

纺织服装板块2022年报&23年一季报总结：

品牌服饰23Q1业绩靓丽、趋势向好，看好估值业绩双重修复持续兑现

证券分析师：李婕

执业证书：S0600521120003

联系邮箱：lijie@dwzq.com.cn

证券分析师：赵艺原

执业证书：S0600522090003

联系邮箱：zhaoyy@dwzq.com.cn

二零二三年五月八日

➤ 品牌服饰：22年疫情冲击较大，23年业绩估值双重修复逻辑有望持续兑现。

- **22年总结：**疫情反复冲击下，整体营收增速同比下滑个位数，净利下滑幅度较大。细分板块看，体育服饰经营稳健、户外赛道表现较优，其余赛道营收利润均出现下滑、从受损程度由低到高分别为男装、家纺、中高端女装、休闲服饰。
- **23年展望：**23以来品牌服饰总体逐步走出疫情冲击，终端流水持续修复、增速逐月提升，去库进程中收入表现略弱于流水，但经营杠杆下净利表现超收入端。从细分板块看，23Q1业绩表现基本符合我们此前关于细分领域复苏节奏的判断，即各板块复苏节奏由快到慢分别为：体育服饰仍维持稳健增长；男装修复领先、比音勒芬&报喜鸟23Q1业绩已超21年同期水平；高端女装表现较好、收入利润增速均恢复正增长；家纺、休闲服饰收入端同比回落，但净利改善趋势明显、实现正增长、利润弹性逐渐释放。

➤ 纺织制造：22年前高后低，23Q1仍承压、静待外需拐点。

- **22年总结：**上游生产企业多面向海外市场、产能布局海外，22H1受到疫情直接影响程度相对较小，叠加外需景气度延续、人民币贬值等利好因素，实现较快增长。22Q3以来国内外品牌端库存较高+外需走弱，纺织公司业绩增速放缓。
- **出口型展望：**23年上半年压力仍存，下半年随海外品牌库存恢复正常，上游纺织制造企业订单增速有望触底回升，在此过程中综合竞争力出色、客户粘性强的龙头有望维持相对稳健的业绩表现。
- **内销型展望：**国内消费进一步复苏，后续有望逐步传导至制造端，关注国内国外两个消费市场需求拐点的渐次出现，长期受益逻辑明确的公司有望实现领先行业的业绩增长。

➤ 投资建议：

■ **品牌服饰：**23Q1品牌服饰业绩增速靓丽，预计Q2业绩在低基数下进一步反弹、有望对板块情绪形成提振，我们维持22年11月以来的观点，继续看好品牌服饰2023年业绩和估值的修复机会，具体来说：

- ① **重点推荐终端流水复苏较早、23年业绩有望超越21年、估值较低的男装品牌**，如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟。
- ② **推荐流水持续环比改善，复苏弹性大的“困境反转”型品牌**，如休闲服龙头森马服饰及太平鸟、家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、朗姿股份、锦泓集团等。
- ③ **运动品牌龙头**此前指引相对谨慎，随国内消费环境回暖向好、经济复苏确定性加强，运动服饰业绩超预期可能加大，前期股价调整后估值吸引力增强，继续看好，包括李宁、安踏体育、特步国际、361度。

■ **纺织制造：**国内需求复苏延续，关注下半年外需向上拐点。

- ① **出口型企业**下半年有望迎订单向上拐点，持续跟踪布局运动赛道上游、竞争优势突出的制造龙头申洲国际、华利集团业订单拐点的出现。
- ② **内销型企业**随Q2国内品牌复苏订单有望改善，下半年海外品牌去库完成后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份（国产替代）、台华新材（技术突破）等。

➤ **风险提示：**疫情反复、终端消费疲软、棉价大幅波动、人民币汇率波动等



- **1、品牌服饰：22年业绩承压，23Q1利润弹性释放**

- **2、纺织制造：22年前高后低，23Q1仍承压、静待外需拐点**

- **3、投资建议：看好23年品牌服饰业绩估值双重修复持续兑现**

- **4、风险提示**

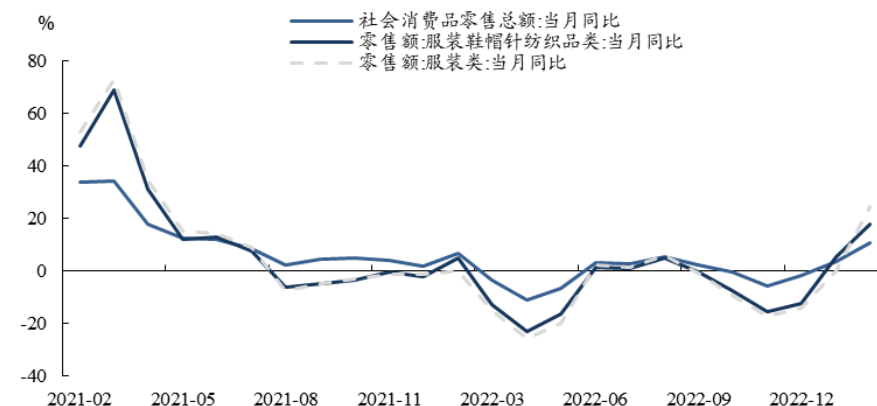
- **5、附录**

1. 品牌服饰：22年业绩承压，23Q1利润弹性释放

1.1. 行业概览：22年服装消费承压，23Q1复苏向好、逐月改善

- **22年居民消费波动承压，服装消费受疫情影响较大。**22年我国居民消费整体受到疫情扰动，22年全国累计社零同比-0.2%，其中Q1/Q2/Q3/Q4分别同比+3.3%/-4.6%/+3.5%/-2.7%，Q2、Q4受疫情影响较大。服装消费方面，22年服装鞋帽针纺织品类零售额同比-6.5%，Q1/Q2/Q3/Q4分别同比-0.9%/-11.6%/+3.2%/-10.6%，表现与社零走势一致，受疫情影响较大、弱于社零整体。
- **23Q1复苏趋势逐月改善，服装消费修复力度超社零总体。**疫情全面放开后，居民消费意愿及信心持续好转，消费复苏趋势向好。23Q1社零整体同比+5.8%，分月看1-2月/3月社零分别同比+3.5%/+10.6%，增速逐月改善。服装鞋帽针纺织品类零售额23Q1同比+9.0%，1-2月/3月同比分别+5.4%/+17.70%，复苏力度超越社零总体。

22年社零/服装消费承压，Q1复苏态势较好



22年以来各行业限额以上零售额同比

零售额当月同比 (%)	2023-03	2023M1-2	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022M1-2
社会消费品零售总额	10.6	3.5	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7
限额以上企业商品零售总额	8.5	1.5	-0.2	-5.7	0.0	6.6	9.1	7.5	8.8	-5.3	-13.3	-0.4	9.1
粮油、食品类	4.4	9.0	10.5	3.9	8.3	8.5	8.1	6.2	9.0	12.3	10.0	12.5	7.9
饮料类	-5.1	5.2	5.5	-6.2	4.1	4.9	5.8	3.0	1.9	7.7	6.0	12.6	11.4
烟酒类	9.0	6.1	-7.3	-2.0	-0.7	-8.8	8.0	7.7	5.1	3.8	-7.0	7.2	13.6
服装鞋帽针纺织品类	17.7	5.4	-12.5	-15.6	-7.5	-0.5	5.1	0.8	1.2	-16.2	-22.8	-12.7	4.8
化妆品类	9.6	3.8	-19.3	-4.6	-3.7	-3.1	-6.4	0.7	8.1	-11.0	-22.3	-6.3	7.0
金银珠宝类	37.4	5.9	-18.4	-7.0	-2.7	1.9	7.2	22.1	8.1	-15.5	-26.7	-17.9	19.5
日用品类	7.7	3.9	-9.2	-9.1	-2.2	5.6	3.6	0.7	4.3	-6.7	-10.2	-0.8	10.7
家用电器和音像器材类	-1.4	-1.9	-13.1	-17.3	-14.1	-6.1	3.4	7.1	3.2	-10.6	-8.1	-4.3	12.7
中西药品类	11.7	19.3	39.8	8.3	8.9	9.3	9.1	7.8	11.9	10.8	7.9	11.9	7.5
文化办公用品类	-1.9	-1.1	-0.3	-1.7	-2.1	8.7	6.2	11.5	8.9	-3.3	-4.8	9.8	11.1
家具类	3.5	5.2	-5.8	-4.0	-6.6	-7.3	-8.1	-6.3	-6.6	-12.2	-14.0	-8.8	-6.0
通讯器材类	1.8	-8.2	-4.5	-17.6	-8.9	5.8	-4.6	4.9	6.6	-7.7	-21.8	3.1	4.8
石油及制品类	9.2	10.9	-2.9	-1.6	0.9	10.2	17.1	14.2	14.7	8.3	4.7	10.5	25.6
建筑及装潢材料类	-4.7	-0.9	-8.9	-10.0	-8.7	-8.1	-9.1	-7.8	-4.9	-7.8	-11.7	0.4	6.2
汽车类	11.5	-9.4	4.6	-4.2	3.9	14.2	15.9	9.7	13.9	-16.0	-31.6	-7.5	3.9

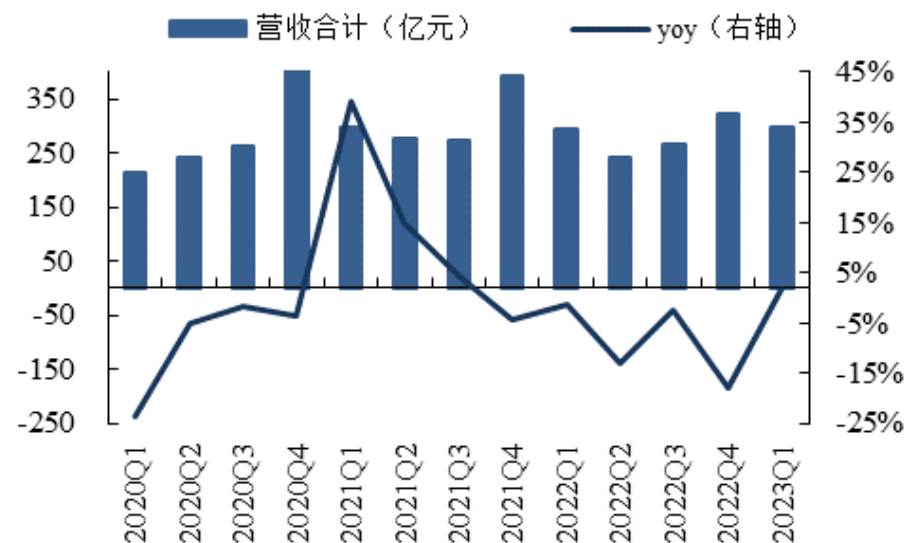
1.2. 板块整体：22年承压，23Q1净利显著修复、库存压力仍较大

- 我们统计了品牌服饰11个子行业48家A股+港股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。
- **营收端：22年疫情冲击、增速回落，23Q1呈复苏态势、同比增速转正、与21Q1持平略增。**
- 2017-2019年板块（A+H股）营收同比增速整体在12%-15%区间，2020年受疫情冲击下滑-5.8%，21年呈现复苏、营收同比+16.7%。
- **1) 22年：**品牌服饰板块收入受到疫情冲击，A+H股品牌服饰营收增速回落，同比-2.5%。分季度看，22Q1-Q4行业（仅A股）营收分别同比-1.2%/-13.0%/-2.6%/-18.0%，Q2、Q4受疫情影响较大。
- **2) 23Q1：**疫情放开后，在消费复苏背景下，品牌服饰板块营收回暖趋势已显、同比+1.5%，相较21Q1同期约+0.3%、与21Q1持平略增。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）营收及增速



