

纺织服装：22年及23Q1总结与展望，服装呈改善，纺织待复苏

2023年5月11日

看好/维持

轻工制造

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	常子杰 电话：010-66554040 邮箱：changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080005
研究助理	沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121050014

投资摘要：

纺织服装 2022 年业绩普遍承压，纺织好于服装。服装家纺板块（SW）2022 年收入 1546 亿元，同比-7%，利润 42 亿元，同比-60%，其中 Q4 单季度收入同比-19%、利润为亏损扩大 340%（21Q4 亏损 4.3 亿，22Q4 亏损 19 亿），四季度因为疫情集中爆发板块利润压力大。纺织制造板块（SW）2022 年收入约 1219 亿元，同比+3%，利润 87 亿元，同比-13%，利润状况明显好于服装家纺板块，主要系纺织端在 2022 年全年口径上出口较为景气。其中 Q4 单季度收入同比-17%、净利润-54%，剔除掉华孚时尚（因为棉花套期保值+存货减值最终录得大额亏损）后收入-12%、净利润-33%，四季度的压力陡然增大，主要系出库景气度大幅下滑带来的。2022 年在疫情、地缘冲突及西方经济体加息等综合背景下，国内和海外需求压力都较大，整体上纺织略好于服装。

23Q1 服装家纺复苏趋势较好，纺织端整体仍低迷。服装家纺板块 2023Q1 收入 336 亿、净利润 33 亿，分别同比-2%、+43%，环比修复明显。在疫情过后，重点公司都体现出逐月改善趋势明显，后续逐季度改善也将继续演绎。纺织制造板块，2023Q1 收入 254 亿、净利润 14 亿，分别同比-5%、-22%，较四季度略有好转，但仍处于低迷期，主要系下游去库仍在进行，预计二季度会有环比改善。

主要子板块方面：中高端男装（比音勒芬、报喜鸟）在 2022 年业绩仍取得较好增长，并在 23Q1 景气度继续提升。高端女装（地素时尚、歌力思等）在 22 年受损严重，23 年一季度反弹明显，预计全年维度上亦会体现出较好的经营杠杆效应。鞋类和成衣制造商（华利集团、盛泰集团）在 22 年表现较好，但是因为其订单与下游品牌商相关性最强，在 23Q1 品牌去库阶段业绩也有明显回落。印染、辅料、化纤重点企业（航民股份、伟星股份、台华新材），2022 年前高后低明显，23Q1 环比四季度回暖明显。

港股运动鞋服，品牌、制造、零售商表现不尽相同。首先，运动鞋服景气度仍存，在品牌层面较为明显。1) 运动国产品牌 22 年保持增长，份额提升明显，利润端略有压力。安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 2022 年收入增速分别为 9%、14%、29%、17%，增速也继续领先于国际品牌。但是利润方面，22 年运动品牌在折扣拖累下利润率呈现压力，四家公司 22 年利润增速分别为-2%、1%、1%、24%。23 年，从四家公司公布零售流水情况较好，且折扣、库存等情况亦有恢复，后续乐观。2) 运动制造商，22 年是恢复和创新高之年。申洲、裕元均较 21 年有较大恢复，丰泰、华利 22 年业绩都明显超过疫情前水平，各公司在 2022 年均取得较好业绩。但进入到 23Q1，各家都表现出压力。从逐月数据看，裕元集团和丰泰企业都呈现出自 22Q4 以后景气度下行，在 23Q1 处在负增长区间，主要系下游品牌客户仍在去库存阶段。3) 零售商方面，滔搏和宝胜 23 年以来都呈现复苏，但业绩近年来有分化，滔搏在零售管理方面的优势较为明显。

投资建议：

服装方面，2023 年复苏主线将贯穿全年，建议关注经营杠杆效应下，业绩弹性较好的公司。重点关注格局较好的中高端男装和复苏弹性较好的高端女装。其次，长期推荐行业持续景气的运动鞋服行业，重点公司为安踏体育、李宁。**纺织方面，**2023 年重点关注下游去库节奏，工厂端订单拐点有望出现在下半年。建议关注品控、效率方面表现优秀鞋服制造商，华利集团、申洲国际等，同时关注服装辅料、新化纤材料企业的业绩回暖。

风险提示：宏观经济波动，原材料成本波动，海外地缘政治事件等影响海外需求。

目 录

1. 年报&季报：服装与纺织节奏差异大，服装环比改善，纺织待复苏	3
2. 服装家纺：23Q1 环比改善明显，趋势向好	5
2.1 A股：22年业绩承压，一季度回暖明显	5
2.2 港股运动服饰，国产品牌维持较好正增长，23年指引乐观	6
3. 纺织制造：2022年前高后低，订单待复苏	8
3.1 2022年前高后低，今年一季度压力仍大	8
3.2 关注长期产业转移趋势	10
4. 投资建议：重点关注国内复苏弹性，密切关注海外拐点	11
5. 风险提示	11

