

蛰伏蓄力，等待拐点

——2022年纺织服装行业三季度报总结

行业评级：看好

2022年11月1日

分析师：马莉
执业证书编号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书编号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：邹国强
zouguoqiang@stocke.com.cn

□ 品牌服饰：疫情仍是最大变量，Q4库存健康化成为品牌商最关注点

- **22Q3疫情仍是重大变量**：从6月开始，以运动户外龙头为首在线下疫情影响减弱+618大促带动下实现迅速修复，叠加基数因素影响，7-8月持续向好，但进入9月后，疫情反复导致增速重新下行，7/8/9当月服装社零增速分别为+0.8%/+5.1%/-0.5%
- **运动龙头Q3流水符合预期，但疫情影响下库存压力开始体现**：三季度来看安踏/FILA/李宁/特步/361流水分别增长中单位数/低双位数/中双位数/20%-25%/高双位数，符合预期，其中7-8月明显向上，但9月普遍降速；折扣来看，同比普遍有低单位数到中单位数的加深；库销比来看，安踏/FILA/李宁/特步/361分别在5X+/7X+/4X+/接近5X/5X+水平，较自身正常水平加深半个月到一个月不等，来自十一及双十一备货，以及疫情带来的库存压力，因此从Q4来看，各家都希望通过折扣让步尽量实现库存健康化
- **从22Q3各子行业表现来看**：1) **港股运动龙头**：虽然9月疫情影响下江苏，李宁、特步国际、安踏体育仍然展现了符合预期的流水表现；2) **A股运动时尚**：比音勒芬、报喜鸟在门店数量增长及同店效率提升的支撑下业绩增长显著优于同业；3) **户外**：露营经济驱动牧高笛内销高增，外销进入淡季后受海外需求压力影响略有降速，同时Q3利润在套保损失、运费及营销费用增加下单季度体现压力；4) **家纺三龙头**：富安娜表现依旧稳健，罗莱及水星电商和加盟发货物流仍受到疫情影响，致利润率下滑；5) **男女装及休闲装**：Q3受到疫情影响，收入下滑同时刚性成本拖累利润表现，利润端承压较Q2改善，但压力仍较为明显，其中男装压力小于高端女装及休闲装
- **推荐标的**：1) **运动仍是最重要主线**：看好国货龙头在研发、供应链、零售管理提效的持续潜力，推荐李宁（22/23年估值23/19X）、安踏体育（22/23年估值23/19X）、特步国际（22/23年估值17/14X）；2) **当下继续推荐波司登**：22/3/31年报在暖冬压力下仍然保持了双位数的增长以及净利率的提升，同时22年疫情正好处于其销售淡季，23/3/31新财年公司将致力价格带的拓展（尤其轻薄羽绒产品）并继续保持新三年计划期间的业绩增长目标，由此新财年FY23估值仅14.4X，旺季销售正当时，重点推荐；3) **A股运动时尚龙头**：积极渠道扩张中的比音勒芬（22/23年估值16/12X）、报喜鸟（22/23年估值10/8X）；4) 此外户外龙头牧高笛、家纺三龙头富安娜、罗莱生活、水星家纺同样值得关注

□ 纺织制造：Q3全球品牌商库存压力凸显，拐点预计在23Q2

- **Q3海内外库存压力体现，采购端景气度下行压力凸显**。1) **Q3欧美通胀压力下需求压力体现，库存问题凸显**：前期考虑东南亚疫情带来的采购周期拉长，各品牌商在上半年都进行了提前采购，叠加9月开始欧美消费需求压力开始体现，Nike为首的各运动、休闲品牌三季度都表现出明显的压力，未来2个季度是清库存重要窗口（终端促销、采购端谨慎），需求拐点预计在23Q2陆续体现；2) **内需下单总体偏谨慎**：22年3-5月华东疫情影响下品牌商普遍面临去库存压力，叠加9-10月零售再次受到疫情影响表现较为低迷，致品牌方下单更为谨慎；3) **汇率利好在三四季度会持续体现**：人民币对美元汇率贬值在三四季度加速，由此三四季度出口为主的制造龙头有望实现收入增厚以及利润率提升（来自毛利率增厚及汇兑收益）
- **从22Q3各子行业表现来看，行业整体景气度向下，显著正向增长的情况多数与Q3人民币贬值有关**：1) **华利集团**：全球制鞋龙头，Q3收入/利润增长23%/25%，其中人民币贬值叠加Nike为代表的客户订单复杂度增加带动美元单价提升，Q3实现超预期增长；2) **伟星股份**：拉链、纽扣龙头，Q3收入/利润增长12%/28%，20年下半年开始凭借一站式服务、快反能力、成本竞争力在各大运动服饰厂商供应链重视度受到提升，叠加Q3汇兑收益增加，实现持续业绩高增；3) **鲁泰A**：色织布及衬衫全球龙头，Q3收入/利润增长39%/222%，收入快速增长与Q2订单向好部分确认在Q3、以及人民币贬值下成本优势凸显有关，叠加Q3汇兑收益3亿+，带来单季度利润的超预期；4) **盛泰集团**：针梭织面料及成衣龙头，Q3收入/归母净利+15%/97%，收入端增长来自海外产能扩张及大客户订单修复，利润端则受益产能利用率提升带来的毛利率修复以及空运费用的减少实现盈利能力的显著修复；5) **新澳股份**：羊毛纱线龙头，Q3收入/利润增长6%/14%，其中毛精纺业务持平微增，羊绒业务单位数增长，Q3-Q4需求淡季不淡；6) **健盛集团**：棉袜及无缝服饰龙头，Q3收入/归母净利-8%/+10%，单季度收入变化来自21Q3 BOMBAS单季度确认大额收入导致的高基数，利润增长则来自袜子及无缝盈利能力的提升（来自产能利用率提升）
- **推荐标的**：三季度海内外订单震荡对制造产业链各环节订单都有影响，由此宜优选中长期客户订单及产能扩张确定性较高龙头进行逢低布局，从推荐角度，继续推荐订单及产能释放确定性相对较强，23Q2有望迎来需求拐点的运动鞋全球第二大龙头华利集团（22/23年16/14X）、全球第一大针织服饰龙头申洲国际（22/23年18/14X）23年即将迎来新产能集中释放的台华新材（22/23年19/12X）、精益生产+灵活服务推动下成本及交期优势突出的辅料龙头伟星股份（22/23年17/15X）、袜业增速稳定+无缝业务客户订单快速成长的健盛集团（22/23年10/8X）、女性运动概念龙头维珍妮（23/24财年6/4X）

□ 风险提示：点状疫情影响消费热情、天气影响消费动力、贸易摩擦带来出口需求下滑、大宗商品价格波动带来的原材料成本波动、汇率意外波动

□ 品牌服装类公司风险提示

- ✓ **点状疫情影响消费热情：**疫情点状复发将影响相关城市居民出行热情，由此影响线下门店客流
- ✓ **天气影响消费动力：**若夏秋出现较严重的台风或汛情将影响相应区域线下门店营业，以及冬季天气偏暖可能影响高单价服装动销

□ 纺织制造类公司风险提示

- ✓ **贸易摩擦带来出口需求下滑：**若短期与出口国出现贸易摩擦，可能造成订单向东南亚或其他地区转移，对我国纺织制造业出口需求造成负面影响
- ✓ **大宗商品价格波动带来的原材料成本波动：**参考2011年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。
- ✓ **汇率意外波动：**若人民币意外大幅升值，在多数出口订单以美元计价的情况下，可能影响出口型公司的报表收入增速以及毛利率表现

目录

CONTENTS

01

品牌服饰：疫情仍是最大变量，Q4
库存健康化成为品牌商最关注点

02

纺织制造：Q3全球品牌商库存压力
凸显，拐点预计在23Q2

03

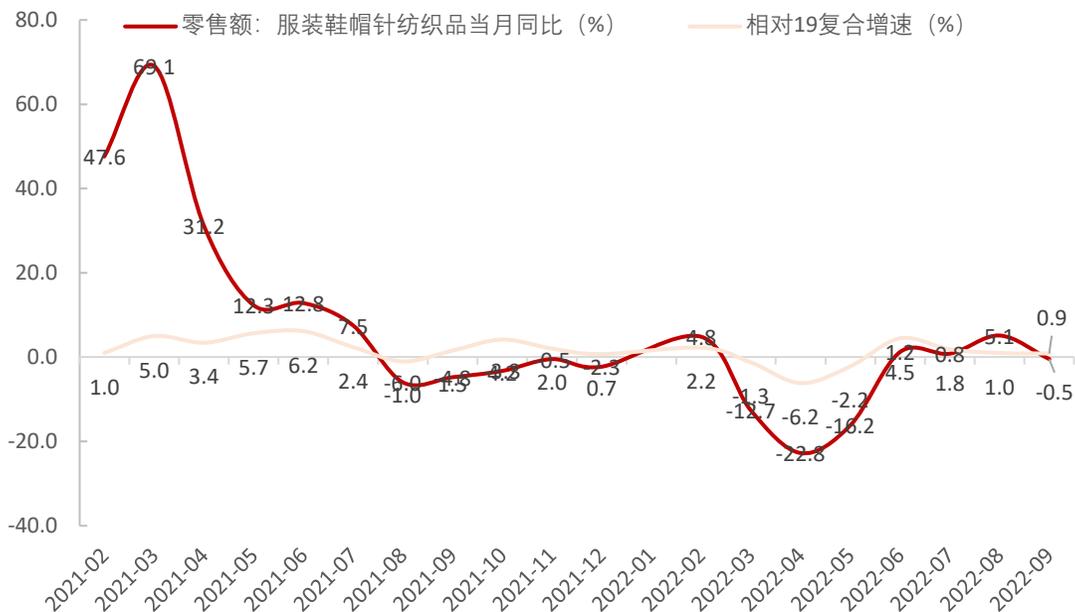
重点标的估值

01

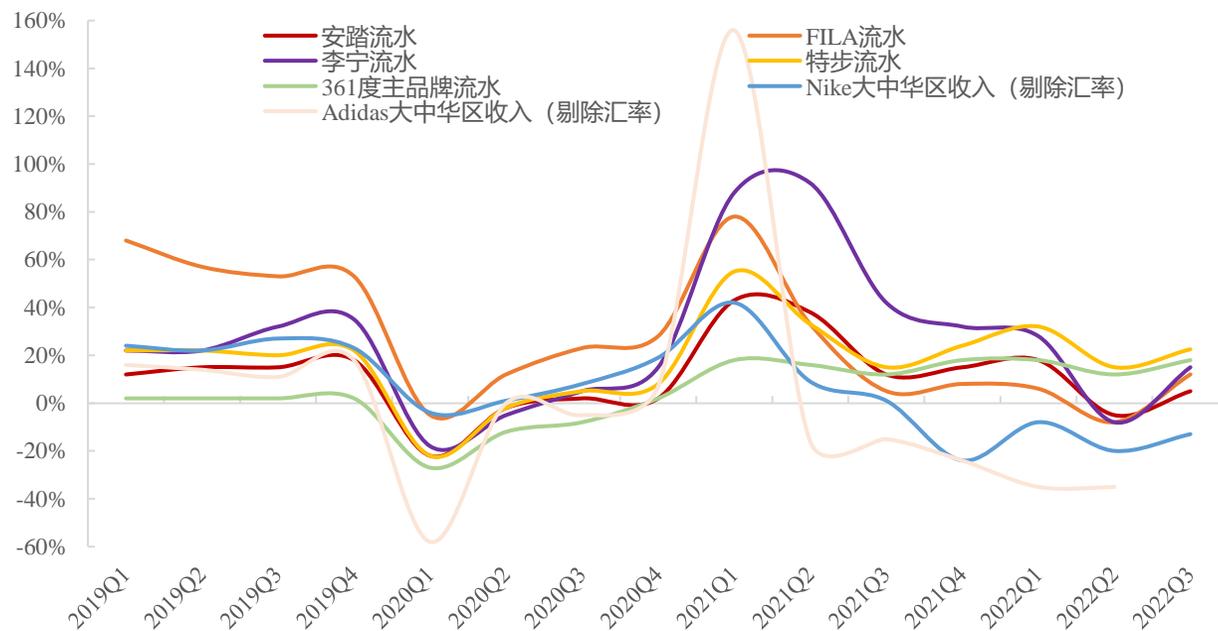
品牌服饰

- **22Q3疫情仍成为重大变量：**从6月开始，以运动户外龙头为首在线下疫情影响减弱+618大促带动下实现迅速修复，叠加基数因素影响，7-8月持续向好，但进入9月后，疫情反复导致增速重新下行，7/8/9当月服装社零增速分别为+0.8%/+5.1%/-0.5%
- **运动龙头Q3流水符合预期，但疫情影响下库存压力开始体现：**
 - ✓ 三季度来看安踏/FILA/李宁/特步/361流水分别增长中单位数/低双位数/中双位数/20%-25%/高双位数，符合预期，其中7-8月明显向上，但9月普遍降速；
 - ✓ 折扣来看，同比普遍有低单位数到中单位数的加深；
 - ✓ 库销比来看，安踏/FILA/李宁/特步/361分别在5X+/7X+/4X+/接近5X/5X+水平，较自身正常水平加深半个月到一个月不等，来自十一及双十一备货，以及疫情带来的库存压力，因此从Q4来看，各家都希望通过折扣让步尽量实现库存健康化

图：规模以上企业社会零售总额增速（%）



图：运动服饰单季度流水表现&Nike、Adidas大中华区季度收入增速



从22Q3各子行业表现来看：

- **港股运动龙头：**虽然9月疫情影响下江苏，李宁、特步国际、安踏体育仍然展现了符合预期的流水表现；
- **A股运动时尚：**比音勒芬、报喜鸟在门店数量增长及同店效率提升的支撑下业绩增长显著优于同业；
- **户外：**露营经济驱动牧高笛内销高增，外销进入淡季后受海外需求压力影响略有降速，同时Q3利润在套保损失、运费及营销费用增加下单季度体现压力；
- **家纺三龙头：**富安娜表现依旧稳健，罗莱及水星电商和加盟发货物流仍受到疫情影响，致利润率下滑；
- **男女装及休闲装：**Q3受到疫情影响，收入下滑同时刚性成本拖累利润表现，利润端承压较Q2改善，但压力仍较为明显，其中男装压力小于高端女装及休闲装

