

复盘过往贸易摩擦，挖掘强防御型企业特征

2025 年 02 月 06 日

► **1980s 前后，日美贸易摩擦正式打响，带来了哪些影响？** 1) 贸易摩擦发生背景：1980 年代日本经济快速发展，日美贸易逆差显著，全球纺织制造发展也已经从美国制造为主体转向日本制造为主体，当时正处在日本纺织制造业为全球纺织制造业中心，日本也是美国纺织品及服装的主要进口国。美国认为因日本的廉价商品出口，特别是纺织品，给美国本土产业带来了巨大压力，因此采取一系列保护主义措施，包括纺织品方面的配额限制、关税增加等。2) 对日本纺织产业的影响：①**短期影响**，日本纺织品及服装对美出口占比显著下滑，整体出口受影响较大；企业端，日本纺织企业利润收窄，尤其应对不及时的中小企业运营困难。②**长期影响**，一方面，产业转移加速，20 世纪 70 年代后日本纺织企业将生产基地向韩国、中国台湾和中国香港等地转移，80 年代中后，又以东亚、北美、欧洲为目的，加速扩大生产；另一方面，也加速拓展多元化市场，减少美国单一市场的依赖；此外，日本纺织企业发展也将重心转向高附加值、高科技含量的产品研发与生产。尽管日本企业加速转移产能至其他海外国家，但日元汇率高企、人力成本较高、产能布局不够前瞻，叠加中国企业快速崛起，同时更低的中国人力成本和快速发展的纺织业，最终纺织制造产业主体向中国转移。

► **我国上一轮贸易摩擦期间，纺织制造业受到影响几何？** 1) **政策内容**：在上一轮贸易摩擦期间（2017.1-2021.1），美国曾对超 400 亿美元的中国纺织品及服装加征关税。2) **行业角度影响**：整体出口数据看，我国纺服行业出口压力加大，其中 2019 年我国纺织品服装累计出口金额同比减少 1.5%，增速比上年低 5.3pct。从中国纺织品及服装鞋履对美出口占比看，鞋履受影响最大（2017-2023 年鞋履对美出口下降 12.75%），在美国的进口国占比中，越南占比显著提升，尤其鞋履品类。3) **公司角度影响**：在此轮贸易摩擦之前，中下游制造企业因大多产能已布局至海外，从业绩表现看受到影响较小，尤其体现在偏中下游鞋履服装制造业。同时在此之后，国内各大纺服企业持续加大在海外的产能布局，一方面把握东南亚区域发展红利，另一方面，也较好规避过往类似贸易政策风险。

► **投资建议：看好海外产能布局较完善的制造业龙头。**基于上述历史情况梳理，我们认为：1) 运营管理效率高，应对策略能够实施较快的企业，可以快速根据环境变化进行自身调整，从而降低外部环境带来的运营风险；2) 较早在海外进行了产能布局，且在布局所在区域已拥有较强话语权的企业，能够通过产业链转移至其他国家，进一步降低加征关税带来的影响。我国纺织制造企业中，海外布局相对完善且具备高运营管理效率的企业，包括申洲国际、裕元集团、伟星股份和华利集团。基于此，当前我们**核心推荐**：运动鞋履代工龙头，产能扩张+新客户拓展顺利的**华利集团**，推荐受益于行业景气度回暖与自身制造业务增速上行，获得稳健大客户份额的同时，扩展新的品牌客户拉动订单成长的**裕元集团**，推荐国内服饰辅料领军企业，智造与规模、营销与服务等方面有强竞争优势的**伟星股份**，推荐针织制造全球领航者，卓越品质铸就行业标杆的**申洲国际**。

► **风险提示**：国际贸易风险、劳动力成本上升风险、终端需求不及预期风险。

推荐

维持评级

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

相关研究

1、申洲国际(2313.HK)深度报告：针织制造全球领航者，卓越品质铸就行业标杆-2024/12/27

重点公司盈利预测、估值与推荐

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300979.SZ	华利集团	71.30	3.33	3.87	4.47	21	18	16	推荐
0551.HK	裕元集团	17.04	0.28	0.30	0.33	8	7	7	推荐
002003.SZ	伟星股份	13.93	0.61	0.70	0.79	23	20	18	推荐
2313.HK	申洲国际	62.90	3.79	4.34	4.93	16	14	12	推荐

资料来源：iFinD，民生证券研究院测；（收盘价对应 2025 年 2 月 5 日，其中，申洲国际及裕元集团股价为港元，申洲国际 EPS 为人民币、裕元集团为美元）

目录

1 1980s 前后，日美贸易摩擦正式打响	3
1.1 背景：日美贸易逆差显著，日本纺织制造业崛起	3
1.2 针对纺织业，美国提出贸易保护措施	5
1.3 日本纺织品行业受到了哪些影响？	6
2 我国上一轮贸易摩擦期间，纺织制造业受影响几何？	9
2.1 中美贸易摩擦中的具体关税政策	9
2.2 行业角度：中国对美出口份额下滑，越南份额提升	10
2.3 公司角度：中下游制造业产能较早布局海外，整体受影响较小	13
3 投资建议：看好海外产能布局较完善的制造业龙头	16
4 风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

2025 年特朗普上台后提出了对各个国家的关税政策：1) 对加拿大和墨西哥：当地时间 1 月 20 日，特朗普表示计划 2 月 1 日对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税。1 月 30 日，特朗普再次表示将兑现这一承诺。但随后在当地时间 2 月 3 日，特朗普签署行政命令，暂停对墨西哥、加拿大商品加征关税，将实施时间推迟到 2025 年 3 月 4 日。2) 对中国：当地时间 2 月 1 日，特朗普签署行政令，以芬太尼等问题为由，对所有中国输美商品加征 10% 关税，并且对中国加征关税的政策自 2 月 1 日起实施。

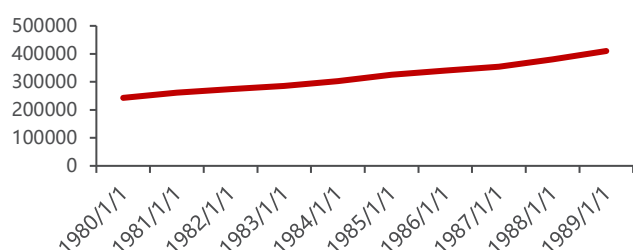
基于本轮关税带来的可能担忧，我们对 1980 年代前后日美贸易摩擦和 2017.1-2021.1 期间，中美贸易摩擦进行了深度复盘，总结出在美国对各国当地企业加征关税的情况下，哪些类型的标的更具备强防御性。

