

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织制造

纺织制造专题报告

同步大市-A(首次)

关税风险基本落地，纺织制造龙头有望迎来重估

2025 年 10 月 27 日

行业研究/行业专题报告

纺织制造板块近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

首选股票

评级

02313.HK	申洲国际	买入-A
00551.HK	裕元集团	买入-A
300979.SZ	华利集团	买入-A

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **纺织制造：全球纺织品和服装出口额约 9 千亿美元，2020-2024 年年均复合增速为 3.2%。**1989-2000 年期间，全球纺织品和服装出口金额年均复合增速为 5.6%；2000-2014 年，全球纺织品和服装出口金额增长加快，期间年均复合增速为 5.9%；2014-2020 年，受到纺织服装行业库存去化、疫情事件影响，全球纺织品和服装出口金额年均复合增速放缓至-0.3%。2021 年开始，纺织品和服装出口金额重回增长通道，2024 年，全球纺织品和服装出口金额达到 8827 亿美元。

➤ **制衣 VS 制鞋：制衣行业向上游整合趋势明显，制鞋行业的竞争格局更为集中。**服装制造产业链包含纤维、纺纱、织布、染整、成衣、零售等六大领域，中游成衣制造环节中，部分中大型公司向上延伸至织布和染整环节，逐步从劳动力密集的单一制衣环节拓展为具备完整上游、中游纺织生产体系。相较制衣行业，鞋履生产工艺流程繁琐，企业向上游环节整合有限，但中游制造环节竞争格局更为集中。2025 财年，Nike 品牌拥有鞋履供应商 15 家，而服装供应商为 67 家。2023 年，Adidas 拥有鞋履供应商 24 家，服装供应商达 55 家。

➤ **运动服饰制造行业：行业集中度偏低，纵向一体化布局为行业趋势。**目前，申洲国际为全球最大的运动针织服饰制造商，2024 年，具备服装产能 5.5 亿件，实现营收 287 亿元，实现净利润 62 亿元。（一）产品端，各服饰制造企业产品主要包括运动服饰、休闲服饰、无缝服饰、睡衣等，晶苑国际品类相对多元。（二）客户端，客户集中度普遍较高，第一大客户收入占比约 30%，兼具面料和成衣对外销售的制造企业，第一大客户收入占比约 15%。（三）产能端，中国内地产能占比普遍偏低，越南、柬埔寨、印尼为服饰制造企业主要布局地，而孟加拉、斯里兰卡、菲律宾，产能占比较低或没有布局。（四）销售端，美洲为各公司的主要销售区域，聚阳实业出口美国市场占比为 70%，其次为儒鸿、晶苑国际，对美敞口约 50%、38%，申洲国际、盛泰集团、上海嘉乐的对美敞口较低。

➤ **运动鞋履制造行业：行业集中度高，运动休闲鞋领域诞生行业龙头。**目前，裕元集团为全球运动鞋履制造商龙头，2024 年，鞋履出货量达 2.55 亿双，制造业务实现营收 56.21 亿美元，实现净利润 3.50 亿美元。（一）产品



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

端，龙头企业多以运动、休闲鞋品类为主，志强、钰齐国际分别聚焦足球鞋、户外鞋制造，九兴控股在运动鞋基础上，同时布局时尚、奢华鞋。（二）客户端，丰泰企业对单一客户依赖度较高，来自耐克的收入占比超过 85%。其次，志强与来亿兴业第一大客户收入占比分别为 56%、59%。华利集团、裕元集团、九兴控股第一大客户收入占比在 3 成以上。钰齐国际客户集中度相对较低。（三）产能端，鞋履制造企业均在越南设厂，且越南多为各鞋履制造企业产能占比最大地。其次，印尼为鞋履制造企业近年海外布局热门地，中国内地产能占比相对有限。（四）销售端，来亿兴业、九兴控股对美敞口较高，约 50%；志强、钰齐国际集团，对美敞口约 40%。裕元集团销售区域较为分散，美国占比不足 3 成。

➤ **关税影响：净利润受损幅度取决于制造企业对美敞口及盈利能力。** 供应商报价模式为 FOB，我们假设供应商通过承担一部分关税让利品牌，假设关税为 20%，制造商承担 5%，以 2024 年数据测算，预计影响申洲国际、晶苑国际、聚阳实业、儒鸿、上海嘉乐销售毛利率 0.8%、1.9%、3.5%、2.5%、0.3%，影响净利润幅度为 4%、24%、30%、14%、7%。预计影响各鞋履制造企业销售毛利率 1%-2%，影响华利集团以外的企业净利润幅度为 20% 左右，影响华利集团净利润幅度为 10%+。盈利能力更强的公司更有可能通过报价让利获取更多订单。

➤ **投资建议：**考虑各纺织制造企业对美敞口、产业链布局情况、当前盈利水平，（一）推荐申洲国际，公司对美敞口处于制衣企业中较低水平，海外面料产能占比超过 50%，能够覆盖海外成衣工厂需求，2024 年公司毛利率已修复至 28.1%。（二）推荐裕元集团，公司对美敞口处于制鞋行业较低水平，掌握上游原材料环节，盈利能力伴随产能持续爬坡，有望修复，公司估值相对行业平均水平偏低。（三）推荐华利集团，公司对美敞口基本处于制鞋行业平均水平，越南本地原材料采购比例超过 50%，2025 年以来，盈利能力受到新工厂爬坡影响，有所下滑。从下游客户看，公司拓展全球第二大运动品牌公司 Adidas，长期合作保证订单体量及增长潜力，新拓展的客户如昂跑、亚瑟士销售展望乐观。建议关注开润股份、伟星股份、百隆东方。

风险提示：关税政策不确定性风险；下游品牌客户销售不及预期的风险；产能扩张不及预期的风险；产能爬坡进度不及预期的风险。

目录

1. 纺织制造：全球纺织品和服装出口额约 9 千亿美元，制鞋较制衣竞争格局集中.....	6
1.1 全球纺织品和服装出口额约 9 千亿美元，欧美日为前三大进口地.....	6
1.2 制衣产业链：垂直整合为行业趋势，产品开发能力促进制造商与品牌深度绑定.....	9
1.3 制鞋产业链：产业链各环节分工明确，成品鞋制造环节诞生行业龙头.....	10
2. 运动服饰制造行业：行业集中度偏低，纵向一体化布局为行业趋势.....	12
2.1 产品比较：制造品类有所差异，晶苑国际品类多元化.....	12
2.2 客户比较：客户集中度普遍偏高，迅销为多家服饰制造企业主要客户.....	14
2.3 产能比较：均已完成产能出海，海外产能仍在扩充.....	15
2.4 销售区域比较：对美敞口分化，申洲国际销售区域均衡.....	15
2.5 财务比较：近年来盈利能力提升，龙头制造商毛利率可达 30%，.....	17
3. 运动鞋履制造行业：行业集中度高，运动休闲鞋领域诞生行业龙头.....	18
3.1 产品比较：运动休闲鞋领域诞生行业龙头，九兴控股品类多元化.....	19
3.2 客户比较：第一大客户收入占比高，客户集中度高于制衣行业.....	21
3.3 产能比较：越南为多数鞋履制造企业第一大产能，中国内地保有少数产能.....	22
3.4 销售区域比较：对美敞口集中在 4-5 成，裕元集团销售区域相对分散.....	23
3.5 财务比较：营收规模高于制衣行业，但盈利能力水平低于制衣行业.....	23
4. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 我国纺织品出口额及占全球比重.....	7
图 2： 我国服装出口及占全球比重.....	7
图 3： 2023 年各国服装出口占比情况.....	8

图 4： 2023 年各国纺织品出口占比情况.....	8
图 5： 2023 年各地纺织品进口占全球比重.....	8
图 6： 2023 年各地服装进口占全球比重.....	8
图 7： 2024 年美国成衣主要进口国.....	9
图 8： 2024 年日本成衣主要进口国.....	9
图 9： 纺织制造——制衣产业链环节.....	9
图 10： 纺织制造——制鞋行业产业链环节.....	10
图 11： Nike 服装及鞋履供应商、工厂数量.....	11
图 12： Adidas 独立供应商数量.....	11
图 13： Nike 鞋/服采购地占比.....	11
图 14： Adidas 鞋/服采购地占比.....	11
图 15： 各国输美产品对等关税情况（2025.7.31 日版本）	17
图 16： 各制衣企业营收规模（单位：亿元）	17
图 17： 各制衣企业销售量、销售均价拆分.....	17
图 18： 各制衣企业销售毛利率.....	18
图 19： 各制衣企业销售净利率.....	18
图 20： 志强合作客户.....	22
图 21： 九兴控股合作客户.....	22
图 22： 各制鞋企业营收规模（单位：亿元）	24
图 23： 各制鞋企业销售量、销售均价拆分.....	24
图 24： 各制鞋企业销售毛利率.....	24
图 25： 各制鞋企业销售净利率.....	24

