

# 出口在左，品牌在右，高股息率

## ——纺织服装行业2023年中期策略

行业评级：看好

2023年6月13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  
研究助理：李陈佳  
lichenjia@stocke.com.cn

# 摘要

## 一、品牌服饰行业：内需消费短期震荡，当下板块高股息率优势凸显

- **1-4月社零逐渐提速，5月开始预计进入震荡期，但9月又将进入低基数阶段：**从社零增速来看，服装鞋帽针纺织品1-4月累计同比增速达到13.4%，其中1-2月+5.4%，3月+17.7%，4月+32.4%，在22年低基数效应下逐月提速。虽然5、6月由于基数原因，表观增速预计较4月有所下降，但进入9-12月，板块有望再次进入零售逐月加速阶段
- **品牌服饰板块Q1利润端充满惊喜，高增有望延续至Q2：**Q1多数标的在：1) 部分标的报表收入含12月影响；2) 行业仍在清理库存中，零售折扣未完全恢复的背景下仍有亮丽业绩表现，在此基础上，Q2由于基数下降、行业整体收入增速较Q1有望进一步加速，叠加折扣改善、低效门店关闭带来的效果持续，Q2利润增速较Q1有望更为亮丽
- **纺服低估值属性依旧突出，短期回调后港股龙头及A股基本面优异标的具备优势：**横向比较来看，纺服板块整体的低估值属性在消费行业中依旧明显，23PE仅14X。个股来看，5月中旬开始由于零售增速波动，板块行情震荡较为明显，但可以观察到：1) 港股龙头当前大部分市值在底部；2) A股中长期成长路径清晰、或年内业绩弹性显著的标的相较最大市值回调幅度相对年内涨幅并不明显，如比音勒芬、报喜鸟、海澜之家、太平鸟、歌力思、九牧王等，建议关注锦泓集团；考虑当前估值水平，以及8月开始中报披露+9-12月的社零低基数刺激，我们仍看好下半年强基本面标的的行情表现
- **标的推荐：**
  - **1) 运动时尚赛道：**年初至今领涨板块的运动时尚赛道龙头比音勒芬、报喜鸟当前估值分别为20/14X，考虑开店加速逻辑主要在下半年验证，叠加作为运动时尚赛道的中小品牌仍在快速成长期，估值仍具备上行空间，继续作为当下首推板块
  - **2) 高股息率主线在消费数据波动背景下值得重视：**典型为富安娜（23年PE 12X，股息率7.4%）、海澜之家（23年PE 10X，股息率6.6%）、水星家纺（23年PE 10X，股息率4.9%）、罗莱生活（23年PE 13X，股息率5.4%）、地素时尚（23年12X，股息率4.7%）
  - **3) 港股功能性龙头：**港股近期估值处于底部，安踏体育（23年22X）、李宁（23年22X）、特步国际（23年17X）估值具备吸引力；同时从高股息率角度，波司登（23/24财年13/11X，股息率5.6%），滔搏（23年PE 16X，股息率6.4%）值得关注
  - **4) 高业绩弹性标的：**典型如男装板块中的九牧王（23年22X，效仿波司登打造男裤品类龙头形象，收入增长摊薄费用，盈利能力修复）、太平鸟（23年16X，董事长亲自操刀组织架构改革+零售折扣大幅收窄+加盟占比提升带动利润弹性），建议关注锦泓集团（23年15X，折扣收窄+积极拓展加盟渠道+利息负担进一步降低）

## 二、纺织制造行业：外需前景逐渐明朗，出口链左侧布局机会值得重视

- **外需1-5月承压：**1-5月中国纺织品/服装/鞋类出口额同比-9.4%/-1.1%/-0.8%；1-5月越南纱线/纺织品/鞋类累计出口额同比-28.8%/-17.8%/-13.3%，低落来自22年7月开始海外品牌集体清库存带来的主动减少采购
- **海外清库存持续近1年，渠道压力截至23年4月已有显著减轻：**从美国零售/批发渠道库存来看，22年7月达到巅峰，此后各品牌开始清库存，虽然目前从美国社会整体服装库存增速与终端零售增速仍未完全匹配，但差距在持续缩小，渠道库存压力在减轻，从最新公开数据（2023年4月数据）来看，存货同比增长仅有9%
- **海外品牌龙头库销比走向正常：**从品牌商披露的季度报表来看，圣诞季后大部分公司实现了库存环比下降，从近期披露的3-4月季报数据来看，各龙头单季度收入同比增速和库存同比增速的匹配度显著提升，库存逐渐回归正常周转水平，6/1 Lululemon最新季报上调全年预期并认为库存下半年将于销售匹配，传递龙头信心。
- **当前出口链左侧布局机会值得重视：**
  - 华利为代表的海外出口需求为主的制造龙头估值大部分在历史偏低水位，随着海外客户清库存进入尾声，订单前景的环比明朗化有望让市场重拾投资信心，当前建议关注出口链左侧机会
  - 首推新澳股份（23年9.3X）；同时根据各自订单修复情况关注申洲国际（23年19X）、华利集团（23年19X）、伟星股份（23年18X）、台华新材（23年16X）
  - 同时在棉价上行背景下，可关注天虹国际集团、百隆东方、华孚时尚等高股息率棉纺纱线龙头

## □ 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 **品牌服饰行业：内需消费短期震荡，仍看好下半年强基本面标的表现**
- 02 **品牌服饰重点标的**
- 03 **纺织制造行业：外需前景逐渐明朗，出口链左侧布局机会值得重视**
- 04 **纺织制造重点标的**

# 01

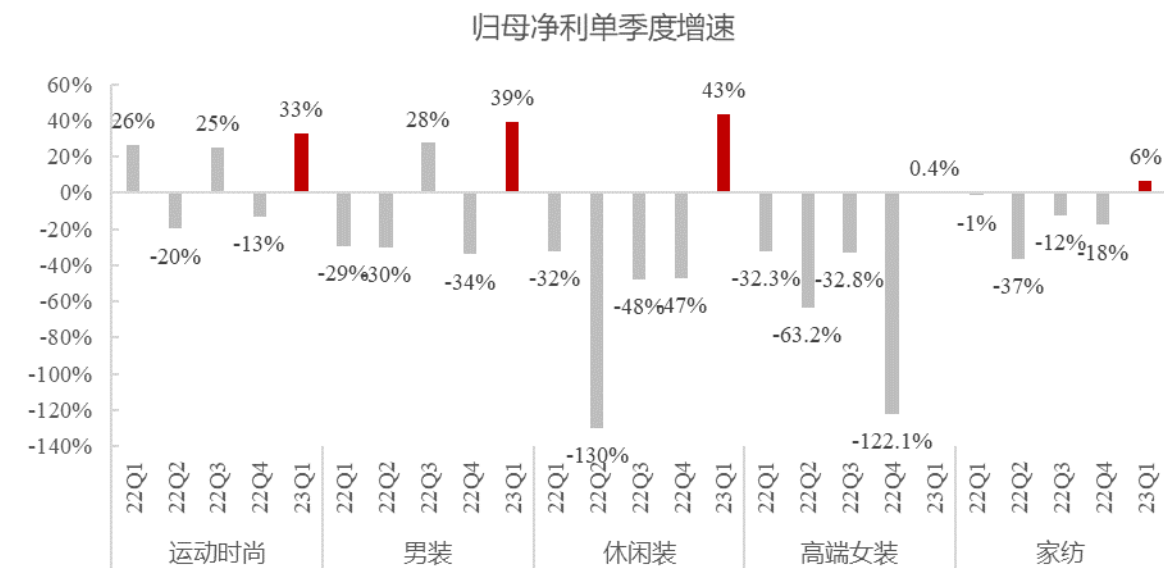
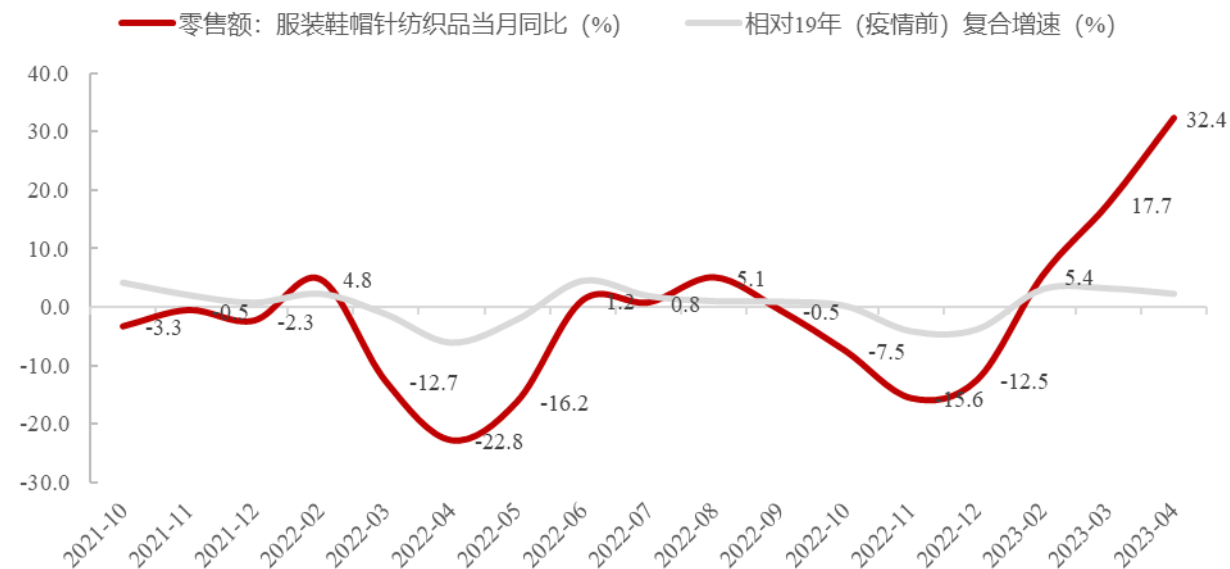
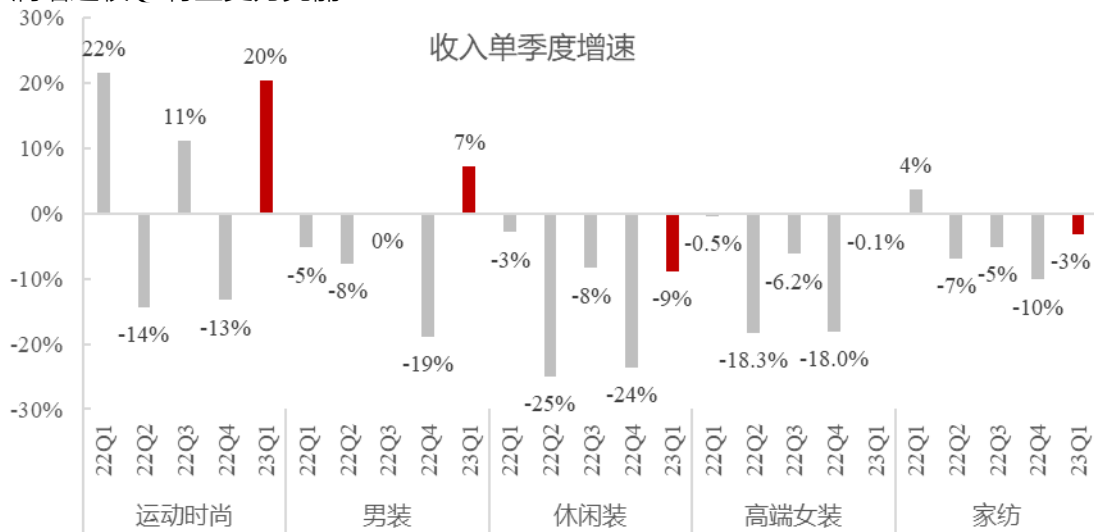
**品牌服饰行业：  
内需消费短期震荡  
仍看好下半年  
强基本面标的表现**

