

纺织服饰

周专题：Lululemon FY2024 年报分析；关税波动对服饰制造板块影响讨论

【专题一：Lululemon FY2024 营收稳健增长，中国业务增速优异】

Lululemon FY2024 营收稳健增长，利润率改善，整体表现超公司预期。近期 Lululemon 披露截至 2025 年 2 月 2 日的 FY2024 财年年报，根据公司披露，FY2024 公司营收同比增长 10% 至 106 亿美元（货币中性基础上同比增长 11%），单 Q4 增长 13%（货币中性基础上增长 14%），FY2024 美洲业务营收同比增长 4%，FY2024 国际业务营收同比增长 34%（货币中性基础上增长 36%），毛利率同比提升 0.9pcts 至 59.2%，OPM 同比提升 1.5pcts 至 23.7%。

展望 FY2025：公司预计 FY2025Q1 营收同比增长 6%~7%，全财年来看公司预计营收同比增长 5%~7%，随着公司持续的净开店（预计净开 40-45 家，其中 10-15 家位于美洲，剩余绝大多数位于中国）和门店优化（40 家左右），总销售面积同比增长 10%，分地区看公司预计美洲营收增长低到中单位数，中国营收增长 25%~30%，其他地区营收增长 20%。

分地区来看：

1) 美洲：FY2024 美国业务营收同比增长 2.2%，产品创新成效逐步显现。 FY2024 美国业务营收同比增长 2.2% 至 64.8 亿美元（单 Q4 增长 5.2%），加拿大业务营收同比增长 9.8% 至 14.1 亿美元（单 Q4 增长 10.9%），FY2024 由于产品缺乏新鲜感导致美国业务营收表现相对较弱，从 FY2024H2 开始公司加大同供应商的合作，推动新品渗透率提升，带动美国业务表现对比 FY2024H1 改善，FY2025Q1 以来公司推出全新女性运动系列 Glow Up、休闲系列 Daydrift、瑜伽系列 Be Calm、男性跑步短裤 Mile Maker 等新品并受到消费者青睐，然而根据公司披露，年初以来由于对通胀和经济环境的担忧，美国消费者支出正在减少，FY2025Q1 客流有所放缓，综合考虑以上因素后，公司预计 FY2025 全年美国业务收入增长低到中单位数。

2) 中国市场：FY2024 中国营收同比增长 36%，延续高速增长势头。 FY2024 中国业务营收同比增长 35.9% 至 15.4 亿美元（单 Q4 增长 41%），根据公司披露中国地区业务的快速增长一方面系同店销售带动，FY2024 中国大陆同店销售同比增长 25%，期内容流增加带动同店销售增长，与此同时客单价有所下降。于此同时 FY2024 公司在大陆净开 24 家门店。我们判断当前中国市场收入规模的扩张已经成为推动公司国际业务增长的重要动力。当前中国市场女性运动成为热点话题，2024 年 Lululemon 在中国本土化营销过程中基于女性需求，进行多元化营销，期内 Lululemon 签约贾玲担任品牌大使，同时邀请健身达人 Joan MacDonald 拍摄广告短片在中国市场核心城市进行投放，引流效果显著，2025 年公司预计中国营收增长 25%~30%。

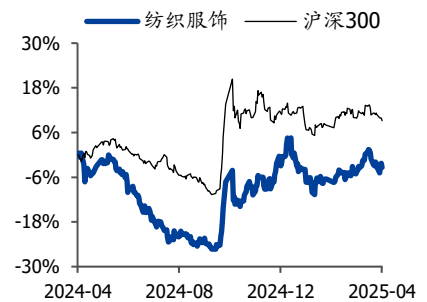
【专题二：关税波动对服饰制造板块影响讨论】

美国是全球服装贸易市场上重要的进口方。2023 年全球服装产品出口市场为 5480.46 亿美元，美国作为服装品类重要的进口方，进口金额为 893.48 亿美元，占全球服装贸易市场约 16.3%。

过去美国服装进口较依赖中国，但目前依赖度已经大大降低。我们判断过去百年内服装产业链经历了从欧美→日本、中国香港、中国台湾→中国大陆→东南亚的迁徙过程，从美国服饰产品进口地区分布来看：①2000 年

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服饰：2024 年板块稳健增长，聚焦龙头公司长期投资价值——运动鞋服 2024 年报总结》 2025-04-01
- 2、《纺织服饰：周专题：Nike FY2025Q3 季报营收同比下降 7%，持续推动库存去化》 2025-03-23
- 3、《纺织服饰：周专题：服饰制造公司 2 月营收公布》 2025-03-16

美国进口服装中，13%来自中国；②2010 年美国进口服装中，高达 41% 来自中国；③2024 年美国进口服装中，仅 23% 来自中国，我们预计伴随着国际贸易关系变化+产业链向东南亚迁徙仍是大势所趋，估计未来该比例将进一步下降。取而代之的是，近年美国自东南亚地区进口服装的金额及比例均有明显提升，2024 年美国从越南、柬埔寨、印度、孟加拉进口的服装占比分别达 17%/5%/6%/8%。

总结来看，我们观点如下：1) 首先，出口交易多采用 FOB 模式，以美国从越南进口服装为例，进口关税由买方（品牌商）直接承担。而服装品牌往往加价倍率较高，我们判断向消费者传递成本相对容易。2) 其次，服装生产是劳动密集型、且利润率不高的行业，我们判断上游产业链回流至美国可能性不大，估计中期美国对于服装产品的进口需求依然存在。3) 部分东南亚国家与美国积极沟通中，具体政策落地情况仍需跟踪观察。对于制造商而言，产能与需求市场相匹配的公司所受影响相对较小。

【本周观点】

品牌服饰：优先关注基本面稳健、质地优秀的品牌公司，期待 2025 年业绩修复、估值提升。根据国家统计局数据显示 2025 年 1~2 月服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 3.3%，期待后续伴随着基数走低，行业零售同比增速有所改善。近期运动鞋服公司陆续发布 2024 年年报，四家港股运动鞋服公司合计营收同比增长 9% 至 1232 亿元，若剔除安踏体育因 Amer 上市和增发带来的一次性利得后，四家公司合计归母净利润同比增长 12% 至 173.3 亿元，展望 2025 年我们认为板块需求韧性仍在，行业稳健增长可期。

➢ 推荐业绩确定性较强的运动鞋服赛道龙头【安踏体育】，公司 2024 年营收/扣除一次性利得后的归母净利润同比增长 14%/17%，波动环境仍有稳健的经营表现，当前股价对应 2025 年 PE 为 16 倍；推荐基本面修复弹性较大的【滔搏】，对应 FY2025PE 为 14 倍；推荐业绩情况良好的【波司登】，对应 FY2025PE 为 12 倍；推荐新业务拓展顺利的【海澜之家】，对应 2025 年 PE 为 15 倍。关注比音勒芬、森马服饰。