1 1980s 前后，日美贸易摩擦正式打响

1.1 背景：日美贸易逆差显著，日本纺织制造业崛起

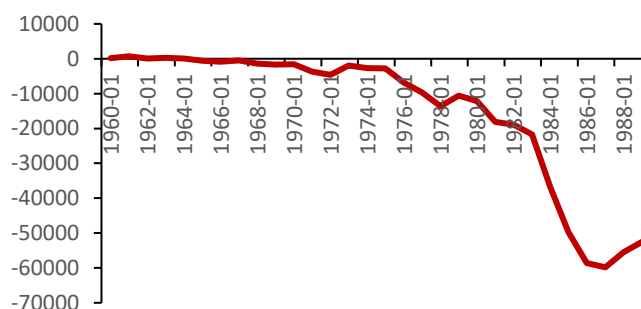
1980 年代日本经济快速发展，日美贸易逆差显著。自 20 世纪 60 年代起，日本经济快速发展，对美出口不断增加，美国对日贸易赤字持续扩大，到 1980-1985 年，年均贸易逆差达 233.8 亿美元，且逆差约占美国逆差总额的 50%。从 GDP 数据来看，1980 年代，日本成为世界第二大经济国和美国的主要债权国，GDP 达到 1980 年代美国的一半。

图1：1980-1989 年日本 GDP (十亿日元)



资料来源：iFinD，联合国统计局，民生证券研究院

图2：1960-1989 年美国对日本贸易差额(出口-进口) (百万美元)

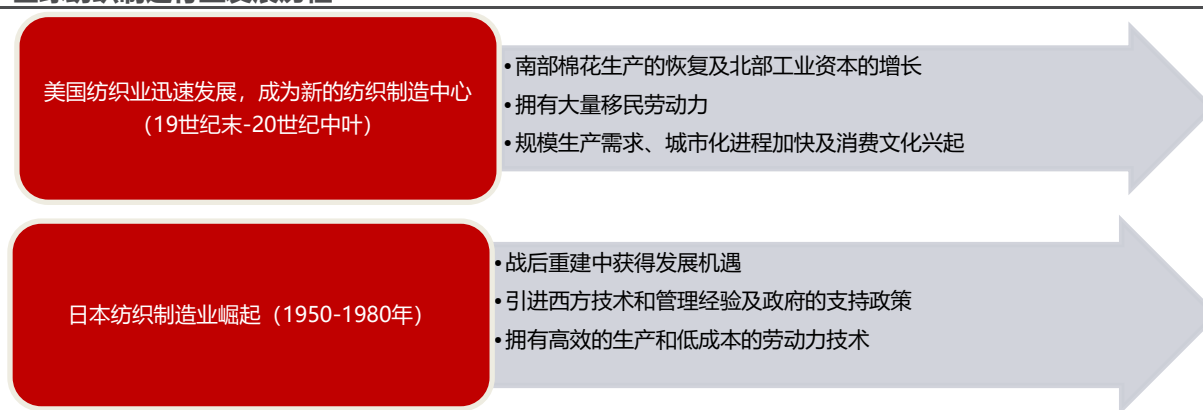


资料来源：iFinD，国际货币基金组织，民生证券研究院

全球纺织制造发展刚经历从美国制造为主体转向日本制造为主体，且 1980 年代正处在日本纺织制造业为全球纺织制造业中心。1) 19 世纪末至 20 世纪中叶，美国纺织业迅速发展，成为新的纺织制造中心。随着英国劳动力成本的上升和技术扩散，其他国家和地区也开始采用先进的纺织机械。同时，美国南北冲突后南部棉花生产的恢复以及北部工业资本的增长共同推动了美国纺织业的发展。此外，美国有着大量的移民劳动力，从而进一步降低了生产成本。与此同时，由于美国规模

生产的需求、城市化进程的加快以及消费文化的兴起，时尚产业也得到了迅速发展，对服装的需求迅速增加，世界纺织制造中心也逐渐转移到美国。**2)1950s 至 1980s, 日本纺织制造业崛起。**美国二战后虽经济繁荣，但随着劳动力成本的上升，制造商开始寻找成本更低的地区，同时两次世界大战对欧洲各国造成了严重破坏，欧洲各国正处于恢复时期，而日本则在战后重建中获得了发展机遇。日本通过引进西方技术和管理经验，加上政府的支持政策，快速建立起强大的纺织工业基础。美国二战后虽经济繁荣，但随着劳动力成本的上升，制造商开始寻找成本更低的地区。日本则依靠着其高效的生产和低成本的劳动力技术，逐渐成为亚洲乃至全球重要的纺织品制造中心。

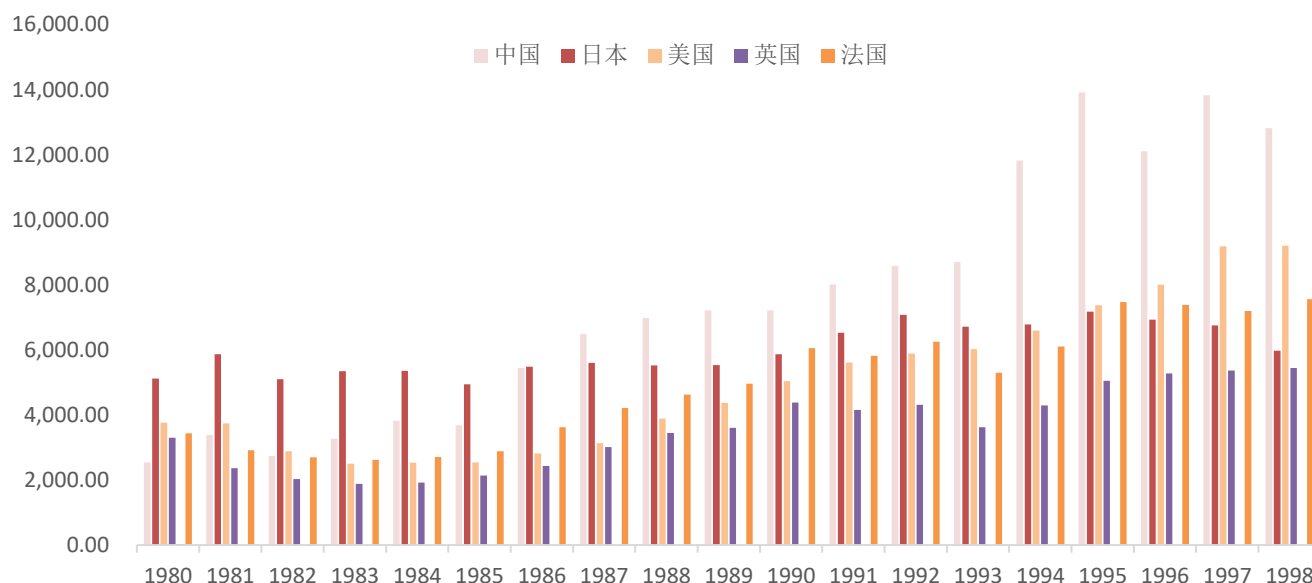
图3：全球纺织制造行业发展历程



资料来源：前瞻经济学人，民生证券研究院绘制

日本纺织品出口在 80 年代前后在核心出口国中位居首列，且其为美国纺织品及服装的主要进口国。在 1986 年以前，在当时各个核心大国的纺织品出口金额中，日本出口金额首屈一指，在 1985 年接近 50 亿美元，美国 1980 年的纺织品和服装进口总额约为 100 亿美元，其中日本为其最大的进口国家。

