

2025 年 4 月 25 日 定量推演“对等关税”对鞋服 OEM 行业及品牌商影响

民银国际研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email：liminhe@cmbcint.com

相关报告：

- 民银国际-消费行业研究：美国加征关税影响速评-20250403

全球纺织鞋服产能位于东南亚+中国，对等关税力度与范围超预期：4 月以来美国征收对等关税，中国累计达 145%，越南 46%、柬埔寨 49%、印尼 32%、孟加拉国 37%。近几年中国仍是美国纺织服装及鞋类的第一大进口来源国。23 年中国占美国纺织服装进口额的 26%。2024 年中国纺织服装出口额达 3,011 亿美元，出口至美国占 17%。

鞋服代工制造商-品牌商-消费者关税分担推演，我们的观点：

(1) 短期、中期、长期关税成本将转移到供应链-品牌及渠道-消费者的不同环节：90 天关税豁免期内对部分地区征收 10% “基准关税”。今年内预计品牌商、鞋服 OEM 受关税压力较小，**短期品牌承担；中期上游制造+品牌+消费者共担**，鞋服 OEM 企业存在关税分摊及盈利能力承压的风险；**长期消费者承担**，即额外关税成本将通过改善终端折扣、提价等方式逐步转移至消费者。

(2) **品牌商**：假设品牌商不提价且不过成本，完全通过牺牲毛利率方式承担关税成本，我们测算得出“对等关税”将对品牌商美国业务毛利率造成~15%负面影响，对品牌毛利率造成 3%-7%负面影响。国际运动品牌或通过改善折扣、新品提价、供应链短期让利等分担关税。

(3) **鞋服 OEM 企业**：在中期 25Q4 和 26 年或存在关税分摊风险，对美订单或需短暂阶段性让利于品牌商。对于发货地往美国的订单，鞋服 OEM 或需与品牌阶段性共渡难关。关注企业的四大要素——对美订单占比、客户结构（品牌商加价倍率、折扣控制能力）、产地分布、以及在品牌商核心供应链网络中是否有独特地位。

对于鞋服 OEM 企业，当前的应对：

(1) **出货计划**：由于 90 天豁免期，晶苑国际、九兴控股、超盈国际等均反馈目前订单仍按计划生产，普遍反馈目前产能利用率较满。中国产能供应中国和非美地区，美国订单由东南亚产能供应。

(2) **关税成本分摊**：部分供应商企业提及有与部分品牌在协调，因仍在 90 天期内，暂无明确定论，具体分担取决于双方谈判能力。

关税成本分摊存在两种说法：①说法一是根据代工在鞋服价值链中的占比来分担，对于运动鞋/服，代工制造占 15-20%，品牌端占 30-40%，零售端占 40-50%。说法二是考虑到 OEM 厂商的净利润率较薄，普遍在个位数~10%附近，关税成本的分摊取决于其在供应商网络的地位及谈判能力。②对于定价倍率高的客户且有独特地位的 OEM 厂商，受影响较小。

投资建议：中长期我们认为鞋服供应链行业整合仍将持续，因为额外的关税成本、更高的产地布局和快速交期要求将令中小厂出清。即头部鞋服 OEM 企业将强者恒强，在品牌采购中的份额有望继续扩大。综上，当前阶段可重视内需板块（例如本土运动鞋服品牌、潮玩、乳制品等）。若未来估值充分反映鞋服 OEM 厂商阶段性盈利压力风险，

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1.	全球纺织鞋服产能主要位于东南亚+中国，对等关税力度与范围超预期	3
2.	鞋服代工制造商-品牌商-消费者关税分担推演	6
3.	关注鞋服代工制造商对美订单占比、客户结构、产能分布	9
4.	鞋服代工企业、品牌商的应对	9
5.	投资建议	11
	风险提示	12