20Q1-23Q1年品牌服饰板块（A股）营收及增速

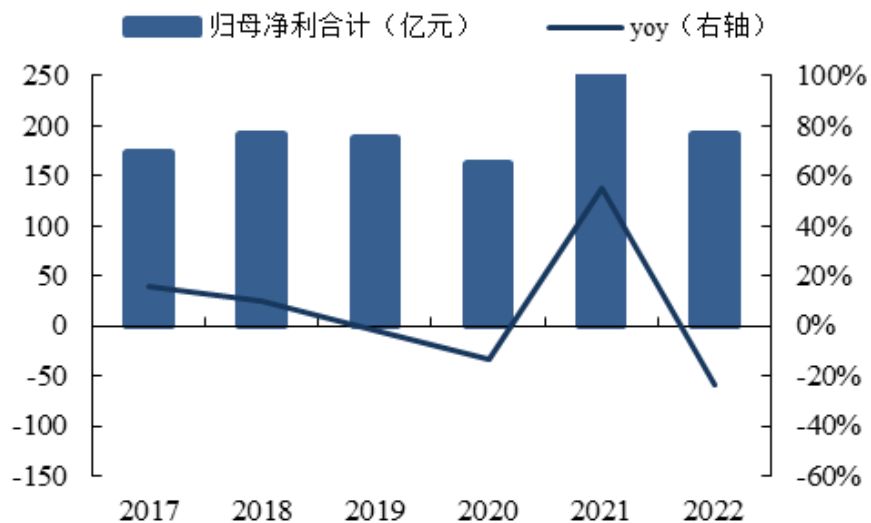


1.2. 板块整体：22年承压，23Q1净利显著修复、库存压力仍较大

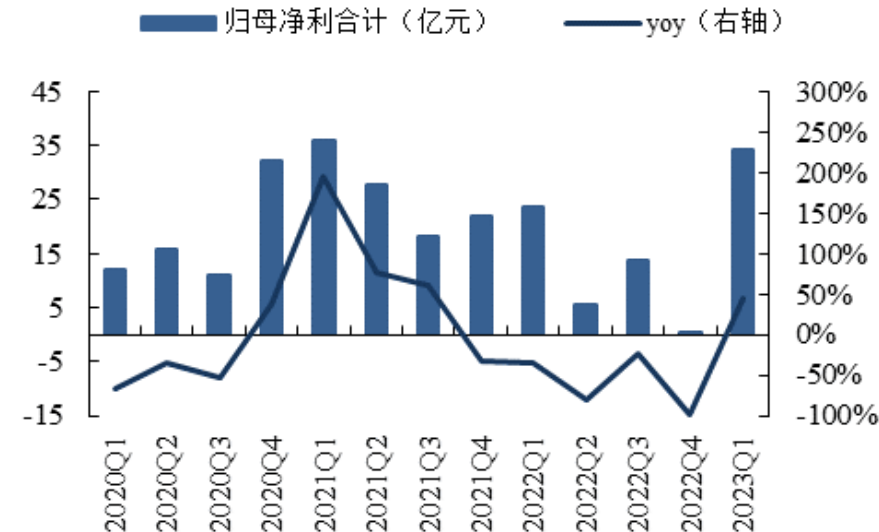
➤ 净利端：22年净利降幅较大，23Q1经营杠杆下同比显著复苏。

- 17-18年板块归母净利润同比增速整体在9%-17%区间波动，19、20年受行业低迷、疫情冲击影响增速转负，21年受益于盈利水平改善、业绩显著复苏（同比+54.8%）。
- **1) 22年：**受疫情冲击明显，板块（A+H股）归母净利同比-23.9%，较收入端表现偏弱，主因疫情影响终端销售，品牌服饰整体以线下渠道为主，相关成本、费用刚性导致普遍毛利率下滑、费用率上升。分季度看，22Q1-Q4板块（仅A股）归母净利润分别同比-34.2%/-80.2%/-23.6%/-98.7%，Q2、Q4受影响程度较大。
- **2) 23Q1：**同比显著修复，板块（仅A股）归母净利润同比+45.1%，利润端增长幅度大于收入端主因品牌服饰线下消费场景常态化，终端流水呈修复趋势，经营杠杆下净利表现更优。相较21Q1同期仍-4.6%、暂未回到21年同期水平，主要系期间费用率提升所致。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）归母净利润



20Q1-23Q1年品牌服饰板块（A股）归母净利润

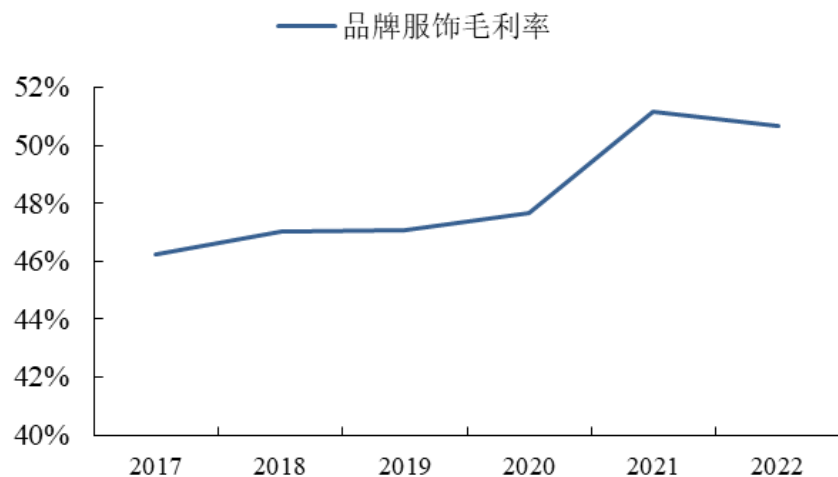


1.2. 板块整体：22年承压，23Q1净利显著修复、库存压力仍较大

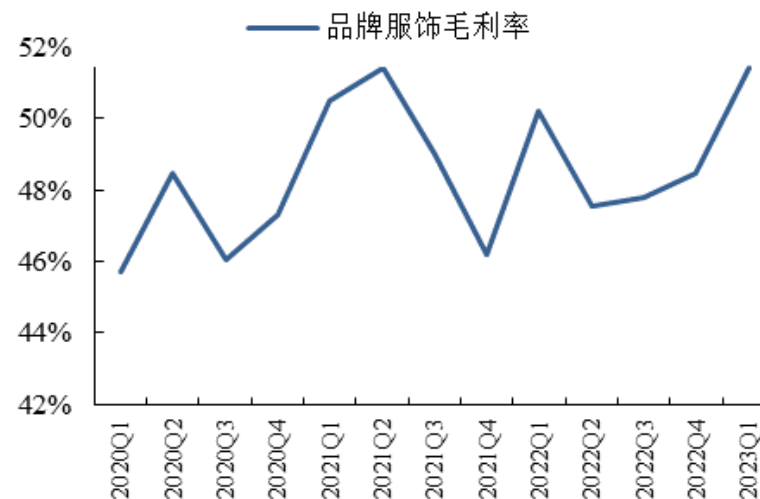
➤ 盈利水平：22年毛利率下滑、费用率上升，23Q1明显改善。

- **毛利率：22年毛利率小幅下滑，23Q1显著改善。** 17-19年品牌服饰板块毛利率在46%-48%区间小幅波动，20-21年在品牌升级、渠道调整的作用下毛利率呈上升趋势，20/21年分别为47.7%/51.1%。
- **1) 22年：**在疫情影响、原材料价格上涨下板块（A+H股）毛利率同比-0.5pct至50.7%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4板块（仅A股）毛利率分别为50.2%/47.6%/47.8%/48.5%、分别同比-0.3/-3.9/-1.2/+2.3pct，Q4略回升主因同期低基数所致。
- **2) 23Q1：**伴随行业复苏，毛利率（A股）同比环比改善均较为显著、同比增长2.3pct（环比+3.0pct）至51.44%。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）毛利率



20Q1-23Q1品牌服饰板块（A股）毛利率

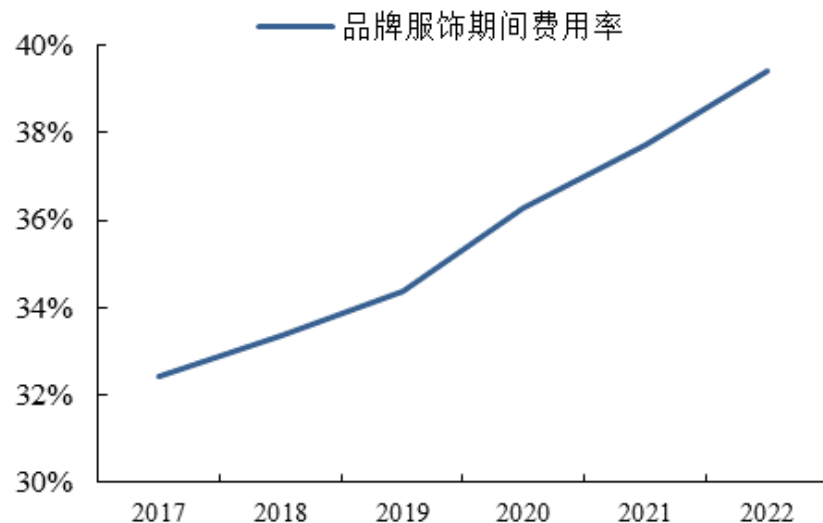


1.2 . 板块整体：22年承压，23Q1净利显著修复、库存压力仍较大

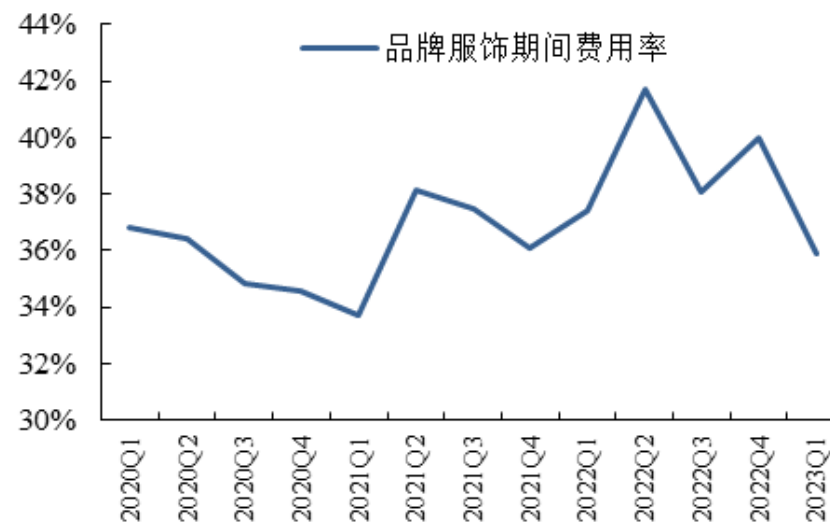
➤ 盈利水平：22年毛利率下滑、费用率上升，22Q1明显改善。

- 期间费用率：22年持续提升、22Q1下滑。17-21年板块(A+H股)期间费用率从32.4%升至37.7%。
- 1) 22年：由于疫情影响，品牌服饰板块（A+H股）期间费用率进一步同比+1.7pct至39.4%。分季度看，Q1-Q4板块（仅A股）费用率分别为37.4%/41.7%/38.1%/40.0%、同比分别+3.7/+3.6/+0.6/+3.9pct，费用刚性下期间费用率明显提升。
- 2) 23Q1：消费场景修复后，随经营好转，正经营杠杆下板块费用率（A股）同比-1.5pct至35.9%。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）费用率



