

2025年03月21日

NIKE FY25Q3 超市场预期，但预计 Q4 销售额-10%

纺织服装行业周报 20250317-20250321

主要观点：

本周安踏体育发布 24 年业绩公告，2024 年公司实现收入 / 净利润 / 经营活动现金净额分别为 708.26/155.96/167.41 亿元、同比增长 13.6%/52.4%/-14.7%，经营性现金流下降主要由于存货增加，不包含 Amer 上市及配售事项权益摊薄所致的非现金会计利得的归母净利为 119.27 亿元，同比增长 16.5%；剔除政府补助、所得税率及 Amer 上市一次性影响后归母净利为 94.3 亿元，同比增长 2%；公司合营公司 AS Holding 2024 年收入为 51.83 亿美元，同比增长 18%；净利润 7300 万美元，同比增长 135%。公司分派末期股息每股 1.18 港元，叠加中期股息每股 1.18 港元，对应股息率为 2.4%。

本周特步国际发布 24 年业绩公告，2024 年公司实现收入 / 归母净利润 / 经营性现金流净额分别为 135.77/12.38/12.28 亿元、同比增长 6.5%/20.2%/-2.1%；2024 年公司净利润增长高于收入主要由于出售 KP，KP 带来的亏损下降 70.1%至 0.67 亿元（2023 年为 2.24 亿元），剔除剥离 KP 带来的影响，公司归母净利润同比提升 4.1%，公司所得税率受到偿还银行借款影响提升 6.5PCT 至 31.3%，若剔除剥离 KP 影响及所得税影响，归母净利润为 13.78 亿元，同比提升 9.9%。派发末期股息每股 0.095 港元，叠加中期股息每股 0.156 港元，全年派息比例为 50.0%，股息率 4.41%，此外公司派发特别股息每股 0.447 港元，合计派息比率 138.2%。

本周中国利郎发布 24 年业绩公告，2024 年公司收入 / 净利润 / 经营性现金流净额分别为 36.5/4.61/5.27 亿元、同比增长 3.0%/-13.1%/-52.1%。净利下降主要由于毛利率下降及费用率提升。经营性现金流下降主要由于存货增加、应付贸易账款及其他应付款项增加。公司派发末期股息每股 0.09 港元，特别末期股息每股 0.03 港元，叠加中期股息每股 0.18 港元，全年股息率为 6.96%。

本周晶范国际发布 24 年业绩公告，2024 年公司实现收入 / 归母净利 / 经营性现金流分别为 24.7/2.01/1.06 亿美元，同比增长 13.46%/22.56%/-66.13%，业绩符合市场预期，收入增长主要来自行业补库存以及公司在客户的份额持续提升，净利增速高于收入主要来自高毛利的毛衣品类占比提升带动毛利率提升。经营现金流减少主要由于保理安排减少导致贸易应收款项增加。24 年下半年收入 / 归母净利为 13.76/1.17 亿美元，同比增长 17.79%/29.57%，较上半年加速主要由于新招工人效率爬坡。24 年派发末期股息每股 19.0 港仙，派付特别股息每股 5.5 港仙，结合中期每股派息 13.8 港仙，2024 年每股派息合计 38.3 港仙（2023 年：18.0 港仙），对应全年分红率 70%、较去年大幅提升（23 年为 40%），股息率为 7.15%。

本周 Nike 发布 FY25Q3（截至 25/2/28）业绩，Q3 业绩超市场预期，收入同比下滑 9.33%至 112.69 亿美元（货币中性口径下滑 7%），净利润同比下滑 32.25%至 7.94 亿美元；FY25Q3 毛利率同减 3.3PCT 至 41.5%，主要是由于折扣增加、库存陈旧准备金增加、产品成本上升以及渠道组合变化，上一年的重组费用部分抵

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：

消了这些因素的影响;1)分渠道来看,直营/批发同比下降12%/7%;2)分地区来看,北美/欧洲、中东和非洲/大中华地区/亚太及拉丁美洲收入同比下降4%/10%/17%/11%;3)业绩指引,预计截至5月份财季销售额将下降10%以上,销售额下降反映出该公司重振战略以及对来自关税的影响,但此后业绩将开始企稳。预计第四季度的毛利率将下降约4-5PCT,包括去年同期的重组费用。

投资建议:1)近期出口制造个股主要由于加税影响、1-2月复工晚及高基数、TMT资金分流影响股价调整,我们继续推荐海外布局占比高、有望受益于本轮加税份额提升的公司:浙江自然(主业拓新客户+两个新品类开始放量)、开润股份(箱包及服装印尼和印度产能占比70%,25年仍存超预期可能)、康隆达(越南产能24Q3开始放量,加税背景抢份额);2)2月4日新闻提到我国商务部将美国PVH集团列入不可靠实体清单,我们分析,CK、TOMMY HILF IGER品牌若退出中国,报喜鸟旗下HAZZYS以及比音勒芬等国内高端休闲品牌相对受益,此前我们统计TOMMY在国内约350家门店、16.5亿美元收入。3)继续推荐24年10X左右的波司登、报喜鸟(23Q4存在减值和奖金等一次性影响从而24Q4利润端有望好于预期)。

► **线上数据跟踪:25年2月运动品类维持高增,25年2月天猫平台江南布衣增速最高**

根据萝卜投资数据,2025年2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204.4%/66.3%/68.8%/25.0%/22.2%/35.3%,运动品类增速最高,2月男装增速好于女装,25年2月数据环比25年1月增速增加。根据萝卜投资数据,2025年2月,抖音平台同比增速前三分别是罗莱生活、阿迪达斯、特步国际,同比增长分别为212.8%/130.4%/108.0%。同比增速后三分别是斯凯奇、牧高笛、博洋家纺,同比增长分别为-22.3%/-21.7%/-11.7%。

根据萝卜投资数据,2025年2月,童装/运动服/女装/男装/箱包淘宝天猫平台销售额同比上升10.34%/32.23%/13.11%/-4.71%/25.45%,2月运动服增速由负转正。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上升37.99%/35.09%/1.74%/19.36%。根据萝卜投资数据,2025年2月,淘宝天猫平台同比增速前三分别是江南布衣、报喜鸟、中国利郎,同比增长分别为118.3%/101.2%/61.2%。同比增速后三分别是红豆股份、斯凯奇、北极绒,同比增速分别为-25.3%/-23.8%/-22.4%。

► **本周中等进口棉价格指数上涨0.71%**

截至3月21日,中国棉花3128B指数为14905元/吨,区间下降0.06%。中等进口棉价格指数(1%关税)为13571元/吨,区间上涨0.71%,截至3月20日,CotlookA指数(1%关税)收盘价为13861元/吨,区间下降0.44%。截至3月21日,内棉价格高于外棉价格1334元/吨。

截至3月21日,中国棉花3128B指数相较年初上涨1.33%,中等进口棉价格指数(1%关税)相较年初下跌1.25%,截至3月20日,CotlookA指数(1%关税)收盘价相较年初下跌0.74%。

► **行业新闻**

报喜鸟完成收购Woolrich的26国运营权;Zara全新亚洲旗舰店落地南京;三进三退中国市场,美国时尚巨头二次破产;业绩表现不佳,Guess或将私有化;都市丽人产业项目助2024年盈利约增180%;优衣库加速扩张加拿大市场,2025年春季新增四家门店;Shein、Chanel与爱马仕逆势增长;GAP第四季度中国新开16家门店;Prada等代工工厂九兴控股2024年纯利增长21%;Sporty & Rich进军中国市场,

天猫奢品旗舰店上线；Shein 董事长确认 IPO 计划，称上市是必然选择。

►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.....	6
2. 行情回顾:高于上证综指 0.46PCT.....	7
3. 行业数据追踪.....	9
3.1. 原材料相关数据.....	9
3.1.1. 本周中国棉花价格指数上涨, 年初至今上涨 1.33%.....	9
3.1.2. 羊毛价格 2025 年初至今上涨 5.04%.....	10
3.1.3. USDA: 2025 年度棉花总产预期同比增长 7.24%, 期末库存预期同比上升 6.27%.....	11
3.1.4. 24 年 9 月全国棉花商业库存同比增加 28.45%.....	12
3.2. 出口相关数据.....	13
3.2.1. 25 年 1-2 月纺织服装出口同比减少 4.5%.....	13
3.2.2. 出口帐篷: 2 月油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额同比下降 14.73%, 2025 年累计同比下降 5.53%.....	14
3.2.3. 25 年 2 月越南鞋类出口金额同比增长 20.84%, 2025 年至今出口金额同比增长 10.19%.....	14
3.3. 终端消费相关数据.....	15
3.3.1. 抖音平台 25 年 2 月运动品类增速较高.....	15
3.3.2. 淘宝天猫平台 25 年 2 月运动服品类增速由负转正, 江南布衣增速最高.....	16
3.3.3. 2025 年 1-2 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比下降 4.6%.....	22
3.3.4. 25 年 2 月服装行业线上销售额 270.78 亿元, 同比上升 12.64%.....	23
3.3.5. 25 年 1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 4.0%, 2025 年 1-2 月份网上零售额增长 7.3%.....	24
3.3.6. 2025 年 1-2 月份全国房屋竣工面积累计同比下降 15.6%.....	25
3.3.7. 美国 25 年 2 月总零售额同比增长 3.11%.....	26
3.3.8. 海外库存情况跟踪: 25 年 1 月美国服装及服装面料批发商库存同比下降 5.61%.....	27
3.3.9. 运动制造台企月度数据.....	28
4. 行业新闻.....	30
4.1. 报喜鸟完成收购 Woolrich 的 26 国运营权.....	30
4.2. Zara 全新亚洲旗舰店落地南京.....	31
4.3. 三进三退中国市场, 美国时尚巨头二次破产.....	31
4.4. 业绩表现不佳, Guess 或将私有化.....	31
4.5. 都市丽人产业项目助 2024 年盈利约增 180%.....	32
4.6. 优衣库加速扩张加拿大市场, 2025 年春季新增四家门店.....	32
4.7. Shein、Chanel 与爱马仕逆势增长.....	32
4.8. GAP 第四季度中国新开 16 家门店.....	33
4.9. Prada 等代工厂九兴控股 2024 年纯利增长 21%.....	33
4.10. Sporty & Rich 进军中国市场, 天猫奢品旗舰店上线.....	33
4.11. Shein 董事长确认 IPO 计划, 称上市是必然选择.....	33
5. 风险提示.....	34

图表目录

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%).....	7
图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%).....	7
图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%).....	7
图 4 5 日纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%).....	8
图 5 5 日纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%).....	8
图 6 本周纺织服装行业市场表现排名.....	8

图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况.....	9
图 8 2020 年至今内外棉价差走势图 (1%关税核算)	9
图 9 2020 年至今 CotlookA 国际棉花指数 (元/吨)	10
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)	10
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)	11
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)	11
图 13 服装及衣着附件月出口量及累计同比 (亿美元, %)	13
图 14 纺织纱线、织物及制品月出口量及累计同比 (亿美元, %)	14
图 15 油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额及增速.....	14
图 16 越南鞋出口金额及增速.....	15
图 17 2024 年 12 月-2025 年 2 月纺织服装抖音电商销售同比增速	15
图 18 2024 年 12 月-2025 年 2 月纺织服装淘宝天猫电商销售同比增速.....	17
图 19 2024 年 12 月-2025 年 2 月户外品类淘宝天猫电商销售同比增速.....	17
图 20 2023 年 8 月-2025 年 2 月全国 50 家重点大型零售企业销售同比增速.....	23
图 21 2024 年 3 月-2025 年 2 月纺织服装线上销售同比增速	23
图 22 2025 年 2 月纺织服装线上销售情况.....	24
图 23 社会消费品零售总额及同比增长率 (亿元, %)	24
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, %)	25
图 25 网上实物零售额同比增速	25
图 26 房屋竣工面积及同比增速 (万平方米)	26
图 27 房屋新开工面积及增速 (万平方米)	26
图 28 2024 年 6 月-2025 年 2 月美国零售和食品服务销售额同比增速 (季调)	27
图 29 2024 年 1 月-2025 年 1 月美国零售库存同比增速 (季调)	27
图 30 北美: 与 Nike 合作经销商的库存情况.....	28
图 31 美国服装类批发商和零售库存同比增速 (季调)	28
图 32 丰泰企业营收及增速 (亿新台币)	29
图 33 裕元集团营收及增速 (亿美元)	29
图 34 钰齐企业营收及增速 (亿新台币)	29
图 35 广越企业营收及增速 (亿新台币)	29
图 36 儒鸿营收及增速 (亿新台币)	30
图 37 聚阳营收及增速 (亿新台币)	30
图 38 志强营收及增速 (亿美元)	30
图 39 来亿营收及增速 (亿新台币)	30
表 1 2025 年 3 月 USDA 2024/2025 年度全球棉花供需预测表.....	12
表 2 2025 年 3 月 USDA 2024/2025 年度中国棉花供需预测表.....	12
表 3 2024 年 9 月全国棉花商业库存统计表 (万吨)	13
表 4 抖音平台各品牌销售额增速.....	16
表 5 天猫淘宝平台各公司销售额增速.....	17
表 6 天猫平台各品牌销售额及增速.....	18
表 7 重点跟踪公司.....	35
表 8 相关重点跟踪公司表 (同比增速)	36

1. 本周观点

本周安踏体育发布 24 年业绩公告，2024 年公司实现收入/净利润/经营活动现金净额分别为 708.26/155.96/167.41 亿元、同比增长 13.6%/52.4%/-14.7%，经营性现金流下降主要由于存货增加，不包含 Amer 上市及配售事项权益摊薄导致的非现金会计利得的归母净利为 119.27 亿元，同比增长 16.5%；剔除政府补助、所得税率及 Amer 上市一次性影响后归母净利为 94.3 亿元，同比增长 2%；公司合营公司 AS Holding 2024 年收入为 51.83 亿美元，同比增长 18%；净利润 7300 万美元，同比增长 135%。公司分派末期股息每股 1.18 港元，叠加中期股息每股 1.18 港元，对应股息率为 2.4%。

本周特步国际发布 24 年业绩公告，2024 年公司实现收入/归母净利润/经营性现金流净额分别为 135,77/12.38/12.28 亿元、同比增长 6.5%/20.2%/-2.1%；2024 年公司净利润增长高于收入主要由于出售 KP, KP 带来的亏损下降 70.1%至 0.67 亿元（2023 年为 2.24 亿元），剔除剥离 KP 带来的影响，公司归母净利润同比提升 4.1%，公司所得税率受到偿还银行借款影响提升 6.5PCT 至 31.3%，若剔除剥离 KP 影响及所得税影响，归母净利润为 13.78 亿元，同比提升 9.9%。派发末期股息每股 0.095 港元，叠加中期股息每股 0.156 港元，全年派息比例为 50.0%，股息率 4.41%，此外公司派发特别股息每股 0.447 港元，合计派息比率 138.2%。

本周中国利郎发布 24 年业绩公告，2024 年公司收入/净利润/经营性现金流净额分别为 36.5/4.61/5.27 亿元、同比增长 3.0%/-13.1%/-52.1%。净利下降主要由于毛利率下降及费用率提升。经营性现金流下降主要由于存货增加、应付贸易账款及其他应付款项增加。公司派发末期股息每股 0.09 港元，特别末期股息每股 0.03 港元，叠加中期股息每股 0.18 港元，全年股息率为 6.96%。