表 1： 全球纺织品和服装出口贸易统计（单位：亿美元）	6
表 2： 历年纺织品和服装出口金额前十国家（括号内数据为该国出口占全球比重）	7
表 3： 各制衣企业基本背景.....	12
表 4： 各制衣企业产品结构情况（2024 年）	13
表 5： 各制衣企业客户结构（2024 年）	14
表 6： 各制衣企业产能布局（2024 年）	15
表 7： 各制衣企业销售区域占比（2024 年）	16
表 8： 各制鞋企业基本背景.....	18
表 9： 各制鞋企业产品结构情况（2024 年）	19
表 10： 各制鞋企业客户结构（2024 年）	21
表 11： 各制鞋企业产能布局（2024 年）	22
表 12： 各制鞋企业销售区域占比（2024 年）	23
表 13： 盈利预测与估值.....	25

1. 纺织制造：全球纺织品和服装出口额约 9 千亿美元，制鞋较制衣竞争格局集中

1.1 全球纺织品和服装出口额约 9 千亿美元，欧美日为前三大进口地

近年来全球纺织服装出口金额低单位数增长，占全球出口贸易总额比重有所下降。纺织服装作为历史悠久的传统产业，一直在产业部门中占据重要地位，并且也是国际贸易十分重要的一个部分。根据 WTO，1989 年，全球纺织品和服装出口金额为 1934 亿美元，占全球出口金额比重为 6.2%，1989-2000 年期间，全球纺织品和服装出口金额年均复合增速为 5.6%。2000-2014 年，全球纺织品和服装出口金额增长加快，期间年均复合增速为 5.9%，2014 年，全球纺织品和服装出口金额达到 7911 亿美元。2014-2020 年，受到纺织服装行业库存去化、疫情事件影响，全球纺织品和服装出口金额年均复合增速放缓至-0.3%。2021 年开始，纺织品和服装出口金额重回增长通道，2022 年创历史新高水平，2020-2024 年年均复合增速为 3.2%，占全球出口金额比重为 3.6%。

表 1：全球纺织品和服装出口贸易统计（单位：亿美元）

	1989	2000	2014	2020	2021	2022	2023	2024
纺织品出口额	960	1563	3109	3287	3533	3526	3241	3252
服装出口额	975	1977	4802	4504	5453	5777	5480	5575
纺织品和服装出口额	1934	3540	7911	7790	8987	9303	8721	8827
YOY		7.0%	5.0%	-2.8%	15.4%	3.5%	-6.3%	1.2%
全球出口贸易总额	30995	64520	190127	176476	222896	249043	238860	244308
纺织品和服装占比	6.2%	5.5%	4.2%	4.4%	4.0%	3.7%	3.7%	3.6%

资料来源：WTO，山西证券研究所

纺织服装制造产业在全球范围内转移，2023 年我国出口占比下降至 34%。纺织品和服装制造作为典型的传统劳动力密集型产业，主要跟随劳动力人口及成本在全球范围内进行转移。二十世纪七八十年代，中国香港、中国台湾、韩国等地把握发达国家向发展中国家转移劳动密集型产业的机会，吸引外国大量的资金和技术，利用本地廉价而良好的劳动力优势，适时调整经济发展策略而发展迅速。1989 年，我国香港为纺织品和服装第一大出口地，占全球比重为 11.2%，韩国、中国台湾占比 7.5%、5.3%，位列第五、六名。随着我国改革开放、以及具有充足的纺织原材料供应，我国以江浙、广东沿海地区为代表，开始承接全球纺织制造产业的转移。1995-2014 年、2000-2014 年，我国纺织品和服装出口额年均复合增速分别为 11.5%、13.3%。2000 年，我国为纺织品和服装第一大出口地，占比 14.7%，中国香港、韩国、中国台湾分别下降至

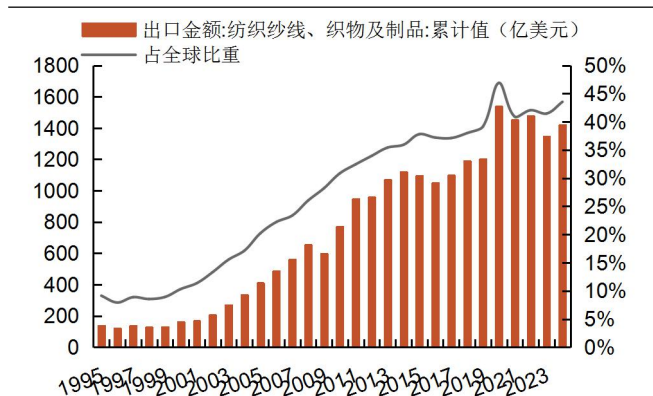
10.6%、5.0%、4.2%。2014 年以后，东南亚国家凭借劳动力成本优势、当地政府大力吸引外资等原因，典型国家纺织服装产业快速发展，2014 年，越南、孟加拉跻身全球纺织品和服装前十大出口国，占全球出口比重持续上升。我国服装出口占全球比重在 2013 年达到 39.2% 高点，而后开始下滑至 2024 年的 29.6%，我国纺织品出口金额占全球比重持续提升，2024 年达到 43.5%

表 2：历年纺织品和服装出口金额前十国家（括号内数据为该国出口占全球比重）

1989 年		2000 年		2014 年		2020 年		2023 年	
Hong Kong, China	11.2%	China	14.7%	China	37.7%	China	37.9%	China	34.3%
Italy	9.0%	Hong Kong, China	10.6%	Italy	4.9%	Viet Nam	4.9%	Germany	5.0%
Germany	8.6%	Italy	7.2%	India	4.5%	Germany	4.8%	Italy	4.9%
China	8.0%	USA	5.5%	Germany	4.5%	Italy	4.2%	Viet Nam	4.8%
Korea	7.5%	Germany	5.1%	Hong Kong, China	3.8%	Bangladesh	3.7%	Bangladesh	4.3%
Chinese Taipei	5.3%	Korea	5.0%	Türkiye	3.8%	India	3.6%	India	3.8%
France	4.4%	Chinese Taipei	4.2%	Bangladesh	3.4%	Türkiye	3.5%	Türkiye	3.7%
Belgium	3.5%	France	3.4%	Viet Nam	3.2%	Netherlands	2.5%	Netherlands	2.8%
USA	3.4%	India	3.3%	USA		Spain	2.1%	France	2.5%
Japan	3.2%	Mexico	3.2%	France	2.2%	USA	2.1%	Spain	2.3%

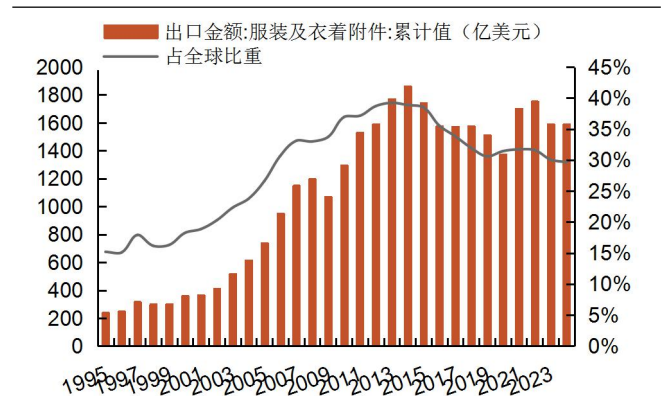
资料来源：WTO，山西证券研究所

图 1：我国纺织品出口额及占全球比重



资料来源：WTO，中国海关总署，山西证券研究所

图 2：我国服装出口及占全球比重

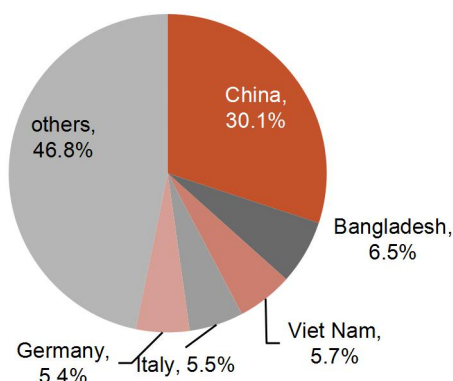


资料来源：WTO，中国海关总署，山西证券研究所

拆分纺织品和服装看，我国纺织品出口仍占据显著优势。2023 年，全球服装出口前五大国家分别为中

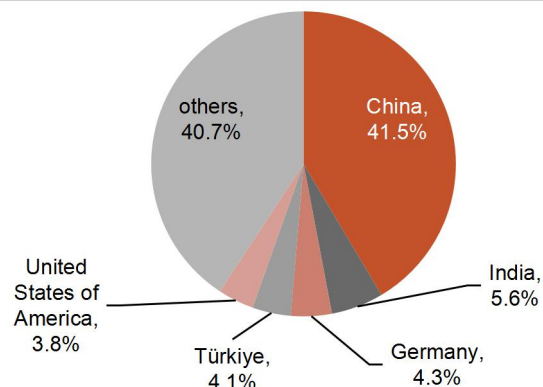
国、孟加拉、越南、意大利、德国，全球纺织品出口前五大国家为中国、印度、德国、土耳其、美国。