20Q1-23Q1品牌服饰板块（A股）费用率

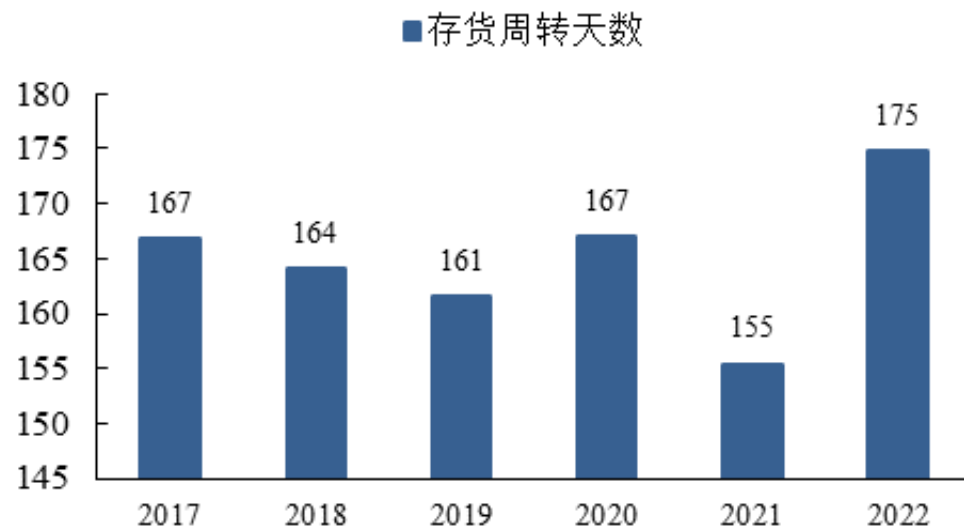


1.2. 板块整体：22年承压，23Q1净利显著修复、库存压力仍较大

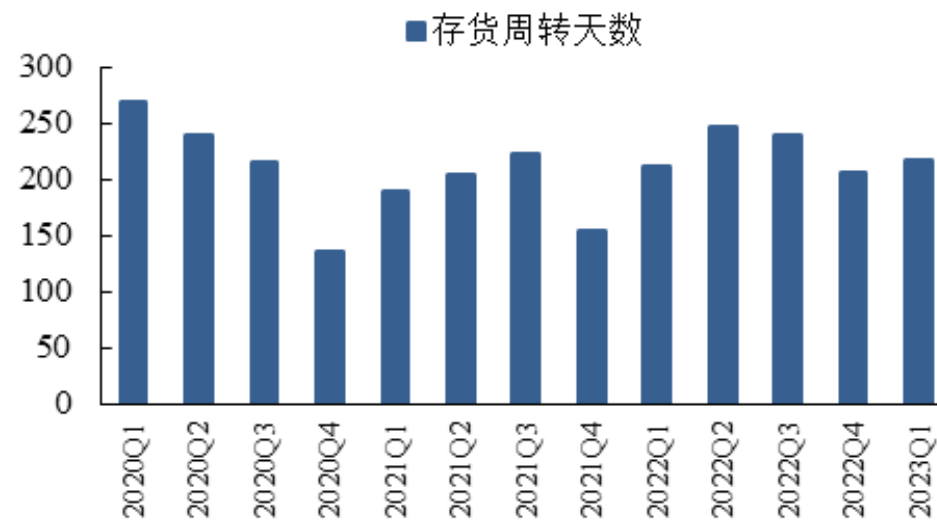
➤ 存货及现金流：22年存货周转及现金流均下滑，23Q1库存压力仍较大。

- 存货端：22年库存压力较大、周转放缓，23Q1周转压力仍存。17-20年板块（A+H股）存货周转天数整体在161-167天、21年随销售改善优化至155天。
- 1) 22年：受疫情反复影响，存货周转天数较21年+20天至175天，达到近五年最高水平、库存压力较大。从库销比指标来看（期末库存/月度销售额），17-21年板块（A+H股）库销比在2.7-3.1个月，22年为3.0个月、处于较高水平。
- 2) 23Q1：目前板块库存压力仍存，处于去库进程中。23Q1存货周转天数（仅A股）217天/同比+5天、环比+11天。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）存货周转天数



20Q1-22Q1品牌服饰板块（A股）存货周转天数



1.2. 板块整体：22年承压，23Q1净利显著修复、库存压力仍较大

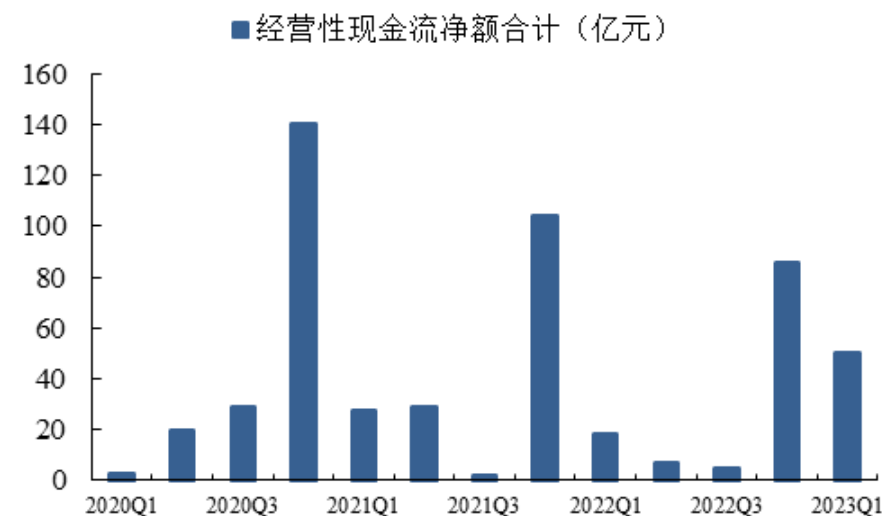
➤ 存货及现金流：22年存货周转及现金流均下滑，23Q1库存压力仍较大。

- 经营活动现金流：22年整体现金流状态偏弱、23Q1大幅改善。17-21年品牌服饰板块（A+H股）经营活动现金流保持正增长。
- 1) 22年：品牌服饰板块（A+H股）经营活动现金流净额同比-14.4%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4品牌服饰板块（A股）分别同比-33.2%/-77.1%/+153.3%/-17.4%，Q3同比改善较多主因21Q3基数较低，整体现金流状况仍偏弱。
- 2) 23Q1：伴随消费回暖、行业复苏，品牌服饰板块（A股）经营活动现金流净额同比+169.0%，现金流状况大幅改善。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）经营性现金流



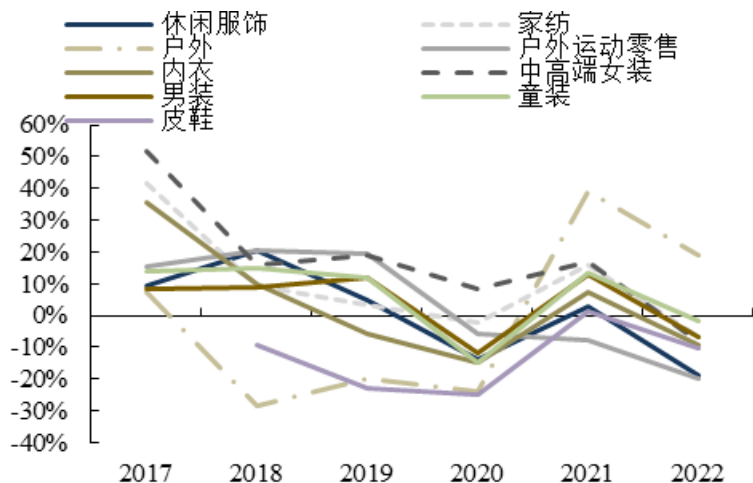
20Q1-23Q1品牌服饰板块（A股）经营性现金流



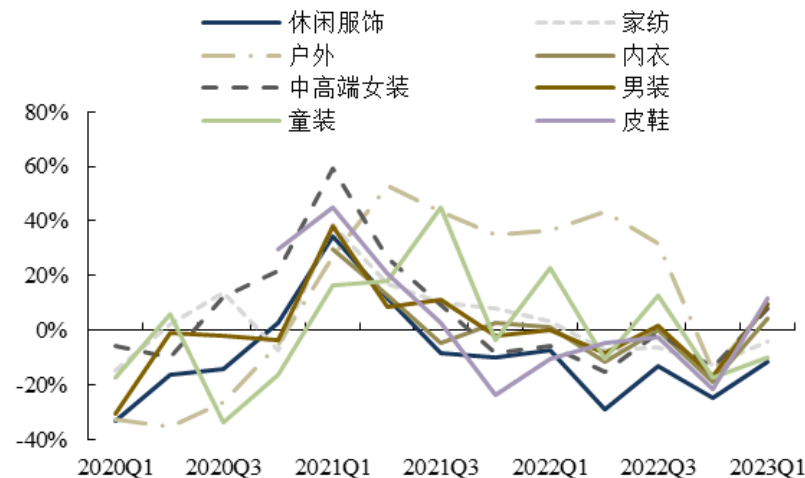
1.3. 公司表现：22年户外&体育服饰实现正增长，23Q1男装表现较好

- 营收端：22年多个赛道受疫情扰动同比下滑、户外&体育服饰表现较好，23Q1皮鞋&男装恢复较好，体育服饰增长稳健。
- 22年受疫情影响，品牌服饰公司营收增速普遍受扰动、多数为同比下滑状态，户外、体育服饰等公司维持正增长。整体看：22年品牌服饰板块（A+H股）营收同比从高到低排序依次为：户外（22年营收yoy+18.9%，下同）、体育服饰（+13.3%）、童装（-1.6%）、男装（-6.6%）、家纺（-6.6%）、中高端女装（-8.4%）、内衣（-9.1%）、皮鞋、休闲服饰、户外运动零售双位数下滑。其中：1）户外受益于疫情期露营等户外运动热潮，相关需求大幅增长；2）体育服饰具备功能属性，韧性较强，受疫情影响程度相对较小，维持稳健增长；3）皮鞋、休闲装可选属性相对较强，受疫情冲击较严重，零售商线下占比较高、受损严重。
- 23Q1皮鞋、男装恢复较好，体育服饰维持稳健增长。23Q1品牌服饰板块（A股）营收同比从高到低排序依次为：皮鞋（23Q1营收yoy+11.5%，下同）、男装（+9.6%）、户外（+8.7%）、中高端女装（+8.1%）、内衣（+4.5%），家纺、休闲服饰仍下滑，符合我们此前对品牌复苏节奏的判断。港股体育服饰龙头23Q1流水基本保持双位数增长，皮鞋、男装主要受益于商务出行恢复且需求偏刚性，户外仍受露营等热潮催化、但增速有所回落。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）细分领域营收同比增速



20Q1-23Q1年品牌服饰板块（A股）细分领域营收同比增速



1.3. 公司表现：22年户外&体育服饰实现正增长，23Q1男装表现较好

➤ 营收端：个股方面，22年受疫情影响多数公司营收下滑，23Q1男装复苏力度较大。

■ 22年：疫情影响下仍实现营收正增长的公司（A+H股）包括：①港股运动服饰龙头李宁、安踏体育、特步国际、361度；②户外用品龙头牧高笛、户外运动零售商三夫户外；③爱婴室（21Q4并表新业务贝贝熊及电商渠道增长强劲）；④高端时尚运动龙头比音勒芬；⑤逆势开店的高端女装歌力思、医美+童装拉动收入增长的朗姿股份。

■ 23Q1：营收表现较好的公司（A+H股）包括：

1) 不仅实现同比正增、同时相较21Q1亦实现超20%以上增长：①经营稳健的港股运动服饰龙头李宁、安踏体育、特步国际、361度；②高端时尚运动龙头比音勒芬、商务男装龙头报喜鸟；③户外用品龙头及零售商牧高笛、三夫户外、探路者；④21Q4并表新业务贝贝熊的爱婴室；⑤逆势开店的高端女装歌力思、医美+童装拉动收入增长的朗姿股份。

2) 同比来看，复苏力度较大，由高到低排序：①进行品牌战略调整的皮鞋龙头奥康国际；②线下占比较高的童鞋龙头起步股份；③逆势拓店的大众男装龙头海澜之家。

港股体育服饰龙头季度流水同比

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
安踏体育主品牌	10-20%高段增长	中单位数负增长	中单位数增长	高单位数负增长	中单位数增长
FILA	中单位数增长	中单位数负增长	10-20%低段	10-20%低段负增长	高单位数增长
李宁主品牌	20%-30%高段	高单位数下滑	10-20%中段	下滑10-20%低段	增长中单位数
特步主品牌	30%-35%	中双位数	20-25%	高单位数下滑	约20%
361度主品牌	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	持平	低双位数增长