本周晶范国际发布 24 年业绩公告，2024 年公司实现收入/归母净利/经营性现金流分别为 24.7/2.01/1.06 亿美元，同比增长 13.46%/22.56%/-66.13%，业绩符合市场预期，收入增长主要来自行业补库存以及公司在客户的份额持续提升，净利增速高于收入主要来自高毛利的毛衣品类占比提升带动毛利率提升。经营现金流减少主要由于保理安排减少导致贸易应收款项增加。24 年下半年收入/归母净利为 13.76/1.17 亿美元，同比增长 17.79%/29.57%，较上半年加速主要由于新招工人效率爬坡。24 年派发末期股息每股 19.0 港仙，派付特别股息每股 5.5 港仙，结合中期每股派息 13.8 港仙，2024 年每股派息合计 38.3 港仙（2023 年：18.0 港仙），对应全年分红率 69.88%、较去年大幅提升（23 年为 40%），股息率为 7.15%。

本周 Nike 发布 FY25Q3（截至 25/2/28）业绩，Q3 业绩超市场预期，收入同比下滑 9.33%至 112.69 亿美元（货币中性口径下滑 7%），净利润同比下滑 32.25%至 7.94 亿美元；FY25Q3 毛利率同减 3.3PCT 至 41.5%，主要是由于折扣增加、库存陈旧准备金增加、产品成本上升以及渠道组合变化，上一年的重组费用部分抵消了这些因素的影响；1）分渠道来看，直营/批发同比下降 12%/7%；2）分地区来看，北美/欧洲、中东和非洲/大中华地区/亚太及拉丁美洲收入同比下降 4%/10%/17%/11%；3）业绩指引，预计截至 5 月份财年销售额将下降 10%以上，销售额下降反映出该公司重振战略以及对来自关税的影响，但此后业绩将开始企稳。预计第四季度的毛利率将下降约 4-5PCT，包括去年同期的重组费用。

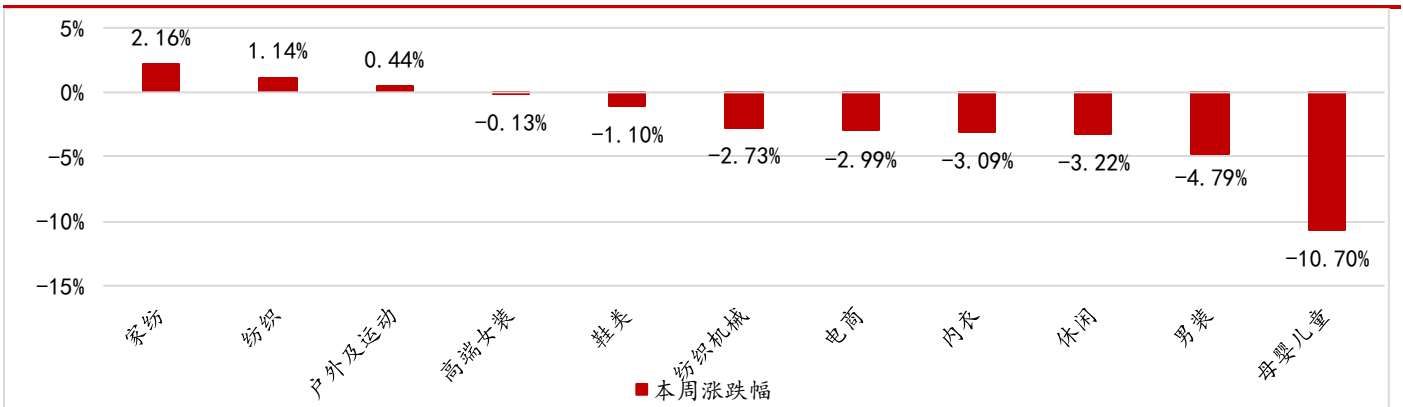
投资建议：1）近期出口制造个股主要由于加税影响、1-2 月复工晚及高基数、TMT 资金分流影响股价调整，我们继续推荐海外布局占比高、有望受益于本轮加税份额提升的公司：浙江自然（主业拓新客户+两个新品类开始放量）、开润股份（箱包及服装印尼和印度产能占比 70%，25 年仍存超预期可能）、康隆达（越南产能 24Q3 开始放量，加税背景抢份额）；2）2 月 4 日新闻提到我国商务部将美国 PVH 集团列入不可靠实体清单，我们分析，CK、TOMMY HILFIFIGER 品牌若退出中国，报喜鸟旗下 HAZZYS 以及比音勒芬等国内高端休闲品牌相对受益，此前我们统计 TOMMY 在国内

约 350 家门店、16.5 亿美元收入。3) 继续推荐 24 年 10X 左右的波司登、报喜鸟 (23Q4 存在减值和奖金等一次性影响从而 24Q4 利润端有望好于预期)。

2. 行情回顾: 高于上证综指 0.46PCT

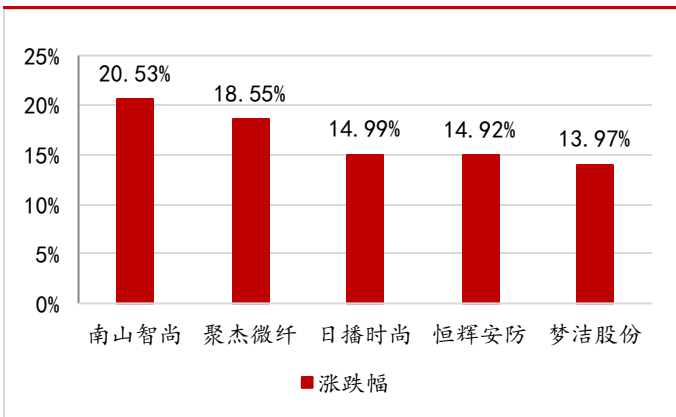
本周, 上证指数下跌 1.60%, 创业板指下跌 3.34%, SW 纺织服装板块下跌 1.14%, 高于上证综指 0.46PCT、高于创业板指 2.2PCT。其中, SW 纺织制造下跌 0.02%, SW 服装家纺下跌 1.67%。其中涨幅板块前三分别为家纺、纺织、户外及运动, 涨幅后二的板块为母婴儿童、男装。本周涨幅第一为南山智尚上涨 20.53%; 跌幅第一为信隆健康下跌 21.88%。主力资金净流入方面, 恒辉安防第一, 流入占比 4.92%; 而主力资金净流出最多的公司为信隆健康, 流出占比 9.50%。

图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%)



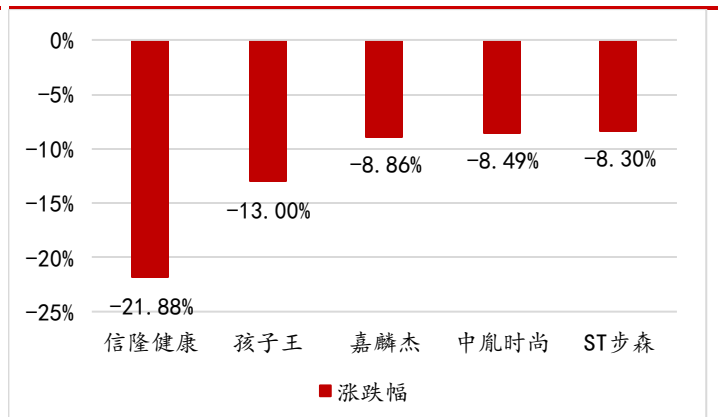
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 本周纺织服装行业 A 股涨幅前 5 个股 (%)



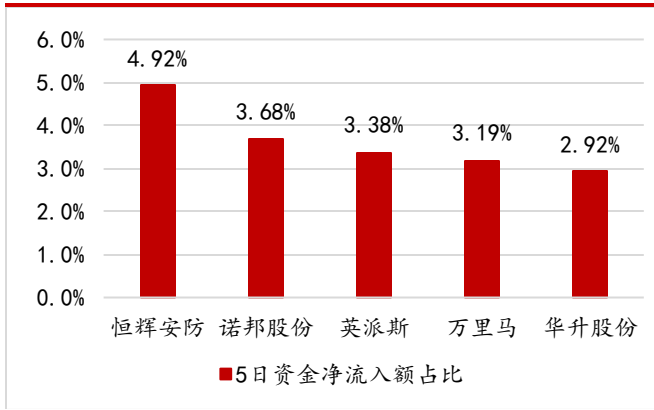
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 本周纺织服装行业 A 股跌幅前 5 个股 (%)



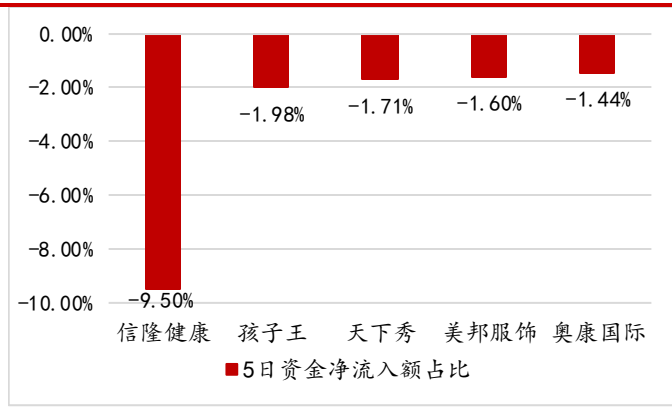
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 5 日纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



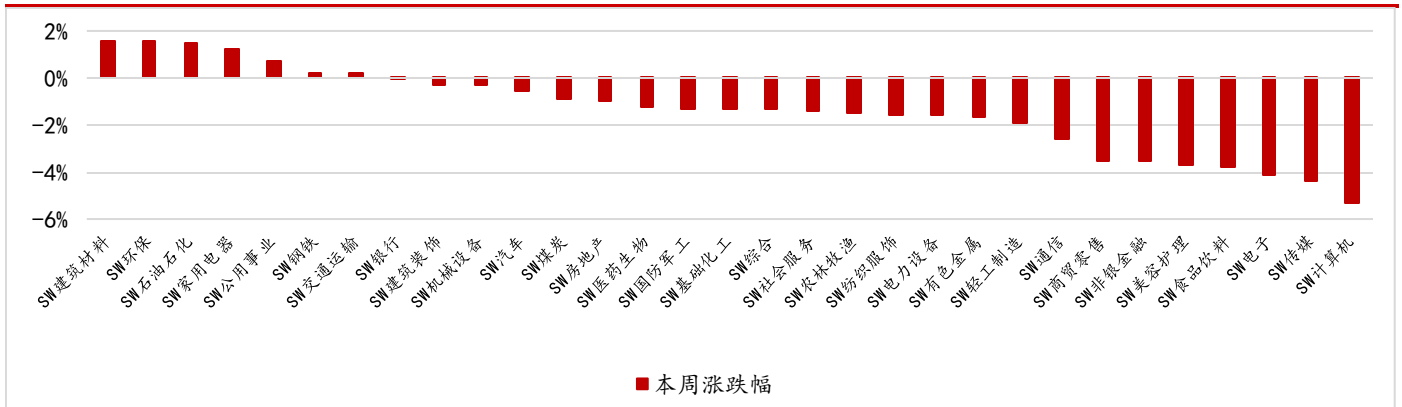
资料来源: wind, 华西证券研究所

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

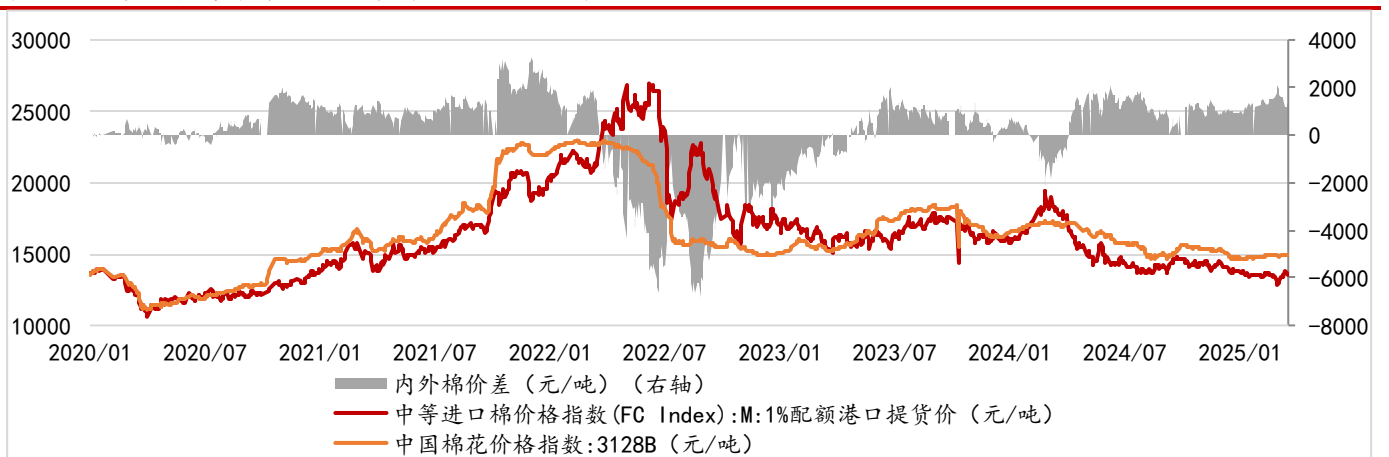
3.1. 原材料相关数据

3.1.1. 本周中国棉花价格指数上涨, 年初至今上涨 1.33%

截至 3 月 21 日, 中国棉花 3128B 指数为 14905 元/吨, 区间下降 0.06%。中等进口棉价格指数 (1%关税) 为 13571 元/吨, 区间上涨 0.71%, 截至 3 月 20 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价为 13861 元/吨, 区间下降 0.44%。截至 3 月 21 日, 内棉价格高于外棉价格 1334 元/吨。

截至 3 月 21 日, 中国棉花 3128B 指数相较年初上涨 1.33%, 中等进口棉价格指数 (1%关税) 相较年初下跌 1.25%, 截至 3 月 20 日, CotlookA 指数 (1%关税) 收盘价相较年初下跌 0.74%。

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)



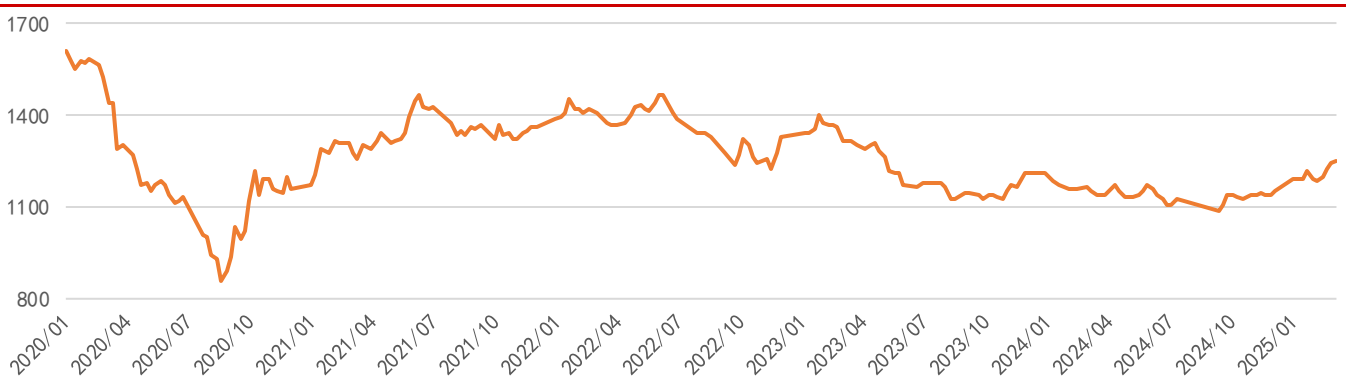
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.1.2. 羊毛价格 2025 年初至今上涨 5.04%

