

## 纺服重点公司近况跟踪：

# 品牌服饰改善趋势向好，制造端下半年有望迎订单拐点

证券分析师：李婕

执业证书编号：S0600521120003

联系邮箱：[lijie@dwzq.com.cn](mailto:lijie@dwzq.com.cn)

证券分析师：赵艺原

执业证书编号：S0600522090003

联系邮箱：[zhaoyy@dwzq.com.cn](mailto:zhaoyy@dwzq.com.cn)

二零二三年五月

### ➤ 2023/5/9-5/10东吴纺服年度策略会交流公司（12家）：

- 品牌端（8家）：海澜、361度、森马、歌力思、锦泓、欣贺、水星、红豆
- 纺织端（4家）：伟星、台华、南山、开润

### ➤ 品牌服饰：23年预期向好，各赛道表现存在差异。

- **近况跟踪**：继23Q1品牌服饰交出亮眼业绩后，4月、五一期间服装品牌终端流水进一步改善，多数品牌流水已超21年同期。我们认为品牌服饰修复处持续加强阶段，看好Q2低基数加持下的反弹、并认为下半年表现有望进一步超越上半年。
- **投资建议**：3类不同类型机会：①流水复苏较早、23年业绩有望超越21年、估值较低的品牌公司，如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟。②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，持续看好，如李宁、安踏体育、特步国际、361度。③关注复苏拐点不断出现的“困境反转”型品牌，后期将呈现较大净利增长弹性：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。

### ➤ 纺织制造：国内外下游需求恢复预期向好，预计23年前低后高。

- **近况跟踪**：出口型企业下半年有望迎订单向上拐点，内销型企业随Q2国内品牌复苏传导订单有望改善
- **投资建议**：赛道优势的申洲国际、华利集团；长期逻辑清晰的伟星股份、台华新材。

## 运动品牌华东区域线下渠道春节销售数据更新：

### 1. 4月销售数据：

- **销售流水同比：**李宁28%；安踏23%；耐克35%；阿迪15%。增长提速，好于3月，李宁开店指引上调（10%上调为16%-18%）。
- **折扣：**李宁73折；安踏67折；耐克85折；阿迪8折；较3月加深。
- **存销比：**李宁3.6；安踏4.35；耐克3.8；阿迪4.6；较3月改善。

### 2. 五一销售数据：较21同期恢复增长

- **销售流水同比2022年：**李宁35%；安踏31%；耐克45%；阿迪21%
- **销售流水同比2021年：**李宁3%；安踏5%；耐克22%；阿迪10%
- **折扣：**李宁75折，同比2021年下滑9%；安踏69折，同比2021年下滑4.3%；耐克88折，与2021年持平；阿迪83折，同比2021年下滑2%；

- **总体观点：**流水修复持续向好，预计23年净利润27.5亿元，对应23年PE为12X。
- **23Q1业绩：**收入56.82 亿元/yoy+9.02%、归母净利 8.03 亿元/yoy+11.07%。
- **近期流水：**单4月收入同比增长40-50%、较21年同期增长超过10%，五一期间大致相同。
- **23年展望：**
  - **主品牌：**基于修复逻辑高增长，23年计划净开200家门店，23Q1已经净开100多家。
  - **职业装及其他品牌：**职业装平稳增长，四个子品牌总体盈亏平衡或盈利。①英氏：实现盈利；②OVV：23年盈亏平衡或微盈利；③男生女生：减亏；④优选：减亏，提高单店坪效。
- **中长期增长驱动：**主品牌开店+店效、子品牌减亏、电商高增长、运动赛道代理
  - **主品牌：**稳健可持续增长。**1) 线下：**开店+店效提升，**开店：**计划未来5年新开1000家购物中心门店、保持每年新开200家的速度。**店效：**产品结构+产品品质+店员考核，外部环境有利于龙头市场份额提升。**2) 线上：**未来3-5年电商GMV突破100亿元，目前30亿+（占比16%），对应CAGR30%+。
- **分红：**22年分红比例为86%，近年预计维持较高分红水平。

