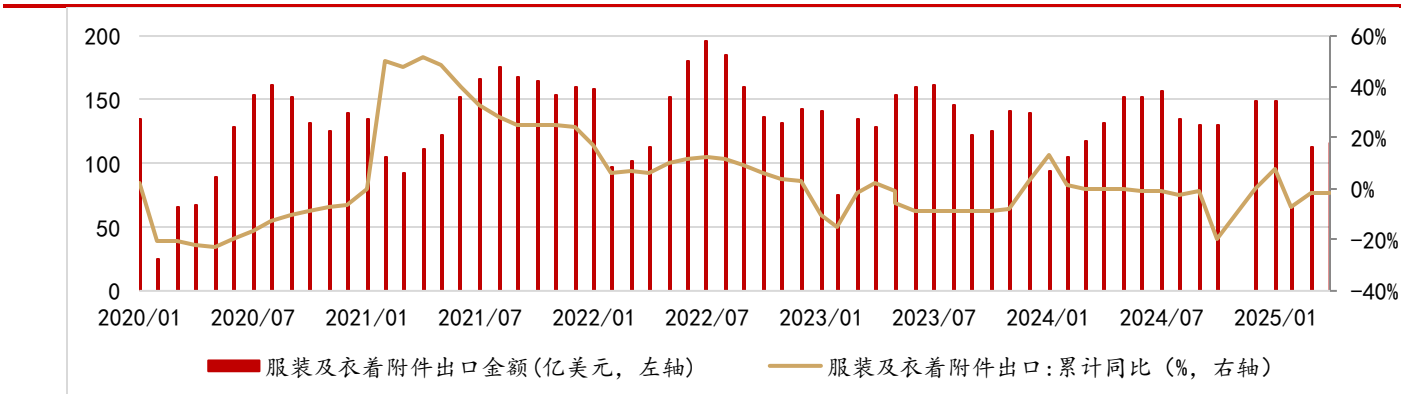
3.2. 出口相关数据

3.2.1. 25 年 1-4 月纺织服装出口同比增长 2.99%

2025 年 1-4 月, 纺织服装累计出口 904.72 亿美元, 增长 2.99%, 其中纺织品出口 458.51 亿美元, 增长 8.44%, 服装出口 446.21 亿美元, 下降 2.06%。

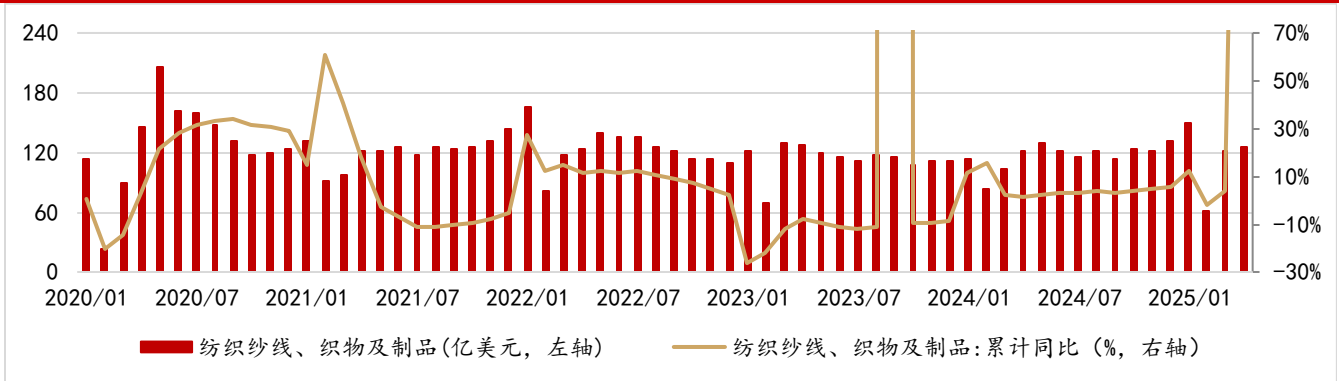
4 月, 纺织服装出口 242 亿美元, 增长 1.26%, 环比增长 3.36%, 其中纺织品出口 125.81 亿美元, 增长 3.20%, 环比增长 4.39%, 服装出口 116.07 亿美元, 下降 1.17%, 环比增长 2.25%。

图 13 服装及衣着附件月出口量及累计同比 (亿美元, %)



资料来源: 中国海关总署, 华西证券研究所

图 14 纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比（亿美元，%）

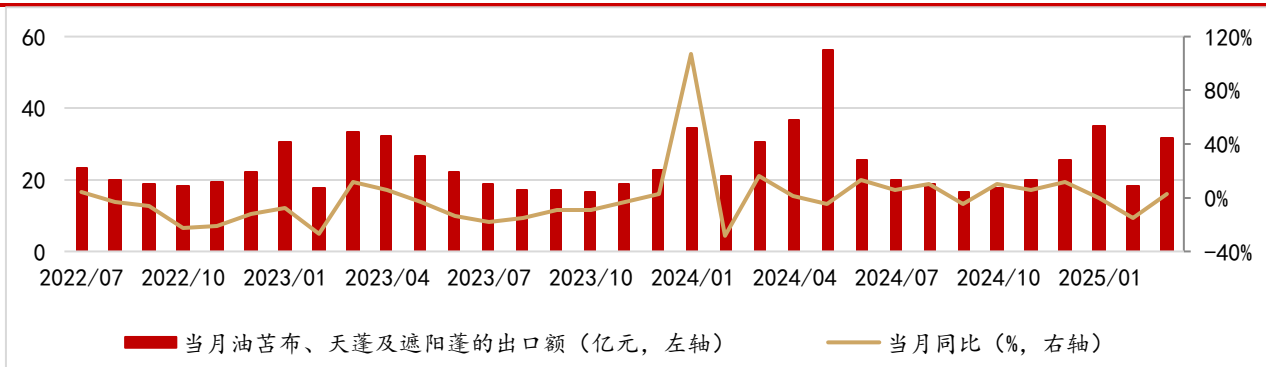


资料来源：中国海关总署，华西证券研究所

3.2.2. 出口帐篷：3 月油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额同比上升 2.41%，2025 年累计同比下降 2.72%

据海关总署统计，2025 年 3 月油苫布、天蓬及遮阳蓬的出口额为 4.38 亿美元，同比上升 2.41%；2025 年年油苫布、天蓬及遮阳蓬累计出口额为 11.78 亿美元，累计同比下降 2.72%。

图 15 油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额及增速

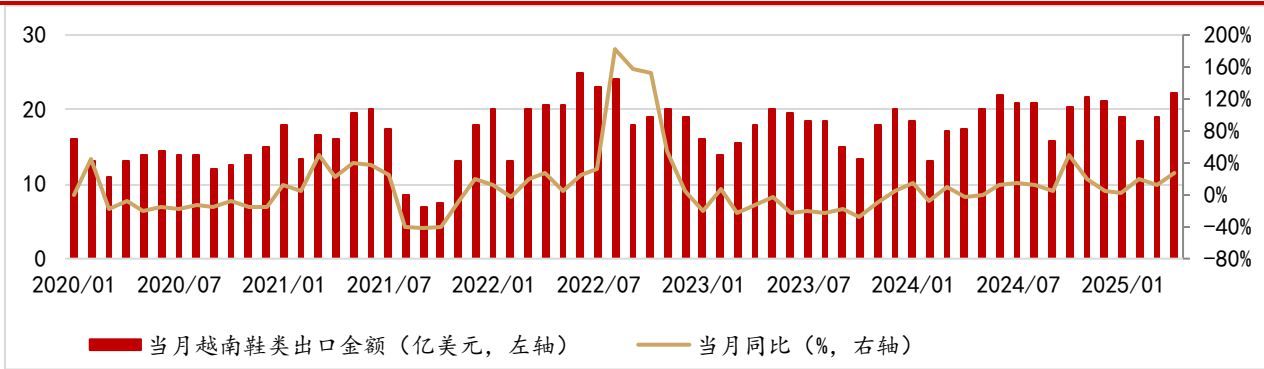


资料来源：中国海关总署，华西证券研究所

3.2.3. 25 年 4 月越南鞋类出口金额同比增长 27.20%，2025 年至今出口金额同比增长 15.16%

据越南统计局统计，2025 年 3 月越南鞋类的出口金额为 22.26 亿美元，同比增长 27.20%，环比增加 16.94%。2025 年至今越南鞋类累计出口额为 76.00 亿美元，累计同比增加 15.16%。

图 16 越南鞋出口金额及增速



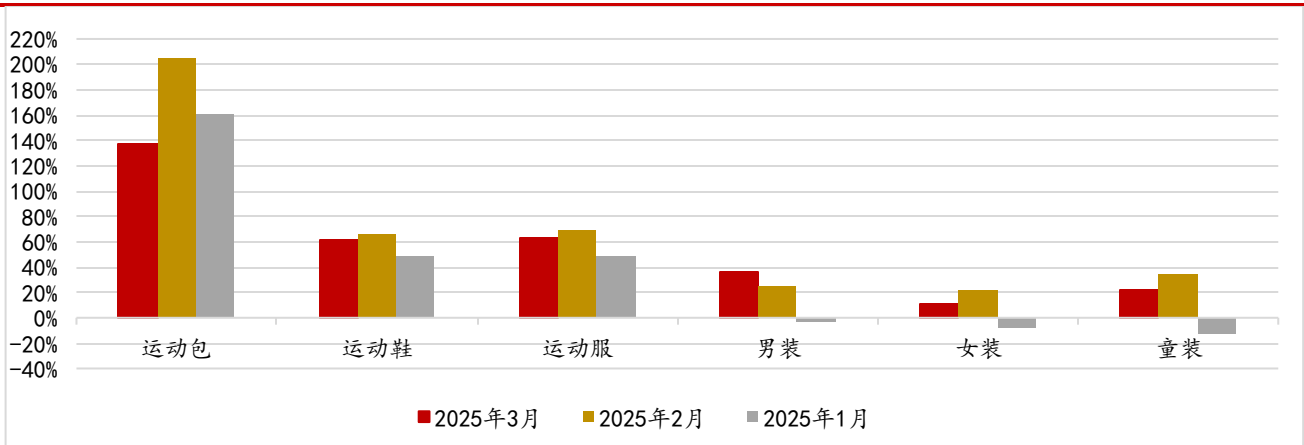
资料来源：越南统计局，华西证券研究所

3.3. 终端消费相关数据

3.3.1. 抖音平台 25 年 3 月运动品类增速较高

根据萝卜投资数据，2025 年 3 月，运动包/运动鞋/运动服/男装/女装/童装抖音平台销售额同比增长 136.87%/61.69%/63.72%/36.39%/10.90%/22.41%，运动品类增速最高，3 月男装增速好于女装，25 年 3 月数据环比 25 年 2 月增速增加。根据萝卜投资数据，2025 年 3 月，抖音平台同比增速前三分别是中国利郎、罗莱生活、耐克公司，同比增长分别为 121.9%/99.7%/94.9%。同比增速后三分别是博洋家纺、斯凯奇、朗姿股份，同比增长分别为-52.3%/-12.6%/-1.6%。