截至最新数据日 (3 月 20 日), 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为 1250 澳分/公斤、折合人民币元 5702.5 元/吨 (1 澳元=4.5620 元人民币), 相较上周数据日 (3 月 13 日) 上涨 8 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上涨 5.04%。

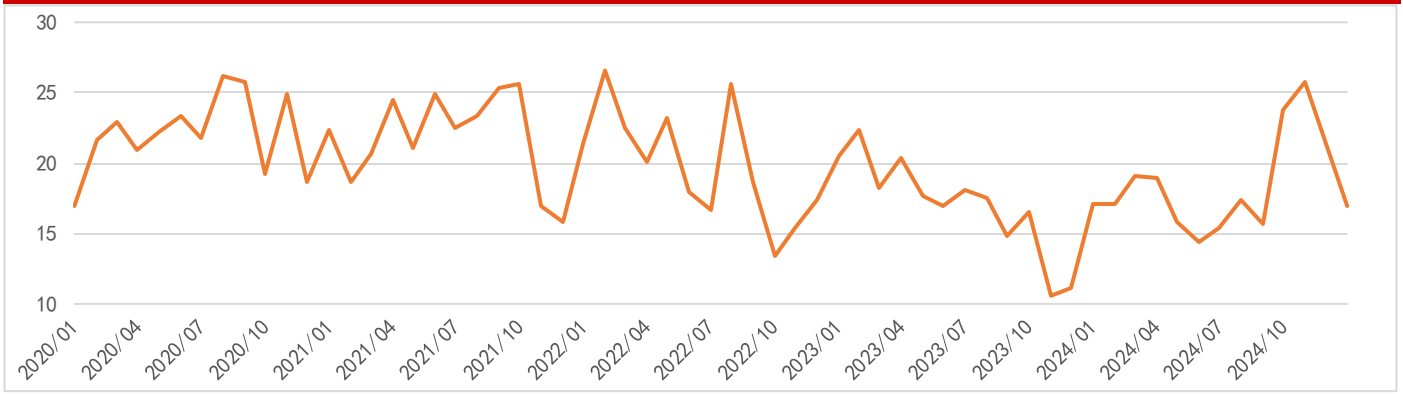
截止最新数据日 (12 月 30 日), 12 月精梳羊毛纱线的中国出口平均单价为 17.51 美元/千克, 折合人民币 127.68 元/千克, (1 美元=7.2919 元人民币), 相较 11 月环比下跌 9.10%。2024 年初至今, 粗梳羊毛纱线的中国出口平均单价下跌 0.83%。

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)



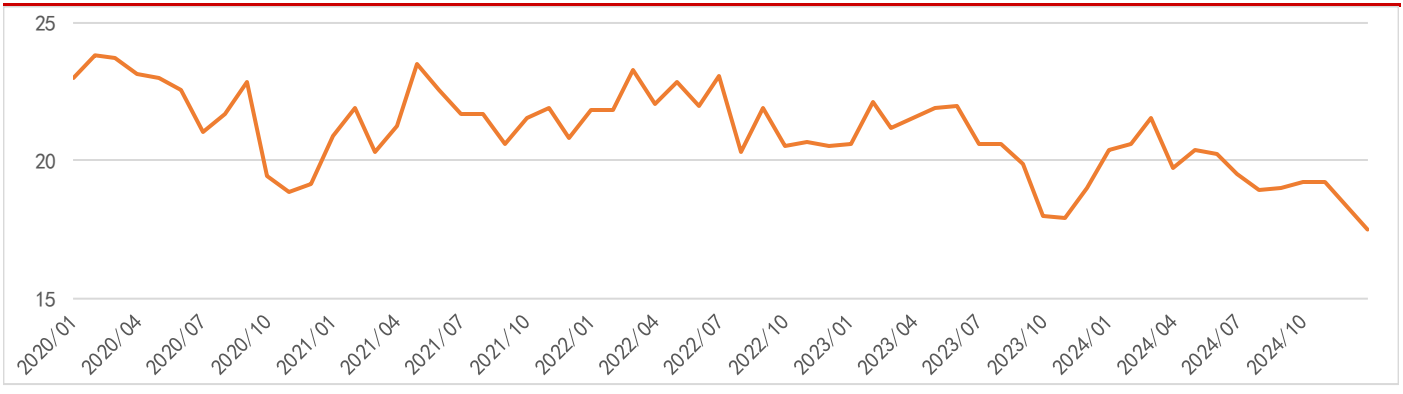
资料来源: Wind, 华西证券研究所

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增长 7.24%，期末库存预期同比上升 6.27%

根据美国农业部（USDA）最新发布的 3 月全球棉花供需平衡表，2024/2025 年度全球棉花总产预期为 2633.6 万吨，与上月预测增加 10.8 万吨，同比增加 177.7 万吨，增幅为 7.24%；单产 854 公斤/公顷，环比增长 0.47%，同比增长 8.23%；消费需求预期为 2537.5 万吨，与上月预测上升 13 万吨，同比上升 1.54%；期末库存预期 1705.5 万吨，与上月预测调减 1.8 万吨，同比上升 6.27%；产需缺口-96.1 万吨。

表 1 2025 年 3 月 USDA 2024/2025 年度全球棉花供需预测表

指标名称	2024/2025 年度
棉花：期初库存：全球（万吨）	1707.3
棉花：产量：全球（万吨）	2633.6
棉花：进口：全球（万吨）	929.4
棉花：消费总计：全球（万吨）	2537.5
棉花：出口：全球（万吨）	929.8
棉花：损耗：全球（万吨）	-
棉花：期末库存：全球（万吨）	1705.5
棉花：收获面积：全球（百万公顷）	30.84
棉花：库存消费比：全球	67.21%
棉花：单产：全球（公斤/公顷）	854

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 3 月中国棉花供需平衡表，2024/2025 年度中国棉花总产预期为 691.3 万吨，与上月预测增加 16.3 万吨，同比增长 16.09%；单产 2384 公斤/公顷，比上月预测增加 57 公斤/公顷，同比增长 14.12%；消费需求预期为 816.5 万吨，与上月环比持平，同比下降 2.59%；期末库存预期 820.2 万吨，与上月预测增加 5.5 万吨，同比上升 2.59%；产需缺口 197.2 万吨。

表 2 2025 年 3 月 USDA 2024/2025 年度中国棉花供需预测表

指标名称	2024/2025 年度
棉花：期初库存：中国（万吨）	814.7
棉花：产量：中国（万吨）	691.3
棉花：进口：中国（万吨）	178.5
棉花：国内消费总计：中国（万吨）	816.5
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）	820.2
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	100.45%
棉花：单产：中国（公斤/公顷）	2384

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 9 月中国棉花商业库存，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%

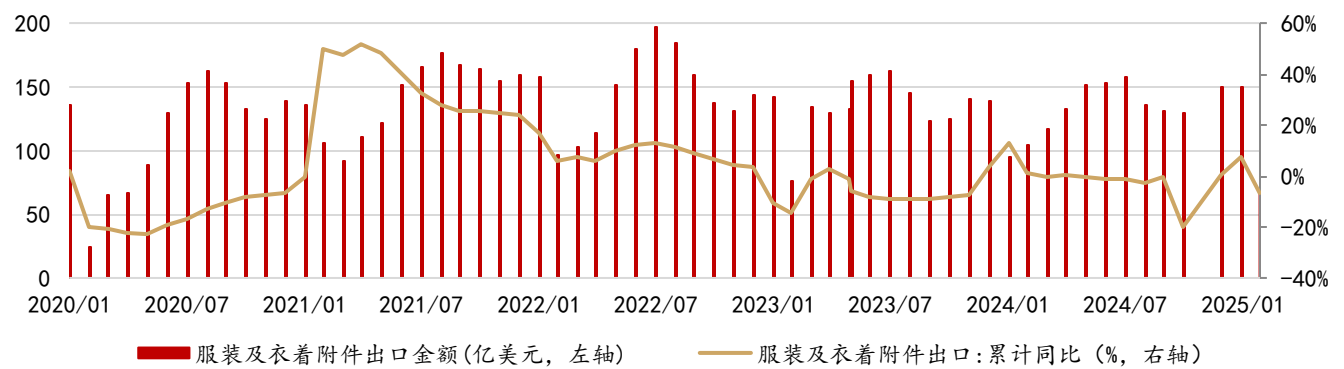
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.2. 出口相关数据

3.2.1. 25 年 1-2 月纺织服装出口同比减少 4.5%

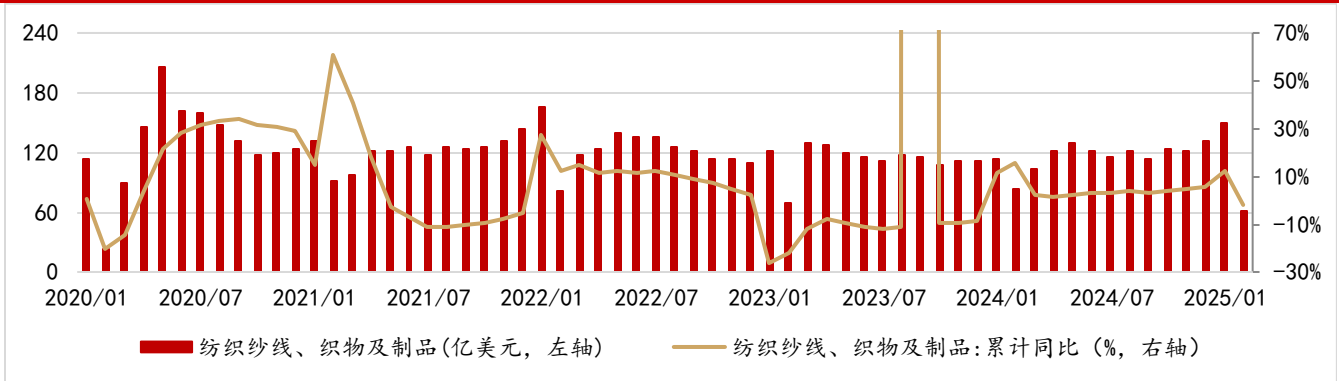
2025 年 1-2 月, 纺织服装累计出口 428.8 亿美元, 下降 4.5%, 其中纺织品出口 212.2 亿美元, 下降 2%, 服装出口 216.6 亿美元, 下降 6.9%。

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，%）

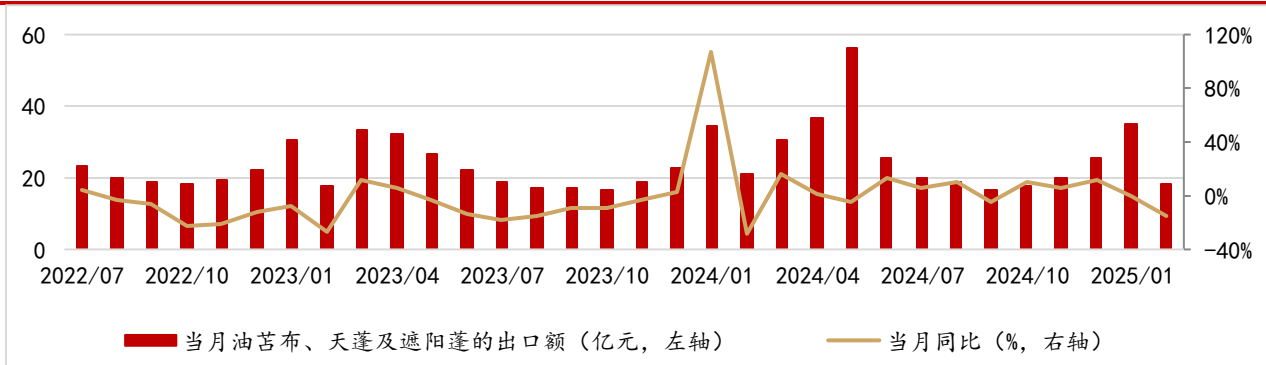


资料来源：中国海关总署，华西证券研究所

3.2.2. 出口帐篷：2月油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额同比下降14.73%，2025年累计同比下降5.53%

据海关总署统计，2025年2月油苫布、天蓬及遮阳蓬的出口额为2.53亿美元，同比下降14.73%；2025年年油苫布、天蓬及遮阳蓬累计出口额为7.4亿美元，累计同比下降5.53%。

图 15 油苫布、天蓬及遮阳蓬出口额及增速

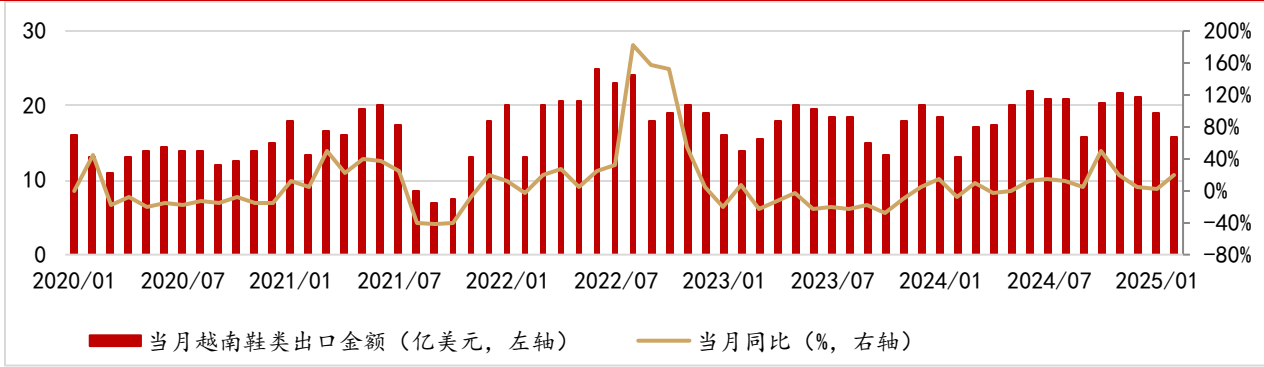


资料来源：中国海关总署，华西证券研究所

3.2.3. 25年2月越南鞋类出口金额同比增长20.84%，2025年至今出口金额同比增长10.19%

据越南统计局统计，2025年2月越南鞋类的出口金额为15.71亿美元，同比增长20.84%，环比下跌17.32%。2025年至今越南鞋类累计出口额为34.71亿美元，累计同比增加10.19%。