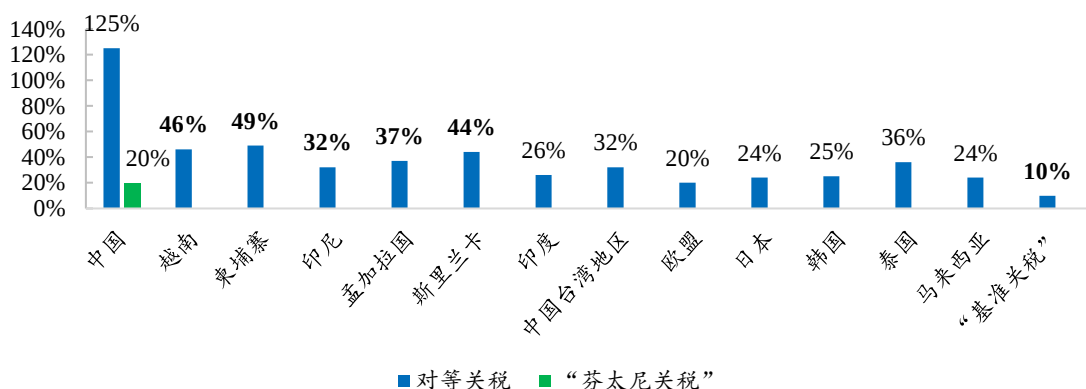
图表目录

图 1:	美国对各地区征收“对等关税”	3
图 2:	国际运动品牌耐克、阿迪达斯、Lululemon、昂跑的供应链结构（按地域）	3
图 3:	中国纺织服装出口额（亿美元）	5
图 4:	中国纺织服装出口结构	5
图 5:	美国的纺织服装进口来源结构（按地域）	5
图 6:	美国进口中国纺织服装金额（亿美元）	5
图 7:	美国的鞋类进口来源结构（按地域）	5
图 8:	美国进口中国鞋类金额（亿美元）	5
图 9:	鞋服价值链各环节占比	6
图 10:	各环节对美关税分担能力决定要素	6
表 1:	若品牌商完全承担关税成本，国际运动品牌美国收入占比、公司盈利能力影响测算	7
表 2:	鞋服代工制造商-品牌商-消费者关税成本分担推演	8
图 11:	鞋服 OEM 公司对美收入占比	9
图 12:	鞋服 OEM 公司产能分布	9
表 3:	鞋履制造、纺织服装供应链公司盈利能力	10
表 4:	鞋服 OEM 行业估值表（截至 2025 年 4 月 25 日）	12

1. 全球纺织鞋服产能主要位于东南亚+中国，对等关税力度与范围超预期

4月以来，美国宣布加征关税以再平衡全球贸易流量，在现基础上，美国对所有贸易伙伴的所有进口商品征收10%基准关税，对于纺服鞋履OEM公司产能主要布局的中国及东南亚，关税力度超预期。截至4月9日，中国累计达145%，若进一步考虑2018-19年的301关税则更高。其他地区对等关税方面，越南46%、柬埔寨49%、印尼32%、孟加拉国37%、斯里兰卡44%、印度26%、中国台湾地区32%、欧盟20%、日本24%、韩国25%、泰国36%、马来西亚24%。对于轻工日用消费品，不在本次豁免品类内。

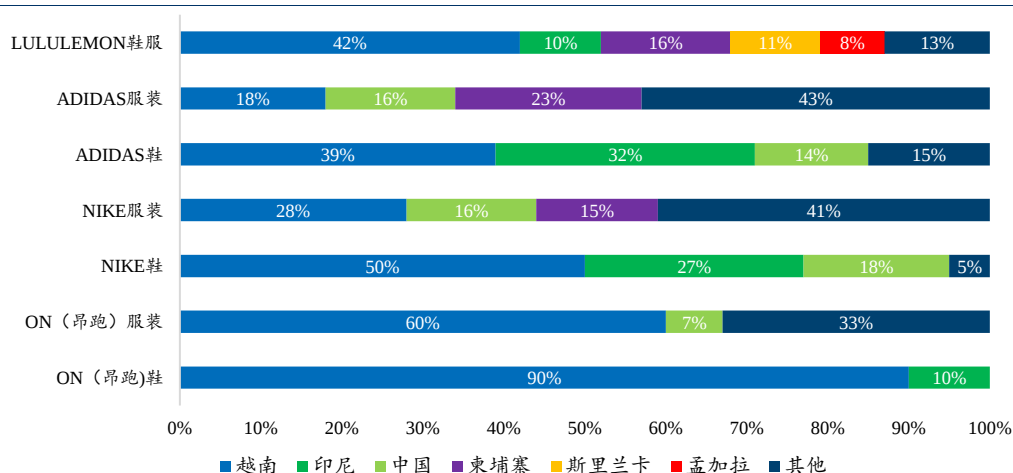
图1：美国对各地区征收“对等关税”