图 3：2023 年各国服装出口占比情况



资料来源：WTO，山西证券研究所

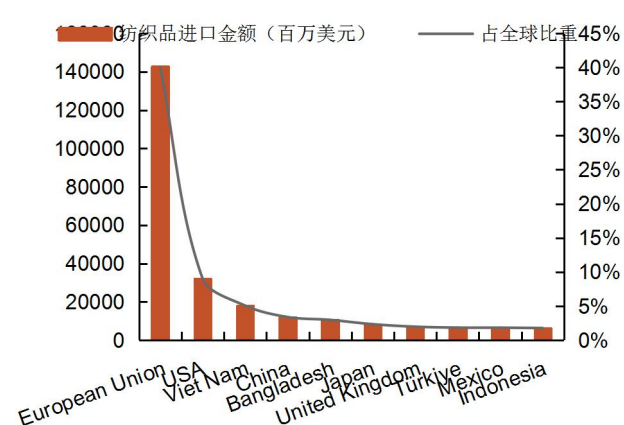
图 4：2023 年各国纺织品出口占比情况



资料来源：WTO，山西证券研究所

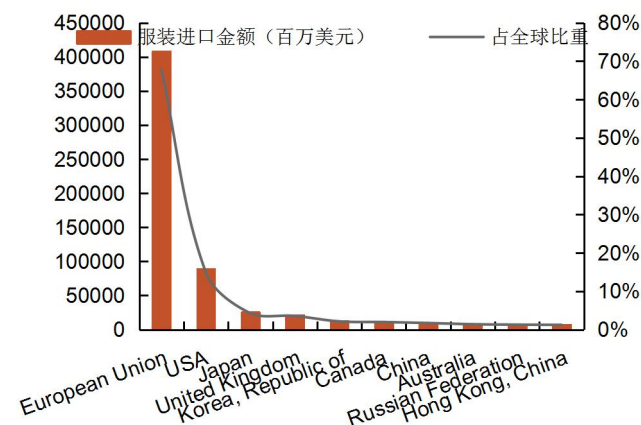
欧盟、美国、日本为全球纺织品和服装前三大进口区域。从全球纺织品和服装出口目的地看，欧盟、美国、日本为全球前三大进口地，2023 年，各地纺织品和服装进口占全球比重分别为 57.5%、12.7%、3.5%，我国纺织品和服装进口占全球比重为 2.3%。拆分纺织品和服装来看，纺织品方面，欧盟、美国、越南为纺织品前三大进口地，2023 年，各地纺织品进口占全球比重分别为 40.1%、9.0%、5.1%，其次为我国与孟加拉，占比分别为 3.4%、3.0%。服装方面，欧盟、美国、日本为服装前三大进口地，2023 年，各地服装进口占全球比重分别为 67.7%、14.8%、4.2%。

图 5：2023 年各地纺织品进口占全球比重



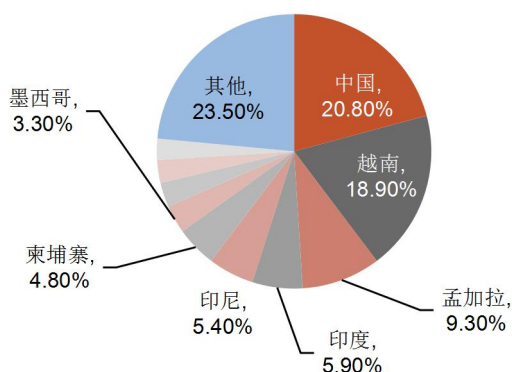
资料来源：WTO，山西证券研究所

图 6：2023 年各地服装进口占全球比重



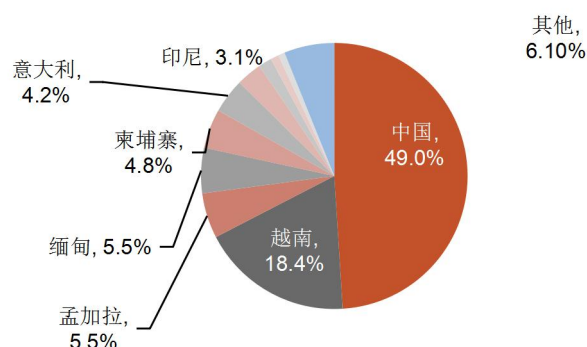
资料来源：WTO，山西证券研究所

图 7：2024 年美国成衣主要进口国



资料来源：聚阳实业 2024 年报，美国海关，山西证券研究所

图 8：2024 年日本成衣主要进口国



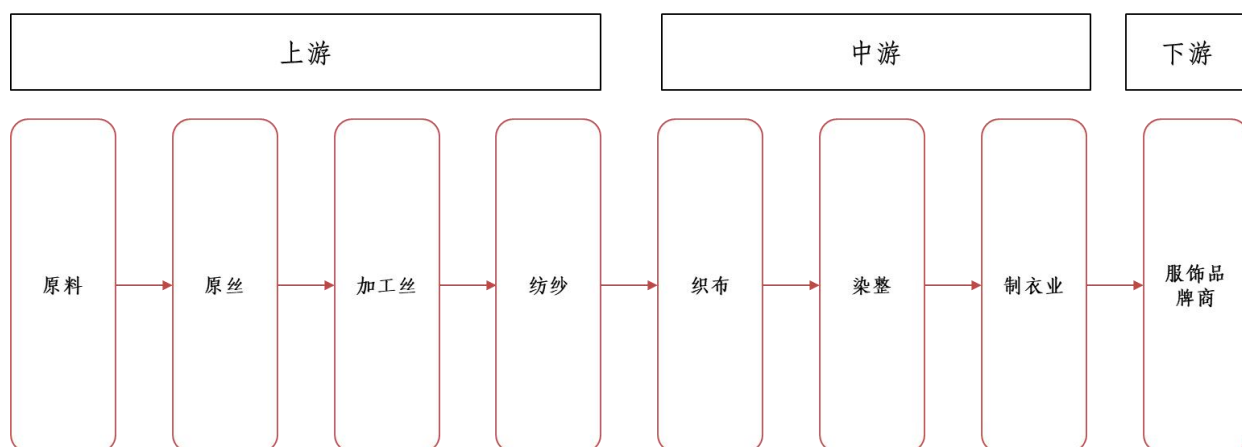
资料来源：聚阳实业 2024 年报，日本海关，山西证券研究所

1.2 制衣产业链：垂直整合为行业趋势，产品开发能力促进制造商与品牌深度绑定

服装制造产业链包含纤维、纺纱、织布、染整、成衣、零售等六大领域，产业链上、中、下游垂直分工且供应链相当完整。产业链上游为成衣原料供应商，部分原材料充沛且加工技术纯熟。中游为成衣制造环节，其中部分中大型公司，向上延申至织布和染整环节，逐步从劳动力密集的单一制衣环节拓展为具备完整上游、中游纺织生产体系，一方面从面料端入手，提升自身产品研发能力，强调服装功能性；另一方面，保证原材料供应，实现客户需求快速响应与更短交期。产业链下游则为品牌商和贸易代理商。由于运动健康的风气日渐盛行，除了运动场景穿搭，舒适贴身的运动服饰已成日常穿衣的潮流，许多时装品牌也都已开始推出相关系列的产品，国内外制造商在这一趋势下均在产品研发、生产技术方面积极不断创新。运动服饰头部制造商企业主要分布在中国大陆、中国台湾、中国香港等地，目前，申洲国际为全球最大的运动针织服饰制造商，2024 年，具备服装产能 5.5 亿件，实现营收 287 亿元，实现净利润 62 亿元。