表：品牌服饰季度表现

细分领域	代码	上市公司	收入(亿元)					收入YOY					归母净利润(亿元)					归母净利润YOY						
			22Q1	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3	22Q1	21Q2	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3	
运动服饰	2020.HK	安踏体育				259.7						13.8%						35.88						-6.6%
	2331.HK	李宁				124.1						21.7%						21.89						11.6%
	1368.HK	特步国际				56.8						37.5%						5.90						38.4%
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	8.1	5.0	9.1	13.1	22.2	30.2%	-14.3%	20.1%	8.6%	13.0%	2.13	0.95	0.82	2.79	2.95	5.73	41.3%	-13.4%	30.4%	20.2%	24.9%	
	002154.SZ	报喜鸟	11.6	8.4	10.4	20.0	30.4	16.3%	-14.5%	4.5%	1.0%	2.2%	2.06	0.81	0.59	1.20	2.65	3.84	13.7%	-27.2%	13.8%	1.1%	4.7%	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	12.9	11.0	13.4	23.8	37.2	-2.5%	-9.2%	-9.3%	-5.7%	-7.0%	1.59	1.00	0.63	1.69	2.23	3.92	-12.8%	-36.3%	-18.9%	-21.1%	-20.2%	
	002327.SZ	富安娜	6.7	6.6	6.5	13.4	19.8	6.8%	-2.3%	-5.0%	2.1%	-0.4%	1.05	1.17	1.06	1.16	2.11	3.28	13.8%	-9.7%	8.2%	0.7%	3.2%	
	603365.SH	水星家纺	8.1	8.4	8.6	16.4	25.0	12.3%	-7.2%	2.2%	1.4%	1.7%	0.85	0.85	0.22	0.76	1.07	1.83	7.4%	-74.0%	-11.9%	-34.9%	-27.0%	
休闲装	002563.SZ	森马服饰	33.1	23.3	33.0	56.4	89.4	0.0%	-27.3%	-5.8%	-13.4%	-10.8%	2.09	3.13	(1.05)	1.67	1.04	2.71	-40.7%	-133.4%	-39.8%	-84.3%	-71.2%	
	603877.SH	太平鸟	24.6	17.3	20.3	42.0	62.2	-7.7%	-26.1%	-15.4%	-16.3%	-16.0%	1.90	2.08	(0.57)	0.19	1.33	1.53	-6.4%	-127.4%	-86.5%	-67.6%	-72.5%	
	603518.SH	锦泓集团	10.8	7.7	8.6	18.5	27.1	0.7%	-13.9%	0.5%	-5.9%	-4.0%	0.41	0.39	(0.06)	0.36	0.36	0.72	-56.5%	-114.4%	395.0%	-73.3%	-48.9%	
高端女装	603587.SH	地素时尚	6.0	5.0	6.2	11.0	17.2	-9.1%	-27.6%	-7.8%	-18.6%	-15.0%	1.50	1.95	1.01	1.24	2.52	3.75	-23.1%	-47.9%	-25.1%	-35.4%	-32.4%	
	603808.SH	歌力思	6.3	5.4	5.7	11.7	17.5	17.2%	-3.7%	0.2%	6.5%	4.4%	0.47	0.93	0.03	0.31	0.50	0.82	-49.7%	-96.4%	-45.5%	-73.0%	-66.5%	
	003016.SZ	欣贺股份	5.0	3.9	4.1	9.0	13.0	-7.4%	-21.6%	-11.7%	-14.2%	-13.5%	0.62	0.98	0.37	0.30	0.99	1.29	-34.3%	-62.2%	-42.9%	-48.5%	-47.3%	
男装	600398.SH	海澜之家	52.1	43.0	41.6	95.2	136.8	-5.1%	-7.2%	3.4%	-6.1%	-3.4%	7.23	8.08	5.53	4.74	12.76	17.49	-14.2%	-31.6%	19.2%	-22.7%	-14.6%	
	1234.HK	中国利郎				14.0						3.2%						2.57					-5.3%	
	601566.SH	九牧王	7.7	5.2	6.6	12.9	19.5	-5.6%	-10.9%	-14.4%	-7.8%	-10.2%	(0.57)	0.23	(0.03)	(0.55)	(0.60)	(1.15)	-158%	-110.8%	/	-149.0%	-319.9%	
	002029.SZ	七匹狼	8.8	5.6	8.1	14.5	22.6	-5.2%	-7.3%	-3.3%	-6.1%	-5.1%	0.45	0.18	0.45	0.07	0.90	0.97	-29.9%	148.3%	16.4%	9.2%	9.7%	
户外	603908.SH	牧高笛	3.3	5.4	2.9	8.7	11.6	56.1%	64.7%	56.0%	61.3%	60.0%	0.37	0.32	0.76	0.17	1.13	1.30	73.4%	137.1%	-5.0%	111.8%	82.4%	
	300005.SZ	探路者	2.1	2.5	2.8	4.6	7.5	14.4%	12.9%	13.9%	13.6%	13.7%	0.08	0.03	0.13	(0.10)	0.21	0.11	-25.5%	297.2%	-162.6%	47.2%	-61.7%	

□ 李宁Q3增速符合预期，电商、直营领跑：

- ✓ 全平台来看Q3零售流水实现中双位数增长，其中线下流水中双位数增长，直营受益门店净增增速更快，达到20%-30%低段，加盟增长低双位数；电商继续领跑，达到20%-30%中段增长
- ✓ 分品类来看，篮球好于跑步、跑步好于其他，超轻19为代表的专业运动产品支撑生意增长，鞋类增长好于服装增长

□ 零售折扣率及库存略有加深，库存压力小：

- ✓ 22Q3零售折扣率6.5-7.0折，同比有低单位数加深，环比上半年整体也小幅度加深；
- ✓ 库销比略高于4，同比小幅度加深（疫情影响），环比也有小幅度加深（与季节性备货有关），预计年末回到4以下水准，压力较小

表：李宁逐季零售流水增长表现

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
全平台（不包括李宁YOUNG）	10%-20%高段下降	中单位数下降	中单位数增长	10%-20%中段增长
线下（零售+批发）	20%-30%低段下降	10%-20%低段下降	低单位数下降	10%-20%低段增长
直营	30%-40%中段下降	10%-20%低段下降	低单位数下降	中单位数增长
加盟	10%-20%高段下降	高单位数下降	低单位数下降	10%-20%中段增长
电商	10%-20%低段增长	20%-30%高段增长	40%-50%低端	30%-40%中段增长
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
全平台（不包括李宁YOUNG）	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	30%-40%低段
线下（零售+批发）	80%-90%低段	90%~100%低段	30%-40%高段	20%-30%高段
直营	90%-100%低段	80%~90%高段	30%-40%中段	20%-30%高段
加盟	80%-90%低段	90%~100%低段	30%-40%高段	20%-30%高段
电商	约100%	90%~100%高段	50%-60%中段	40%-50%低段
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	
全平台（不包括李宁YOUNG）	20%-30%高段	高单位数下降	10%-20%中段	
线下（零售+批发）	20%-30%中段	高单位数下降	10%-20%中段	
直营	30%-40%中段	高单位数下降	20%-30%低段	
加盟	20%-30%低段	高单位数下降	10%-20%低段	
电商	30%-40%中段	中单位数增长	20%-30%中段	

□ 盈利预测及投资建议：

- ✓ 十一黄金周公司全渠道保持高单位数到低双位数增长，Q4虽全行业面临清库挑战，但李宁库存压力相对较轻，因此公司暂维持全年指引不变，即收入高双位数到20%低段增长，利润率维持高双位数水准
- ✓ 预计公司22/23/24年归母净利46/57/68亿元，同比+14%/25%/19%，对应当前PE23/19/16X。虽短期疫情带来流水及折扣率波动，但公司库销比较为健康，中长期仍是在品牌声量、产品口碑及业绩增长上最值得期待的大众运动品牌之一，估值具备吸引力，继续推荐

□ 风险提示：疫情影响零售表现，特殊舆论事件影响零售表现

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	22,572.28	27,134.29	32,231.95	38,077.91
(+/-)	56.1%	20.2%	18.8%	18.1%
净利润	4,010.88	4,575.24	5,709.94	6,781.12
(+/-)	136.1%	14.1%	24.8%	18.8%
每股收益（元）	1.53	1.75	2.18	2.59
P/E	26.7	23.4	18.7	15.8

□ Q3流水符合预期，折扣稳定，库存环比略有加深

- ✓ **安踏品牌：流水符合预期，折扣稳定。** 22Q3流水增长中单位数，大货折扣7.4折（同比持平），儿童折扣7.6折（同比改善3pp），库销比略超5X（环比略有加深，与国庆及双十一备货有关）
- ✓ **FILA：电商领跑，折扣及略有加深。** 22Q3流水增长低双位数，其中电商增速高达65%，弥补线下疫情对客流的影响；全渠道折扣7.5折（加深2pp，但正价店保持8.5-8.6折），库销比7-8X，环比加深
- ✓ **其他品牌：KOLON受益露营表现亮丽。** 22Q3DESCENTE流水增长35%+，KOLON受益露营热潮流水增长55%+，其中线上线下增速双双超过50%，9-10月线下单店月店效突破50w
- **22Q3与预期比较：** 22Q3流水表现符合公司8月对下半年流水增长指引（安踏中单位数到高双位数，FILA双位数）偏下限，新品牌继续保险高于指引（30%+增长）
- **十一假期及双十一：** 各品牌都有正增长（受益于后半周的全国降温），其中KOLON最为亮眼；而从马上到来的双十一来看，公司会以流水增长为首要目标，进行一定的折扣放送，保证库存健康化

表：安踏品牌零售金额增长

	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	20%-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数
2021	40%-45%	35%-40%	10%-20%低段	10%-20%中段
2022	10%-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	

表：非安踏品牌零售金额增长

	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	FILA中单位数下滑 其他高单位数下滑	FILA10%-20%低段 其他25%-30%	FILA20%-25% 其他50%-55%	FILA25%-30% 其他55%-60%
2021	FILA75%-80% 其他115%-120%	FILA30%-35% 其他70%-75%	FILA中单位数 其他品牌35%-40%	FILA高单位数 其他品牌30%-35%
2022	FILA中单位数 其他品牌40%-45%	FILA高单位数下滑 其他品牌20%-25%增长	FILA低双位数增长 其他品牌40%-45%增长	

□ **23年来看预算偏谨慎：** 预算编纂正在进行中，考虑消费环境及健康增长会较为谨慎，安踏及FILA品牌中长期流水规模目标不变，但23单年增速弱于赢领计划（赢领计划目标安踏18%-25%流水复合增长）

□ **盈利预测：** 考虑22H2消费环境及23年预算情况，我们下调盈利预测，预计2022/23/24年公司归母净利同比+4%/+20%/+15%至80/95/110亿元，对应PE23/19/17X；短期运动服饰整体受消费环境影响呈现业绩增长波动，但中长期安踏成熟的多品牌矩阵仍有利于其实现竞争优势巩固及市占率的持续提升，继续看好

□ **风险提示：** 疫情影响零售表现，海外消费环境波动影响合营公司业绩

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	49,328	56,497	64,086	72,406
同比（%）	38.9%	14.5%	13.4%	13.0%
归母净利润（百万元）	7,720	8,009	9,523	10,991
同比（%）	49.6%	3.7%	18.9%	15.4%
每股收益（元）	2.86	2.96	3.52	4.06
P/E	23.7	22.8	19.2	16.6

□ 特步品牌：Q3流水增长符合预期，库存环比增加

- ✓ Q3流水增长20%-25%，其中电商超过30%，童装接近50%
- ✓ 分月份看流水，7月25%+，8月接近30%，9月疫情影响下放缓至低双位数水平
- ✓ 零售折扣率：7.0-7.5折，与Q2类似；库存周转周期：4.5-5个月，环比增加半个月左右

□ 十一后客流体现压力，Q4首要目标为清库存：

- ✓ 黄金周流水中双位数增长，但国庆后20%左右门店受到疫情影响，流水有显著放缓
- ✓ 双十一至关重要，若不及预期可能导致年末库存较Q3更重，由此Q4将部分牺牲折扣，预计零售折扣在7.0折或者更低

□ 新品牌：符合前期指引，持续高增

- ✓ Saucony Q3继续翻倍增长，23年初将开始开设加盟店；Merrell受益户外热度，Q3流水亦有接近翻倍增长
- ✓ K-SWISS国内门店已达到10家，部分门店店效超过50w
- ✓ 中报给出的JV (Saucony及Merrell) 收入增长60%-70%、K-swiss及Palladium收入增长30%的全年指引继续可以完成，4个新品牌合计亏损不超过去年（1.5亿元）

□ 23年指引偏谨慎：

- ✓ Q4及23年情况暂不明朗，双十一后会有相对明确指引，若主品牌Q4清库情况不理想，可能需要调整总代理23年订单增速以保证渠道健康
- ✓ 预计22/23/24年归母净利同增20%/18%/17%至10.9/12.9/15.1亿元，对应当前市值估值17/14/12X

□ 风险提示：新品牌减亏不及预期、疫情影响零售

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,013.2	12,837.1	14,547.3	16,780.3
同比 (%)	22.53%	28.20%	13.32%	15.35%
归母净利润 (百万元)	908.3	1,091.5	1,288.6	1,510.2
同比 (%)	77.05%	20.16%	18.06%	17.20%
每股收益 (元)	0.35	0.42	0.49	0.57
P/E	20.3	16.9	14.3	12.2

表：特步主品牌季度零售流水增长表现

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
零售销售增长	20-25%跌幅	低单位数跌幅	中单位数	高单位数
零售折扣水平	6.5-7折	6.5-7折	6.5-7折	6.5-7折
零售库存周转	约5个半月	5-5.5月	约5个月	5个月以下
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
零售销售增长	约55%	30%-35%	中双位数	20%-25%
零售折扣水平	7-7.5折	7.5-8.0折	7.5-8.0折	7.5-8.0折
零售库存周转	约4个半月	约4个月	约4个月	约4个月
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	
零售销售增长	30%-35%	中双位数	20%-25%	
零售折扣水平	7.5折	7.0-7.5折	7.0-7.5折	
零售库存周转	约4个月	约4个半月	4.5-5个月	

业绩概览

- 波司登半年报留待11月公布，6月末已公布22/3/31财年年报，集团收入162.1亿 (+20.0%)，归母净利20.6亿 (+20.6%)，成绩亮丽。其中，羽绒服业务收入132.2亿 (+21.3%)，毛利率65.7% (+2.0pp)，暖冬压力下量价齐升继续，带动毛利率进一步上行。