- **总体观点：**23年以来表现超预期，预计23年净利润10-11亿元，对应PE为18X。
- **23Q1业绩：**23Q1收入30.02亿元/yoy-9.29%、归母净利润3.11亿元/yoy+48.85%。
- **近期流水：**4月全渠道同比+11%、较21年同期增小个位数，其中巴拉+33%/森马+10%、线上+9.7%/线下+32.5%。
- **23年展望：**恢复净开店（200-300家），利润率改善（存货结构改善、全域融合），下半年好于上半年。
- **长期增长驱动：**
  - **森马：**自身业务改进（产品力提升），对外合作，海外业务。
  - **巴拉：**1) 迷你巴拉10亿元线上GMV、开始线下开店；马卡乐600-700家店，GMV超5亿元；均贡献利润（占比1/15），2) 对外合作品牌，补充运动赛道增长；3) 海外业务，22年61家海外店铺，零售规模1.5亿元。
- **分红：**分红比例80%以上,未来保持高分红。

- **总体观点：**流水增速好于同行，预计23年净利润8.9亿元/yoy+18.5%，对应PE为8X，估值较低。
- **近期流水：**23Q1大装/童装/电商流水分别+10%/+20%/+30%+。4月流水增35%+，其中线下/电商/儿童分别增40%/持平/增60%。
- **增长驱动：三个市场、四个板块，营收长期看15-20%增长，利润率提升**
  - **线下：**大装5500门店+童装2200门店，大装量价驱动双位数增长，童装保持20%+增长。
  - **线上：**22年占比24%，独立团队、独立产品，保持30%+增速。收购剩余股权（剩余18%）、提升上市公司利润率。
  - **海外：**共1192个销售网点（19年3000多个），在美国、欧洲、一带一路国家分别有180+、600+、400+个销售网络，21年调整完成，22年开始盈利，现阶段追求盈利。
- **其他：**21年6月公司还清美金债，22年9月进入深港通、23年3月进入沪港通。

- **总体观点：**股权激励提振信心，逆势开店释放业绩，预计23年业绩介于21-22年之间，净利润3亿元，对应PE为17X。
- **23Q1：**营收6.66亿元/yoy+5.99%、归母净利4728万元/yoy+0.39%（海外业务+22年底退货拖累业绩）。
- **近期流水：**1) **低基数下同比高增：**4月歌力思直营+40%，self-portrait和IRO翻番以上，Laurel+60%，Ed Hardy直营+30~40%。2) **较21年：**歌力思品牌+双位数，Laurel和IRO两个品牌+50~60%，self-portrait翻番以上，Ed Hardy+双位数。
- **增长驱动：**线下开店+店效提升，利润率提升。长期看规模效应释放业绩，线上占比有望继续提升。
  - **开店：**三个国际品牌portrait、IRO、LAUREL本身门店数量较少，开店效率较高，延续新开10-20家速度；歌力思主品牌相对成熟，挖掘空白市场，保持净开。ED Hardy 近几年品牌底部调整，门店数量预计保持稳定。
  - **店效：**整体距19年有差距，努力回到21年水平。self-portrait店效非常高，新开店千万元店效，保持平稳或略有增长；IRO店效500万元左右，预计较21年提升；Laurel店效500万元、预计同比持平略升；歌力思品牌21年店效600-700万元，比19年略低，也是历史较好水平，23年预计低于该水平，但较22年明显提升。
  - **线上：**多品牌差异化平台发展，占比从19年5%提升到22年15%，23年预计短期下降，未来3-5年升至15-20%。预计各品牌线上差异化发力，歌力思唯品会占比超越天猫，SP、LAUREL和IRO以天猫为主，ED hardy抖音更好。
- **股权激励：**针对23年和24年分别制定了3亿元和4亿元的净利润目标。