服饰制造：关税事件影响行业短期订单及利润表现，我们建议持续关注相关政策变化及落地情况。长期来看震荡利好竞争格局优化，小微企业加速出清，龙头公司或享受份额提升。

➢ 全球服饰下游需求相对平稳，基于格局优化逻辑，中长期我们推荐关注估值性价比较高的【申洲国际】，对应 2025 年 PE 为 11 倍；关注新客户合作推进顺利、产能加速国际化布局的【华利集团】，对应 2025 年 PE 为 14 倍；关注收入增长稳健、综合竞争力不断提升的【伟星股份】，对应 2025 年 PE 为 18 倍。

黄金珠宝：中长期来看标的公司向内寻求产品与渠道力提升，以增强市场竞争力。2025 年 1~2 月金银珠宝累零售额同比增长 5.4%，受益于消费环境和婚庆需求改善，我们预计居民珠宝消费需求有望在 2024 年的基础上触底反弹。同时近期金价持续走高（上交所 AU9999 收盘价对比年初上涨 20%+），随着购买成本的上升我们判断消费者或加强对于产品设计以及品牌力的关注，具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望在 2025 年跑赢行业。

➢ 关注产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福、潮宏基、老凤祥、周大生】，当前股价对应 2025 年（或 FY2025）PE 为 16/19/12/12 倍。

【近期报告】

2024 年板块稳健增长，聚焦龙头公司长期投资价值——运动鞋服 2024 年报总结。2024 年四家港股运动鞋服公司合计营收同比增长 9% 至 1232 亿元，合计归母净利润同比增长 36.21% 至 210 亿元，若剔除安踏体育因

Amer 上市和增发带来的一次性利得后，四家公司合计归母净利润同比增长 12% 至 173.3 亿元，在波动的消费环境下，业绩仍实现了稳健的增长。从终端营运层面来看，我们判断截至 2024 年末安踏/Fila/特步/361 度库销比基本在 4-5 个月之间，库存健康，为 2025 年的健康增长奠定基础。

森马服饰：渠道优化推进顺利，2024 年收入健康增长。 1) 2024 全年公司收入为 146.3 亿元，同比+7%；归母净利润为 11.4 亿元，同比+1%；扣非归母净利润为 10.8 亿元，同比+6%。2) 盈利质量方面，2024 年毛利率同比-0.2pct 至 43.8%；销售/管理/财务费用率同比分别+1.5/-0.6/+0.3pct 至 25.6%/4.1%/-0.9%，销售费用率提升系新开门店及线上投流费用增加；全年计提资产减值损失 2.9 亿元(上一年同期为 4.8 亿元)；综合以上，净利率同比-0.4pct 至 7.8%；3) 2024 全年现金分红总额 9.4 亿元，股利支付率 83%，股息率 5%。

风险提示：消费力疲软及消费环境波动风险，门店扩张不及预期，电商业务建设不及预期，盈利质量不及预期，管理层团队优化不及预期，汇率波动风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
02020.HK	安踏体育	买入	3.65	5.56	4.80	5.53	21.6	14.2	16.4	14.2
06110.HK	滔搏	买入	0.30	0.36	0.22	0.24	10.3	8.6	14.2	12.8
03998.HK	波司登	买入	0.19	0.27	0.31	0.35	20.0	13.9	12.1	10.6
600398.SH	海澜之家	买入	0.61	0.46	0.56	0.62	13.3	17.7	14.5	13.1
02313.HK	申洲国际	买入	3.03	4.15	4.42	4.92	16.2	11.8	11.1	10.0
300979.SZ	华利集团	买入	2.74	3.29	3.75	4.33	19.5	16.2	14.2	12.4
002003.SZ	伟星股份	买入	0.48	0.60	0.65	0.73	24.9	19.9	18.3	16.3
002832.SZ	比音勒芬	买入	1.60	1.61	1.86	2.13	11.7	11.6	10.1	8.8
002563.SZ	森马服饰	买入	0.42	0.42	0.46	0.51	17.7	17.5	16.1	14.4
01929.HK	周大福	买入	0.54	0.65	0.62	0.68	18.0	15.0	15.8	14.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

1. 专题一: Lululemon FY2024 营收稳健增长, 中国业务增速优异.....	5
2. 专题二: 对于服饰制造板块, 关税波动影响如何?	7
3. 本周观点: 期待 2025 年消费环境改善, 推荐行业优质标的	10
附表: 纺织服装公司 2024 年报及 2025Q1 季报披露时间表	12
4. 本周行情: 品牌服饰板块跑赢大盘	13
5. 近期报告	14
5.1 2024 年板块稳健增长, 聚焦龙头公司长期投资价值——运动鞋服 2024 年报总结.....	14
5.2 森马服饰: 渠道优化推进顺利, 2024 年收入健康增长.....	15
6. 重点公司近期公告	16
7. 本周行业要闻	16
8. 本周原材料走势	17
风险提示	18

图表目录

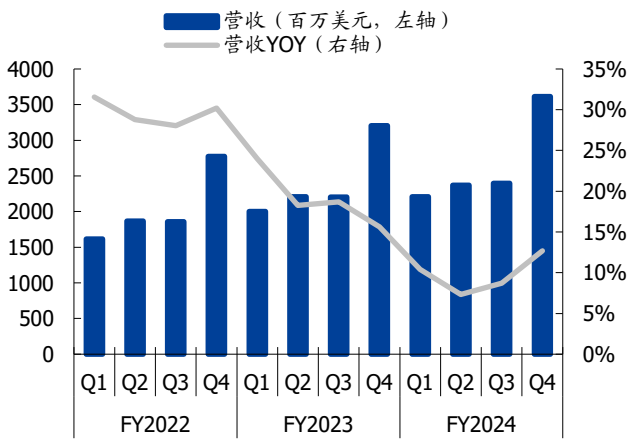
图表 1: FY2022~FY2024 公司营收及增速 (百万美元, %)	5
图表 2: FY2022~FY2024 公司经营利润及经营利润率 (百万美元, %)	5
图表 3: Lululemon FY2023~FY2024 分地区营收增速 (%)	6
图表 4: lululemon 邀请健身达人 Joan MacDonald 拍摄广告短片	6
图表 5: 1990~2023 年全球服装出口金额、美国服装进口金额及美国服装进口金额占全球服装出口金额比重 (亿美元, %)	7
图表 6: 2000/2010/2024 年美国从各国进口服饰类金额及占比 (亿美元, %)	8
图表 7: 重点公司估值表 (亿元, %, 倍)	11
图表 8: 纺织服装公司 2024 年报及 2025Q1 季报披露时间表	12
图表 9: A 股板块行情 (%)	13
图表 10: 纺服标的行情 (%)	13
图表 11: 中国棉花价格指数 328 走势 (元/吨)	17
图表 12: 中国棉花价格指数 237 走势 (元/吨)	17
图表 13: 内外棉价差 (元/吨)	17