### 1-4月社零逐渐提速，5月开始预计进入振荡期，但9月又将进入低基数阶段：

- 从社零增速来看，服装鞋帽针纺织品1-4月累计同比增速达到13.4%，其中1-2月+5.4%，3月+17.7%，4月+32.4%，在22年低基数效应下逐月提速
- 与疫情前的19年相比，1-2月、3月、4月社零CAGR分别达到3.0%、3.2%、2.2%
- 虽然5、6月由于基数原因，表观增速预计较4月有所下降，但进入9-12月，板块有望再次进入零售逐月加速阶段

### 品牌服饰板块Q1利润端充满惊喜，高增有望延续至Q2：

- Q1来看收入端以运动时尚板块、商务休闲男装板块领跑，同时受益折扣改善及降本增效，23Q1全部子行业都有正向利润修复
- Q1多数标的在：1) 部分标的报表收入含12月影响；2) 行业仍在清理库存中，零售折扣未完全恢复的背景下仍有亮丽业绩表现，在此基础上，Q2由于基数下降、行业整体收入增速较Q1有望进一步加速，叠加折扣改善、低效门店关闭带来的效果持续，Q2利润增速较Q1有望更为亮丽

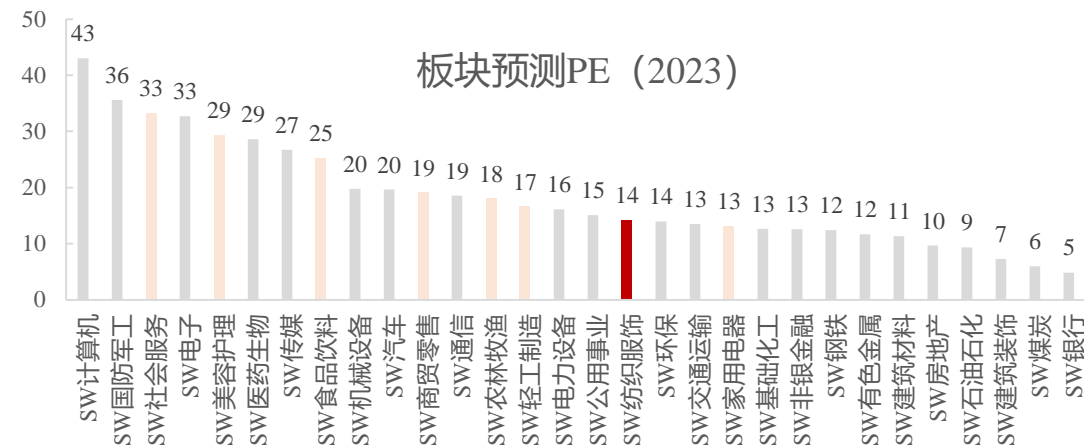


数据来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

注：此处运动时尚包含比音勒芬、报喜鸟；男装包含海澜之家、九牧王、七匹狼；休闲装包含森马服饰、太平鸟、锦泓集团；高端女装包含地素时尚、歌力思、欣贺股份；家纺包含罗莱生活、富安娜、水星家纺

### □ 纺服低估值属性依旧突出，短期回调后港股龙头及A股基本面优异标的具备优势

- 横向比较来看，纺服板块整体的低估值属性在消费行业中依旧明显，23PE仅14X
- 个股来看，5月中旬开始由于零售增速波动，板块行情震荡较为明显，但可以观察到：1) 港股龙头当前大部分市值在底部；2) A股中长期成长路径清晰、或年内业绩弹性显著的标的“相较最大市值回调幅度”相对“年内涨幅”并不明显，如比音勒芬、报喜鸟、海澜之家、锦泓集团、太平鸟、歌力思、九牧王等；
- 考虑当前估值水平，以及8月开始中报披露+9-12月的社零低基数刺激，我们仍看好下半年强基本面标的的行情表现



表：主要标的23年行情表现情况

分类	代码	标的	当前市值 (亿元)	当前PE (2023)	23年 最大市值 (亿元)	最大市值 出现时间	最大市值 对应PE	23年 最小市值 (亿元)	最小市值 出现时间	最小市值 对应PE	当前市值相对最 大市值空间	当前市值相对最 小市值空间
港股运动	2020.HK	安踏体育	2,184	23.1	2797	2023/1/20	29.6	2018	2023/6/1	21.3	28%	8%
	2331.HK	李宁	1,113	22.7	1764	2023/1/30	36.0	995	2023/6/1	20.3	59%	12%
	1368.HK	特步国际	201	17.4	240	2023/1/20	20.8	182	2023/3/20	15.7	20%	10%
	1361.HK	361度	69	7.6	81	2023/4/28	8.9	59	2023/1/11	6.5	17%	17%
	6110.HK	滔搏	394	16.2	434	2023/1/9	17.9	324	2023/5/25	13.4	10%	22%
	3813.HK	宝胜国际	33	5.6	44	2023/1/20	7.5	30	2023/4/13	5.1	34%	9%
羽绒服	3998.HK	波司登	357	12.7	440	2023/2/23	15.7	320	2023/5/31	11.4	23%	12%
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	189	19.6	210	2023/5/4	21.8	146	2023/1/6	15.2	11%	29%
	002154.SZ	报喜鸟	83	13.6	100	2023/5/5	16.4	61	2023/1/3	10.0	21%	35%
男装	600398.SH	海澜之家	282	10.2	323	2023/5/8	11.7	219	2023/2/10	7.9	15%	29%
	601566.SH	九牧王	66	22.0	80	2023/3/2	26.8	43	2023/1/12	14.3	22%	54%
	002029.SZ	七匹狼	47	19.3	55	2023/5/12	22.2	41	2023/1/12	16.6	15%	16%
休闲	603877.SH	太平鸟	113	16.4	130	2023/5/11	19.0	84	2023/1/11	12.2	16%	34%
	603518.SH	锦泓集团	39	14.6	40	2023/5/12	15.0	23	2023/1/11	8.5	3%	71%
	002563.SZ	森马服饰	169	16.0	188	2023/5/5	17.8	142	2023/1/12	13.4	11%	19%
高端女装	603587.SH	地素时尚	72	11.9	83	2023/2/23	13.8	70	2023/6/1	11.7	16%	2%
	003016.SZ	欣贺股份	45	16.8	59	2023/3/2	22.3	38	2023/1/11	14.3	33%	17%
	603808.SH	歌力思	47	15.5	51	2023/5/15	16.7	34	2023/1/3	11.2	8%	39%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	94	12.9	113	2023/5/5	15.6	91	2023/1/4	12.5	21%	3%
	002327.SZ	富安娜	68	11.2	79	2023/5/12	13.1	59	2023/1/4	9.8	16%	15%
	603365.SH	水星家纺	38	10.3	41	2023/5/12	11.1	35	2023/4/10	9.3	8%	10%