图 9：纺织制造——制衣产业链环节

纺织服装产业

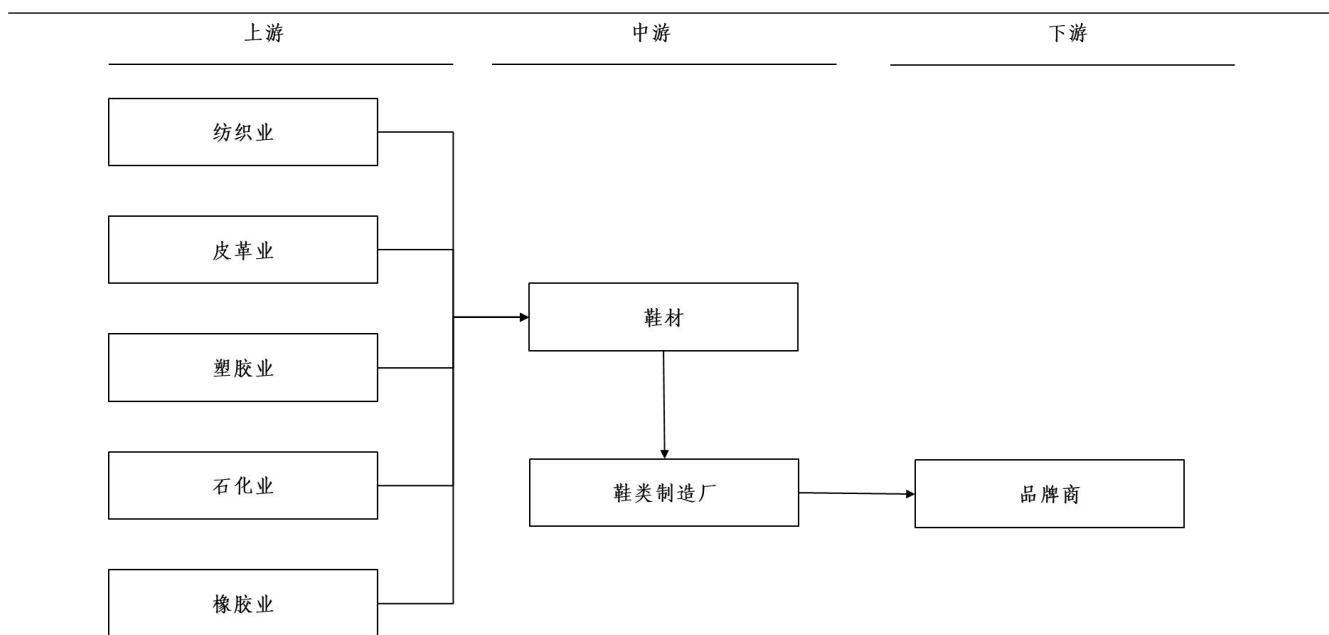


资料来源：聚阳实业 2024 年报，山西证券研究所

1.3 制鞋产业链：产业链各环节分工明确，成品鞋制造环节诞生行业龙头

鞋履生产工艺流程繁琐，企业向上游环节整合有限。鞋履生产的工艺流程环节较多，产业链上游主要为布料、皮料、橡胶等原材料加工环节。产业链中游为鞋面、大底等鞋材制作，涉及裁切、印花、针车、贴合等工序。在鞋面、鞋垫、底台、大底准备好后进行后序成型生产，再经过粘合、烘干、冷粘或者硫化等工序后形成成品鞋。产业链各环节分工明确，企业向上游原材料环节整合有限。目前，裕元集团为全球运动鞋履制造商龙头，2024 年，鞋履出货量达 2.55 亿双，制造业务实现营收 56 亿元，实现净利润 3.50 亿美元。

图 10：纺织制造——制鞋行业产业链环节



资料来源：志强 2023 年报，山西证券研究所

相比于制衣行业，制鞋行业的竞争格局更为集中。以运动服饰品牌为例，截至 2025 财年末，Nike 品牌拥有鞋履供应商 15 家、工厂共 97 个，而服装产品的供应商和工厂分别为 67 家、303 个。2023 年，Adidas 拥有鞋履供应商 24 家，而服装供应商达 55 家。从运动品牌全球采购分布来看，鞋履采购集中在越南、印尼、中国，服装采购集中在越南、柬埔寨、中国，但服装采购区域集中度更低，Nike、Adidas 在非上述三个区域的服装采购占比为 39%、42%，而鞋履为 4%、16%。

图 11：Nike 服装及鞋履供应商、工厂数量

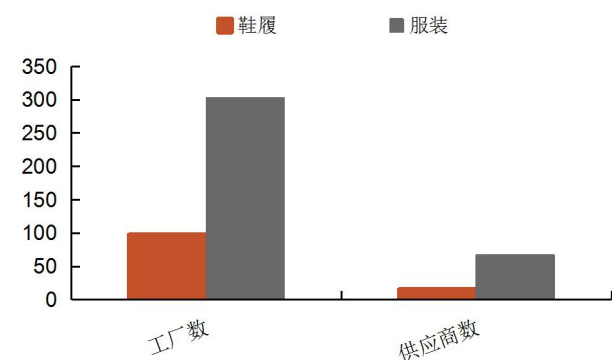
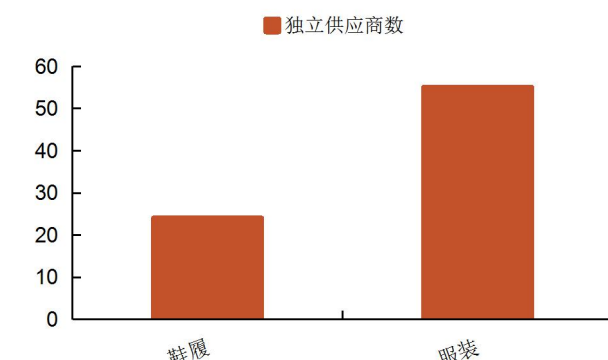


图 12：Adidas 独立供应商数量

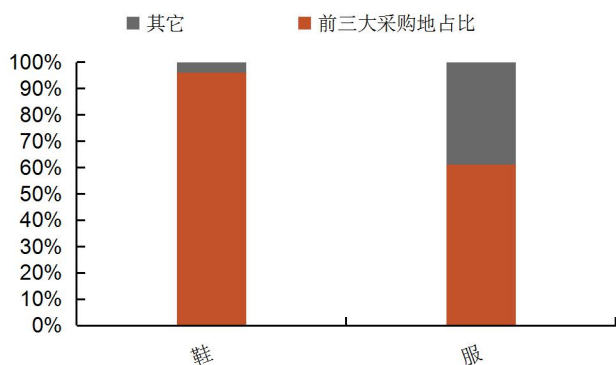


资料来源：Nike2025 财年年报，山西证券研究所

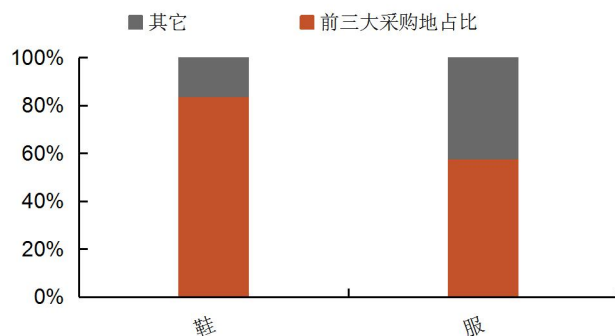
资料来源：Adidas2023 年报，山西证券研究所

图 13：Nike 鞋/服采购地占比

图 14：Adidas 鞋/服采购地占比



资料来源：Nike2025 财年年报，山西证券研究所



资料来源：Adidas2023 年报，山西证券研究所

2. 运动服饰制造行业：行业集中度偏低，纵向一体化布局为行业趋势

运动服饰制造企业，二十世纪七十年代，我国香港、台湾的纺织制造企业陆续成立，二十世纪八十年代末，申洲国际成立，此后中国内地陆续有纺织制造企业成立。从产业链布局来看，纺织制造企业多进行面料与成衣环节的布局，盛泰集团同时布局纱线上游原材料环节。

表 3：各制衣企业基本背景

公司	成立时间	公司总部	企业性质	布局环节
晶苑国际	1970	中国香港	家族企业	面料+成衣
儒鸿	1977	中国台湾	非家族企业	面料+成衣
申洲国际	1988	中国浙江	家族企业	面料+成衣
聚阳实业	1990	中国台湾	非家族企业	面料+成衣
上海嘉乐	1993	中国上海	非家族企业	面料+成衣
盛泰集团	2007	中国江苏	非家族企业	纱线+面料+成衣

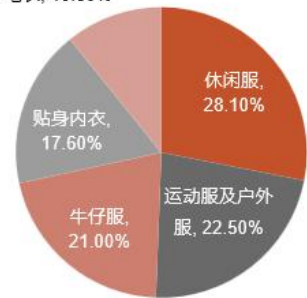
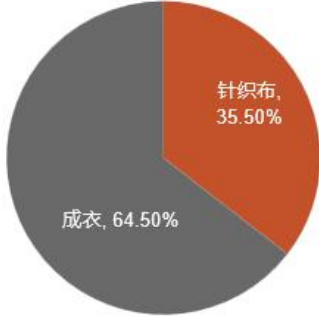
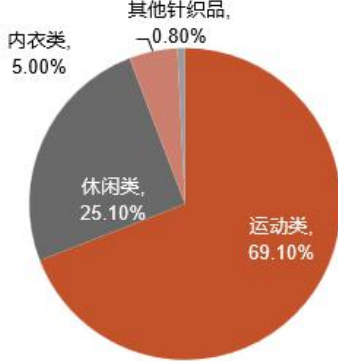
资料来源：晶苑国际/儒鸿官网，聚阳实业法人说明会 PPT，开润股份 2024 年报，Wind，百度百科，山西证券研究所

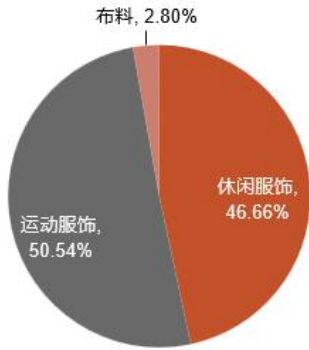
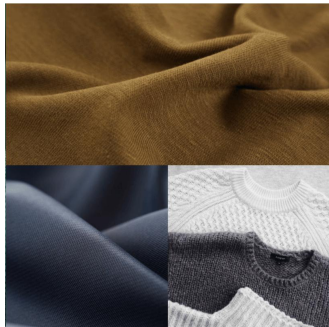
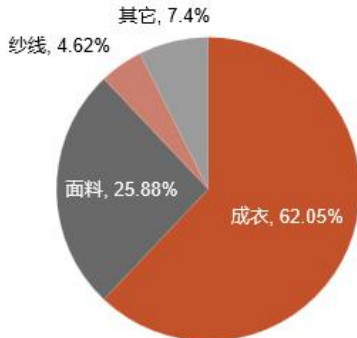
2.1 产品比较：制造品类有所差异，晶苑国际品类多元化