图 16 越南鞋出口金额及增速



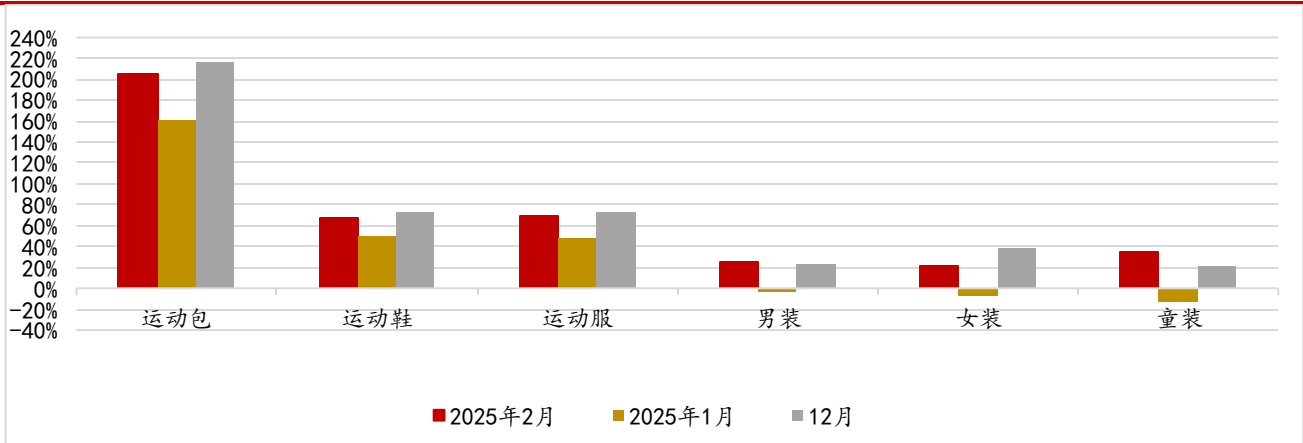
资料来源：越南统计局，华西证券研究所

3.3. 终端消费相关数据

3.3.1. 抖音平台 25 年 2 月运动品类增速较高

根据萝卜投资数据，2025 年 2 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 204.4%/66.3%/68.8%/25.0%/22.2%/35.3%，运动品类增速最高，2 月男装增速好于女装，25 年 2 月数据环比 25 年 1 月增速增加。根据萝卜投资数据，2025 年 2 月，抖音平台同比增速前三分别是罗莱生活、阿迪达斯、特步国际，同比增长分别为 212.8%/130.4%/108.0%。同比增速后三分别是斯凯奇、牧高笛、博洋家纺，同比增长分别为 -22.3%/-21.7%/-11.7%。

图 17 2024 年 12 月-2025 年 2 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

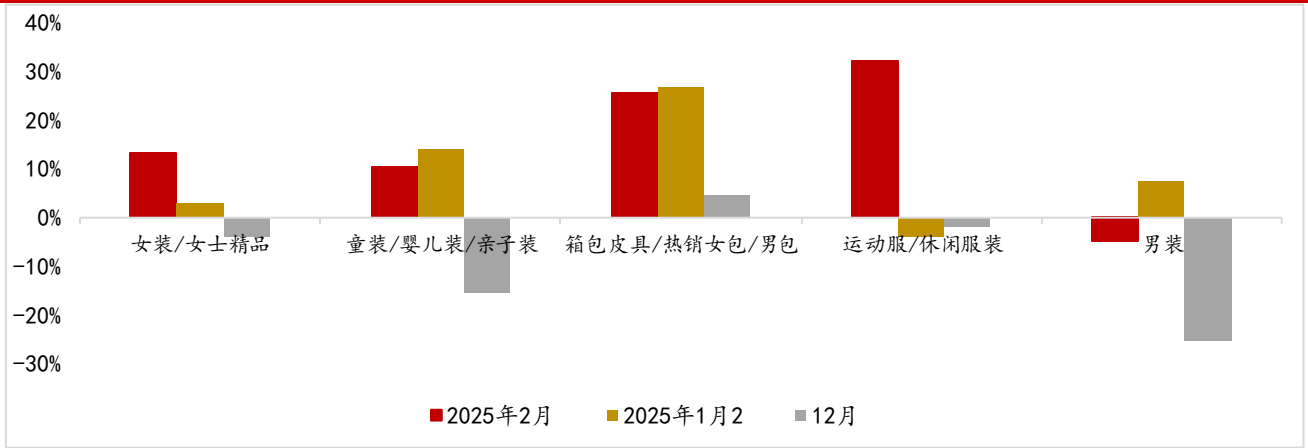
	25 年 2 月销售额 (万元)	25 年 2 月	25 年 1 月	24 年 12 月	
运动	特步国际	8854.56	108.0%	72.0%	146.1%
	阿迪达斯	47178.25	130.4%	166.1%	99.6%
	李宁	24171.46	51.2%	40.4%	128.0%
	安踏体育	72206.88	48.6%	37.9%	65.0%
	斯凯奇	8374.70	-22.3%	-5.4%	26.4%
	耐克公司	74241.38	70.0%	52.0%	88.6%
休闲	波司登	56427.19	9.1%	26.1%	13.5%
	太平鸟	9599.02	40.5%	59.5%	54.7%
	森马服饰	13413.81	12.7%	6.4%	30.1%
户外	牧高笛	60.90	-21.7%	-35.9%	7.6%
	江南布衣	7805.20	26.5%	55.6%	66.3%
女装	歌力思	3066.62	66.1%	4.1%	12.3%
	朗姿股份	8619.83	53.7%	16.2%	-1.2%
	赢家时尚	6105.01	1.6%	19.7%	55.0%
	锦泓集团	12561.94	87.6%	66.8%	37.3%
	地素时尚	3939.50	5.5%	45.3%	38.6%
	宝姿集团	713.65			
	九牧王	590.15	81.0%	97.0%	148.5%
男装	中国利郎	5730.56	65.6%	120.3%	87.8%
	海澜之家	10909.00	24.4%	-12.5%	22.1%
	比音勒芬	787.58	33.5%	-3.1%	9.7%
家纺	博洋家纺	1202.84	-11.7%	-40.3%	-23.0%
	罗莱生活	87.77	212.8%	0.0%	-71.0%

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 2 月运动服品类增速由负转正，江南布衣增速最高

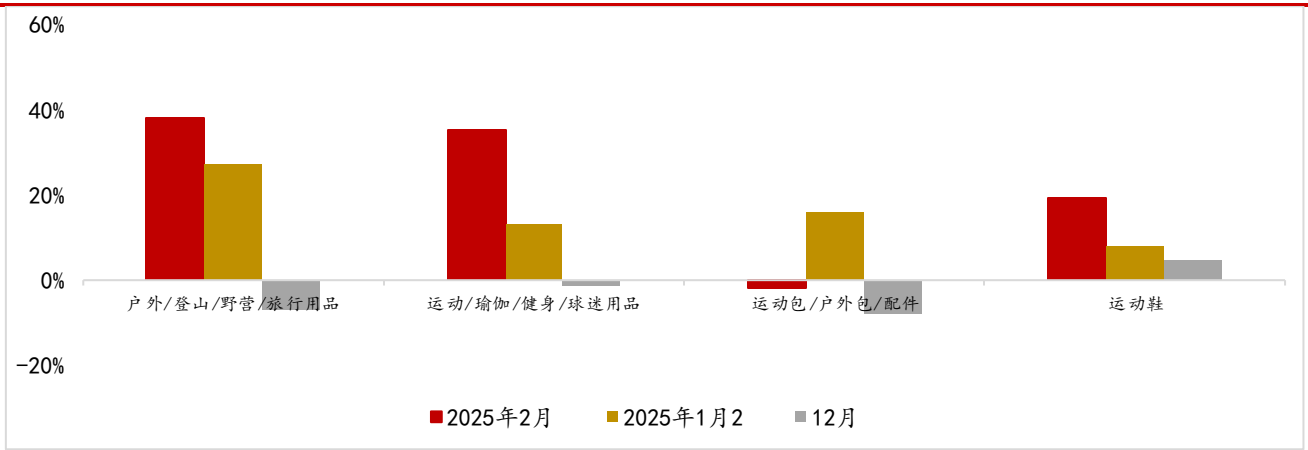
根据萝卜投资数据，2025 年 2 月，童装/运动服/女装/男装/箱包淘宝天猫平台销售额同比上升 10.34%/32.23%/13.11%/-4.71%/25.45%，2 月运动服增速由负转正。户外品类来看，户外登山野营/运动瑜伽健身/运动包/运动鞋淘宝天猫平台销售额同比上升 37.99%/35.09%-1.74%/19.36%。根据萝卜投资数据，2025 年 2 月，淘宝天猫平台同比增速前三分别是江南布衣、报喜鸟、中国利郎，同比增长分别为 118.3%/101.2%/61.2%。同比增速后三分别是红豆股份、斯凯奇、北极绒，同比增速分别为-25.3%/-23.8%/-22.4%。

图 18 2024 年 12 月-2025 年 2 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 2024 年 12 月-2025 年 2 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 2 月销售额 (万元)	25 年 2 月	25 年 1 月	24 年 12 月	
男装	海澜之家	19408	14.5%	10.0%	15.1%
	江南布衣	10017	118.3%	36.4%	55.5%
	红豆股份	2785	-25.3%	-4.0%	-19.5%
	七匹狼	7463	-11.3%	8.9%	-24.9%
	雅戈尔	1579	16.0%	5.7%	-47.7%
	中国利郎	1805	61.2%	24.6%	-15.5%
	报喜鸟	6129	101.2%	29.3%	27.6%
女装	锦泓集团	373	24.2%	132.5%	125.2%
	朗姿股份	4917	45.0%	-1.7%	-51.2%
休闲	北极绒	2619	-22.4%	-21.3%	-29.8%
	波司登	30501	-22.4%	59.6%	29.2%
	加拿大鹅	4813	30.7%	69.3%	28.0%
	森马服饰	16824	32.0%	72.0%	47.7%
	太平鸟	9642	-9.9%	26.6%	-47.8%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

家纺	博洋家纺	7574	48.5%	16.1%	134.4%
	安踏体育	87793	24.4%	24.3%	10.4%
	安德玛	3386	-21.3%	2.8%	18.9%
	PUMA 集团	10052	-4.2%	10.1%	18.2%
运动	阿迪达斯	33668	13.7%	-2.5%	-3.6%
	斯凯奇	11615	-23.8%	-3.7%	-21.8%
	361 度	17104	31.1%	2.7%	-14.7%
	耐克公司	63078	7.1%	-25.5%	-32.1%
	李宁	44638	-4.3%	-4.8%	-7.1%
户外	探路者	1057	36.8%	29.2%	129.8%
	牧高笛	642	45.5%	31.8%	-33.8%
内衣	汇洁股份	5062	44.2%	25.7%	17.2%
	浪莎股份	4145	18.5%	-8.4%	-31.1%
	爱慕股份	3678	39.9%	12.5%	-0.2%
箱包	新秀丽	3118	23.4%	32.9%	3.2%

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 2 月	25 年 1 月			销售额 (万元)	25 年 2 月	25 年 1 月	
男装	汉麻世家 /HANP	1.28	-74.5%	-36.3%	锦泓 集团	元先	27.37	-44.4%	625.3%	
	雅戈尔 /YOUNGOR	1566.39	16.0%	-48.8%		维格娜丝 /VGRASS	268.49			
	哈特马克 斯/Hart Schaffner Marx	4.19	15.0%			TeenieWe enie	76.73			
	Mayor	7.53	117.6%	43.5%		速写 /CROQUIS	952.17	34.8%	-55.4%	
	中国 利郎	利郎 /LILANZ	1805.01	61.2%	-15.5%	女装	蓬马 /POMME DE TERRE	145.37	48.4%	-5.8%
		L2	0.03		19.4%		江南布衣 /JNBY	6480.64	163.9%	166.0%
		七匹狼 /SEPTWOLV ES	6461.96	-18.0%	-20.1%		LESS	1301.65	148.2%	-37.0%
		Karl Lagerfeld	1000.99	87.3%	-70.9%		jnby by JNBY	1137.44	63.4%	-30.0%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	16N	0.17	0.2%	35.8%		朗姿 /LANCY FROM 25	4589.49	81.2%	-39.6%	
海澜之家	英氏 /Yeehoo	5553.65	43.9%	25.7%	朗姿 股份	莱茵福莱 尔/LIME FLARE	283.57	-4.4%	-90.1%	
	男生女生 /HEY LADS	4.21	-85.5%	-88.8%		吉高特 /JIGOTT	15.57	-40.3%	-95.1%	
	黑鲸/HLA JEANS	0.34	-23.0%	-69.5%		贝嘟嘟 /Putto	9.32	-4.9%	-21.8%	
	海澜之家 /HLA	13569.24	5.2%	20.3%		爱多娃 /ETTOI	18.81	-0.3%	-9.4%	
	海澜优选 /HEILAN HOME	0.12	-97.3%	-98.0%		阿卡邦 /AGABANG	0.55	681.0%	-65.9%	
	OVV	280.53	78.4%	-90.3%		伊维斯 /ENWEIS	1038.39	68.4%	31.2%	
报喜鸟	乐飞叶 /Lafuma	1102.64	84.7%	56.3%	汇洁 股份	桑扶兰 /Sunflora	61.91	13.8%	41.3%	
	乐飞叶 /Lafuma	1102.64	84.7%	56.3%		乔百仕 /J. BASCH I	0.05	-61.1%		
	恺米切 /Camicissima	35.65	-36.3%	-99.9%		秘密武器 /SECRET WEAPON	3.65	-69.1%		
	亨利格兰 /HenryGrant					曼妮芬 /ManiForm	3614.27	44.5%	24.8%	
	哈吉斯 /Hazzys	3890.69	112.2%	36.4%		内衣	兰卓丽 /Langerie	338.21	15.0%	1.9%
	报喜鸟 /SAINT ANGELO	1097.85	98.5%	-17.5%			加一尚品 /COYEEE	5.08	-82.7%	-84.0%
	BONO	0.01		530.1%			纽格芙 /NATURE'S GIFT	0.52		-71.6%
红豆股份					爱慕 股份	兰卡文 /LA CLOVER	72.55	77.8%	23.1%	
	红豆/HODO	2784.50	-25.3%	-19.5%		兰卡文 /LA CLOVER	72.55	77.8%	23.1%	

