

纺织服饰

报告日期：2023年04月02日

Lulu 库存去化超预期，品牌服饰动销向好

——纺织服装行业周报

投资要点

- 品牌服饰：港股运动年报披露完毕，3月以来板块零售增速环比向上，继续看好中长期成长性明确、估值具备性价比的标的

港股运动：安踏/特步年报超预期，全年指引乐观。安踏及特步上周披露年报后港股运动板块迎来普涨，一方面来自22年业绩略超此前市场预期，另一方面来自积极的23年展望，其中安踏体育表示安踏主品牌、FILA预计23年双位数流水增长，DESCENTE及KOLON则保持30%+流水增速，特步也表示23年流水有望20%+增长，收入则保持双位数增长，同时两方都表示了在收入增长、零售折扣修复背景下集团利润率提升的可能性，进入3月也看到了相较1-2月更为积极的零售增长。运动仍是中长期品牌服饰最景气赛道，继续推荐安踏体育、李宁、特步国际。

继续提示波司登机会：波司登1-2月销售增长强劲，我们预计拉动23/31财年收入增速至8%-10%，利润增速预计在双位数，同时保持了良好的零售折扣水准及库存周转效率；目前公司23/24财年PE分别为18/15X，24/31财年无疫情影响预计收入利润增速将显著提振，当前估值水平具备吸引力。

A股关注运动时尚、户外、家纺：品牌服饰3月进入低基数阶段，运动、运动时尚、户外龙头增速值得期待，继续推荐运动时尚赛道的比音勒芬、报喜鸟，户外赛道龙头、内销即将进入旺季的牧高笛。同时在其他恢复性增长的龙头中，当前重点提示受益婚庆、地产需求回暖，同时3月即将迎来换季销售旺季的家纺赛道龙头水星家纺、罗莱生活及富安娜。

- 纺织制造：申洲及Lululemon年报披露，对海外下半年需求保持谨慎乐观，但短期仍建议聚焦内需占比高的细分龙头

申洲本周披露22年报，毛利率如期承压，对23H2保持谨慎乐观：申洲22全年收入同比+16.5%至277.8亿元，归母净利45.6亿元，同比+35.3%，符合预期，利润增长显著快于收入主要与汇兑收益同比大幅度上升有关。

细看盈利情况，22年公司毛利率继续承压，同比-2.2pp至22.1%，主要源于1)2022年1月宁波因疫情停产两周&10月宁波闭环管理带来的生产进度影响；2)22H1全球服装需求有所下降，因此国内产能利用率未达到100%。虽然因疫情及海外去库存导致毛利率受损，但公司22年税前利润达到52.6亿，同比+37.6%，与人民币贬值带来的高额汇兑收益有关，如果扣除汇兑收益9.98亿，则22年税前利润是40.90亿，21年同期可比口径税前利润为37.02亿元，22年同比+10.5%，疫情影响下尤为不易。

虽然23年上半年还处在海外客户清库存周期中，订单仍有压力，但对下半年的市场需求我们保持谨慎乐观，并且对申洲24、25年的毛利率修复充满信心，预计23/24/25年收入同增7%/14%/13%至296/338/383亿元，归母净利同增6%/26%/21%至48/61/73亿元，对应PE22/17/14X

海外主流品牌商普遍Q2末或下半年完成库存正常化：Lululemon本周披露年报，最受市场关注的存货截至1/31达到14.47亿美元，同比+49.8%，同时存货绝对值环比10/31的14.62亿美元下降1.0%。公司对于库存改善较为满意，目前核心无季节产品库存占比45%；展望23Q1，库存同比增速有望进一步下降到30%-35%区间，预计23年下半年起库存增速将与销售增速相匹配，但也因此从其供应商角度来看，订单增速回到正常水平预计至少需要在23Q3；

订单整体环比改善明显，其中内需好于外需。纺织制造总体需求在春节后景气度较弱，但订单环比改善，同时内需景气度明显好于外需，因此短期建议关注内需

行业评级：看好(维持)