业绩亮点

- 分品牌来看：**波司登收入116.2亿 (+16%)，毛利率69.4% (+3.2pp)，作为羽绒服市场第一品牌继续表现出高质量增长；雪中飞收入9.74亿 (+76.6%)，毛利率47.3% (+8.4pp)，高速增长来自线上品牌授权分销及直播新零售战略的成功；冰洁收入2.35亿 (+60.3%)。毛利率24.8% (-10.4pp)，高速增长来自收缩线下、聚焦线上直营及分销的战略的成功，毛利率下降主要与库存去化调整有关
- 盈利能力方面：**羽绒服业务本财年营业利润23.5亿 (+10.2%)，营业利润率17.8% (-1.8pp)，主要与大力度的品宣投放有关，21年大型活动包含10月风衣羽绒服发布、11月登峰2.0发布以及12月与国家话剧院合作的大型发布会，兼有新代言人官宣，通过多样化的宣传活动巩固品牌地位、保持高度曝光，从成果上来看，Ipsos进行的品牌追踪报告显示波司登品牌成为超71%中国消费者首选的羽绒服专家，净推荐值及品牌美誉度持续提升。
- 23年看点在于轻薄羽绒服带来的SKU进一步丰富以及管理效率提升带来的盈利能力上行：**9/20公司官宣谷爱凌成为品牌新代言人，并于9/21晚在上海举行大秀发布轻薄羽绒服系列产品。从作为旺季开端的十一销售来看，我们估计线下在疫情压力下仍然保持稳健，线上实现非常亮眼增长，预计带动十一7天销售同比高双位数增长，带动旺季开门红，线上高增在假期后一周亦得到持续，双十一销售值得期待。从整个财年来看，今年通过轻薄款为代表的更加丰富的SKU充分捕捉旺季销售机会，供应链快反能力以及费控力度（尤其广宣、租金）也将更上层楼，有望带动公司实现中双位数收入增长及利润率提升

- 盈利预测：**预计FY23/24/25净利润24.8/29.9/35.5亿元，增速为20%/20%/19%，对应估值14/12/10X。虽然疫情反复致消费环境承压，但我们认为随着新三年战略的持续推进，波司登作为行业第一龙头有望持续提升产品竞争力，同时当前估值具备充足安全垫，维持“买入”评级，当下坚定看好。

- 风险提示：**疫情恶化超出预期，消费者偏好变化超出预期

表：公司财务三表概况及分业务表现收入及营业利润表现（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2
	2020/3/31	2021/3/31	2022/3/31	2020/9/30	2021/3/31	2021/9/30	2022/3/31
品牌羽绒服							
收入	9,513	10,899	13,223	2,989	7,910	3,473	9,750
YOY	24.2%	14.6%	21.3%	18.0%	13.3%	16.2%	23.3%
毛利率	59.8%	63.7%	65.7%	56.4%	66.5%	61.1%	67.3%
营业利润	1,524	2,131	2,348	474	1,657	565	1,783
YOY	9.6%	39.9%	10.2%	54.2%	36.3%	19.1%	7.6%
营业利润率	16.0%	19.6%	17.8%	15.9%	20.9%	16.3%	18.2%
OEM							
收入	1,611	1,536	1,901	1,229	307	1,428	473
YOY	17.8%	-4.7%	23.8%	-8.0%	17.1%	16.2%	54.0%
毛利率	18.5%	19.6%	18.6%	18.1%	25.6%	19.1%	17.1%
营业利润	207	187	216	174	13	204	12
YOY	41.1%	-9.5%	15.7%	5.4%	-68.7%	17.5%	-8.6%
营业利润率	12.8%	12.2%	11.4%	14.2%	4.2%	14.3%	2.5%
女装							
收入	983	947	904	412	534	416	487
YOY	-18.2%	-3.7%	-4.5%	-18.5%	12.0%	1.0%	-8.8%
毛利率	74.4%	72.6%	72.4%	73.6%	71.8%	73.6%	71.4%
营业利润	82	113	55	41	72	24	30
YOY	-45.5%	38.8%	-51.7%	-27.4%	190.7%	-40.7%	-58.0%
营业利润率	8.3%	12.0%	6.1%	10.0%	13.5%	5.9%	6.2%
多元化							
收入	84	145	186	31	53	72	114
YOY	-46.2%	72.7%	28.3%	-35.5%	-45.4%	129.4%	116.8%
毛利率	-16.4%	0.1%	25.70%	18.0%	-10.6%	28.2%	24.1%
营业利润	34	-50	20	-14	-36	-4	24
营业利润率	23.2%	-59.7%	11.0%	-43.5%	-69.3%	-5.2%	21.2%
公司合计							
收入	12,191	13,517	16,214	4,661	8,855	5,390	10,824
YOY	17.4%	10.9%	20.0%	5.1%	14.2%	15.6%	22.2%
归母净利	1,203	1,710	2,062	486	1,224	638	1,424
YOY	22.6%	42.1%	20.6%	41.8%	42.2%	31.4%	16.4%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入（百万元）	16,214	18,701	21,514	24,654
同比（%）	19.95%	15.34%	15.04%	14.60%
归母净利润（百万元）	2,062	2,483	2,987	3,551
同比（%）	20.63%	20.41%	20.30%	18.86%
每股收益（元）	0.19	0.23	0.27	0.33
P/E	17.4	14.4	12.0	10.1

数据来源：公司公告，浙商证券研究所预测

□ 三季报业绩概览：

- ✓ Q1-3累计实现收入/归母净利润22.3/5.7亿元，同比增速+13.0%/+24.9%。
- ✓ 单Q3实现收入/归母净利润9.2/2.8亿元，同比增长+20.1%/+30.4%，净利率提升2.4pp；

□ 品牌向上势能显著，盈利能力持续提升

- ✓ 单Q3来看，公司盈利能力持续提升，其中，毛利率稳中略升至77.8% (yoy+0.03pp)；期间费用率同比下降0.89pp，分拆来看，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比变化分别为-1.37pp/-0.27pp/+0.39pp/+0.37pp，销售费用率下降预计与渠道效率提升有关；此外单季度产生资产减值损失（主要为存货减值）4190万（同比-21.4%），我们预计与库龄结构改善有关，综合因素带动公司净利率同比提升2.42pp至30.6%。

□ 精准客群定位凸显经营韧性，积极拓店支撑自身高增

- ✓ 公司核心消费群体以2-5线中高收入中青年男性为主，具备较稳定的消费能力与较高的粘性，本轮疫情对于低线城市受影响程度较小，精准的客群定位使得品牌凸显韧性。
- ✓ 同时，22年H1公司渠道数量达到1125家（较年初净增25家），渠道逆势增长来自于产品和品牌力支撑下的渠道高盈利能力，我们预计比音勒芬品牌经营利润率可以达到20%水准，考虑到下半年为开店高峰期，全年渠道数量净增长有望达到180家。

□ 存货周转持续优化，现金充足

- ✓ 截止22年9月末，公司前三季度存货绝对值为6.89亿元（+12.88%），与收入增速高度匹配；同时，存货周转天数自同期的360天下降35天至325天。
- ✓ 公司单Q3经营性现金流量净额同比增长29.98%，净现比98.21%。Q1-3经营性现金流净额同比增长15.11%至7.91亿，净现比达137.88%。

- **盈利预测与投资建议：**虽然外部挑战频频，但我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域，打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入，带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显，未来成长空间充分，预计公司22~24年归母净利润8.0/10.1/12.4亿，对应增速28.3%/26.1%/22.3%，对应PE 16/12/10X，看好赛道及成长性继续推荐，维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情反复；行业竞争激烈

表：比音勒芬单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2021Q1-3	2022Q1-3
利润表									
营业收入	622.63	586.93	759.01	751.42	810.42	502.82	911.55	1968.57	2224.79
YOY	48.47%	23.65%	11.70%	2.97%	30.16%	-14.33%	20.10%	25.10%	13.02%
营业成本	145.94	140.36	199.29	148.57	198.65	122.48	239.10	485.59	560.23
毛利	476.69	446.57	559.72	602.85	611.77	380.34	672.45	1482.98	1664.56
YOY	72.80%	28.02%	12.94%	3.67%	28.34%	-14.83%	20.14%	32.38%	12.24%
毛利率	76.56%	76.09%	73.74%	80.23%	75.49%	75.64%	73.77%	75.33%	74.82%
营业税金及附加	5.43	5.03	5.25	8.25	7.71	4.72	6.29	15.71	18.72
期间费用	286.94	349.1	268.31	398.16	346.19	307.21	314.15	904.35	967.55
YOY	71.21%	28.56%	0.31%	3.19%	20.65%	-12.00%	17.08%	27.98%	6.99%
期间费用率	46.09%	59.48%	35.35%	52.99%	42.72%	61.10%	34.46%	45.94%	43.49%
销售费用	229.32	294.87	223.93	292.93	280.3	252.79	256.44	748.12	789.53
销售费用率	36.83%	50.24%	29.50%	38.98%	34.59%	50.27%	28.13%	38.00%	35.49%
管理费用	36.84	29.94	33.51	55.98	43.65	37.05	37.79	100.29	118.48
管理费用率	5.92%	5.10%	4.41%	7.45%	5.39%	7.37%	4.15%	5.09%	5.33%
研发费用	17.28	21.23	17.26	27.61	25.32	21.08	24.26	55.77	70.66
研发费用率	2.78%	3.62%	2.27%	3.67%	3.12%	4.19%	2.66%	2.83%	3.18%
财务费用	3.5	3.06	-6.39	21.64	-3.08	-3.71	-4.34	0.17	-11.13
财务费用率	0.56%	0.52%	-0.84%	2.88%	-0.38%	-0.74%	-0.48%	0.01%	-0.50%
资产减值损失	6.89	3.82	53.42	14.55	11.69	7.12	41.90	64.14	60.71
营业利润	183.54	105.73	247.06	201.42	260.77	86.61	323.76	536.33	671.14
YOY	63.57%	34.60%	11.43%	18.82%	42.08%	-18.08%	31.05%	30.03%	25.14%
营业利润率	29.48%	18.01%	32.55%	26.81%	32.18%	17.22%	35.52%	27.24%	30.17%
利润总额	183.54	106.5	244.25	198.37	259.77	86.58	323.08	534.3	671.13
YOY	63.69%	38.06%	10.26%	13.79%	41.53%	-18.70%	32.27%	30.06%	25.61%
减：所得税	33.01	11.66	30.58	32.88	47.08	4.45	44.41	75.25	95.95
所得税率	17.99%	10.95%	12.52%	16.58%	18.12%	5.14%	13.75%	14.08%	14.30%
净利润	150.54	94.84	213.67	165.49	212.69	82.13	278.67	459.05	573.49
YOY	55.10%	47.70%	14.04%	10.21%	41.28%	-13.40%	30.42%	31.67%	24.93%
净利率	24.18%	16.16%	28.15%	22.02%	26.24%	16.33%	30.57%	23.32%	25.78%
归母净利润	150.54	94.84	213.67	165.49	212.69	82.13	278.67	459.05	573.49
YOY	55.10%	47.70%	14.04%	10.20%	41.28%	-13.40%	30.42%	31.66%	24.93%
资产负债表									
应收票据及应收账款	281.47	291.03	283.43	279.72	241.62	227.83	230.5	283.43	230.5
YOY	3.35%	24.66%	14.24%	-7.09%	-14.16%	-21.72%	-18.67%	14.24%	-18.67%
存货	566.64	563.46	610.56	660.21	653.56	635.73	689.17	610.56	689.17
YOY	-13.79%	-10.00%	-1.19%	8.64%	15.34%	12.83%	12.88%	-1.19%	12.88%
现金流量表									
经营性现金流量净额	366.32	87.62	233.01	210.57	466.61	50.45	273.68	686.95	790.74
净利润	243.34%	92.39%	109.05%	127.24%	219.39%	61.43%	98.21%	149.65%	137.88%
投资性现金流量净额	51.77	36.34	-167.55	-104.32	-282.88	45.27	-257.45	-79.44	-495.07
筹资性现金流量净额	9.5	-10.94	-164.99	-58.6	-35.5	-0.47	-173.65	-166.43	-209.61
现金及等价物净增加额	427.59	113.02	-99.52	47.65	148.23	95.25	-157.42	441.08	86.05

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,719.99	3,217.97	3,861.70	4,601.16
同比 (%)	18.1%	18.3%	20.0%	19.1%
归母净利润 (百万元)	624.54	801.03	1010.13	1235.28
同比 (%)	25.2%	28.3%	26.1%	22.3%
每股收益 (元/股)	1.13	1.40	1.77	2.16
P/E (倍)	20.1	15.7	12.4	10.2

表：报喜鸟单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-3
利润表								
营业收入	995.16	980.08	997.69	1478.43	1157.44	838.35	1042.47	3038.26
YOY	53.59%	35.14%	12.47%	-3.21%	16.31%	-14.46%	4.49%	2.20%
营业成本	327.06	325.88	377.47	575.6	396.57	313.06	390.13	1099.77
毛利润	668.10	654.20	620.22	902.83	760.87	525.29	652.34	1938.49
YOY	65.42%	53.56%	14.64%	-12.33%	13.89%	-19.70%	5.18%	-0.21%
毛利率	67.13%	66.75%	62.17%	61.07%	65.74%	62.66%	62.58%	63.80%
期间费用	449.02	544.70	484.43	688.03	527.88	443.45	474.71	1446.05
期间费用率	45.12%	55.58%	48.56%	46.54%	45.61%	52.90%	45.54%	47.59%
销售费用	374.49	425.35	379.9	584.86	439.15	369.72	383.7	1192.57
销售费用率	37.63%	43.40%	38.08%	39.56%	37.94%	44.10%	36.81%	39.25%
管理费用	61.82	103.93	86.13	76.95	75.73	68.41	78.76	222.9
管理费用率	6.21%	10.60%	8.63%	5.20%	6.54%	8.16%	7.56%	7.34%
研发费用	14.92	15.08	18.55	26.98	18.17	17.78	19.26	55.22
研发费用率	1.50%	1.54%	1.86%	1.82%	1.57%	2.12%	1.85%	1.82%
财务费用	-2.21	0.34	-0.15	-0.76	-5.17	-12.46	-7.01	-24.64
财务费用率	-0.22%	0.03%	-0.02%	-0.05%	-0.45%	-1.49%	-0.67%	-0.81%
营业利润	231.48	100.93	137.65	155.08	258.91	77.28	164.84	501.03
YOY	178.72%	27.31%	-21.49%	-12.92%	11.85%	-23.43%	19.75%	6.64%
营业利润率	23.26%	10.30%	13.80%	10.49%	22.37%	9.22%	15.81%	16.49%
利润总额	232.28	97.26	140.3	145.98	257.47	82.28	161.05	500.8
YOY	179.92%	25.95%	-20.58%	-17.03%	10.84%	-15.40%	14.79%	6.54%
减：所得税	50.03	17.14	27.83	41.41	51.84	20.41	34.35	106.6
所得税率	21.54%	17.62%	19.84%	28.37%	20.13%	24.81%	21.33%	21.29%
净利润	182.25	80.12	112.47	104.57	205.63	61.87	126.7	394.2
YOY	189.19%	42.61%	-20.09%	-19.63%	12.83%	-22.78%	12.65%	5.16%
净利率	18.31%	8.17%	11.27%	7.07%	17.77%	7.38%	12.15%	12.97%
归母净利润	180.94	81.05	105.11	97.26	205.76	59.02	119.67	384.45
YOY	177.90%	58.92%	-15.64%	-22.68%	13.72%	-27.18%	13.85%	4.73%
扣非归母净利润	155.41	69.39	84.00	105.05	166.66	35.81	112.01	314.48
YOY	199.49%	90.79%	-21.91%	3.95%	7.23%	-48.39%	33.35%	1.84%
扣非归母净利率	15.62%	7.08%	8.42%	7.11%	14.40%	4.27%	10.74%	10.35%
资产负债表								
应收票据及应收账款	552.36	574.52	616.1	574.44	609.45	625.88	724.59	724.59
YOY	17.02%	31.51%	15.18%	4.82%	10.34%	8.94%	17.61%	17.61%
存货	935.48	992.56	1200.17	1149.31	1087.63	1107.41	1282.17	1282.17
YOY	-6.65%	1.96%	8.61%	19.10%	16.26%	11.57%	6.83%	6.83%
现金流量表								
经营性现金流量净额	20.21	88.74	28.3	482.21	-92.7	74.66	19.57	1.53
/净利润	11.09%	110.76%	25.16%	461.14%	-45.08%	120.67%	15.45%	0.39%
投资性现金流量净额	-130.38	81.2	142.69	141.77	-251.69	-15.91	-149.86	-417.46
筹资性现金流量净额	-31.64	68.1	-223.29	530.6	83.86	-286.46	-259.03	-461.63
现金及等价物净增加额	-141.93	237.72	-52.21	1154.55	-260.54	-227	-388.67	-876.21