图4：1980-2000 年各国纺织品出口金额情况（单位：百万美元）



数据来源：Wind, 民生证券研究院

1.2 针对纺织业，美国提出贸易保护措施

随着 1950s 至 1980s 日本纺织制造业的崛起，逐步替代了此前美国在全球纺织产业链的地位，美国政府采取了一系列贸易保护措施。美国认为因日本的廉价商品出口，特别是纺织品，给美国本土产业带来了巨大压力，因此采取一系列保护主义措施，其中包括纺织品方面的配额限制、关税增加以及与日本的多轮贸易谈判。

日美贸易摩擦的起点可以追溯到 1970 年代末至 1980 年代初。1971 年，美国开始对日本的纺织品进口实行限制，包括设置配额和关税壁垒。同年，美国通过了《综合贸易法》；1974 年，美国和日本签订了《纺织品协议》，日本对美国纺织品出口额下降了 20% 以上；1981 年，美国开始对日本纺织品加征关税，并实施反倾销措施；1985 年，美国和日本签订了《日美纺织品协议》，该协议规定了日本每年向美国出口的纺织品数量的上限（即配额），超出配额的部分将面临额外的关税或根本无法进入美国市场；1986 年，为了进一步控制日本纺织品的进口，美国政府要求对特定类型的纺织品（如衬衫、毛衣等）增加配额限制，进一步减少其市场份额，对于超过配额的产品，美国也加大了关税和罚款力度；1988 年，美国政府决定在 1988 年对日本纺织品实施最后的关税制裁，除了继续执行配额制度外，还在部分纺织品上加征了高额关税。

表1：美国对日本纺服行业限制政策

时间	纺服行业限制政策
1971 年	美国通过《综合贸易法》，授权总统在必要时可以采取限制措施限制进口，特别是针对那些对美国国内产业造成损害的产品。
1974 年	美国和日本签订了《纺织品协议》，限制日本对美出口纤维条、纱、匹布、制成品和其他棉、毛、人造纤维或混纺的其它纺织纤维制成品。该协议规定了日本对美出口这些产品的数量限制。
1980 年代	美国开始对日本产品实施特保措施（Special Section 301），专门针对那些美国认为对知识产权没有提供充分有效保护的国家和地区。美国贸易代表办公室（USTR）每年发布“特别 301 评估报告”，全面评价与美国有贸易关系的国家的知识产权保护情况，并视其存在问题的程度，分别列入“重点国家”、“重点观察国家”、“一般观察国家”，以及“306 条款监督国家”。对于被美国贸易代表办公室列入“重点国家”的公告后 30 天内对其展开 6-9 个月的调查并进行谈判，迫使该国采取相应措施检讨和修正其政策，否则美国将采取贸易报复措施予以制裁；一旦被列入“301 条款监督国家”，美国可不经过调查自行发动贸易报复；而被列入“重点观察国家”、“一般观察国家”则不会立即面临报复措施或要求磋商。
1985 年	美国和日本签订《广场协议》，虽然《广场协议》的主要焦点是解决美元的高估和美国的贸易逆差，但该协议也要求日本限制对美出口，包括纺织品和汽车等产品。

资料来源：《US-Japan Trade Frictions》，Shujiro Urata，民生证券研究院整理

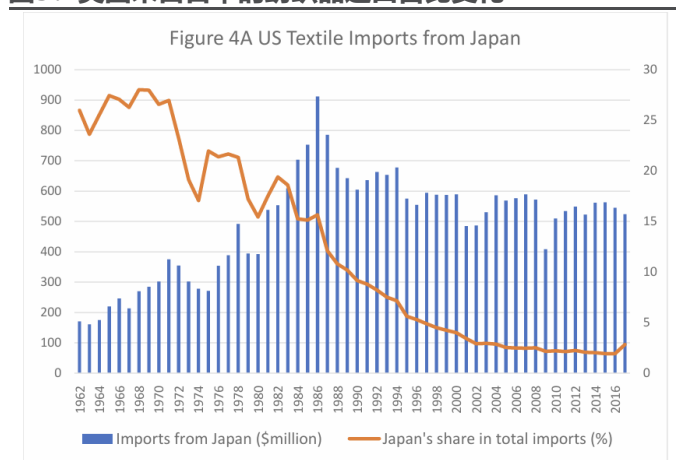
1.3 日本纺织品行业受到了哪些影响？

➤ 短期影响：纺织品出口显著下滑，企业利润收窄

日美贸易下，日本纺织品及服装对美出口占比显著下滑，整体出口受影响较大。

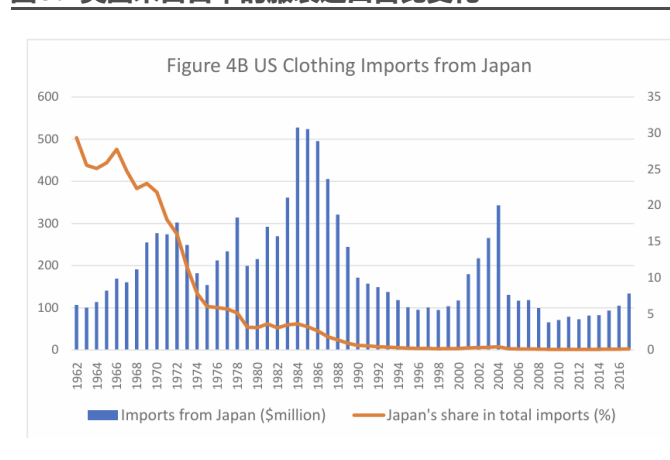
从日本纺织品对美出口数据看，自 1982 年后，美对日的纺织品进口占比呈现断崖式下跌，至 1990 年其占比下滑至约 10%。从日本纺织品出口占全球比重来看，1970-1980 年受美日关系、美国贸易保护主义影响，日本被迫减少纺织品出口，且日元升值加速日本纺织业萎缩，其占全球纺织品出口份额有所下降，1980 年日本纺织业出口份额占全球的 6.8%；1980-1985 年日本出口份额经历短暂回弹；1985 年签署“广场协议”后，日元大幅升值，日本纺织品出口竞争力下降，出口占比再度下滑，1989 年降至 9.5%。