资料来源：政府公告、民银国际整理

国际运动品牌供应链以东南亚+中国为主，各品牌分地区产能占比如下图。

图2：国际运动品牌耐克、阿迪达斯、Lululemon、昂跑的供应链结构（按地域）



资料来源：公司公告、民银国际整理

美国对中国纺织服装行业历史加征情况：

早期设限阶段：2004 年初，美国政府以对该国纺织品市场造成威胁和引起该国失业人数居高不下为由，对中国的针织布、胸衣、袍服三类纺织品设限。2004 年 12 月美国在对中国袜子提出设限后又一次对中国的精梳棉纱产品提出设限。同时，欧盟、日本、土耳其等国家先后对中国部分纺织品提出了设限请求。

中美贸易摩擦加征关税阶段（2018 年-2019 年）：

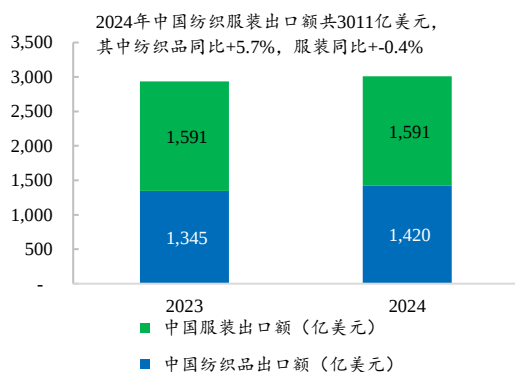
于 2019 年，“清单三”加征的关税税率从 10%提高到了 25%，其中包括几乎全部种类的纺织纱线、织物、针织、产业用制成品及部分家用纺织品和纺织机械产品。“清单 4A”和“清单 4B”两部分商品加征 15%关税，清单三和清单四包含了我国大部分对美出口纺服产品，总额约 450 亿美元。

2020 年，贸易摩擦缓和，“清单三”中，4A 附加关税从 15%降至 7.5%，取消了 4B 清单关税。截至 2024 年底，针织或钩编的服装及衣着附件、非针织或非钩编的服装及衣着附件、鞋靴、运动鞋等产品征收 7.5% 及以上额外关税不等。

对于上一轮贸易摩擦，关税成本短期由品牌商承担，但品牌商要求上游供应链转移至关税洼地东南亚地区。面对贸易摩擦，中国企业积极海外扩产布局东南亚，尤其是供应链中偏下游的成衣/鞋履制造企业。对于偏中上游的纱线、面料企业，由于其不直接发货往品牌销售地，外迁进度较成衣和鞋履制造略慢，但考虑到原材料溯源要求+靠近成衣及鞋履制造厂布局的要求，纱线及面料主要企业均已拥有东南亚产能并积极扩建。

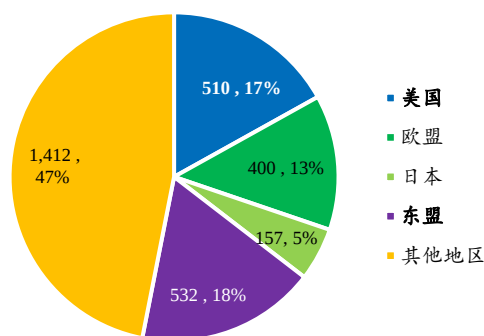
中国纺织服装出口的对美依赖度：2024 年中国纺织服装出口额达 3,011 亿美元，其中纺织品/服装分别出口 1,420/ 1,591 亿美元，同比分别+5.7%/+0.4%。纱线和面料出口增速超整体平均——商品纱线/面料/家用纺织品/针梭织服装出口额分别同比+3.1%/+6.7%/+4.8%/+0.4%。按地区，美国/欧盟/东盟/日本是中国纺织服装的主要出口地，分别占中国纺织服装出口额的 17%/ 13%/ 18%/ 5%。对美出口而言，2024 全年中国纺织服装对美累计出口 509.6 亿美元，同比+9.1%，市场占比回升至 16.9%，高于 2023 年（15.9%）和疫情前 2019 年的水平（16.5%）。