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4451.4	4678.2	5389.0	6159.4
同比 (%)	17.5%	5.1%	15.2%	14.3%
归母净利润 (百万元)	464.4	539.9	629.3	722.4
同比 (%)	26.7%	16.3%	16.6%	14.8%
每股收益 (元/股)	0.32	0.37	0.43	0.50
P/E (倍)	11.2	9.6	8.3	7.2

□ 三季度业绩概览：

- ✓ Q1-Q3累计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为30.4亿/3.8亿/3.1亿元，同比增长+2.2%/+4.7%/+1.8%。
- ✓ 单Q3实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为10.4亿/1.2亿元/1.1亿元，同比增速分别为4.5%/13.8%/33.4%。

□ 收入端：HAZZYS强势，报喜鸟/宝鸟表现稳健，培育品牌波动较大

- ✓ 分品牌而言，根据前期月度流水跟踪，我们预计哈吉斯依然保持高双增长，报喜鸟预计保持低单的收入增长，团购品牌宝鸟因前期疫情影响正常商务接单预计增速放缓至单位数。此外，由于公司目前其他子品牌（恺米切、乐飞叶等）尚处培育阶段，尚未形成较强品牌韧性，对整体收入形成一定拖累。

□ 利润端：毛利率同比提升0.4pct，积极费用控制下净利率持续提升

- ✓ 单Q3公司实现毛利润6.5亿元（YOY+5.2%），实现毛利率62.6%，同比提升0.4pct，毛利率提升的原因包括：1) 双主品牌正价店折扣同比小幅提升；2) 宝鸟优质客户比例提升带动毛利率优化。
- ✓ 与此同时，公司持续降费增效，单Q3公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比下降-1.3pct/-1.1pct/-0.7pct，扣非归母净利率同比提升2.3pct。

□ 门店开设按计划稳步推进，Q4政府补贴有望产生积极利润影响

- ✓ 单Q3预计报喜鸟和哈吉斯较22H1中期门店数量净增长均超过10家；我们预计Q1-3报喜鸟累计新开门店数量已接近60家，净开门店数哈吉斯累计新开门店数量已接近40家，虽疫情波动使得门店H1关闭较多，但公司在门店扩张上规划依然按照三年计划稳步推进。
- ✓ 展望Q4，尽管疫情对于终端零售依然存在影响，但我们认为公司已形成较强的客户粘性与稳定的价格体系，经营韧性充分。同时，根据公司10/14日发布的政府补贴公告，目前Q4政府补贴已受到超2767万，考虑到去年Q4全季政府补贴金额为193万元，预计政府补贴有望对Q4利润贡献乐观增量。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司22/23/24年实现收入46.8/53.9/61.6亿元，同比增速5%/15%/14%，预计实现归母净利润5.4/6.3/7.2亿，对应增速16%/17%/15%，对应当前PE仅10/8/7X，具备充足向上空间，维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情恶化超出预期；消费需求变化；

□ 三季度业绩概览：

- ✓ Q1-Q3累计收入11.6亿 (+60.0%)，归母净利1.30亿 (+82.3%)，扣非归母净利1.32亿 (+115.6%)
- ✓ Q3单季度收入2.9亿 (+56.0%)，归母净利1711万元 (-5.0%)，扣非归母净利2172万元 (+45.8%)

□ 外销订单全年预期不变，内销持续高增长

- ✓ Q3外销业务收入1.14亿 (+10.3%)，增速环比回落主要系受出货节奏影响，由于下半年为外销淡季，占比仅1/3左右，预计全年仍能保持20%以上增长。
- ✓ Q3内销业务收入1.73亿 (+107.5%)，主要是由“大牧”品牌驱动：Q3大牧电商/线下渠道收入分别同比增长107%/193%，其中今年新开拓的KA卖场形成了较大拉动。“小牧”品牌均为线下门店，受疫情影响较大，Q3直营/加盟渠道分别下滑4%/13%。

□ 分业务毛利率总体稳定，费用增厚导致净利波动

- ✓ Q3公司毛利率29.0% (+3.8pct)，主要系内销占比从45%提升至59%所致；分业务看，Q3外销/内销毛利率分别为16.7%/35.4%，同比-1.2pct/+1.2pct，其中大牧毛利率36.8% (同比+4.5pct)，彰显产品力及品牌力持续提升。
- ✓ Q3净利率5.9% (同比-3.7pct，环比-8.2pct)，波动较大主要原因包括：1) 外汇远期合约估值变动导致账面浮亏同比增加约800万；2) 海运费较去年同期增加约400万；3) 市场推广费同比增加800万；4) 小牧清理库存导致亏损约300万。

□ 预计外销面临下行压力，内销仍处于高增长阶段

- ✓ 根据8-11月谈单情况，由于海外客户下单谨慎，预计明年外销订单面临下滑压力；而国内露营行业尚处发展初期，公司持续加码品牌推广投入，有利于在行业快速发展初期抢占市场份额（目前仍以新客为主要增长动力），预计内销持续高增长。

□ **盈利预测及投资建议：**我们认为Q3由于外汇、海运等原因增厚的费用多为短期影响，预计Q4会有明显改善。预计22-24年公司归母净利为1.6/2.2/3.2亿元，同比增长100%/41%/43%，对应PE为24/17/12倍。作为兼具行业β以及个体α的露营装备龙头，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**外销订单不及预期；国内疫情反复；露营景气度回落

表：牧高笛收入按渠道拆分

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	21Q1-3	22Q1-3
营业收入	209.78	327.77	186.3	199.4	327.39	539.89	290.59	723.85	1157.87
YOY	25.7%	58.4%	36.4%	50.7%	56.1%	64.7%	56.0%	41.8%	60.0%
毛利率	25.9%	22.9%	25.2%	26.5%	25.5%	28.3%	29.0%	24.4%	27.7%
OEM/ODM (外销)	162.9	251.8	103.1	99.1	234.4	283.2	113.8	517.8	631.3
YOY	14.0%	52.6%	11.5%	22.2%	43.9%	12.5%	10.3%	29.3%	22.0%
占比	77.6%	76.8%	55.3%	49.7%	71.6%	52.5%	39.1%	71.5%	54.5%
毛利率	23.5%	19.3%	17.9%	19.9%	21.5%	20.5%	16.7%	20.4%	20.2%
自主品牌 (内销)	46.9	75.7	83.2	100.3	92.9	253.0	172.7	205.8	518.6
YOY	95.3%	81.5%	88.5%	95.8%	98.2%	234.4%	107.5%	87.3%	152.0%
占比	22.4%	23.1%	44.7%	50.3%	28.4%	46.9%	59.4%	28.4%	44.8%
毛利率	34.4%	34.5%	34.2%	33.1%	35.6%	36.1%	35.4%	34.3%	35.8%
其中：线上销售	13.5	28.8	28.6	37.7	29.5	117.9	71.6	70.9	219.1
YOY	231.5%	67.9%	94.5%	215.0%	119.2%	309.4%	150.7%	97.3%	209.2%
毛利率	36.7%	41.4%	40.8%	39.1%	41.2%	39.0%	40.5%	40.2%	39.8%
其中：线下销售	33.4	46.9	54.6	62.6	63.4	135.1	101.0	134.9	299.5
YOY	67.6%	90.9%	85.5%	59.5%	89.7%	188.2%	84.9%	82.5%	122.0%
毛利率	33.4%	30.3%	30.8%	29.5%	33.0%	33.5%	31.8%	31.3%	32.8%
其中：直营店	5.9	6.4	3.9	11.7	6.4	5.4	3.7	16.1	15.6
YOY	36.8%	55.0%	-18.8%	21.3%	9.6%	-15.1%	-3.9%	22.2%	-3.4%
毛利率	50.6%	48.1%	56.0%	49.0%	48.6%	56.0%	53.1%	50.9%	52.2%
加盟店	14.8	12.6	20.5	10.5	12.1	7.1	17.9	48.0	37.1
YOY	24.3%	-16.4%	66.3%	-18.8%	-18.6%	-43.5%	-13.0%	21.8%	-22.7%
毛利率	32.2%	36.5%	31.4%	40.9%	33.8%	31.3%	20.1%	33.0%	26.7%
分销及团购	12.7	27.9	30.2	40.4	44.9	122.5	79.5	70.8	246.9
YOY	242.4%	420.6%	145.3%	142.3%	252.9%	339.3%	162.8%	231.1%	248.5%
毛利率	27.0%	23.4%	27.1%	20.8%	30.6%	32.7%	33.4%	25.6%	32.5%

注：22年大牧首家线下直营店开业，计入分销及团购渠道
线上线下渠道统计口径有变动，同比增速数值与公告数据略有偏差

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	923.3	1478.1	1885.3	2588.5
同比 (%)	43.6%	60.1%	27.5%	37.3%
归母净利润 (百万元)	78.6	157.3	222.0	318.0
同比 (%)	71.0%	100.1%	41.1%	43.3%
每股收益 (元)	1.18	2.36	3.33	4.77
P/E	48.6	24.3	17.2	12.0

01 家纺三龙头：销售持续展现韧性，毛利率保持稳定或同比改善

- 作为慢消费品类，家纺龙头在疫情扰动下持续展现较强韧性，其中7月随着疫情好转，终端销售明显恢复，8、9月全国多地疫情反复，物流发货及线下客流再次承压。家纺三龙头均坚持高毛利品牌战略，持续优化渠道及产品结构，因此Q3毛利率均保持稳定甚至逆势上行。
- 罗莱生活**：Q3收入13.4亿元（-9.3%），归母净利润1.69亿元（-18.9%）。预计家纺业务/家居业务收入分别低双位数/低单位数下滑，由于直营门店集中于北上广深区域，预计下滑幅度略大于加盟及线上。10月以来公司各渠道恢复情况良好，双十一备货充足，线下保持原有开店计划不变，预计Q4收入增速有望回正。预计22-24年归母净利6.4/7.7/8.9亿元，同比-11%/+21%/+15%，对应PE为13/10/9倍。
- 富安娜**：Q3收入6.5亿元（-5.0%），归母净利润1.16亿元（+8.2%）。预计Q3各渠道收入同比下滑幅度均在中单位数上下，前三季度累计来看，电商及直营持平略降，加盟和团购家居分别中单位数/低单位数增长，主要得益于公司自19年以来持续优化加盟商终端库存以及更加积极的加盟政策。Q3毛利率/净利率同比提升0.8/2.2pct，公司以利润率为导向的高质量增长战略持续兑现。预计22-24年归母净利5.8/6.4/7.3亿元，同比增长6%/11%/14%，对应PE为10/9/8倍。
- 水星家纺**：Q3收入8.6亿元（+2.2%），归母净利润0.76亿元（-11.9%）。预计Q3电商延续上半年的双位数增长，线下降幅环比Q2明显缩窄。受益于产品结构升级，Q3毛利率环比提升4.4pct至40.5%，达到历史新高；但由于广告费用投入增加及高费用率的电商占比提升，Q3净利率出现波动。在Q4疫情不确定之下，较高的电商占比将形成较强保障，根据Wind一致预计22-24年归母净利3.4/4.0/4.7亿元，同比增长-13%/20%/16%，对应PE为10/8/7倍。

表：家纺龙头分季度表现（单位：百万元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
罗莱生活							
营业收入	1,319	1,207	1,472	1,761	1,286	1,096	1,336
YOY	47.7%	19.2%	9.0%	6.5%	-2.5%	-9.2%	-9.27%
归母净利润	183	100	209	222	159	63	169
YOY	156.1%	3.9%	7.0%	-0.2%	-12.8%	-36.3%	-18.93%
水星家纺							
营业收入	718	901	837	1,343	806	836	855
YOY	49.1%	31.5%	11.8%	20.0%	12.3%	-7.2%	2.21%
归母净利润	79	85	86	136	85	22	76
YOY	91.1%	58.2%	10.2%	33.9%	7.4%	-73.9%	-11.92%
富安娜							
营业收入	628	681	681	1,190	671	665	647
YOY	22.8%	15.5%	13.8%	1.3%	6.8%	-2.3%	-5.02%
归母净利润	93	117	107	229	105	106	116
YOY	21.5%	28.6%	0.1%	-5.4%	13.8%	-9.7%	8.23%