- **总体观点：**业绩复苏优于预期，加盟开店、盈利修复，预计23年净利润2.6亿元（超过21年），对应PE为16X。
- **23Q1：**营收 11.67 亿元/yoy+8.05%、归母净利 1.03 亿元/yoy+149.32%，达历史最高水平。
- **4月流水：**1) 同比22年：TW+27%、维格娜丝+20%。2) 较21年：TW+7%、维格娜丝+10%。
- **增长驱动：**直营店效修复、放开加盟开店，加速三四线下沉市场。
  - **销售质量提升：**控制折扣，提升店效。
  - **开店：**23年加盟开店10%，规划3年内加盟店铺占比达50%。
  - **新零售销售：**线下销售中约10%是新零售销售，如店铺直播。
- **债务情况：**招商银行10.5亿元，利率6.5%；杭州金投目前还有1亿元，利率9.2%，5/15把1亿元换成4%利息。



- **总体：**23年收入21亿元（线下16亿+线上5亿）、净利2.8亿元（翻倍以上），PE17X。
- **五大自主女装品牌**，分为四个梯队，第一梯队主品牌卓雅，第二梯队是恩曼琳和卡洛琳，第三梯队是艾薇和卓雅weekend，第四梯队是电商和奥莱。22年门店506家（直营421+经销85家）
- **4月流水：**全渠道同比+40%，较21年增个位数。
- **增长驱动：后续推出24-26年股权激励业绩目标，预期20%复合增长。**
  - 开店：23年开店60-80家，3年开店至1000家。
  - 店效：卓雅550万元，其他品牌200-300万元。
  - 线上：23年+15%，长期20%增长。
- **数字化：**公司与腾讯合作，在腾讯智慧零售进行数据导入，数字化能为精准营销更好赋能，在客户拓新以及个人消费提升方面产生促进，提高店效。

- **总体观点：**与君智合作进行品牌高端化转型，爆款单品打造、盈利能力提升等方面表现较好，关注后续转型成效进一步释放&费用投放情况。
- **战略目标：**将红豆品牌男装的价值感由大众赛道（如海澜）提升至经典男装（如利郎），同时定位舒适领域、中国整体空间约3500亿，未来上升空间较大。
- **目前转型成效：**22年以来爆款单品0感衬衫销售突破33万件，盈利能力方面毛利率提升约10pct，但同时费用率大幅提升拖累净利润。
- **近期流水：**五一期间线下收入同比增长53%，单店店效同比增长60%，客单价同比增长33%，较21年同期收入基本持平，其中门店数量净减少、店效实现单位数增长。
- **23年发展规划：**以江苏为中心进行全国门店扩张，爆款单品引领全盘增长。
  - **开店指引：**22年预计新开店300家以上、净开店250家。
  - **爆款单品：**持续打造爆款单品，除0感衬衫外，扩展加1裤、精领Polo、魔力T等产品。
- **长期规划：门店数量、店效大幅提升。重点：**①10年内门店数量增加5倍。②门店店效由150万元提升至400万元。③线上占比维持30%，10年内达100亿元。④净利润提升至30亿元。