图 17 2024 年 12 月-2025 年 3 月纺织服装抖音电商销售同比增速



资料来源：萝卜投资，华西证券研究所

表 4 抖音平台各品牌销售额增速

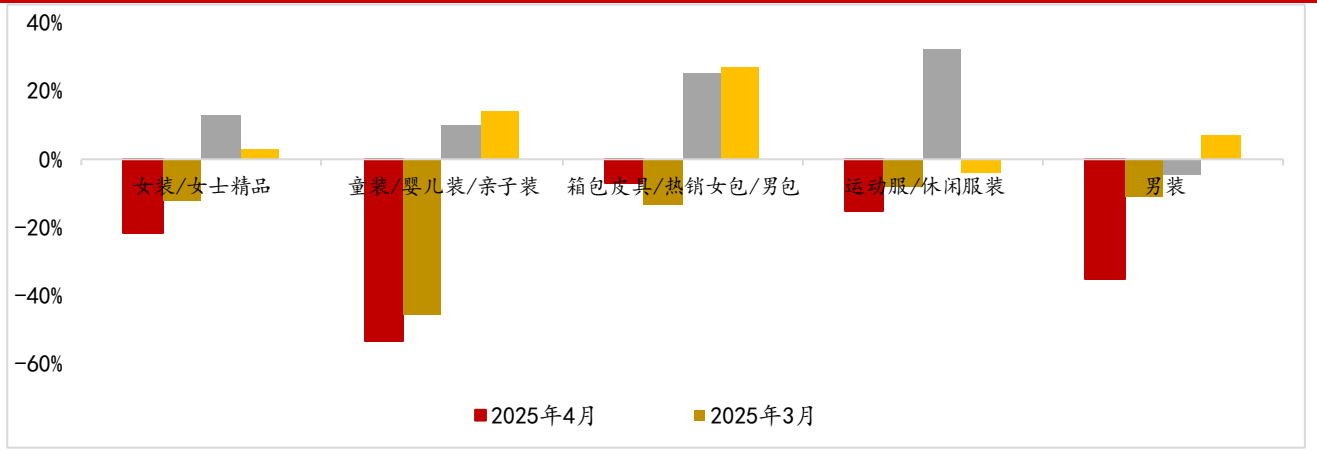
		25 年 3 月销售 额 (万元)	25 年 3 月	25 年 2 月	24 年 1 月
运动	特步国际	28300.46	68.0%	108.0%	72.0%
	阿迪达斯	71162.59	82.0%	130.4%	166.1%
	李宁	60081.01	85.2%	51.2%	40.4%
	安踏体育	124881.57	54.8%	48.6%	37.9%
	斯凯奇	16143.66	-12.6%	-22.3%	-5.4%
	耐克公司	98154.96	94.9%	70.0%	52.0%
休闲	波司登	29747.82	58.8%	9.1%	26.1%
	太平鸟	12590.23	27.9%	40.5%	59.5%
	森马服饰	26703.50	14.4%	12.7%	6.4%
户外	牧高笛	361.10	30.1%	-21.7%	-35.9%
女装	江南布衣	9092.95	43.7%	26.5%	55.6%
	歌力思	5019.41	48.1%	66.1%	4.1%
	朗姿股份	9251.55	-1.6%	53.7%	16.2%
	赢家时尚	8406.06	17.0%	1.6%	19.7%
	锦泓集团	16906.80	32.8%	87.6%	66.8%
	地素时尚	6505.46	58.2%	5.5%	45.3%
	宝姿集团	1011.53		235.9%	73.3%
男装	九牧王	912.62	64.8%	81.0%	97.0%
	中国利郎	8314.54	121.9%	65.6%	120.3%
	海澜之家	17658.61	20.0%	24.4%	-12.5%
	比音勒芬	1595.55	34.0%	33.5%	-3.1%
家纺	博洋家纺	1279.78	-52.3%	-11.7%	-40.3%
	罗莱生活	128.08	99.7%	212.8%	0.0%

资料来源：萝卜投资，华西证券研究所

3.3.2. 淘宝天猫平台 25 年 4 月各品类增速均为负，锦泓集团增速最高

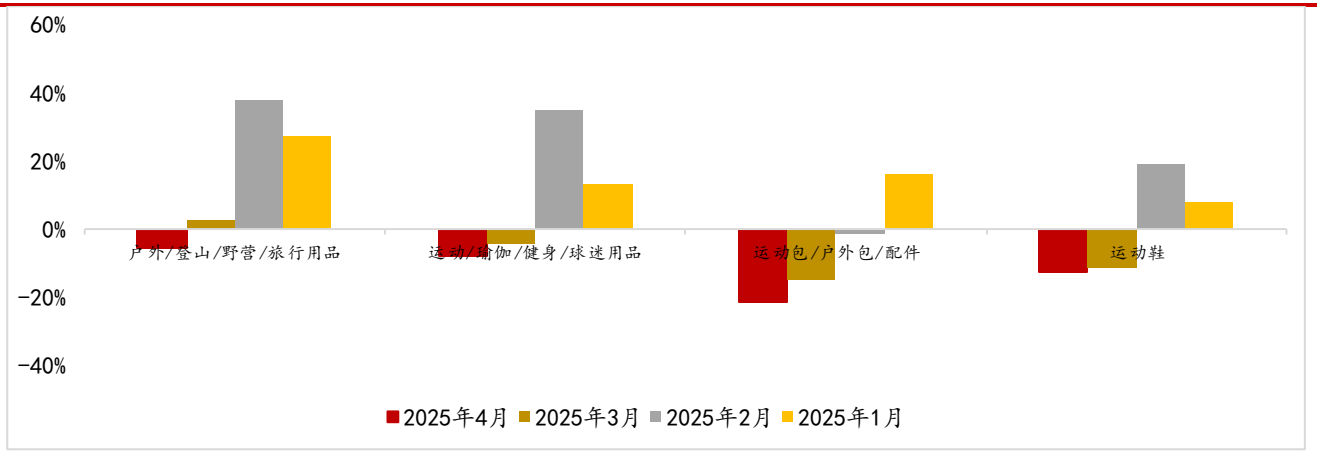
根据萝卜投资数据，2025 年 4 月，童装/运动服/女装/男装/箱包淘宝天猫平台销售额同比下降 53.49%/15.24%/21.57%/34.89%/6.9%，三月各品类增速均为负。户外品类来看，户外登山野营/运动瑜伽健身/运动包/运动鞋淘宝天猫平台销售额同比下降 5.37%/7.68%/21.16%/12.73%。根据萝卜投资数据，2025 年 4 月，淘宝天猫平台同比增速前三分别是锦泓集团、江南布衣、浪莎股份，同比增长分别为 102.20%/5.90%/-3.20%。同比增速后三分别是北极绒、新秀丽、红豆股份，同比增速分别为-52.50%/-47.30%/-47.30%。

图 18 2025 年 1 月-2025 年 4 月纺织服装淘宝天猫电商销售同比增速



资料来源：萝卜投资，华西证券研究所

图 19 2025 年 1 月-2025 年 4 月户外品类淘宝天猫电商销售同比增速



资料来源：萝卜投资，华西证券研究所

表 5 天猫淘宝平台各公司销售额增速

	25 年 4 月销售额 (万元)	25 年 4 月	25 年 3 月	24 年 2 月	
男装	海澜之家	19376	-15.2%	31.1%	14.5%
	江南布衣	7691	5.9%	57.9%	118.3%
	红豆股份	2067	-47.3%	4.9%	-25.3%
	七匹狼	7060	-13.1%	13.4%	-11.3%
	雅戈尔	1811	-36.8%	0.1%	16.0%
	中国利郎	2141	-21.0%	58.3%	61.2%
	报喜鸟	5812	-11.1%	114.8%	101.2%
女装	锦泓集团	721	102.2%	-27.4%	24.2%
	朗姿股份	4884	-3.2%	5.0%	45.0%
休闲	北极绒	3306	-53.5%	-27.9%	-22.4%
	波司登	4457	-16.6%	6.4%	-22.4%
	加拿大鹅	925	-12.4%	76.4%	30.7%
	森马服饰	21252	-23.7%	23.2%	32.0%
	太平鸟	7658	-42.4%	19.4%	-9.9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

家	博洋家纺	8246	-11.7%	4.8%	48.5%
	安踏体育	103633	-28.8%	7.7%	24.4%
	安德玛	4649	-46.1%	-39.2%	-21.3%
	PUMA 集团	10378	-33.1%	-15.7%	-4.2%
运动	阿迪达斯	34143	-41.7%	-5.1%	13.7%
	斯凯奇	16650	-44.4%	-0.4%	-23.8%
	361 度	18132	-34.1%	-14.8%	31.1%
	耐克公司	51960	-39.3%	-28.5%	7.1%
户外	李宁	58824	-36.1%	-18.7%	-4.3%
	探路者	1324	-18.1%	45.3%	36.8%
	牧高笛	2176	-39.8%	17.3%	45.5%
	汇洁股份	4988	-24.3%	0.4%	44.2%
内衣	浪莎股份	5699	-5.1%	-0.5%	18.5%
	爱慕股份	3760	-42.8%	32.0%	39.9%
箱	新秀丽	2067	-47.3%	4.9%	-25.3%