数据来源：Wind一致预期，浙商证券研究所，本表中涉及市值为2023/6/13收盘市值，PE以Wind一致预期归母净利润计算，反映市场预期



# 重点标的估值：当下板块高股息率标的值得重视

- 1) 运动时尚赛道：**年初至今领涨板块的运动时尚赛道龙头比音勒芬、报喜鸟当前估值分别为20/14X，考虑开店加速逻辑主要在下半年验证，叠加作为运动时尚赛道的中小品牌仍在快速成长期，估值仍具备上行空间，继续作为当下首推板块
- 2) 高股息率主线在消费数据波动背景下值得重视：**典型为富安娜（23年PE 12X，股息率7.4%）、海澜之家（23年PE 10X，股息率6.6%）、水星家纺（23年PE 10X，股息率4.9%）、罗莱生活（23年PE 13X，股息率5.4%）、地素时尚（23年12X，股息率4.7%）
- 3) 港股功能性龙头：**港股近期估值处于底部，安踏体育（23年22X）、李宁（23年22X）、特步国际（23年17X）估值具备吸引力；同时从高股息率角度，波司登（23/24财年13/11X，股息率5.6%），滔搏（23年PE 16X，股息率6.4%）值得关注
- 4) 高业绩弹性标的：**典型如男装板块中的九牧王（23年22X，效仿波司登打造男裤品类龙头形象，收入增长摊薄费用，盈利能力修复）、太平鸟（23年16X，董事长亲自操刀组织架构改革+零售折扣大幅收窄+加盟占比提升带动利润弹性），建议关注锦泓集团（23年15X，折扣收窄+积极拓展加盟渠道+利息负担进一步降低）

表：品牌服饰重点标的估值表

子版块	股票代码	上市公司	市值(亿元)	收入(亿元)			收入YOY			归母净利润(亿元)				归母净利润YOY			PE		22年现金分红比例	估算股息率
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2024E		
运动服饰	2020.HK	安踏体育	2,184	536.5	631.1	721.5	8.8%	17.6%	14.3%	77.2	75.9	97.3	115.2	-1.7%	28.2%	18.4%	22.4	19.0	44%	2.0%
	2331.HK	李宁	1,113	258.0	300.3	349.6	14.3%	16.4%	16.4%	40.1	40.6	50.1	60.2	1.3%	23.2%	20.3%	22.2	18.5	29%	1.3%
	1368.HK	特步国际	200.9	129.3	151.3	175.3	29.1%	17.0%	15.9%	9.1	9.2	11.9	14.6	1.5%	28.7%	22.9%	16.9	13.8	51%	3.0%
	1361.HK	361度	69.1	69.6	82.2	95.0	17.3%	18.1%	15.6%	6.0	7.5	9.1	10.9	24.2%	22.1%	19.5%	7.6	6.3	0%	0.0%
	6110.HK	滔搏*	393.9	318.8	314.4	356.4	-11.5%	-1.4%	13.4%	27.7	24.5	24.3	28.3	-11.7%	-0.9%	16.8%	16.2	13.9	103%	6.4%
	3813.HK	宝胜国际*	32.6	186.4	214.8	239.0	-20.2%	15.3%	11.3%	3.6	0.9	5.8	8.2	-75.0%	554.4%	40.0%	5.6	4.0	0.0%	0.0%
羽绒服	3998.HK	波司登	357.2	177.3	204.4	234.7	31.2%	15.3%	14.8%	17.1	23.0	27.6	32.6	34.5%	20.1%	18.2%	12.9	10.9	72.2%	5.6%
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	188.7	28.8	36.1	44.0	6.1%	25.2%	21.9%	6.2	7.3	9.7	12.1	16.5%	33.3%	24.3%	19.5	15.7	23.5%	0.9%
	002154.SZ	报喜鸟	82.7	43.1	50.5	58.9	-3.1%	17.0%	16.6%	4.6	4.6	6.1	7.3	-1.2%	33.2%	19.0%	13.5	11.4	63.6%	3.5%
户外	603908.SH	牧高笛	30.4	14.4	18.4	23.7	55.5%	28.2%	28.5%	0.8	1.4	1.8	2.5	78.9%	30.8%	33.7%	16.5	12.3	56.9%	2.6%
防疫	300888.SZ	稳健医疗*	255.8	113.5	117.6	133.8	41.2%	3.6%	13.7%	12.4	16.5	17.3	19.8	33.2%	4.9%	14.6%	14.8	12.9	49.1%	4.4%
休闲	002563.SZ	森马服饰	169.5	133.3	149.6	165.8	-13.5%	12.2%	10.8%	14.9	6.4	9.7	11.2	-57.1%	52.3%	15.4%	17.5	15.1	84.6%	3.2%
	603877.SH	太平鸟	112.8	86.0	96.6	107.9	-21.2%	12.2%	11.7%	6.8	1.8	7.2	8.2	-72.7%	289.8%	13.5%	15.7	13.8	38.7%	0.6%
	603518.SH	锦泓集团*	39.1	39.0	44.4	50.5	-9.8%	14.0%	13.6%	2.2	0.7	2.7	3.5	-68.1%	273.6%	32.9%	14.6	11.0	48.6%	0.9%
男装	600398.SH	海澜之家	281.6	185.6	216.1	238.3	-8.1%	16.4%	10.3%	24.9	21.6	27.2	30.2	-13.5%	26.1%	11.2%	10.4	9.3	86.2%	6.6%
	601566.SH	九牧王	65.5	26.2	30.4	34.8	-14.1%	16.2%	14.4%	1.9	-0.9	3.0	4.0	-148.0%	扭亏	34.9%	22.1	16.3	利润为负	0.9%
	002029.SZ	七匹狼*	47.5	32.3	35.7	39.3	-8.1%	10.7%	9.9%	2.3	1.5	2.5	3.2	-34.8%	63.3%	29.5%	19.3	14.9	0.0%	0.0%
	1234.HK	中国利郎*	46.2	30.9	34.3	37.8	-8.7%	11.1%	10.3%	4.7	4.5	5.3	5.9	-4.3%	17.9%	11.6%	8.7	7.8	76.4%	8.7%
高端女装	603587.SH	地素时尚	71.6	24.0	27.3	30.3	-17.2%	13.6%	11.2%	6.9	3.8	6.0	7.0	-44.2%	56.3%	15.6%	11.9	10.3	87.6%	4.7%
	301088.SZ	戎美股份*	41.3	9.5	11.6	14.1	8.8%	21.8%	21.7%	1.6	1.7	2.1	2.6	2.7%	25.2%	24.4%	19.8	15.9	50.0%	2.0%
	603808.SH	歌力思*	46.9	23.9	28.5	33.2	1.4%	19.0%	16.6%	3.0	0.2	3.0	4.0	-93.3%	1380.7%	31.7%	15.5	11.8	30.7%	0.1%
	003016.SZ	欣贺股份*	44.6	17.4	21.0	24.2	-17.1%	20.2%	15.3%	2.9	1.3	2.7	3.3	-55.0%	106.2%	22.6%	16.8	13.7	100.3%	2.9%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	93.6	53.1	57.9	63.8	-7.7%	8.9%	10.2%	7.1	5.7	7.1	8.1	-19.6%	24.4%	13.0%	13.1	11.6	87.9%	5.4%
	002327.SZ	富安娜	67.6	30.8	33.4	37.2	-3.1%	8.4%	11.3%	5.5	5.3	5.8	6.5	-2.2%	9.3%	11.6%	11.6	10.4	93.2%	7.4%
	603365.SH	水星家纺	38.3	36.6	40.3	44.8	-3.6%	10.0%	11.1%	3.9	2.8	3.7	4.2	-27.9%	34.0%	12.4%	10.3	9.1	67.1%	4.9%

注：带\*为Wind一致预期，其余为浙商证券研究所预测，按照2023年6月13日收盘市值，其中波司登财年为3/31结束，其“2022”列代表2023/3/31财年业绩