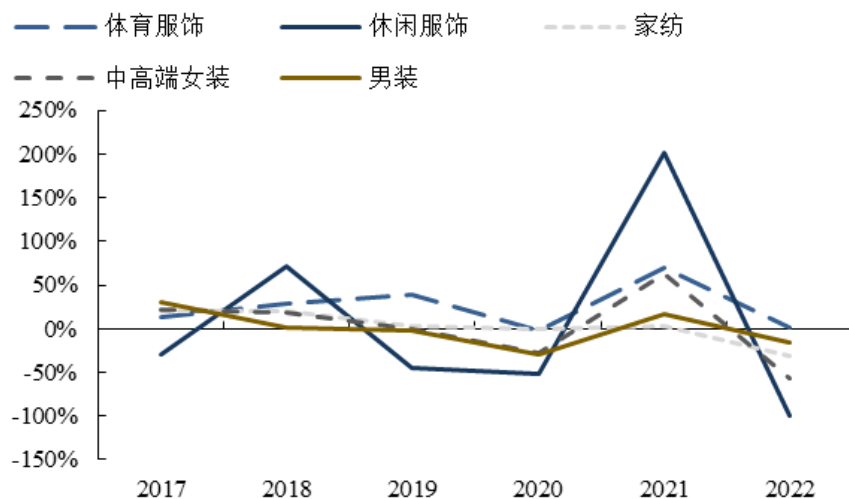
品牌服饰公司营收同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022	2023Q1	
						同比22Q1	较21Q1
体育服饰	2020.HK	安踏体育	4.95%	38.84%	8.92%	-	-
	2331.HK	李宁	4.32%	56.55%	14.76%	-	-
	1368.HK	特步国际	-0.02%	22.58%	29.15%	-	-
	1361.HK	361度	-8.30%	16.14%	17.61%	-	-
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	-21.37%	1.41%	-13.54%	-9.29%	-9.32%
	603877.SH	太平鸟	18.41%	16.34%	-21.24%	-15.83%	-22.34%
	3998.HK	波司登	11.23%	19.32%	-	-	-
中高端女装	002612.SZ	朗姿股份	-4.35%	27.42%	1.19%	27.42%	27.75%
	603587.SH	地素时尚	7.81%	13.00%	-17.16%	2.27%	-7.02%
	603808.SH	歌力思	-24.90%	20.42%	1.35%	5.99%	24.22%
	003016.SZ	欣贺股份	-6.72%	14.66%	-17.09%	-10.54%	-17.19%
	603518.SH	锦泓集团	14.65%	29.48%	-9.83%	8.05%	8.84%
	603839.SH	安正时尚	47.43%	-14.37%	-26.47%	4.80%	-26.49%
	3306.HK	江南布衣	-7.65%	32.98%	-1.02%	-	-
家纺	002293.SZ	罗莱生活	1.04%	17.30%	-7.75%	-3.62%	-6.02%
	002327.SZ	富安娜	3.06%	10.62%	-3.14%	-7.57%	-1.25%
	603365.SH	水星家纺	1.09%	25.19%	-3.57%	1.45%	13.95%
	002397.SZ	梦洁股份	-14.73%	10.93%	-17.46%	-10.07%	-8.05%
男装	600398.SH	海澜之家	-18.26%	12.41%	-8.06%	9.02%	3.41%
	002832.SZ	比音勒芬	26.17%	18.09%	6.06%	33.13%	73.28%
	002154.SZ	报喜鸟	15.74%	17.52%	-3.11%	11.49%	29.67%
	601566.SH	九牧王	-6.47%	14.15%	-14.11%	0.84%	-4.82%
	002029.SZ	七匹狼	-8.08%	5.52%	-8.13%	2.75%	-2.62%
	1234.HK	中国利郎	-26.76%	26.05%	-8.65%	-	-
童装	603214.SH	爱婴室	-8.29%	17.55%	36.46%	-11.37%	39.49%
	002875.SZ	安奈儿	-5.26%	-5.67%	-20.85%	-21.59%	-36.46%
	603557.SH	起步股份	-49.23%	35.78%	-66.53%	22.86%	-73.62%
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	-39.64%	36.23%	-8.35%	14.63%	31.16%
	603908.SH	牧高笛	21.41%	43.64%	55.52%	4.81%	63.57%
	002780.SZ	三夫户外	16.21%	18.83%	1.23%	43.25%	46.02%
皮鞋	603001.SH	奥康国际	0.42%	8.06%	-6.91%	16.74%	6.26%
内衣	603511.SH	爱慕股份	1.33%	4.66%	-6.21%	-1.34%	2.98%
	2298.HK	都市丽人	-24.40%	8.92%	-10.22%	-	-

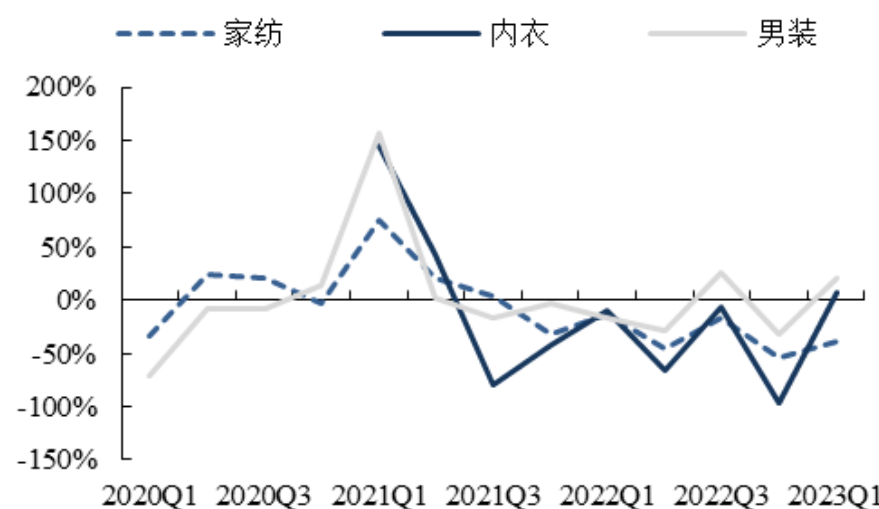
1.3. 公司表现：22年户外&体育服饰实现正增长，23Q1男装表现较好

- 净利端：22年户外、内衣、体育服饰实现正增，23Q1各细分领域改善趋势明显，休闲服饰、男装、中高端女装表现较好。
- 22年疫情对品牌净利冲击较大，户外、内衣、体育服饰维持正增长。整体看：22年品牌服饰板块（A+H股）归母净利同比从高到低排序依次为：内衣（22年归母净利yoy+213%，下同）、户外（+58%）、体育服饰（+0.6%）、男装（-15.1%）、家纺、中高端女装、童装、皮鞋、休闲服饰、户外运动零售均出现较大幅度下滑。其中内衣大幅增长主要系都市丽人净利扭亏为盈拉动，户外高景气行情下净利大幅增长，体育服饰受疫情扰动相对较小、维持正增长。
- 23Q1各细分领域改善趋势明显，休闲服饰、男装、中高端女装表现较好。23Q1品牌服饰板块（A股）归母净利同比从高到低排序依次为：休闲服饰（23Q1归母净利yoy+132%，下同）、男装（+36%）、中高端女装（+33%）、家纺（+10%）、内衣（+7%）、户外（+5%）、童装及皮鞋扭亏。各板块23Q1复苏趋势明确，其中休闲服饰大幅增长主要受森马服饰（+49%）及美邦服饰扭亏为盈拉动，男装、高端女装复苏势头较为领先。

17-22年品牌服饰板块（A+H股）细分领域归母净利同比增速



20Q1-23Q1年品牌服饰板块（A股）细分领域归母净利同比增速



1.3. 公司表现：22年户外&体育服饰实现正增长，23Q1男装表现较好

➤ 净利端：个股方面，仅运动、户外等少数公司22年实现正增长，23Q1整体回暖。

■ 22年：归母净利实现同比增长/扭亏的公司（A+H股）包括：

①运动服饰龙头李宁、特步国际、361度盈利水平相对稳定，净利维持正增长、表现领跑行业；②高端时尚运动龙头比音勒芬；③内衣龙头都市丽人（扭亏）、爱婴室；④户外用品龙头牧高笛、探路者；其余多数个股因受疫情影响，净利润同比下滑或亏损。

■ 23Q1：整体呈回暖趋势，其中表现突出的公司（仅A股）包括：

1) 同比正增长、且超21Q1净利水平，增速由高到低排序为：①布局高景气户外运动赛道的三夫户外、探路者；②中高端时尚运动龙头比音勒芬、商务男装龙头报喜鸟；③中高端女装品牌锦泓集团、朗姿股份；④家纺龙头富安娜；⑤休闲服饰龙头太平鸟。

2) 复苏力度较大、但尚未达到21Q1净利水平，增速由高到低排序为：①进行品牌战略调整的皮鞋龙头奥康国际；②休闲服饰龙头森马服饰；③家纺龙头罗莱生活；④大众男装龙头海澜之家、男裤龙头九牧王；⑤中高端女装品牌安正时尚、地素时尚、歌力思等。

品牌服饰公司归母净利润同比增速

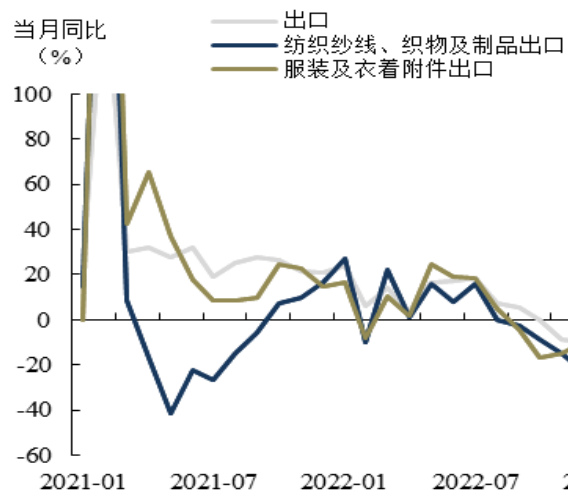
细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022	2023Q1	
						同比22Q1	较21Q1
体育服饰	2020.HK	安踏体育	-3.41%	49.55%	-1.68%	-	-
	2331.HK	李宁	13.30%	136.14%	1.32%	-	-
	1368.HK	特步国际	-29.50%	77.05%	1.47%	-	-
	1361.HK	361度	-4.01%	44.97%	24.17%	-	-
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	-48.00%	84.50%	-57.15%	48.85%	-11.80%
	603877.SH	太平鸟	29.24%	-4.99%	-72.73%	14.20%	6.84%
	3998.HK	波司登	42.09%	20.63%	-	-	-
中高端女装	002612.SZ	朗姿股份	141.65%	31.97%	-90.73%	扭亏	76.25%
	603587.SH	地素时尚	0.88%	9.47%	-44.23%	9.34%	-15.89%
	603808.SH	歌力思	24.80%	-31.72%	-93.27%	0.39%	-49.47%
	003016.SZ	欣贺股份	-26.41%	61.07%	-55.22%	-21.22%	-48.24%
	603518.SH	锦泓集团	亏损	扭亏	-68.12%	149.32%	8.36%
	603839.SH	安正时尚	-34.75%	-64.70%	亏损	28.76%	-65.21%
家纺	3306.HK	江南布衣	-28.48%	86.67%	-13.65%	-	-
	002293.SZ	罗莱生活	7.13%	21.92%	-19.59%	11.13%	-3.10%
	002327.SZ	富安娜	1.89%	5.69%	-2.21%	5.28%	19.83%
	603365.SH	水星家纺	-12.99%	40.55%	-27.89%	-1.22%	6.05%
男装	002397.SZ	梦洁股份	-47.39%	亏损	亏损	扭亏	-68.33%
	600398.SH	海澜之家	-44.42%	39.60%	-13.49%	11.07%	-4.66%
	002832.SZ	比音勒芬	22.68%	25.20%	16.50%	41.36%	99.73%
	002154.SZ	报喜鸟	74.45%	26.70%	-1.20%	24.22%	41.26%
	601566.SH	九牧王	-0.32%	-47.25%	亏损	扭亏	-1.77%
童装	1234.HK	中国利郎	-31.39%	-15.99%	-4.29%	-	-
	603214.SH	爱婴室	亏损	亏损	扭亏	扭亏	-75.89%
	002875.SZ	安奈儿	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
户外及户外运动零售	603557.SH	起步股份	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
	300005.SZ	探路者	亏损	亏损	28.38%	123.97%	66.90%
	603908.SH	牧高笛	12.72%	70.99%	78.88%	-21.47%	36.15%
皮鞋	002780.SZ	三夫户外	亏损	亏损	亏损	246.04%	276.92%
	603001.SH	奥康国际	24.20%	21.87%	亏损	249.02%	-13.05%
内衣	603511.SH	爱慕股份	32.66%	-22.42%	-40.52%	-2.06%	-1.04%
	2298.HK	都市丽人	90.90%	亏损	扭亏	-	-