上市公司	市值 (亿元)	2022收入 (亿元)	YOY	2023收入 (亿元)	YOY	2024收入 (亿元)	YOY	2022归母 净利润 (亿元)	YOY	22PE	2023归母 净利润 (亿元)	YOY	23PE	2024归母 净利润 (亿元)	YOY	24PE
罗莱生活	79.6	55.9	-3.0%	62.7	12.2%	69.9	11.5%	6.36	-10.8%	12.5	7.7	21.3%	10.3	8.9	15.1%	9.0
富安娜	55.4	32.6	2.6%	36.5	12.0%	40.7	11.4%	5.77	5.7%	9.6	6.4	11.2%	8.6	7.3	13.9%	7.6
水星家纺*	33.4	39.8	4.7%	44.7	12.3%	50.5	13.1%	3.36	-13.0%	10.0	4.0	20.1%	8.3	4.7	15.9%	7.2

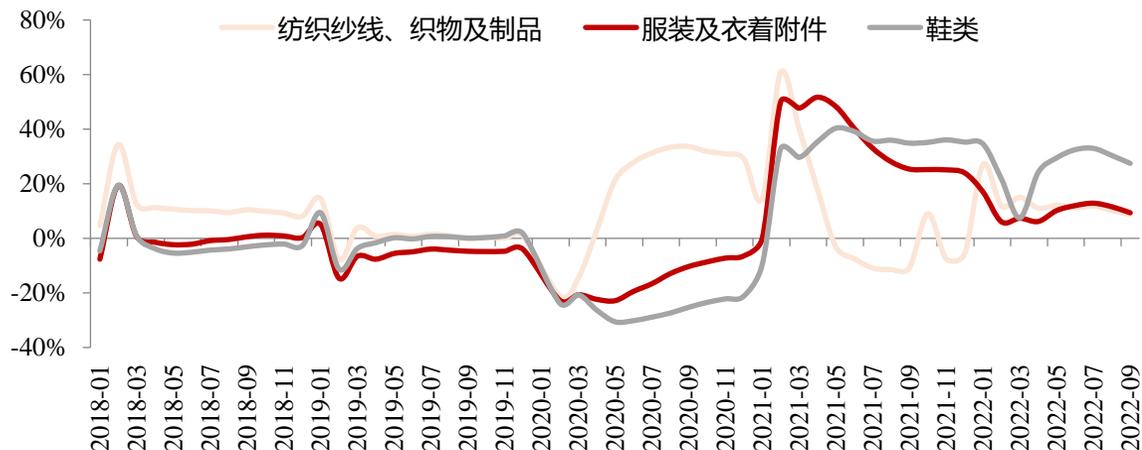
02

纺织制造

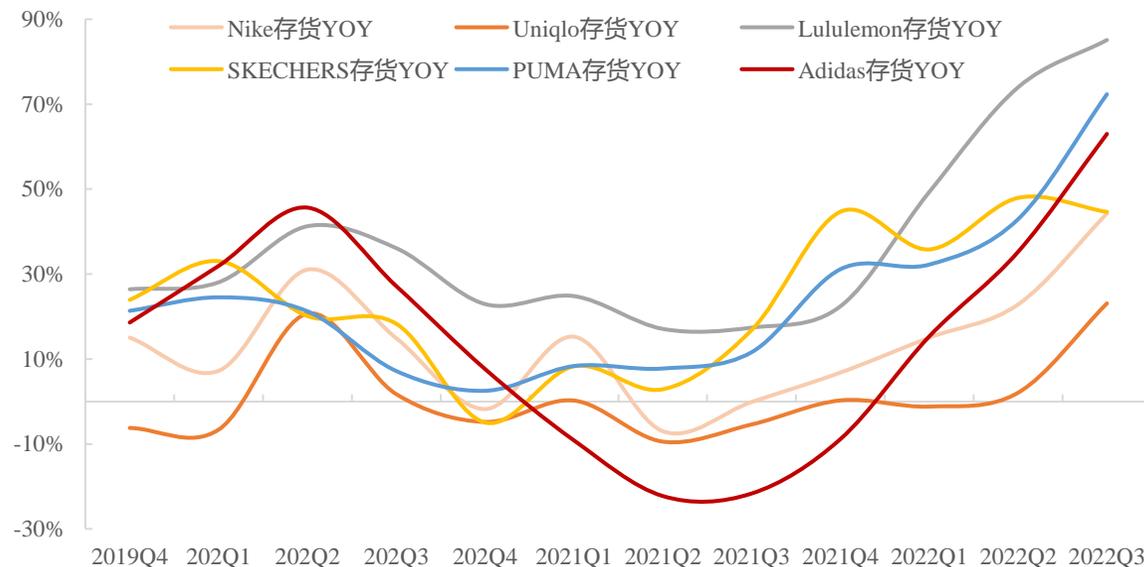
从22Q3面临的需求及成本大环境来看：

- Q3欧美通胀压力下需求压力体现，库存问题凸显：**前期考虑东南亚疫情带来的采购周期拉长，各品牌商在上半年都进行了提前采购，叠加9月开始欧美消费需求压力开始体现，Nike为首的各运动、休闲品牌三季度都表现出明显的压力，未来2个季度是清库存重要窗口（终端促销、采购端谨慎），需求拐点预计在23Q2陆续体现
- 内需下单总体偏谨慎：**22年3-5月华东疫情影响下品牌商普遍面临去库存压力，低价9-10月零售再次受到疫情影响表现较为低迷，致品牌方下单更为谨慎
- 汇率利好在三四季度会持续体现：**人民币对美元汇率贬值在三四季度加速，由此三四季度出口为主的制造龙头有望实现收入增厚以及利润率提升（来自毛利率增厚及汇兑收益）

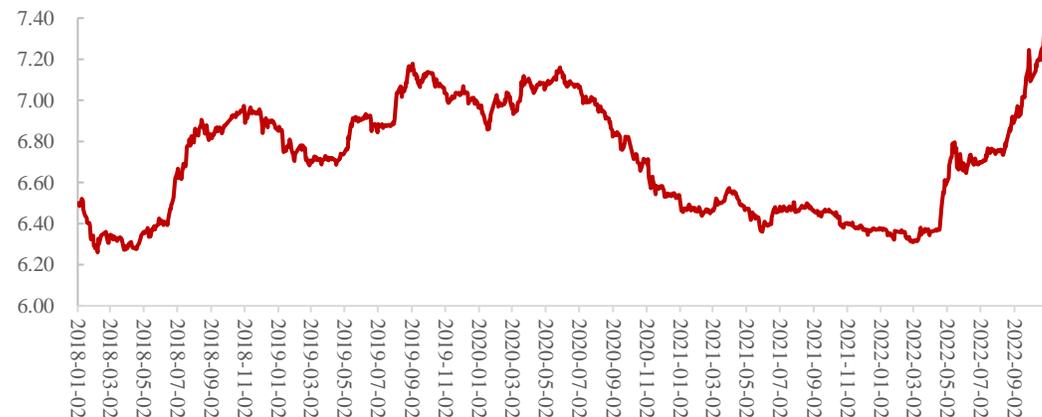
图：服装纺织出口累计同比增速



图：重点海外品牌公司存货过去12个季度增长情况



即期汇率:美元兑人民币



从22Q3各子行业表现来看，行业整体景气度向下，显著正向增长的情况多数与Q3人民币贬值有关：

- **华利集团**：全球制鞋龙头，Q3收入/利润增长23%/25%，其中人民币贬值叠加Nike为代表的客户订单复杂度增加带动美元单价提升，Q3实现超预期增长
- **伟星股份**：拉链、纽扣龙头，Q3收入/利润增长12%/28%，20年下半年开始凭借一站式服务、快反能力、成本竞争力在各大运动服饰厂商供应链重视度受到提升，叠加Q3汇兑收益增加，实现持续业绩高增
- **鲁泰A**：色织布及衬衫全球龙头，Q3收入/利润增长39%/222%，收入快速增长与Q2订单向好部分确认在Q3、以及人民币贬值下成本优势凸显有关，叠加Q3汇兑收益3亿+，带来单季度利润的超预期
- **盛泰集团**：针梭织面料及成衣龙头，Q3收入/归母净利+15%/97%，收入端增长来自海外产能扩张及大客户订单修复，利润端则受益产能利用率提升带来的毛利率修复以及空运费用的减少实现盈利能力的显著修复
- **新澳股份**：羊毛纱线龙头，Q3收入/利润增长6%/14%，其中毛精纺业务持平微增，羊绒业务单位数增长，Q3-Q4需求淡季不淡
- **健盛集团**：棉袜及无缝服饰龙头，Q3收入/归母净利-8%/+10%，单季度收入变化来自21Q3 BOMBAS单季度确认大额收入导致的高基数，利润增长则来自袜子及无缝盈利能力的提升（来自产能利用率提升）

表：纺织制造季度表现

细分领域	代码	上市公司	收入(亿元)					收入YOY					归母净利(亿元)					归母净利YOY					
			22Q1	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3	22Q1	21Q2	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22H1	22Q1-Q3
运动供应链	2313.HK	申洲国际				135.9				19.6%						23.67							6.3%
	300979.SZ	华利集团	41.2	57.7	54.8	99.0	153.7	11.4%	28.5%	23.3%	20.8%	21.7%	6.48	7.14	9.14	8.84	15.62	24.46	12.4%	28.0%	25.1%	21.0%	22.5%
纱线长丝	2678.HK	天虹纺织				130.2				3.9%						9.92							-23.0%
	002042.SZ	华孚时尚	41.5	43.9	47.7	85.4	133.0	7.9%	-6.8%	14.5%	-0.2%	4.6%	1.50	1.70	1.42	0.08	2.92	3.01	14.4%	-16.4%	-94.4%	-3.0%	-32.5%
	601339.SH	百隆东方	19.8	19.9	17.6	39.6	57.3	5.4%	-2.8%	7.8%	1.1%	3.1%	3.45	3.28	4.32	2.62	7.77	10.38	54.6%	31.9%	8.5%	41.1%	31.2%
	605189.SH	富春染织	4.7	5.7	5.7	10.4	16.2	44.0%	-4.5%	-2.0%	12.8%	7.0%	0.26	0.64	0.93	0.20	1.19	1.40	-32.7%	46.4%	-65.8%	16.5%	-13.8%
	603889.SH	新澳股份	8.9	12.3	10.1	21.2	31.2	40.2%	9.2%	6.3%	20.4%	15.5%	0.74	1.22	1.68	0.95	2.42	3.38	47.4%	37.5%	14.2%	40.4%	31.9%
辅料	603055.SH	台华新材	9.5	11.0	9.6	20.5	30.1	27.9%	0.3%	-21.8%	11.4%	-1.9%	1.15	1.63	1.25	0.58	2.39	2.97	17.2%	-23.7%	-50.1%	-8.4%	-21.2%
	002003.SZ	伟星股份	7.2	11.1	9.9	18.3	28.2	33.6%	17.4%	11.5%	23.3%	18.9%	0.65	1.92	2.47	2.08	3.12	5.20	45.1%	28.7%	28.2%	31.8%	30.3%
面料	000726.SZ	鲁泰A	15.8	17.5	18.8	33.3	52.1	59.0%	42.7%	39.3%	50.0%	46.0%	1.59	0.79	2.35	3.02	3.94	6.96	113.8%	197.1%	222.4%	156.6%	181.6%
	002394.SZ	联发股份	11.5	11.4	10.2	22.8	33.0	22.2%	-12.6%	-18.1%	2.0%	-5.2%	0.12	0.92	0.50	(0.05)	0.62	0.57	-25.6%	-45.9%	-108.3%	-42.8%	-66.4%
	605003.SH	众望布艺	1.5	1.0	0.7	2.5	3.2	7.6%	-29.0%	-50.1%	-10.3%	-23.5%	0.38	0.34	0.34	0.08	0.72	0.80	-9.1%	-1.5%	-74.8%	-5.7%	-26.4%
成衣	603558.SH	健盛集团	5.3	7.2	5.6	12.5	18.2	28.5%	45.3%	-7.7%	37.7%	19.5%	0.82	0.61	1.06	0.80	1.88	2.69	74.1%	73.9%	10.1%	74.0%	48.3%
	605138.SH	盛泰集团	13.7	14.7	15.1	28.4	43.5	30.5%	19.9%	15.0%	24.8%	21.2%	0.62	1.32	1.34	1.18	1.96	3.14	43.4%	2.1%	97.1%	12.2%	33.8%
其他	300577.SZ	开润股份	6.1	7.1	8.4	13.2	21.6	35.6%	31.3%	43.8%	33.3%	37.2%	0.47	0.52	0.03	0.20	0.50	0.70	2.8%	-93.9%	-62.8%	-48.8%	-53.8%
	605180.SH	华生科技	0.8	0.6	0.7	1.4	2.1	-47.3%	-65.4%	-57.4%	-57.2%	-57.2%	0.21	0.57	0.17	0.14	0.39	0.53	-53.4%	-69.5%	-70.7%	-62.4%	-65.0%
	300993.SZ	玉马遮阳	1.1	1.4	1.5	2.6	4.0	9.6%	9.3%	3.4%	9.5%	7.2%	0.27	0.34	0.44	0.48	0.71	1.19	-12.8%	30.6%	13.2%	9.9%	11.2%
	605155.SH	西大门	1.1	1.1	1.4	2.3	3.7	23.5%	-2.1%	8.9%	9.2%	9.1%	0.20	0.27	0.21	0.25	0.41	0.65	8.1%	-22.8%	-6.8%	-10.5%	-9.1%

□ 三季报业绩概览：

- ✓ Q1-Q3累计收入153.7亿 (+21.7%)，归母净利24.5亿 (+22.5%)，扣非归母净利24.0亿 (+20.3%)
- ✓ Q3单季度收入54.8亿 (+23.3%)，归母净利8.8亿 (+25.1%)，扣非归母净利8.7亿 (+25.0%)

□ 22Q3单季度价增贡献明显大于量增：

- ✓ 量价拆分来看，Q1-Q3销量1.69亿双 (+10.0%)，美元ASP+7.8%，美元ASP上升来自：1) 高单价客户如Nike、ON占比上升；2) Nike为代表的客户订单款式复杂化；人民币ASP+10.6%，快于美元ASP增速主要与人民币贬值有关。
- ✓ Q3销量0.54亿双 (+4%)，美元ASP+10%以上，与Nike订单增长领先&鞋款持续复杂化有关，叠加Q3人民币贬值加速，人民币ASP增长高双位数。

□ 分客户看增长：第一大客户Nike继续领跑，新品牌放量迅速：

- ✓ Q1-Q3前五大客户收入占比91.7%，其他新客户收入12.8亿 (+45.1%)，Nike在体量和增速上持续领跑。
- ✓ 单Q3来看，Nike、PUMA、UA订单收入增速分别达到36%/31%/61%，其他新品牌增速也达到了220%，但DECKERS收入-10%，与UGG品牌订单波动有挂，VF订单-6%，与21H2的高基数有关。