# 02

## 品牌服饰重点标的

### 运动龙头：零售增速逐季改善趋势确立

- 从23Q1情况来看，各运动龙头流水增速回正，并伴有积极去库存带来的库销比改善：其中安踏、李宁由于22Q1同期冬奥会高基数原因，增速略慢于渠道更下沉的特步、361°，而DESCENTE、KOLON等新锐户外龙头在Q1展现爆发性增速
- 4月起预计零售增长提速同时运营质量持续改善：考虑22Q2起上海、深圳等地特殊情况带来的低基数，23年4月开始全行业增速环比向上，与此同时由于库销比的改善、新品折扣的相对稳定，预计将带来全渠道折扣的环比及同比收窄，收入增长同时毛利率回升
- 各龙头增长点明确：1) 安踏体育：增长点在于安踏品牌新总裁徐阳上任后预计带来的新产品和营销亮点、FILA品牌恢复正常增长、DESCENTE等户外品牌的高增；2) 李宁：在于飞电、超轻、赤兔为代表的大单品出圈，以及零售折扣率修复、渠道效率提升带动的利润率提升；3) 特步国际：在于160X为代表的明星跑鞋持续打开品牌知名度，抢占2-4线市场份额；4) 361°：高性价比产品+稳扎稳打的运营带来的稳健增长

表：运动服饰主要标的估值表

股票代码	上市公司	市值(亿元)	收入(亿元)				收入YOY				归母净利(亿元)				归母净利YOY				PE		
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
2020.HK	安踏体育	2,184	536.5	631.1	721.5	820.9	8.8%	17.6%	14.3%	13.8%	75.9	97.3	115.2	134.1	-1.7%	28.2%	18.4%	16.4%	22.4	19.0	16.3
2331.HK	李宁	1,113	258.0	300.3	349.6	406.4	14.3%	16.4%	16.4%	16.2%	40.6	50.1	60.2	70.4	1.3%	23.2%	20.3%	16.9%	22.2	18.5	15.8
1368.HK	特步国际	200.9	129.3	151.3	175.3	202.0	29.1%	17.0%	15.9%	15.2%	9.2	11.9	14.6	17.6	1.5%	28.7%	22.9%	20.7%	16.9	13.8	11.4
1361.HK	361度	69.1	69.6	82.2	95.0	109.1	17.3%	18.1%	15.6%	14.8%	7.5	9.1	10.9	13.0	24.2%	22.1%	19.5%	18.9%	7.6	6.3	5.3

数据来源：浙商证券研究所预测，按照2023年6月9日收盘市值

表：本土运动龙头季度流水增长表现

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
安踏体育零售增长					
安踏主品牌	10%-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下滑	中单位数
FILA品牌	中单位数	高单位数下滑	低双位数增长	10%-20%低段下滑	高单位数
其他品牌	40%-45%	20%-25%	40%-45%	10%-20%低段	75%-80%
李宁大货(不包括李宁YOUNG)零售增长					
全平台	20%-30%高段	高单位数下降	10%-20%中段	10%-20%低段下降	中单位数增长
线下(零售+批发)	20%-30%中段	高单位数下降	10%-20%中段	10%-20%高段下降	高单位数增长
直营	30%-40%中段	高单位数下降	20%-30%低段	10%-20%中段下降	10%-20%中段增长
加盟	20%-30%低段	高单位数下降	10%-20%低段	20%-30%低段下降	中单位数增长
电商	30%-40%中段	中单位数增长	20%-30%中段	中单位数增长	10%-20%低段下降
特步主品牌零售增长					
零售销售增长	30%-35%	中双位数	20%-25%	高单位数下降	约20%
零售折扣水平	7.5折	7.0-7.5折	7.0-7.5折	约7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	5个半月	少于5个月
361°零售增长					
361°大货	高双位数	低双位数	中双位数	持平	低双位数
361°童装	20%-25%	20%-25%	20%-25%	低单位数	20%-25%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

- **公司核心亮点：**羽绒服第一龙头，轻薄产品补充SKU矩阵、灵活供应链管理保证库存健康，面对零售环境考验盈利能力依旧稳定
- **23财年复盘：中报亮丽，10-11月暂遇挑战，12-2月随疫后消费修复需求旺盛**
- ✓ **羽绒服业务疫情压力下盈利能力逆势上行：**22年4-9月公司收入61.8亿（+14.1%）人民币，归母净利7.3亿（+15.0%）人民币，其中羽绒服业务收入38.6亿（+10.2%）人民币，毛利率63.6%（+2.2pp），与上财年渠道售罄率高，本年度清货任务轻，新货销售占比高，零售折扣率表现佳有关；营业利润7.95亿（+41.4%）人民币，营业利润率20.6%（+4.6pp），来自门店运营效率提升及有节制的广告营销投入
- ✓ **分品牌看羽绒服业务：波司登主品牌盈利亮眼。**波司登品牌4-9月收入35.3亿（+8.2%），毛利率66.5%（+3.9pp），来自新货销售占比提升；雪中飞品牌收入1.74亿（+29.4%），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，毛利率46.4%（-3.0pp），下降来自促销引流让利；冰洁品牌收入0.37亿（+10.8%），毛利率25.8%（+5.2pp），来自直营收入占比提升
- ✓ **10-11月暂遇挑战，但12月-2月预计增速回升：**由于10-11月线下疫情硬性客流，叠加气温明显高于21年同期，波司登10-11月流水增长遭遇挑战，但进入12月随疫情放开、叠加气温下降流水增速再次向上，考虑到公司灵活的快反体系和领先的市场地位，在严峻消费环境下仍有望保持优秀零售折扣及售罄率表现
- ✓ **中长期规划：**目前处于波司登新三年计划的第二年，公司发力于产品矩阵的持续创新、价位带的完整覆盖（千元以下由雪中飞抢夺市场）、渠道形象及效率进一步提升以及童装市场的发展，以巩固和提升自身市占率水平
- **盈利预测：**预计FY23/24/25净利润23.0/27.6/32.6亿元，增速为11%/20%/18%，对应估值16/13/11X。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	2022H1	2022H2	2023H1
	2020/3/31	2021/3/31	2022/3/31	2021/9/30	2022/3/31	2022/9/30
<b>品牌羽绒服</b>						
收入	9,513	10,899	13,223	3,473	9,750	3,857
YOY	24.2%	14.6%	21.3%	16.2%	23.3%	10.2%
毛利率	59.8%	63.7%	65.7%	61.1%	67.3%	63.6%
营业利润	1,524	2,131	2,348	565	1,783	795
YOY	9.6%	39.9%	10.2%	19.1%	7.6%	41.4%
营业利润率	16.0%	19.6%	17.8%	16.3%	18.2%	20.6%
<b>OEM</b>						
收入	1,611	1,536	1,901	1,428	473	1,895
YOY	17.8%	-4.7%	23.8%	16.2%	54.0%	32.7%
毛利率	18.5%	19.6%	18.6%	19.1%	17.1%	20.4%
营业利润	207	187	216	204	12	316
YOY	41.1%	-9.5%	15.7%	17.5%	-8.6%	54.4%
营业利润率	12.8%	12.2%	11.4%	14.3%	2.5%	16.7%
<b>女装</b>						
收入	983	947	904	416	487	340
YOY	-18.2%	-3.7%	-4.5%	1.0%	-8.8%	-18.3%
毛利率	74.4%	72.6%	72.4%	73.6%	71.4%	66.2%
营业利润	82	113	55	24	30	-37
YOY	-45.5%	38.8%	-51.7%	-40.7%	-58.0%	-251.9%
营业利润率	8.3%	12.0%	6.1%	5.9%	6.2%	-10.9%
<b>多元化</b>						
收入	84	145	186	72	114	88
YOY	-46.2%	72.7%	28.3%	129.4%	116.8%	22.2%
毛利率	-16.4%	0.1%	25.70%	28.2%	24.1%	26.9%
营业利润	34	-50	20	-4	24	-4
YOY	22.6%	-59.7%	11.0%	-5.2%	21.2%	-4.9%
<b>公司合计</b>						
收入	12,191	13,517	16,214	5,390	10,824	6,180
YOY	17.4%	10.9%	20.0%	15.6%	22.2%	14.1%
归母净利润	1,203	1,710	2,062	638	1,424	734
YOY	22.6%	42.1%	20.6%	31.4%	16.4%	15.0%

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	17,728	20,436	23,469
同比（%）	19.95%	9.34%	15.27%	14.84%
归母净利润（百万元）	2,062	2,299	2,761	3,264
同比（%）	20.63%	11.48%	20.08%	18.24%
每股收益（元）	0.19	0.21	0.25	0.30
P/E	17.5	15.7	13.0	11.0

数据来源：公司公告，浙商证券研究所预测，按照2023年6月9日收盘市值

# 02 比音勒芬：高质量增长推动戴维斯双击，奢侈品矩阵振翅起航

## □ 基本面概述：

### □ 23Q1客流恢复带动业绩超预期增长

- 23Q1以来，伴随线下客流逐步恢复，公司单Q1实现收入/归母净利润+33.1%/+41.4%至10.8亿/3.0亿，显著优于同行。
- 毛利率小幅提升0.2pp至75.7%，我们预计主要来自收入中直营占比提升带来的结构性优化相关。期间费用率受经营杠杆效应-2.3pp至40.4%，带动净利率+1.6pp至27.9%。同时，公司当前存货6.5亿，同比-0.1%，环比-12.4%，改善显著。