插图目录

图 1： A股服装家纺板块单季度收入增速（单位：同比%）	5
图 2： A股服装家纺板块单季度利润规模（单位：亿元）	5
图 3： 服装家纺板块 2020年以来各季度末存货值	6
图 4： 服装家纺板块 2020年以来各季度存货周转天数	6
图 5： 裕元集团 22Q4 以来制造业收入增速	7
图 6： 丰泰集团 22Q4 以来收入增速	7
图 7： 纺织制造板块单季度收入增速（单位：同比%）	9
图 8： 纺织制造板块单季度利润情况（单位：亿元）	9
图 9： 棉花价格变动，较高位回落明显	9
图 10： 人民币兑美元汇率，22年贬值，23年升值	9
图 11： 纺织服装出口情况，22年前高后低	9
图 12： 服装社零数据，22年低迷 23年回升	9
图 13： 越南织品和服装、鞋类出口累计增速	10

表格目录

表 1： A股服装家纺重点公司收入、利润增速	3
表 2： A股纺织制造重点公司收入、利润增速	4
表 3： 2021 年来主要品牌的流水增速	7

1. 年报&季报：服装与纺织节奏差异大，服装环比改善，纺织待复苏

纺织服装 2022 年业绩普遍承压，纺织好于服装。服装家纺板块（SW）2022 年收入 1546 亿元，同比-7%，利润 42 亿元，同比-60%，其中 Q4 单季度收入同比-19%、利润为亏损扩大 340%（21Q4 亏损 4.3 亿，22Q4 亏损 19 亿），四季度因为疫情集中爆发板块利润压力大。纺织制造板块（SW）2022 年收入约 1219 亿元，同比+3%，利润 87 亿元，同比-13%，利润状况明显好于服装家纺板块，主要系纺织端在 2022 年全年口径上出口较为景气。其中 Q4 单季度收入同比-17%、净利润-54%，剔除掉华孚时尚（因为棉花套期保值+存货减值最终录得大额亏损）后收入-12%、净利润-33%，四季度的压力陡然增大，主要系出库景气度大幅下滑带来的。2022 年在疫情、地缘冲突及西方经济体加息等综合背景下，国内和海外需求压力都较大，整体上纺织略好于服装。

23Q1 服装家纺复苏情况较好，纺织端整体仍低迷。服装家纺板块 2023Q1 收入 336 亿、净利润 33 亿，分别同比-2%、+43%，环比修复明显。在疫情过后，重点公司都体现出逐月改善趋势明显，后续逐季度改善也将继续演绎。纺织制造板块，2023Q1 收入 254 亿、净利润 14 亿，分别同比-5%、-22%，较四季度略有好转，但仍处于低迷期，主要系下游去库仍在进行，预计二季度环比会有所改善。

主要子板块方面：中高端男装（比音勒芬、报喜鸟）在 2022 年业绩仍取得较好增长，并在 23Q1 景气度继续提升。高端女装（地素时尚、歌力思等）在 22 年受损严重，23 年一季度反弹明显，预计全年维度上亦会体现出较好的经营杠杆效应。鞋类和成衣制造商（华利集团、盛泰集团）在 22 年表现较好，但是因为其订单与下游品牌商相关性最强，在 23Q1 品牌去库阶段业绩也有明显回落。印染、辅料、化纤重点企业（航民股份、伟星股份、台华新材），2022 年前高后低明显，23Q1 环比四季度回暖明显。

港股运动服饰，品牌、制造、零售商表现不尽相同。首先，运动鞋服景气度仍存，在品牌层面较为明显。1) **运动国产品牌** 22 年保持增长，份额提升明显，利润端略有压力。安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 2022 年收入增速分别为 9%、14%、29%、17%，增速也继续领先于国际品牌。但是利润方面，22 年运动品牌在折扣拖累下利润率呈现压力，四家公司 22 年利润增速分别为-2%、1%、1%、24%。23 年，从四家公司公布零售流水情况较好，且折扣、库存等情况亦有恢复，后续乐观。2) **运动制造商**，22 年是恢复和创新高之年。申洲、裕元均较 21 年有较大恢复，丰泰、华利 22 年业绩都明显超过疫情前水平，各公司在 2022 年均取得较好业绩。但进入到 23Q1，各家都表现出压力。从逐月数据看，裕元集团和丰泰企业都呈现出自 22Q4 以后景气度下行，在 23Q1 处在负增长区间，主要系下游品牌客户仍在去库存阶段。3) **零售商方面**，滔搏和宝胜 23 年以来都呈现复苏，但业绩近年来有分化，滔搏在零售管理方面的优势较为明显。

主要 A 股公司的业绩表现情况如下：

表1：A 股服装家纺重点公司收入、利润增速

子行业	证券代码	证券名称	收入增速			利润增速		
			22A	22Q4	23Q1	22A	22Q4	23Q1
中高端男装	002832.SZ	比音勒芬	6%	-12%	33%	17%	-7%	41%
	002154.SZ	报喜鸟	-3%	-14%	11%	-1%	-24%	24%
休闲装	600398.SH	海澜之家	-8%	-19%	9%	-13%	-9%	11%
	002563.SZ	森马服饰	-14%	-19%	-9%	-57%	-33%	49%
	603877.SH	太平鸟	-21%	-32%	-16%	-73%	-74%	14%