□ **Q3盈利能力仍保持高水准：**毛利率25.1% (-0.8pp)，来自部分品牌单季度订单波动导致相应工厂毛利率略有下降有关，期间费用率稳定在16.1% (+0.2pp)，所得税率下降5.1pp至18.5%，由此净利率16.1% (+0.2pp)，维持高位。

□ **Q4订单预期偏谨慎：**Q4来看主要生产23夏季鞋款首单，考虑经济形式，欧美客户普遍为防止库存上升进行了较为谨慎的首单下单，因此Q4增速预计较Q3将有放缓。

□ **盈利预测与投资建议：**23年来看，Q1订单压力仍然较大(处于清库存阶段的客户较多)，Q2后景气度恢复程度需要跟踪海外品牌清库存进度，保持谨慎乐观，我们调整23年预期，预计公司22/23/24年归母净利32.9/37.1/42.8亿元，同比+19%/13%/15%，当前PE16/14/12X，期待23Q2品牌商陆续完成库存正产能规划，届时行业需求拐点及制造龙头估值修复值得期待，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**疫情影响产能发挥，汇率意外波动影响增速

表：华利集团收入按客户拆分(单位：百万元)

	2021	22Q1-Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
总收入(百万元)	17,470	15,374	3,702	4,492	4,440	4,836	4,124	5,774	5,475
YOY	25.40%	21.68%			31.48%	33.45%	11.39%	28.55%	23.33%
剔除汇率增长	34.09%	18.54%					14.13%	24.84%	15.69%
销量(万双)	21,087	16,865	4,775	5,347	5,212	5,753	5,114	6,351	5,400
YOY	29.5%	10.0%			45.0%	26.93%	7.09%	18.79%	3.60%
前五大客户收入	16,010	14,093	3,299	4,171	4,282	4,259	3,780	5,345	4,969
YOY	28.18%	19.93%			39.96%	29.20%	14.57%	28.14%	16.05%
占比	91.64%	91.67%	89.10%	92.85%	96.44%	88.07%	91.65%	92.56%	90.75%
客户一	6,181	5,839	1,321	1,494	1,607	1,759	1,588	2,065	2,186
YOY	34.43%	32.03%			79.17%	26.08%	20.23%	38.21%	35.99%
占比	35.38%	37.98%	35.68%	33.26%	36.20%	36.38%	38.51%	35.76%	39.92%
客户二	3,763	3,067	592	1,049	1,105	1,017	649	1,424	994
YOY	47.53%	11.71%			40.28%	52.00%	9.64%	35.72%	-9.98%
占比	21.54%	19.95%	15.99%	23.35%	24.88%	21.03%	15.74%	24.66%	18.16%
客户三	3,208	2,729	761	794	897	756	849	1,037	842
YOY	6.02%	11.25%			-7.39%	24.92%	11.58%	30.61%	-6.16%
占比	18.37%	17.75%	20.56%	17.68%	20.21%	15.63%	20.60%	17.96%	15.38%
客户四	1,893	1,609	475	480	448	491	468	555	586
YOY	17.89%	14.76%			35.90%	28.76%	-1.48%	15.74%	30.94%
占比	10.84%	10.47%	12.83%	10.68%	10.08%	10.16%	11.35%	9.61%	10.70%
客户五	965	850	150	354	225	236	225	264	361
YOY	35.86%	16.57%			193.59%	-3.89%	50.32%	-25.54%	60.45%
占比	5.52%	5.53%	4.04%	7.89%	5.07%	4.88%	5.46%	4.57%	6.59%
其他客户收入	1,460	1,281	403	321	158	577	344	430	506
YOY	1.32%	45.08%			-50.23%	76.21%	-14.64%	33.84%	220.28%
占比	8.36%	8.33%	10.90%	7.15%	3.56%	11.93%	8.35%	7.44%	9.25%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17469.6	20754.9	23642.3	27212.7
同比(%)	25.4%	18.8%	13.9%	15.1%
归母净利润(百万元)	2767.9	3291.5	3713.8	4275.5
同比(%)	47.3%	18.9%	12.8%	15.1%
每股收益(元)	2.37	2.82	3.18	3.66
P/E	18.5	15.5	13.8	12.0

02 申洲国际：H2暂时保持谨慎预期，静待海外品牌客户景气度拐点

- 对22H2保持谨慎指引。**产量方面：6月开始各品牌商公布库存正常化（上半年供应链及船期恢复导致集中到货，而消费环境承压）计划，由此公司22H2国内产能利用率同比下降，预计H2量增慢于H1，在单位数水准，其中Q3预计双位数增长（去年Q2海外停产、基数低），Q4小幅增长（基数高、订单暂未完全明朗）。毛利率方面，相比22H1的22.6%将改善，来自人民币贬值、原材料价格回落。
- 23年海外产能积极释放，但23H1国内产能利用率可能仍有压力。**柬埔寨及越南新工厂贡献下产能有望15%增长，但考虑品牌商库存正常化进程，23H1国内产能利用率预计仍将有小幅度影响
- 盈利预测和估值：**预计22/23/24年归母净利45/56/68亿元，同比+34%/24%/21%，对应PE 18/14/12X，短期来看产销量波动主要来自Nike、Adidas中国区终端需求承压带来的清库存压力（对供应链采购更谨慎），中长期来看将继续凭借垂直一体化优势推进在已有客户市场份额（包括前四大客户以及安踏、李宁、特步、Lululemon、Ralph Lauren等订单快速成长的客户）持续提升，期待23年大客户景气度回升，“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复影响订单，原材料及汇率波动影响成本

表：申洲国际驱动因素拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (亿元)	238.45	272.98	313.98	359.25
YOY	3.54%	14.48%	15.02%	14.42%
毛利率	24.28%	24.61%	27.59%	28.68%
营业利润	39.60	53.90	65.95	79.78
YOY	-29.47%	36.10%	22.37%	20.97%
营业利润率	16.61%	19.74%	21.01%	22.21%
净利润	33.72	45.05	56.08	68.11
YOY	-33.98%	33.63%	24.48%	21.45%
净利润率	14.14%	16.50%	17.86%	18.96%
PE	23.9	17.9	14.4	11.8

表：收入按主要客户拆分（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1	客户公告近况
Nike	67.81	61.68	70.77	33.70	37.07	44.39	北美库存截至8/31暴涨65%，整体库存增长44%，由此预计接下来2个季度都会对采购计划比较谨慎；叠加大中华区始终表现偏弱，申洲作为大中华区主要供应商产能利用率受影响
YOY	8.34%	-9.03%	14.73%	11.96%	17.38%	31.70%	
/总收入	29.92%	26.78%	29.68%	29.64%	29.71%	32.65%	
Adidas	50.36	50.31	49.31	22.09	27.22	25.36	库存截至9/30增长63%（大中华区需求始终疲软，欧美需求9月开始走弱），叠加大中华区始终表现偏弱，申洲作为大中华区主要供应商产能利用率受影响
YOY	26.23%	-0.11%	-1.98%	-10.03%	5.68%	14.81%	
/总收入	22.22%	21.84%	20.68%	19.43%	21.82%	18.66%	
Uniqlo	45.01	57.17	47.00	24.42	22.58	24.12	少数自身业绩超预期的海外品牌商，截至8/31存货增长23%，主要来自生意增长需求，品牌认为目前库存健康，继续积极采购，也是申洲下半年订单趋势最好的客户
YOY	16.32%	27.01%	-17.79%	21.79%	-39.18%	-1.23%	
/总收入	19.86%	24.83%	19.71%	21.48%	18.10%	17.75%	
Puma	24.56	25.72	33.37	15.04	18.33	18.70	库存截至9/30增长72%，暂未下调全年预期，但不管是品牌方还是零售商双方库存水位都有所增长，且外部环境依然充满不确定性，公司将持续推动促销活动促进库存消化，增加本地采购以缓解供应端压力
YOY	15.91%	4.74%	29.72%	39.45%	22.71%	24.39%	
/总收入	10.84%	11.17%	13.99%	13.23%	14.69%	13.76%	
前四大客户合计	187.74	194.89	200.45	95.25	105.20	112.57	
/总收入	82.8%	84.6%	84.1%	83.79%	84.32%	82.82%	

表：伟星股份单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	21Q1-3	22Q1-3
利润表									
营业收入	541.4	941.35	888.08	984.84	723.19	1105.38	989.88	2370.83	2818.44
YOY	33.46%	30.25%	29.13%	44.83%	33.58%	17.42%	11.46%	30.54%	18.88%
营业成本	343.56	551.79	514.28	670.32	449.02	649.13	579.96	1409.62	1678.11
毛利润	197.84	389.56	373.80	314.52	274.17	456.25	409.92	961.21	1140.33
YOY	39.41%	37.48%	34.33%	18.29%	38.58%	17.12%	9.66%	36.63%	18.63%
毛利率	36.54%	41.38%	42.09%	31.94%	37.91%	41.28%	41.41%	40.54%	40.46%
期间费用	142.94	160.41	183.68	251.07	196.40	163.16	168.55	487.04	528.11
期间费用率	26.40%	17.04%	20.68%	25.49%	27.16%	14.76%	17.03%	20.54%	18.74%
销售费用	54.45	47.49	72.5	87.18	59.54	57.69	73.56	174.44	190.79
销售费用率	10.06%	5.04%	8.16%	8.85%	8.23%	5.22%	7.43%	7.36%	6.77%
管理费用	65.02	71.47	70.35	105.95	93	78.78	87.51	206.85	259.3
管理费用率	12.01%	7.59%	7.92%	10.76%	12.86%	7.13%	8.84%	8.72%	9.20%
研发费用	24.63	35.06	37.54	41.38	36.62	39.82	37.19	97.23	113.62
研发费用率	4.55%	3.72%	4.23%	4.20%	5.06%	3.60%	3.76%	4.10%	4.03%
财务费用	-1.16	6.39	3.29	16.56	7.24	-13.13	-29.71	8.52	-35.6
财务费用率	-0.21%	0.68%	0.37%	1.68%	1.00%	-1.19%	-3.00%	0.36%	-1.26%
营业利润	53.36	222.36	192.48	59.34	78.79	289.98	247.36	468.2	616.14
YOY	55.48%	-13.64%	53.21%	32.66%	47.66%	30.41%	28.51%	12.16%	31.60%
营业利润率	9.86%	23.62%	21.67%	6.03%	10.89%	26.23%	24.99%	19.75%	21.86%
利润总额	50.62	221.61	190.85	52.71	76.93	290.12	247.11	463.08	614.16
YOY	49.28%	-13.94%	52.80%	24.70%	51.98%	30.91%	29.48%	11.23%	32.63%
减：所得税	7.99	30.69	26.9	4.83	10.97	44.42	39.69	72.27	95.07
所得税率	15.78%	13.85%	14.09%	9.16%	14.26%	15.31%	16.06%	15.61%	15.48%
净利润	42.63	190.92	163.95	47.88	65.96	245.71	207.42	397.5	519.09
YOY	85.19%	-14.34%	67.04%	-6.30%	54.73%	28.70%	26.51%	15.54%	30.59%
净利润率	7.87%	20.28%	18.46%	4.86%	9.12%	22.23%	20.95%	16.77%	18.42%
归母净利润	44.94	191.72	162.61	49.38	65.22	246.65	208.42	399.26	520.28
YOY	96.16%	-14.53%	65.41%	-2.66%	45.13%	28.65%	28.17%	15.55%	30.31%
资产负债表									
应收票据及应收账款	366.28	518.69	502.17	427.39	390.66	504.78	426.56	502.17	426.56
YOY	-21.28%	31.27%	40.80%	31.58%	6.66%	-2.68%	-15.06%	40.80%	-15.06%
存货	476.71	537.77	537.77	549.85	675.49	601.09	555.1	537.77	555.1
YOY	1.55%	30.71%	48.81%	61.94%	41.70%	11.77%	3.22%	48.81%	3.22%
现金流量表									
经营性现金流量净额	(81.50)	108.33	293.85	313.76	(70.00)	300.89	336.29	449.90	567.18
/净利润	-191.18%	56.74%	179.23%	655.30%	-106.12%	122.46%	162.13%	113.18%	109.26%
投资性现金流量净额	-61.83	-66.4	-125.75	-242.94	-132.87	-220.77	-194.05	45.97	-547.69
筹资性现金流量净额	43.46	-49.45	-60.45	-95.03	91.94	95.86	-16.98	-224.77	170.82
现金及等价物净增加额	-100.5	-10.02	109.65	-38.23	-113.3	193.34	151.53	268.94	231.57

数据来源：Wind，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,496	3,356	3,815	4,441	5,111
(+/-)	-9%	34%	14%	16%	15%
净利润	396	449	575	675	784
(+/-)	36%	13%	28%	17%	16%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.55	0.65	0.76
P/E	25.9	22.1	17.3	14.7	12.7

□ 三季报业绩概览：

- ✓ Q1-Q3累计实现收入/归母净利润28.2亿元/5.2亿元，同比增速+18.8%/+30.3%。
- ✓ Q3单季度实现收入/归母净利润9.9亿元/2.1亿元，同比增速+11.5%/+28.2%。

□ 收入端：营收实现稳健增长，逆境之下优质供应链优势明显

- ✓ 22年Q1/Q2/Q3公司分别是实现收入7.2/11.1/9.9亿元，同比增速分别为+33.6%/+17.4%/+11.5%，在外部经营环境波动情况下依然保持稳健增长态势。
- ✓ 订单结构来看，目前海外客户需求依然旺盛，订单增速外贸明显好于内贸。虽下游客户下单趋于谨慎，但公司优质供应链优势依然显著。

□ 利润端：汇兑损益贡献可观利润增量，剔除相关影响后预计保持双位数增长

- ✓ 单Q3实现毛利润4.1亿元(YOY+9.7%)，实现毛利率41.4%(YOY-0.7pct)，毛利率下滑原因主要系行业整体景气度下行，下游客户价格敏感性更高。
- ✓ 单Q3公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比-0.7pct/+0.9pct/-0.5pct/-3.4pct，财务费用率的变动主要受国际汇率影响所致，22Q3为汇兑净收益，上年同期为汇兑净损失(预计3000万左右)；管理费用率的提升主要来自于2022年股权激励费用摊销较去年同期较高；若剔除上述因素，我们预计净利润依然可实现双位数以上增长。