图5：美国来自日本的纺织品进口占比变化



资料来源：《US-Japan Trade Frictions》，Shujiro Urata，民生证券研究院

图6：美国来自日本的服装进口占比变化



资料来源：《US-Japan Trade Frictions》，Shujiro Urata，民生证券研究院

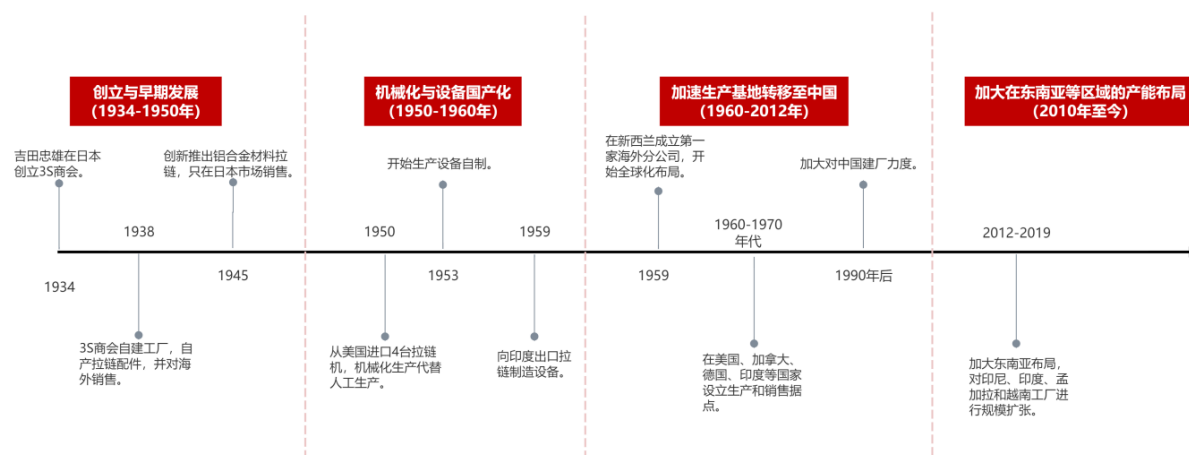
对企业端，贸易保护措施致使日本纺织企业端利润收窄，中小企业运营困难。

因贸易限制措施使得日本纺织企业接到的美国订单大量减少，导致以美国市场为主的日本纺织企业开工率受到影响，致使生产设备闲置，产能过剩的情况加剧。因企业需要寻找新的出口市场或者调整产品结构，如市场调研、产品重新设计和营销渠道建设等费用，最终呈现为产量下滑、成本居高不下、费用高企，致使企业利润大幅下滑，大多中小企业面临倒闭风险。以三菱纺织为例，其纺织品出口受到了美国的限制，直接影响了公司的出口收入和生产计划。同时由于美国的贸易保护政策，三菱纺织为了保持市场份额，选择降低产品价格或提供折扣，进一步压缩了公司的利润空间。此外，公司也放缓了在美投资的速度，暂停部分在美国的投资项目，在一定程度上影响公司在海外市场的发展战略和长期规划。

➤ 长期影响：加速产业转移和提升，强者更强

1) 加速产业转移：20 世纪 70 年代后，日本纺织企业将劳动密集型产业向韩国、中国台湾和中国香港等地区转移，80 年代中期以后，又以东亚、北美、欧洲为目的，加速扩大现地生产，降低生产成本，规避贸易摩擦。以 YKK 为例，1970 年代，YKK 陆续在多个国家设立生产和销售据点，包括美国、加拿大、德国、印度等国家；1990 年后，YKK 加大对中国建厂力度，包括上海、大连、深圳、苏州、无锡等地。

图7：YKK 发展时间轴



资料来源：YKK 公司官网，民生证券研究院绘制

2) 拓展多元市场：减少对美国单一市场的依赖，积极开拓欧洲、亚洲等其他海外市场，降低贸易风险，寻找新的增长机会。YKK 在亚洲多个国家建立了生产基地，如中国、越南、泰国、印尼等。这些生产基地利用当地劳动力和资源优势，降低了生产成本，提高了竞争力。同时，YKK 与亚洲地区的品牌和制造商建立了紧密的合作关系。例如，YKK 与日本的户外品牌 Columbia、The North Face 等建立了长期稳定的合作关系，共同开发新产品和市场。

3) 加强技术研发，推动产业升级：面对贸易保护，日本纺织企业加大了研发投入，将发展重心转向高附加值、高科技含量的产品研发与生产，如功能纤维、超强纤维等。推动了日本纺织机械行业的发展，如纺纱机械、织造机械和后整理机械等。例如，YKK 在越南推出了"ECO-CHAIN"回收系统，实现了拉链生产的环保化。此外，日本纺织业界整体也在努力从传统劳动密集型产业向技术密集型、知识密集型产业升级。例如，YKK 开发了 YKK Digital Showroom 平台，实现了产品设计、生产和物流的数字化管理。

尽管日本企业加速转移产能至其他海外国家，但日元汇率高企、人力成本较高、产能布局不够前瞻，叠加中国企业快速崛起，同时更低的中国人力成本和快速发展的纺织业，最终纺织制造产业主体向中国转移。

2 我国上一轮贸易摩擦期间，纺织制造业受影响几何？

2.1 中美贸易摩擦中的具体关税政策

在上一轮贸易摩擦期间（2017.1-2021.1），美国曾对超 400 亿美元的中国纺织品及服装加征关税。其中，2018 年 7 月 6 日和 8 月 23 日的两批加征关税的商品中，并未涉及纺织服装产品。在 9 月 24 日，美国对“清单三”中价值 2000 亿美元的商品加征 10% 的关税，并且在 2019 年 5 月 10 日对“清单三”中的 2000 亿美元的商品加征关税上调至 25%，其中涉及大约 61 亿美元的纺织服装产品。在 2019 年 9 月 1 日和 12 月 15 日美国分别对清单 4A 和清单 4B 中共计 3000 亿美元的商品加征 15% 的关税，涉及大约 427 亿美元的纺织服装产品。“清单三”和“清单四”几乎覆盖了我国当年对美出口的所有纺织服装产品，纺织服装行业成为这一阶段受影响最大的行业，在 2019 年我国对美纺织服装产品出口额也下降了 13%。

表2：上一轮中美贸易摩擦美国对中国纺服行业出台的限制政策及关税措施

时间	纺服行业限制政策
2018 年 7 月 6 日	美国对总值 500 亿美元原产于中国的商品加征 25% 的关税，其中 340 亿美元（清单一）于 7 月 6 日当天正式开始征收，另外 160 亿美元（清单二）于 8 月 26 日开始征收
2018 年 9 月 24 日	美国对总值 2000 亿美元原产于中国的商品（清单三）加征 10% 的关税，其中涉及大约 61 亿美元的纺织服装产品
2019 年 5 月 10 日	美国对从中国进口的 2000 亿美元商品（清单三）加征的关税税率由 10% 提升至 25%
2019 年 9 月 1 日	美国对总值 3000 亿美元原产于中国的商品（清单四）加征 10% 的关税，其中包含了我国全部的纺织服装产品，涉及金额达 427 亿美元
2020 年 1 月 22 日	美国贸易代表办公室(USTR)公告，自 2020 年 2 月 14 日，3000 亿美元清单中，4A 附加关税从 15% 降至 7.5%；并于 2020.1.16 取消 4B 清单关税。