图 3：中国纺织服装出口额（亿美元）



资料来源：纺织经济信息网、民银国际整理

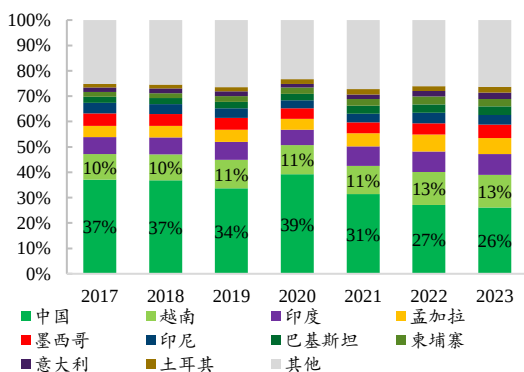
图 4：中国纺织服装出口结构



资料来源：纺织经济信息网、民银国际整理

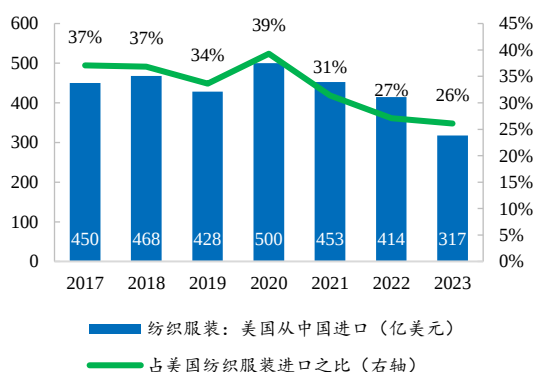
美国纺织鞋服对中国的依赖度：从进口国家结构来看，2017-23 年中国始终是美国纺织服装及鞋类的第一大进口来源国。以纺织服装为例，2017、21、23 年美国纺织服装进口地来源结构中，中国分别为 37%/ 31%/ 26%，美国进口中国纺织服装的金额从 17 年的 450 亿元下降至 23 年的 317 亿美元。

图 5：美国的纺织服装进口来源结构（按地域）



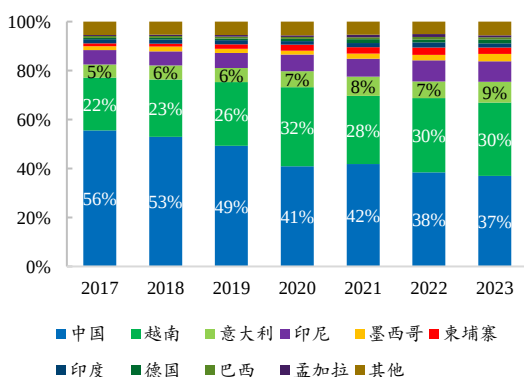
资料来源：USITC Trade Shifts Report、民银国际整理

图 6：美国进口中国纺织服装金额（亿美元）



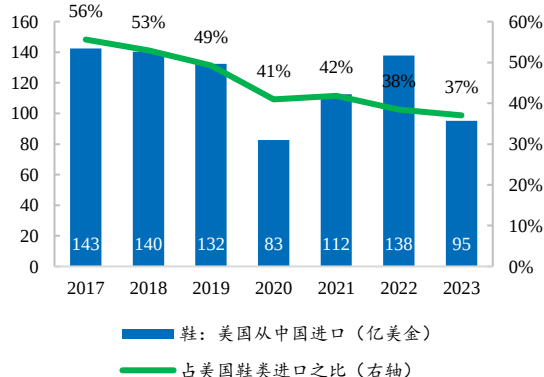
资料来源：USITC、民银国际整理

图 7：美国的鞋类进口来源结构（按地域）



资料来源：USITC Trade Shifts Report、民银国际整理

图 8：美国进口中国鞋类金额（亿美元）



资料来源：USITC、民银国际整理

2. 鞋服代工制造商-品牌商-消费者关税分担推演

2025 年 4 月，美国宣布对等关税后，对全球多个地区设立 90 天豁免期。对于关税分担，我们的观点：

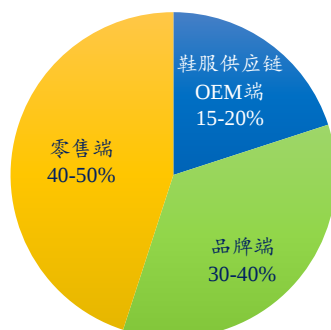
第一，在 90 天关税豁免期内，美国全球多地征收 10% “基准关税”。因此，今年内预计品牌商、鞋服 OEM 受关税压力较小，短期品牌承担；中期鞋服 OEM 企业存在关税分摊及盈利能力承压的风险；中长期额外关税成本将通过改善终端折扣、提价等方式逐步转移至消费者。

第二，在中期的 25Q4 和 26 年，预计鞋服 OEM 企业存在关税分摊风险，对美订单或需短暂阶段性让利于品牌商。尽管鞋服 OEM 制造企业以 FOB 形式出货，从交货形式上不需要承担关税，但结合对等关税方案的高税率和品牌商的盈利能力，对于发货地往美国的订单，鞋服 OEM（包括成衣制造、面料制造）或需与品牌阶段性共渡难关。