### □ 主品牌定位精准、产品竞争力突出，渠道拓展动作积极。

- 根据欧睿咨询数据，2021年我国运动时尚服装赛道消费规模达到798亿人民币，未来5年复合增速达到13.3%，是运动相关服装品类中规模最大、增速最快的细分赛道；在行业快速发展同时，比音作为主打中高收入男性消费群体的高端运动时尚品牌，由于设计感、版型、面料都非常贴合目标客群需求，沉淀了一批消费力强、价格敏感度低、品牌忠诚度高的核心客户群体。
- 在渠道拓展上，截至22年底公司渠道总数达到1191家（较年初净增91家），成为疫情期间少数持续逆势开店的龙头，侧面反映了产品和品牌力支撑下的渠道高盈利能力；在主系列蓬勃发展的同时，专业高尔夫系列产品也从2022年开始独立开店，响应更年轻化、专业化的消费场景需求。

### □ 公告收购新品牌打开成长天花板

- 公司于23年4月4日发布对外投资公告，以子公司完成对意大利奢侈品男装品牌CERRUTI1881与英国运动时尚品牌K&C的全球商标权的收购。
- 公司当前拥有高尔夫基因运动时尚品牌比音勒芬及主打度假场景的威尼斯品牌，在此基础上对完成2大百年品牌知识产权收购，领域涉及奢侈品男士正装及英伦运动潮牌，嫁接比音对于中高端服饰市场成熟的市场洞察以及运营能力基础，高端品牌集团振翅起航。

### □ 盈利预测及估值：

- 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，我们预计公司23/24/25年有望实现归母净利润9.7/12.1/14.9亿，对应增速+33.3%/+24.3%/+23.4%，对应PE19X/15X/12X。
- 上市以来，公司持续兑现高质量业绩，收购背景下中长期成长空间有望进一步打开，有望迎来戴维斯双击，维持“买入”评级。

### □ 风险提示：消费者需求变化；拓店不及预期；

表：公司历年收入拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022
<b>公司收入</b>	<b>1,825.52</b>	<b>2,303.33</b>	<b>2,719.99</b>	<b>2,884.84</b>
YOY	23.70%	26.17%	18.09%	6.06%
毛利率	67.78%	73.88%	76.69%	77.40%
门店数量	894	979	1100	1191
<b>直营销售</b>	<b>1,177.90</b>	<b>1,628.79</b>	<b>1,914.08</b>	<b>1,779.94</b>
YOY		38.28%	17.52%	-7.01%
毛利率	71.92%	78.26%	81.11%	82.10%
门店数量	441	486	532	579
<b>加盟销售</b>	<b>631.45</b>	<b>576.28</b>	<b>683.33</b>	<b>936.94</b>
YOY		-8.74%	18.58%	37.11%
毛利率	60.23%	67.69%	68.90%	70.97%
门店数量	453	493	568	612
<b>线上销售</b>	<b>16.16</b>	<b>98.25</b>	<b>122.58</b>	<b>167.96</b>
YOY		508.01%	24.76%	37.02%
毛利率	60.42%	37.59%	50.93%	63.42%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：盈利预测与估值

<b>盈利预测预估值</b>	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,884.84	3,613.44	4,403.73	5,314.05
同比（%）	6.06%	25.26%	21.87%	20.67%
归母净利润（百万元）	727.60	970.10	1205.48	1487.20
同比（%）	16.50%	33.33%	24.26%	23.37%
每股收益（元/股）	1.27	1.70	2.11	2.61
P/E（倍）	25.16	18.87	15.19	12.31

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，选取2023年6月9日收盘市值

### □ 基本面概述

#### □ 23Q1严格控制，盈利能力持续提升

- 23Q1公司归母净利润+24.2%至2.6亿，考虑到公司21Q1/22Q1当期归母净利润增速分别为+177.9%/+13.7%，表现非常亮眼。拆分来看，23Q1毛利率持续+0.3pp至66.1%，我们预计主要与终端严格控制折扣率及直营占比提升带动的结构性优化所致。
- 费用率角度来看，公司23Q1销售费用率/管理费用率同比-3.1pp/-0.3pp至34.8%/7.8%，带动期间费用率-3.2pp。绝对值角度而言，销售费用绝对值/管理费用绝对额同比YOY+2.3%/+3.2%，因此，费用率下降主要来源于收入增长带来的正向经营杠杆作用。

#### □ 双主品牌势能向上，全年渠道拓展有望加速。

- Hazzys卡位优质运动时尚赛道，贡献公司收入1/3及利润1/2，作为新锐品牌店效持续上行，18-21年实现双位数以上CAGR。在22年疫情背景下，依然实现逆势开店。未来伴随哈吉斯大店计划、加速加盟拓展计划推进，有望持续优质增长。
- 报喜鸟自20年底年轻化改革以来，效果显著，首年价量双升，卡位男装消费市场韧性充足。未来产品端持续加码核心品类西服的优化升级，渠道端持续实施大店计划，重点扶持具备发展潜力的加盟商，品牌规模有望持续扩大。
- 截至22年底，公司库存周转天数较21年同比增长27天至268天，2年内存货占比大于80%，依然处于健康可控水位。公司每10股派发现金红利人民币2.00元，高分红属性凸显。

#### □ 盈利预测及估值

- 过去数年尽管有外部因素干扰，公司依旧表现出了明确的向上趋势；我们认为，公司在品牌力、渠道资源、以及供应链资源上的丰厚底蕴值得期待。
- 我们预计23/24/25年公司有望实现归母净利润6.1/7.3/8.6亿，增速为33.3%/18.9%/17.9%，对应当前市值PE为13X/11X/9X，作为高成长、高分红、低估值标的，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示：消费者需求变化；拓店不及预期；

表：公司历年收入拆分（单位：百万元）

按品牌拆分	2019	2020	2021	2022
<b>HAZZYS</b>	1007.03	1232.59	1452.36	1416.39
YOY	15.44%	22.40%	17.83%	-2.48%
收入占比	30.77%	32.54%	32.63%	32.84%
门店数量	392	393	401	417
直营	291	288	301	313
加盟	101	105	100	104
<b>报喜鸟</b>	<b>1472.91</b>	<b>1473.91</b>	<b>1474.91</b>	<b>1475.91</b>
YOY	-1.73%	1.35%	26.26%	-8.41%
收入占比	38.48%	33.70%	36.20%	34.22%
门店数量	797	779	796	804
直营	250	230	229	221
加盟	547	549	567	583
按渠道结构	2019	2020	2021	2022
<b>直营收入</b>	<b>1356.07</b>	<b>1536.60</b>	<b>1757.68</b>	<b>1450.25</b>
占比	41.44%	40.57%	39.49%	33.63%
YOY	0.00%	13.31%	14.39%	-17.49%
<b>加盟收入</b>	<b>661.00</b>	<b>582.91</b>	<b>806.41</b>	<b>770.61</b>
占比	20.20%	15.39%	18.12%	17.87%
YOY	-6.55%	-11.81%	38.34%	-4.44%
<b>团购收入</b>	<b>590.94</b>	<b>801.54</b>	<b>860.98</b>	<b>1007.86</b>
占比	18.06%	21.16%	19.34%	23.37%
YOY	4.64%	35.64%	7.42%	17.06%
<b>电子商务</b>	<b>422.23</b>	<b>601.66</b>	<b>681.09</b>	<b>798.12</b>
占比	35.50%	42.50%	13.20%	17.18%
YOY	35.50%	42.50%	13.20%	17.18%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：盈利预测与估值

盈利预测预估值	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,313	5,048	5,886	6,834
同比（%）	-3.11%	17.04%	16.62%	16.09%
归母净利润（百万元）	459	611	727	857
同比（%）	-1.20%	33.28%	18.88%	17.93%
每股收益（元/股）	0.31	0.42	0.50	0.59
P/E（倍）	17.72	13.29	11.18	9.48

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。选取2023年6月9日收盘市值



# 02 锦泓集团：寒冬已过，股权激励指引下改革成效值得期待

## □ 基本面概述

### □ 23Q1费用控制效果显著，股权激励指引乐观

- 分品牌看：TW/VG收入+8.5%/+4.0%至9.1亿/2.4亿，门店数量-36家/-1家至1186家/206家，毛利率+0.7pp/-1.7pp至69.4%/69.1%。
- 分渠道看：线上/线下收入+26.2%/-1.0%至4.4亿/7.2亿，毛利率-0.3pp/+1.1至64.1%/72.5%。其中，直营/加盟收入-3.1%/+51.2%至6.8/0.4亿，毛利率同比+1.4pp/+2.2pp至73.5%/56.2%。
- 组织架构调整控费增效，线下加速加盟拓展：公司将持续优化调整组织架构和管控模式，加强成本控制，23Q1以来，公司销售期间费用率大幅下降6.7pp至56.5%。同时，线下将加速下沉市场的加盟业务渠道拓展与建设，加速提升下沉市场品牌认知。
- 股权激励计划彰显发展信心：2023年2月24日公司发布第二期员工持股计划，拟授予362.77万股，授予价格为4.36元，授予75人。考核目标A：23/24/25年净利不低于2.07/3.06/4.46亿元（解除限售系数100%）。考核目标B：2023年净利不低于1.77亿元，公司层面解除限售系数60%。