分产品看，部分企业面料产品对外销售，如儒鸿、盛泰集团、聚阳实业，面料营收占收入比重分别为 35.5%、25.9%、2.8%；部分企业面料产品自用为主，不进行对外销售。从成衣品类看，各服饰制造企业产品主要包括运动服饰、休闲服饰、无缝服饰、睡衣等。其中，儒鸿、申洲国际以运动类服饰为主，同时布局休闲服饰，预计晶苑国际、聚阳实业、上海嘉乐的休闲服饰的占比相对较高，晶苑国际的品类更加多元

化，还包括牛仔服、毛衣等品类。

表 4：各制衣企业产品结构情况（2024 年）

公司	主要产品	产品结构
晶苑国际	休闲服、运动服及休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣等	 毛衣, 10.80% 休闲服, 28.10% 运动服及户外服, 22.50% 牛仔服, 21.00% 贴身内衣, 17.60%
儒鸿	弹性针织布、成衣	 针织布, 35.50% 成衣, 64.50%
申洲国际	运动服饰、休闲服饰、内衣等	 其他针织品, 0.80% 运动类, 69.10% 休闲类, 25.10% 内衣类, 5.00%

公司	主要产品	产品结构
聚阳实业	布料、流行服饰、运动服饰、睡衣服饰等	
上海嘉乐	中高档纺织休闲时装、运动服饰	
盛泰集团	纱线、针织/梭织面料、针织/梭织成衣	

资料来源：晶苑国际/儒鸿/申洲国际/聚阳实业/开润股份/盛泰集团 2024 年报，聚阳实业法人说明会 PPT，上海嘉乐官网，盛泰集团招股说明书，Wind，山西证券研究所

2.2 客户比较：客户集中度普遍偏高，迅销为多家服饰制造企业主要客户

服饰制造企业，客户集中度普遍较高，如上海嘉乐第一大客户占比约 50%，晶苑国际、聚阳实业、申洲国际第一大客户收入占比普遍在 30%左右。而儒鸿、盛泰集团因为有面料对外销售业务，客户集中度相对较低，第一大客户收入占比在 15%左右。从具体客户看，优衣库母公司迅销集团均为服饰制造企业的主要客户。

表 5：各制衣企业客户结构（2024 年）

	第一大	第二大	第三大	第四大	第五大	CR3	CR4	CR5
晶苑国际	36.4%							64.1%
儒鸿	14.1%	8.9%	9.4%			32.5%		
申洲国际	Uniqlo	Nike	Adidas	Puma		71.1%	80.7%	
	27.9%	25.8%	17.4%	9.6%				
聚阳实业	Gap	Target	迅销	Dicks	KOHL'S	72.0%	80.0%	86.0%
	35.0%	19.0%	18.0%	8.0%	6.0%			
上海嘉乐	Uniqlo	Adidas	Puma	Muji	日本品牌	83.3%	91.7%	100.0%
	50.0%	25.0%	8.3%	8.3%	8.3%			
盛泰集团	Uniqlo	拉夫劳伦	lactose	安踏集团	上海和兆服饰	37.1%	47.8%	53.3%
	14.1%	11.8%	11.2%	10.7%	5.6%			

资料来源：晶苑国际/儒鸿/申洲国际 2024 年报，聚阳实业法人说明会 PPT，开润股份现场调研，盛泰集团招股说明书，山西证券研究所（注：盛泰集团为 2020 年数据，其他为 2024 年；上海嘉乐为估算数据）

2.3 产能比较：均已完成产能出海，海外产能仍在扩充

目前，服饰制造企业中国内地产能占比普遍偏低，申洲国际由于中国内地为其第一大销售市场，国内产能占比相对较高。从海外各地布局看，越南、柬埔寨、印尼为服饰制造企业主要布局地，而孟加拉、斯里兰卡、菲律宾，产能占比较低或没有布局，主要由于当地政局变化、当地基础设施薄弱、劳动力效率、及产业链配套不完善有关。

表 6：各制衣企业产能布局（2024 年）

	越南	柬埔寨	印尼	孟加拉	斯里兰卡	菲律宾	中国
晶苑国际	54.3%	11.9%		11.3%	5.9%		16.1%
儒鸿	有	有	有				有
盛泰集团	有	有					有
聚阳实业	41.0%	15.0%	40.0%			2.0%	2.0%
上海嘉乐			80.0%				20.0%
申洲国际	35.5%	24.3%					40.2%

资料来源：晶苑国际/儒鸿/盛泰集团/开润股份 2024 年报，申洲国际 2024 年可持续发展报告，盛泰集团官网，聚阳实业法人说明会 PPT，山西证券研究所（注：晶苑国际与申洲国际为各地员工人数占比，聚阳实业与上海嘉乐为产能占比）