第三，纺织鞋服供应链回流美国的可能性极小，预计东南亚未来仍将是鞋服制造的主要产地，长期额外关税成本将回归消费者承担。纺织鞋服 OEM 的成衣及鞋履制造业为劳动密集型行业，东南亚产地具备劳动力成本优势。上游纱线、面料制造虽然更资本密集，但考虑物流成本和快速交期，其需靠近成衣及鞋履制造厂来布局。并且，除关税成本和劳动力成本以外，鞋服 OEM 建厂需考虑地缘政治、安全性、基础设施、物流、文化等多方面因素，建厂、熟练员工培训、供应链上下游配套等需多年的积累，并非一朝一夕。

图 9：鞋服价值链各环节占比

鞋服价值链各环节占比



资料来源：民银国际整理

图 10：各环节对美关税分担能力决定要素

品牌商及零售端	供应链
✓ 品牌定价能力 (例如体现为 加价倍率)	✓ 是否为品牌的核心 供应商，在品牌供 应链网络中是否具 备独特地位与能力
✓ 品牌库存管理+ 折扣控制能力	✓ 产能布局
✓ 美国业务占比	✓ 美国业务占比

资料来源：民银国际整理

“对等关税”将如何冲击品牌及 OEM 的盈利能力，各环节分担能力的决定要素如何？我们的观点：

由于本次对等关税加征幅度较高，品牌无力独自承担额外关税，额外的关税成本将不可避免地对品牌端+OEM 代工端造成短期阶段性的利润压力。假设品牌商不提价且不屈成本，完全通过牺牲毛利率的方式承担关税成本，我们测算了对品牌端毛利率影响（见表 1、表 2），其将对美国业务毛利率造成~15%的负面影响，对公司毛利率造成 3%-7%的负面影响。例如 NIKE、ON、阿迪达斯的净利润率分别在 11.1%、10.5%、3.2%，美国对等关税的影响无法被品牌独自吸收，品牌存在动力向消费者+代工端转移关税成本。

各环节对美关税分担能力的决定要素如下：

对于品牌商及零售端：品牌定价能力（体现为加价倍率）、品牌的库存管理及折扣控制能力、美国业务占比是三大核心要素。因为对于品牌商而言，定价能力和加价倍率更高，所需提价力度更小，消费者也更愿意接受。折扣控制能力方面，例如运动品牌普遍终端折扣在 70-75，若终端折扣能提升 5 个百分点，作用类似于提价。

鞋服 OEM 代工商：是否为品牌的核心供应商/在品牌供应链网络中是否具备独特地位与能力、产能布局、美国业务占比是三大核心要素。鞋服 OEM 商在与品牌谈判时，我们认为品牌方会侧重先保障其供应链网络中的核心供应商，OEM 代工商在品牌供应链的独特地位也是重要因素。例如九兴控股是众多奢侈品牌的鞋履代工商，其出货质量和价格较过意大利、西班牙等产地具备显著优势。产能布局方面，尽管东南亚被普遍加征，东南亚各国的对等关税差距幅度存在差距（例如越南 46%、印尼 32%）。

表 1：若品牌商完全承担关税成本，国际运动品牌美国收入占比、公司盈利能力影响测算

公司名称	毛利率（%）		净利润率（%）		假设加价倍率	北美毛利率影响（百分点） 设吊牌价、折扣不变	美国收入占比	公司毛利率影响（百分点）
	2023	2024	2023	2024				
阿迪达斯	47.5	50.8	-0.4	3.2	5-8	-14.8	22%	-3.3
PUMA	46.3	47.4	3.5	3.2	5-8	-14.8	24%	-3.5
亚玛芬体育	52.5	55.7	-4.7	1.4	5-8	-14.8	36%	-5.3
VSCO	35.6	36.8	5.5	1.8	5-8	-14.8	88%	-13.0
耐克	43.5	44.6	9.9	11.1	5-8	-14.8	43%	-6.4
Under armou	44.9	46.1	6.3	4.1	5-8	-14.8	61%	-9.0
威富 VF	52.6	52.0	1.0	-9.3	5-8	-14.8	45%	-6.7
德克斯户外	50.3	55.6	14.2	17.7	5-10	-9.7	67%	-6.5
Lululemon	58.6	59.2	16.1	17.1	5-10	-9.7	61%	-5.9
ONON	59.6	60.6	4.4	10.5	6-10	-8.6	64%	-5.5
迅销	51.9	53.9	11.4	12.7	2.5	-18.0	9%	-1.6