1. 专题一：Lululemon FY2024 营收稳健增长，中国业务增速优异

Lululemon FY2024 营收稳健增长，利润率改善，整体表现超公司预期。近期 Lululemon 披露截至 2025 年 2 月 2 日的 FY2024 财年年报，根据公司披露，FY2024 公司营收同比增长 10% 至 106 亿美元（货币中性基础上同比增长 11%），单 Q4 增长 13%（货币中性基础上增长 14%），FY2024 美洲业务营收同比增长 4%，FY2024 国际业务营收同比增长 34%（货币中性基础上增长 36%），毛利率同比提升 0.9pcts 至 59.2%，OPM 同比提升 1.5pcts 至 23.7%。

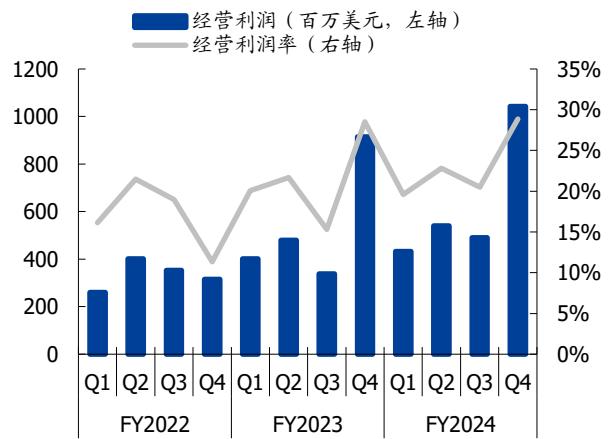
展望 FY2025: 公司预计 FY2025Q1 营收同比增长 6%~7%，全财年来看公司预计营收同比增长 5%~7%，随着公司持续的净开店（预计净开 40-45 家，其中 10-15 家位于美洲，剩余绝大多数位于中国）和门店优化（40 家左右），总销售面积同比增长 10%，分地区看公司预计美洲营收增长低到中单位数，中国营收增长 25%~30%，其他地区营收增长 20%。

图表1: FY2022~FY2024 公司营收及增速（百万美元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2: FY2022~FY2024 公司经营利润及经营利润率（百万美元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

分地区来看：

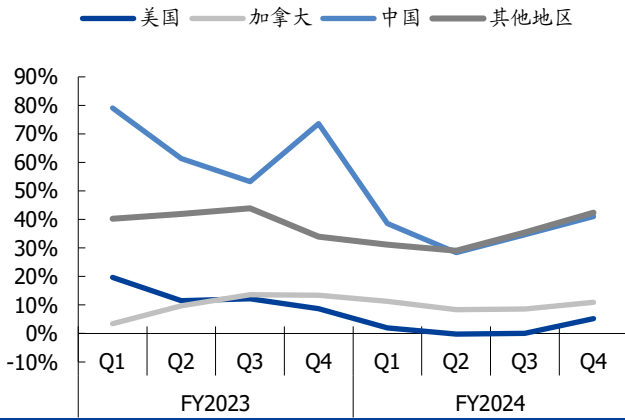
1) 美洲：FY2024 美国业务营收同比增长 2.2%，产品创新成效逐步显现。 FY2024 美国业务营收同比增长 2.2% 至 64.8 亿美元（单 Q4 增长 5.2%），加拿大业务营收同比增长 9.8% 至 14.1 亿美元（单 Q4 增长 10.9%），FY2024 由于产品缺乏新鲜感导致美国业务营收表现相对较弱，从 FY2024H2 开始公司加大同供应商的合作，推动新品渗透率提升，带动美国业务表现对比 FY2024H1 改善，FY2025Q1 以来公司推出全新女性运动系列 Glow Up、休闲系列 Daydrift、瑜伽系列 Be Calm、男性跑步短裤 Mile Maker 等新品并受到消费者青睐，然而根据公司披露，年初以来由于对通胀和经济环境的担忧，美国消费者支出正在减少，FY2025Q1 客流与有所放缓，综合考虑以上因素后，公司预计 FY2025 全年美国业务收入增长低到中单位数。

2) 中国市场：FY2024 中国营收同比增长 36%，延续高速增长势头。 FY2024 中国业务营收同比增长 35.9% 至 15.4 亿美元（单 Q4 增长 41%），根据公司披露中国地区业务的快速增长一方面系同店销售带动，FY2024 中国大陆同店销售同比增长 25%，期内客流增加带动同店销售增长，与此同时客单价有所下降。于此同时公司 FY2024 公司在中国大陆净开 24 家门店。我们判断当前中国市场收入规模的扩张已经成为推动公司国际业务增长的重要动力。当前中国市场女性运动成为热点话题，2024 年 Lululemon 在中国

本土化营销过程中基于女性需求，进行多元化营销，期内 Lululemon 签约贾玲担任品牌大使，同时邀请健身达人 Joan MacDonald 拍摄广告短片在中国市场核心城市进行投放，引流效果显著，2025 年公司预计中国营收增长 25%~30%。

图表3: Lululemon FY2023~FY2024 分地区营收增速 (%)

图表4: lululemon 邀请健身达人 Joan MacDonald 拍摄广告短片



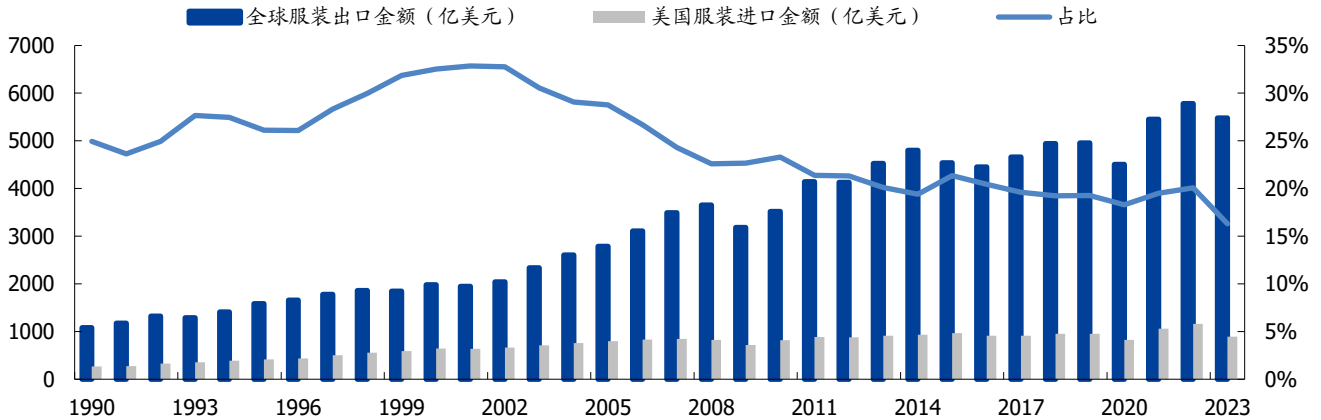
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 营销之美公众号, 国盛证券研究所

2. 专题二：对于服饰制造板块，关税波动影响如何？

美国是全球服装贸易市场上重要的进口方。2023年全球服装产品出口市场为5480.46亿美元，美国作为服装品类重要的进口方，进口金额为893.48亿美元，占全球服装贸易市场约16.3%。