户外	603908.SH	牧高笛	56%	39%	5%	79%	44%	-21%
	603587.SH	地素时尚	-17%	-22%	2%	-44%	-93%	9%
	003016.SZ	欣贺股份	-17%	-21%	8%	-55%	-100%	149%
高端女装	603518.SH	锦泓集团	-10%	20%	27%	-68%	-105%	2870%
	603808.SH	歌力思	1%	-6%	6%	-93%	-202%	0%
	002612.SZ	朗姿股份	6%	-26%	-11%	-91%	-101%	-21%
	002293.SZ	罗莱生活	-8%	-9%	-4%	-20%	-18%	11%
家纺	002327.SZ	富安娜	-3%	-8%	-8%	-2%	-10%	5%
	603365.SH	水星家纺	-4%	-13%	1%	-28%	-30%	-1%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

表2：A股纺织制造重点公司收入、利润增速

子行业	证券代码	证券名称	收入增速			利润增速		
			22A	22Q4	23Q1	22A	22Q4	23Q1
鞋、成衣	300979.SZ	华利集团	18%	7%	-11%	17%	2%	-26%
	605138.SH	盛泰集团	16%	3%	-5%	29%	10%	-8%
	601339.SH	百隆东方	-10%	-43%	-25%	14%	-9%	-76%
棉纺	000726.SZ	鲁泰A	32%	4%	-13%	177%	167%	-40%
	603558.SH	健盛集团	15%	1%	-7%	57%	-51%	-53%
	002083.SZ	孚日股份	2%	-10%	-6%	-25%	-193%	-53%
	002042.SZ	华孚时尚	-13%	-71%	9%	-162%	-624%	-65%
毛纺	603889.SH	新澳股份	15%	11%	9%	31%	23%	21%
	300918.SZ	南山智尚	10%	-5%	1%	23%	44%	13%
印染	600987.SH	航民股份	1%	-17%	2%	-1%	-13%	6%
辅料	002003.SZ	伟星股份	8%	-18%	-4%	9%	-164%	-18%
化纤	603055.SH	台华新材	-6%	-16%	3%	-42%	-133%	-35%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

投资建议：

服装方面，23Q1已经显示出明显回暖，2023年复苏主线将贯穿全年，看好全年板块业绩复苏和估值修复的机会。建议关注经营杠杆效应下，业绩弹性较好的板块和公司。具体看：一是，重点关注中高端男装，行业格局较好，重点公司的品牌势能足。二是，高端女装，中高端女装直营占比较高，可选属性更强，复苏弹性较好。三是，长期推荐行业持续景气的运动鞋服行业，重点公司为国产品牌龙头安踏体育、李宁。

纺织方面，2023年预计前低后高，重点关注下游去库节奏，可跟踪出口数据及工厂端订单拐点。一是，鞋服制造类出口占比较高的，二季度有望有所修复，下半年有望改善明显，建议关注品控、效率方面表现优秀鞋服制造商，如华利集团、申洲国际等。二是，行业趋势较好、国产提升份额的制造领域，主要是服装辅料、新化纤材料，建议关注台华新材等。

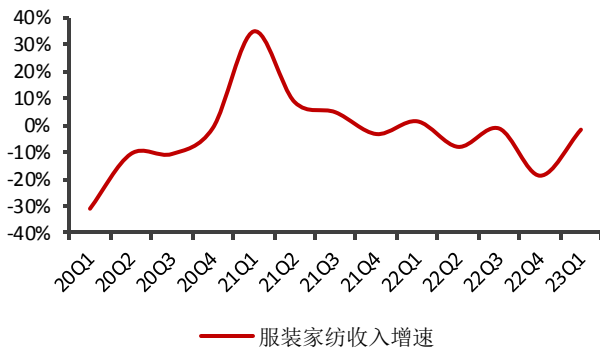
2. 服装家纺：23Q1 环比改善明显，趋势向好

2.1 A 股：22 年业绩承压，一季度回暖明显

2022 年板块整体压力大，板块有所分化，Q4 压力最为明显。剔除极端值后（主要为*ST）2022 年服装家纺板块收入 1546 亿元，同比-7%，利润 42 亿元，同比-60%，其中 Q4 单季度收入同比-19%、利润为亏损扩大 340%（21Q4 亏损 4.3 亿，22Q4 亏损 19 亿），四季度因为疫情集中爆发板块利润压力大。分板块看：1）中高端男装（选取比音勒芬、报喜鸟）表现超市场预期，整体实现了收入持平，业绩+9%，其中比音勒芬收入+6%，利润+17%表现突出。2）休闲板块（选取海澜之家、森马服饰、太平鸟）收入-13%，利润-36%，压力较为明显，其中批发模式的海澜的韧性最为好，利润仅-13%，直营占比较高、销售费用较重的太平鸟利润压力最大，利润-73%。3）高端女装（地素时尚、欣贺股份、锦泓集团、歌力思、朗姿股份）收入-7%、利润-63%，是经营杠杆效应最为明显的板块，因此利润下滑幅度最大。4）家纺（罗莱生活、富安娜、水星家纺）收入-4%，利润-28%，表现平淡。5）户外帐篷龙头牧高笛收入+56%，利润+79%，赛道优势明显。