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

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

相关报告

- 《品牌逐月走强，制造内外分化》 2023.03.28
- 《港股运动年报亮丽，Nike季报去库存符合预期》 2023.03.27
- 《无惧短期震荡，向好修复趋势延续》 2023.03.20

占比高的细分行业龙头，如新澳股份、富春染织，3月下旬后根据外需修复情况关注华利集团、申洲国际、台华新材、伟星股份。

□ **投资建议：**

港股品牌服饰：继续推荐运动服饰龙头安踏体育（23年 PE 28X）、李宁（23年 PE 28X）、特步国际（23年 PE 19X）；同时继续提示波司登机会（24财年 PE 15X）。

A股品牌服饰：继续推荐运动时尚赛道的比音勒芬（23年 PE 19X）、报喜鸟（23年 PE 13X），户外赛道龙头牧高笛（23年 PE 25X），以及家纺赛道龙头水星家纺（23年 PE 10X）、罗莱生活（23年 PE 14X）、富安娜（23年 PE 11X）。

纺织制造：短期建议关注内需占比高的细分行业龙头，如新澳股份（23年 PE 10X）、富春染织（23年 PE 10X），3月下旬后根据外需修复情况关注华利集团（23年 PE 18X）、申洲国际（23年 PE 20X）、台华新材（23年 PE 19X）、伟星股份（23年 PE 19X）。

□ **风险提示：**终端销售不及预期；疫情持续出现反复；品牌间竞争加剧；

正文目录

1 本周核心观点：服装零售增速环比向上，制造内需好于外需	5
1.1 品牌服饰：港股运动年报披露完毕，3月以来板块零售增速环比向上，继续看好中长期成长性明确、估值具备性价比的标的	5
1.2 纺织制造：申洲及Lululemon年报披露，对海外下半年需求保持谨慎乐观，但短期仍建议聚焦内需占比高的细分龙头	5
2 行业重要数据跟踪	7
2.1 本周板块表现	7
2.2 社零数据	8
2.3 出口数据	8
2.4 原材料数据	9
3 风险提示	13

图表目录

图 1: A 股标的上周涨跌幅 (单位: %)	7
图 2: A 股标的年初至今涨跌幅 (单位: %)	7
图 3: 港股标的上周涨跌幅 (单位: %)	7
图 4: 港股标的年初至今涨跌幅 (单位: %)	7
图 5: A 股板块指数涨跌幅	7
图 6: 港股标板块指数涨跌幅	7
图 7: 社零总额增速	8
图 8: 社零服装鞋帽针纺织类增速	8
图 9: 2018 年至今中国主要纺织品出口数据	8
图 10: 2018 年至今越南主要纺织品出口数据	9
图 11: 2018 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	9
图 12: 2018 年 1 月至今 328 级棉花期货价格走势	9
图 13: 2018 年 1 月至今 CotlookA 级棉花现货价格走势	9
图 14: 2018 年 1 月至今 NYBOT2 号棉花期货价格走势	9
图 15: 我国棉花商业库存	10
图 16: 我国棉花工业库存	10
图 17: 我国纱线库存天数	10
图 18: 我国坯布库存天数	10
图 19: 2018 年 1 月至今鸭绒价格	10
图 20: 2018 年 1 月至今鹅绒价格	10
图 21: 尼龙 6 原材料价格	11
图 22: 纽约原油、布伦特原油 (美元/桶)	11
图 23: CCFEI 价格指数:氨纶 20/40D (元/吨)	11
图 24: CCFEI 价格指数:涤纶 DTY/POY (元/吨)	11
图 25: CCFEI 价格指数:锦纶 DTY/FDY (元/吨)	11
图 26: 市场价:粘胶短纤:1.5D/38mm (元/吨)	11
图 27: 市场价:涤纶短纤:1.4D*38mm (元/吨)	12
图 28: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数	12
图 29: 2018 年 1 月至今美元兑人民币中间价	12