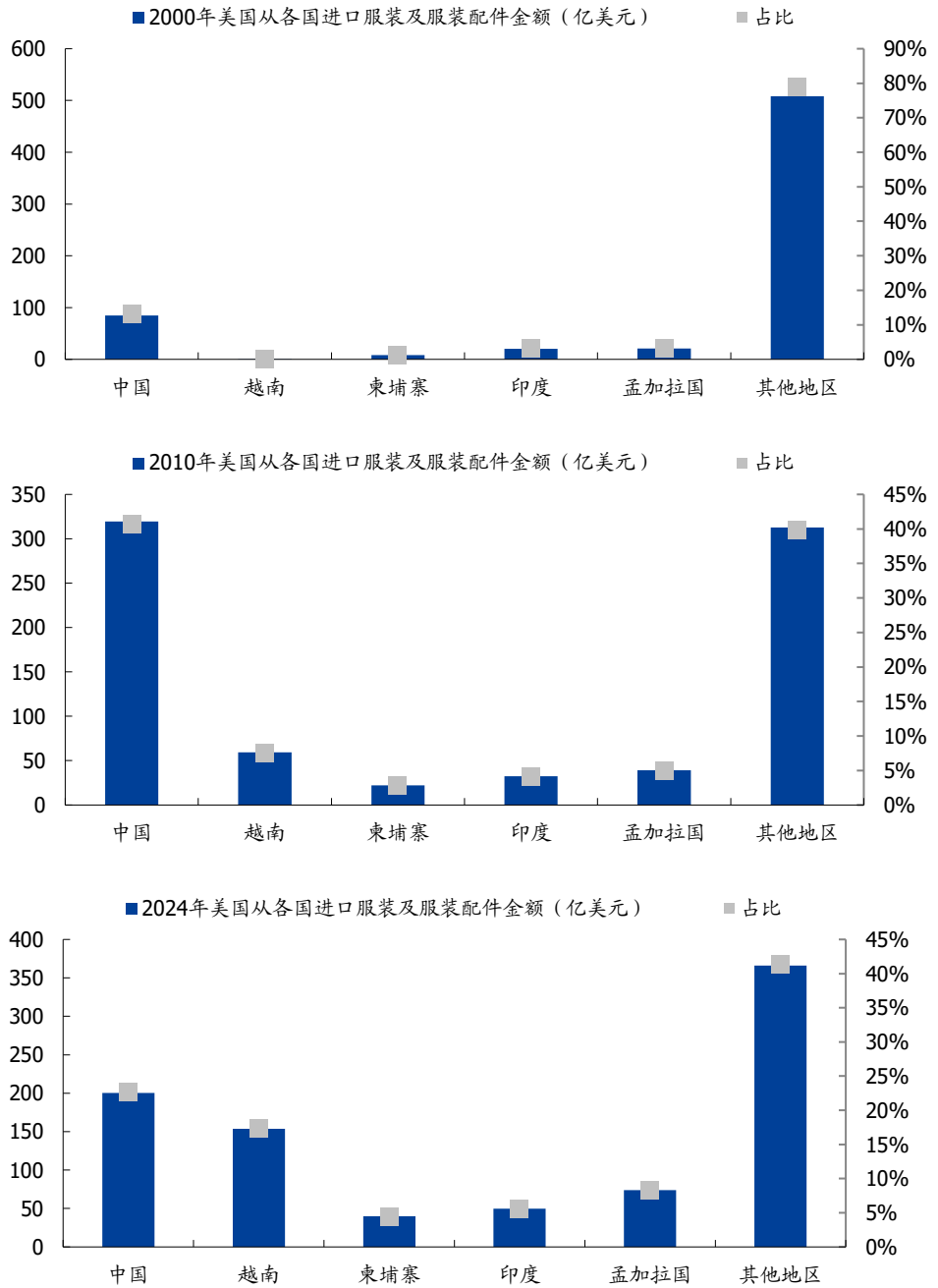
图表5：1990~2023年全球服装出口金额、美国服装进口金额及美国服装进口金额占全球服装出口金额比重（亿美元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

过去美国服装进口较依赖中国，但目前依赖度已经大大降低。我们判断过去百年内服装产业链经历了从欧美→日本、中国香港、中国台湾→中国大陆→东南亚的迁徙过程，从美国服饰产品进口地区分布来看：①2000年美国进口服装中，13%来自中国；②2010年美国进口服装中，高达41%来自中国；③2024年美国进口服装中，仅23%来自中国，我们预计伴随着国际贸易关系变化+产业链向东南亚迁徙仍是大势所趋，估计未来该比例将进一步下降。取而代之的是，近年美国自东南亚地区进口服装的金额及比例均有明显提升，2024年美国从越南、柬埔寨、印度、孟加拉进口的服装占比分别达17%/5%/6%/8%。

图表6: 2000/2010/2024年美国从各国进口服饰类金额及占比(亿美元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总结来看, 我们观点如下: 1) 首先, 出口交易多采用 FOB 模式, 以美国从越南进口服装为例, 进口关税由买方(品牌商)直接承担。而服装品牌往往加价倍率较高, 我们判断向消费者传递成本相对容易。2) 其次, 服装生产是劳动密集型、且利润率不高的行业, 我们判断上游产业链回流至美国可能性不大, 估计中期美国对于服装产品的进口需求依然存在。3) 部分东南亚国家与美国积极沟通中, 具体政策落地情况仍需跟踪观察。对于制造商而言, 产能与需求市场相匹配的公司所受影响相对较小。

投资建议: 关税事件影响行业短期订单及利润表现, 我们建议持续关注相关政策变化及落地情况。长期来看震荡利好竞争格局优化, 小微企业加速出清, 龙头公司或享受份额提升。中长期我们推荐关注估值性价比较高的【申洲国际】, 对应 2025 年 PE 为 11 倍;

关注新客户合作推进顺利、产能加速国际化布局的【华利集团】，对应 2025 年 PE 为 14 倍；关注收入增长稳健、综合竞争力不断提升的【伟星股份】，对应 2025 年 PE 为 18 倍。

3. 本周观点：期待 2025 年消费环境改善，推荐行业优质标的

品牌服饰：优先关注基本面稳健、质地优秀的品牌公司，期待 2025 年业绩修复、估值提升。根据国家统计局数据显示 2025 年 1~2 月服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长 3.3%，期待后续伴随着基数走低，行业零售同比增速有所改善。近期运动鞋服公司陆续发布 2024 年年报，四家港股运动鞋服公司合计营收同比增长 9% 至 1232 亿元，若剔除安踏体育因 Amer 上市和增发带来的一次性利得后，四家公司合计归母净利润同比增长 12% 至 173.3 亿元，展望 2025 年我们认为板块需求韧性仍在，行业稳健增长可期。