资料来源：萝卜投资，华西证券研究所

表 6 天猫平台各品牌销售额及增速

		销售额 (万元)	25 年 4 月	25 年 3 月			销售额 (万元)	25 年 4 月	25 年 3 月	
男装	雅戈尔	汉麻世家 /HANP	10.94	-50.8%	-37.4%	锦泓集团	元先	76.87	52.8%	111.7%
		雅戈尔 /YOUNGOR	1789.52	-36.1%	2.4%		维格娜丝 /VGRASS	554.28		
		哈特马克 斯/Hart Schaffner Marx	1.95	-86.3%	-72.3%		TeenieWe enie	89.80		
		Mayor	8.47	-73.7%	-71.9%		速写 /CROQUIS	1065.22	15.9%	23.0%
	中国利郎	利郎 /LILANZ	2141.11	-21.0%	58.3%	江南布衣	蓬马 /POMME DE TERRE	36.50	-56.8%	11.6%
		L2	0.02	-90.8%	195.2%		江南布衣 /JNBY	4430.60	13.1%	73.8%
	七匹狼	七匹狼 /SEPTWOLV ES	6271.73	-15.8%	8.5%		LESS	1126.79	21.0%	66.2%
		Karl Lagerfeld	787.72	16.0%	59.0%		jnby by JNBY	1031.90	0.3%	32.9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	16N	0.39	-78.4%	-65.0%			朗姿 /LANCY FROM 25	4422.93	38.1%	42.1%
海澜之家	英氏 /Yeehoo	4819.41	-8.6%	42.7%	朗姿 股份		莱茵福莱 尔/LIME FLARE	410.92	-9.1%	-58.3%
	男生女生 /HEY LADS	5.39	-98.7%	-80.6%			吉高特 /JIGOTT	10.56	-74.7%	-68.9%
	黑鲸/HLA JEANS	0.64	-91.9%	-70.7%			贝嘟嘟 /Putto	10.28	19.1%	26.4%
	海澜之家 /HLA	13689.99	-17.9%	23.6%			爱多娃 /ETTOI	27.96	-38.3%	-40.3%
	海澜优选 /HEILAN HOME	0.82	-89.5%	-96.9%			阿卡邦 /AGABANG	0.99	-69.3%	13.2%
	OVV	860.06	82.9%	174.1%			伊维斯 /ENWEIS	920.74	-24.8%	13.0%
									桑扶兰 /Sunflora	94.50
报喜鸟	乐飞叶 /Lafuma	1141.31	34.6%	128.7%	汇洁 股份		乔百仕 /J. BASCH I	0.02	-93.8%	-83.7%
	乐飞叶 /Lafuma	1141.31	34.6%	128.7%			秘密武器 /SECRET WEAPON	0.46	-76.9%	
	恺米切 /Camicissima	24.57	-76.4%	-35.3%			曼妮芬 /ManiForm	3570.85	-27.0%	-1.3%
	亨利格兰 /HenryGrant						兰卓丽 /Langerie	388.14	-0.1%	-22.8%
	哈吉斯 /Hazzys	3572.68	-14.1%	132.1%			加一尚品 /COYEEE	12.83	-81.9%	-88.8%
	报喜鸟 /SAINT ANGELO	1067.46	-24.0%	69.3%			纽格芙 /NATURE' S GIFT	0.56	14.0%	-20.6%
	BONO			-73.7%			爱慕 股份		兰卡文 /LA GLOVER	63.06
				兰卡文 /LA GLOVER	63.06	-21.1%			168.3%	
红豆 股份	红豆/HODO	2067.23	-47.3%	4.9%						

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

太平鸟	太平鸟 /PEACEBIRD	6101.35	-34.3%	31.1%	户外	乎兮 /HUXI	47.02	-64.5%	-48.8%	
	乐町 /LEDIN	1512.82	-15.9%	67.2%		宝迪威德 /BODY WILD	27.35	298.2%	-33.2%	
	MiniPeace	43.34	-98.0%	-98.7%		爱慕运动 /AIMER SPORTS	5.51	-69.3%	-51.5%	
森马服饰	森马 /Semir	6195.25	-42.4%	37.3%	户外	爱慕义乳 /AIMER LATEXBREAST	123.45	397.3%	155.4%	
	梦多多 /MENGDOODO	0.60	-61.5%	-47.3%		爱慕先生 /AIMER MEN	203.81	-21.3%	19.9%	
	马卡乐 /Marcolor	5.55	-63.4%	-93.8%		爱慕儿童 /AIMER KIDS	497.16	-21.1%	6.9%	
	马卡乐 /Marcolor	5.55	-63.4%	-93.8%		爱慕 /AIMER	2618.30	-35.6%	84.4%	
	橘滋 /Juicy Couture	356.92	61.1%	38.2%		爱美美丽 /IMiS	173.22	1.5%	-15.2%	
	巴拉巴拉 /Balabala	14405.71	-12.7%	16.8%		浪莎股份 /Langsha	5699.45	-5.1%	-0.5%	
	MINETTE	85.94	85.7%	6.3%		探路者 /TOREAD	1324.19	-18.1%	45.3%	
	Marc O'Polo	198.31	18.9%	126.7%		户外运动	小牧 /Mobi Garden	0.87	-64.1%	-62.1%
	JASON WU						牧高笛 /Mobi Garden	2174.65	-39.8%	17.5%
	Hey Junior	1.70					斯凯奇 /SKECHERS	16650.24	-44.3%	-0.2%
加拿大鹅	Balabala Shoes	0.03	-99.9%	-100.0%	运动	威尔胜 /Wilson	3796.21	12.4%	42.5%	
	加拿大鹅 /Canada Goose	925.09	-12.4%	76.4%		安踏体育 /Suunto	73.78			
南极电商	13850.08	15055.67	-52.2%	-51.5%		斯潘迪 /Sprandi	98.90	-32.4%	-47.3%	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

家纺	博洋家纺	唐狮	1815.34	-39.9%	-16.1%		始祖鸟/Arc'teryx	0.62	-91.5%	-76.8%	
		棉朵	0.02	67.6%	9.4%		萨洛蒙/Salomon	5774.96	-20.8%	39.1%	
		乐加	15.24	-36.8%	8.6%		可隆/KOLON SPORT	0.01	111.5%	268.6%	
		果壳/GUKOO	2112.73	7.9%	123.8%		斐乐/FILA	30686.08	-44.7%	-6.3%	
		博洋家纺	4100.87	5.2%	-7.6%		迪桑特/DESCENTE	10606.51	7.6%	74.9%	
		博洋宝贝	1.55	-63.7%	-60.5%		安踏儿童/ANTA Kids	453.93	-16.1%	43.7%	
		艾维	78.05	-31.1%	-33.9%		安踏儿童/ANTA Kids	453.93	-16.1%	43.7%	
		艾夫斯	0.03	-100.0%	-99.5%		安踏/ANTA	45151.44	-28.3%	-4.4%	
		YSO	122.37	-34.8%	113.1%		阿托米克/Atomic	71.99	-11.3%	23.6%	
箱包	新秀丽	新秀丽/Samsonite	2015.43	-11.1%	-28.0%		NBA	178.83	2.7%	23.5%	
		途明/TUMI	373.60	-28.4%	-22.2%		FILA FUSION	1037.56	1.0%	14.0%	
		美旅/American Tourister	11.86	2182.5%	-76.4%		安德玛/Under Armour	4648.89	-46.0%	-39.2%	
		卡米龙/Kamiliant					李宁	李宁/LI-NING	53576.55	-38.5%	-20.9%
		Lipault	35.99	-40.9%	-51.3%			乐途/LOTTO	352.23	32.2%	75.6%
		Hartmann	0.56	151.1%	-31.9%			凯胜/Kason	29.68	-50.7%	-35.7%
		Gregory	345.30	-16.5%	20.1%			红双喜/DHS	2690.33	-4.0%	13.3%
运动	阿迪达斯	山本耀司/Y-3	391.71	16.3%	13.3%	艾高/AIGLE	2175.05	51.1%	26.7%		

	三叶草 /Adidas Originals	0.82	-81.2%	-90.9%		Danskin	0.35	-98.9%	-99.2%	
	阿迪达斯 /Adidas	33165.83	-41.8%	-4.9%		茵宝 /UMBRO	166.40	2.6%	-9.6%	
	STELLA MCCARTNEY	121.81	-48.0%	18.8%		耐克 /Nike	45305.89	-37.6%	-27.9%	
	Reebok	459.97	-49.8%	-19.2%	耐克 公司	匡威 /Converse	6279.82	-44.8%	-26.7%	
	Adidas TERREX			-99.9%		Cole Haan	199.26	10.3%	93.6%	
	Adidas NEO	2.96	-68.5%	-58.9%		Air Jordan	8.98	-1.7%	108.7%	
PUMA 集团	彪马/PUMA	10244.97	-32.2%	-15.6%						
	Tretorn	130.72	-66.7%	-18.9%						
	COBRA	2.23	-61.4%	-29.7%						
361 度	361度 /361°	18132.10	-23.4%	-4.5%						

资料来源：萝卜投资，华西证券研究所

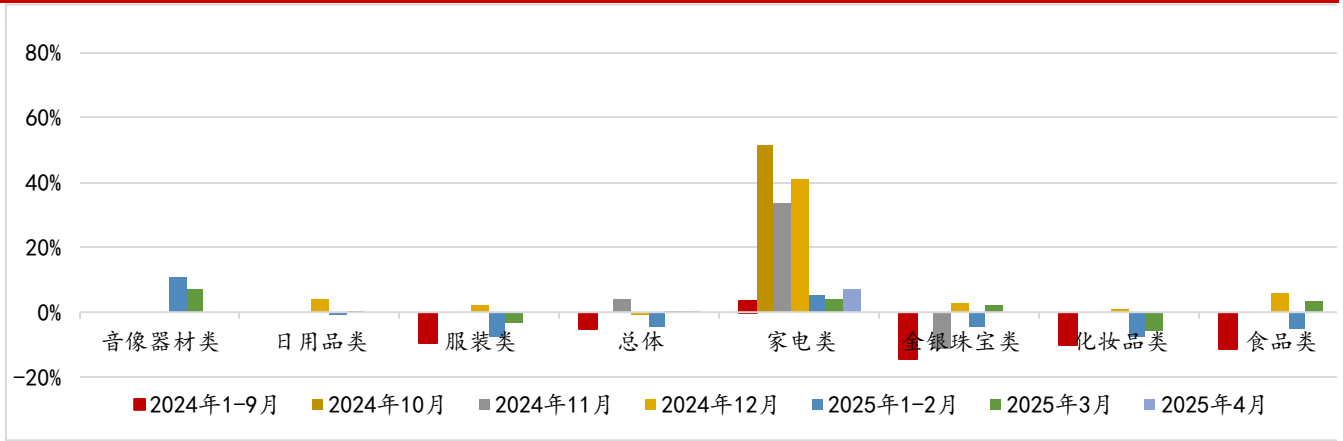
3.3.3.2025年4月份全国50家重点大型零售企业零售额同比增加0.2%

根据中华全国商业信息中心的监测数据，2025年4月份全国50家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额同比增长0.2%，增速环比提高了0.5个百分点。

从主要商品品类来看，4月份，多数品类商品零售额实现同比正增长。其中，以旧换新政策持续拉动相关商品消费，通讯器材类、家用电器类与音像器材类商品零售额分别同比增长19.6%、7.4%和1.0%；体育娱乐用品类、金银珠宝类与化妆品类市场销售情况增长较好，零售额分别同比增长13.4%、10.3%和8.6%；服装类、日用品类以及粮油食品类三类商品零售额相比上年同期有所下降。