### □ 债务负担减轻有望释放利润

- 截至22年年底，公司长期借款余额/短期借款期末余额分别为10.3亿元/4.9亿元，2022年6月，公司与招商银行签署相关贷款协议，成功完成前期并购贷款的债务置换工作，大幅降低了并购贷款的余额和利率，公司财务成本持续降低，财务结构进一步得到优化，截至22年底，杭金投债务22年末仅剩余2亿。
- 公司21年/22年经营性现金流净额分别为6.3/5.5亿，具备偿完剩余债务重组与部分还债能力。债务置换与债务偿还有望进一步降低公司财务负担，从而释放利润。

### □ 盈利预测及估值：

- 根据wind一致性预期，预计公司23/24/25年收入同比增长14%/14%/13%至44.4/50.5/56.8亿元，归母净利润同比增长274%/33%/21%至2.7/3.5/4.3亿元，对应当前PE分别为14X/11X/9X，建议关注。

- 风险提示：电商平台流量恶性竞争风险；加盟拓展不及预期风险；

表：公司收入拆分（单位：百万元）

按品牌拆分	2021	2022	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023Q1
<b>TEENIEWEENIE</b>	<b>3175.85</b>	<b>3005.38</b>	<b>1438.04</b>	<b>1737.81</b>	<b>1406.51</b>	<b>1598.87</b>	<b>914.81</b>
YOY	37.66%	-5.37%	90.73%	11.90%	-2.19%	-7.99%	8.50%
收入占比	73.44%	77.07%	73.27%	73.58%	76.17%	77.88%	78.37%
门店数量	1212	1222	1105	1212	1252	1222	1186
直营	1077	1075	995	1077	1114	1075	1041
加盟	135	147	110	135	138	147	145
<b>VGRASS</b>	<b>1114.21</b>	<b>856.85</b>	<b>507.27</b>	<b>606.94</b>	<b>425.04</b>	<b>431.81</b>	<b>238.22</b>
YOY	11.32%	-23.10%	39.57%	-4.79%	-16.21%	-28.86%	3.97%
收入占比	25.77%	21.97%	25.85%	25.70%	23.02%	21.03%	20.41%
门店数量	216	207	195	216	219	207	206
直营门店	187	170	173	187	188	170	166
加盟门店	29	37	22	29	31	37	40

	2021	2022	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023Q1
<b>直营收入</b>	<b>2745.62</b>	<b>2240.07</b>	<b>1319.82</b>	<b>1425.80</b>	<b>1144.72</b>	<b>1095.35</b>	<b>675.84</b>
占比	63.49%	57.45%	67.25%	60.37%	61.99%	53.35%	57.90%
YOY	14.56%	-18.41%	86.05%	-15.50%	-13.27%	-23.18%	-3.07%
<b>加盟收入</b>	<b>131.89</b>	<b>127.51</b>	<b>55.45</b>	<b>76.44</b>	<b>48.66</b>	<b>78.85</b>	<b>41.52</b>
占比	3.05%	3.27%	2.83%	3.24%	2.64%	3.84%	3.56%
YOY	42.95%	-3.32%	72.79%	27.03%	-12.24%	3.16%	51.16%
<b>线上收入</b>	<b>1430.27</b>	<b>1510.32</b>	<b>582.09</b>	<b>848.18</b>	<b>645.69</b>	<b>864.64</b>	<b>440.91</b>
占比	33.07%	38.73%	29.66%	35.91%	34.97%	42.12%	37.77%
YOY	71.00%	5.60%	52.20%	86.83%	10.92%	1.94%	26.22%
<b>其他收入</b>	<b>16.63</b>	<b>21.59</b>	<b>5.22</b>	<b>11.41</b>	<b>7.43</b>	<b>14.16</b>	<b>33.35</b>
占比	0.38%	0.55%	0.27%	0.48%	0.40%	0.69%	2.86%
YOY	14.44%	29.80%	-8.02%	28.83%	42.24%	24.10%	72.50%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：盈利预测与估值(\*wind一致性预期)

盈利预测预估值	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,899.5	4,444.40	5,051.00	5,682.60
同比（%）	-9.83%	13.97%	13.65%	12.50%
归母净利润（百万元）	71.41	266.80	354.60	430.60
同比（%）	-68.12%	273.59%	32.91%	21.43%
每股收益（元/股）	0.21	0.77	1.02	1.2
P/E（倍）	32.57	14.42	10.85	8.93

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，选取2023年6月9日收盘市值



### 业绩概要：

- 22年报：收入86.0亿，同比-21.2%，归母净利1.85亿，同比-72.7%，扣非归母净利-0.26亿
- 23Q1季报：收入20.7亿，同比-16%，归母净利2.2亿，同比+14%，扣非归母净利1.8亿，同比+59%

### 组织架构改革路径及成果一步步清晰：

- 22/12/28组织架构变革：取消品牌事业部，转为三大职能中心，旨在提效；
- 23/2/8 前任总经理离职：总经理陈红朝（持股9.3%）离职，董事长亲自操刀组织架构改革
- 23/3/22 大股东全额定增计划彰显决心：公司3/22公布定增预案，计划以17元/股价格向控股股东太平鸟集团的全资子公司禾乐投资定向增发8-10亿元，用于补充流动资金，若按发行上限计算，发行前控股股东及一致行动人合计持股比例67.50%，发行后将增加到71.07%，体现实控人张江平、张江波对公司的改革决心和发展前景信心
- 23/4/10 披露一季报预告，4/29披露正式季报，盈利质量改善初见成效：
- 收入下滑16%同时扣非归母净利从22Q1的1.12亿上升59%至1.78亿，来自：1) 零售折扣率大幅度改善约带动毛利率上行5.8pp至60%；2) 22年下半年闭店带来门店费用减省，以及有意识的减少了广告费及激励成本，实现降本增效；由此23Q1销售净利率提升2.8pp至10.5%

### 盈利预测及估值：

- 考虑零售环境复苏，叠加组织架构改革带来的降本增效成果持续发挥，我们预计公司23年处于积极的盈利能力回升状态，预计23/24/25年归母净利同增290%/13%/12%至7.2/8.2/9.2亿元，对应PE 16/14/12X，“买入”评级

### 风险提示：疫情反复影响零售，组织架构改革进度不及预期

表：单季报收入按品牌拆分（单位：百万元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022全年	2023Q1
品牌服饰业务	2450	1717	2003	2357	8528	2064
YOY	-7.6%	-26.4%	-15.7%	-32.0%	-21.3%	-15.8%
毛利率	54.4%	49.0%	46.4%	44.6%	48.7%	60.2%
PEACEBIRD女装	962	695	844	773	3274	748
YOY	-12.4%	-33.2%	-22.9%	-38.2%	-27.0%	-22.2%
毛利率	55.9%	49.5%	47.9%	42.0%	49.2%	61.4%
PEACEBIRD男装	827	510	652	934	2922	816
YOY	4.3%	-23.2%	1.3%	-26.4%	-13.3%	-1.3%
毛利率	54.6%	50.9%	47.6%	47.8%	50.2%	62.6%
乐町LED'IN女装	284	243	231	244	1003	216
YOY	-21.7%	-15.1%	-30.6%	-41.1%	-28.2%	-24.1%
毛利率	49.5%	44.1%	42.8%	39.3%	44.2%	52.8%
Mini Peace童装	314	223	235	325	1097	250
YOY	-0.6%	-21.5%	-6.8%	-22.9%	-13.9%	-20.6%
毛利率	54.7%	50.6%	45.2%	48.2%	49.9%	57.7%

表：单季报收入按渠道拆分（单位：百万元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022全年	2023Q1
线下收入	1671	1115	1545	1466	5796	1515
YOY	-9.5%	-29.9%	-14.1%	-34.3%	-22.4%	-9.3%
占比	68.2%	64.9%	77.1%	61.6%	67.4%	73.4%
门店数量	5074	4,921	4,864	4,671	4,671	4,341
毛利率	59.2%	51.9%	49.5%	45.3%	51.7%	63.9%
其中：直营收入	1175	701	701	842	3419	1094
YOY	-12.9%	-32.3%	-15.6%	-39.8%	-25.9%	-7.0%
直营门店数量	1590	1,503	1,442	1,427	1,427	1,332
其中：加盟收入	496	414	844	624	2378	422
YOY	-0.5%	-25.3%	-12.7%	-25.1%	-16.7%	-14.9%
加盟门店数量	3484	3,418	3,442	3,244	3,244	3,009
线上收入	779	603	459	891	2732	549
YOY	-3.0%	-19.1%	-20.8%	-27.9%	-18.8%	-29.5%
占比	31.8%	35.1%	22.9%	37.5%	31.8%	26.6%
毛利率	44.1%	43.7%	35.8%	43.5%	42.4%	50.2%