□ 展望：优质供应链稀缺性显著，海外产能投放+智能改造有望加速客户替代

- ✓ 需要提示的是，下游客户下单趋于谨慎，且22Q4基数较高，我们预计短期收入端依然存在一定压力。但我们认为，全球通胀+疫情阴影+地缘政治频发背景下，优质的供应链依然系稀缺资源。
- ✓ 中长期来看，产能角度，海外的孟加拉工业园三期的投入和越南工业园的在建进程持续推进，国内产能新工业园持续扩建，原有产能加强技改；制造角度，智能制造的优化将不断提升生产效率，快反优势日趋显著；多维度的优化有望持续加速公司对YKK的客户替代进程。

□ 盈利预测及估值：我们预计22/23/24收入分别增长14%/16%/15%至38.2/44.4/51.1亿元，归母净利润分别为5.8/6.8/7.8亿元，同比增长28%/17%/16%。当前市值对应PE为17/15/12X。公司在辅料生产领域竞争优势明显，继续推荐，维持“买入”评级。

□ 风险提示：材料价格波动的风险；疫情加剧、疫情反复的风险；生产安全风险；

□ 三季度业绩概览：

- ✓ Q1-Q3累计收入30.1亿元 (-1.9%)，归母净利3.0亿元 (-21.2%)，扣非归母净利2.1亿元 (-41.8%)
- ✓ Q3单季度收入9.6亿元 (-21.8%)，归母净利5786万元 (-50.1%)，扣非归母净利3788万元 (-65.7%)

□ 客户普遍下单谨慎，原材料价格下行，预计价增驱动消失

- ✓ 受国内疫情及海外通胀影响，下游客户下单普遍谨慎。1) **锦纶长丝**：延续满产满销趋势，预计Q3收入下滑高单位数，其中销量下滑低单位数；2) **坯布**：客户较为分散，疫情之下波动较大，预计Q3销量下滑20%-30%；3) **成品面料**：近90%为大品牌客户，韧性较强，产能利用率70%左右（与去年接近），预计Q3销量持平略降。
- ✓ 切片价格去年Q3快速上涨，而今年由于需求疲软及己二腈国产化推进，价格环比快速下行，预计Q3价增对收入的驱动较上半年明显弱化，其中预计锦纶长丝/坯布/面料均价分别同比下滑中单位数/持平略增/下滑30%。

□ 能源成本处于高位，江苏项目前期投入增加

- ✓ Q3毛利率19.9% (-3.9pct)，扣非净利率3.9% (-5.0pct)，主要是由于能源成本持续处于高位（预计增加超6000万）、江苏项目储备员工（预计增加超3000万）、新项目增加研发投入。

□ 产业趋势不变，期待终端回暖与新产能投放共振

- ✓ 随着己二腈国产化推进，锦纶66与锦纶6价差快速缩窄，预计未来锦纶66渗透率提升将更为顺畅，若明年终端回暖，将释放较大的补库需求。公司淮安建设项目正有序推进，预计明年年中将投产首期6万吨66及2万吨再生产能，有望较好承接需求端回暖。

- **盈利预测及投资建议**：预计公司22-24归母净利4.0/6.3/8.8亿，同比-15%/+58%/+41%，对应PE为19/12/8X。公司作为国内锦纶产业链一体化龙头，受益于锦纶66、再生锦纶渗透率提升，有望展现较高成长性，维持“买入”评级。

- **风险提示**：原材料价格波动；国内疫情反复；新客户拓展不及预期

表：台华新材单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	21Q1-3	22Q1-3
利润表									
营业收入	738.9	1099.6	1229.3	1188.8	945.3	1103.1	961.1	3067.8	3009.5
YOY	57.9%	84.3%	103.1%	43.0%	27.9%	0.3%	-21.8%	83.7%	-1.9%
营业成本	523.8	797.0	935.9	912.5	693.8	850.5	769.5	2256.7	2313.7
毛利润	215.1	302.6	293.3	276.3	251.5	252.7	191.6	811.0	695.7
YOY	85.8%	108.2%	100.7%	100.7%	16.9%	-16.5%	-34.7%	99.2%	-14.2%
毛利率	29.1%	27.5%	23.9%	23.2%	26.6%	22.9%	19.9%	26.4%	23.1%
期间费用	86.1	125.7	141.7	161.2	129.5	138.5	139.2	353.5	407.2
期间费用率	11.7%	11.4%	11.5%	13.6%	13.7%	12.6%	14.5%	11.5%	13.5%
销售费用	8.9	11.6	14.7	18.9	8.8	9.8	11.3	35.2	29.9
销售费用率	1.2%	1.1%	1.2%	1.6%	0.9%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%
管理费用	39.3	44.5	53.1	63.1	50.1	58.8	58.4	136.8	167.4
管理费用率	5.3%	4.0%	4.3%	5.3%	5.3%	5.3%	6.1%	4.5%	5.6%
研发费用	34.2	51.3	58.6	71.7	58.5	60.6	55.7	144.2	174.8
研发费用率	4.6%	4.7%	4.8%	6.0%	6.2%	5.5%	5.8%	4.7%	5.8%
财务费用	3.7	18.3	15.2	7.5	12.1	9.4	13.8	37.2	35.2
财务费用率	0.5%	1.7%	1.2%	0.6%	1.3%	0.8%	1.4%	1.2%	1.2%
营业利润	115.9	184.1	134.6	83.7	130.9	137.9	62.4	434.5	331.2
YOY	522.1%	388.1%	186.9%	209.7%	13.0%	-25.1%	-53.6%	320.9%	-23.8%
营业利润率	15.7%	16.7%	10.9%	7.0%	13.8%	12.5%	6.5%	14.2%	11.0%
利润总额	115.4	185.2	136.1	79.8	130.6	136.5	60.8	436.8	327.9
YOY	535.1%	387.8%	199.1%	203.2%	13.2%	-26.3%	-55.4%	329.6%	-24.9%
减：所得税	17.7	22.0	20.2	-6.6	16.3	12.0	2.9	59.9	31.2
所得税率	15.4%	11.9%	14.8%	-8.2%	12.5%	8.8%	4.8%	13.7%	9.5%
净利润	97.7	163.3	116.0	86.4	114.3	124.5	57.9	376.9	296.7
YOY	456.8%	393.5%	181.8%	287.0%	17.0%	-23.7%	-50.1%	310.7%	-21.3%
净利率	13.2%	14.8%	9.4%	7.3%	12.1%	11.3%	6.0%	12.3%	9.9%
归母净利润	97.9	163.3	116.0	86.5	114.8	124.7	57.9	377.2	297.3
YOY	458.3%	393.5%	177.1%	217.4%	17.2%	-23.7%	-50.1%	307.9%	-21.2%
扣非净利润	94.9	152.9	110.3	86.9	89.3	81.4	37.9	358.2	208.5
YOY	828.9%	497.4%	189.3%	288.6%	-6.0%	-46.8%	-65.7%	384.3%	-41.8%
扣非净利率	12.8%	13.9%	9.0%	7.3%	9.4%	7.4%	3.9%	11.7%	6.9%
资产负债表									
应收票据及应收账款	603.8	825.3	1007.6	792.7	741.4	775.4	693.3	1007.6	693.3
YOY	12.4%	51.3%	98.0%	38.4%	22.8%	-6.0%	-31.2%	98.0%	-31.2%
存货	1242.8	1394.2	1303.4	1381.3	1519.6	1566.9	1676.7	1303.4	1676.7
YOY	29.3%	41.3%	33.2%	43.2%	22.3%	12.4%	28.6%	33.2%	28.6%

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4256.6	4079.9	5731.6	7678.4
同比 (%)	70.2%	-4.2%	40.5%	34.0%
归母净利润 (百万元)	463.7	396.0	625.4	879.6
同比 (%)	287.3%	-14.6%	57.9%	40.7%
每股收益 (元)	0.53	0.44	0.65	0.85
P/E	15.8	18.5	11.7	8.3

□ 三季度业绩概览：

- ✓ 22年Q1-3实现营业收入/归母净利润31.2亿元/3.4亿元，同比增速+15.5%/+31.9%。
- ✓ 单Q3实现收入/归母净利润10.1亿元/0.95亿元，同比增速+6.3%/+14.2%，归母净利润率同比提升0.65pp，逆境之下凸显龙头韧性。

□ 毛精纺纱线维持较高盈利水位，羊绒纱线业务开拓市场

- ✓ 分业务价量分拆来看，尽管外部扰动对Q3中上旬经营略有影响，但公司以产促销的前瞻布局效果逐步在Q3中下旬显现效果。在行业整体情绪悲观，备货不充足背景下以优质的产品获得客户的认可，加速市场份额抢占。
- ✓ 毛精纺纱线业务：【价】22年8月起区间窄幅下跌，由于公司产品价格与原材料波动密切相关，预计单Q3公司毛精纺纱业务单价依然有望维持较高水位。【量】我们预计销量保持稳定或微增态势。
- ✓ 羊绒业务：【价】由于羊绒业务依然处于业务拓展初期，为加大市场推广力度，预计单吨毛利依然维持较低水位，但我们认为，伴随公司持续加码新澳羊绒生产车间的管理与客户认证进度的推进，预计明年有望带动单吨价格持续向好。【量】我们预计在公司积极的销售策略下量增依然可达高单位数。

□ 当前接单持续向好，下游信心逐步恢复

- ✓ 我们预计公司9-10月接单依然有望保持较高增速，高增速的原因包括：1) Q4为惯例淡季，主要生产全年的尾单、补单以及部分电商快反单，前期基数较低。2) 来自海外的客户订单依然保持乐观的增长，来自内贸的客户信心正在逐步修复，来自电商的快反订单下单积极。
- ✓ 分区域收入而言，我们预计欧洲地区订单增长情况与海外其他地区类似，均表现出积极的增长，原因主要系来自户外、运动与母婴的下游景气度提升，有望带动外贸订单积极增长。

□ **盈利预测与估值：**我们预计公司 22/23/24 年收入同比增长 18%/14%/13%至 40.6/46.1/52.0 亿元，归母净利润同比增长 30%/18%/17%至 3.87/4.59/5.36 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为9/8/6X。考虑到行业出清后龙头份额有望加速提升，行业高景气度有望持续，具备长足潜力，维持“买入”评级。

□ **风险因素：**羊毛价格波动过大风险；扩产不及预期；

表：新澳股份单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-3	2021Q1-3
利润表									
营业收入	636.98	1122.97	945.51	740.03	893.32	1226.15	1005.49	3124.96	2705.46
YOY	30.46%	90.83%	47.11%	33.65%	40.24%	9.19%	6.34%	15.51%	57.34%
营业成本	512.92	892.63	780.48	602.58	734.51	981.64	807.96	2524.11	2186.03
毛利润	124.06	230.34	165.03	137.45	158.81	244.51	197.53	600.85	519.43
YOY	81.56%	142.85%	99.87%	40.79%	28.01%	6.15%	19.69%	15.67%	111.36%
毛利率	19.48%	20.51%	17.45%	18.57%	17.78%	19.94%	19.65%	19.23%	19.20%
期间费用	58.22	76.72	66.89	82.56	65.21	68.58	81.59	215.38	201.83
期间费用率	9.14%	6.83%	7.07%	11.16%	7.30%	5.59%	8.11%	6.89%	7.46%
销售费用	13.36	12.88	16.41	21.19	13.92	16.2	20.67	50.78	42.65
销售费用率	2.10%	1.15%	1.74%	2.86%	1.56%	1.32%	2.06%	1.62%	1.58%
管理费用	23.7	24.74	21.95	32.64	24.88	26.92	28.47	80.28	70.39
管理费用率	3.72%	2.20%	2.32%	4.41%	2.79%	2.20%	2.83%	2.57%	2.60%
研发费用	18.11	34.03	22.66	20.99	21.56	26.52	32.44	80.52	74.80
研发费用率	2.84%	3.03%	2.40%	2.84%	2.41%	2.16%	3.23%	2.58%	2.76%
财务费用	3.05	5.07	5.87	7.74	4.85	-1.06	0.01	3.8	13.99
财务费用率	0.48%	0.45%	0.62%	1.05%	0.54%	-0.09%	0.00%	0.12%	0.52%
营业利润	61.12	147.39	99.59	44.81	86.12	201.34	116.34	403.81	308.1
YOY	-21.50%	400.99%	670.22%	-35.07%	40.90%	36.60%	16.82%	31.06%	156.30%
营业利润率	9.60%	13.13%	10.53%	6.06%	9.64%	16.42%	11.57%	12.92%	11.39%
加：营业外收入	0.36	1.45	0.09	0.25	0.06	1.38	0.48		
减：营业外支出	0	0.07	0.32	-0.07	0.01	0.22	2.34		
利润总额	61.48	148.76	99.36	45.13	86.18	202.5	114.48	403.17	309.6
YOY	-20.49%	398.36%	658.47%	-25.31%	40.18%	36.13%	15.22%	30.22%	157.42%
减：所得税	7.87	19.37	10.94	3.45	11.08	26.51	13.19	50.78	38.18
所得税率	12.80%	13.02%	11.01%	7.64%	12.86%	13.09%	11.52%	12.60%	12.33%
净利润	53.61	129.4	88.42	41.68	75.1	176	101.3	352.39	271.43
YOY	-18.91%	367.82%	536.57%	-21.90%	40.09%	36.01%	14.57%	29.83%	152.09%
净利率	8.42%	11.52%	9.35%	5.63%	8.41%	14.35%	10.07%	11.28%	10.03%
归母净利润	50.43	122.18	83.56	42.10	74.34	168.04	95.40	337.77	256.17
YOY	-21.85%	361.93%	592.87%	-13.05%	47.41%	37.53%	14.17%	31.85%	148.61%
资产负债表									
应收票据及应收账款	347.96	476.4	408.47	264.54	410.27	562.03	491.58	491.58	408.47
YOY	49.19%	74.88%	32.04%	2.04%	17.91%	17.97%	20.35%	20.35%	32.04%
存货	1060.94	1415.08	1484.98	1497.35	1563.87	1584.07	1579.1	1579.1	1484.98
YOY	16.83%	62.77%	90.91%	75.62%	47.40%	11.94%	6.34%	6.34%	90.91%
现金流量表									
经营性现金流量净额	-144.74	-253.77	19.77	257.74	-76.8	59.91	275.26	258.37	-378.74
/净利润	-269.99%	-196.11%	22.36%	618.38%	-102.26%	34.04%	271.73%	73.32%	-139.54%
投资性现金流量净额	50.03	-56.73	28.36	-48.34	-22.24	-37.75	-31.44	-91.43	21.66
筹资性现金流量净额	2.78	306.42	-49.75	-79.06	-52.96	1.3	165.63	113.97	259.45
现金及等价物净增加额	-92.13	-7.77	-3.38	122.5	-153.11	23.41	408.89	279.19	-103.28