1-4月，全国50家重点大型零售企业零售额累计下降2.5%，降幅较1-3月收窄0.6个百分点。

图 20 2023 年 8 月-2025 年 3 月全国 50 家重点大型零售企业销售同比增速

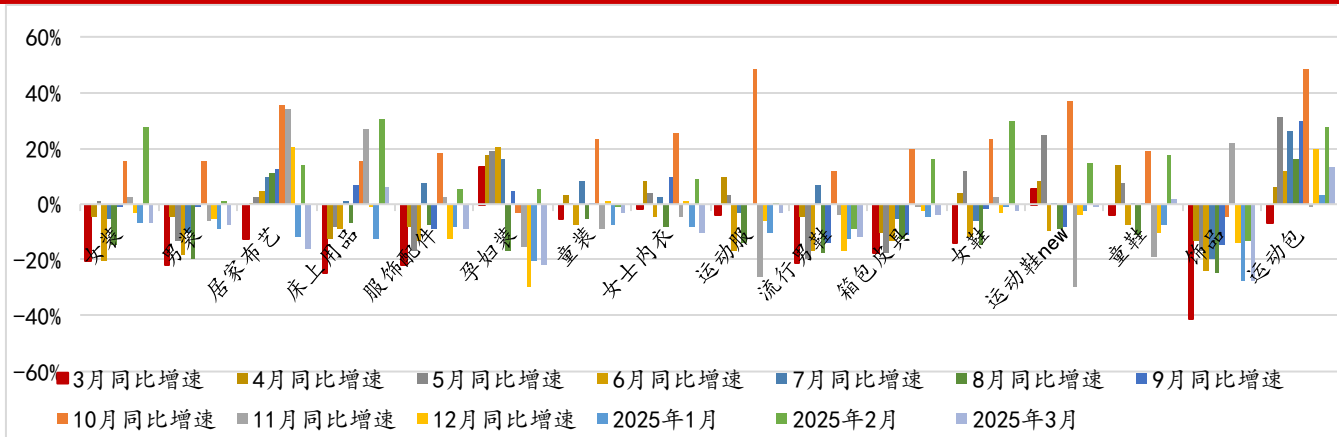


资料来源：中华全国商业信息中心，华西证券研究所

3.3.4. 25 年 3 月服装行业线上销售额 362.20 亿元，同比下降 6.39%

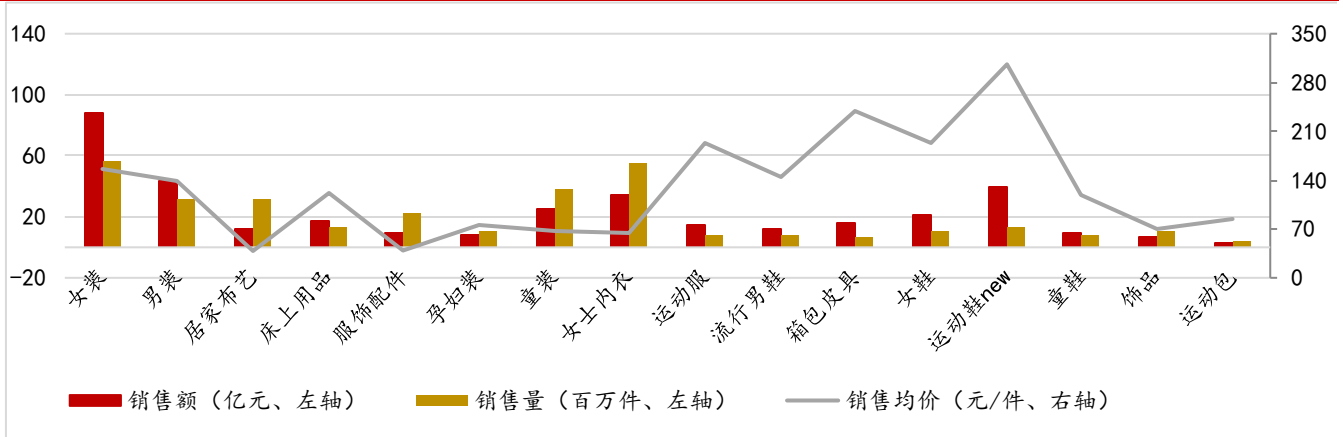
根据 ECdataway 数据，2025 年 3 月，我国服装行业共实现线上销售额 362.20 亿元，同比下降 6.39%，较 25 年 2 月环比增长 33.76%。从细分品类看，3 月女装销售额最高，达 88.23 亿元，同比下降 6.48%；3 月运动鞋 new 平均单价最高，达 306.12 元/双，同比下降 9.86%。

图 21 2024 年 3 月-2025 年 3 月纺织服装线上销售同比增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图 22 2025 年 3 月纺织服装线上销售情况



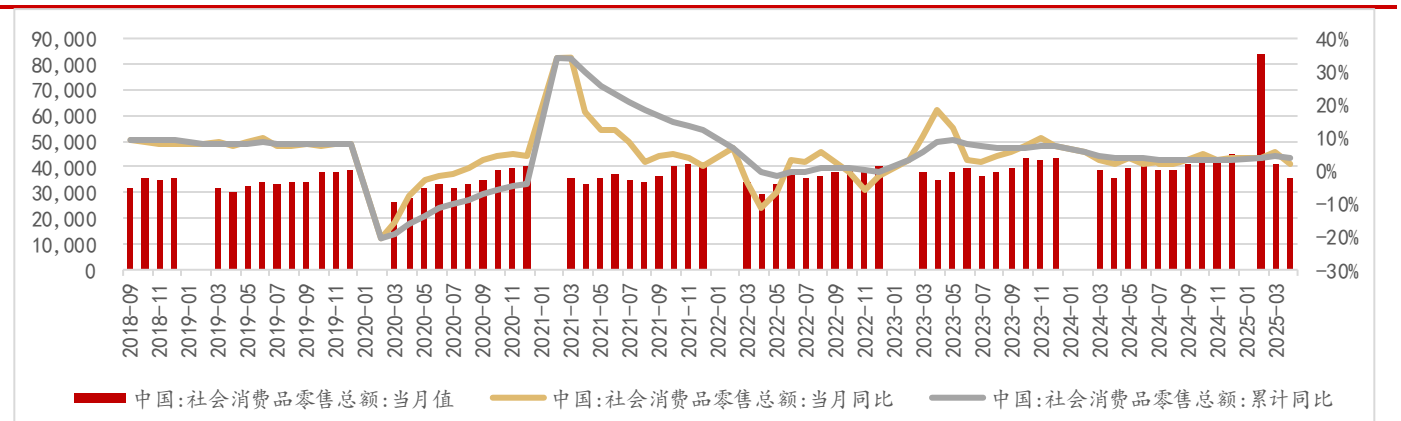
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.3.5. 25 年 1-4 月份社会消费品零售总额同比增长 4.1%，2025 年 1-4 月份网上零售额增长 11.5%

4 月份，社会消费品零售总额 35699 亿元，同比增长 2.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额 32196 亿元，增长 3.2%。1—4 月份，社会消费品零售总额 156026 亿元，同比增长 4.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 141396 亿元，增长 4.3%。

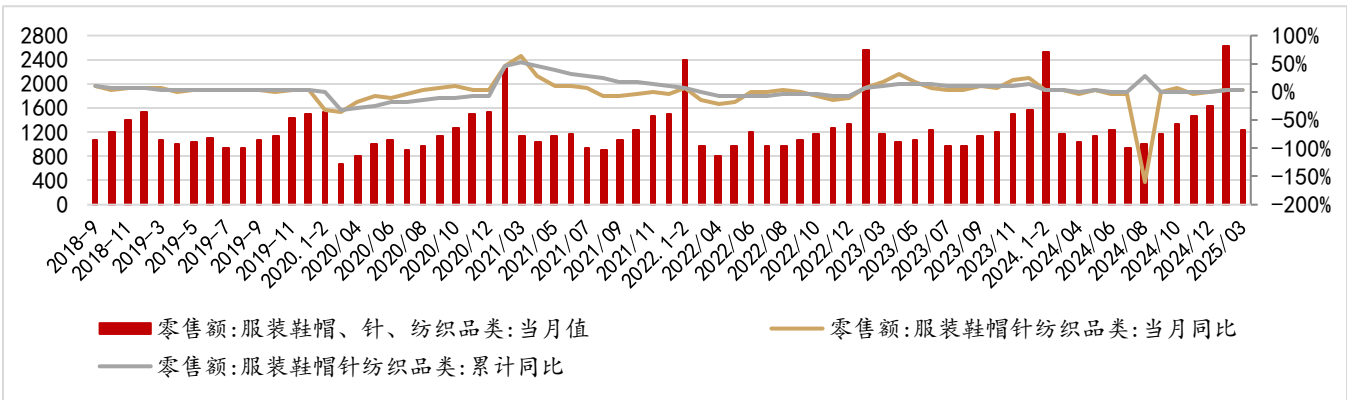
2025 年 1—4 月份，全国网上零售额 44110 亿元，同比增长 11.5%。其中，实物商品网上零售额 37356 亿元，增长 11.1%，占社会消费品零售总额的比重为 23.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 19.2%、10.5%、9.8%。

图 23 社会消费品零售总额及同比增长率 (亿元, %)



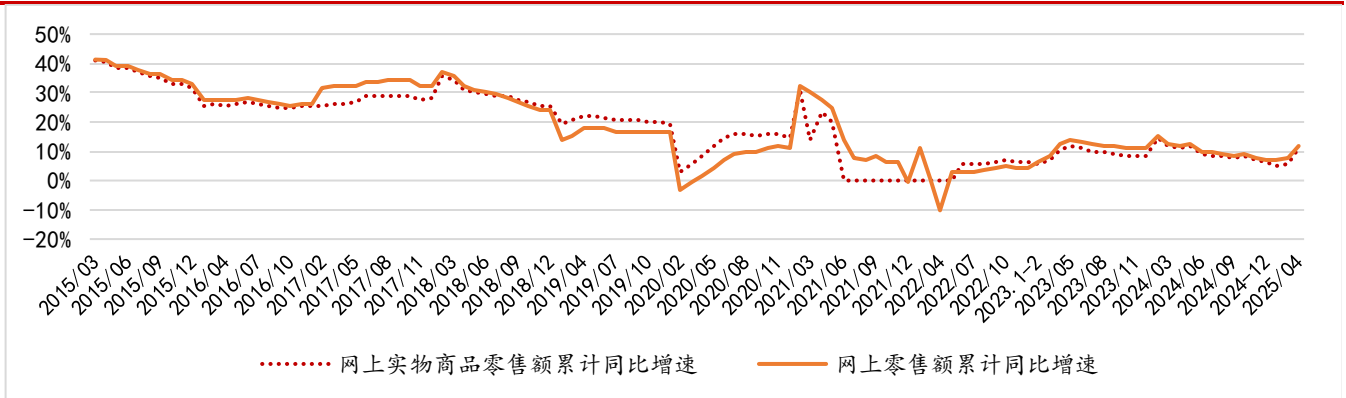
资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