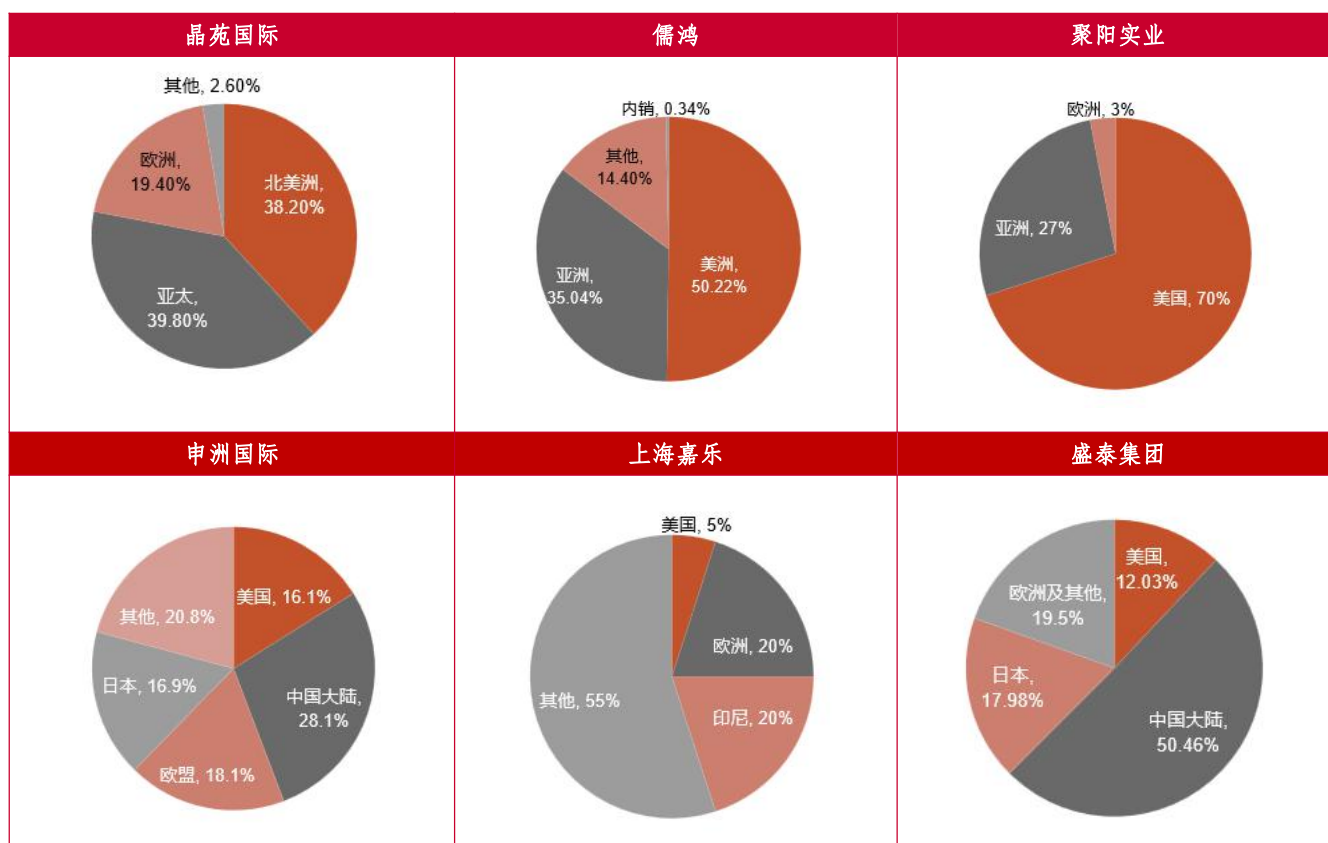
2.4 销售区域比较：对美敞口分化，申洲国际销售区域均衡

从各公司的销售区域分布看，美洲为各公司的主要销售区域，聚阳实业出口美国市场占比为 70%，其

次为儒鸿、晶苑国际，对美敞口占比约 50%、38%，申洲国际、盛泰集团、上海嘉乐的对美敞口较低。

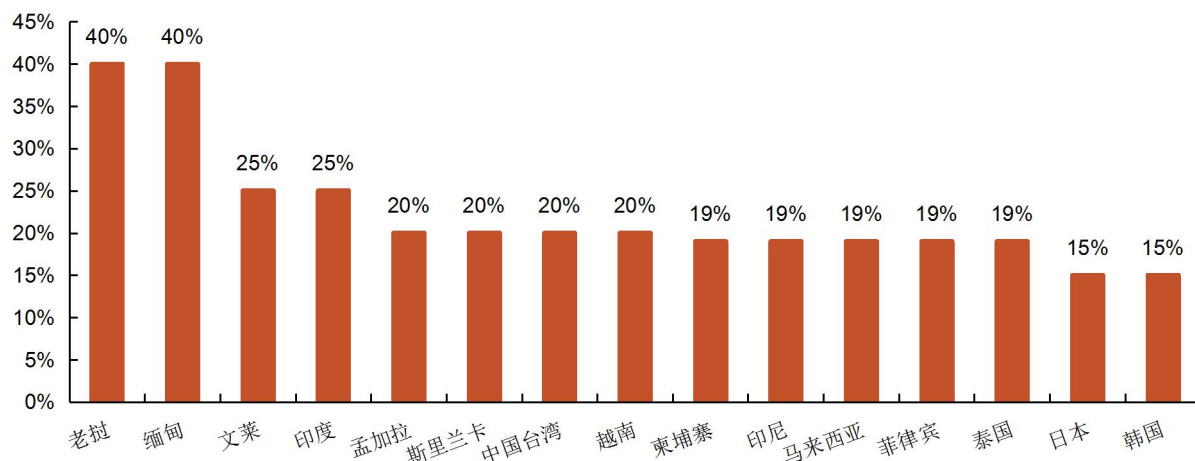
7 月 31 日，美国总统特朗普签署行政令，确定了对多个国家和地区征收的“对等关税”税率，行政令明确列及的国家将适用其中规定的关税，未列入的国家则统一征收 10%关税；此外，如有国家或地区通过第三地转运方式规避关税，其商品将被征收 40%的转运税。从东南亚及南亚各主要国家被征收的对等关税来看，缅甸、老挝最高，为 40%，其次为文莱、印度，被征收 25%，其它各国被征收的对等关税差异有限，处于 19%-20%水平。我们认为，根据各服饰制造公司的海外产能布局看，面临的关税风险差异有限，需要关注其原材料本地化采购情况及本地化生产情况。供应商报价模式为 FOB，我们假设供应商通过承担一部分关税让利品牌，假设对等关税为 20%，制造商需要承担 5%，以 2024 年数据测算，预计影响申洲国际、晶苑国际、聚阳实业、儒鸿、上海嘉乐销售毛利率 0.8%、1.9%、3.5%、2.5%、0.3%，影响净利润幅度为 4%、24%、30%、14%、7%。

表 7：各制衣企业销售区域占比（2024 年）



资料来源：晶苑国际/儒鸿/申洲国际 2024 年报，Wind，聚阳实业法人说明会 PPT，开润股份现场调研，山西证券研究所（注：盛泰集团为 2020 年数据；上海嘉乐为估算数据）

图 15：各国输美产品对等关税情况（2025.7.31 日版本）



资料来源：美国白宫官网，山西证券研究所

2.5 财务比较：近年来盈利能力提升，龙头制造商毛利率可达 30%，

从营收规模看，申洲国际为全球运动服饰制造商龙头，2024 年营收规模接近 300 亿人民币，晶苑国际营收规模超过 150 亿人民币，其次是儒鸿、聚阳实业，营收规模约 80 亿人民币，盛泰集团近年来营收规模有所萎缩，上海嘉乐目前营收规模较小。拆分量价来看，2024 年，申洲国际服装产能 5.5 亿件，晶苑国际交货量 4.4 亿件，此外，由于申洲国际的均价更高，使得营收规模更大。2024 年，儒鸿服装年产能 1.6 亿件，聚阳实业服装销量超过 2 亿件，盛泰集团及上海嘉乐产量预计超过 3000 万件，上海嘉乐处于产能爬坡阶段。

图 16：各制衣企业营收规模（单位：亿元）

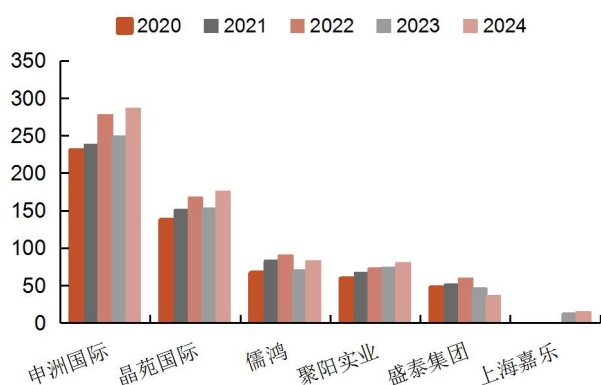
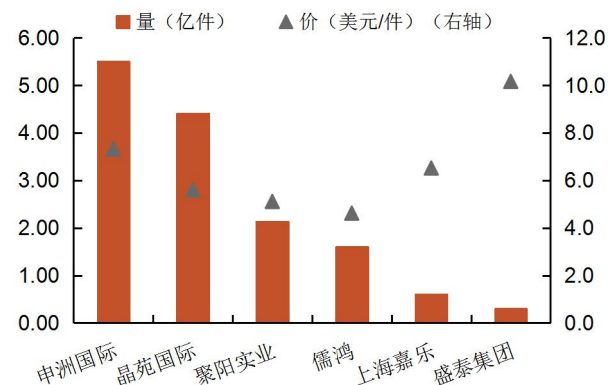


图 17：各制衣企业销售均价拆分

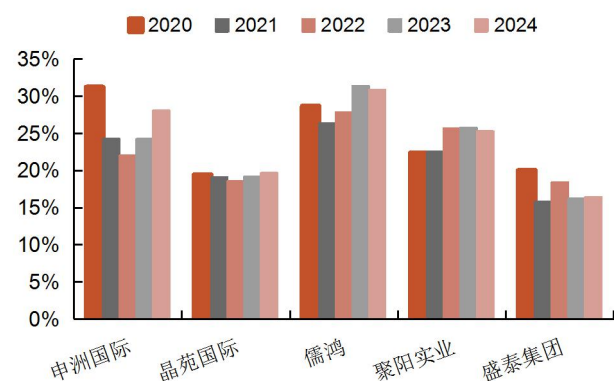


资料来源：Wind，开润股份 2023/2024 年报，山西证券研究所（注：晶苑国际、儒鸿、聚阳实业人民币与美元、新台币汇率换算）

资料来源：Wind，申洲国际/儒鸿/开润股份/盛泰集团 2024 年报，晶苑国际 2024 年可持续发展报告，聚阳实业法人说明会 PPT，百度，山西证券研究所（注：申洲国际/儒鸿的“量”为产能）

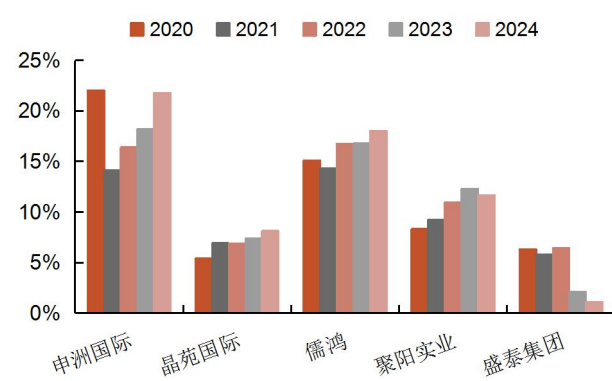
从盈利能力看，申洲国际和儒鸿在销售毛利率、销售净利率方面均领先同行，毛利率、净利率分别在 30%、20% 左右。晶苑国际、聚阳实业盈利能力较低，但近年来有明显提升，聚阳实业的毛利率、净利率在 25%、10% 左右，晶苑国际毛利率、净利率约 20%、高单位数。各公司均对上游面料环节进行布局，盈利能力差异主要来自产面料占比及所销售的品类、下游客户结构差异。

图 18：各制衣企业销售毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：各制衣企业销售净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 运动鞋履制造行业：行业集中度高，运动休闲鞋领域诞生行业龙头

二十世纪七十年代开始，鞋履制造企业相继成立，以家族企业为主，创始人均为中国台湾籍，后续企业陆续在台湾股票市场、香港股票市场、A 股市场上市。除裕元集团通过收购宝成工业的鞋履原材料公司，对上游原材料进行布局，多数鞋履制造企业未布局上游原材料环节，而是聚焦成品鞋制造环节。

表 8：各制鞋企业基本背景

公司	成立时间	公司总部	企业性质	布局环节
裕元集团	1988	中国香港	家族企业	上游原材料+成品鞋制造
华利集团	2004 (1990)	中国广东	家族企业	成品鞋制造
丰泰企业	1971	中国台湾	家族企业	成品鞋制造
志强	1992	中国台湾	家族企业	成品鞋制造

公司	成立时间	公司总部	企业性质	布局环节
钰齐国际	1995	中国台湾	家族企业	成品鞋制造
来亿兴业	1987	中国台湾	家族企业	成品鞋制造
九兴控股	1982	中国香港	家族企业	成品鞋制造