## 家纺-水星家纺：线下线上持续推进，23年业绩有望超21年

- **总体观点：线下加盟持续拓店，线上稳定增长，23年收入利润或超21年，预计23年净利润3.6-4.0亿元，目前市值对应PE 10-11倍。**
- **近期流水：逐月恢复，趋势向好。**1、2月份受春节的影响经营情况略差于去年同期，3月增速回暖，Q1经营水平基本持平。4、5月增速进一步提升，其中还婚庆板块修复较为明显，预计下半年恢复更好。
- **库存情况：目前处于较为正常水平。**加盟商层面拿货恢复正常，库存并不高，存货也在历史较为合理水平。
- **23年展望：目标为收入增长10%、规模超21年，毛利率持续提升、费用投放相对谨慎、净利率目标恢复至21年水平。**
- **线下：扩大招商规模、推进加盟拓店，直营渠道重店效提升。**推进加盟开店扩张，目前在全国一共2100家左右店铺，其中直营占比10%、加盟占比90%，23年以来婚庆需求较好、经销开店比较积极、预计净开店200家左右，近期订货会较为符合公司预期，经销商信心持续修复；直营强调精细化运营提升店效，门店数预计不变。
- **线上：23年预计收入增速10%，持续提升毛利率及品牌力。**打法上坚持品牌调性、提高客单价，由于基数原因，23年收入增速或为中单位数至低双位数增长，其中抖音等新兴平台增速较好、22年增速超100%、23年预计增速达50%。

- **总体：**4月订单降幅收窄、业绩环比有望持续改善，预计23年前低后高，预计23年净利5.4亿元，PE18X。
- **23Q1：**营收6.97亿元/yoy-3.60%、归母净利5365万元/yoy-17.74%。
- **持续推进智能制造+国际化战略，一定程度抵御外部环境波动，23Q1在上游同行中业绩表现相对领先。**
  - 近年来持续在智能制造和国际化战略方面的布局，公司品牌客户认可度持续提升、尤其是国际客户得到有效拓展，当前穿透至终端国际客户贡献收入占比达到60%-70%。
  - 22年下半年以来海外经济降温、部分服装箱包品牌进入去库周期，对国内上游供应商订单普遍形成影响。公司面对外部环境波动保持了相对稳健的业绩，在上游同行中表现靠前，体现公司智能制造和国际化战略下综合竞争力增强，行业地位、品牌影响力发展向好。
  - 从结构上，我们判断23Q1公司国际客户贡献好于国内客户、拉链收入增速因基数较高略低于钮扣。
  - 进入4月，公司订单降幅持续收窄，维持对公司23全年业绩前低后高特征的判断。
- **推进国际化布局，销售投入增加：**23Q1销售费用率同比+1.6pct至9.8%，短期费用投入的增多对公司业务扩张而言是一个积极信号、期待中长期业绩持续稳健增长。

- **总体观点：**目前需求仍承压，下半年有望好转。公司锦纶66及再生新产能建设如期进行、23年预计新项目盈亏平衡。
- **23年以来经营情况：**差异化锦纶长丝贡献主要盈利，景气度看长丝 > 面料 > 坯布。①**锦纶长丝**，常规产品：Q1降价策略下销量同增20-30%、价格同降10%左右、整体约实现盈亏平衡，较22Q4亏损情况环比有所改善、但同比仍承压。差异化产品（66、再生）：订单、盈利能力符合预期，较为稳定。②**坯布**，Q1仍亏损，产能利用率接近100%、产销率约110%，降价消化部分春节库存、但价格未明显回暖。③**面料**，Q1订单承压、出现亏损，主因23Q1的订单为22Q4承接，预计后续将会呈现回暖。
- **淮安锦纶66及再生项目进展：**项目整体进展符合预期，23年目标为盈亏平衡，24年或贡献主要业绩增量。锦纶66淮安23年4月底已经试车成功，23年新增产量约几千吨；再生锦纶约23Q3末投产，23年增量有限（1-3k吨），预计24H1全部安装完毕。
- **23年后续展望：**需求边际回暖，但Q2高基数增速或不及Q1，下半年有望大幅回暖。
- **1) 锦纶长丝：**①**常规锦纶6**，产能利用率维持满负荷运作，4月以来进行一轮提价，盈利能力有望回升。②**锦纶66**，23年销售目标约1.7万吨左右，产品单吨价格由5万+元回落至低于5万元，单吨净利预计维持1万+元/吨。③**再生锦纶**，目前单月400-500吨左右，需求较为旺盛，单吨净利预计维持1万+元/吨。
- **2) 坯布及面料：**坯布经营情况仍承压，去库存致量有所增长、但价仍承压；面料Q1接单情况较好，后续有望逐季回暖。