资料来源：Bloomberg、民银国际整理

表 2：鞋服代工制造商-品牌商-消费者关税成本分担推演

关税前	供应链FOB出厂价格假设（美元）	10				
	原对美出口运动鞋服的基础综合关税	15%				
	加上海运费、清关等，品牌商综合采购成本	15				
	不同类型品牌加价倍率不同，假设加价倍率分别为	4	5	6	8	10
	终端吊牌价（美元）	40	50	60	80	100
	综合零售折扣为70折	70%				
	假设品牌为全直营，终端零售额(美元)	28	35	42	56	70
	假设品牌为全直营，毛利额	13.0	20.0	27.0	41.0	55.0
	假设品牌为全直营，毛利率	46%	57%	64%	73%	79%
加关税	加征46%关税，关税成本（美元）	4.6				
情景1	消费者完全承担关税：终端吊牌价提价，升幅为额外关税成本（4.6美元）					
	终端吊牌价上升至	44.6	54.6	64.6	84.6	104.6
	对应吊牌价涨价幅度	12%	9%	8%	6%	5%
情景2	品牌商完全承担关税：品牌商牺牲毛利					
	品牌商综合采购成本增加4.6美元至	19.6				
	终端吊牌价维持（美元）	40	50	60	80	100
	综合零售折扣为70折	70%				
	假设品牌为全直营，终端零售额(美元)	28	35	42	56	70
	假设品牌为全直营，毛利额（美元）	8.4	15.4	22.4	36.4	50.4
	假设品牌为全直营，毛利率下降为	30%	44%	53%	65%	72%
	毛利率下降幅度（百分点）	-16.4	-13.1	-11.0	-8.2	-6.6
情景3	消费者+品牌承担关税：提折扣+牺牲毛利率					
	假设零售折扣从原70折提升5个百分点至75折	75%				
	加上海运费、清关等，品牌商综合采购成本	19.6				
	不同类型品牌加价倍率不同，假设加价倍率分别为	4	5	6	8	10
	终端吊牌价维持（美元）	40	50	60	80	100
	假设品牌为全直营，终端零售额(美元)	30	37.5	45	60	75
	假设品牌为全直营，毛利额（美元）	10.4	17.9	25.4	40.4	55.4
	假设品牌为全直营，毛利率下降为	35%	48%	56%	67%	74%
	毛利率下降幅度（百分点）	-11.8	-9.4	-7.8	-5.9	-4.7
情景3	供应链、品牌、消费者共同承担					
	假设供应商让利10%，供应链FOB出厂价格（美元）	9				
	加征46%关税，关税成本（美元）	4.1				
	供应链让利+额外关税，产品成本共增加	3.1				
	加上海运费、清关等，品牌商综合采购成本	18.1				
	终端吊牌价提升3%至（美元）	41.2	51.5	61.8	82.4	103.0
	假设零售折扣从原70折提升5个百分点至75折	75%				
	终端零售额(美元)	30.9	38.6	46.4	61.8	77.3
	通过提价+提折扣，品牌和零售能覆盖的关税成本	2.9	3.6	4.4	5.8	7.3
	假设品牌为全直营，毛利额（美元）	12.8	20.5	28.2	43.7	59.1
	假设品牌为全直营，毛利率下降为	41%	53%	61%	71%	77%

资料来源：民银国际测算

3. 关注鞋服代工制造商的对美订单占比、客户结构、产能分布

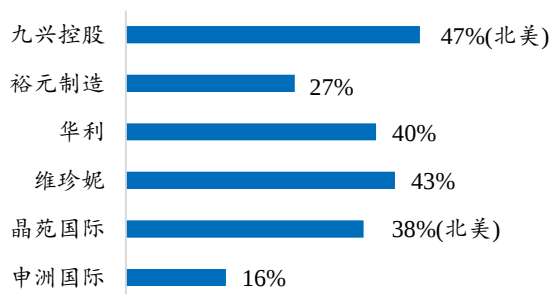
(1) 美国对全球主要地区加征关税，推升商品成本，带来潜在的通胀和衰退风险，需求端或承压，影响下游国际运动鞋服品牌商。