数据来源：公司年报、浙商证券研究所

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入	8,602	9,655	10,785	12,007
(+/-)	-21.24%	12.25%	11.70%	11.34%
净利润	185	720	817	917
(+/-)	-72.73%	290.00%	13.35%	12.24%
每股收益（元）	0.39	1.50	1.70	1.91
P/E	60.66	15.55	13.72	12.23

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，选取2023年6月9日收盘市值

- **公司核心亮点：**2020年与君智咨询开启品牌战略改革，持续“强化男裤专家定位”+“品牌产品渠道年轻化”，经营层面已有明显提升，在终端需求复苏之下，业绩弹性有望开始显现。
- **业绩回顾：预计Q1零售复苏优于收入，渠道持续精简优化**
  - ✓ **22年业绩：**收入26.2亿元 (-14.1%)，归母净利-9342万元，扣非净利5619万元 (-67.3%)。直营/加盟/线上收入8.7/12.7/3.2亿，同比-16%/-14%/-9%，疫情对零售、物流发货均造成较大影响；归母净利大幅亏损主要系投资业务亏损导致。
  - ✓ **23Q1业绩：**收入7.7亿元 (+0.8%)，归母净利9722万元 (扭亏)，扣非净利1.02亿元 (-3.4%)。直营/加盟/线上收入分别-7%/+6%/+5%，由于扣点制导致收入确认滞后于零售、以及加盟消化库存抑制新品出货，预计流水端表现显著优于收入端。Q1毛利率-1.4pct至60.5%主要系折扣加深，但硬广投放减少及新开店装修费用减少带动销售费用率-4.5pct。
  - ✓ **渠道精简优化：**公司大力整改或关闭低效店铺，截至23Q1，直营/加盟门店分别729/1664家，相比21年末净关店179/123家；新开及整改的十代店已超850家，占比接近40%，平均单店面积持续扩大，渠道质量持续优化。
- **中长期展望：改革成效释放+费用摊薄，业绩弹性显著**
  - ✓ **产品上，**公司将持续精简SKU，继小黑裤之外，持续打造“轻松裤”、“商务户外1号裤”等极致单品；
  - ✓ **渠道上，**经历了疫情三年的持续关店，预计重回稳健开店阶段，同时持续提升十代店及购物中心店占比，进而推动店效提升。
  - ✓ **费用上，**公司自22年开始有意识控制改革费用投放，随着收入增长，费用率将被逐步摊薄，业绩弹性有望逐步释放。
- **盈利预测及估值：**根据公司23年经营计划：收入30亿元，成本和期间费用27亿元。预计23-25年归母净利润3.0/4.0/4.7亿元，同比扭亏为盈/+35%/+17%，对应PE 22/16/14倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**品牌营销效果不及预期，店效增长不及预期，疫情反复风险

表：九牧王收入按渠道拆分 (单位：百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023Q1
<b>营业收入</b>	<b>2857.04</b>	<b>2672.21</b>	<b>3050.42</b>	<b>2620.09</b>	<b>772.26</b>
YOY	4.5%	-6.5%	14.2%	-14.1%	0.8%
毛利率	56.7%	59.4%	60.1%	59.5%	60.5%
<b>归母净利润</b>	<b>370.07</b>	<b>368.89</b>	<b>194.59</b>	<b>(93.42)</b>	<b>97.22</b>
YOY	-30.6%	-0.3%	-47.2%	/	/
净利率	13.0%	13.8%	6.4%	/	12.6%
<b>线上渠道</b>	<b>301.06</b>	<b>387.55</b>	<b>354.77</b>	<b>322.62</b>	<b>76.28</b>
YOY	-3.0%	28.7%	-8.5%	-9.1%	4.7%
占比	10.5%	14.5%	11.6%	12.3%	9.9%
毛利率	54.0%	59.9%	61.3%	65.7%	60.9%
<b>直营渠道</b>	<b>1,009.72</b>	<b>910.73</b>	<b>1,033.57</b>	<b>865.64</b>	<b>284.73</b>
YOY	8.3%	-9.8%	13.5%	-16.2%	-7.4%
占比	35.3%	34.1%	33.9%	33.0%	36.9%
毛利率	66.2%	71.0%	71.4%	71.3%	69.3%
门店数 (家)	1017	966	908	745	729
<b>加盟渠道</b>	<b>1,398.58</b>	<b>1,233.67</b>	<b>1,482.39</b>	<b>1,267.56</b>	<b>375.07</b>
YOY	1.6%	-11.8%	20.2%	-14.5%	6.0%
占比	49.0%	46.2%	48.6%	48.4%	48.6%
毛利率	52.7%	53.6%	55.2%	52.8%	56.2%
门店数 (家)	1915	1790	1787	1699	1664

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

<b>盈利预测与估值</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>2,620.09</b>	<b>3,044.23</b>	<b>3,481.07</b>	<b>3,947.32</b>
同比 (%)	-14.1%	16.2%	14.3%	13.4%
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>-93.42</b>	<b>297.14</b>	<b>400.70</b>	<b>469.02</b>
同比 (%)	/	/	34.9%	17.0%
每股收益 (元)	-0.16	0.52	0.70	0.82
P/E	/	<b>21.93</b>	<b>16.26</b>	<b>13.89</b>

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，按照2023年6月9日收盘市值

- 核心亮点：**家纺龙头疫情下展现韧性，23年在消费复苏、婚庆需求释放之下，三龙头均计划重启渠道扩张、持续提升毛利率，稳增长、低估值、高分红属性突出。
- 业绩回顾：零售环比复苏，利润率持续上行**
  - 22年业绩：**罗莱生活由于总部位于上海、直营集中于北上广深，22年家纺业务收入端受疫情影响最大（-11%）；水星家纺电商收入依旧保持正增长（+9%），但疫情下坚持高举高打的费用投入，归母净利下滑幅度最大（-28%）；富安娜得益于19年以来持续优化加盟库存，加盟发货逆势增长（+2%），业绩最为稳健（归母净利-2%）。
  - 23Q1业绩：**由于1、2月受疫情、春节错峰影响，罗莱生活及富安娜Q1收入同比尚未转正（分别-4%/-8%），但得益于产品提价、折扣收窄以及渠道精细化运营，归母净利已有明显正增长（分别+11%/+5%）。水星家纺收入及净利已基本恢复至22Q1的历史最好季度。
  - 持续高分红：**22年罗莱生活/富安娜/水星家纺现金分红率分别88%/93%/67%，股息率约5.2%/6.6%/4.8%。
- 中长期展望及盈利预测：渠道扩张积极，保持利润率提升趋势**
  - 罗莱生活：**预计公司将保持积极的渠道扩张策略，加大下沉空白市场覆盖；线上持续提升客单价及毛利率。预计23-25年归母净利7.1/8.1/9.0亿元，同比+24%/13%/12%，对应PE 14/12/11倍。
  - 水星家纺：**预计线上通过货品调整、开设矩阵店、发力直播电商驱动领先行业的增长，不断提升中高价位产品占比以提升毛利率；线下加速加盟开店速度、精细化运营驱动店效增长。预计23-25年归母净利3.7/4.2/4.7亿元，同比+34%/12%/12%，对应PE 10/9/8倍。
  - 富安娜：**预计线下加速加盟开店节奏，直营店重点拓大店；在利润率为导向的战略下，预计电商收入增速短期放缓，但各渠道毛利率有望持续稳步上行。预计23-25年归母净利 5.8/6.5/7.2亿元，同比+9%/12%/11%，对应PE 11/10/9倍。
- 风险提示：**电商竞争格局恶化，疫情反复，开店进度不及预期，原材料价格大幅波动

表：家纺三龙头盈利预测及估值

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	2025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	2025归母 净利润 (亿元)	YOY	25PE
罗莱生活	96.2	53.1	-7.7%	57.9	8.9%	63.8	10.2%	70.2	10.1%	5.7	-19.6%	16.8	7.1	24.4%	13.5	8.1	13.0%	11.9	9.0	12.2%	10.6
富安娜	66.8	30.8	-3.1%	33.4	8.4%	37.2	11.3%	41.0	10.2%	5.3	-2.2%	12.5	5.8	9.3%	11.4	6.5	11.6%	10.3	7.2	10.5%	9.3
水星家纺	38.4	36.6	-3.6%	40.3	10.0%	44.8	11.1%	49.4	10.4%	2.8	-27.9%	13.8	3.7	34.0%	10.3	4.2	12.4%	9.2	4.7	11.9%	8.2

表：家纺三龙头2022年收入按渠道拆分（单位：百万元）

	罗莱生活（家纺部分）	水星家纺	富安娜
家纺业务收入	4128	3664	3080
YOY	-11.4%	-3.6%	-3.1%
电商收入	1482	2137	1280
YOY	-8.1%	8.8%	-3.2%
占比	35.9%	58.3%	41.6%
直营收入	309	280	731
YOY	-16.6%	0.2%	-4.7%
占比	7.5%	7.6%	23.7%
加盟收入	1861	1184	828
YOY	-8.3%	-20.2%	1.6%
占比	45.1%	32.3%	26.9%
其他收入	476	55	240
YOY	-26.4%	-13.9%	-12.5%
占比	11.5%	1.5%	7.8%