太平鸟	太平鸟 /PEACEBIRD	8320.97	-4.0%	-39.7%		乎兮 /HUXI	41.05	-69.1%	-61.7%
	乐町 /LEDIN	1313.52	10.4%	-59.3%		宝迪威德 /BODY WILD	1.71	-74.9%	43.5%
	MiniPeace	7.13	-99.1%	-98.9%		爱慕运动 /AIMER SPORTS	1.29	-67.9%	-51.2%
休闲	森马 /Semir	6358.86	43.9%	37.6%		爱慕义乳 /AIMER LATEXBREAST	31.65	149.0%	-48.9%
	梦多多 /MENGDODO	0.83	-25.9%	77.2%		爱慕先生 /AIMER MEN	343.76	50.6%	18.2%
	马卡乐 /Marcolor	1.02	-89.3%	-82.4%		爱慕儿童 /AIMER KIDS	472.59	4.2%	-33.6%
	马卡乐 /Marcolor	1.02	-89.3%	-82.4%		爱慕 /AIMER	2639.28	101.5%	47.4%
	橘滋 /Juicy Couture	196.31	-15.0%	-21.0%		爱美丽 /IMiS	73.52	-23.4%	-20.1%
	巴拉巴拉 /Balabala	9957.26	25.5%	55.2%	浪莎 股份	浪莎 /Langsha	4145.18	18.5%	-31.1%
	MINETTE	43.26	15.6%	291.6%	探路者	探路者 /TOREAD	1057.37	36.8%	129.6%
	Marc O'Pollo	245.54	260.2%	-89.4%	户外	小牧 /Mobi Garden	0.63	-14.2%	-90.6%
	JASON WU	20.72			牧高笛	牧高笛 /Mobi Garden	641.06	45.6%	-33.3%
	Hey Junior	0.19			运动	斯凯奇 /SKECHERS	11615.03	-23.6%	-21.7%
Balabala Shoes	0.01	-99.9%	-99.9%	安踏 体育	威尔胜 /Wilson	2696.57	121.1%	116.9%	

	加拿大鹅	加拿大鹅 /Canada Goose	4813.14	30.7%	28.0%		颂拓 /Suunto	33.33		
	南极电商	13850.08	-53.1%	-42.6%	13850.08		斯潘迪 /Sprandi	52.91	-43.1%	-25.8%
家纺	博洋家纺	唐狮	1763.37	-0.7%	23.3%		始祖鸟 /Arc'teryx	0.92	-23.5%	356.8%
		棉朵	0.01	-99.2%	-99.9%		萨洛蒙 /Salomon	6874.00	102.1%	63.8%
		乐加	8.64	-18.3%	-35.8%		可隆 /KOLON SPORT	7672.81	134.6%	97.2%
		果壳 /GUKOO	1935.49	85.4%	41.8%		斐乐 /FILA	29516.46	13.1%	-6.8%
		博洋家纺	3630.95	75.2%	42.3%		迪桑特 /DESCENTE	9970.19	133.5%	94.5%
		博洋宝贝	0.80	-56.6%	-64.9%		安踏儿童 /ANTA Kids	292.12	-5.4%	-86.6%
		艾维	67.68	-10.7%	-46.6%		安踏儿童 /ANTA Kids	292.12	-5.4%	-86.6%
		艾夫斯	0.03	-99.9%	-100.0%		安踏 /ANTA	29455.43	0.3%	15.3%
		YSO	167.38	95.4%	160.7%		阿托米克 /Atomic	228.64	50.3%	1.0%
箱包	新秀丽	新秀丽 /Samsonite	2244.87	23.8%	5.4%		NBA	173.72	22.2%	23.3%
		途明/TUMI	570.12	49.3%	-8.3%		FILA FUSION	825.98	26.6%	14.1%
		美旅 /American Tourister	3.66	-35.4%	7634.9%		安德玛 /Under Armour	3386.47	-21.3%	18.9%
		卡米龙 /Kamilant					李宁/LI- NING	40144.59	-8.8%	-9.5%
		Lipault	39.14	-52.9%	-43.6%		李宁 乐途 /LOTTO	246.09	43.9%	15.1%
		Hartmann	0.26	-72.3%	-98.3%		凯胜 /Kason	29.39	38.2%	-7.4%

	Gregory	258.31	31.1%	86.7%	红双喜/DHS	2472.56	99.8%	-10.3%
运动	山本耀司/Y-3	271.33	41.3%	-41.0%	艾高/AIGLE	1745.23	68.3%	51.8%
	三叶草/Adidas Originals	1.14	-26.8%	-88.3%	Danskin	0.03	-99.8%	-97.3%
	阿迪达斯/Adidas	32354.77	12.9%	-2.4%	茵宝/UMBRO	176.64	12.3%	7.5%
	STELLA MCCARTNEY	271.84	240.6%	-20.5%	耐克/Nike	56433.02	10.6%	-32.2%
	Reebok	767.61	29.0%	-33.7%	匡威/Converse	6360.73	-9.0%	-21.3%
	Adidas TERREX	0.07	-99.9%	-99.6%	Cole Haan	100.84	75.6%	-74.7%
	Adidas NEO	1.34	-80.2%	492.8%	Air Jordan	6.72	-6.2%	-92.8%
	彪马/PUMA	9866.55	-4.8%	18.4%				
	Tretorn	183.73	42.4%	-16.8%				
	COBRA	1.85		157.2%				
361度	361度/361°	17103.98	42.9%	-5.0%				

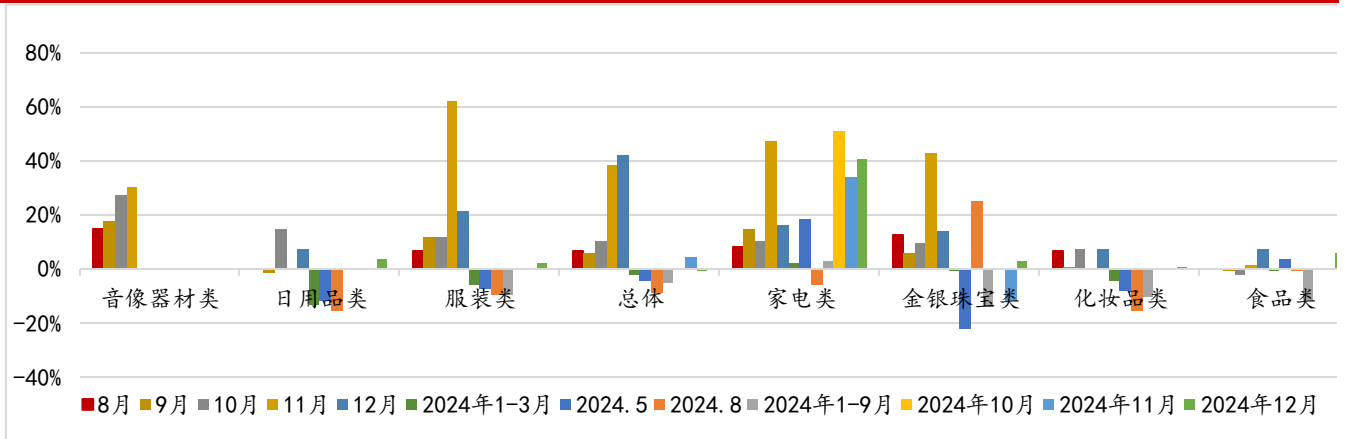
资料来源：萝卜投资，华西证券研究所

3.3.3.2025年1-2月份全国50家重点大型零售企业零售额同比下降4.6%

根据中华全国商业信息中心的监测数据，2025年1-2月份全国50家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额累计同比下降4.6%，降幅较上年同期扩大1.9个百分点。

从主要商品品类来看，以旧换新类商品、部分消费升级类商品零售额实现较快增长，其中，家用电器类同比增长5.2%，音响器材类同比增长10.8%，文化、办公用品类同比增长14.9%，体育、娱乐用品类同比增长16.8%，通讯器材类同比增长28.1%。部分百货类商品零售额下降，其中，服装类同比下降7.9%，化妆品类同比下降7.4%，金银珠宝类同比下降4.3%，降幅较上年同期有不同程度的扩大。此外，粮油、食品类同比下降5.3%，日用品类同比下降0.6%。

图 20 2023 年 8 月-2025 年 2 月全国 50 家重点大型零售企业销售同比增速

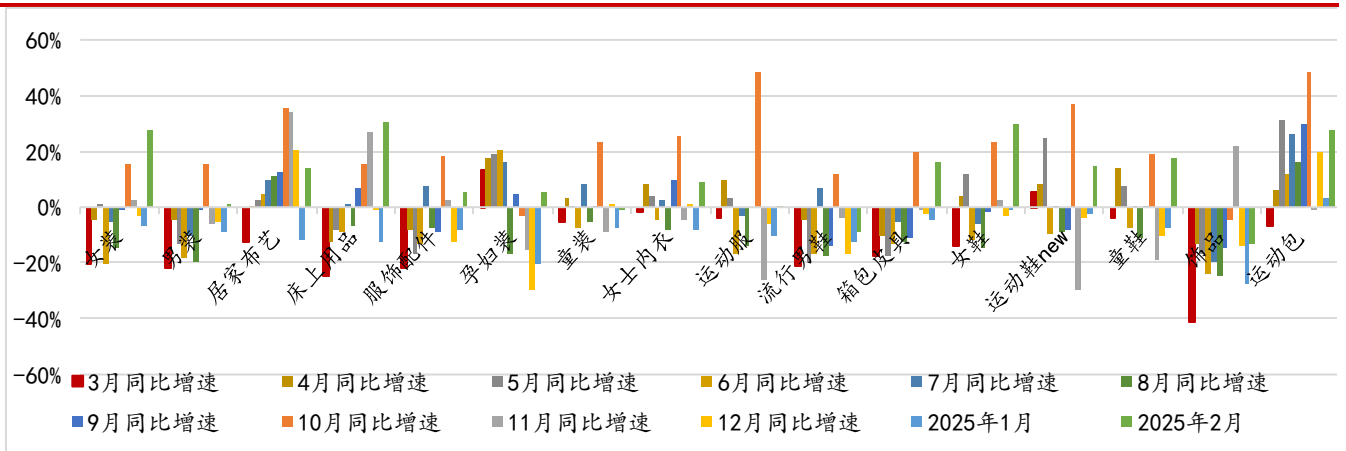


资料来源：中华全国商业信息中心，华西证券研究所

3.3.4. 25 年 2 月服装行业线上销售额 270.78 亿元，同比上升 12.64%

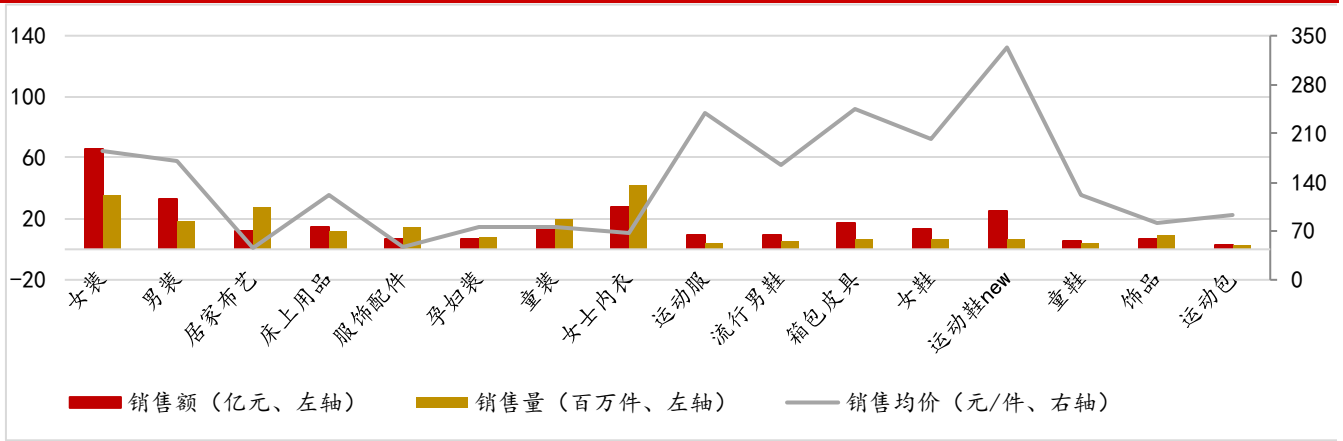
根据 ECdataway 数据，2025 年 2 月，我国服装行业共实现线上销售额 270.78 亿元，同比上升 12.64%，较 25 年 1 月环比下降 35.96%。从细分品类看，2 月女装销售额最高，达 65.85 亿元，同比上升 27.38%；2 月运动鞋 new 平均单价最高，达 333.18 元/双，同比上升 2.93%。

图 21 2024 年 3 月-2025 年 2 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 2 月纺织服装线上销售情况



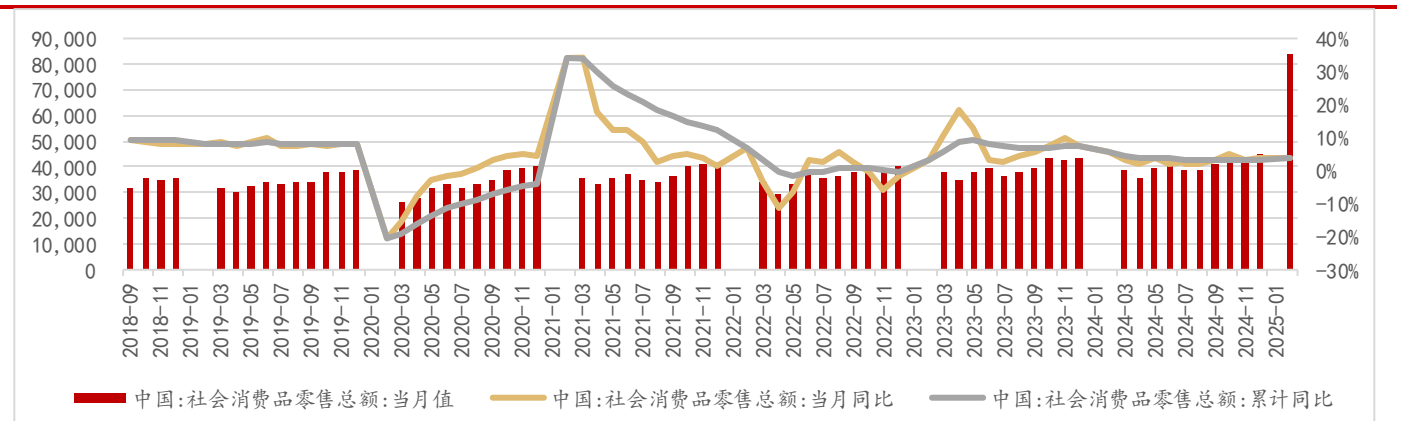
资料来源: wind, 华西证券研究所

3.3.5. 25 年 1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 4.0%，2025 年 1-2 月份网上零售额增长 7.3%

2025 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 83731 亿元，同比增长 4.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 76838 亿元，增长 4.8%。