- 推荐业绩确定性较强的运动鞋服赛道龙头【安踏体育】，公司 2024 年营收/扣除一次性利得后的归母净利润同比增长 14%/17%，波动环境仍有稳健的经营表现，当前股价对应 2025 年 PE 为 16 倍；推荐基本面修复弹性较大的【滔搏】，对应 FY2025PE 为 14 倍；推荐业绩情况良好的【波司登】，对应 FY2025PE 为 12 倍；推荐新业务拓展顺利的【海澜之家】，对应 2025 年 PE 为 15 倍。关注比音勒芬、森马服饰。

服饰制造：关税事件影响行业短期订单及利润表现，我们建议持续关注相关政策变化及落地情况。长期来看震荡利好竞争格局优化，小微企业加速出清，龙头公司或享受份额提升。

- 全球服饰下游需求相对平稳，基于格局优化逻辑，中长期我们推荐关注估值性价比较高的【申洲国际】，对应 2025 年 PE 为 11 倍；关注新客户合作推进顺利、产能加速国际化布局的【华利集团】，对应 2025 年 PE 为 14 倍；关注收入增长稳健、综合竞争力不断提升的【伟星股份】，对应 2025 年 PE 为 18 倍。

黄金珠宝：中长期来看标的公司向内寻求产品与渠道力提升，以增强市场竞争力。2025 年 1~2 月金银珠宝累零售额同比增长 5.4%，受益于消费环境和婚庆需求改善，我们预计居民珠宝消费需求有望在 2024 年的基础上触底反弹。同时近期金价持续走高（上交所 AU9999 收盘价对比年初上涨 20%+），随着购买成本的上升我们判断消费者或加强对于产品设计以及品牌力的关注，具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望在 2025 年跑赢行业。

- 关注产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福、潮宏基、老凤祥、周大生】，当前股价对应 2025 年（或 FY2025）PE 为 16/19/12/12 倍。

图表7: 重点公司估值表 (亿元, %, 倍)

	公司	评级	市值 (亿元)	2023 年股利 支付率	归母净利润 (亿元)			PE		
					23A	24E	25E	23A	24E	25E
运动 鞋服	安踏体育	买入	2394.6	50%	102.4	156.0	134.8	21.6	14.2	16.4
	李宁	买入	401.7	45%	31.87	30.1	24.9	11.6	12.3	14.9
	特步国际	买入	141.8	51%	10.3	12.4	13.7	12.7	10.6	9.6
	361 度	买入	92.6	40%	9.6	11.5	13.1	8.9	7.4	6.5
	滔搏	买入	205.3	110%	18.4	22.1	13.4	10.3	8.6	14.2
休闲 服饰	波司登	买入	462.6	84%	21.4	30.7	35.2	20.0	13.9	12.1
	赢家时尚	买入	52.1	54%	8.4	4.7	5.9	5.7	10.3	8.1
	比音勒芬	买入	106.8	63%	9.1	9.2	10.6	11.7	11.6	10.1
	地素时尚	买入	59.4	77%	4.9	3.5	4.0	12.0	16.9	15.0
	歌力思	增持	25.9	83%	1.1	0.5	1.9	24.5	53.9	13.3
	报喜鸟	买入	60.9	52%	7.0	5.5	6.4	8.7	11.1	9.6
	海澜之家	买入	391.4	91%	29.5	22.1	27.0	13.3	17.7	14.5
	太平鸟	买入	76.4	67%	4.2	2.6	3.6	18.1	29.6	21.3
	森马服饰	买入	198.8	72%	11.2	11.4	12.3	17.7	17.5	16.1
纺织 制造	稳健医疗	买入	253.6	50%	5.8	7.5	10.6	43.7	33.9	23.9
	申洲国际	买入	798.2	61%	45.6	62.4	66.5	16.2	11.8	11.1
	华利集团	买入	624.1	44%	32.0	38.4	43.8	19.5	16.2	14.2
	健盛集团	买入	32.6	34%	2.7	3.2	3.7	12.1	10.0	8.8
	浙江自然	买入	39.0	10%	1.3	1.8	2.1	29.8	21.7	18.8
	牧高笛	增持	25.9	75%	1.1	0.9	1.0	24.2	28.7	25.9
	伟星股份	买入	139.2	94%	5.6	7.0	7.6	24.9	19.9	18.3
	新澳股份	买入	47.6	54%	4.0	4.3	4.8	11.8	11.1	10.0
黄金 珠宝	老凤祥	买入	269.5	46%	22.1	19.5	22.7	12.2	13.8	11.9
	周大生	增持	146.6	54%	13.2	10.7	12.3	11.1	13.8	12.0
	周大福	买入	971.8	227%	53.8	65.0	61.5	18.0	15.0	15.8
家纺	潮宏基	增持	78.3	67%	3.3	3.5	4.2	23.5	22.1	18.8
	罗莱生活	买入	69.7	58%	5.7	3.9	4.8	12.2	17.7	14.6
	富安娜	买入	71.3	95%	5.7	5.4	5.7	12.5	13.3	12.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: A 股收盘价截至 2025 年 4 月 4 日, H 股收盘价截至 2025 年 4 月 4 日。

注: 安踏体育、李宁、特步国际、361 度、申洲国际、滔搏、波司登、周大福、赢家时尚市值单位为亿港元, 波司登、滔搏、周大福 23A 为 22/23 财年。周大福归母净利润单位为亿港元, 汇率为 1 港元=0.92 人民币元