1 本周核心观点：服装零售增速环比向上，制造内需好于外需

1.1 品牌服饰：港股运动年报披露完毕，3月以来板块零售增速环比向上，继续看好中长期成长性明确、估值具备性价比的标的

港股运动：安踏/特步年报超预期，全年指引乐观。安踏及特步上周披露年报后港股运动板块迎来普涨，一方面来自22年业绩略超此前市场预期，另一方面来自积极的23年展望，其中安踏体育表示安踏主品牌、FILA预计23年双位数流水增长，DESCENTE及KOLON则保持30%+流水增速，特步也表示23年流水有望20%+增长，收入则保持双位数增长，同时两方都表示了在收入增长、零售折扣修复背景下集团利润率提升的可能性，进入3月也看到了相较1-2月更为积极的零售增长。运动仍是中长期品牌服饰最景气赛道，继续推荐安踏体育（23年28X）、李宁（23年29X）、特步国际（23年20X）。

继续提示波司登机会：波司登1-2月销售增长强劲，拉动23/3/31财年收入增速至8%-10%，利润增速预计在双位数，并保持了良好的零售折扣水准及库存周转效率；目前公司对23/24财年估值分别为18/15X，24/3/31财年无疫情影响预计收入利润增速将显著提振，当前估值水平具备吸引力。

A股关注运动时尚、户外、家纺：品牌服饰3月进入低基数阶段，运动、运动时尚、户外龙头增速值得期待，继续推荐运动时尚赛道的比音勒芬（23年20X）、报喜鸟（23年13X），户外赛道龙头、内销即将进入旺季的牧高笛（23年25X）。

同时在其他恢复性增长（23年向21年盈利水平靠拢）的龙头中，我们当前重点提示受益婚庆、地产需求回暖，同时3-4月迎来换季销售旺季的家纺赛道龙头水星家纺（23年9X）、罗莱生活（23年14X）富安娜（23年12X）。

1.2 纺织制造：申洲及Lululemon年报披露，对海外下半年需求保持谨慎乐观，但短期仍建议聚焦内需占比高的细分龙头

申洲本周披露22年报，毛利率如期承压，对23H2保持谨慎乐观：申洲22年全年收入同比+16.5%至277.8亿元，归母净利45.6亿元，同比+35.3%，符合预期，利润增长显著快于收入主要与汇兑收益同比大幅度上升有关。

细看盈利情况，22年公司毛利率继续承压，同比-2.2pp至22.1%，主要源于1)2022年1月宁波因疫情停产两周&10月宁波闭环管理带来的生产进度影响；2)22H1全球服装需求有所下降，因此国内产能利用率未达到100%。虽然因疫情及海外去库存导致毛利率受损，但公司22年税前利润达到52.6亿，同比+37.6%，与人民币贬值带来的高额汇兑收益有关，如果扣除汇兑收益9.98亿，则22年税前利润是40.90亿，21年同期可比口径税前利润为37.02亿元，22年同比+10.5%，疫情影响下尤为不易。

虽然23年上半年还处在海外客户清库存周期中，订单仍有压力，但对下半年的市场需求我们保持谨慎乐观，并且对申洲24、25年的毛利率修复充满信心，预计23/24/25年收入同增7%/14%/13%至296/338/383亿元，归母净利同增6%/26%/21%至48/61/73亿元，对应PE22/17/14X

海外主流品牌商普遍Q2末或下半年完成库存正常化：Lululemon本周披露年报，最受市场关注的存货截至1/31达到14.47亿美元，同比+49.8%，同时存货绝对值环比10/31的14.62亿美元下降1.0%。公司对于库存改善较为满意，目前核心无季节产品库存占比45%；展望23Q1，库存同比增速有望进一步下降到30%-35%区间，预计23年下半年起库