2023Q1 修复明显，节奏略有不同。剔除极端值后（主要为*ST）2023Q1 服装家纺板块收入 336 亿、净利润 33 亿，分别同比-2%、+43%，**环比修复明显**。其中，分板块看：中高端男装 Q1 实现了收入+20%，净利润+33%，表现继续优异。休闲装板块收入-2%，利润+19%，其中太平鸟一季度利润实现 2.17 亿元，是历史上业绩最好的一季度，海澜之家、森马服饰 23Q1 净利润尚未超过 2019 年 Q1 水平。高端女装 Q1 实现收入+9%，利润+42%，业绩复苏明显，主要公司基本回到正常利润率水平。家纺板块收入-3%，利润+6%，表现平淡。户外帐篷龙头牧高笛 Q1 收入+5%，利润-21%，景气度下滑明显。

图1：A 股服装家纺板块单季度收入增速（单位：同比%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：A 股服装家纺板块单季度利润规模（单位：亿元）



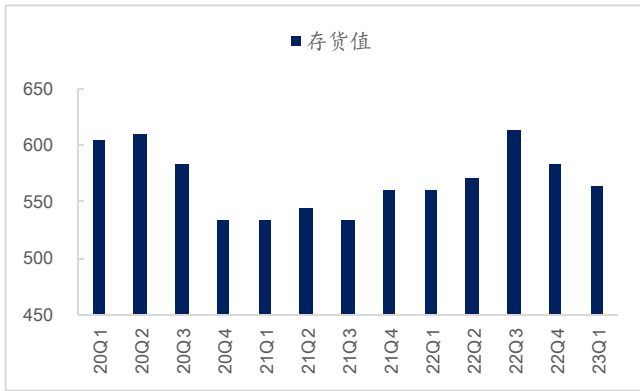
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2022 年毛利率、销售费用率有所压力，2023Q1 均有恢复。2022 年服装家纺板块毛利率 43.07%，同比降 0.76pct.，销售费用率 25.42%，同比提升 1.16pct.，主要系 22 年零售环境压力之下服装家纺的折扣率有所加深，同时营销支出和门店费用中相对刚性的部分在收入下滑的情况下拉升了费用率。至 2023Q1，在零售回暖的大背景下，服装销售的折扣回升驱动毛利率提升 2.8pct.，销售复苏及主动控费之下销售费用率下降 0.5pct.。净利率方面，在毛利率和销售费用共同作用下，22 年服装家纺净利率 2.73%（降 3.54pct.），23Q1 净利率 9.71%（升 3pct.），净利率回升明显。

存货周转天数看，行业的库存高峰已过，处于健康位置。2022 年服装家纺行业整体期末库存同比+4%，23Q1 存货同比+1%，环比-3%。截至 23Q1 库存峰值已过，目前在下降通道中。23Q1 的存货周转天数为 220 天，比 22 年同期下降了 17 天。伴随着疫情放开后，线下消费的恢复，板块的库存去化良好，目前库存处于健康位置。

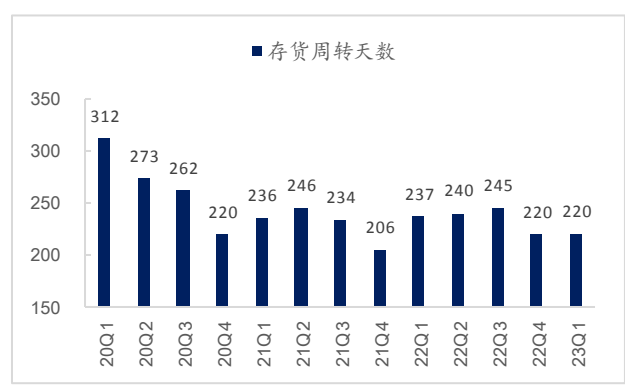
展望：服装家纺行业销售费用率较重，库存也造成经营周期明显，行业经营杠杆效应明显。目前主要服装公司动销趋势良好，折扣和库存水位走向健康，综合多因素下，23 年板整体利润趋势向好较为确定。

图3：服装家纺板块 2020 年以来各季度末存货值



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图4：服装家纺板块 2020 年以来各季度存货周转天数



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

2.2 港股运动服饰，国产品牌维持较好正增长，23 年指引乐观

1、品牌端：国牌份额提升持续，目前库存、折扣改善，23 年乐观

运动国产品牌 22 年保持增长，份额提升明显，利润端略有压力。安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 2022 年分别实现收入约 493、226、100、59 亿元，同比增速 9%、14%、29%、17%。在 2022 年宏观压力之下，国产运动服饰仍然取得了较好的增长，而国际品牌方面，两个主要品牌 Nike、Adidas 仍没有较好表现，Adidas 连续七个季度大中华区下滑，Nike 在上一财季恢复至个位数左右增长。由此可见国产品牌的增速继续领先于国际品牌，显示了国产品牌份额的持续提升。