2. 纺织制造：22年前高后低，23Q1仍承压、静待外需拐点

2.1. 行业概览：22H2起出口转弱，23Q1棉价低位震荡、人民币企稳回升

- **22年纺织服装出口上下半年分化，下半年出口逐渐转弱，23Q1因积压订单环比增速降幅收窄。** 22年纺服出口上半年出口保持景气，随外需降温，22年8月起国内出口金额增速逐月放缓至负增长，22年8月-12月国内服装出口金额同比分别+5.0%/-4.4%/-16.9%/-14.9%/-10.3%，同期纺织制品出口金额同比分别-0.3%/-2.7%/-9.1%/-14.9%/-23.0%，23Q1服装出口金额同比-1.3%、纺织制品出口金额同比-12%，环比降幅大幅收窄，但结构上看欧美地区需求仍承压。
- **22年下半年国内、国际棉价大幅回落，23Q1维持棉价低位震荡。** 21年国内棉价大幅上涨，21/11-22/05期间国棉维持在22,000-23,000元/吨区间高位盘整、国外棉价自20年4月开启上涨行情后持续涨至22年5月中下旬的169美分/磅的高点，年中国内、国外棉价随需求走弱较快回落，22年5月至12月降幅分别为-33%/-43%。22年末及23Q1棉价维持低位震荡，国内328级棉现货在15,000-16,000元/吨区间，国外棉价在90-100美分/磅区间。截至23Q1末国内/国外棉价同比分别-33%/-38%。
- **22年4月以来人民币大幅贬值、12月企稳回升。** 美元兑人民币（CFETS）从22年4月开始贬值至11月，由6.4贬值至7.2、贬值幅度达12%。22年12月以来人民币汇率有所回升，至23年3月末企稳于6.85-6.95区间、升值幅度约4%。

2020年以来中国出口同比



2020年以来国内/国际棉价走势



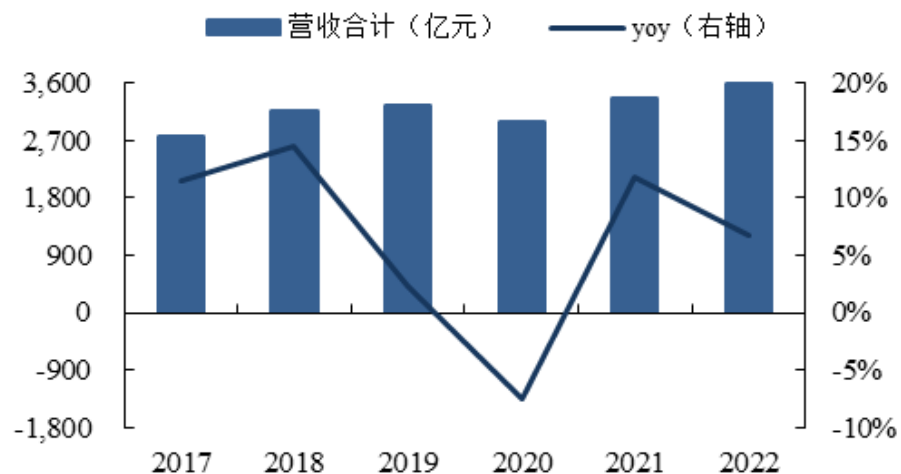
22年4-11月人民币大幅贬值、12月以来企稳回升



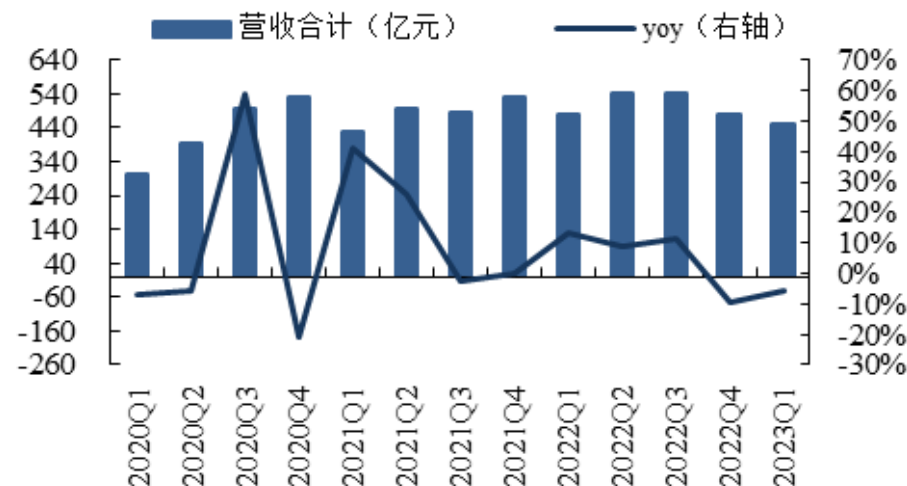
2.2. 板块整体：22年前高后低，23Q1仍承压

- 我们统计了纺织制造全产业链12个子行业60家A+H股公司财务数据，包括上游（棉纺织、毛纺、毛皮、化纤及制品、丝麻制品）、中游（印染、辅料）、成品（鞋服制造、无纺布及制品、户外用品代工、箱包制造）及贸易环节（样本公司列表见文末附表）。
- **收入端：22年板块（A股）营收增速前高后低，23Q1仍承压。**
 - 17-18年纺织制造板块（A+H股）营收同比增速在10%-15%，19年受中美贸易摩擦影响、同比放缓至2.3%；20年受疫情影响进一步下滑到同比-7.6%；21年随需求回暖、海外订单转移至中国，板块营收（A+H股）同比+11.8%。
 - **22年**：板块营收（A+H股）同比+6.8%，分季度看，22Q1-Q4行业（仅A股）营收分别同比+13.2%/+9.0%/+11.3%/-9.6%，受益于外需景气度较高，叠加人民币贬值等利好因素，22H1营收表现较好，22H2外需走弱后Q4营收增速回落。
 - **23Q1**：外需偏弱+下游处于去库周期，板块（A股）营收仍承压、同比-6.0%。

17-22年纺织制造板块（A+H股）营收及增速



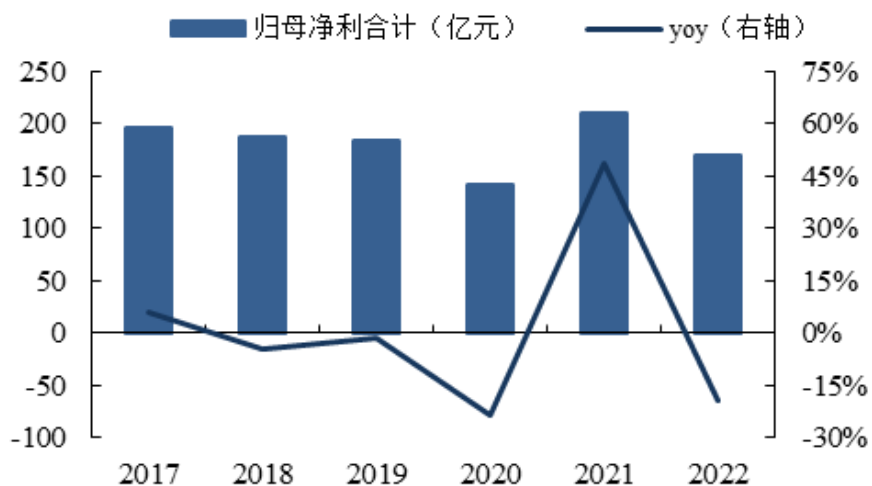
20Q1-23Q1纺织制造板块（A股）营收及增速



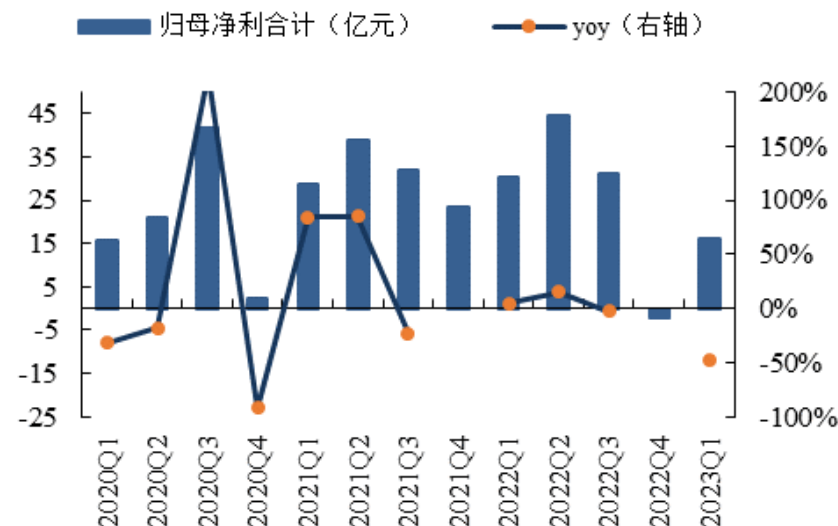
2.2. 板块整体：22年前高后低，23Q1仍承压

- **净利端：外需回落、能源成本上升影响下，22年净利转为下滑，23Q1回落幅度仍较大。**
- 17-20年纺织制造板块（A+H股）受终端需求低迷、中美贸易摩擦、疫情等因素影响，业绩逐年下滑。21年纺织制造板块（A+H股）归母净利润同比+48.5%、较19年+11%，已实现完全复苏，且复苏力度大于营收端，主因费用优化较多。
- **22年：**纺织制造板块（A+H股）归母净利润同比-19.0%，分季度看，22Q1-Q4行业（仅A股）归母净利润分别同比+4.6%/+15.1%/-2.7%/亏损，增速前高后低，主因22H2外需走弱。
- **23Q1：**23Q1板块（A股）归母净利润同比-47.1%（明显弱于品牌服饰同比+45.14%），外需偏弱+下游去库压力下，回落幅度仍较大。

17-22年纺织制造板块（A+H股）归母净利&yoy



20Q1-23Q1纺织制造板块（A股）归母净利&yoy

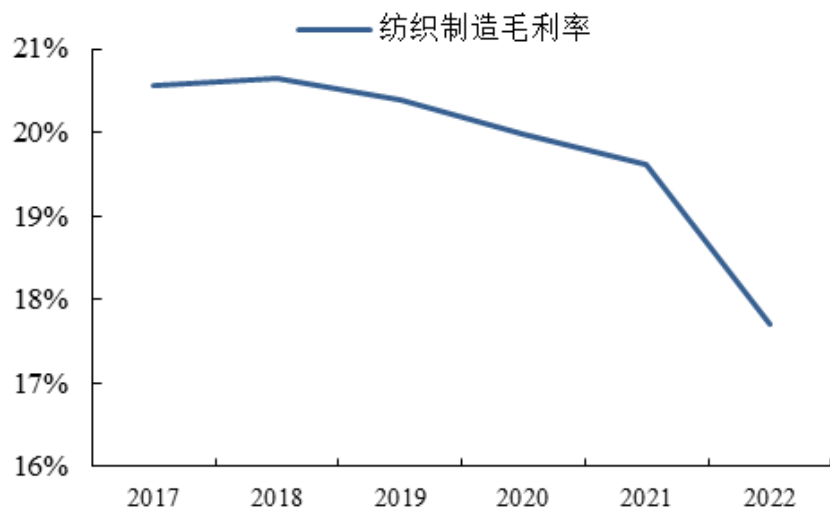


2.2. 板块整体：22年前高后低，23Q1仍承压

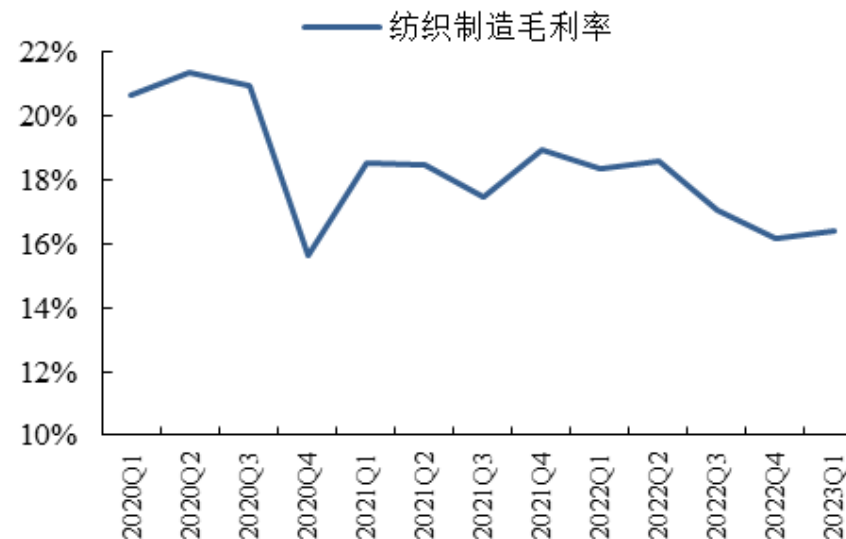
➤ **毛利率：产能利用率下降+棉价影响致22年、23Q1毛利率同比下滑。**

- 17-19年纺织制造板块（A+H股）毛利率基本维持20%-22.5%之间小幅波动。20年疫情发生后多数纺织公司出现订单取消、工厂停产时间延长，板块整体毛利率同比下滑0.4pct至20.0%。21年在棉价大幅上涨、人民币升值、海运费高企等因素综合影响下，板块（A+H股）整体毛利率同比-0.4pct至19.6%。
- **22年：**纺织制造板块（A+H股）毛利率同比-1.9pct至17.7%，分季度看，22Q1-Q4（仅A股）同比分别-0.2/+0.1/-0.4/-2.8pct，下半年承压主要受到产能利用率下滑及棉价下行的影响。
- **23Q1：**延续22Q3以来产能利用率、毛利率下降趋势，纺织板块（A股）整体毛利率同比-1.9pct至16.4%。