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3445.5	4057.1	4605.0	5197.5
同比 (%)	51.57%	17.75%	13.50%	12.87%
归母净利润 (百万元)	298.3	387.4	458.8	536.1
同比 (%)	96.93%	29.89%	18.43%	16.85%
每股收益 (元)	0.58	0.76	0.90	1.05
P/E	11.5	8.8	7.5	6.4

□ 三季度业绩概览：

- ✓ Q1-Q3累计收入18.2亿 (+19.5%)，归母净利2.69亿 (+48.3%)，扣非归母净利2.65亿 (+54.3%)
- ✓ Q3单季度收入5.6亿 (-7.7%)，归母净利8033万 (+10.1%)，扣非归母净利9351万 (+29.7%)

□ 棉袜：高基数下收入下滑，利润率延续高位

- ✓ 预计Q3棉袜收入约4.1亿元，同比下滑中双位数，主要系去年新开拓的客户BOMBAS于21Q3集中出货导致基数较高；此外，欧美市场消费环境低迷之下，客户为控制库存风险，下单较为谨慎。但受益于去年下半年以来的多轮提价、客户结构改善及人民币贬值，预计Q3毛利率延续21年以来的高水平（31%左右），扣非后净利率创历史新高（接近20%）。

□ 无缝服饰：中双位数增长，同比扭亏为盈

- ✓ 预计Q3无缝收入1.5亿元，同比增长中双位数，亦受外需疲软影响，增速相比上半年有所放缓。预计Q3毛利率约16%，净利率约10%，同比扭亏为盈，但相比22H1有所下滑，主要系越南工厂正处于建设投入期，产能尚不稳定。

□ 棉袜Q4望重回稳健增长，无缝成长趋势明确

- ✓ 棉袜作为低单价必需品，销售具有较强韧性，短期出货量波动主要系客户调整库存水平，预计随着下游库存逐步降低后，出货节奏将恢复正常。上半年未受大环境影响时，优衣库、阿迪达斯、GAP等大客户均展现可观成长性，国内客户开拓亦较为顺利。
- ✓ 无缝方面，公司通过加强新产品设计开发，推动优衣库、DELTA增长超预期，由单一客户波动带来的不确定性较以往明显降低。目前越南工厂产能储备充足，后续可根据订单情况快速响应，同时盈利能力仍有较大提升空间。

- **盈利预测及投资建议：**预计22-24年归母净利润3.0/3.7/4.6亿元，同比增长80%/24%/23%，对应PE为10/8/7倍。公司棉袜业务稳健、无缝成长趋势明确，当前估值具备性价比，维持“买入”评级。

- **风险提示：**海外需求不及预期，国内疫情反复

表：健盛集团单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	21Q1-3	22Q1-3
利润表									
营业收入	413.6	497.3	610.3	530.5	531.7	722.4	563.2	1521.2	1817.3
YOY	11.3%	39.5%	44.5%	22.8%	28.5%	45.3%	-7.7%	32.2%	19.5%
营业成本	303.6	354.5	441.9	402.7	382.6	523.6	408.7	1100.0	1314.9
毛利	110.0	142.8	168.4	127.7	149.2	198.8	154.4	421.2	502.4
YOY	20.9%	125.9%	114.9%	49.3%	35.6%	39.3%	-8.3%	81.1%	19.3%
毛利率	26.6%	28.7%	27.6%	24.1%	28.1%	27.5%	27.4%	27.7%	27.6%
期间费用	58.2	73.5	81.5	121.6	79.9	67.3	67.0	213.2	214.2
期间费用率	14.1%	14.8%	13.4%	22.9%	15.0%	9.3%	11.9%	14.0%	11.8%
销售费用	14.2	16.1	22.1	7.3	20.0	26.2	25.2	52.4	71.4
销售费用率	3.4%	3.2%	3.6%	1.4%	3.8%	3.6%	4.5%	3.4%	3.9%
管理费用	30.2	32.3	37.7	96.1	36.2	39.2	39.3	100.1	114.7
管理费用率	7.3%	6.5%	6.2%	18.1%	6.8%	5.4%	7.0%	6.6%	6.3%
研发费用	12.3	14.0	15.7	16.8	14.7	18.0	15.2	42.0	47.9
研发费用率	3.0%	2.8%	2.6%	3.2%	2.8%	2.5%	2.7%	2.8%	2.6%
财务费用	1.5	11.1	6.0	1.4	9.0	-16.1	-12.7	18.6	-19.9
财务费用率	0.4%	2.2%	1.0%	0.3%	1.7%	-2.2%	-2.3%	1.2%	-1.1%
营业利润	52.9	69.0	84.1	-5.7	90.9	117.3	82.6	206.0	290.7
YOY	-13.9%	/	360.2%	/	71.9%	69.9%	-1.8%	152.4%	41.1%
营业利润率	12.8%	13.9%	13.8%	-1.1%	17.1%	16.2%	14.7%	13.5%	16.0%
利润总额	52.9	67.9	83.2	-10.4	90.8	115.3	82.5	204.0	288.6
YOY	-13.5%	/	739.1%	/	71.6%	69.9%	-0.9%	181.0%	41.5%
减：所得税	5.6	7.2	10.4	3.4	8.4	9.6	2.2	23.1	20.2
所得税率	10.5%	10.5%	12.5%	/	9.2%	8.4%	2.7%	11.3%	7.0%
净利润	47.4	60.7	72.9	-13.9	82.5	105.7	80.3	180.9	268.4
YOY	-13.2%	/	/	/	74.1%	74.1%	10.3%	212.0%	48.4%
净利率	11.5%	12.2%	11.9%	-2.6%	15.5%	14.6%	14.3%	11.9%	14.8%
归母净利润	47.4	60.8	73.0	-13.9	82.5	105.8	80.3	181.1	268.6
YOY	-13.5%	/	/	/	74.1%	74.0%	10.1%	210.6%	48.3%
扣非净利润	47.2	52.8	72.1	-18.7	66.5	105.5	93.5	172.1	265.5
YOY	4.8%	/	/	/	40.7%	100.0%	29.7%	284.3%	54.3%
资产负债表									
应收票据及应收账款	319.0	419.0	485.2	438.4	389.4	544.2	373.1	485.2	373.1
YOY	31.9%	26.1%	45.1%	38.8%	22.1%	29.9%	-23.1%	45.1%	-23.1%
存货	464.0	571.1	558.4	664.7	708.5	652.9	669.5	558.4	669.5
YOY	3.4%	38.2%	38.3%	54.4%	52.7%	14.3%	19.9%	38.3%	19.9%

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2051.7	2421.8	2965.9	3462.6
同比 (%)	29.7%	18.0%	22.5%	16.7%
归母净利润 (百万元)	167.2	300.9	374.4	458.4
同比 (%)	-131.7%	79.9%	24.4%	22.5%
每股收益 (元)	0.43	0.77	0.95	1.17
P/E	18.5	10.3	8.2	6.7

03

重点标的估值表

上市公司	市值 (亿元)	2022收入 (亿元)	YOY	2023收入 (亿元)	YOY	2024收入 (亿元)	YOY	2022归母 净利润 (亿元)	YOY	22PE	2023归母 净利润 (亿元)	YOY	23PE	2024归母 净利润 (亿元)	YOY	24PE
港股体育																
2020.HK 安踏体育	1,829	565.0	14.5%	640.9	13.4%	724.1	13.0%	80.1	3.7%	22.8	95.2	18.9%	19.2	109.9	15.4%	16.6
2331.HK 李宁	1,070	271.3	20.2%	322.3	18.8%	380.8	18.1%	45.8	14.1%	23.4	57.1	24.8%	18.7	67.8	18.8%	15.8
1368.HK 特步国际	184	128.4	28.2%	145.5	13.3%	167.8	15.3%	10.9	20.2%	16.9	12.9	18.1%	14.3	15.1	17.2%	12.2
2313.HK 申洲国际	807	273.0	14.5%	314.0	15.0%	359.3	14.4%	45.1	33.6%	17.9	56.1	24.5%	14.4	68.1	21.5%	11.8
300979.SZ 华利集团	512	207.5	18.8%	236.4	13.9%	272.1	15.1%	32.9	19.1%	15.5	37.1	12.8%	13.8	42.8	15.1%	12.0
6110.HK 滔搏*	237.5	320.6	0.6%	363.1	13.2%	402.3	10.8%	24.35	-0.5%	9.8	28.6	17.4%	8.3	32.3	13.0%	7.4
其他品牌服装																
3998.HK 波司登	357.9	187.0	15.3%	215.1	15.0%	246.5	14.6%	24.83	20.4%	14.4	29.9	20.3%	12.0	35.5	18.9%	10.1
300888.SZ 稳健医疗	289.9	100.9	25.6%	118.9	17.8%	136.8	15.1%	15.37	24.0%	18.9	18.5	20.1%	15.7	21.6	16.9%	13.4
002563.SZ 森马服饰	124.7	144.6	-6.2%	159.8	10.5%	176.6	10.5%	7.46	-49.8%	16.7	12.1	61.7%	10.3	15.5	28.5%	8.0
600398.SH 海澜之家	187.9	197.1	-2.4%	217.4	10.3%	241.2	11.0%	22.05	-11.5%	8.5	25.2	14.2%	7.5	28.3	12.3%	6.6
002832.SZ 比音勒芬	125.5	32.2	18.3%	38.6	20.0%	46.0	19.1%	8.01	28.3%	15.7	10.1	26.1%	12.4	12.4	22.3%	10.2
603877.SH 太平鸟	78.1	93.6	-14.3%	103.9	11.0%	114.3	10.1%	2.51	-62.9%	10.1	4.7	87.3%	16.6	6.6	39.8%	11.9
002154.SZ 报喜鸟	52.1	46.8	5.1%	53.9	15.2%	61.6	14.3%	5.40	16.3%	9.6	6.3	16.6%	8.3	7.2	14.8%	7.2
603587.SH 地素时尚	66.1	25.9	-10.7%	29.4	13.5%	33.0	12.4%	5.09	-26.2%	13.0	6.9	36.1%	9.5	7.8	12.0%	8.5
603808.SH 歌力思*	31.3	26.0	11.0%	30.6	17.6%	35.6	16.5%	2.04	-37.7%	15.3	3.5	71.3%	8.9	4.5	28.2%	7.0
003016.SZ 欣贺股份	34.6	18.6	-11.6%	21.5	15.6%	25.1	16.9%	1.75	-39.1%	19.8	2.7	54.5%	12.8	3.6	34.9%	9.5
002293.SZ 罗莱生活	79.6	55.9	-3.0%	62.7	12.2%	69.9	11.5%	6.36	-10.8%	12.5	7.7	21.3%	10.3	8.9	15.1%	9.0
002327.SZ 富安娜	55.4	32.6	2.6%	36.5	12.0%	40.7	11.4%	5.77	5.7%	9.6	6.4	11.2%	8.6	7.3	13.9%	7.6
603365.SH 水星家纺*	33.4	39.8	4.7%	44.7	12.3%	50.5	13.1%	3.36	-13.0%	10.0	4.0	20.1%	8.3	4.7	15.9%	7.2
603908.SH 牧高笛	38.2	14.8	60.1%	18.9	27.5%	25.9	37.3%	1.57	100.1%	24.3	2.2	41.1%	17.2	3.2	43.2%	12.0
1234.HK 中国利郎*	38.0	36.6	7.9%	40.6	11.0%	44.7	10.1%	6.07	29.6%	6.3	6.9	14.0%	5.5	7.6	9.8%	5.0
纺织制造																
2678.HK 天虹纺织*	44.3	273.5	5.1%	290.3	6.1%	319.6	10.1%	19.27	-25.9%	2.3	20.4	6.1%	2.2	21.8	6.7%	2.0
002042.SZ 华孚时尚	52.2	176.4	5.6%	194.3	10.1%	221.1	13.8%	3.87	-32.1%	13.5	6.5	67.4%	7.7	7.7	19.4%	6.7
601339.SH 百隆东方*	79.4	84.2	8.3%	94.4	12.1%	103.6	9.8%	13.3	-2.7%	5.9	13.4	0.4%	5.9	14.6	8.8%	5.4
603558.SH 健盛集团	30.9	24.2	18.0%	29.7	22.5%	34.6	16.7%	3.0	79.9%	10.3	3.7	24.4%	8.2	4.6	22.4%	6.7
2199.HK 维珍妮	37.0	86.5	3.7%	96.9	12.0%	110.1	13.7%	6.4	23.1%	5.8	8.5	32.3%	4.4	10.9	28.8%	3.4
603055.SH 台华新材	73.3	40.8	-4.2%	57.3	40.5%	76.8	34.0%	4.0	-14.6%	18.5	6.3	57.9%	11.7	8.8	40.6%	8.3
605180.SH 华生科技*	19.4	5.9	-8.3%	6.9	17.6%	8.2	17.5%	1.6	-12.1%	12.2	1.9	22.4%	10.0	2.4	22.2%	8.2
002003.SZ 伟星股份	99.3	38.2	13.7%	44.4	16.4%	51.1	15.1%	5.8	28.2%	17.3	6.8	17.4%	14.7	7.8	16.2%	12.7
603889.SH 新澳股份	34.2	40.6	17.7%	46.1	13.5%	52.0	12.9%	3.9	29.9%	8.8	4.6	18.4%	7.5	5.4	16.8%	6.4
300993.SZ 玉马遮阳	30.6	5.6	7.0%	6.7	20.6%	8.3	22.9%	1.7	21.9%	17.9	2.0	16.4%	15.4	2.5	23.6%	12.5
605155.SH 西大门	18.0	6.0	28.9%	7.8	30.0%	9.9	26.5%	1.1	21.8%	16.6	1.4	30.3%	12.7	1.8	28.9%	9.9
605189.SH 富春染织*	23.7	22.6	3.9%	31.7	40.2%	40.6	28.1%	2.0	-14.5%	11.9	2.7	37.4%	8.7	3.5	27.5%	6.8
605138.SH 盛泰集团*	60.2	63.5	23.1%	74.7	17.6%	87.2	16.8%	4.15	42.6%	14.5	5.2	25.6%	11.5	6.3	21.0%	9.5
300577.SZ 开润股份	34.9	24.6	7.6%	30.1	22.2%	36.0	19.7%	1.13	-37.5%	31.1	2.0	75.1%	17.7	2.5	27.4%	13.9

数据来源：浙商证券研究所预测，带*为Wind一致预期

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>