图 24 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售销售额及同比增长率（亿元，%）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 25 网上实物零售额同比增速



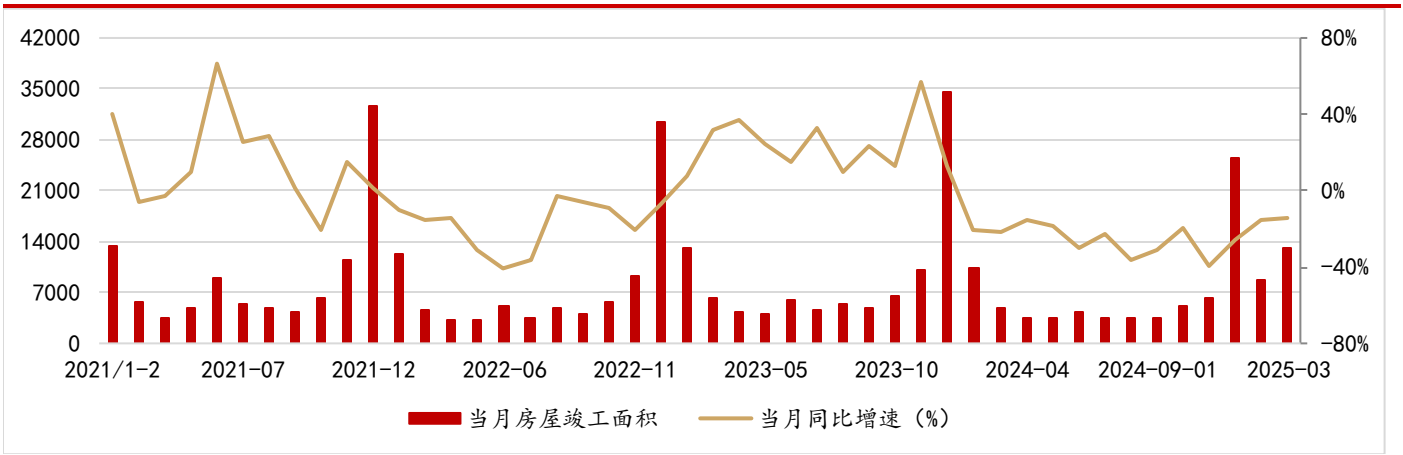
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

3.3.6.2025 年 1-3 月份全国房屋竣工面积累计同比下降 14.3%

2025 年 1-3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 613705 万平方米，同比下降 9.5%。其中，住宅施工面积 427237 万平方米，下降 9.9%。房屋新开工面积 12996 万平方米，下降 24.4%。其中，住宅新开工面积 9492 万平方米，下降 23.9%。房屋竣工面积 13060 万平方米，下降 14.3%。其中，住宅竣工面积 9502 万平方米，下降 14.7%。

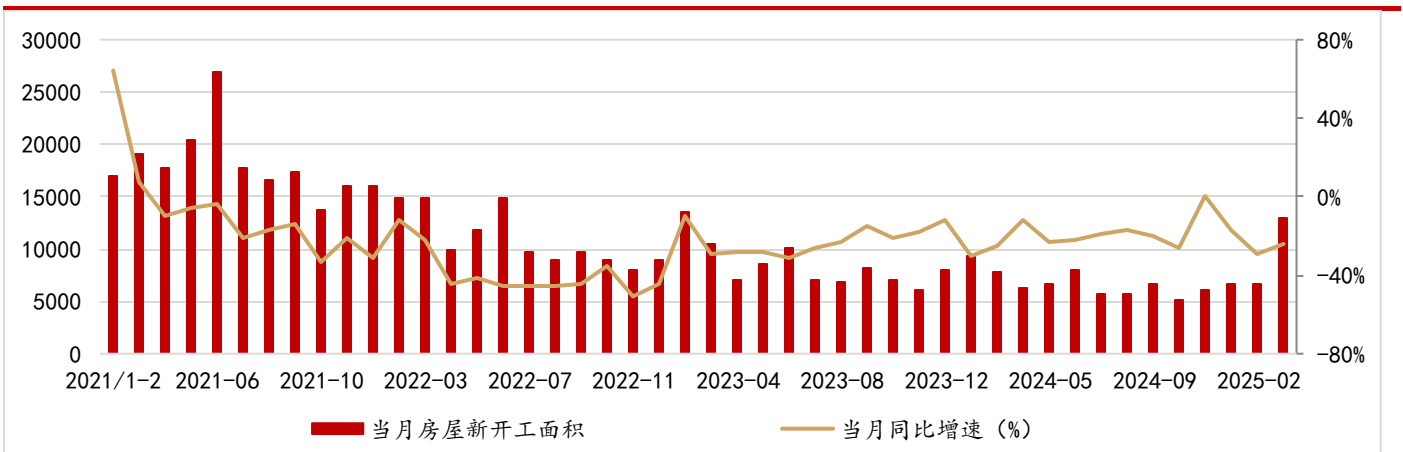
2025 年 1-3 月份，全国房地产开发投资 19904 亿元，同比下降 9.9%；其中住宅投资 15133 亿元，下降 9.0%。

图 26 房屋竣工面积及同比增速（万平方米）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 房屋新开工面积及增速（万平方米）



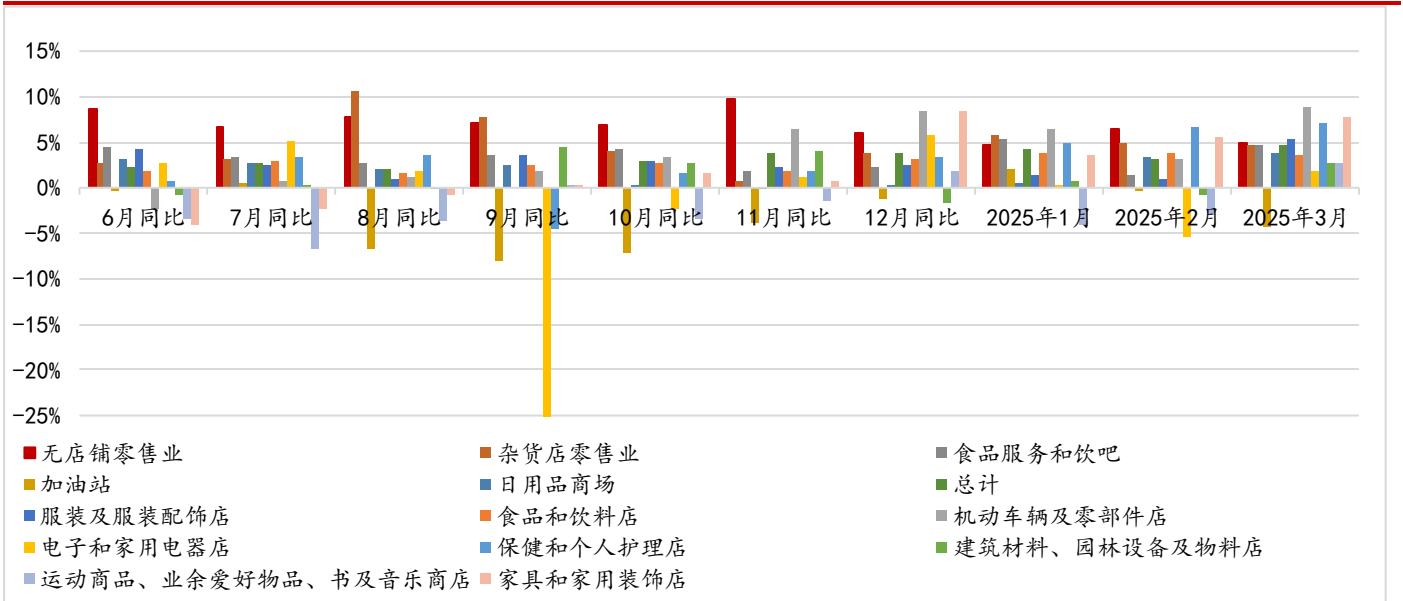
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.7. 美国 25 年 3 月总零售额同比增长 4.6%

根据美国商务部统计数据，2025 年 3 月美国零售和食品服务销售额（季调）总计为 7348.7 亿美元，同比增长 4.6%。从细分领域看，无店铺零售业、杂货店零售业、食品服务和饮吧、加油站、日用品商场同比增速分别为 4.8%/4.8%/4.8%/-4.4%/3.8%。

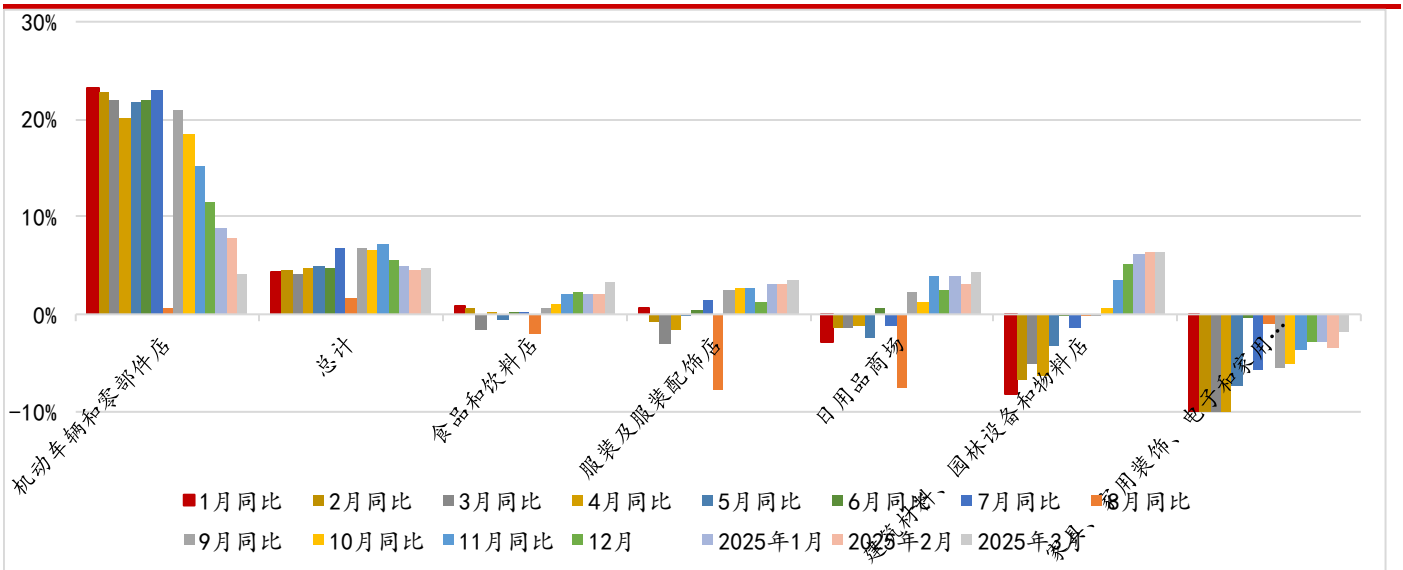
25 年 3 月份美国零售库存（季调）为 8053.36 亿美元，同比增长 4.72%、环比下降 2.12%。从细分领域看，机动车辆和零部件店、食品和饮料店、服装及服装配饰店、日用品商场同比增速为 4.20%/3.32%/3.56%/4.36%。