资料来源：中国棉花信息网，纺织经济信息网，民生证券研究院整理

表3：清单 3 和清单 4 涉及的纺织品及服装鞋履的品类和关税

清单批次	税率	HS 章节	产品名称
清单 3	2018 年 9 月 24 日开始征收 10% 的关税； 2019 年 5 月 10 日关税上调至 25%	34	3401、3402 湿巾
		39	39262 其他塑料服装及附件
		40	4015 硫化橡胶（硬质橡胶除外）制的衣着用品及附件
		42	4203 皮革或再生皮革制的衣服及衣着附件
		43	43031 毛皮制的衣服、衣着附件
		50	蚕丝
		51	羊毛等动物毛；马毛纱线及其织物
		52	棉花
		53	其他植物纤维；纸纱线及其织物
		54	化学纤维长丝（包括纱线及其织物）
		55	化学纤维短纤及其织物
		56	絮胎、毡呢及无纺织物、线绳制品等
		57	地毯及纺织材料的其他铺地制品

清单 4	2019 年 9 月 1 日开始征收 15% 的附加关税；2020 年 2 月 14 日改为征收 7.5% 的附加关税	58	特种机织物、簇绒织物、刺绣品等，花边、装饰毯、装饰带
		59	浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物；工业用纺织制品
		60	针织物及钩编织物
		65	帽类及其零件
		52	棉花
		53	其他植物纤维；纸纱线及其织物
		54	化学纤维长丝（包括纱线及其织物）
		55	化学纤维短纤及其织物
		58	特种机织物、簇绒织物、刺绣品等，花边、装饰毯、装饰带
		59	浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物；工业用纺织制品
		60	针织物及钩编织物
		61	针织或钩编的服装及衣着附件
		62	非针织或非钩编的服装及衣着附件
		63	其他纺织制品；成套物品；旧纺织品
		64	鞋靴、护腿和类似品及其零件
		65	帽类及其零件
		94	9401、9404 软垫、枕头、靠垫

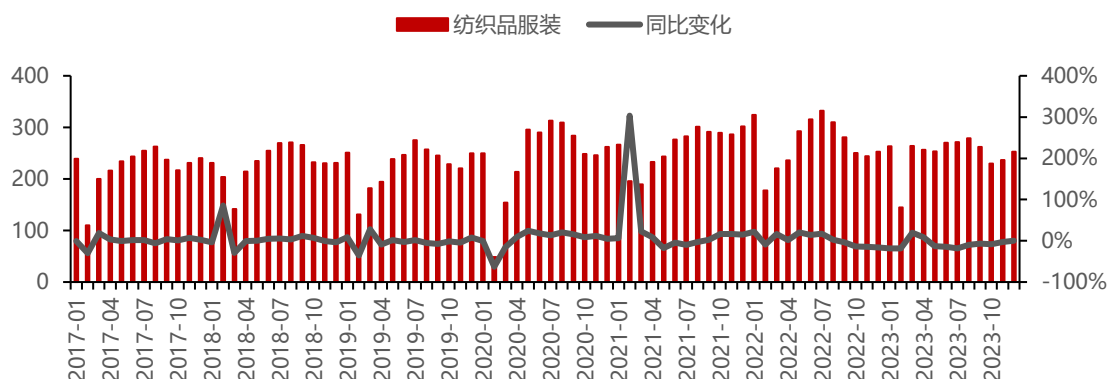
资料来源：中国棉花信息网，纺织经济信息网，民生证券研究院整理

2.2 行业角度：中国对美出口份额下滑，越南份额提升

在加关税的影响下，从整体出口数据看，我国纺服行业出口压力进一步加大。

自 2018 年以来中美贸易摩擦持续升级，处于观望情绪，下游下单积极性较弱，2018 年 9 月开始美国对我国部分纺织服装出口商品加征关税，我国纺织服装出口增速同比持续放缓。12 月当月出口额 231.1 亿美元，同比下降 3.7%，相较于 11 月降幅持续扩大，其中纺织品出口 98.8 亿美元，下降 2.8%；服装出口额为 132.3 亿美元，下降 4.5%。2019 年 9 月 1 日美国对我国 3000 亿美元商品加征 10% 关税，包含我国所有纺织服装、影响扩大，我国纺服总体出口压力进一步加大。根据中国海关统计数据显示，2019 年我国纺织品服装累计出口金额为 2807 亿美元，同比减少 1.5%，增速低于上年 5.3 个百分点。