存增速将与销售增速相匹配。但也因此从其供应商角度来看，订单增速回到正常水平预计至少需要在 23Q3；

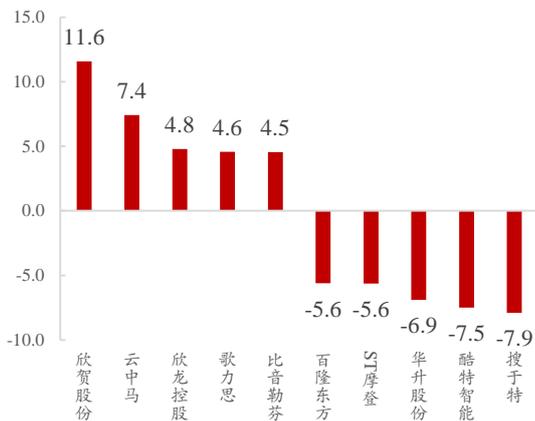
内需景气度明显好于外需，短期建议关注内需占比高的细分龙头。纺织制造总体需求在春节后景气度较弱，但是订单环比改善，同时内需景气度明显好于外需，因此短期建议关注内需占比高的细分行业龙头，如新澳股份（23 年 PE 10X）、富春染织（23 年 PE 10X），3 月下旬后根据外需修复情况关注华利集团（23 年 PE 18X）、申洲国际（23 年 PE 20X）、台华新材（23 年 PE 19X）、伟星股份（23 年 PE 19X）。

2 行业重要数据跟踪

2.1 本周板块表现

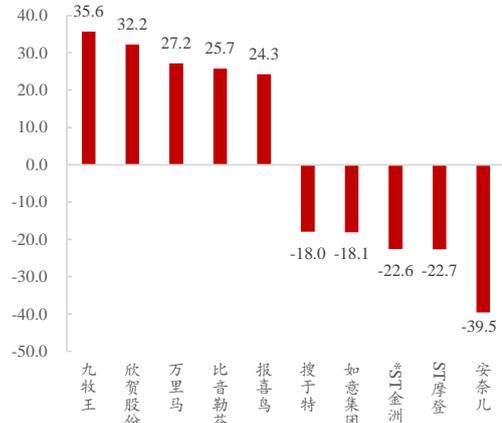
本周(3/27-3/31)上证综指上涨0.2%，深证成指上涨0.8%，沪深300上涨0.6%，其中纺织服装板块-1.3%，纺织制造板块-2.6%，服装家纺板块-0.8%。

图1: A股标的的上周涨跌幅(单位: %)



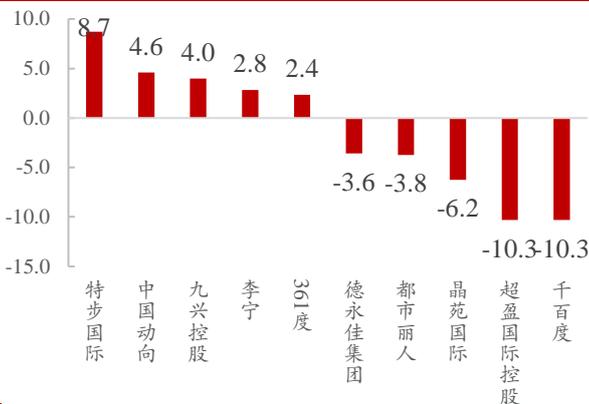
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: A股标的的年初至今涨跌幅(单位: %)



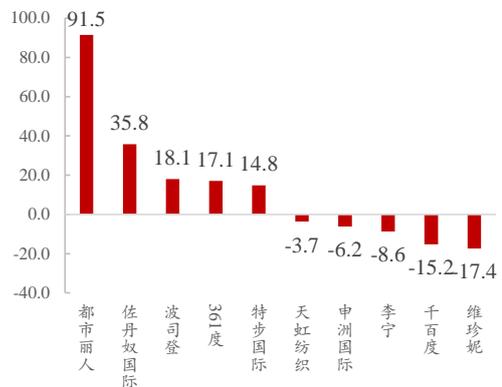
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 港股标的的上周涨跌幅(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 港股标的的年初至今涨跌幅(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: A股板块指数涨跌幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 港股标板块指数涨跌幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 社零数据