图 28 2024 年 6 月-2025 年 3 月美国零售和食品服务销售额同比增速（季调）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 29 2024 年 1 月-2025 年 3 月美国零售库存同比增速（季调）



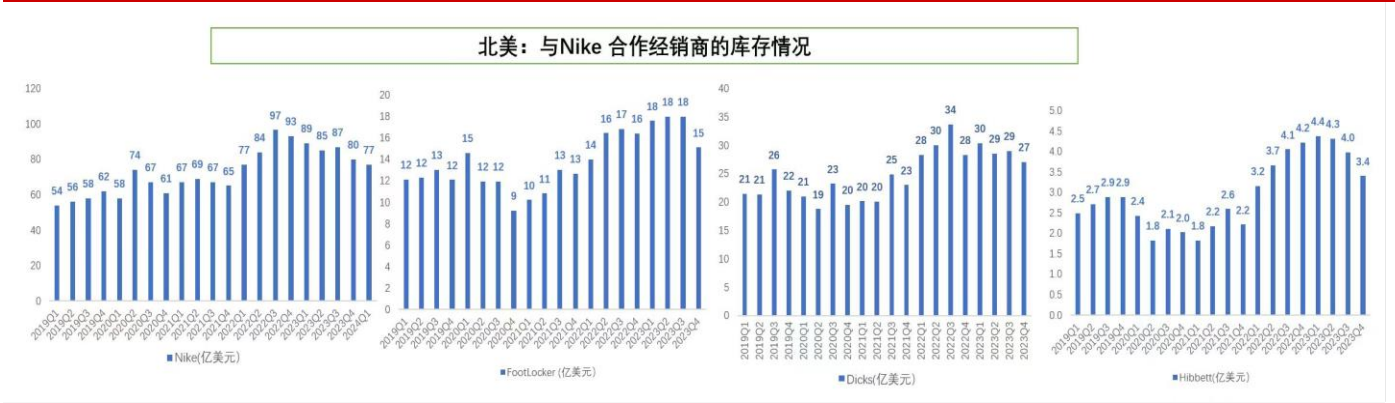
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.8. 海外库存情况跟踪：25 年 3 月美国服装及服装面料批发商库存同比下降 6.46%

根据美国商务部统计数据，25 年 3 月美国服装及服装面料批发商库存（季调）为 278.13 亿美元，同比下降 6.46%；25 年 2 月美国服装及服装配饰店零售库存（季调）为 610.26 亿美元，同比上升 3.11%。与 Nike 合作经销商的库存均呈现下滑趋势，FY23Q4（23/10/28-24/2/3，Nike 为 23/11/30-24/2/29）Nike/Foot Locker/Dicks/Hibbett 库存分别下降 13.2%/19.0%/13.2%/13.6%，截止 24/5/31 NIKE 存货为 75.19 亿美元，同比下降 11.06%。

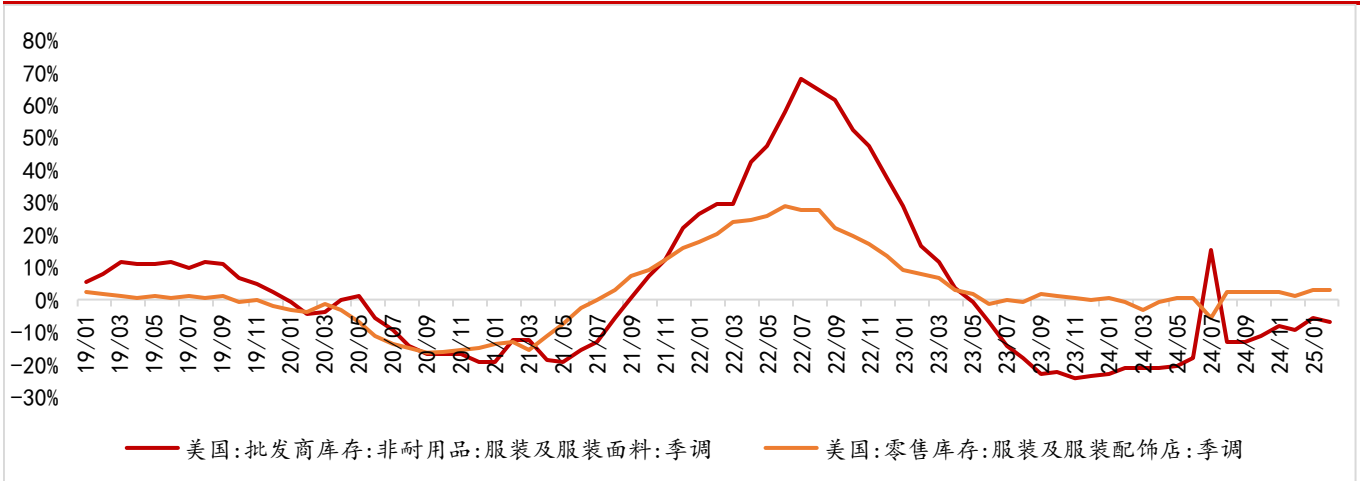
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 30 北美：与 Nike 合作经销商的库存情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 31 美国服装类批发商和零售库存同比增速（季调）

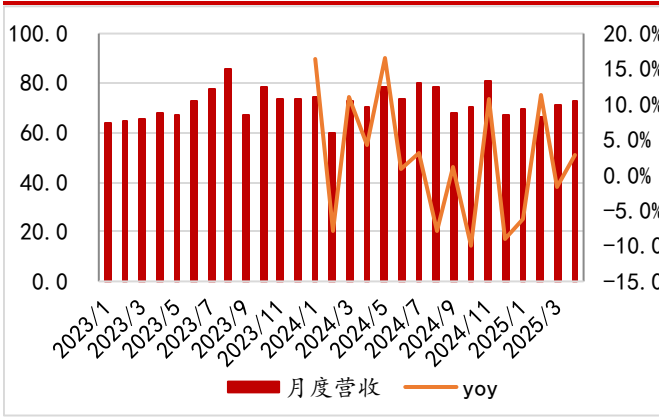


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.9. 运动制造台企月度数据

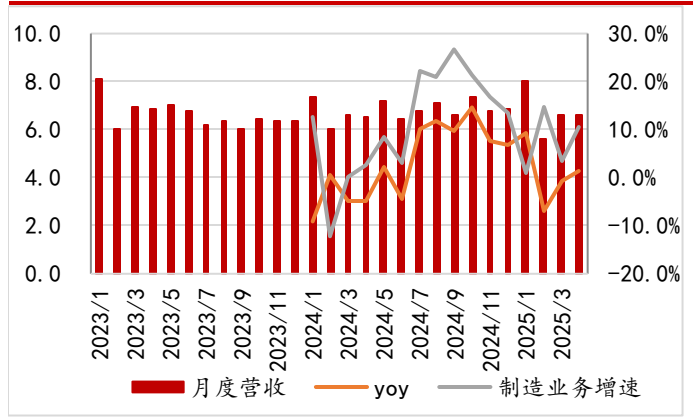
根据各公司官网，25 年 4 月丰泰/裕元/钰齐/来亿营收同比增速分别为 3%/1%/39%/55%。其中，丰泰/钰齐 25 年 4 月营收增速较 25 年 3 月提速 5PCT/-21PCT（3 月增速：-2%/76%），但裕元制造业 25 年 4 月营收增速较 25 年 3 月上升 7PCT 至 10.5%（3 月增速：3.5%）。丰泰/裕元/钰齐/广越/儒鸿/志强/来亿 Q4 分别同比增长-0.5%/13.35%/18.4%/31.83%/12.25%/30.55%/36.53%，（Q3 增速：-1.52%/10.5%/1.58%/1.13%/25.82%/57.92%/38.77%）。

图 32 丰泰企业营收及增速 (亿新台币)



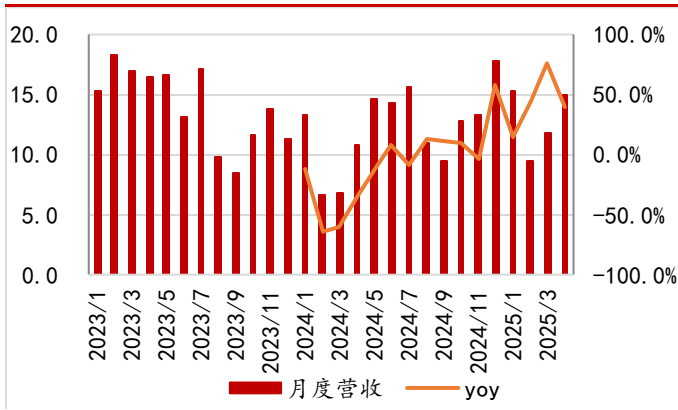
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 33 裕元集团营收及增速 (亿美元)



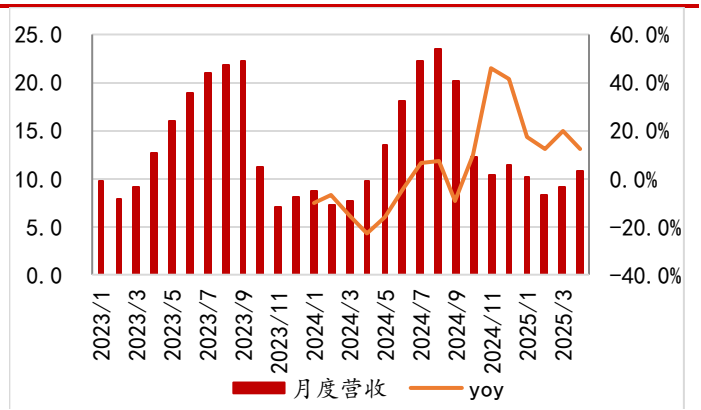
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 34 钰齐企业营收及增速 (亿新台币)



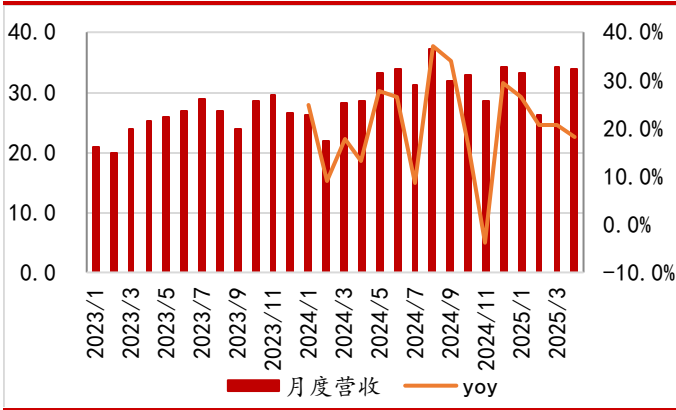
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 35 广越企业营收及增速 (亿新台币)