17-22年纺织制造板块（A+H股）毛利率



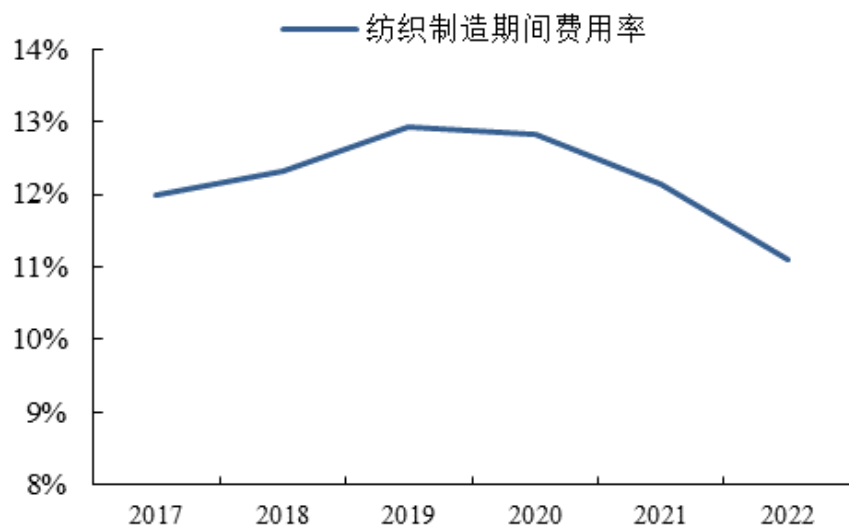
20Q1-23Q1纺织制造板块（A股）毛利率



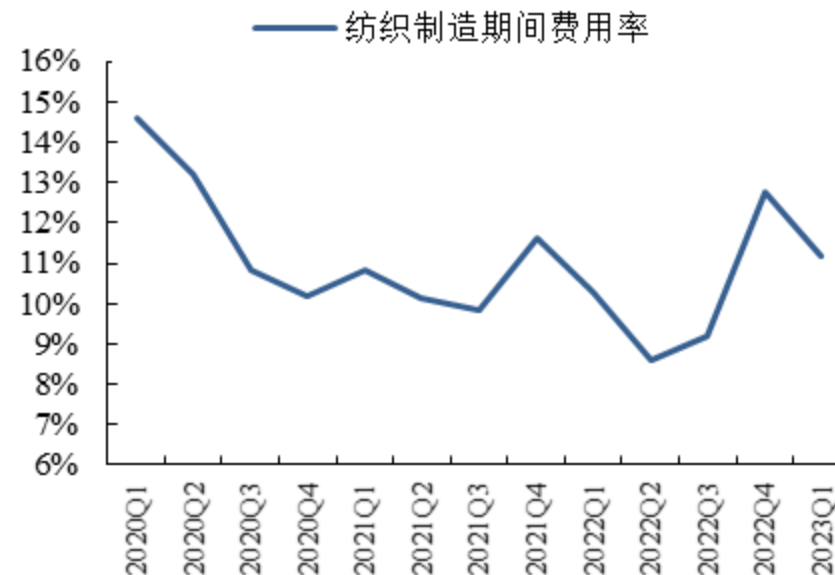
2.2. 板块整体：22年前高后低，23Q1仍承压

- **费用率：随收入端持续增长，22年费用率同比改善、23Q1费用率同比上升。**
- 伴随用工支出提升，17-19年纺织制造板块（A+H股）期间费用率小幅上行、从12.0%升至12.9%，20年部分纺织企业受益于防疫物资需求增加，营收端实现翻番、摊薄费用，从而带动板块整体费用率同比有所回落。21年板块营收双位数增长，推动整体费用率同比进一步下降。
- **22年：**纺织企业营收端增长、发挥规模效应，22年（A+H股）期间费用率有所优化，同比-1.1pct至11.1%。
- **23Q1：**由于营收端回落，费用刚性下期间费用率（仅A股）同比+0.9pct至11.2%。

17-22年纺织制造板块（A+H股）期间费用率



20Q1-23Q1纺织制造板块（A股）期间费用率



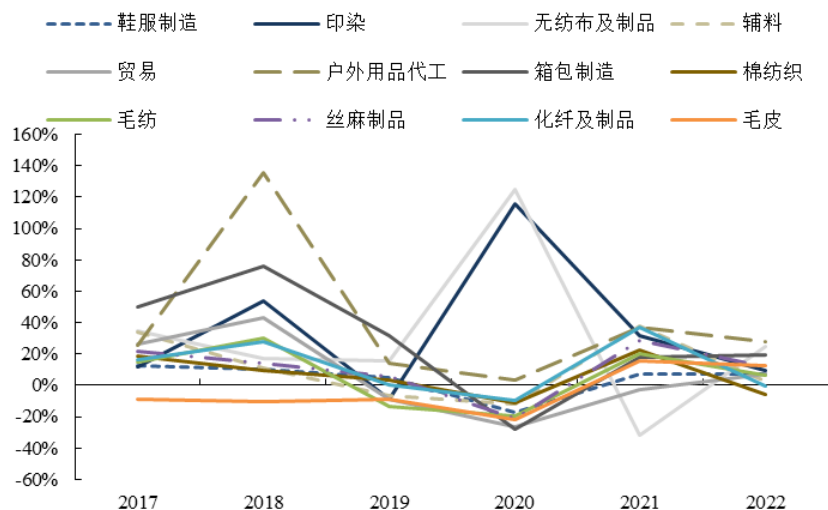
2.3. 公司表现：22年出口代工表现较好，23Q1国内订单呈回暖趋势

➤ **营收端：22年多数领域维持较快增长，23Q1外需承压、内需订单回暖。**

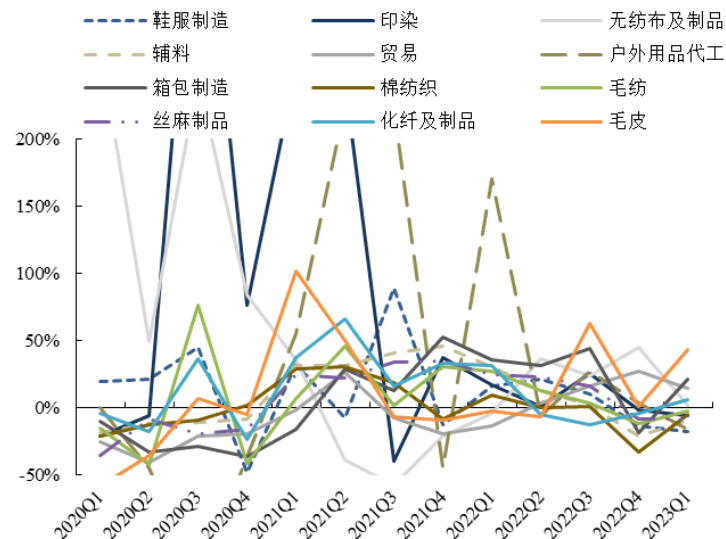
■ **22年：多数领域营收维持较快增长，出口代工企业增速领先。** 纺织制造细分领域（A+H股）营收同比增速从高到低排序为：户外用品代工（+28.2%）、无纺布及制品（+23.5%）、箱包制造（+19.7%）、皮毛（+12.1%）、丝麻制品（+12.1%）、印染（+9.6%）、贸易（+7.5%）、鞋服制造（+7.4%）、毛纺（+6.1%）、辅料（+2.2%）、化纤及制品（-0.4%）、棉纺织（-5.9%），多数领域受益于上半年外需景气拉动收入持续较快增长，无纺布及制品增速较快主要系口罩需求增加，棉纺织由于受到期间棉价下跌的影响出现营收下滑。

■ **23Q1：表现分化，国内市场呈修复、外需仍偏弱。** 23Q1纺织制造板块（A股）营收同比从高到低排序依次为：毛皮（+43.2%）、箱包制造（+21%）、贸易（+14.5%）、化纤及制品（+6%）、无纺布及制品（+1.8%），毛纺、棉纺织、印染、丝麻制品、辅料仍下滑，户外用品代工、鞋服代工呈双位数下滑。毛皮、箱包制造等受益于国内疫情放开下游订单明显回暖，出口代工企业受到下游品牌去库影响回落较大。

17-22年纺织制造板块（A+H股）细分领域营收同比增速



20Q1-23Q1年纺织制造板块（A股）细分领域营收同比增速



2.3. 公司表现：22年出口代工表现较好，23Q1国内订单呈回暖趋势

➤ 营收端：22年出口型企业表现较好，23Q1仍处于去库进程、多数企业增速放缓。

■ 22年：鞋服制造、户外用品代工公司均实现正增长，棉纺织因棉价下行多数企业营收回落。营收同比增速较快的公司包括：

①受益于国内外户外热潮的户外用品代工龙头扬州金泉(+45%)；②受益于疫情反复下防护产品需求增加、高端伤口敷料业务并表的无纺布龙头稳健医疗(+41%)；③受益于外需订单较强+人民币贬值的棉纺织龙头鲁泰A(+32%)；④2B业务新老客户贡献增长的箱包龙头开润股份(+20%)；⑤订单稳健、布局运动赛道上游出口制造龙头华利集团(+18%)、申洲国际(+16%)等。