附表：纺织服装公司 2024 年报及 2025Q1 季报披露时间表

图表8：纺织服装公司 2024 年报及 2025Q1 季报披露时间表

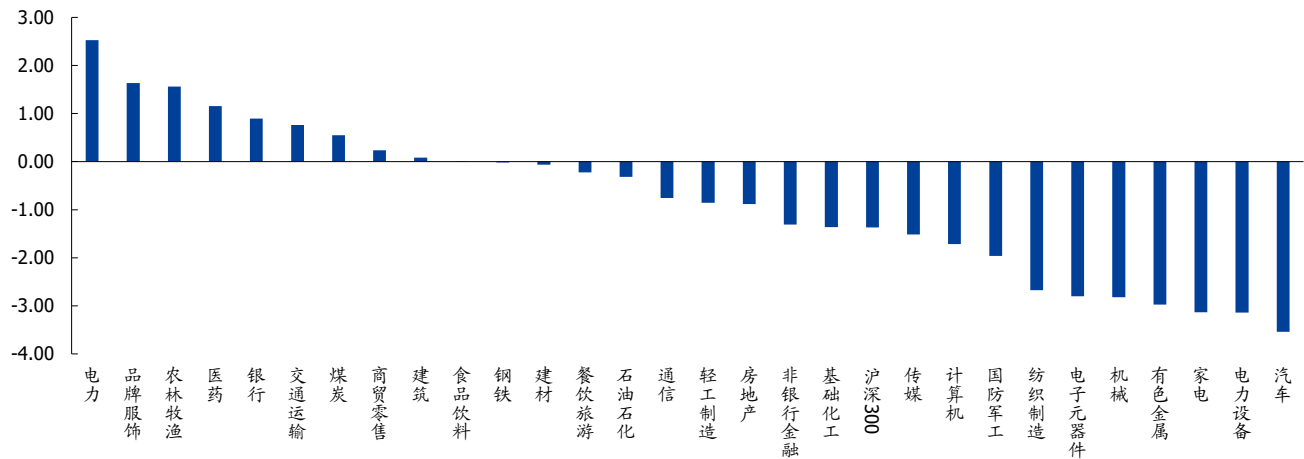
【国盛服饰】2024年报及2025Q1季报披露时间表						
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
4月7日 富春染织 孚日股份	4月8日	4月9日 鲁泰A 华升股份	4月10日 华利集团 台华新材 太平鸟	4月11日	4月12日	4月13日
4月14日 中胤时尚 聚杰微纤	4月15日 华斯股份 百隆东方 ST奥康	4月16日	4月17日 新澳股份	4月18日 报喜鸟 际华集团	4月19日	4月20日
4月21日 云中马 盛泰集团 深中华A 江南高纤 华纺股份 恒辉安防 萃华珠宝 孚日股份 凤竹纺织 物产金轮	4月22日 莱绅通灵 金发拉比 太湖雪	4月23日 雅戈尔 万里马 洪兴股份 中胤时尚 恒辉安防 航民股份 众望布艺	4月24日 比音勒芬 ST步森 云中马 万事利 南山智尚 聚杰微纤 飞亚达B 飞亚达 罗莱生活 联发股份 九牧王 华生科技 安奈儿 爱慕股份	4月25日 泰慕士 康隆达 宏达高科 红豆股份 如意集团 新澳股份 七匹狼 嘉欣丝绸 富安娜 真爱美家 夜光明 扬州金泉 浔兴股份 兴业科技 欣贺股份 三夫户外 明牌珠宝 曼卡龙 开润股份 金春股份 华孚时尚 哈森股份 迪阿股份 棒杰股份	4月26日	4月27日 ST摩登 万里马 乔治白 金发拉比 ST步森 梦洁股份 嘉曼服饰
4月28日		4月29日				
伟星股份 华利集团 健盛集团 泰慕士 台华新材 盛泰集团 深中华A 森马服饰 瑞贝卡 日播时尚 际华集团 华斯股份 华升股份	周大生 牧高笛 老凤祥 歌力思 地素时尚 潮宏基 探路者 水星家纺 戎美股份 美邦服饰 龙头股份 浪莎股份 酷特智能 红蜻蜓 莱百股份 ST雪发	比音勒芬 报喜鸟 雅戈尔 欣龙控股 如意集团 红豆股份 鲁泰A 莱绅通灵 康隆达 锦泓集团 江南高纤 嘉麟杰 汇洁股份 华茂股份 华纺股份 洪兴股份 宏达高科	富春染织 萃华珠宝 嘉麟杰 百隆东方 *ST金一 ST摩登 ST奥康 *ST金一 海澜之家 中国黄金 迎丰股份 新华锦 美尔雅 安正时尚 ST起步			

资料来源：Wind，国盛证券研究所，黑色为年报披露日期，蓝色为一季报披露日期，红色为年报一季报披露日期，下划线加粗公司为国盛纺服团队重点覆盖公司，该日期为实际披露日期

4. 本周行情：品牌服饰板块跑赢大盘

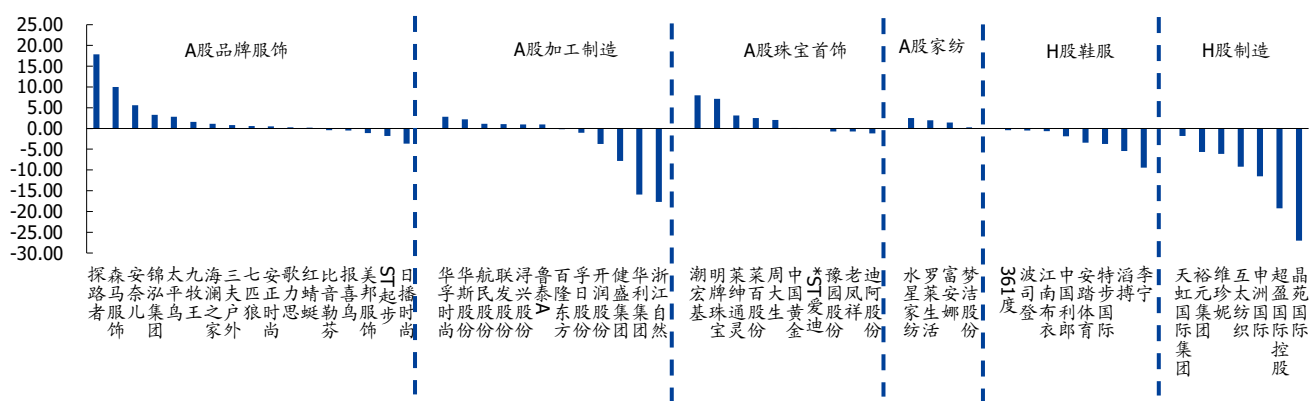
板块跟踪：沪深 300 指数-1.37%，纺织制造板块-2.67%，品牌服饰板块+1.63%。按标的来看，A 股周涨跌幅前三分别为探路者 (+17.87%)、森马服饰 (+9.99%)、潮宏基 (+7.97%)，A 股周涨跌幅后三分别为浙江自然 (-17.69%)、华利集团 (-15.91%)、健盛集团 (-7.78%)，H 股周涨跌幅前三分别为 361 度 (-0.44%)、波司登 (-0.5%)、江南布衣 (-0.61%)，H 股周涨跌幅后三分别为晶苑国际 (-27.02%)、超盈国际控股 (-19.22%)、申洲国际 (-11.5%)。

图表9: A 股板块行情 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: A 股涨跌幅区间为 2025 年 03 月 31 日至 2025 年 04 月 03 日, 图表单位均为 %。

图表10: 纺服标的行情 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: A 股涨跌幅区间为 2025 年 03 月 31 日至 2025 年 04 月 03 日, H 股涨跌幅区间为 2025 年 03 月 31 日至 2025 年 04 月 03 日, 图表单位均为 %。

5. 近期报告

5.12024 年板块稳健增长，聚焦龙头公司长期投资价值——运动鞋服 2024 年报总结

2024 年回顾，终端流水稳健增长，库存健康。2024 年四家港股运动鞋服公司合计营收同比增长 9%至 1232 亿元，合计归母净利润同比增长 36.21%至 210 亿元，若剔除安踏体育因 Amer 上市和增发带来的一次性利得后，四家公司合计归母净利润同比增长 12%至 173.3 亿元，在波动的消费环境下，业绩仍实现了稳健的增长。从终端营运层面来看，我们判断截至 2024 年末安踏/Fila/特步/361 度库销比基本在 4-5 个月之间，库存健康，为 2025 年的健康增长奠定基础。