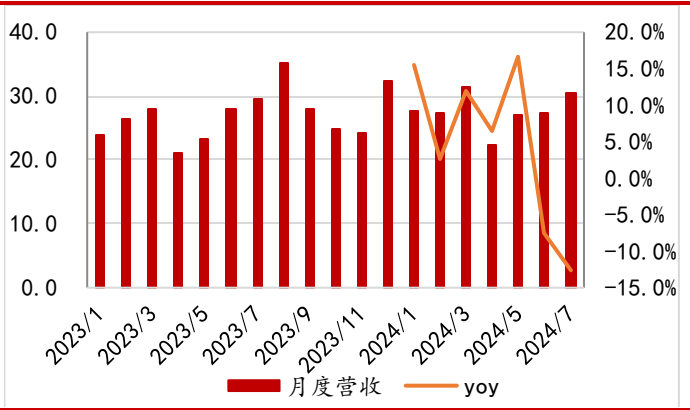
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 36 儒鸿营收及增速 (亿新台币)



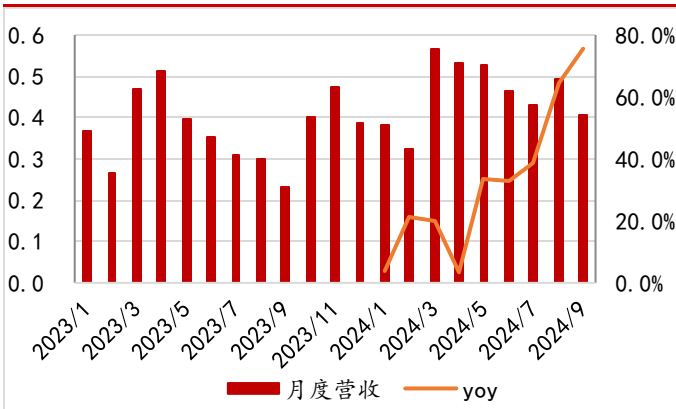
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 37 聚阳营收及增速 (亿新台币)



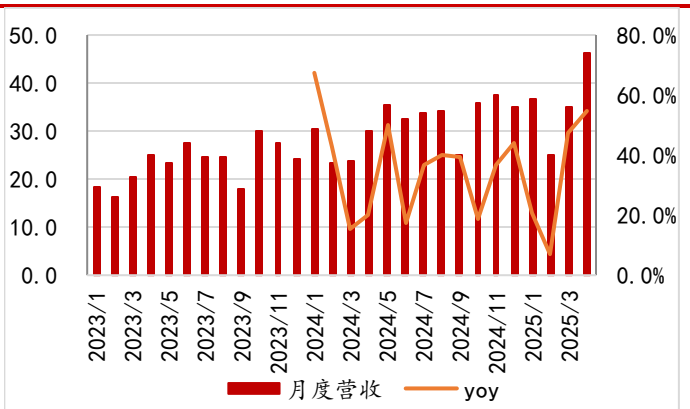
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 38 志强营收及增速 (亿美元)



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 39 来亿营收及增速 (亿新台币)



资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 行业新闻

4.1. 金利来私有化退市失败

美近日，金利来公司发布公告，以主席曾智明建议将公司私有化的计划在法院会议上未获股东批准。

据悉，金利来在上周五（5 月 9 日）举行了法院会议及股东大会，法院会议上仅有约 55.33%（约 9974 万股）投票股东支持私有化决议案，低于要求的 75%，约 44.66%（约 8051 万股）投票股东反对议案，超过反对上限的 10%，议案未获通过。

尽管股东大会通过私有化议案，但由于计划未在法院会议上获得批准，因此股东大会上通过的特别决议案将不会生效。

公司表示，股份于联交所的上市地位将不会撤销。公司认为建议及计划失效将不会对集团的业务、营运或财务状况造成任何重大不利影响。

私有化进程终止后，金利来公司将继续维持上市地位，原定于 2025 年 6 月 23 日启动的股票过户登记暂停程序也同步终止。证监会还规定，自公告日起 12 个月内，原要约方及其一致行动人不得重新发起要约收购，除非获得执行人员同意。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/bNTGJ1_t_8xLCwbuxmXrvQ)

4.2. 创立 53 年国际运动品牌 PONY 启动轻户外“百店计划”

为了满足更多消费者的轻量化需求,宝胜国际旗下的 PONY 品牌,这个其在中国市场拥有完全自主经营权的运动品牌,以 53 年的历史沉淀,正在这股浪潮中展现出其独特的传承与进化之路。

回顾 PONY 的品牌历史会发现,在 53 年的发展历程中,蕴含着品牌深厚的文化沉淀、传承以及消费心智,这些元素共同构成了品牌独特的标识性。创立于 1972 年的 PONY,以运动迅速崛起,并逐步构成了品牌最核心的“专业运动”辨识度资产。

作为曾位列世界前五的运动品牌,与众多专业运动员绑定,形成了 PONY 专业者的品牌核心。另一方面连续与奥运会、NBA、世界杯、温网等专业赛事合作,进一步巩固其在体育界的地位。

PONY 与球王贝利、Super Bowl、拳王阿里、NBA 选手 David Thompson 等代言合作;连续与奥运会、NBA、世界杯、温网、美国职棒独家赞助等

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/o0EB1B4X76DqfgxgnofYPQ>)

4.3. 迪奥中国客户数据泄露,官方称“不涉及金融信息”

5 月 12 日, Dior 迪奥品牌向用户发布短信,表示该品牌发生数据泄露事件。

短信内容显示,品牌于 2025 年 5 月 7 日发现,曾有未经授权的外部人员获取了迪奥持有的部分客户数据。泄露的数据包括客户姓名、性别、手机号码、电子邮箱、邮寄地址以及消费金额和偏好及其他该品牌收集的用户信息。被访问的数据库中不包含诸如银行账户详情、国际银行账户号码 (IBAN) 或信用卡信息等财务信息。

13 日,迪奥官方客服回应表示,确有未经授权的外部方获取含客户信息的部分数据,该客服称,正在通过短信、微信或邮件向受影响客户发送通知,客户已收到或即将收到的通知中将明确列明受影响的信息类别。需特别说明:涉事数据库中未存储任何金融信息,包括银行账户、国际银行账号 (IBAN) 及信用卡信息。

公开资料显示,克里斯汀·迪奥 (Christian Dior) 隶属于酩悦·轩尼诗-路易·威登集团 (LVMH),拥有高级定制、女装成衣、男装成衣、童装、珠宝腕表、家居、护肤、彩妆和香氛产品线。

LVMH 集团发布 2025 财年第一季度财报显示,公司 2025 财年第一季度总营收为 203 亿欧元,同比下降 3%,低于市场预期的 2% 增幅。其中,路易威登和迪奥所属的时装与皮具部门销售额为 101.08 亿欧元,同比下滑 5%,低于市场预期。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/1fbiohc2bqcdeiUJ8Y336w>)

4.4. 运动品牌“大公鸡”或以 6000 万欧元出售,资方包括 LVMH 家族

近日,由法国投资公司 Neopar、法国亿万富翁 Xavier Niel 和美国品牌管理公司 Iconix 等多个投资方组成的财团已向法国运动服饰品牌 Le Coq Sportif (乐卡克) 提出 6000 万欧元的收购要约。

新闻稿中指出,该财团“将带领 Le Coq Sportif 重新聚焦其平易近人、广受欢迎的品牌 DNA,同时提供大量资金以推动品牌重启,在全球范围内进行部署。”

根据条款，由 Poitrial 家族拥有的专业投资公司 Neopar 将持有 Le Coq Sportif 51%的股份，包括 Xavier Niel 在内的一组投资者（包括数位品牌高管）持股 26.5%，Iconix 持股 22.5%。

值得一提的是，Xavier Niel 的伴侣是 Delphine Arnault，迪奥品牌首席执行官、法国奢侈品巨头 LVMH 集团主席 Bernard Arnault 的大女儿。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/4sPw1hXGVOmXkqsGQQc2dA>）

4.5. Tumi 在中国市场逆势卖爆了

新秀丽收购的 TUMI 显现增长韧性。

新秀丽 Samsonite 今日发布 2025 年第一季度业绩，净销售额为 7.97 亿美元，按固定汇率同比下降 4.5%，经调整 EBITDA 为 1.28 亿美元，利润率降至 16.0%，较去年同期的 18.8% 明显回落，经调整净利润为 5200 万美元，同比大幅下滑约 40%。

尽管整体业绩承压，但 TUMI 品牌在中国市场逆势表现强劲，为公司提供了罕见的增长亮点。面对终端需求分层明显、消费者从“出境热”向“品牌理性”的过渡，TUMI 所代表的高端实用主义正在快速渗透进新中产与商务人群，这种高

新秀丽于 2016 年以 18.24 亿美元收购 Tumi，为其史上最大一笔交易。

管理层在业绩电话会议中指出，第二季度迄今为止的销售增速与第一季度持平，毛利率预计维持稳定，调整后 EBITDA 利润率略有改善。

公司判断当前行李箱行业尚未出现明显的提前备货行为，行业节奏相对理性。这意味着尽管外部不确定性较高，但行业尚未进入“恐慌性囤货”或“泡沫化去库存”阶段，为品牌在定价和排产上提供了一定缓冲。

（原文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/TKxlwCa1FFV3iM7l_8uNKQ）

4.6. 应对奢侈品寒冬，Burberry 将裁员 1700 人

据时尚商业快讯，为应对当前奢侈品市场的消费低迷，Burberry 博柏利今日宣布将裁员约 1700 人，占全球员工总数的近五分之一。

作为重组与降本计划的一部分，Burberry 预计此举将为 2027 财年节省 6000 万英镑，加上此前已公布的 4000 万英镑降本措施，节约成本总额预计达 1 亿英镑。

截至 3 月底的 2025 财年，Burberry 营业收入同比大跌 17%，从 29.7 亿英镑降至 24.6 亿英镑，符合市场预期，但由盈转亏，录得 6600 万英镑税前亏损，而去年同期为 3.83 亿英镑利润。美洲地区以及欧洲、中东、印度和非洲地区的销售额与去年相比均下降了 4%，而亚太地区的销售额下降了 9%。

Burberry 表示公司革新尚处早期，地缘不确定性加剧，仍将专注于提升品牌价值与利润率，并预计年内将逐步看到成效。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/sToLaJfMgkPKJ3kMJcnBfQ>）