■ 23Q1：外需走弱+品牌去库致多数企业增速回落，其中营收同比增速表现较好的公司包括：

①2B业务新老客户贡献增长的箱包龙头开润股份(+21%)；②个性化定制龙头酷特智能(+20%)；③水刺非织造龙头诺邦股份(+19%)等。

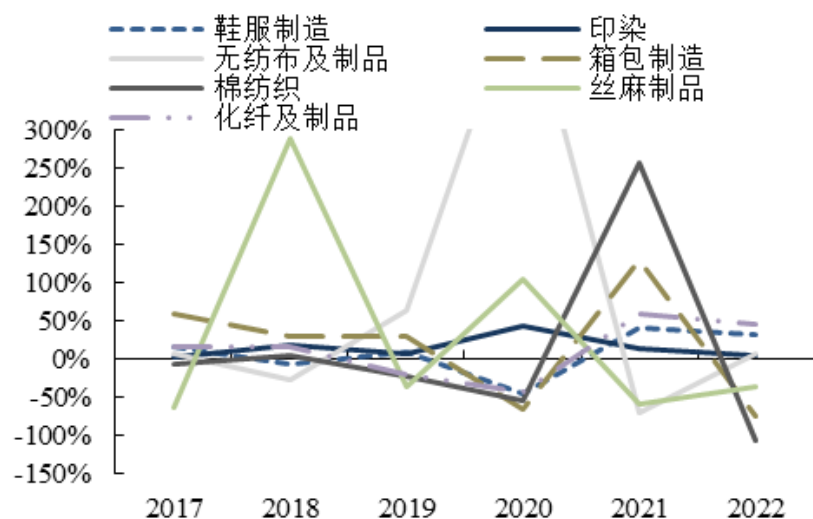
纺织制造公司营收同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022	2023Q1	
						同比22Q1	较21Q1
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	-8.14%	25.40%	17.74%	-11.23%	-1.12%
	603558.SH	健盛集团	-11.12%	29.65%	14.71%	-6.57%	20.10%
	300840.SZ	酷特智能	16.94%	-5.25%	3.95%	20.09%	11.41%
	605138.SH	盛泰集团	-15.57%	9.68%	15.68%	-4.66%	24.42%
	2313.HK	申洲国际	1.65%	3.54%	16.49%	-	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	-30.14%	10.25%	32.46%	-12.77%	38.73%
	601339.SH	百隆东方	-1.40%	26.73%	-10.10%	-24.78%	-20.73%
	002042.SZ	华孚时尚	-10.42%	17.40%	-13.46%	9.30%	17.90%
	002087.SZ	新野纺织	-15.11%	8.99%	-35.12%	-3.35%	-29.01%
	2678.HK	天虹纺织	-10.99%	35.47%	-10.09%	-	-
2698.HK	魏桥纺织	-15.46%	27.54%	1.38%	-	-	
印染	605189.SH	富春染织	8.40%	43.57%	1.49%	-0.24%	43.68%
	600987.SH	航民股份	-21.83%	81.38%	0.83%	2.16%	0.76%
无纺布及制品	300888.SZ	稳健医疗	173.99%	-35.87%	41.23%	1.28%	3.68%
	300658.SZ	延江股份	52.77%	-21.24%	-1.95%	-2.97%	5.89%
	603238.SH	诺邦股份	83.05%	-24.40%	4.60%	18.66%	-14.07%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	-27.87%	17.76%	19.75%	21.00%	64.03%
辅料	002003.SZ	伟星股份	-8.65%	34.44%	8.12%	-3.60%	28.77%
	603055.SH	台华新材	-7.04%	70.19%	-5.83%	2.67%	31.34%
化纤及制品	605003.SH	众望布艺	1.44%	18.49%	-29.04%	-31.06%	-25.80%
	605080.SH	浙江自然	6.68%	44.91%	12.27%	-27.23%	6.70%
户外用品代工	603307.SH	扬州金泉	0.23%	29.93%	45.42%	-2.79%	-
	000779.SZ	甘咨询	16.01%	4.09%	-2.40%	7.09%	10.31%
毛纺	002193.SZ	如意集团	-31.64%	-12.27%	-14.12%	-48.93%	-47.97%
	600220.SH	江苏阳光	-16.04%	1.02%	0.04%	-17.88%	17.01%
	601599.SH	浙文影业	-44.24%	44.86%	11.41%	-7.92%	27.99%
	603889.SH	新澳股份	-16.12%	51.57%	14.64%	9.44%	53.48%
	300918.SZ	南山智尚	-23.32%	9.88%	9.50%	1.26%	9.39%

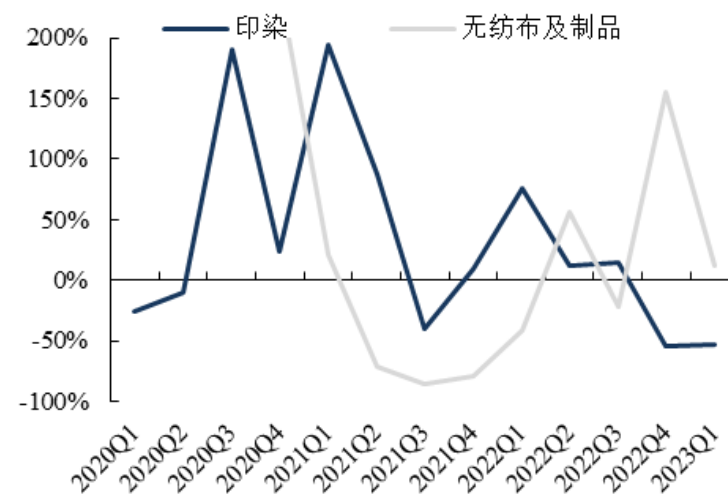
2.3. 公司表现：22年出口代工表现较好，23Q1国内订单呈回暖趋势

- **净利端：22年化纤制品、鞋服制造增速领先，23Q1外需疲软致多数公司利润承压。**
- **22年：化纤制品、鞋服制造增速领先。** 22年纺织制造归母净利润（A+H股）同比增速从高到低排序为：化纤及制品（+46.7%）、鞋服制造（+31.9%）、无纺布及制品（+8.3%）、印染（+5.5%）、辅料（-0.7%）、毛纺、丝麻制品、箱包制造增速回落较大，棉纺织、毛皮、贸易出现亏损。化纤及制品增速较快主要系康隆达扭亏贡献，上半年外需景气拉动鞋服制造表现较好，无纺布同比提升主因口罩需求大增。
- **23Q1：外需疲软致多数公司利润承压。** 23Q1纺织制造板块（A股）归母净利同比从高到低排序依次为：丝麻制品（主要系华升股份扭亏拉动）、皮毛（+773%、主因兴业科技净利高增带动）、无纺布及制品（+12%）、毛纺、辅料、箱包制造、鞋服制造、棉纺织、印染、化纤及制品增速下滑、贸易出现亏损。外需疲软走弱叠加棉价下行，多数板块净利仍承压。

17-22年纺织制造板块（A+H股）细分领域归母净利同比增速



20Q1-23Q1年纺织制造板块（A股）细分领域归母净利同比增速



2.3. 公司表现：22年出口代工表现较好，23Q1国内订单呈回暖趋势

➤ 净利端：纺织板块22年分化较大，23Q1多数企业增速进一步回落。

■ 22年：鞋服制造、无纺布及制品、毛纺企业净利表现相对较好，其中归母净利润增速较好的公司包括：

① 受益于外需订单较强、人民币贬值的色织布龙头鲁泰A (+177%)；② 受益于国内外户外热潮的户外用品代工龙头扬州金泉 (+137%)；③ 受益于一次性卫生用品需求增长的面层材料龙头企业延江股份 (+62%)、无纺布龙头稳健医疗 (+33%)；④ 针织龙头健盛集团 (+57%)、个性化定制龙头酷特智能 (+39%)、客户端具有竞争优势的面料及成品制造出口龙头申洲国际 (+35%)；⑤ 全球化布局、外贸客户订单持续增长的毛纺龙头新澳股份 (+31%)。

■ 23Q1：多数企业增速进一步回落，其中归母净利润维持正增长的公司包括：

① 智能制造、个性化定制龙头酷特智能 (+62%)；② 水刺非织造龙头诺邦股份 (+36%)、无纺布龙头稳健医疗 (+6%)、延江股份 (+4%)；③ 全球化布局、外贸客户订单持续增长的毛纺龙头新澳股份 (+21%)、甘咨询 (+14%)、一体化毛呢精纺龙头南山智尚 (+13%)、浙文影业 (+5%)；④ 户外用品代工龙头扬州金泉 (+13%)；⑤ 印染龙头航民股份 (+6%)。

纺织制造公司归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022	2023Q1	
						同比22Q1	较21Q1
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	3.16%	47.34%	16.63%	-25.77%	-16.57%
	603558.SH	健盛集团	亏损	亏损	56.50%	-52.99%	-18.16%
	300840.SZ	酷特智能	-30.66%	28.91%	39.01%	61.65%	50.69%
	605138.SH	盛泰集团	9.01%	-0.56%	29.08%	-8.21%	31.63%
	2313.HK	申洲国际	0.23%	-33.98%	35.33%	-	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	-89.78%	257.22%	177.28%	-39.92%	28.48%
	601339.SH	百隆东方	22.92%	274.47%	14.00%	-75.59%	-62.26%
	002042.SZ	华孚时尚	亏损	228.25%	亏损	-65.37%	-60.39%
	002087.SZ	新野纺织	-38.37%	-71.58%	亏损	-70.68%	-90.81%
	2678.HK	天虹纺织	-41.49%	419.31%	-94.16%	-	-
2698.HK	魏桥纺织	-6.19%	199.85%	亏损	-	-	
印染	605189.SH	富春染织	24.45%	105.39%	-30.01%	-13.08%	-41.52%
	600987.SH	航民股份	-18.42%	10.87%	-1.32%	6.37%	23.15%
无纺布及制品	300888.SZ	稳健医疗	597.50%	-67.48%	33.18%	5.56%	-21.57%
	300658.SZ	延江股份	263.87%	-94.38%	62.48%	3.84%	11.89%
	603238.SH	诺邦股份	223.30%	-63.79%	-60.95%	35.58%	-79.67%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	-65.51%	131.03%	-73.98%	-24.72%	-22.63%
辅料	002003.SZ	伟星股份	36.34%	13.22%	8.97%	-17.74%	19.39%
	603055.SH	台华新材	-38.87%	287.26%	-42.06%	-35.10%	-23.94%
化纤及制品	605003.SH	众望布艺	12.93%	4.77%	-38.30%	-54.77%	-58.87%
	605080.SH	浙江自然	21.44%	37.59%	-2.98%	-20.91%	9.00%
户外用品代工	603307.SH	扬州金泉	-28.07%	69.84%	136.86%	13.16%	-
	000779.SZ	甘咨询	2.21%	6.39%	-30.80%	14.03%	-18.46%
毛纺	002193.SZ	如意集团	-89.43%	-80.49%	亏损	亏损	亏损
	600220.SH	江苏阳光	-77.29%	扭亏	1.98%	亏损	亏损
	601599.SH	浙文影业	亏损	扭亏	-4.13%	4.50%	388.32%
	603889.SH	新澳股份	5.75%	96.93%	30.66%	21.23%	78.68%
	300918.SZ	南山智尚	-28.14%	74.17%	22.51%	13.40%	33.48%

3. 财报总结与投资建议

3.1. 品牌服饰—22年疫情冲击较大，23年业绩估值双重修复逻辑有望持续兑现

- **品牌服饰：22年疫情影响较大，看好23年需求复苏、利润弹性释放。**
- **22年总结：**疫情反复冲击下，整体营收增速同比下滑个位数，净利下滑幅度较大。细分板块看，体育服饰经营稳健、户外赛道表现较优，其余赛道均营收利润出现下滑、从受损程度由低到高分别为男装、家纺、中高端女装、休闲服饰。
- **23年展望：**23以来品牌服饰总体逐步走出疫情冲击，终端流水持续修复、增速逐月提升，去库进程中收入表现略弱于流水，但经营杠杆下净利表现超越收入端。细分板块看，23Q1业绩表现基本符合我们此前关于细分领域复苏节奏的判断，即各板块复苏节奏由快到慢分别为：体育服饰仍维持稳健增长，男装修复领先、比音勒芬&报喜鸟23Q1业绩已超21年同期水平；高端女装表现较好、收入利润增速均恢复正增长；家纺、休闲服饰收入端同比回落，但净利改善趋势明显、实现正增长、利润弹性逐渐释放。
- **投资建议：**23Q1品牌服饰业绩增速靓丽，预计Q2业绩在低基数下进一步反弹、有望对板块情绪形成提振，我们维持22年11月以来的观点，继续看好品牌服饰2023年业绩和估值的修复机会，具体来说：
 - ①重点推荐终端流水复苏较早、23年业绩有望超越21年、估值较低的男装品牌，如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟。
 - ②推荐流水持续环比改善，复苏弹性大的“困境反转”型品牌，如休闲服龙头森马服饰及太平鸟、家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、朗姿股份、锦泓集团等。
 - ③此前运动品牌龙头指引相对谨慎，随国内消费环境回暖向好、经济复苏确定性加强，运动服饰业绩超预期可能加大，前期股价调整后估值吸引力增强，继续看好，包括李宁、安踏体育、特步国际、361度。