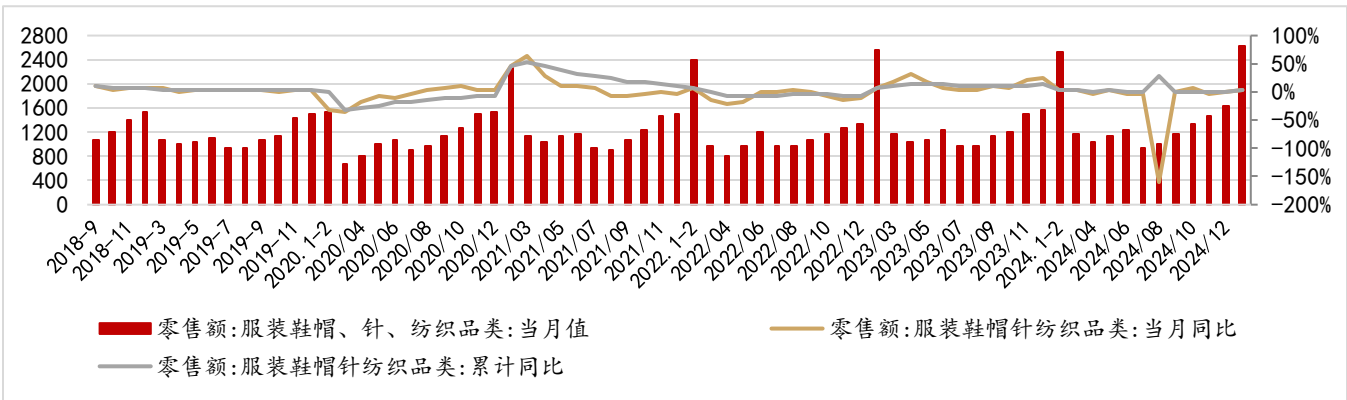
2025 年 1-2 月份，全国网上零售额 22763 亿元，同比增长 7.3%。其中，实物商品网上零售额 18633 亿元，增长 5.0%，占社会消费品零售总额的比重为 22.3%；在实物商品网上零售额中，吃类、用类商品分别增长 10.8%、5.4%，穿类商品下降 0.6%。

图 23 社会消费品零售总额及同比增长率 (亿元, %)



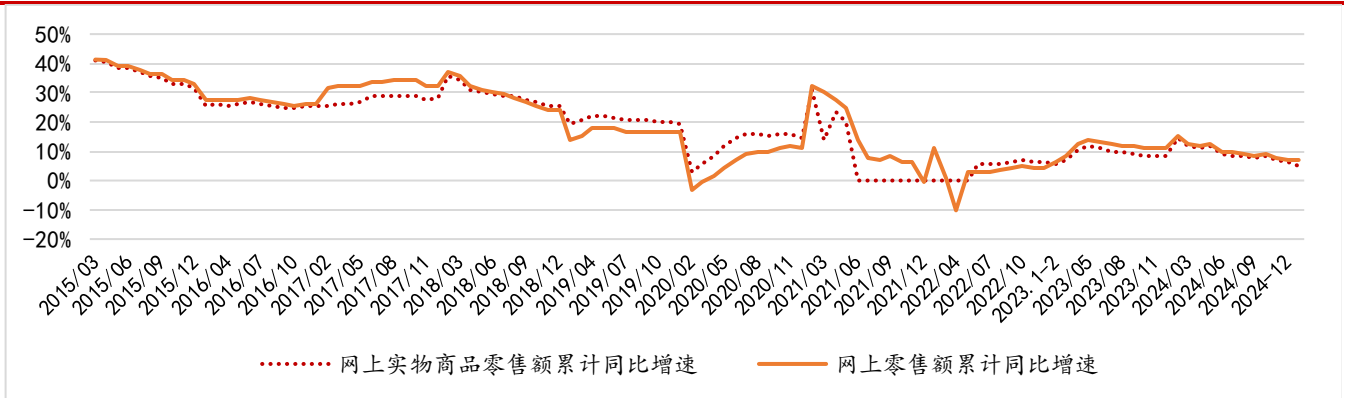
资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

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



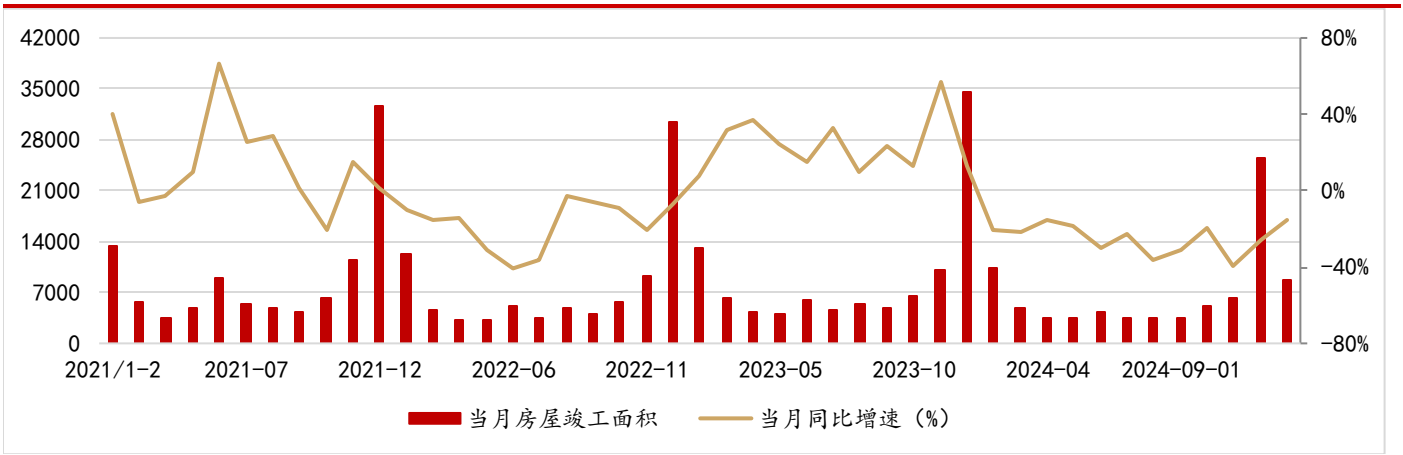
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

3.3.6.2025 年 1-2 月份全国房屋竣工面积累计同比下降 15.6%

2025 年 1-2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 605972 万平方米，同比下降 9.1%。其中，住宅施工面积 421351 万平方米，下降 9.7%。房屋新开工面积 6614 万平方米，下降 29.6%。其中，住宅新开工面积 4821 万平方米，下降 28.9%。房屋竣工面积 8764 万平方米，下降 15.6%。其中，住宅竣工面积 6328 万平方米，下降 17.7%。

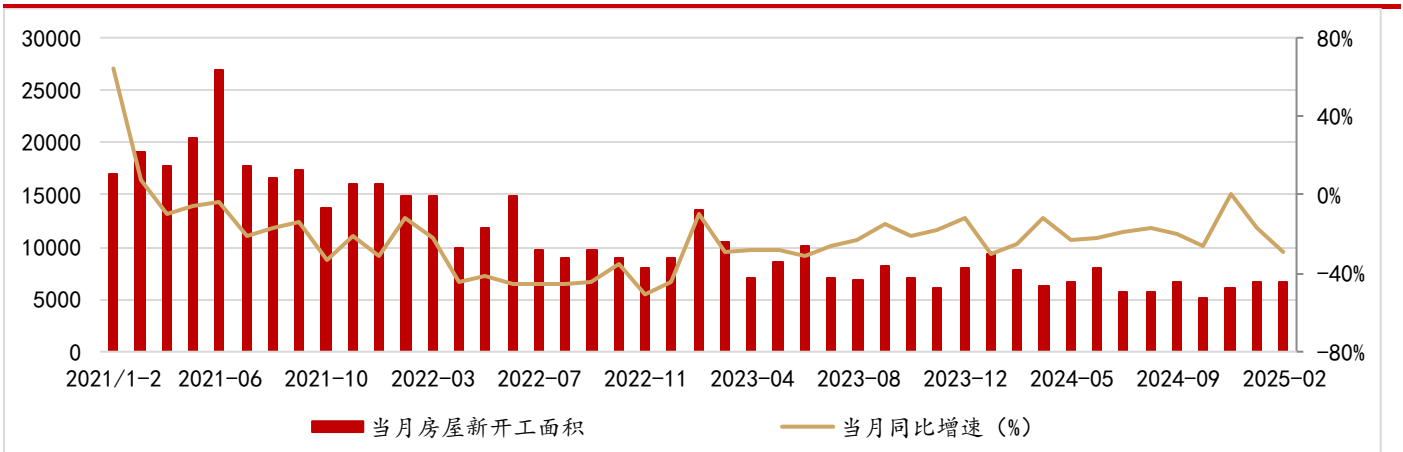
2025 年 1-2 月份，全国房地产开发投资 10720 亿元，同比下降 9.8%（按可比口径计算，详见附注 6），降幅比上年全年收窄 0.8 个百分点；其中住宅投资 8056 亿元，下降 9.2%，降幅收窄 1.3 个百分点。

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）



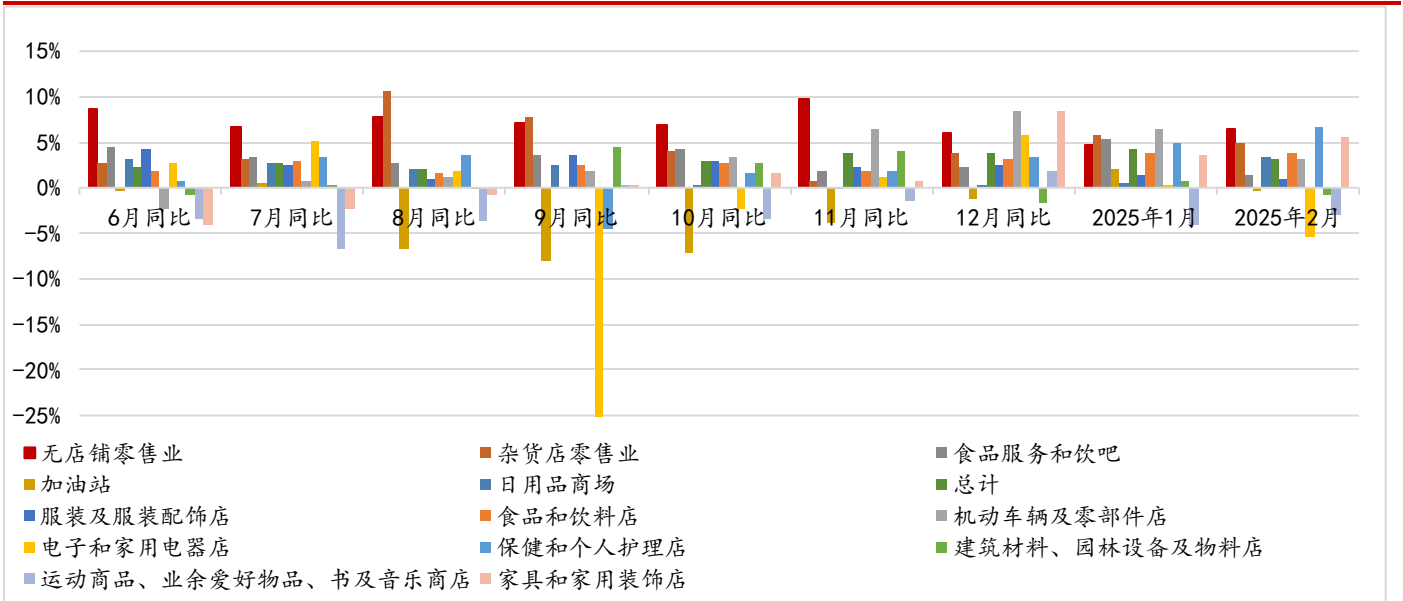
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.7. 美国 25 年 2 月总零售额同比增长 3.11%

根据美国商务部统计数据，2025 年 2 月美国零售和食品服务销售额（季调）总计为 7227.08 亿美元，同比增长 3.11%。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 6.5%/5.0%/1.5%/-0.3%/3.4%。

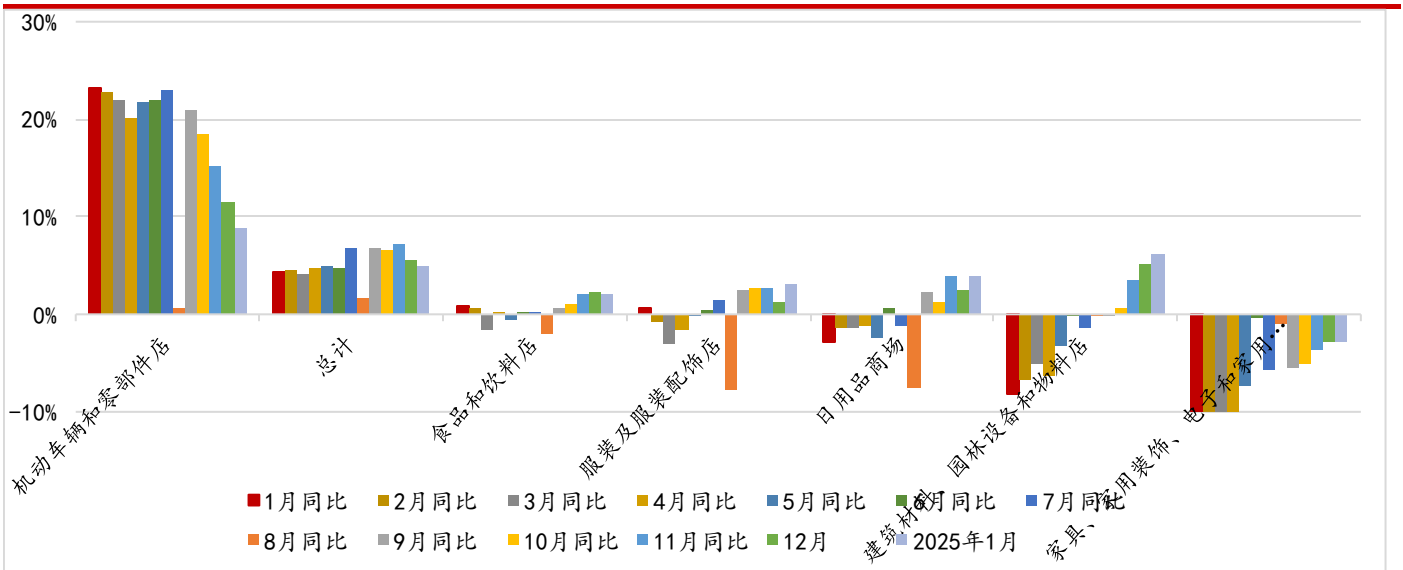
25 年 1 月份美国零售库存（季调）为 8219.84 亿美元，同比增长 5.01%、环比下降 0.02%。从细分领域看，机动车辆和零部件店、食品和饮料店、服装及服装配饰店、日用品商场同比增速为 8.91%/2.17%/3.09%/3.90%。

图 28 2024 年 6 月-2025 年 2 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 1 月美国零售库存同比增速（季调）

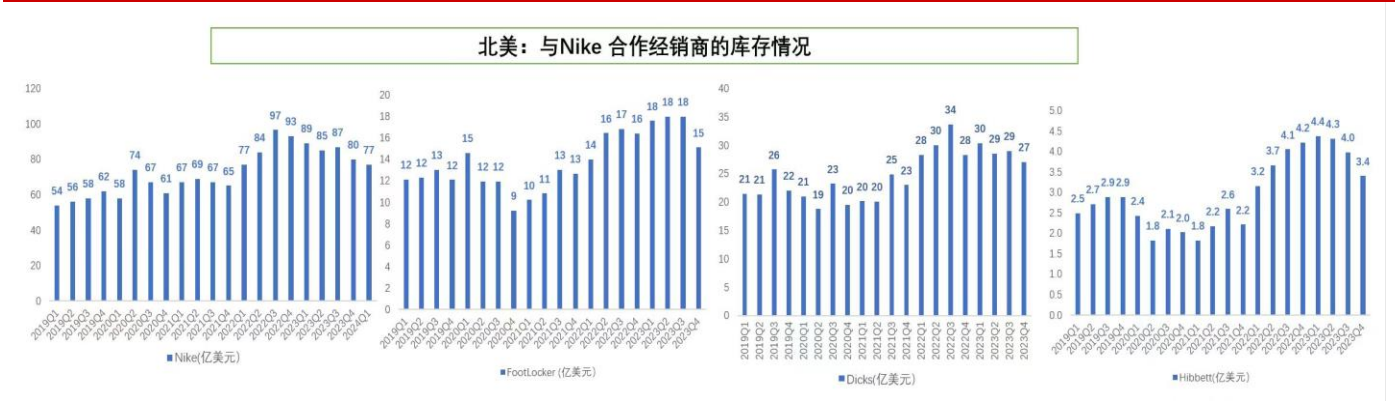


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.8. 海外库存情况跟踪：25 年 1 月美国服装及服装面料批发商库存同比下降 5.61%