22 年运动品牌在折扣拖累下利润率略有压力。安踏体育、李宁、特步国际、361 度在 2022 年分别实现净利润约 76、41、9、7 亿元，同比增速-2%、1%、1%、24%。除了 361 度利润增速较好，另外三家利润端均有一定压力，主要系在疫情状况下产品折扣加深拖累了毛利率。其中李宁 2022 年全年毛利率 48.4%，上半年 49.97%（同比-5.9pct.），下半年 46.91%（同比-3.75pct.）；2022 年安踏牌毛利率增长 1.4pct.，FILA 品牌 GPM 下降 4.11pct.，主要是零售折扣的加深及清理过季库存。

国产品牌自主技术出圈明显，专业性竞争力提升。2022 年李宁以专业科技为驱动，跑鞋全面专业转型，超轻 19 全年销量突破 300 万双，创造李宁历史销量最高单品纪录；赤兔家族全年销量突破 200 万双，打造核心主力产品。安踏接冬奥会将专为专业运动员开发的科技，应用于大众的运动鞋服中，推出具差异化的产品，于服饰上运用炽热、冰肤、透爽、拒水等四大科技面料以及于鞋产品上使用更环保、更高效、性能更强的“安踏氮科技”新一代中底技术。特步致力于打造世界级中国跑鞋，在无锡马拉松，两位中国运动员何杰和杨绍辉穿着 160 3.0 打破尘封 15 年的中国马拉松记录。国产品牌自主技术的积累，使其在高价位段产品上，与国际品牌形成有力竞争。

23年零售流水趋势良好，折扣、库存等情况亦有恢复，后续乐观。整体来看，几家运动服饰公司22年零售流水各季度有所波动，主要受到疫情影响。另外，整体上零售流水增速还是略慢于收入确认的增速，表明批发端的发货和实际销售有一定差额。2023年Q1，各公司零售流水的增速有所提升，同时我们预计收入增速的质量也有加强。除零售流水，Q1各家的折扣和库存的逐月改善较为明显——尤其是安踏旗下的Fila品牌库销比已回归到5以下的健康水平，显示了二季度的流水预期会较一季度更好。

表3：2021年来主要品牌的流水增速

公司	品牌	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
安踏体育	安踏	40-45%	35-40%	10-20%低段	10-20%中段	10-20%高段	中单位数负增长	中单位数	高单位数负增长	中单位数
	FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数负增长	10-20%低段	10-20%低段负增长	高单位数
	其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	75-80%
李宁	李宁	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	30%-40%低段	20%-30%低段	高单位数下降	高单位数	10%-20%低段下降	中单位数
特步国际	特步	55%	30%-35%	中双位数	20%-25%	30%-35%	中双位数	20%-25%	高单位数负增长	约20%
361度	361度	高双	15%-20%	低双	高双	高双	低双	中双	持平	低双
	361童装	20-25%	30%-35%	15%-20%	25%-30%	20-25%	20-25%	20-25%	低单位数	20-25%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：绿色为下滑的区间

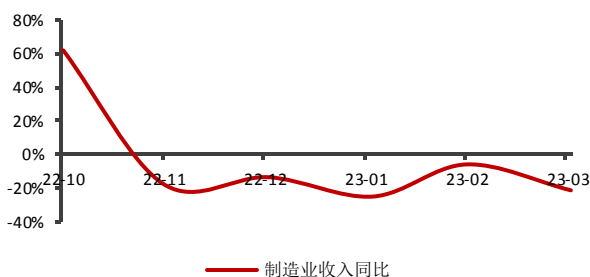
2、代工端：22年是恢复之年，但当前高库存仍未消除

22年是恢复和创新高之年。申洲国际22年收入278亿元，同比+17%，净利润46亿元，同比+35%。裕元集团的制造业务，2022年营收62亿美元，同比+26%；净利润2.9亿美元，同比+257%。丰泰企业2022年收入959亿新台币，同比+36%，净利润98亿新台币，同比+88%，利润规模超过2019年水平。A股华利集团22年收入和业绩分别增18%、17%，皆为历史最好水平。各运动制造商在2022年均取得较好业绩，申洲、裕元均较21年有较大恢复，丰泰、华利是超过疫情前水平。主要一方面是海外工厂方面疫情对于生产端的影响消除，另外欧美在22年消费端仍显示出韧性。

进入到23Q1，各家压力开始显现，目前仍等待拐点。从逐月数据看，裕元集团和丰泰企业都呈现出自22Q4以后景气度下行，在23Q1处在负增长区间，主要系下游品牌客户库存较高，向工厂下单同比减少。具体看，裕元集团制造业务1-3月份收益分别-25%、-5.90%、-21.30%，丰泰企业1-3月份收益分别-15.2%、-0.4%、-22.2%。从数据趋势看，尚未有拐点，我们预计在Q2或Q3伴随着国际品牌进一步去库或有订单拐点。