2023年1-2月份，社会消费品零售总额同比上升3.5%，其中服装鞋帽针纺织品类当月同比上升5.4%。

图7：社零总额增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：社零服装鞋帽针纺织品类增速

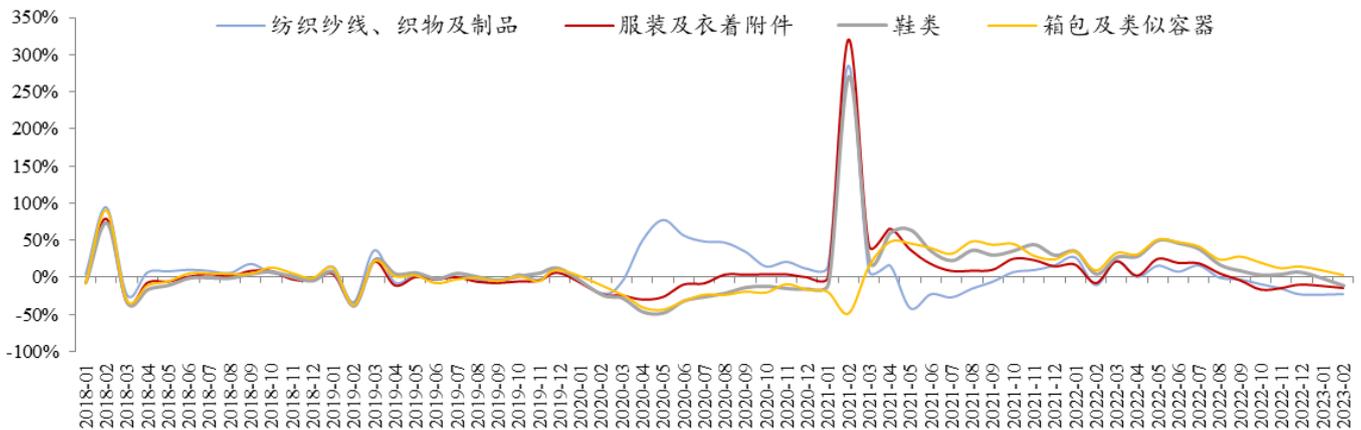


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 出口数据

2023年1-2月累计纱线制品出口金额为191.6亿美元（YOY-22.4%），服装类出口金额为216.8亿美元（YOY-14.7%），鞋类出口金额为80.8亿美元（YOY-11.6%）