图8：我国纺织品服装出口金额（亿美元）及同比增速



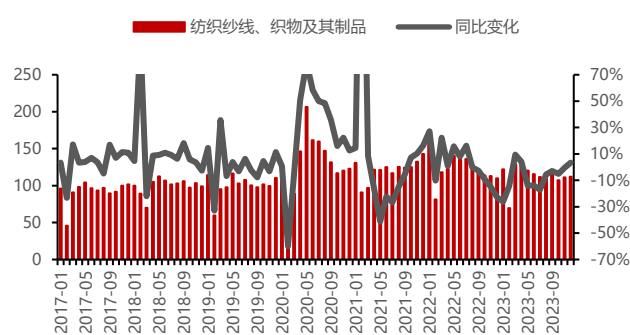
资料来源：iFinD，中国海关总署，民生证券研究院

图9：我国箱包等出口金额（亿美元）及同比增速



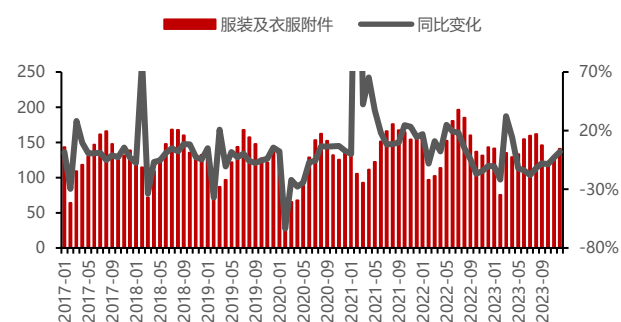
资料来源：iFinD，中国海关总署，民生证券研究院

图10：纺织纱线、织物及其制品出口金额（亿美元）



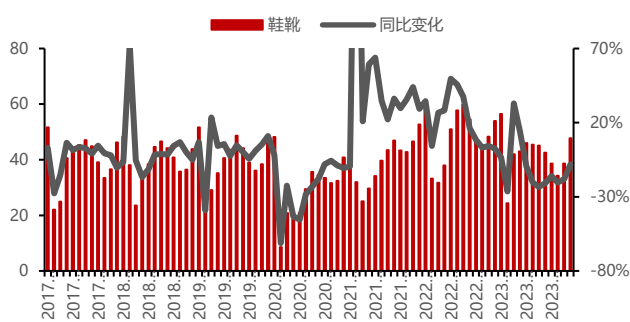
资料来源：iFinD，中国海关总署，民生证券研究院

图11：服装及衣服附件出口金额（亿美元）及同比



资料来源：iFinD，中国海关总署，民生证券研究院

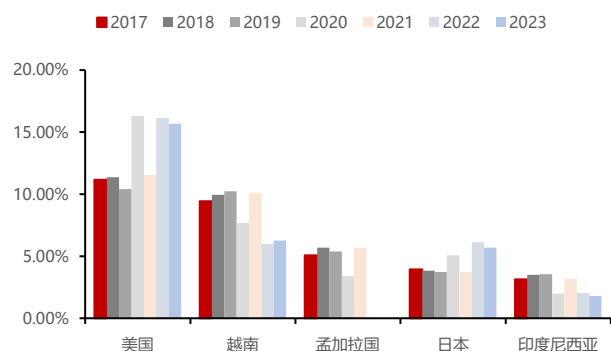
图12：鞋靴出口金额（亿美元）及同比



资料来源：iFinD，中国海关总署，民生证券研究院

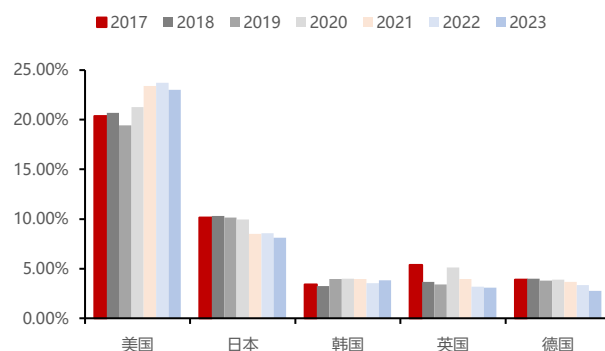
从中国纺织品及服装鞋履出口美国占比来看，鞋履受到影响最大。我国纺织品服装对美国出口金额也有所下降，2019 年对美国出口金额为 452.1 亿美元，同比下降 7.7%。从 2017 至 2023 年，美国始终是我国纺织品、服装及鞋靴的最大出口国，其中 2017 至 2023 年，我国鞋靴对美出口比例下降了 12.75%。

图13：中国纺织品主要出口国出口额占比



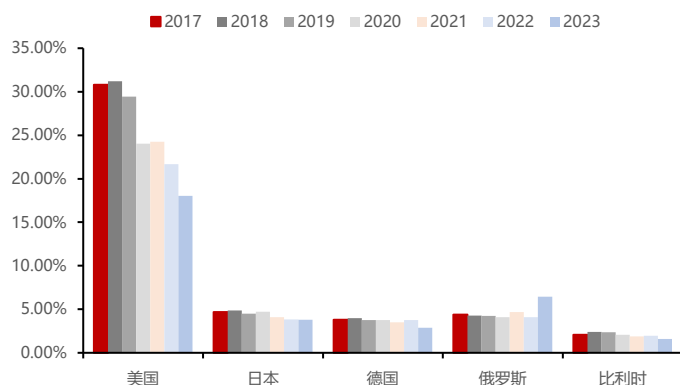
资料来源：Wind，中国海关总署，民生证券研究院整理

图14：中国服装主要出口国出口额占比



资料来源：Wind，中国海关总署，民生证券研究院整理

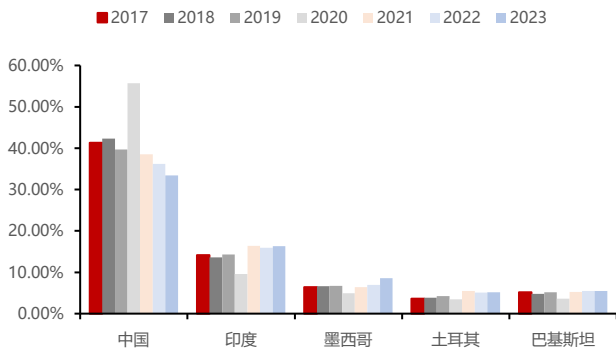
图15：中国鞋履主要出口国出口额占比



资料来源：Wind，中国海关总署，民生证券研究院整理

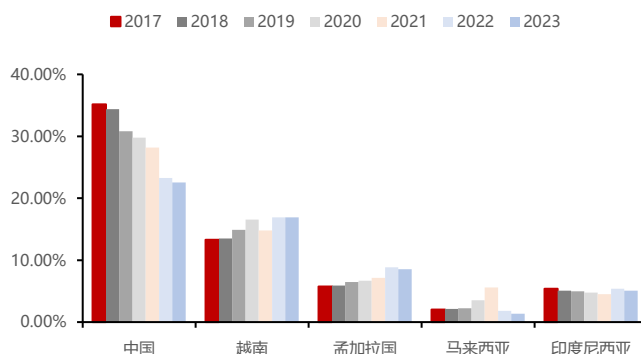
美国的出口国占比中可见，越南占比显著提升，尤其在鞋履品类。从2017至2023年，中国依然是美国纺织品、服装及鞋靴最大的进口国，但是在中美“贸易摩擦”的影响下，纺织品、服装及鞋靴的进口额占比均有所下降。而美国从越南进口的服装和鞋靴占比均有较大的提升，分别上升3.63%和8.33%。