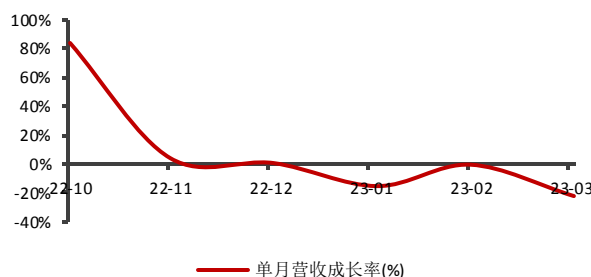
图5：裕元集团22Q4以来制造业收入增速
图6：丰泰集团22Q4以来收入增速

裕元-制造业收入同比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

丰泰-单月营收成长率(%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3、零售端：受零售环境和国际品牌双重影响

运动零售商滔搏和宝胜国际 22 年压力较大，23Q1 有所恢复。滔搏截至 2022 年 8.31 的半年报收入 132 亿元，同比-15%，净利润 11 亿元，同比-20%；2022 年 9 月-11 月，销售收入接近 20% 下跌。宝胜国际 22 年全年收入 186 亿元，同比-20%，净利润 0.9 亿元，同比-75%。2022 年的压力主要是线下消费不畅，以及国际品牌尤其是阿迪达斯持续在大中华区的下滑所致。2023 年宝胜国际 1-3 月每月收益变动为-0.30%、+2.40%、+29.80%，逐月转好的趋势明显。我们认为随着线下消费场景的复苏，和零售商数字化运营能力的提升，主要运动品牌零售商在 2023 年业绩的修复较为确定。

3. 纺织制造：2022 年前高后低，订单待复苏

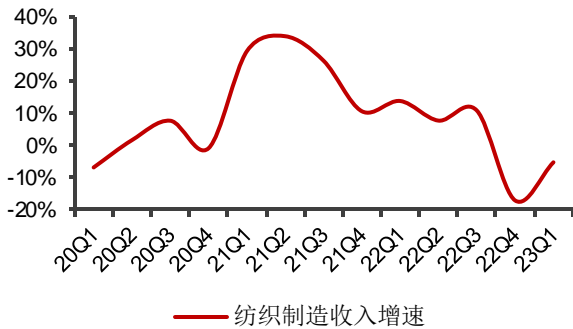
3.1 2022 年前高后低，今年一季度压力仍大

2022 年前高后低。剔除极端值后 2022 年纺织制造板块 (SW) 收入约 1219 亿元，同比+3%，利润 87 亿元，同比-13%，利润状况明显好于服装家纺板块，主要系纺织端在 2022 年全年口径上出口较为景气。其中 Q4 单季度收入同比-17%、净利润-54%，剔除掉华孚时尚（因为棉花套期保值+存货减值最终录得大额亏损）后收入-12%、净利润-33%，四季度的压力陡然增大，主要系出库景气度大幅下滑带来的。分板块看：**1) 鞋子和成衣方面**，鞋类制造龙头华利集团和成衣制造小龙头盛泰集团表现较好，22 年收入分别+18%、+16%，净利润分别+17%、+29%，但四季度增速回落明显，收入增速分别为+7%、+3%，净利润增速分别为+2%、+10%。**2) 棉纺织板块** 22 年业绩有所分化，百隆东方、鲁泰 A、健盛集团利润增速分别为 14%、177%、57%，孚日股份和华孚时尚业绩不佳，净利润分别-25%、-162%。**3) 毛纺织企业**业绩表现较好，新澳股份和南山智尚 2022 年收入分别+15%、+10%，利润分别+31%、+23%。**4) 其他重点公司方面**：印染企业航民股份 2022 年收入利润较为平稳，分别+1%、-1%；辅料企业伟星股份表现稳健，2022 年收入利润分别+8%、+9%；锦纶龙头台华新材 2022 年受到原材料价格波动影响明显，业绩承压，收入、利润分别-6%、-42%。以上三家企业在 22Q4 的业绩回落较为明显，航民股份利润-13%，伟星股份和台华新材业绩单季度录得亏损。

2023Q1 景气度较为低迷，棉纺织板块回落最为明显。2023Q1 纺织制造板块 (SW) 收入 254 亿、净利润 14 亿，分别同比-5%、-22%，较四季度略有好转，但仍处于低迷期。其中，分板块看有所分化：**1) 鞋子和成衣方面**，华利集团、盛泰集团一季度利润增速跌至负值区间，分别为-26%、-8%。**2) 棉纺织板块** 一季度回落最为明显，5 家重点公司利润合计同比降 63%。**3) 毛纺织** 新澳股份和南山智尚任性较好，业绩分别+21%、

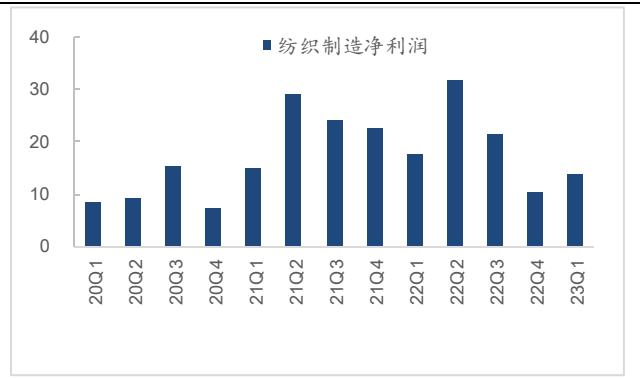
+13%。4) 印染、辅料、化纤重点企业，航民股份、伟星股份、台华新材一季度环比四季度回暖，业绩分别+6%、-18%、-35%。