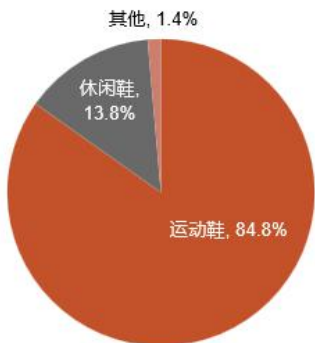
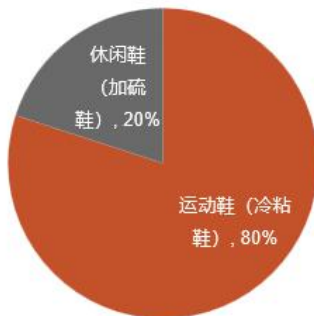
资料来源：钰齐国际/丰泰企业/来亿兴业/裕元集团/九兴控股/志强公司官网，华利集团招股说明书，Wind，山西证券研究所

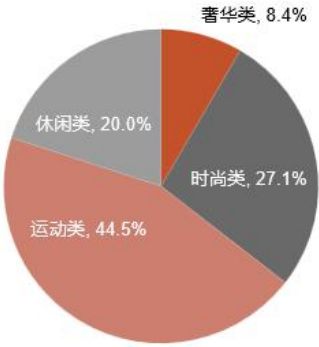
3.1 产品比较：运动休闲鞋领域诞生行业龙头，九兴控股品类多元化

从产品布局看，裕元集团、丰泰企业、华利集团、来亿兴业主要制造运动鞋品类，而志强以足球鞋为主、钰齐国际以户外鞋为主，九兴控股在运动鞋以外，还制作时尚鞋、奢华鞋等。从工艺维度看，鞋履制造企业基本都具备硫化鞋和冷粘鞋两类制作工艺。

表 9：各制鞋企业产品结构情况（2024 年）

公司	主要产品	产品结构/图示
裕元集团	运动鞋、户外鞋、休闲鞋、运动凉鞋、配件等	鞋底、配件及其他, 8.0% 休闲鞋/运动凉鞋, 13.6% 运动鞋/户外鞋, 78.3%
华利集团	运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等	运动凉鞋/拖鞋及其他, 8.6% 户外靴鞋, 3.7% 运动休闲鞋, 87.6%

公司	主要产品	产品结构/图示
丰泰企业	各类型运动鞋、休闲鞋、直排轮鞋、冰刀鞋、滑雪板靴、脚踏车鞋等	
志强	足球鞋、慢跑鞋、登山鞋、休闲鞋等	
钰齐国际	运动鞋、户外鞋、登山鞋、休闲鞋、多功能鞋等	
来亿兴业	休闲鞋、运动鞋、其它特殊功能鞋等	

公司	主要产品	产品结构/图示
九兴控股	时尚、高端奢华、运动、休闲鞋等	

资料来源：丰泰企业/华利集团/志强 2024 年报、丰泰企业/钰齐国际 2024 年可持续发展报告，钰齐国际/来亿兴业法人说明会 PPT，来亿兴业/钰齐国际公司官网，裕元集团/九兴控股 2024 年业绩 PPT，山西证券研究所

3.2 客户比较：第一大客户收入占比高，客户集中度高于制衣行业

丰泰企业对单一客户依赖度较高，来自耐克的收入占比超过 85%。公司是耐克的第一大供应商，1977 年合作耐克至今，已接近 50 年，目前公司占耐克出货量的 1/6，其它合作客户包括 Salomon, Bauer, Crocs 等。其次，志强与来亿兴业对第一大客户依赖程度相对较高，第一大客户收入占营收比重分别为 56%、59%。华利集团、裕元集团、九兴控股第一大客户收入占比在 3 成以上。钰齐国际客户集中度相对较低，公司合作品牌超过 50 家，前三大客户占比超过 50%，前十大客户占比超过 80%，合作品牌主要包括 ALTRA、HEAD、On、Timberland 等。

表 10：各制鞋企业客户结构（2024 年）

	第一大	第二大	第三大	第四大	第五大	CR3	CR4	CR5
裕元集团	36.6%	24.7%						
华利集团	33.2%	21.4%	12.5%	6.3%	5.8%	67.0%	73.3%	
丰泰企业	Nike							
	86.0%							
志强	56.3%	33.6%						
钰齐国际	21.9%	15.6%	13.1%	10.1%		50.6%	60.7%	
来亿兴业	Adidas	Hoka	Converse					
	58.6%	22.5%	17.9%			99.0%		
九兴控股	38.0%							65.1%

资料来源：丰泰企业/钰齐国际/华利集团/裕元集团/九兴控股/志强 2024 年报，来亿兴业法人说明会 PPT，山西证券研究所

图 20：志强合作客户



资料来源：志强 2019 年业绩 PPT，山西证券研究所

图 21：九兴控股合作客户



资料来源：九兴控股 2024 年业绩 PPT，山西证券研究所

3.3 产能比较：越南为多数鞋履制造企业第一大产能，中国内地保有少数产能

从产能布局看，鞋履制造企业均在越南设厂，并且越南多为各鞋履制造企业产能占比最大的地方。其次，印尼为鞋履制造企业海外布局热门地，华利集团 2024 年上半年在印尼投产，志强正在建设印尼生产基地。各企业在中国内地也设有产能，产能占比相对有限。其它国家，菲律宾、缅甸、印度、孟加拉、柬埔寨鞋履产能有限。

表 11：各制鞋企业产能布局（2024 年）

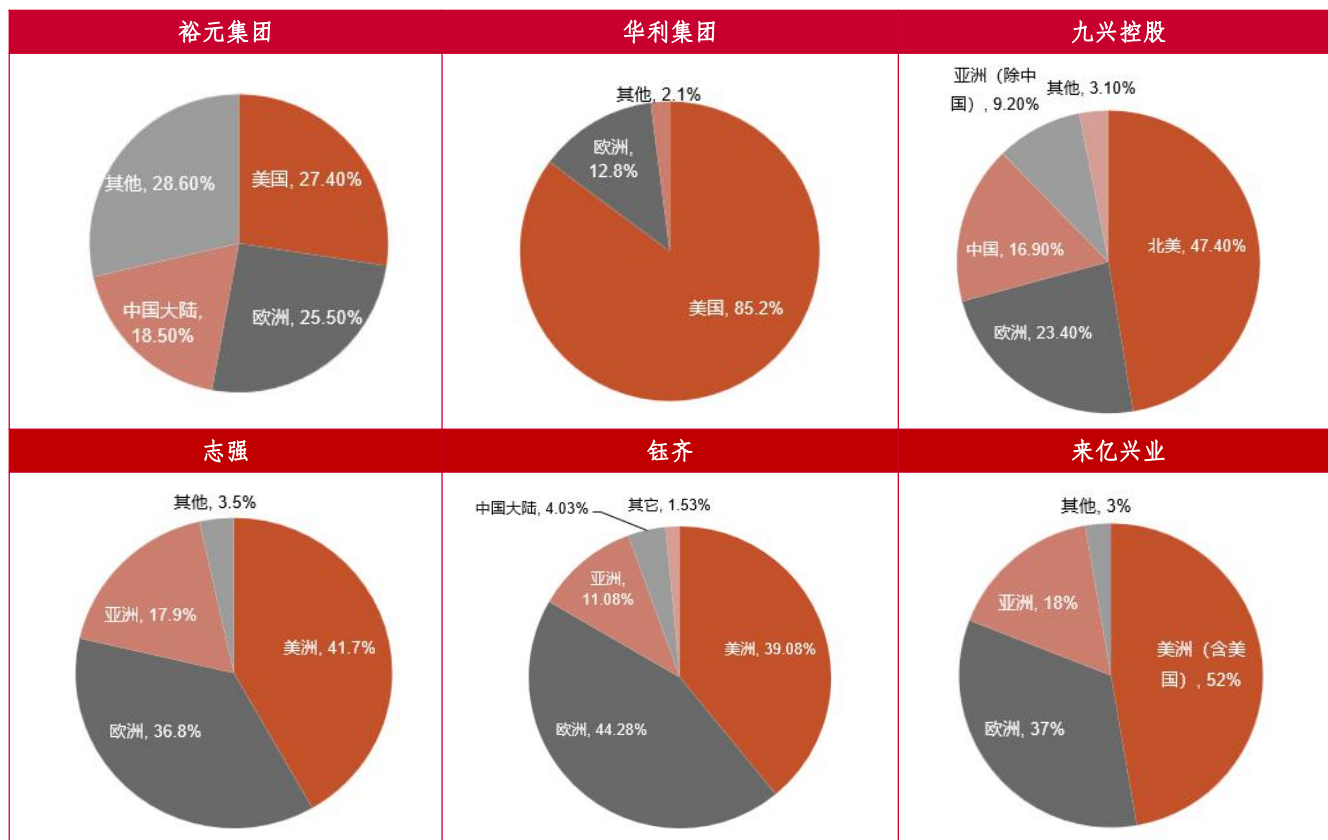
	越南	柬埔寨	印尼	孟加拉	印度	缅甸	菲律宾	中国
裕元集团	31.0%	有	54.0%	有		有		11.0%
华利集团	90%+		24H1 投产					25Q1 投产
丰泰企业	46.0%		13.0%		31.0%			10.0%
志强	有	有	建设中			建设中		
钰齐国际	58.9%	27.5%						13.6%
来亿兴业	91.0%		1.0%			7.0%		1.0%
九兴控股	51.0%		有	有			有	27.0%