图16：美国纺织品主要进口国进口额占比

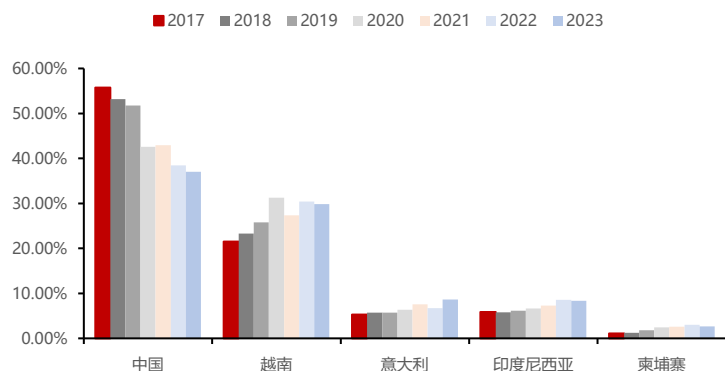


资料来源：Wind，美国人口普查局，民生证券研究院整理

图17：美国服装主要进口国进口额占比



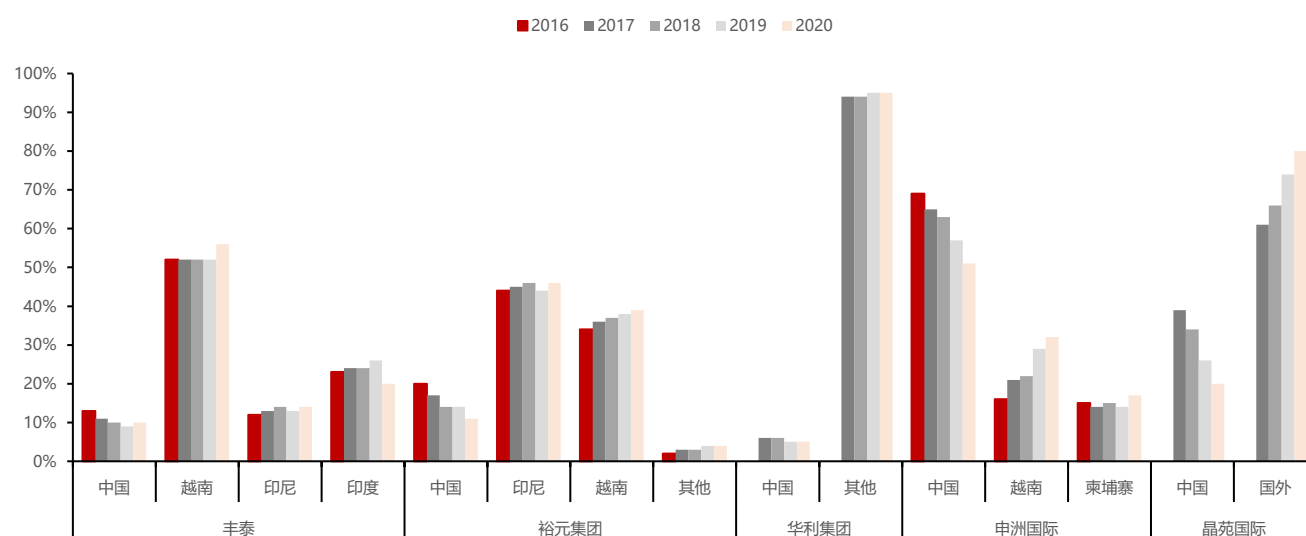
资料来源：Wind，美国人口普查局，民生证券研究院整理

图18：美国鞋履主要进口国进口额占比


资料来源：Wind，美国人口普查局，民生证券研究院整理

2.3 公司角度：中下游制造业产能较早布局海外，整体受影响较小

在此轮贸易摩擦之前，中下游制造企业因大多产能较早已至海外布局。截至2018年，运动鞋制造业中，丰泰海外产能占比达到90%、裕元集团海外产能占比超85%、华利集团海外产能占比94%；服装制造业中，申洲国际海外产能占比37%、晶苑国际海外产能占比66%。对于海外布局较早的企业来说，从收入和业绩表现看，整体受到波动影响较小。

图19：2016-2020年纺织服装企业分区域的产能分布


资料来源：iFinD，民生证券研究院整理（注：申洲国际2016-2020年、晶苑国际2017-2020年的产能分布以员工分布占比替代，华利集团2017-2020年的产能分布以净资产分布占比替代）

表4：鞋服制造企业财务数据梳理

主要业务	公司名称	财务数据	2016	2017	2018	2019	2020	2021
运动鞋	裕元集团	制造业收入 (亿美元)	60.39	63.46	62.74	61.72	47.36	49.14
		yoy (%)	(1.59)	5.08	(1.14)	(1.61)	(23.28)	3.77
		制造业利润 (亿美元)	4.80	4.83	2.56	2.26	-1.18	0.81
		yoy (%)		0.65	(46.99)	(11.90)	(152.34)	(168.35)
运动鞋	华利集团	营业收入 (亿元)		100.09	123.88	151.66	139.31	174.7
		yoy (%)			23.77	22.42	-8.14	25.4
		归母净利润 (亿元)		11.06	15.32	18.21	18.79	27.68
		yoy (%)			38.49	18.86	3.16	47.34
服装	申洲国际	营业收入 (亿元)	151.22	181.04	209.68	226.88	230.62	238.77
		yoy (%)	19.45	19.72	15.82	8.21	1.65	3.54
		归母净利润 (亿元)	29.48	37.63	45.40	50.95	51.07	33.72
		yoy (%)	25.18	27.65	20.67	12.22	0.23	(33.98)
箱包	开润股份	营业收入 (亿元)	7.7107	11.62	20.48	26.95	19.44	22.89
		yoy (%)	57.17	49.84	76.19	31.58	(27.87)	17.76
		归母净利润 (亿元)	0.84	1.33	1.74	2.26	0.78	1.8
		yoy (%)	99.95	58.81	30.23	30.09	(65.51)	131.03
运动鞋	丰泰	营业收入 (亿元)	581.22	586.33	644.98	739.30	696.26	707.73
		yoy (%)	4.16	0.88	10.00	14.62	(5.82)	1.65
		归母净利润 (亿元)	44.53	43.95	52.63	62.31	48.79	45.42
		yoy (%)	5.08	(1.31)	19.74	18.39	(21.70)	(6.91)
服装	晶苑国际	营业收入 (亿元)	17.84	21.87	25.11	24.41	19.98	23.57
		yoy (%)	5.35	22.59	14.81	(2.79)	(18.17)	18.00
		归母净利润 (亿元)	1.24	1.48	1.49	1.52	1.08	1.63
		yoy (%)	81.08	20.04	0.51	1.82	(28.85)	50.91
袜子及服装	健盛集团	营业收入 (亿元)	6.57	11.38	15.77	17.8	15.82	20.52
		yoy (%)	(7.46)	71.44	38.62	12.86	(11.12)	29.65
		归母净利润 (亿元)	1.04	1.32	2.06	2.73	-5.28	1.67
		yoy (%)	34.53	26.91	56.98	32.39	(293.09)	131.69

资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

在此之后，国内各大纺服企业持续加大在海外的产能布局，不仅把握东南亚区域发展红利，也能较好规避过往类似贸易政策风险。

1) 成衣制造企业：2020 年，申洲国际的成衣产能 60% 分布于中国，40% 位于越南和柬埔寨，而 2023 年境内产能降低至 47%，越南产能占比 27%，柬埔寨为 26%，境外产能占比超过境内。

2) 鞋履制造企业：裕元集团的中国大陆的鞋履产能占比从 2015 年的 25% 降低至 2023 年的 12%，与此同时，越南及印尼产能合计占比提升，由 2015 年的 74% 增至 2023 年的 85%；华利集团均为境外产能，2017-2023 年，境外鞋履产能占比 100%；丰泰的鞋履产能主要分布在越南、印度和印尼，2023 年产能占比分别为 47%、31% 与 12%，而中国产能仅 10%。

3) 辅料制造企业：伟星股份境内产能由 2020 年的 91% 降低至 2023 年的 85%，海外产能占比提升，目前主要分布在孟加拉，随着越南产能投产，海外产能占比有望进一步提升。