图7：纺织制造板块单季度收入增速（单位：同比%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图8：纺织制造板块单季度利润情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

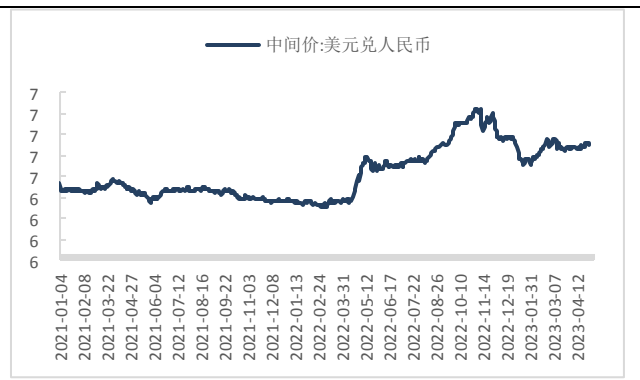
2022年至2023Q1均存在毛利率压力，汇率变动扰动业绩。2022年纺织制造板块毛利率18.41%，同比降1.26pct.，主要系开工率波动造成的折旧摊销压力、原材料同比上涨所致。至2023Q1，以上两个因素未有明显缓解，毛利率继续下行至15.78%，同比降2.99pct.。由于纺织制造板块企业主要为成本加成定价制企业，因此毛利率主导下净利率在22年和23Q1都呈现出较大压力。从汇率看，2022年人民币贬值增厚出口企业汇兑收益，2023年以来人民币有所升值，全年维度上汇兑损失或将影响利润。

图9：棉花价格变动，较高位回落明显



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图10：人民币兑美元汇率，22年贬值，23年升值

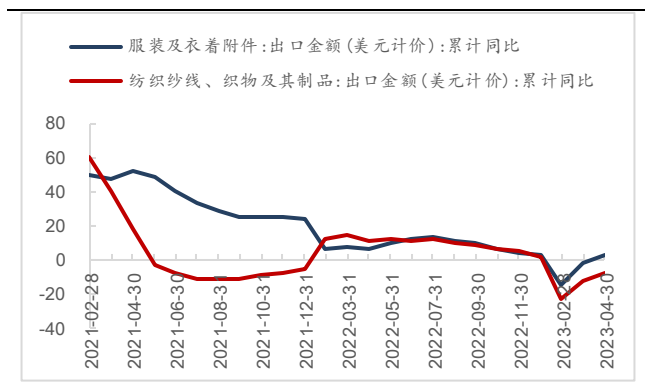


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

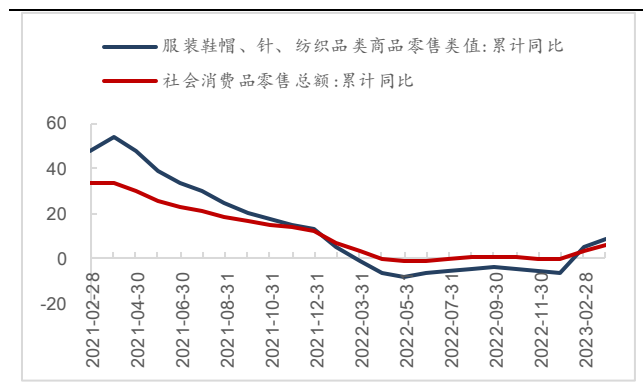
纺织服装出口景气度仍低，今年挑战较大，内需有望成为订单拉动力。纺织制造板块多为出口导向型企业，目前纺织出口较为疲软。根据国家统计局数据，今年一季度，全国纺织品服装出口672.3亿美元，同比减少6.9%。其中，纺织品出口320.7亿美元，同比下降12.1%；服装出口351.6亿美元，同比下降1.3%。目前国际经济环境仍不容乐观，主要经济体如美国存在陷入经济衰退风险，外需偏弱、订单不足以及地缘政治风险等因素依然是一段时期内纺织出口面临的现实挑战。内需方面，趋势则不同，今年较去年的复苏较为确定，内需订单全年展望较为乐观。