- **总体观点：传统主业积累深厚、发展稳健，新材料超高分子聚乙烯项目进展顺利。**
- **新材料业务布局进展：**22年超高分子聚乙烯新材料一期项目（产能600吨）11月满产满销，产量278吨、贡献2000万营收、200万净利、毛利率30%+、净利率10%；23Q1产量160吨、贡献1200万元营收、230万净利，毛利率35%+、净利率18%+，利润率持续提升。
- **传统业务AIGC相关布局：**1) 精纺领域的智能化工厂。2) 服装工厂满足客户个性化定制化需求。3) 智能仓储。4) 虚拟试衣。
- **23年业绩指引&后续展望：关注超高分子聚乙烯二期项目投产情况。**
  - **1) 新材料业务：①超高分子聚乙烯，**二期项目产能3000吨，投产时间提前至5月底投产1-2条线、8月底实现10条产线全部投产（原计划8月开始投产），目前在手订单充足，8月1200吨下游无纬布产能亦有望释放。23年逐渐提升高端产品占比，均价或有所提升，产量约1.5k-1.6k吨，预计贡献1.5-1.6亿左右收入，利润贡献约2000万元。由于产能爬坡，预计毛利率23年为25-30%，展望未来3600吨满产满销后预计可以实现净利润1.5亿，通过延长工时等方式产能或扩张至4500吨。②**尼龙66**，目前已经处于土建阶段，预计24年投产，主要用于工业帘子布，裕龙石化布局切片后，公司主要做下游延伸。
  - **2) 传统羊毛精纺/服装业务：**未来几年预计净利保持近15-20%增速。精纺业务目前接近满产状态，受限于产能，预计收入端增速较低，但羊毛原材料价格提升+产品结构提升带来盈利能力提升。服装业务目前中标情况较好，预计未来2-3年增长势头向上。

- **总体观点：2B业务较为稳健，国内2C业务恢复较好。**
- **2B端：**23Q1增速30%，其中箱包代工增速为低双位数、较22Q4环比大幅改善，剩余为承接服装代工订单贡献，目前投资的服装代工企业上海嘉乐已实现盈亏平衡。
- **2C端：**22年底海外渠道调整进入尾声，待消化库存较少。国内渠道发展势头较好，90分Q1同增50%左右，小米略弱于90分。海外货品处理收入减少+国内渠道毛利率提升，整体盈利能力明显提升，4月份已实现扭亏为盈。
- **23年后续展望：关注2B端客户订单变动，2C端及嘉乐投资收益有望扭亏为盈。**
- **1) 2B端：全年整体增速指引双位数，箱包代工预期较为谨慎，上海嘉乐（服装代工）有望实现较好增长。**①**箱包代工**，22Q4受到下游客户去库影响，表现较差，23Q1客户下单恢复至正常水平，公司认为5、6月海外品牌客户或处于去库收尾阶段，但受制于外需影响订单增长预期保持谨慎。全年看预计中单位数增长，由于基数不同，预计Q1、Q4增速较好，Q2、Q3有一定压力。毛利率预计稳中略升。24年需求环境好转后+巴黎奥运会催化或增速较高。②**服装代工**，老客户优衣库订单增长+欧美&日系新客户拓展，上海嘉乐收入预计23年同增30%，23年全年预计扭亏为盈、贡献正投资收益（22年投资收益-4000万）。
- **2) 2C端：海外渠道收缩到位，国内大幅增长，全年预计收入实现正增、利润扭亏为盈。**22Q2起主动收缩海外渠道，目前待消化海外库存较少，国内疫情放开后出行恢复，预计全年收入增速40-50%，收入端由于海外基数原因、预计23年整体正增，利润扭亏为盈（22年亏损约几千万）。

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>