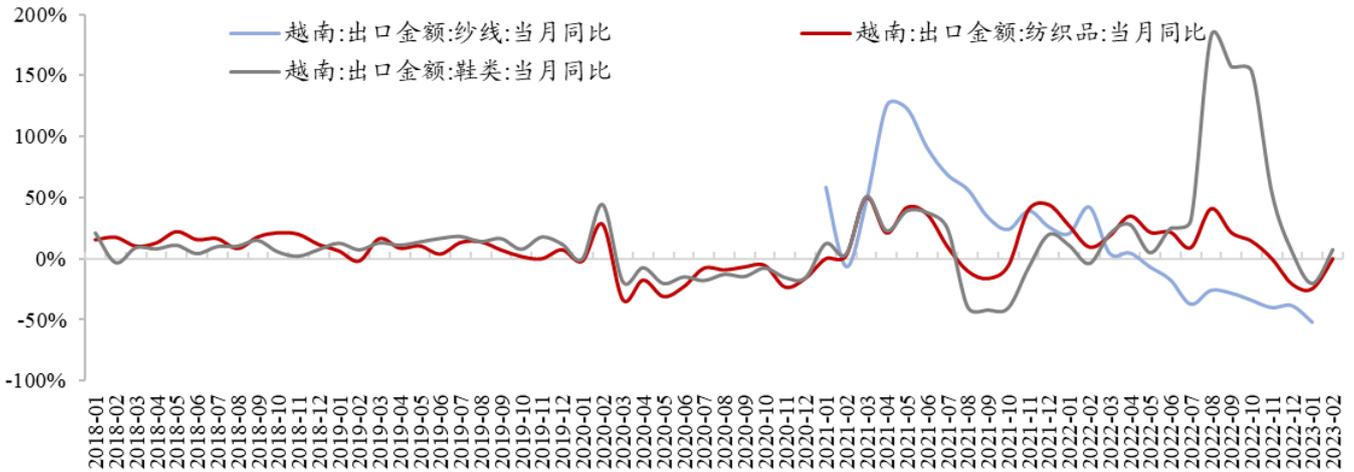
图9：2018年至今中国主要纺织品出口数据



资料来源：国家海关总署，浙商证券研究所

2023年1+2月，越南累计主要纱线出口合计5.64亿美元，YOY-38.4%；累计出口纺织品48.0亿美元，YOY-14.3%；累计出口鞋类30.0亿美元，YOY-9.1%，如期低落。

图10: 2018年至今越南主要纺织品出口数据



资料来源: 越南统计局, 浙商证券研究所

2.4 原材料数据

国内棉花价格情况: 本周(3/27-3/31) 328级棉花现货周均价: 15269元/吨(环比上周+0.31%); 328级棉花期货周均价: 14229元/吨(较上周+1.99%)。

图11: 2018年1月至今328级棉花现货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 2018年1月至今328级棉花期货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

海外棉花价格情况: 本周(3/27-3/31) CotlookA 现货周均价: 15760元/吨(环比上周+1.71%); NYBOT2号棉花期货周均价: 82.2美分/磅(环比上周+6.15%)。

图13: 2018年1月至今CotlookA级棉花现货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

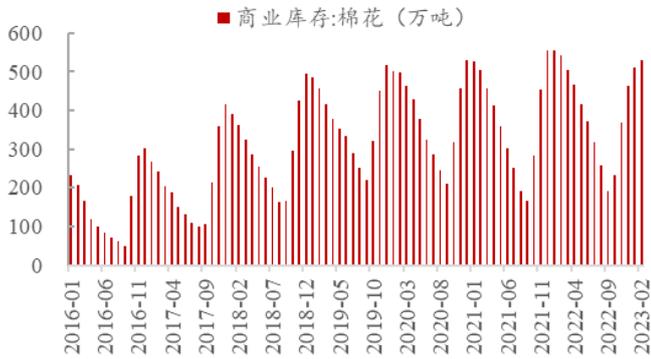
图14: 2018年1月至今NYBOT2号棉花期货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

棉花库存情况: 2023年2月棉花商业库存528.9万吨(环比上月+3.33%); 2023年2月棉花工业库存68.62万吨(环比上月+15.68%)。

图15: 我国棉花商业库存



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 我国棉花工业库存

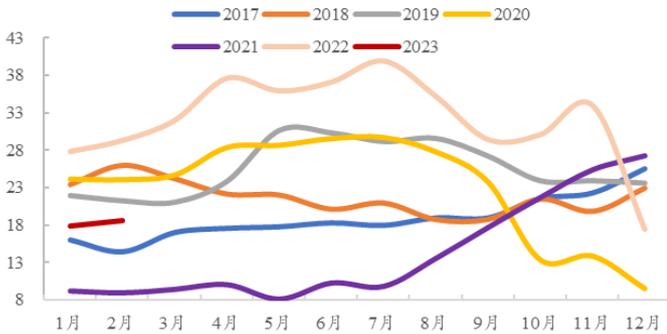


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

纱线库存情况: 2023年2月纱线库存18.55天, 环比变化+0.73天, 同比变化-10.80天。

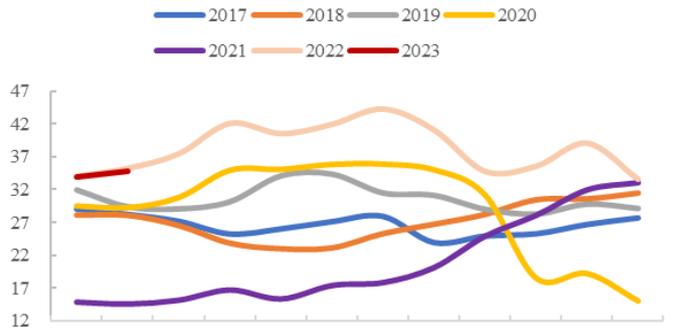
坯布库存情况: 2023年2月坯布库存34.76天, 环比变化+0.77天, 同比变化-0.46天。