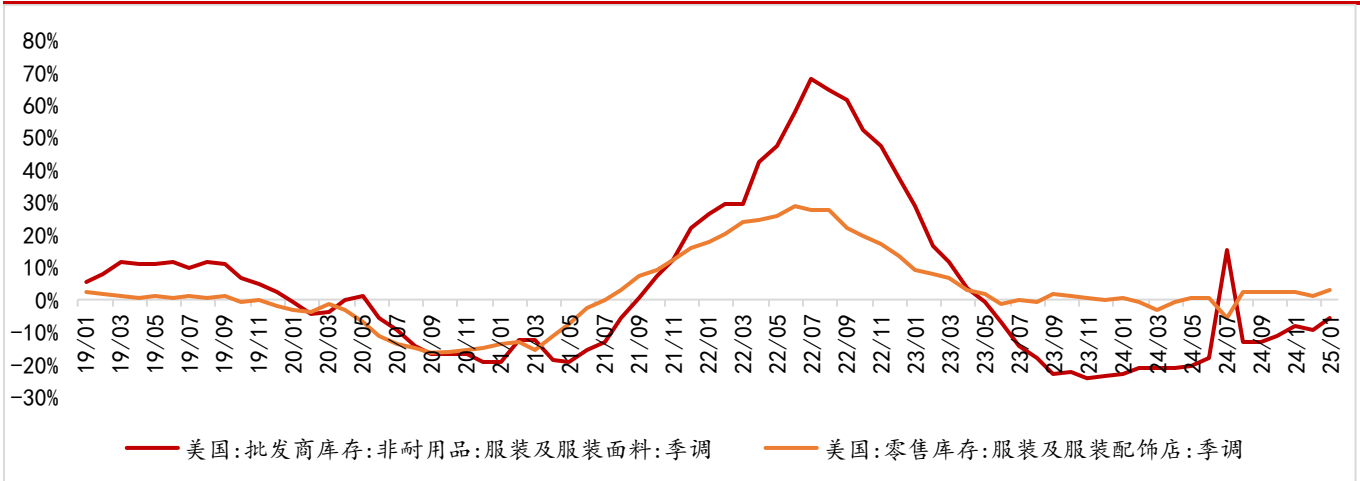
根据美国商务部统计数据，25 年 1 月美国服装及服装面料批发商库存（季调）为 280.45 亿美元，同比下降 5.61%；25 年 1 月美国服装及服装配饰店零售库存（季调）为 609.33 亿美元，同比上升 3.09%。与 Nike 合作经销商的库存均呈现下滑趋势，FY23Q4（23/10/28-24/2/3，Nike 为 23/11/30-24/2/29）Nike/Foot Locker/Dicks/Hibbett 库存分别下降 13.2%/19.0%/13.2%/13.6%，截止 24/5/31 NIKE 存货为 75.19 亿美元，同比下降 11.06%。

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)

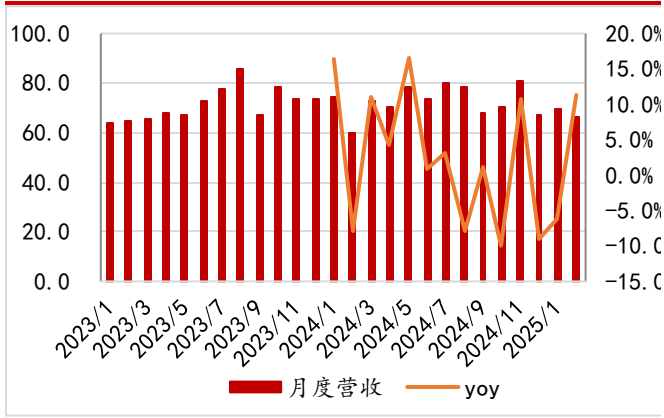


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.9. 运动制造台企月度数据

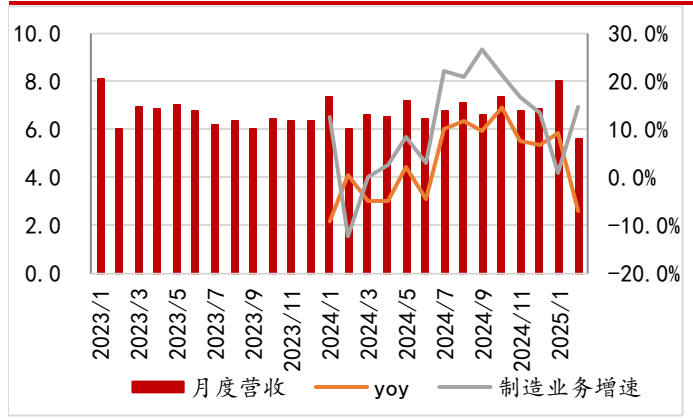
根据各公司官网，25 年 2 月丰泰/裕元/钰齐/来亿营收同比增速分别为 11%/-7%/45%/7%。其中，丰泰/钰齐 25 年 2 月营收增速较 25 年 1 月提速 17PCT/30PCT (1 月增速：-6%/15%)，但裕元制造业 25 年 2 月营收增速较 25 年 1 月上升 13.8PCT 至 14.9% (1 月增速：1.1%)，我们分析主要受春节错位低基数影响。丰泰/裕元/钰齐/广越/儒鸿/志强/来亿 Q4 分别同比增长-0.5% /13.35%/18.4%/31.83%/12.25%/30.55% /36.53%，(Q3 增速:-1.52% /10.5%/1.58%/1.13%/25.82%/57.92%/38.77%)。

图 32 丰泰企业营收及增速 (亿新台币)



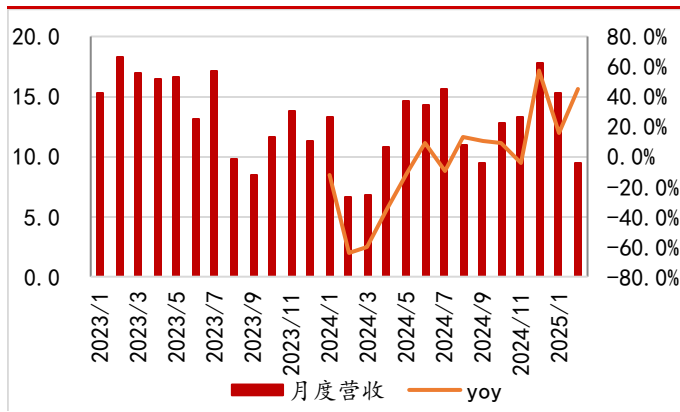
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 33 裕元集团营收及增速 (亿美元)



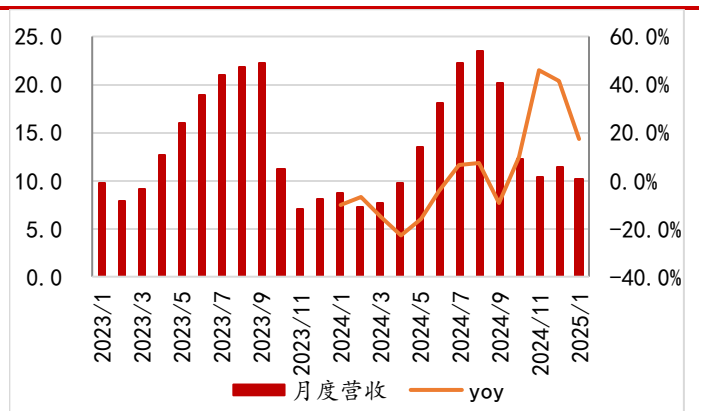
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 34 钰齐企业营收及增速 (亿新台币)



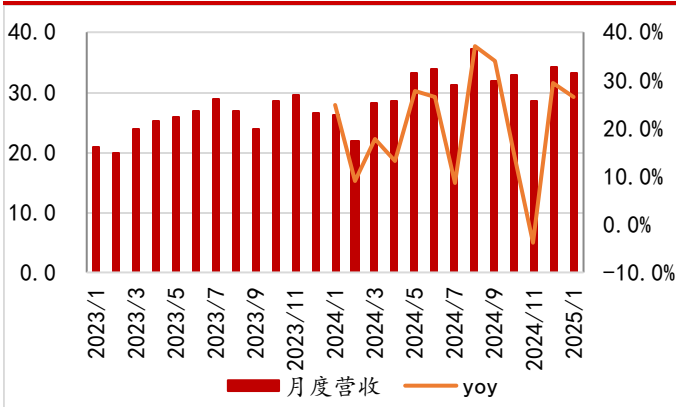
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 35 广越企业营收及增速 (亿新台币)



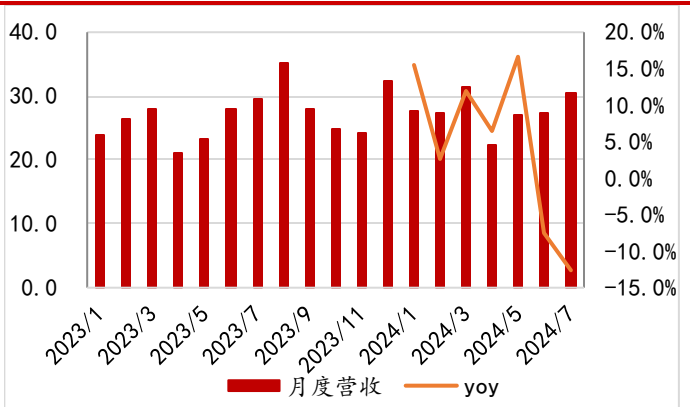
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 36 儒鸿营收及增速 (亿新台币)



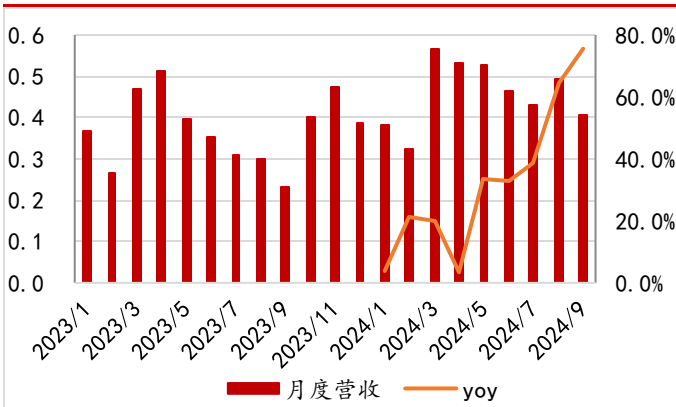
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 37 聚阳营收及增速 (亿新台币)



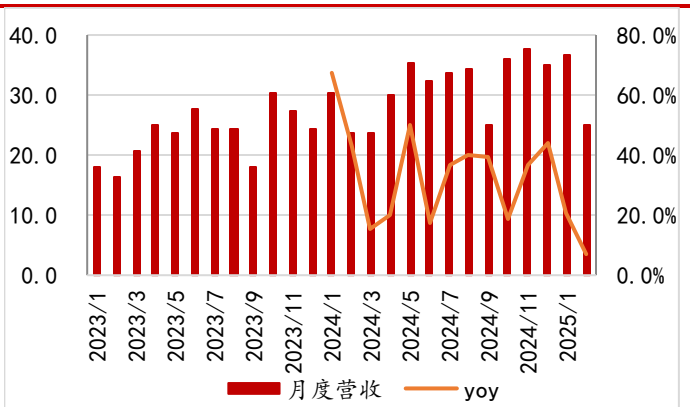
资料来源：公司官网，华西证券研究所

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. 报喜鸟完成收购 Woolrich 的 26 国运营权

3 月 20 日，报喜鸟完成对美国百年户外品牌 Woolrich 欧洲以外核心知识产权的收购交割，交易对价 5083.38 万欧元（约合 3.84 亿元人民币）。交割后，报喜鸟拥有其在全球 26 个国家和地区的核心商标等知识产权及经营权，Woolrich 集团保留欧洲地区知识产权并继续经营。

从品牌战略看，此次收购是报喜鸟多品牌矩阵的“升维补位”。报喜鸟旗下原有品牌各有侧重，Woolrich 的美式复古基因填补了 2500 - 5000 元价格带空白，丰富了品牌矩阵，提升了品牌形象。在市场拓展方面，报喜鸟通过接收 Woolrich 在各国业务网点，提升国际收入占比，拓展国际市场；国内户外市场的火爆也为其带来新机遇。运营管理上，报喜鸟凭借运营哈吉斯积累的供应链优化和渠道协同经验，可降低 Woolrich 初期运营成本，实现资源共享与协同发展。财务层面，虽短期内品牌使用费影响不大，但长期有望带来新的收入增长点。不过，Woolrich 与哈吉斯定位有别，未来三年将检验收购成效，报喜鸟需应对国内市场开拓和国际运营能力等挑战，若战略得当，Woolrich 有望成为其突破百亿营收的关键引擎。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/eR_3-vrq5AW-DC4RvLsa9Q)

4.2. Zara 全新亚洲旗舰店落地南京

3月21日, Zara 全新亚洲旗舰店在南京新街口开业, 该店零售面积超 2500 平方米, 并带来了亚洲市场的首个 Zcaffè 和自动传输系统, 以及全球首个 Zara 自助售卖机、潮流自拍舱以及 Zara 沙龙。

据介绍, Zara 亚洲旗舰店位于有着“中华第一商圈”之称的南京新街口, 地处南京市的地理中心位置, 临近全国销量冠军南京德基广场和 IFC 国金中心。近日, Zara 母公司 Inditex 爱特思集团发布 2024 财年财报显示, 其营收同比增长 7.5%至 386 亿欧元, 净利润同比增长 9.0%至 59 亿欧元 (分别约合人民币 3043 亿元和 465 亿元); 毛利率为 57.8%, 与去年同期持平。

财报同时显示, 截至 2024 财年末, 集团共运营 5563 家店铺, 并持续推进店铺优化升级, 全年开设 257 家新店, 254 家店铺重新装修, 其中 121 家进行扩建, 386 家门店优化或合并。

现阶段, Zara 在中国市场“关小开大”的模式已经开始。据悉, 除了 3月21日开业的南京新街口旗舰店, 深圳壹方城门店目前正在进行翻新, 预计将于 4月重装开业; 上海南京东路旗舰店重装升级也已列入计划

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/wg8r8sNG7PBR8vKt07L-Rg>)