资料来源：钰齐国际/来亿兴业/志强法人说明会 PPT，丰泰企业/华利集团 2024 年报，华利集团 2025Q1 季报，裕元集团/九兴控股 2024 年业绩 PPT，山西证券研究所

3.4 销售区域比较：对美敞口集中在 4-5 成，裕元集团销售区域相对分散

从销售区域看，来亿兴业、九兴控股对美敞口相对较高，在 50%左右，其次为志强、钰齐国际，美洲占比在 40%左右。华利集团根据客户总部所在地披露销售区域收入，我们估算，公司实际对美敞口在 4 成左右。裕元集团销售区域较为分散，美国占比不足 3 成。供应商报价模式为 FOB，我们假设供应商通过承担一部分关税让利品牌，假设对等关税为 20%，制造商需要承担 5%，以 2024 年数据测算，预计影响各鞋履制造企业销售毛利率 1%-2%，影响华利集团以外的企业净利润幅度为 20%左右，影响华利集团净利润幅度为 10%+。从原材料本地采购的角度看，2024 年，丰泰企业原材料当地采购比例为 57%，华利集团越南当地采购比例超过 50%，来自中国大陆的原材料占比降至约 30%，其余部分来自中国台湾、韩国等地。

表 12：各制鞋企业销售区域占比（2024 年）



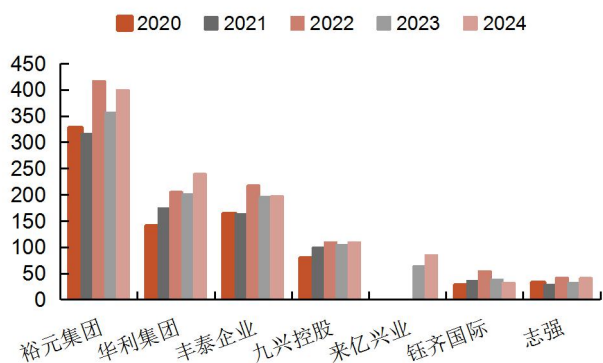
资料来源：钰齐国际/来亿兴业法人说明会 PPT，华利集团/志强 2024 年报，裕元集团/九兴控股 2024 年业绩 PPT，山西证券研究所（注：华利集团区域分布为“按客户品牌总部所在地”区分）

3.5 财务比较：营收规模高于制衣行业，但盈利能力水平低于制衣行业

从营收规模看，裕元集团为运动鞋履龙头，2024 年鞋履出货量 2.55 亿双，制造业务实现营收 56 亿美

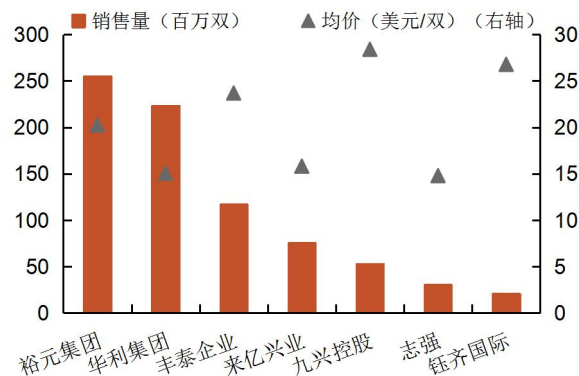
元，实现净利润 3.50 亿美元。华利集团、九兴控股、来亿兴业近年来营收持续增长，钰齐国际、志强因聚焦特殊品类，营收规模在 30-40 亿元区间。

图 22：各制鞋企业营收规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，裕元集团 2021/2022/2024 年度业绩 PPT，山西证券研究所（注：裕元集团、九兴控股用人民币与美元换算、丰泰企业/来亿兴业/钰齐国际/志强用人民币与新台币汇率换算）

图 23：各制鞋企业销售量、销售均价拆分



资料来源：Wind，裕元集团/九兴控股 2024 年度业绩 PPT，丰泰企业/华利集团/来亿兴业 2024 年报，来亿兴业法人说明会 PPT，钰齐国际/志强 2023 年报，山西证券研究所（注：钰齐国际/志强为 2023 年数据，其他为 2024 年数据；丰泰企业为生产量数据）

从盈利能力看，华利集团销售毛利率、销售净利率领先行业，分别处于 25%、15% 左右水平。裕元集团、九兴控股、来亿兴业近年来盈利能力持续提升。

图 24：各制鞋企业销售毛利率

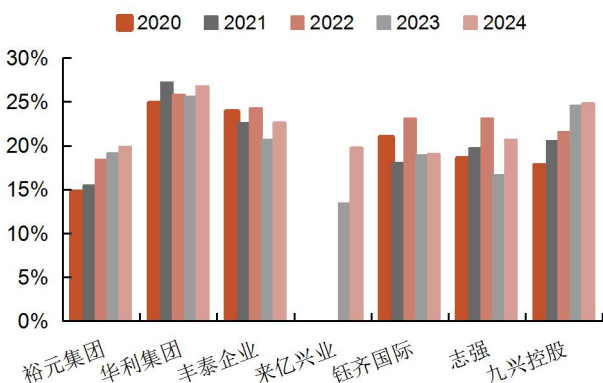
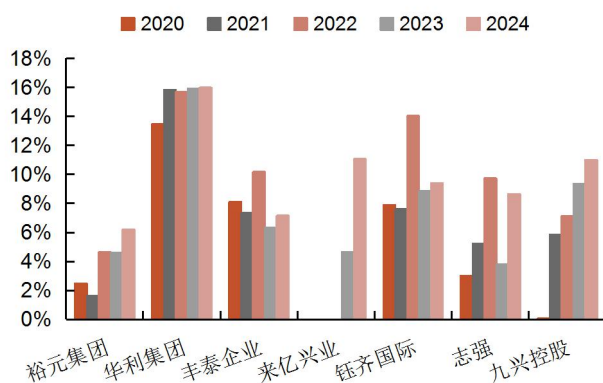


图 25：各制鞋企业销售净利率



资料来源：Wind，裕元集团 2021/2022/2024 年度业绩 PPT，山西证券研究所

资料来源：Wind，裕元集团 2021/2022/2024 年度业绩 PPT，山西证券研究所

4. 投资建议

从主要品牌销售展望看，On Running、Asics、Adidas 营收展望较好，迅销集团、Lululemon 展望营收稳健增长，Puma、Nike、VF、UA 展望相对较弱。考虑各纺织制造企业对美敞口、产业链布局情况、当前盈利水平，（一）推荐申洲国际，公司对美敞口处于制衣企业中较低水平，海外面料产能占比超过 50%，能够覆盖海外成衣工厂需求，2024 年公司毛利率已修复至 28.1%。（二）推荐裕元集团，公司对美敞口处于制鞋行业较低水平，掌握上游原材料环节，盈利能力伴随产能持续爬坡，有望修复，公司估值相对行业平均水平偏低。（三）推荐华利集团，公司对美敞口基本处于制鞋行业平均水平，越南本地原材料采购比例超过 50%，2025 年以来，盈利能力受到新工厂爬坡影响，有所下滑。从下游客户看，公司拓展全球第二大运动品牌公司 Adidas，长期合作保证订单体量及增长潜力，新拓展的客户如昂跑、亚瑟士销售展望乐观。建议关注开润股份、伟星股份、百隆东方。

表 13：盈利预测与估值

公司	股票代码	2025/10/24	归母净利润			PE		
		市值	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
盛泰集团	605138.SH	42	0.82	1.66	3.01	50.8	25.1	13.8
华利集团	300979.SZ	639	36.69	43.20	50.28	17.4	14.8	12.7
申洲国际	2313.HK	1039	65.79	73.33	81.33	14.4	12.9	11.7
晶苑国际	2232.HK	199	2.31	2.65	3.01	11.1	9.7	8.5
裕元集团	0551.HK	227	3.73	4.11	4.51	7.8	7.1	
九兴控股	1836.HK	137	1.57	1.74	1.93	11.2	10.1	9.1

资料来源：Wind 一致预期（10/24 日），山西证券研究所（注：盛泰集团/华利集团市值单位为“亿人民币”，其它为“亿港元”；盛泰集团/华利集团/申洲国际归母净利润单位为“亿人民币”，其它为“亿美元”）

5. 风险提示

关税政策不确定性风险。后续关税政策仍存不确定性，若关税风险加剧，对出口为主的纺织制造公司订单和盈利能力带来负面影响。

下游品牌客户销售不及预期的风险。若下游品牌客户销售不及预期，库存增加，则对纺织制造企业订单带来负面影响。

产能扩张不及预期的风险。纺织制造企业为满足订单持续加大海外国家多地布局，若产能建设不及预期，或对纺织制造企业订单及市场份额带来负面影响。

产能爬坡进度不及预期的风险。新产能投产前期需要产能爬坡，人工效率处于较低水平，若产能爬坡进度不及预期，或对纺织制造企业整体盈利水平有所拖累。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