从股价层面来看：2024 年运动鞋服板块股价走势处于震荡区间，2025 年以来随着港股市场情绪改善以及国内消费环境企稳，运动鞋服板块内公司股价上涨，目前板块整体估值水平处于过去 2-3 年中枢位置，安踏体育/李宁/特步国际/361 度对应 2025 年 PE 分别为 17x/16x/10x/7x，后续随着国家政策的持续刺激以及居民消费信心回升，板块估值仍有上升空间。

展望 2025 年，板块需求韧性仍在，行业稳健增长可期。2024 年运动鞋服赛道的整体表现优于休闲服饰，2025 年我们认为该趋势或仍将持续，核心逻辑在于 1) 当前居民消费信心仍处于逐步复苏阶段；2) 随着运动群体增加，消费者对功能性服饰的偏好或仍将延续。综合考虑基数因素以及消费复苏节奏，我们预计 2025 年各季度之间或将呈现前低后高的趋势，当前我们预计安踏/Fila/李宁/特步品牌 Q1 流水或有位数增长，361 度流水增速相对较快，小众垂类品牌依然保持高速增长，后续倘若整体消费持续向好，行业整体增速有望对比 Q1 提升。

长期趋势分析：细分品类驱动行业增长，板块公司注重内功优化。近期以跑步、户外代表的细分品类呈现出优异增长表现，2024 年李宁跑步品类流水增长 25%，索康尼 2024 年流水同比增长 60%+，专注于户外的迪桑特以及 Kolon Sports2024 年流水增长 40%~45%，中长期来看我们判断在细分品类运动的带领下，国内运动鞋服板块仍有望实现较为稳健的增长表现。

行业增长过程中，各公司核心竞争抓手来自于产品力提升/渠道端运营改善/营销推广抢占消费者心智：1) 产品端：以跑步产品为核心，依托核心科技平台推动产品更新迭代，李宁 2024 年推出中底科技“超䨻”，特步推出 160X 6.0 Pro 提升品牌影响力；同时各公司重视高性价比产品打造，安踏 2024 年推出高性价比跑鞋 PG7，上市三个月销量突破 100 万双，李宁重点打造低价位的生活类休闲鞋 Soft 系列，丰富消费者选择；2) 渠道端：在门店数量稳定的基础上（截止 2024 年末安踏/Fila/李宁/特步/361 度门店数量为 9919/2060/7585/7966/9663 家），品牌公司推动门店结构优化调整+单店运营效率提升，安踏旗下超级安踏、安踏冠军店店效表现优异，361 度持续推动门店面积提升，同时着手打造超品店；3) 营销端：公司立足自身核心运动品类进行营销资源投放，同时重视对品牌层面的营销，361 度连续多届赞助亚运会，李宁 2025 年签约赞助奥委会此举有望提升品牌影响力。

投资建议：当前我们优先推荐业绩确定性较强的运动鞋服赛道龙头【安踏体育】，公司 2024 年营收/扣除一次性利得后的归母净利润同比增长 14%/17%，波动环境仍有稳健的经营表现，当前股价对应 2025 年 PE 为 16x。关注【李宁/特步国际】，当前股价对应 2025 年 PE 为 15x/10x。

风险提示：消费力疲软及消费环境波动风险，门店扩张不及预期，电商业务建设不及预期，管理层团队优化不及预期。

5.2 森马服饰：渠道优化推进顺利，2024年收入健康增长

2024年公司收入同比+7%/归母净利润同比+1%。1) 2024全年公司收入为146.3亿元，同比+7%；归母净利润为11.4亿元，同比+1%；扣非归母净利润为10.8亿元，同比+6%。2) 盈利质量方面，2024年毛利率同比-0.2pct至43.8%；销售/管理/财务费用率同比分别+1.5/-0.6/+0.3pct至25.6%/4.1%/-0.9%，销售费用率提升系新开门店及线上投流费用增加；全年计提资产减值损失2.9亿元（上一年同期为4.8亿元）；综合以上，净利率同比-0.4pct至7.8%；2) 2024全年现金分红总额9.4亿元，股利支付率83%，股息率5%。

2024Q4公司收入同比+10%/归母净利润同比+32%。2024Q4公司收入为52.3亿元，同比+10%；归母净利润为3.8亿元；同比+32%，扣非归母净利润为3.5亿元，同比+42%。盈利质量方面，2024Q4公司毛利率同比-1.7pct至42.1%；销售/管理/财务费用率同比分别+2.9/-1.3/+1pct至26.9%/2.6%/-0.2%；2024Q4公司计提资产减值损失0.73亿元（上一年同期为2.84亿元）；综合以上，净利率同比+1.2pct至7.3%。

童装业务健康增长，成人服饰业务表现稳健。公司强化产品功能性及面料研发，围绕消费者深化产品改革，同时推进供应链运营弹性，以实现促进销售、控本降费、效率提升，我们判断将继续在童装和成人装业务上有所体现。分业务来看：1) 儿童服饰：2024年业务收入同比+10.0%至102.7亿元，毛利率同比+0.5pct至47.3%，门店数量净增280家（新开959家，关闭679家）至5514家，总面积增加4%；2) 休闲服饰：2024年业务收入同比+0.4%至41.9亿元，毛利率同比-2.5pct至35.5%，门店数量净增108家（新开533家，关闭425家）至2811家，总面积增加6%。公司梳理森马品牌定位，强化店铺形象一致性，提升产品品质感，并在陈列上优化品类呈现，截至2024年底“新森马”形象店数量超过500家。

电商毛利率持续提升，线下渠道优化顺利，全年店数净增接近400家。分渠道来看：1) 线上：公司打通全域一体化，完善全渠道建设，电商2024年收入同比+7.1%至66.7亿元，得益于产品结构优化、折扣管理有效，电商毛利率同比+2.4pct至45.4%；2) 线下：我们判断开店表现超出预期，2024全年新开门店超过1400家/净增接近400家，渠道结构优化顺利。具体分销售模式来看，2024年直营/加盟收入同比+12.6%/+5.1%至15.5/60.7亿元，毛利率同比分别-1.5/-3.0pct至66.1%/36.2%（我们根据业务情况判断加盟毛利率下降主要系货品结构影响），门店分别新开417/1045家，同时分别关闭118/949家，即直营/加盟门店数量分别较年初净增299家/净增96家至980/7260家。我们判断2025年公司将继续新开优质店铺，中长期效率提升有望持续带动门店质量优化。

期末存货同比增加，现金流管理基本正常。1) 库存同比有所增加：2024年期末存货同比+27%至34.8亿元，我们判断主要系2024年冬季货品增加所致；全年存货周转天数-18.8天至136.4天，整体表现可控。2) 现金流管理正常：2024全年经营性现金流量净额12.6亿元（约为同期归母净利润的1.1倍）。

2025年收入及业绩预计稳健成长。根据行业趋势我们判断2025Q1公司流水端同比稳健增长中个位数。综合考虑全年业务渠道规划及后续季度业绩基数，我们估计2024年公司收入及业绩同比有望健康增长高单位数。