(2) 对于运动鞋服 OEM 公司，由于东南亚主要产地包括越南/柬埔寨/孟加拉/印尼均被大幅加征关税，对于美国订单的生产分配而言，通过调节订单生产地以规避关税风险的空间相对有限。

(3) 各 OEM 公司 2024 年对美收入占比：申洲 16%、晶苑 38%（北美）、裕元制造 27%、华利 40%、九兴 47%（北美）、维珍妮 43%。

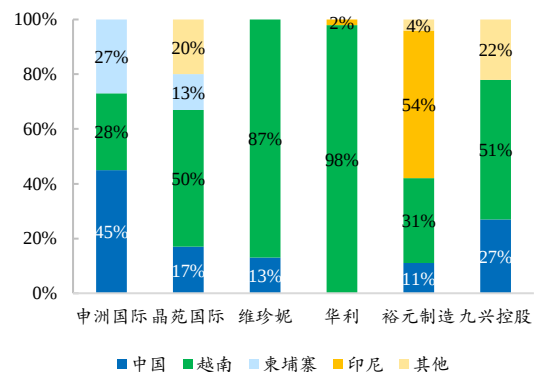
(4) 各 OEM 公司产能地分布：①申洲，中国/越南/柬埔寨分别占 45%/28%/27%；②晶苑，中国/越南/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡分别占 17%/50%/13%/13%/7%；③裕元制造，中国/越南/印尼/其他分别占 11%/31%/54%/4%；④九兴控股，中国/越南/其他 27%/51%/22%。

图 11：鞋服 OEM 公司对美收入占比



■ 2024 年鞋服 OEM 公司对美收入占比

图 12：鞋服 OEM 公司产能分布



资料来源：公司年报、民银国际整理

资料来源：公司年报、民银国际整理

4. 鞋服代工企业、品牌商的应对

对于国际运动品牌商：

我们认为其应对“对等关税”，将以提价、改善折扣为主，短期有可能要求供应商让利以共渡难关。以运动鞋服品牌商为例，其终端零售折扣普遍在 70-75，提升折扣与提价的作用类似。而定价能力较强的奢侈品牌，已经纷纷公布涨价以覆盖额外关税成本。

对于鞋服 OEM 代工商：

(1) **出货计划**：由于存在 90 天豁免期，晶苑国际、九兴控股、超盈国际等均反馈目前订单仍按计划生产，普遍反馈目前产能利用率较满。中国产能供应中国和非美地区，美国订单由东南亚产能供应。

(2) **关税成本分摊**：部分供应商企业提及有与部分品牌在协调，因仍在 90 天期内，暂无明确定论，具体分担取决于双方谈判能力。

(3) 关税成本分摊存在两种说法：

①说法一是根据代工在鞋服价值链中的占比来分担，对于运动鞋/服，代工制造占 15-20%，品牌端占 30-40%，零售端占 40-50%。说法二是考虑到 OEM 厂商的净利润率较薄，普遍在个位数~10%附近，关税成本的分摊取决于其在供应商网络的地位及谈判能力。

②对于定价倍率高的客户且有独特地位的 OEM 厂商，受影响较小。九兴控股在 25Q1 业绩会表示，暂无奢侈高端时尚客户要求其承担额外关税。

(4) 我们认为，OEM 对关税成本分摊是短期阶段性的，不会长期持续。额外关税成本长期仍将转移至消费者。因为在分担关税的情境下，OEM 厂商出货往美国/非美订单存在利润率差异，且品牌需稳定供应链网络并依靠供应链伙伴进行产品合作研发，需给予核心供应商合理利润空间，以支持其稳定出货及产能布局，OEM 厂商不会长期微利甚至亏本做美国订单。

表 3：鞋履制造、纺织服装供应链公司盈利能力

公司名称	净利润率 (%)			毛利率 (%)			EBITDA 率 (%)		
	2019	2023	2024	2019	2023	2024	2019	2023	2024
鞋履制造：									
裕元集团	3.0	3.5	4.8	24.9	24.4	24.4	9.6	10.1	11.3
华利集团	12.0	15.9	16.0	23.5	25.6	73.2	17.3	23.0	22.9
九兴控股	6.2	9.5	11.1	19.0	24.6	24.8	9.0	13.4	15.5
钰齐-KY	10.0	8.9	9.4	19.7	18.9	19.1	16.4	17.0	15.6
丰泰	8.4	5.8	6.7	24.4	20.7	22.6	14.2	11.0	12.1
纺织服装制造：									
申洲国际	22.5	18.3	21.8	30.3	24.3	28.1	28.0	22.5	25.9
晶苑国际	6.3	7.5	8.1	19.1	19.2	19.7	11.8	13.1	12.6
维珍妮	4.6	2.0	/	22.7	22.6	/	15.3	14.0	/
超盈国际	8.3	8.3	12.0	24.0	23.9	26.8	19.6	21.0	23.9
儒鸿	15.3	16.8	18.0	28.9	31.4	30.9	22.4	24.1	23.4
来亿-KY	/	4.9	10.1	/	13.5	19.8	/	10.6	16.1
聚阳	7.0	12.3	11.6	20.1	25.8	25.3	11.1	16.6	16.5