4.3. 三进三退中国市场, 美国时尚巨头二次破产

近日, 美国时尚品牌 Forever 21 第二次申请破产保护, 计划关闭全美超 9 成实体门店, 终止本土直营业务。它由韩国人 1984 年在美国创立, 凭低价与快速上新迅速崛起, 鼎盛时业务遍布 57 国。

但 Forever 21 在中国市场波折不断。2008 年初入, 因选址与供货问题失败; 2011 年再进, 因版型、租金等问题负债超 30 亿美元, 2019 年退出; 2021 年第三次回归, 采用低线城市策略并做社交电商, 直播有成绩却复购率低, 供应链响应也慢。

2019 年它首次破产, 2020 年被 SPARC 集团收购, 2023 年希音与 SPARC 集团合作。此次再次破产, 在中国市场的失败凸显了跨国品牌本土化的重要性, 缺乏本土化适配是其困境根源。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/6TkSXNgAGwmwpPBL0jM59g>)

4.4. 业绩表现不佳, Guess 或将私有化

近日, 美国服装零售商 Guess 宣布, 已收到品牌管理公司 WHP 环球 (WHP Global) 提出的私有化收购要约, WHP 环球计划以每股 13 美元的价格收购 Guess 的已发行股份, 但不包括公司联合创始人 Paul Marciano 和 Maurice Marciano 以及首席执行官 Carlos Alberini 所持的 43%股份。

据悉, 此次私有化旨在通过要约收购实现对 Guess 的控制权转移, 交易完成后 Guess 将从公开市场退市。

WHP 环球成立于 2019 年, 由零售业资深人士 Yehuda Shmidman 与橡树资本 (Oaktree Capital Management) 合作创立, 专注于消费品牌收购与运营, 旗下品牌包括玩具反斗城、Anne Klein 和 Vera Wang 等。

业绩方面，截至2024年11月2日的三个月内，Guess净销售收入同比增长13%至7.385亿美元，按固定汇率计算同比增长14%，净亏损2340万美元，总负债达23.04亿美元，其财务压力显著。

Guess面临增长乏力、品牌老化及外部竞争加剧等问题，叠加全球经济不确定性，私有化被视为缓解财务压力、重塑品牌战略的潜在途径。目前收购处于要约阶段，需通过Guess董事会及股东批准，并满足监管要求。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/tlB04_vzJHf1g8jm0Uwt4gQ)

4.5. 都市丽人产业项目助2024年盈利约增180%

都市丽人公司2024年利润同比大幅增长180%，以2023年公司拥有人应占利润4248.30万元测算，2024年约达1.19亿元。业绩大增主要源于三大因素。

开源方面，期内合作联营商电商平台GMV约11亿元，虽GMV未直接计入营业收入，但提升了市场份额，改善经营业绩。节流上，公司持续在内部实施成本控制与效率提升举措，进一步降低运营成本。产业项目交付入账也贡献显著，公司将东莞凤岗镇原中国玉泉旧仓库改造，项目总建筑面积约14.50万平方米，8.9万平方米对外出售。2024年上半年2.5万平方米完成交付确认收入1.72亿元，全年产业项目若干单位交付入账，成为业绩增长重要支撑，上半年产业项目及物流服务业务收入总额2.83亿元，分部业绩同比增长约787%。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/l_uR9kDe1oSppROJoKzqPw)

4.6. 优衣库加速扩张加拿大市场，2025年春季新增四家门店

日本服饰品牌优衣库近日宣布，将于2025年春季在加拿大新增四家门店，以满足当地市场持续增长的需求。新店将分别落地安大略省的伯灵顿Maple View购物中心、多伦多联合车站，以及魁北克省的魁北克市Place Ste-Foy和蒙特利尔Galeries d'Anjou。这些门店将提供优衣库全系列LifeWear服饰、季节性合作款及UT印花T恤系列。

自2016年进入加拿大市场以来，优衣库不断扩展业务，此次新店开业后，加拿大门店总数将增至33家。品牌方面表示，加拿大市场需求强劲，成为其北美扩张战略的重要组成部分。根据规划，到2027年，优衣库计划在北美增设至200家门店，进一步巩固品牌在该地区的市场影响力。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/D8eMeJFcTlvyKVHw8KzVuw>)

4.7. Shein、Chanel与爱马仕逆势增长

根据GlobalData最新报告，尽管全球市场放缓，Shein、Chanel和Hermès在2024年服装行业依然实现市场份额的逆势增长，展现出强劲的竞争力。

在快时尚领域，Shein凭借超低价格与敏锐的时尚趋势捕捉能力，成为2024年市场份额增长最快的品牌，其份额提升0.24个百分点。

在奢侈品市场，Chanel和爱马仕分别增长0.59和0.55个百分点，主要受益于高收入消费者对经济波动的低敏感度。相比之下，Gucci市场份额下降0.10个百分点，其前创意总监Sabato De Sarno的低调设计风格未能带来足够的品牌热度，影响了市场表现。

此外，adidas 和 Zara 也有所增长，分别提升 0.17 和 0.05 个百分点。其中，Zara 得益于本地供应链优势和广泛的消费者吸引力，持续保持竞争力。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/27xoyPsVu4v-5il_scvLFA)

4.8. GAP 第四季度中国新开 16 家门店

宝尊电商公布截至 2024 年 12 月 31 日的第四季度未经审计财报。数据显示，公司 Q4 净收入达 30 亿元，同比增长 8%，经调整经营利润 1.0 亿元，同比增长 37%。其中，品牌管理业务收入 5 亿元，同比增长 17%，产品销售毛利率达 50%，经调整经营损失同比收窄 20%。此外，新开店 18 家，品牌管理门店总数达 156 家。

GAP 线下业务实现快速扩张，第四季度新开 16 家门店，覆盖中国 10 个城市。同时，GAP 积极推进本土化营销，推出 GAP×上新了故宫 等合作活动，品牌影响力持续提升。

此外，HUNTER 业务稳步增长，在上海开设第二家线下门店，并成功拓展至马来西亚。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/27xoyPsVu4v-5il_scvLFA)

4.9. Prada 等代工厂九兴控股 2024 年纯利增长 21%

九兴控股发布截至 2024 年 12 月 31 日的全年业绩报告，公司出货量同比增长 8.2%，经营利润上升 15.7% 至 1.845 亿美元，纯利增长 21.2% 至 1.701 亿美元。

九兴控股再度超额完成三年规划目标，实现经营利润率 11.9%，除税后利润增长率 21.2%。业绩增长主要得益于运动及时尚鞋类需求增加，带动收入及出货量同比提升。同时，客户结构优化 推动毛利率改善，而运动鞋履制造设施使用率提升 也增强了经营杠杆效益，使经营利润率显著上升。

(原文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/27xoyPsVu4v-5il_scvLFA)

4.10. Sporty & Rich 进军中国市场，天猫奢品旗舰店上线

全球知名运动时尚品牌 Sporty & Rich 宣布正式进入中国市场，并于天猫奢品开设官方旗舰店。品牌以“Health is Wealth”为核心理念，首发线上系列 Preppy Drop，将美式摩登学院风与“松弛感美学”带入中国，标志着全球化战略的重要一步。

Sporty & Rich 由前 Kith 女装创意总监、时尚博主 Emily Oberg 于 2014 年在洛杉矶创立，凭借融合复古审美与运动活力的简约设计风靡全球，倡导身心健康与自由定义的生活方式。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/D8eMeJFcTlvYKVHw8KzVuw>)

4.11. Shein 董事长确认 IPO 计划，称上市是必然选择

中国快时尚巨头 Shein 的上市计划近日得到执行董事长唐伟 Donald Tang 的正式确认。唐伟表示，公司希望承担上市公司的责任与义务，提高透明度，但并未透露具体的上市时间、估值或地点，仅表示会在“合适的时机”推进，并强调 Shein 的规模和成熟度决定了其上市的必然性。

这是自 2024 年 6 月市场传出 Shein 在伦敦秘密提交 IPO 申请以来，公司高管首次公开确认上市计划。然而，Shein 的上市之路充满挑战。此前，公司曾尝试在

美国上市，但受监管审查因素影响未能成功，转向伦敦后，又面临来自法律挑战，以及围绕供应链管理的质疑。

对此，唐伟否认相关指控，并表示 Shein 始终遵守当地法律法规，且在减少产品浪费方面优于行业竞争对手。此外，他还透露，Shein 已加入英国工业联合会，并希望深化在英国的市场布局，以“英国本土公司”的身份运营，包括在英国注册、纳税并融入当地社区。这一举措或有助于缓解外界对 Shein 的部分质疑，并为其未来上市铺平道路。

(原文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/D8eMeJFcTlvYKVHw8KzVuw>)

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)	2024E	2025E	2024E	2025E	
H 股	1234. HK	中国利郎	买入	3.76	45.03	4.61	5.05	9.77	8.32	
	2331. HK	李宁	增持	17.38	449.24	33.21	36.38	13.53	11.52	
	2020. HK	安踏体育	买入	89.15	2502.63	155.96	138.74	16.05	16.82	
	3998. HK	波司登	买入	3.99	460.75	35.97	41.76	12.81	10.29	
	1361. HK	361 度	买入	4.54	93.87	11.49	13.95	8.17	6.28	
	1368. HK	特步国际	买入	5.19	144.00	12.38	13.74	11.63	9.77	
	0551. HK	裕元集团	买入	12.58	201.85	30.61	38.99	6.59	4.83	
	2313. HK	申洲国际	买入	56.85	854.58	58.35	67.70	14.65	11.77	
	2232. HK	晶苑国际	买入	5.71	162.90	14.11	16.92	11.54	8.98	
	3306. HK	江南布衣	买入	14.96	77.61	8.49	8.74	9.14	8.28	
	6110. HK	滔搏	买入	3.58	222.00	22.13	13.97	10.03	14.82	
	2154	报喜鸟	买入	4.28	62.46	5.64	6.84	11.07	9.13	
	2293	罗莱生活	增持	8.24	68.73	6.32	7.53	10.87	9.13	
	2327	富安娜	买入	8.33	69.87	5.34	5.59	13.08	12.50	
	2563	森马服饰	买入	6.61	178.08	11.20	14.56	15.90	12.23	
	2674	兴业科技	买入	9.95	29.04	1.70	2.06	17.08	14.10	
	2780	三夫户外	买入	11.44	18.03	0.20	0.59	90.14	30.56	
	A 股	2832	比音勒芬	买入	18.67	106.55	9.29	10.67	11.47	9.99
		3016	欣贺股份	增持	7.33	31.41	2.51	3.11	12.51	10.10
300577		开润股份	买入	22.21	53.26	4.14	4.61	12.86	11.55	
300840		酷特智能	增持	26.39	63.34	1.93	1.76	32.82	35.99	
300918		南山智尚	买入	20.31	86.84	1.91	2.85	45.47	30.47	
300979		华利集团	买入	63.02	735.44	38.41	45.34	19.15	16.22	
600398		海澜之家	买入	8.06	387.10	22.87	25.40	16.93	15.24	
600400		红豆股份	增持	2.44	56.04	0.60	0.70	93.39	80.05	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

601339	百隆东方	买入	5.38	80.68	5.61	7.59	14.38	10.63
603365	水星家纺	买入	15.49	40.69	3.77	4.28	10.79	9.51
603518	锦泓集团	买入	9.12	31.69	3.07	3.51	10.32	9.03
603558	健盛集团	买入	10.32	36.45	3.28	3.78	11.11	9.64
603587	地素时尚	买入	12.40	59.12	5.35	6.42	11.05	9.21
603808	歌力思	增持	7.26	26.80	1.50	2.16	17.86	12.41
603877	太平鸟	买入	15.22	72.12	4.11	4.88	17.55	14.78
603889	新澳股份	买入	6.54	47.77	4.32	4.95	11.06	9.65
603908	牧高笛	增持	24.84	23.19	1.06	1.19	21.88	19.49
605080	浙江自然	买入	30.71	43.48	1.82	2.77	23.89	15.70
605138	盛泰集团	增持	6.10	33.89	1.14	2.47	29.73	13.72
605189	富春染织	买入	13.20	19.77	1.63	2.48	12.13	7.97
301276	嘉曼服饰	买入	21.15	22.84	1.82	2.25	12.55	10.15
300218	安利股份	买入	16.85	36.56	2.01	2.64	18.19	13.85
1238	浙江正特	买入	32.49	35.74	0.66	1.32	54.15	27.08
726	鲁泰 A	买入	6.15	44.79	4.03	5.64	11.11	7.94
2003	伟星股份	买入	12.82	149.85	4.19	5.11	35.76	29.33
605099	共创草坪	买入	21.24	85.31	7.05	8.08	12.10	10.56
300993	玉马遮阳	买入	10.87	33.49	2.00	2.45	16.75	13.67
603307	扬州金泉	买入	35.35	23.99	1.49	1.79	16.10	13.40
300952	恒辉安防	买入	33.58	52.97	1.50	1.96	35.31	27.03
603665	康隆达	买入	18.03	29.22	-3.6	1.77	-8.12	16.51

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=0.9327 人民币元；收盘价和市值均采用 2025 年 3 月 21 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)	全球	23%	32%	29%	28%	30%	24%	18%	19%	16%	10%	7%	9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

电 商	为截至 2023/10/30)	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%	
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	全球	68%	48%	47%	20%	10%	-3%	-15%	-7%	-10%	1%	11%	11%	
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
阿里巴巴	全球	10%	9%	0%	3%	2%	2%	14%	9%	5%	7%	4%	5%	
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Zalando SE (2020Q3- 2023Q2)	全球	20%	-1%	-4%	3%	2%	2%	-3%	-3%	-4%	-1%	3%	5%	
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

迅销公司	全球	1%	2%	11%	23%	14%	27%	23%	16%	13%	5%	13%	19%
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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)	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)	全球	27%	13%	-2%	-3%	5%	3%	8%	9%	13%	6%	6%	6%
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
威富集团	全球	22%	9%	3%	-4%	-3%	-3%	-8%	-2%	-16%	-13%	-9%	-6%
	亚太	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Steven Madden	全球	64%	55%	34%	5%	-19%	-17%	-17%	-1%	10%	19%	18%	13%
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
卡路驰	全球	43%	43%	51%	57%	61%	34%	11%	6%	2%	6%	4%	2%
	亚太区	-	16%	17%	66%	-	46%	33%	27%	-	-	-	-
Stitch Fix (2021Q3-2023Q4)	全球	3%	-8%	-16%	-22%	-20%	-20%	-22%	-18%	-18%	-16%	-12%	-13%
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LVMH (2020H1-2023Q1)	全球	56%	-	44%	-	28%	-	23%	-	9%	-	-1%	-
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
历峰集团 (2021H1-2024Q1)	全球	14%	-	1%	-	23%	-	16%	-	-	-	-	-
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Burberry (2021Q2-2023Q4, 累计同比)	全球	38%	-	21%	-	11%	-	10%	-	-4%	-	-22%	-
	中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全球	85%	7%	24%	19%	-34%	31%	21%	1%	6%	22%	4%	-5%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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 雅诗兰黛 (2020Q1- 2023Q4)	亚太区	7%	-4%	-23%	-15%	-17%	-1%	29%	-6%	-8%	-1%	-10%	0%
	全球	14%	10%	-10%	-11%	-17%	-12%	1%	-10%	-7%	5%	7%	-5%

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。