3.2. 纺织制造—国内需求复苏延续，关注下半年外需向上拐点

➤ 纺织制造：去库压力仍存，下半年有望迎向上拐点

- **22年总结：**上游生产企业多面向海外市场、产能布局海外，22H1受到疫情直接影响程度相对较小，叠加外需景气度延续、人民币贬值等利好因素，实现较快增长。22Q3以来国内外品牌端库存较高+外需走弱，纺织公司业绩增速放缓。
- **23年展望：**下游仍处于去库进程，短期仍承压。从内外销角度看，国内纺织制造企业下游需求预计率先修复，出口型企业随海外去库周期进行、下半年订单情况有望好转。从产业链环节看，所处环节不同，下游需求回暖传导时间预计亦有所差异。
 - ①**出口型：**23年上半年压力仍存，下半年随海外品牌库存恢复正常，上游纺织制造企业订单增速有望触底回升，在此过程中综合竞争力出色、客户粘性强的龙头有望维持相对稳健的业绩表现。
 - ②**内销型：**国内消费进一步复苏，后续有望逐步传导至制造端，关注国内国外两个消费市场需求拐点的渐次出现，长期受益逻辑明确的公司有望实现领先行业的业绩增长。
- **投资建议：**出口型企业下半年有望迎订单向上拐点，建议持续跟踪布局运动赛道上游、竞争优势突出的制造龙头申洲国际、华利集团订单拐点的出现。内销型企业随Q2国内品牌复苏订单有望改善，下半年海外品牌去库完成后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份（国产替代）、台华新材（技术突破）等。

4. 风险提示

- **疫情反复：**服装消费兼具可选消费和社交属性，同时具有较高的线下渠道占比，因此其对疫情的外部冲击十分敏感，疫情反复将对品牌服饰企业经营造成较大影响。
- **终端消费疲软：**国内外下游需求疲软影响服装终端销售，直接影响纺服企业收入及利润表现、加大其库存压力。
- **棉价大幅波动：**棉花为纺织服装行业的主要原材料，棉价大幅波动不利于棉纺企业的原材料成本控制。
- **人民币汇率波动：**纺织企业中出口导向公司较多，人民币汇率波动影响订单价格、毛利率、汇兑收益，从而影响业绩。

5. 附录

5. 附录一品牌服饰样本公司

品牌服饰板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称	
体育服饰	2020.HK	安踏体育	男装	002832.SZ	比音勒芬	
	2331.HK	李宁		600398.SH	海澜之家	
	1368.HK	特步国际		002154.SZ	报喜鸟	
	1361.HK	361度		601566.SH	九牧王	
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰		002029.SZ	七匹狼	
	603877.SH	太平鸟		600400.SH	红豆股份	
	002269.SZ	美邦服饰		1234.HK	中国利郎	
	603196.SH	日播时尚		603587.SH	地素时尚	
	3998.HK	波司登		603808.SH	歌力思	
家纺	002293.SZ	罗莱生活		中高端女装	002612.SZ	朗姿股份
	002327.SZ	富安娜	603518.SH		锦泓集团	
	603365.SH	水星家纺	003016.SZ		欣贺股份	
	002397.SZ	梦洁股份	603839.SH		安正时尚	
	003041.SZ	真爱美家	3306.HK		江南布衣	
户外	300005.SZ	探路者	3709.HK		赢家时尚	
	603908.SH	牧高笛	301088.SZ		戎美股份	
户外运动零售	002780.SZ	三夫户外	童装		603214.SH	爱婴室
	6110.HK	滔博			002875.SZ	安奈儿
	3813.HK	宝胜国际			603557.SH	起步股份
皮鞋	603001.SH	奥康国际		002762.SZ	金发拉比	
	603116.SH	红蜻蜓		301276.SZ	嘉曼服饰	
	603958.SH	哈森股份		内衣	603511.SH	爱慕股份
	1028.HK	千百度	002763.SZ		汇洁股份	
	0210.HK	达芙妮国际	2298.HK		都市丽人	
品牌设计	300901.SZ	中胤时尚	1388.HK		安莉芳控股	

5. 附录—纺织制造样本公司

纺织制造板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	贸易	600626.SH	申达股份	棉纺织	000726.SZ	鲁泰A
	603558.SH	健盛集团		600689.SH	上海三毛		601339.SH	百隆东方
	605138.SH	盛泰集团	户外用品代工	605080.SH	浙江自然		002042.SZ	华孚时尚
	601718.SH	际华集团		603307.SH	扬州金泉		002394.SZ	联发股份
	002687.SZ	乔治白	毛纺	000779.SZ	甘咨询		002087.SZ	新野纺织
	600137.SH	浪莎股份		002193.SZ	如意集团		002083.SZ	孚日股份
	600630.SH	龙头股份		600220.SH	江苏阳光		000850.SZ	华茂股份
	300840.SZ	酷特智能		601599.SH	浙文影业		2678.HK	天虹纺织
	002486.SZ	嘉麟杰		603889.SH	新澳股份		2698.HK	魏桥纺织
	001234.SZ	泰慕士		300918.SZ	南山智尚		600493.SH	凤竹纺织
	2313.HK	申洲国际	丝麻制品	002404.SZ	嘉欣丝绸	605189.SH	富春染织	
	0551.HK	裕元集团		600156.SH	华升股份	600987.SH	航民股份	
	2232.HK	晶苑国际		600232.SH	金鹰股份	600448.SH	华纺股份	
	2199.HK	维珍妮	化纤及制品	603055.SH	台华新材	600370.SH	三房巷	
	2111.HK	超盈国际控股		605003.SH	众望布艺	300888.SZ	稳健医疗	
	002634.SZ	棒杰股份		300819.SZ	聚杰微纤	300658.SZ	延江股份	
002674.SZ	兴业科技	300952.SZ		恒辉安防	603238.SH	诺邦股份		
002494.SZ	华斯股份	300526.SZ		中潜股份	000955.SZ	欣龙控股		
300591.SZ	万里马	603665.SH		康隆达	300877.SZ	金春股份		
箱包制造	300577.SZ	开润股份	603073.SH	彩蝶实业	辅料	002003.SZ	伟星股份	
						002098.SZ	浔兴股份	

5. 附录一品牌服饰重点公司业绩预测与估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				23年归母净 利润YOY
			22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E	
体育服饰											
2020.HK	安踏体育	2398	75.90	95.48	112.52	131.68	31.60	25.12	21.31	18.21	25.8%
2331.HK	李宁	1295	40.64	48.91	59.41	70.88	31.87	26.48	21.80	18.27	20.3%
1368.HK	特步国际	212	9.22	11.24	14.07	17.17	23.02	18.88	15.08	12.36	21.9%
1361.HK	361度	76	7.47	8.85	10.36	11.96	10.14	8.56	7.31	6.33	18.5%
男装											
600398.SH	海澜之家	323	21.55	27.50	31.59	35.06	14.97	11.73	10.21	9.20	27.6%
002832.SZ	比音勒芬	206	7.28	9.45	11.80	14.40	28.32	21.81	17.46	14.31	29.9%
002154.SZ	报喜鸟	100	4.59	6.20	7.62	9.26	21.82	16.15	13.14	10.81	35.1%
601566.SH	九牧王	67	-0.93	2.84	3.55	4.35	-	23.45	18.76	15.31	404.0%
002029.SZ	七匹狼	48	1.51	2.91	3.20	-	31.90	16.52	15.02	-	93.2%
休闲服饰											
3998.HK	波司登	363	24.26	29.02	34.79	-	14.96	12.51	10.43	-	19.6%
002563.SZ	森马服饰	188	6.37	10.48	14.14	16.28	29.52	17.94	13.30	11.55	64.5%
603877.SH	太平鸟	124	1.85	6.73	8.24	9.63	67.27	18.46	15.08	12.90	264.3%
中高端女装											
002612.SZ	朗姿股份	119	0.16	1.72	2.59	3.18	740.35	69.20	45.95	37.43	969.9%
603587.SH	地素时尚	81	3.85	5.80	6.91	7.78	21.13	14.01	11.76	10.44	50.8%
603808.SH	歌力思	48	0.20	2.97	4.02	4.85	233.17	16.06	11.86	9.83	1352.2%
603518.SH	锦泓集团	40	0.71	2.55	3.09	3.59	55.81	15.63	12.90	11.10	257.1%
家纺											
002293.SZ	罗莱生活	113	5.74	7.20	8.17	9.17	19.70	15.69	13.83	12.32	25.5%
603365.SH	水星家纺	40	2.78	3.67	4.34	4.93	14.53	11.02	9.32	8.20	31.9%
户外及零售											
6110.HK	滔搏	373	20.07	24.43	26.58	-	18.58	15.27	14.03	-	21.7%
300005.SZ	探路者	76	0.70	1.18	1.61	2.04	108.19	64.11	46.98	37.08	68.8%
603908.SH	牧高笛	33	1.41	1.62	2.26	2.72	23.71	20.58	14.75	12.26	15.2%
002780.SZ	三夫户外	20	-0.33	0.31	0.61	0.90	-	64.05	32.55	22.06	193.4%

5. 附录—纺织制造重点公司业绩预测及估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				23年归母净利润YOY
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
鞋服制造											
2313.HK	申洲国际	1131	45.63	51.30	62.96	75.74	24.79	22.05	17.97	14.93	12.4%
300979.SZ	华利集团	508	32.28	33.01	40.09	47.06	15.75	15.40	12.68	10.80	2.3%
603558.SH	健盛集团	32	2.62	2.70	3.31	3.96	12.08	11.71	9.55	7.98	3.2%
棉纺织											
601339.SH	百隆东方	90	-3.51	4.98	6.78	8.03	5.76	6.87	6.41	5.64	241.9%
002042.SZ	华孚时尚	54	9.64	9.69	10.98	12.36	-	10.86	7.98	6.73	0.5%
000726.SZ	鲁泰A	52	15.63	13.10	14.04	15.95	5.42	5.39	4.75	4.22	-16.2%
2678.HK	天虹国际	48	1.57	4.41	10.42	13.71	30.47	10.83	4.58	3.48	181.2%
002394.SZ	联发股份	26	1.60	0.68	0.98	-	16.29	38.23	26.52	-	-57.4%
辅料											
002003.SZ	伟星股份	95	4.89	5.40	6.18	7.20	19.48	17.63	15.41	13.22	10.5%
化纤及制品											
603055.SH	台华新材	88	2.69	5.00	7.41	9.32	32.74	17.59	11.87	9.44	86.1%
户外用品代工											
605080.SH	浙江自然	45	2.13	2.46	2.97	3.51	21.07	18.24	15.11	12.79	15.5%
603307.SH	扬州金泉	34	2.39	2.63	3.08	-	14.02	12.76	10.90	-	9.8%
毛纺											
603889.SH	新澳股份	48	3.90	4.60	5.52	6.49	12.25	10.38	8.65	7.36	18.0%
印染											
600987.SH	航民股份	86	6.58	7.85	9.08	10.00	13.07	10.95	9.47	8.60	19.3%
毛皮											
002674.SZ	兴业科技	34	1.51	2.08	2.59	3.17	22.54	16.32	13.11	10.71	38.1%
箱包制造											
300577.SZ	开润股份	38	0.47	1.50	1.84	2.21	81.55	25.48	20.77	17.30	220.0%

5. 附录—纺服公司分红收益率情况

纺织服饰行业近三年平均（截至数据最新公布年份）现金分红收益率排名前20公司

证券代码	证券简称	股息率	现金分红收益率
1382.HK	互太纺织	16.53%	12.90%
1234.HK	中国利郎	11.19%	7.89%
3306.HK	江南布衣	11.42%	7.34%
0321.HK	德永佳集团	10.17%	7.31%
3818.HK	中国动向	23.16%	7.04%
0709.HK	佐丹奴国际	5.64%	6.78%
002563.SZ	森马服饰	7.15%	6.45%
603839.SH	安正时尚	7.39%	6.01%
002327.SZ	富安娜	6.16%	5.96%
603001.SH	奥康国际	8.37%	5.71%
1836.HK	九兴控股	6.59%	5.62%
600398.SH	海澜之家	5.31%	5.54%
6110.HK	滔搏	7.03%	5.46%
002042.SZ	华孚时尚	3.47%	5.16%
002293.SZ	罗莱生活	5.97%	5.11%
2678.HK	天虹纺织	9.61%	4.99%
002763.SZ	汇洁股份	5.72%	4.94%
2111.HK	超盈国际控股	9.76%	4.89%
603587.SH	地素时尚	5.80%	4.84%
2232.HK	晶苑国际	4.44%	4.72%

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn> 38

东吴证券财富家园