投资建议。公司是大众服饰及童装龙头，我们预计2025~2027年归母净利润为12.34/13.76/15.21亿元，对应2025年PE为16x，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；森马品牌业务改革不及预期；渠道扩张不及预期；海外业务拓展不及预期。

6.重点公司近期公告

老铺黄金：2024 年年度报告。公司发布业绩公告：2024 全年收入为 85.1 亿元，同比增长 167.5%，毛利额为 35 亿元，同比增长 162.9%，归母净利润为 14.7 亿元，同比增长 253.9%，根据公司披露业绩规模扩张主要来源于：1) 品牌影响力持续提升带动存量店铺营收大幅增长，2024 年公司同店收入增长率超过 120.9%；2) 产品持续优化更新迭代，截至 2024 年末公司创作出近 2,000 项原创设计，拥有境内专利 249 项，作品著作权 1,314 项，以及境外专利 228 项；3) 门店数量增加产生增量营收，截止 2024 年末公司拥有 36 家自营门店，同比新增门店 7 家，优化及扩容门店 4 家。

7.本周行业要闻

Off-White 彻底退出中国市场。近日，Off-White 官方线上旗舰店近日发布终止运营公告，而其中国内地线下门店已于 2023 年全部关闭，宣告这个曾经引领潮流的品牌彻底谢幕。Off-White 由已故设计师 Virgil Abloh 创立，并凭借标志性的街头风格和奢侈品元素迅速走红，成为全球潮流文化的代表品牌之一。2021 年，Virgil Abloh 因病去世，同年 7 月 LVMH 收购了品牌 80% 的股份，试图延续其市场影响力。然而，在过去三年中，Off-White 的热度逐渐下降，市场表现日趋疲软，最终走向衰落。

(数据来源：体育大生意)

越野跑顶尖运动员赵家驹签约凯乐石。4 月 1 日消息，越野跑顶尖运动员赵家驹签约户外运动品牌凯乐石，赵家驹堪称“越野圈劳模”，2024 年参加过 17 场越野赛事，在当时签约的 HOKA 运动员中名列前茅。在近日的 2025 熊猫蜀道山超级越野赛中，赵家驹 21:26:41 夺得 160K 冠军，他身上穿的便是凯乐石。目前凯乐石旗下已经聚集了很多顶尖越野跑运动员，管油胜、石二清等都被其签约麾下。

(数据来源：体育大生意)

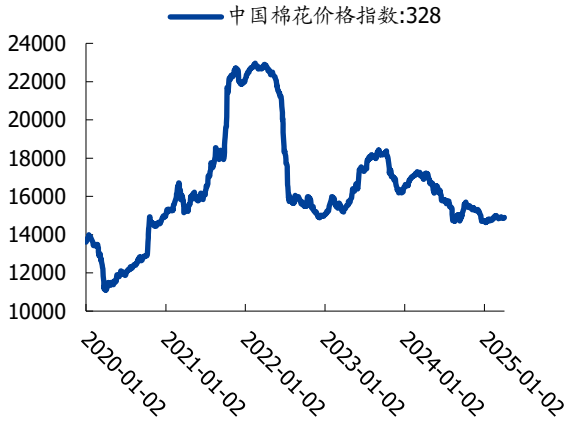
FILA KIDS 与玄奘之路国际青少年戈壁挑战赛组委会达成战略合作共启新篇章。4 月 2 日，高端时尚运动品牌 FILA KIDS 与玄奘之路国际青少年戈壁挑战赛组委会在行知探索集团总部北京清泉奥森中心举行战略合作发布会，正式宣布双方将携手打造以“自然探索·勇气成长”为核心的青少年户外赛事，玄奘之路品牌创始人曲向东、FILA KIDS 总经理游慧敏、清华附中国际部校长朱莹、北京市新英才学校副校长胡金龙、联合国可持续发展目标“全球愿景者种子计划”项目中心主任王烨，行知探索文化发展集团高级合伙人、副总裁，悦游体育高级副总裁李佳、青戈赛组委会秘书长李彦玺、清华附中国际部学生代表及 16 家知名媒体等莅临现场共同参与并见证。此次合作旨在通过专业赛事与科技装备的结合，激发青少年运动潜能，传递可持续发展理念，共同见证新一代的蜕变与成长。

(数据来源：体育大生意)

8.本周原材料走势

截至 2025/04/01 末国棉 237 价格同比-25%至 22550 元/吨, 截至 2025/04/03 末长绒棉 328 价格同比-13%至 14902 元/吨。截至 2025/04/03 末内棉价格高于人民币计价的外棉价格 1002 元/吨。

图表11: 中国棉花价格指数 328 走势 (元/吨)



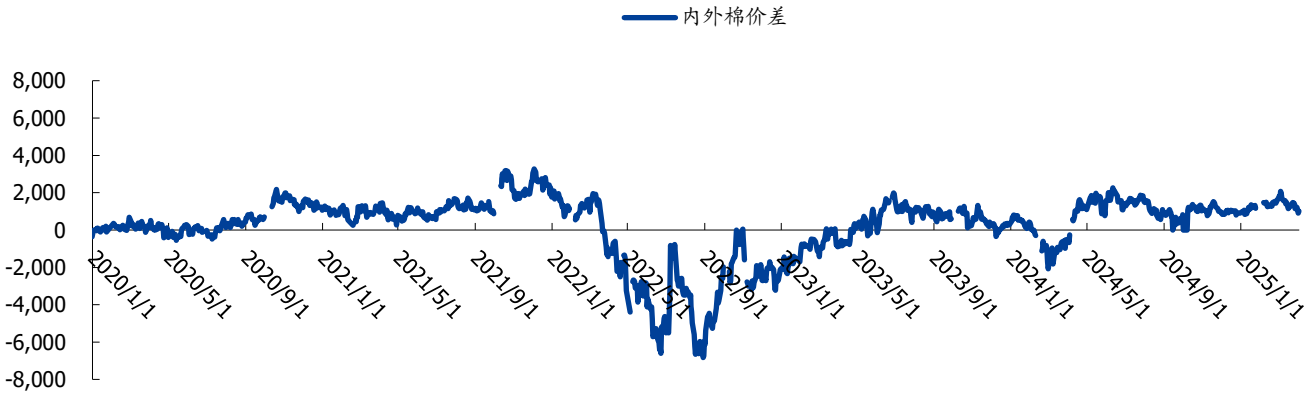
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 中国棉花价格指数 237 走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 内外棉价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

消费力疲软及消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对各公司终端流水造成影响。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

电商业务建设不及预期。目前电商业务在各个品牌公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩表现造成影响。

盈利质量不及预期。2022 年服饰品牌商盈利质量表现较弱，2023 年以来在降本控费、经营杠杆作用下盈利质量有所修复，后续 2024 年的盈利质量修复情况将持续直接影响业绩表现。

管理层团队优化不及预期。为了推进公司各项业务的发展，部分公司对持续对管理团队进行优化调整，该事项或将对利润造成负面影响。

汇率波动风险。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对于公司财务造成影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com