图17: 我国纱线库存天数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

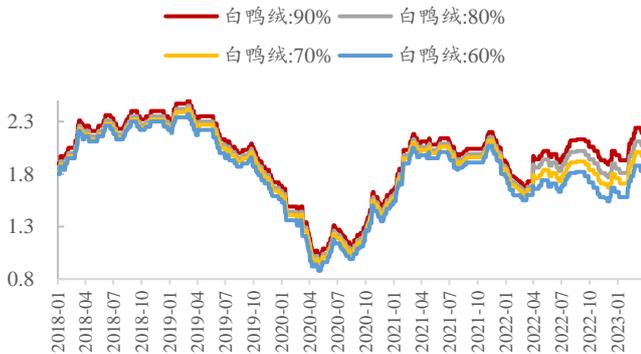
图18: 我国坯布库存天数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

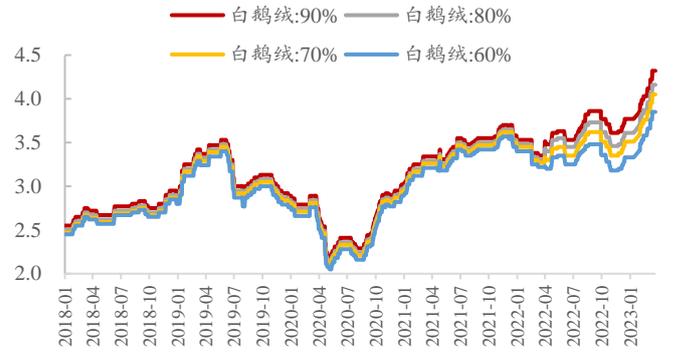
羽绒价格情况: 本周(3/27-3/31)90%/80%/70%/60%鸭绒平均价格分别为2.19/2.07/1.97/1.83元/千克, 环比上周价格持平; 本周(3/27-3/31)90%/80%/70%/60%鹅绒平均价格分别为4.32/4.16/4.05/3.85元/千克, 环比上周价格持平。

图19: 2018年1月至今鸭绒价格



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2018年1月至今鹅绒价格



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

化纤价格情况:

本周(3/27-3/31)己内酰胺国内现货平均价格为12180元/吨,环比变化+0.33%; PA6国内现货平均价格为12960元/吨,价格环比变化+0.47%。

本周(3/27-3/31)粘胶短纤/涤纶短纤/氨纶20D/氨纶40D/锦纶DTY/锦纶FDY/涤纶DTY/涤纶POY的平均价格分别为13016/7450/41000/35125/18312/17400/9150/7750元/吨,环比变化为+0.26%/+2.85%/-0.49%/-1.33%/-0.20%/+0.69%/+2.58%/+2.79%。

图21: 尼龙6原材料价格



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 纽约原油、布伦特原油(美元/桶)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: CCFEI价格指数:氨纶20/40D(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: CCFEI价格指数:涤纶DTY/POY(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: CCFEI价格指数:锦纶DTY/FDY(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 市场价:粘胶短纤:1.5D/38mm(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

羊毛价格: 澳大利亚羊毛交易所3月30日指数为881, 均价环比上周-0.79%。

人民币汇率情况: 本周(3/27-3/31)美元兑人民币汇率平均水平为1:6.88, 环比上周+0.17%。

图27: 市场价:涤纶短纤:1.4D*38mm (元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 2018年1月至今美元兑人民币中间价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

- 1、**终端销售不及预期：**整体经济增速放缓，导致销售复苏不及预期
- 2、**疫情持续出现反复：**疫情持续反复下终端门店客流复苏持续低于预期
- 3、**品牌间竞争加剧：**消费者风格偏好、购物习惯变化导致市场风格变化、品牌间竞争加剧

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>