4) 纱线制造企业：百隆东方的越南产能占比由 2015 年的 40% 提升至 2023 年的 70%，境外产能占比不断提升。

表5：各纺织服装制造业务境内与境外产能分布

公司	产品类型	2023 年产能分布	未来产能规划
申洲国际	成衣	成衣产出占比：越南 (27%)、柬埔寨 (26%)、中国 (47%)	计划进一步加大海外产能布局规模，完善产业链上下游的配套成都，计划扩建越南面料产能规模以及增加色纱、织带等辅助工序的配套，已通过股权购买方式获得一家附属公司的土地使用权和污水排放许可
裕元集团	鞋履	鞋履出货量占比：中国大陆 (12%)、越南 (34%)、印尼 (49%)、其他 (5%)	灵活配置产能、以平衡需求、订单排程及劳动力供应，在适当时机放宽人力增补以重启产能扩充计划
华利集团	鞋履	成品鞋制造厂均位于境外，目前主要位于越南北部及中部区域	2024 年上半年，越南的两家新建工厂（一家成品鞋工厂和一家鞋面、鞋底等半成品工厂）、印度尼西亚一家新建工厂（成品鞋工厂）逐步投产
伟星股份	辅料	孟加拉国产能占比 14.95%，境内产能占比 85.05%	越南工业园于 24 年 3 月建成投产，国内募投项目按计划正常推进，计划分别于 2025 年和 2026 年完成
丰泰	鞋履	鞋履产量：中国区占比 10%、越南区占比 47%、印尼区占比 12%、印度区占比 31%	-
百隆东方	纱线	越南约占 70% 产能	截至 2023 年年末，越南百隆已建成并投产 126 万锭产能，计划以自有资金持续投入越南百隆 39 万锭纱线扩产项目
鲁泰	服装及辅料	面料境内产能占比 80%，主要分布在山东省，境外产能占比 20%，主要分布在越南；服装境内产能占比 40%，境外产能占比 60%	海外高档面料产品线项目（一期）目前处于产能爬坡阶段
开润股份	箱包	境外产能（印度、印尼）占比 65.13%，境内产能（滁州）占比 34.87%	未来公司将有序推进印尼箱包与服装生产基地及产业园项目建设，结合市场及订单情况扩建产能
晶苑国际	服装及辅料	-	积极推进已收购的两间布厂的创新及升级，一间位于越南，另一间位于孟加拉
健盛集团	袜子及服装	公司于 2013 年开始生产基地海外布局，目前在越南海防、兴安、清化规划建设了三大生产基地	继续推进越南兴安染厂扩产改建项目、越南海防扩产项目及越南清化二期项目等重点项目的投产上线工作
新澳股份	羊毛及纱线	-	公司“60,000 锭高档精纺生态纱项目”二期所涉及的 15,000 锭设备陆续投产；子公司新澳越南“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”按计划稳步推进，项目一期 2 万锭预计今年年底至 2025 年建设完成并陆续投产；子公司新澳银川“20000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”计划于 2025 年下半年陆续投产。

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3 投资建议：看好海外产能布局较完善的制造业龙头

基于上述历史情况梳理，我们发现具备以下几方面特征的企业在面临美国加征关税时，受到的影响相对较小：1) 公司运营管理效率高，应对策略能够实施较快的企业，可以快速根据环境变化进行自身调整，包括业务拓展方面和产能布局方面，从而降低风险；2) 较早在海外进行了产能布局，且在产能布局所在区域已拥有较强话语权的企业，能够通过产业链转移至其他国家，进一步降低加征关税带来的影响。

当前我国的纺织制造企业中，海外布局相对较完善的企业包括有申洲国际、裕元集团、伟星股份和华利集团。我们预计在海外布局相对完善的情况下，受到贸易冲击较小，同时作为行业龙头，自身也具备较强的核心竞争力。

核心推荐：运动鞋履代工龙头、产能扩张、新客户拓展顺利，同时产品结构不断优化的**华利集团**，推荐受益于行业景气度回暖与自身制造业务增速上行，获得稳健大客户份额的同时，扩展新的品牌客户拉动订单成长的**裕元集团**，推荐国内服饰辅料领军企业，在研发与技术、智造与规模、营销与服务等方面形成较强竞争优势的**伟星股份**，推荐针织制造全球领航者，卓越品质铸就行业标杆的**申洲国际**。

表6：盈利预测及估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
300979.SZ	华利集团	71.30	2.74	3.33	3.87	4.47	26	21	18	16	推荐
0551.HK	裕元集团	17.04	0.17	0.28	0.30	0.33	13	8	7	7	推荐
002003.SZ	伟星股份	13.93	0.53	0.61	0.70	0.79	26	23	20	18	推荐
2313.HK	申洲国际	62.90	3.03	3.79	4.34	4.93	19	16	14	12	推荐

资料来源：iFinD，民生证券研究院；（收盘价对应 2025 年 2 月 5 日，其中，申洲国际及裕元集团股价为港元，申洲国际 EPS 为人民币、裕元集团为美元）

4 风险提示

1) 国际贸易风险。当前纺织制造类企业的主要客户为全球知名的运动、休闲服饰品牌，销售遍及全球多个国家和地区，而制造企业生产工厂主要设于越南、柬埔寨等人力资本相对较低的国家，如果国际政治、经济环境或者进出口国的贸易政策发生重大变化，将可能对企业发展产生重要影响。

2) 劳动力成本上升风险。服饰制造属于劳动密集型产业，当前国内头部纺服企业的生产基地多位于劳动力充足的越南、柬埔寨等地，人力成本相对较低，但未来随着这些地区的经济发展，存在劳动力成本不断上升的可能性。若各企业不能有效应对劳动力成本上升带来的挑战，合理规划和布局，将对其经营产生不利影响。

3) 终端需求不及预期风险。纺织制造业的经营状态与品牌客户的订单需求关联度较高，零售业务与终端消费者对服饰的需求高度相关，若终端需求不及预期，则会影响到制造业务与零售业务的经营，最终对企业运营造成影响。

插图目录

图 1: 1980-1989 年日本 GDP (十亿日元)	3
图 2: 1960-1989 年美国对日本贸易差额(出口-进口) (百万美元)	3
图 3: 全球纺织制造行业发展历程	4
图 4: 1980-2000 年各国纺织品出口金额情况 (单位: 百万美元)	5
图 5: 美国来自日本的纺织品进口占比变化	6
图 6: 美国来自日本的服装进口占比变化	6
图 7: YKK 发展时间轴	7
图 8: 我国纺织品服装出口金额 (亿美元) 及同比增速	10
图 9: 我国箱包等出口金额 (亿美元) 及同比增速	11
图 10: 纺织纱线、织物及其制品出口金额 (亿美元)	11
图 11: 服装及衣服附件出口金额 (亿美元) 及同比	11
图 12: 鞋靴出口金额 (亿美元) 及同比	11
图 13: 中国纺织品主要出口国出口额占比	11
图 14: 中国服装主要出口国出口额占比	11
图 15: 中国鞋履主要出口国出口额占比	12
图 16: 美国纺织品主要进口国进口额占比	12
图 17: 美国服装主要进口国进口额占比	12
图 18: 美国鞋履主要进口国进口额占比	13
图 19: 2016-2020 年纺织服装企业分区域的产能分布	13

表格目录

重点公司盈利预测、估值与推荐	1
表 1: 美国对日本纺服行业限制政策	6
表 2: 上一轮中美贸易摩擦美国对中国纺服行业出台的限制政策及关税措施	9
表 3: 清单 3 和清单 4 涉及的纺织品及服装鞋履的品类和关税	9
表 4: 鞋服制造企业财务数据梳理	14
表 5: 各纺服制造业务境内与境外产能分布	15
表 6: 盈利预测及估值表	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048