资料来源：Bloomberg、民银国际整理

5. 投资建议

上文分析，美国“对等关税”方案覆盖区域和强度超预期。纺织服装 OEM 公司的东南亚主要产地均被大幅加征关税，对于美国订单的生产分配而言，通过调节订单生产地以规避关税风险的空间相对有限。由于本次对等关税加征幅度较高，国际运动品牌商无力独自承担额外关税，关税将不可避免地对品牌端+OEM 代工端造成短期阶段性利润压力。

我们定量测算并推演了“对等关税”对鞋服 OEM-品牌商-消费者各环节的影响，我们的观点：

(1) 短期、中期、长期的关税成本将转移到供应链-品牌-消费者不同环节。短期品牌承担，中期品牌+供应链+消费者共同承担，长期消费者承担。

在 90 天关税豁免期内，美国只征收 10% “基准关税”。因此，今年短期内预计品牌商、鞋服 OEM 受关税压力较小，短期品牌承担。在中期，例如 25Q4 和 26 年，鞋服 OEM 企业或存在关税分摊及盈利能力承压的风险；中长期，额外关税成本将通过提终端折扣、提价等方式逐步转移至消费者。

(2) 国际运动品牌商：短期 90 天豁免期内，仍以观望为主。运动鞋服为充分竞争行业，短期品牌商承担关税成本以保障市占率。面对“对等关税”，其或将采取提价、改善折扣的方式，阶段性或要求供应商让利以共渡难关。

(3) 对于纺织服装 OEM 产业而言，关注四大核心要素：对美订单占比、客户结构（品牌商的加价倍率、折扣控制能力）、产能地分布、以及在品牌商核心供应链网络中是否有独特地位。

(4) 中长期我们认为鞋服供应链行业的整合仍将持续，因为额外的关税成本、更高的产地布局和快速交期要求将令中小厂出清。即头部供应商如申洲国际、九兴控股等企业将强者恒强，在品牌采购中的份额有望继续扩大。

综上，当前阶段可重视内需板块（例如本土运动鞋服品牌商、潮玩、原奶及乳制品等）；若未来估值充分反映 OEM 厂商阶段性盈利压力风险，考虑到鞋服 OEM 行业长期竞争格局将维持稳定及强者恒强，其投资价值将逐步体现。

表 4：鞋服 OEM 行业估值表（截至 2025 年 4 月 25 日）

日期	2025/4/25	当地货币	收入（亿报表货币）	收入yoy	归母净利润（亿报表货币）	归母净利润yoy	PE									
代码	公司简称	收盘价	市值(亿)	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2313.HK	申洲国际	52.90	795.2	286.6	319.0	353.6	11%	11%	62.4	66.3	74.3	6%	12%	12	11	10
2232.HK	晶苑国际	4.50	128.4	24.7	27.7	31.0	12%	12%	2.0	2.3	2.7	16%	17%	8	7	6
1836.HK	九兴控股	13.86	115.6	15.5	14.2	15.1	-8%	6%	1.7	1.6	1.8	-4%	11%	9	9	8
0551.HK	裕元集团	10.82	173.6	81.8	85.7	90.2	5%	5%	3.9	4.7	5.1	19%	9%	6	5	4
2199.HK	维珍妮	1.68	20.6	70.2	78.3	84.2	12%	8%	1.4	1.6	2.7	11%	69%	14	13	8
2111.HK	超盈国际	2.33	24.2	50.6	/	/	/	/	6.1	/	/	/	/	4	/	/
均值														9	9	7

资料来源：iFind、iFIND 一致预期、民银国际整理

风险提示

国际贸易摩擦超预期；

品牌公司调整产品价格，引起需求端的超预期波动；

原材料价格、汇率大幅波动；

供应链调整超预期。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。