图11：纺织服装出口情况，22年前高后低

图12：服装社零数据，22年低迷23年回升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



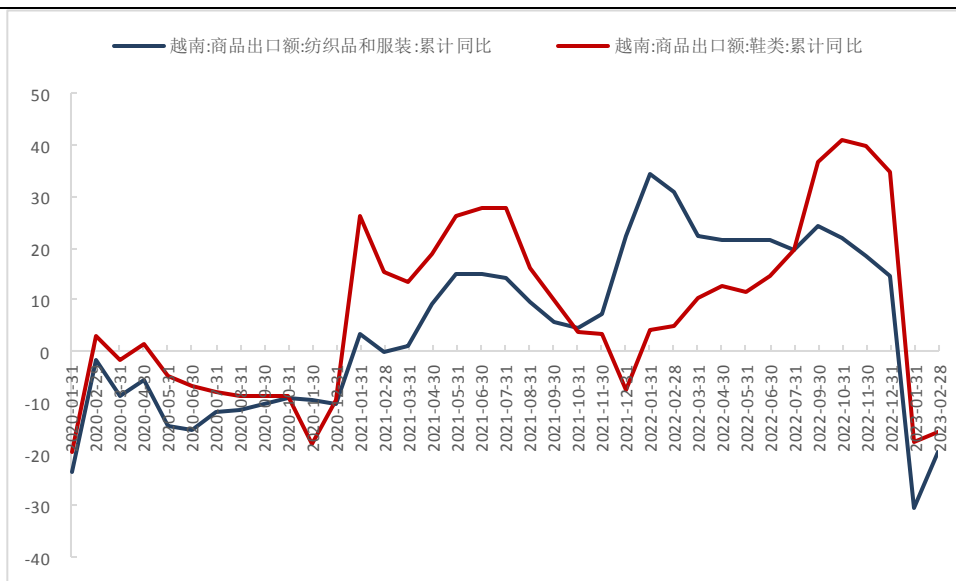
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3.2 关注长期产业转移趋势

地缘冲突影响产业转移。从纺织出口市场看，当前美国、欧盟、东盟、日本是中国服装出口的主要市场，分别占2023年一季度全国出口份额的19.7%、14.1%、11.6%和9%。在第一季度，中国对美国出口服装69.3亿美元，同比下降16.2%。对欧盟出口49.7亿美元，同比下降23.7%。对日本出口31.6亿美元，同比下降8%。在地缘冲突主导下，当前全球多地均对纺织标签有强制性规定，比如美国要求纺织标签上必须有原产地信息。但是在第一季度，中国对东盟出口服装40.8亿美元，同比增长30.1%，其中对越南、新加坡出口分别增长229.9%和117.6%。以上出口结构的变化，体现了纺织产业转移的趋势。近两年，主要市场纷纷限制原材料产地，诸多企业将供应链转移至国外，尤其最近一两年里，纺织服装行业加速产业转移。

关注东南亚产能布局。从数据看，2022年越南纺织品和服装出口额增速为14.49%，鞋类出口额增速为34.83%。越南近年来纺织品出口增速持续景气，在西方主要经济体中出口占比也呈上升态势。考虑到整体贸易环境，我国主要的纺织企业，多在东南亚有生产基地，未来预计也将继续扩大在海外的产能布局。海外布局有助于国内企业分散风险，同时利用东南亚的低成本资源。我们认为在未来一段时间，海外布局仍是较为重要的趋势，关注产能拓展进度和海外产能利用率。

图13：越南织品和服装、鞋类出口累计增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 投资建议：重点关注国内复苏弹性，密切关注海外拐点

服装方面，23Q1已经显示出明显回暖，2023年复苏主线将贯穿全年，看好全年板块业绩复苏和估值修复的机会。建议关注经营杠杆效应下，业绩弹性较好的板块和公司。具体看：一是，重点关注中高端男装，行业格局较好，重点公司的品牌势能足。二是，高端女装，中高端女装直营占比较高，可选属性更强，复苏弹性较好。三是，长期推荐行业持续景气的运动鞋服行业，重点公司为国产品牌龙头安踏体育、李宁。

纺织方面，2023年预计前低后高，重点关注下游去库节奏，可跟踪出口数据及工厂端订单拐点。一是，鞋服制造类出口占比较高的，二季度有望有所修复，下半年有望改善明显，建议关注品控、效率方面表现优秀鞋服制造商，如华利集团、申洲国际等。二是，行业趋势较好、国产提升份额的制造领域，主要是服装辅料、新化纤材料，建议关注台华新材等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
比音勒芬	1.27	1.68	2.08	2.53	20.09	20.29	16.4	13.5	-
报喜鸟	0.31	0.42	0.5	0.59	13.11	14.73	12.18	10.34	-
太平鸟	0.39	1.44	1.72	2.02	47.43	17.79	14.88	12.73	-
歌力思	0.06	0.82	1.1	1.33	164.23	15.9	11.96	9.86	-
罗莱生活	0.68	0.86	1	1.15	16.43	15.07	12.97	11.33	推荐
安踏体育	2.8	3.48	4.2	4.95	27.96	22.54	19.14	15.78	强烈推荐
李宁	1.55	1.83	2.15	2.51	29.78	25.24	21.50	18.41	强烈推荐
特步国际	0.35	0.44	0.55	0.66	22.04	17.93	14.39	11.91	-
申洲国际	3.04	3.35	3.99	4.98	23.62	21.39	17.96	14.40	强烈推荐
华利集团	2.77	2.93	3.52	4.05	20.65	14.7	12.21	10.62	推荐
台华新材	0.3	0.58	0.85	1.05	33.54	16.61	11.41	9.2	推荐
伟星股份	0.47	0.51	0.61	0.71	21.47	16.98	14.2	12.16	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，同花顺一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动，原材料成本波动，海外地缘政治事件等影响海外需求。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526