4.7. COS 重启在中国扩张

瑞典 H&M 集团旗下品牌 COS 自 2024 年下半年起重启在中国的扩张步伐，已在北京朝阳大悦城和深圳平安金融中心开设新店，并计划进驻西安万象城及武汉武商 Mall。此前，COS 在中国已有近两年未开新店。

尽管扩张节奏较为谨慎，截至目前 COS 在中国共有约 40 家门店，较 2019 年底的 36 家增长有限。品牌曾在 2020 至 2022 年间新开门店，但关店数量抵消了扩张成果，其中包括北京的首店与全球首家男装店的关闭。

COS 于 2012 年进入中国，虽一度拓展至南宁、昆明、石家庄等城市，但整体仍聚焦北京、上海、广州、深圳等一线及新一线城市。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/f187YWI6G3vlajq4PAWZLA>)

5.风险提示

汇率波动风险；原材料波动风险；系统性风险

表 7 重点跟踪公司

	代码	公司名称	评级	收盘价	市值	净利 (亿元)		PE	
				(元)	(亿元)	2025E	2026E	2025E	2026E
H 股	1234. HK	中国利郎	买入	3.68	44.07	5.05	5.53	8.04	7.35
	2331. HK	李宁	增持	15.40	398.06	27.25	29.65	13.47	12.38
	2020. HK	安踏体育	买入	92.65	2600.88	138.74	159.07	17.28	15.07
	3998. HK	波司登	买入	4.53	522.63	35.97	41.76	13.39	11.54
	1361. HK	361 度	买入	4.37	90.36	13.95	16.3	5.97	5.11
	1368. HK	特步国际	买入	5.46	151.49	13.74	15.11	10.16	9.24
	0551. HK	裕元集团	买入	11.90	190.94	5	5.6	35.2	31.43
	2313. HK	申洲国际	买入	57.75	868.11	67.7	77.5	11.82	10.33
	2232. HK	晶苑国际	买入	4.97	141.79	2.35	2.81	55.62	46.51
	3306. HK	江南布衣	买入	14.74	76.46	8.74	9.09	8.06	7.75
A 股	6110. HK	滔搏	买入	3.23	200.30	13.99	16.44	13.2	11.23
	2154	报喜鸟	买入	3.88	56.62	5.34	7	11.23	10.41
	2293	罗莱生活	增持	9.23	76.99	4.77	5.05	11.23	14.63
	2327	富安娜	买入	7.98	66.93	5.59	5.92	11.97	11.31

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2563	森马服饰	买入	6.00	161.65	13.22	15.46	12.23	10.46
2674	兴业科技	买入	9.47	27.96	1.81	2.17	15.45	12.88
2780	三夫户外	买入	12.41	19.56	0.6	0.76	32.59	25.73
2832	比音勒芬	买入	16.26	92.80	10.67	12.18	8.7	7.62
300577	开润股份	买入	20.90	50.12	4.61	5.65	10.87	8.87
300918	南山智尚	买入	22.50	97.81	2.85	3.33	34.32	29.37
300979	华利集团	买入	53.42	623.41	42.37	48.03	14.71	12.98
600398	海澜之家	买入	7.80	374.62	24.06	25.82	15.57	14.51
600400	红豆股份	增持	2.34	53.74	0.7	0.83	76.77	64.75
601339	百隆东方	买入	5.04	75.58	5.95	6.98	12.7	10.83
603365	水星家纺	买入	15.96	41.92	3.81	4.02	11	10.43
603518	锦泓集团	买入	8.34	28.91	3.51	4	8.24	7.23
603558	健盛集团	买入	9.00	31.79	3.88	4.62	8.19	6.88
603587	地素时尚	买入	12.19	58.12	3.39	3.76	17.14	15.46
603808	歌力思	增持	7.32	27.02	2.16	2.77	12.51	9.75
603877	太平鸟	买入	15.94	75.53	4.21	5.07	17.94	14.9
603889	新澳股份	买入	6.10	44.56	4.37	4.95	10.2	9
603908	牧高笛	增持	24.33	22.72	0.94	1.08	24.17	21.03
605080	浙江自然	买入	32.63	46.20	2.77	3.78	16.68	12.22
605138	盛泰集团	增持	7.86	43.67	1.18	1.71	37.01	25.54
605189	富春染织	买入	13.50	20.22	1.6	1.85	12.64	10.93
301276	嘉曼服饰	买入	21.91	23.66	2.07	2.29	11.43	10.33
300218	安利股份	买入	15.25	33.09	2.64	3.34	12.53	9.91
1238	浙江正特	买入	36.32	39.95	0.98	1.22	40.77	32.75
726	鲁泰 A	买入	6.38	46.53	5.64	6.47	8.25	7.19
2003	伟星股份	买入	11.47	134.07	8.08	9.09	16.59	14.75
605099	共创草坪	买入	22.77	91.45	5.82	6.61	15.71	13.84
300993	玉马遮阳	买入	10.71	33.00	2	2.38	16.5	13.87
603307	扬州金泉	买入	36.37	24.69	1.79	2.33	13.79	10.6

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

300952	恒辉安防	买入	27.73	43.99	1.39	1.96	30.11	27.41
603665	康隆达	买入	22.08	35.57	1.77	2.38	20.1	14.95

资料来源：wind，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价和市值单位为 HKD，其余均为人民币元，1 港元=0.9218 人民币元；收盘价和市值均采用 2025 年 5 月 16 日收盘数据。

表 8 相关重点跟踪公司表（同比增速）

品类	公司	分地区	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
运动	耐克 (2023Q4 为 2023/8/31- 2023/11/31)	全球	0%	8%	3%	10%	27%	17%	4.8%	2%	1%	0%	-10%	-8%
		中国	-20%	-5%	-19%	-16%	-3%	-8%	16%	5%	4%	5%	-1%	-8%
	Lululemon (FY23Q3 为截至 2023/10/30)	全球	23%	32%	29%	28%	30%	24%	18%	19%	16%	10%	7%	9%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Adidas	全球	0%	1%	10%	11%	1%	-1%	-5%	-6%	-8%	3%	9%	7%
		中国	-	-	-	-	-50%	-	16%	2.5%	-	-	-	-
	PUMA	全球	16%	23%	26%	24%	24%	14%	6%	-2%	-10%	-4%	0%	-
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	斯凯奇	全球	24%	27%	12%	21%	13%	10%	8%	8%	4%	12%	7%	16%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dicks Sporting Goods (2021Q3- 2024Q2)	全球	7%	-7%	-5%	8%	7%	5%	4%	-	-	-	-	-
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	安德玛 (FY23Q3 为截至 2023/12/31)	全球	8%	9%	0%	2%	3%	-	-2%	0%	-6%	-5%	-10%	-11%
		亚太区	18%	-6%	-	-	-	-	14%	3%	-	-	-11%	-12%
Deckers Brands (FY23Q3 为截至 2023/12/31)	全球	10%	31%	22%	21%	13%	8%	10%	25%	16%	21%	22%	20%	
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
拼多多	全球	3%	7%	36%	65%	46%	58%	66%	94%	123%	131%	86%	44%	
	中国	3%	7%	36%	65%	46%	58%	66%	94%	123%	131%	86%	44%	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

电商	京东	全球	23%	18%	5%	11%	7%	1%	8%	2%	4%	7%	1%	5%
		中国	23%	18%	5%	11%	7%	1%	8%	2%	4%	7%	1%	5%
RealReal	RealReal	全球	68%	48%	47%	20%	10%	-3%	-15%	-7%	-10%	1%	11%	11%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
阿里巴巴	阿里巴巴	全球	10%	9%	0%	3%	2%	2%	14%	9%	5%	7%	4%	5%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zalando SE (2020Q3- 2023Q2)	Zalando SE (2020Q3- 2023Q2)	全球	20%	-1%	-4%	3%	2%	2%	-3%	-3%	-4%	-1%	3%	5%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
迅销公司	迅销公司	全球	1%	2%	11%	23%	14%	27%	23%	16%	13%	5%	13%	19%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Levi Strauss&Co.	Levi Strauss&Co.	全球	22%	22%	15%	1%	-6%	6%	-9%	0%	3%	-8%	8%	0%
		亚洲	-	10%	13%	34%	-	12%	18%	12%	-	0%	-	-
盖普 (2021Q3- 2023Q4)	盖普 (2021Q3- 2023Q4)	全球	2%	-13%	-8%	2%	-6%	-6%	-8%	-7%	1%	3%	5%	2%
		亚洲	6%	-13%	4%	1%	-18%	-41%	-43%	-47%	-	-	-	-
TJX (2021Q3- 2023Q4)	TJX (2021Q3- 2023Q4)	全球	27%	13%	-2%	-3%	5%	3%	8%	9%	13%	6%	6%	6%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
威富集团	威富集团	全球	22%	9%	3%	-4%	-3%	-3%	-8%	-2%	-16%	-13%	-9%	-6%
		亚太	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Steven Madden	Steven Madden	全球	64%	55%	34%	5%	-19%	-17%	-17%	-1%	10%	19%	18%	13%
		中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
卡骆驰	卡骆驰	全球	43%	43%	51%	57%	61%	34%	11%	6%	2%	6%	4%	2%
		亚太区	-	16%	17%	66%	-	46%	33%	27%	-	-	-	-
		全球	3%	-8%	-16%	-22%	-20%	-20%	-22%	-18%	-18%	-16%	-12%	-13%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Stitch Fix (2021Q3- 2023Q4)	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全球	56%	-	44%	-	28%	-	23%	-	9%	-	-1%	-
LVMH (2020H1- 2023Q1)	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全球	14%	-	1%	-	23%	-	16%	-	-	-	-	-
历峰集团 (2021H1- 2024Q1)	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全球	38%	-	21%	-	11%	-	10%	-	-4%	-	-22%	-
Burberry (2021Q2- 2023Q4, 累 计同比)	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全球	85%	7%	24%	19%	-34%	31%	21%	1%	6%	22%	4%	-5%
加拿大鹅 (2021Q2- 2024Q1)	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全球	24%	25%	9%	9%	-6%	-11%	-10%	-9%	-6%	-8%	-13%	-16%
Capri (2021Q2- 2024Q1)	亚洲	3%	2%	-14%	-2%	-20%	-4%	11%	-3%	3%	-10%	-16%	-30%
	全球	27%	13%	1%	2%	-5%	5%	0%	0%	3%	-2%	-2%	0%
Tapestry (2021Q1- 2023Q4)	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全球	14%	10%	-10%	-11%	-17%	-12%	1%	-10%	-7%	5%	7%	-5%
化妆品 品牌	亚太区	7%	-4%	-23%	-15%	-17%	-1%	29%	-6%	-8%	-1%	-10%	0%

资料来源: Wind、公司官网, 华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。