表：家纺龙头分季度业绩表现（单位：百万元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
罗莱生活					
营业收入	1,286	1,096	1,336	1,596	1,240
YOY	-2.50%	-9.20%	-9.27%	-9.41%	-3.62%
归母净利润	159	63	169	182	177
YOY	-12.80%	-36.30%	-18.93%	-18.27%	11.14%
水星家纺					
营业收入	806	836	855	1,166	818
YOY	12.30%	-7.20%	2.21%	-13.19%	1.45%
归母净利润	85	22	76	96	84
YOY	7.40%	-73.90%	-11.92%	-29.51%	-1.22%
富安娜					
营业收入	671	665	647	1,097	620
YOY	6.80%	-2.30%	-5.02%	-7.77%	-7.57%
归母净利润	105	106	116	206	111
YOY	13.80%	-9.70%	8.23%	-9.76%	5.28%

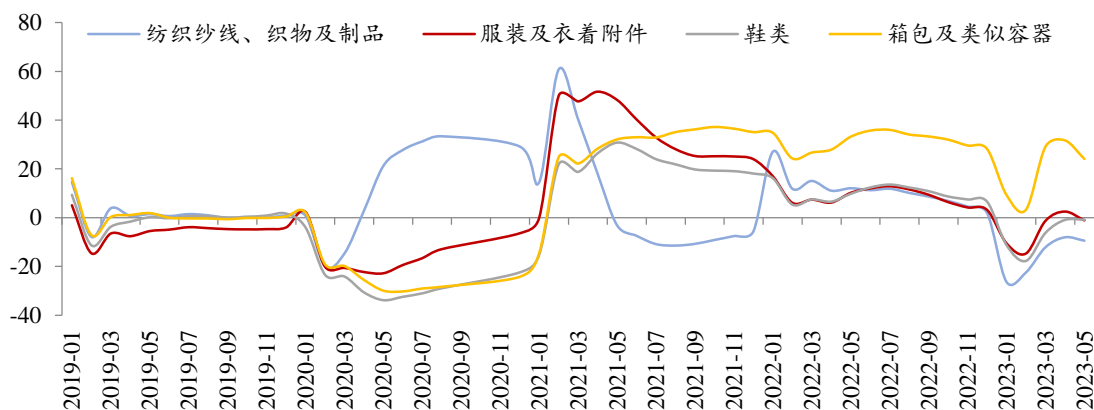
# 03

**纺织制造行业：  
外需前景逐渐明朗  
出口链左侧布局机会  
值得重视**

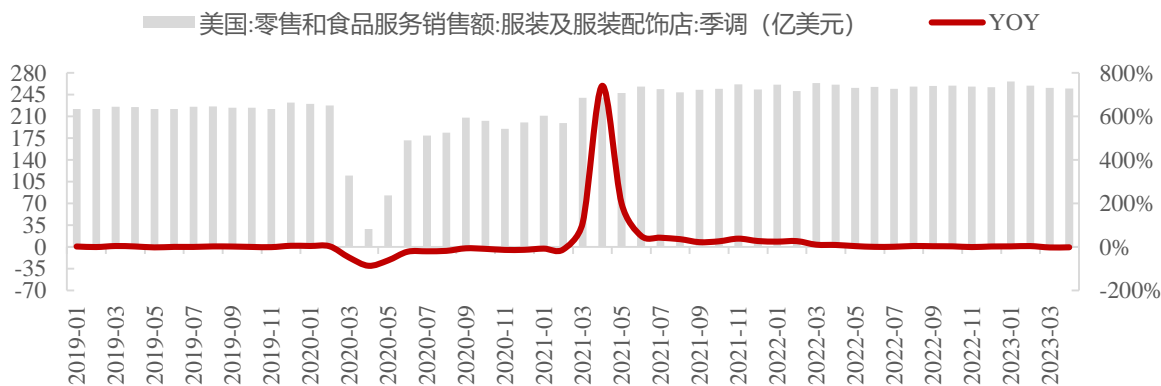
□ **海关出口数据来看：**1-5月中国纺织品/服装/鞋类出口额同比-9.4%/-1.1%/-0.8%；1-5月越南纱线/纺织品/鞋类累计出口额同比-28.8%/-17.8%/-13.3%，低落来自22年7月开始海外品牌集体清库存带来的主动减少采购

□ **海外清库存持续近1年，渠道压力截至23年4月已有显著减轻：**从美国零售/批发渠道库存来看，22年7月达到巅峰，此后各品牌开始清库存，虽然目前从美国社会整体服装库存增速与终端零售增速仍未完全匹配，但差距在持续缩小，渠道库存压力在减轻，从最新公开数据（2023年4月数据）来看，存货同比增长仅有9%

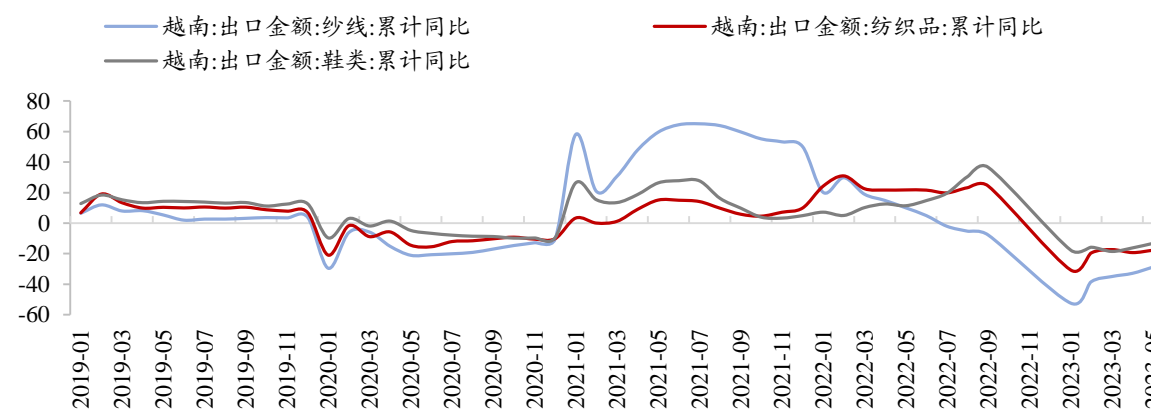
表：我国纺服出口分行业累计同比增速



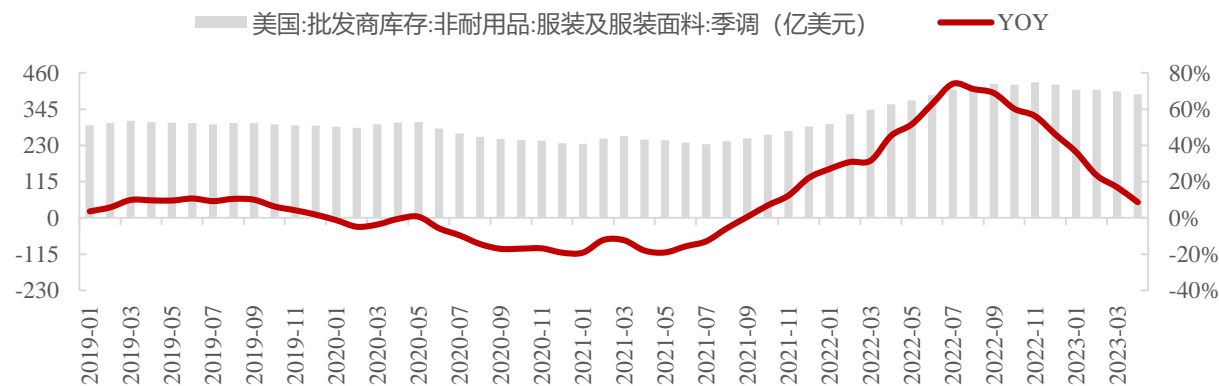
图：美国服装零售及同比增速



表：越南纺服出口分行业累计同比增速



图：美国服饰零售店/批发商库存





- 从品牌商披露的季度报表来看，圣诞季后大部分公司实现了库存环比下降，从近期披露的3-4月季报数据来看，各龙头单季度收入同比增速和库存同比增速的匹配度显著提升，虽然相对疫情前的19年周转表现仍有差距，但逐渐向正常周转水平回归
- Lululemon最新季报上调全年预期，体现龙头信心：
  - ✓ 6/1 Lululemon发布超预期季报并上调预期，预计23年收入94.4-95.1亿美元（+16~17%），高于原指引的+15%，EPS 11.74~11.94美元（+17~19%），高于原指引的+14~16%
  - ✓ 同时库存方面也有超预期表现，4/30为止库存15.8亿美元（同比+24%，优于原指引的+30~35%），公司预计Q2末降至+20%水平，下半年开始与销售端匹配
  - ✓ 龙头传递的积极全年预期也有助于供应链端对需求信心的恢复

图：重点海外运动品牌公司存货过去4年单季度增长情况

Nike							Adidas							Lululemon							SKECHERS						
季度 报表	收入 (亿美元)	收入 YOY	收入相对 19年增长	存货 (亿美元)	存货 YOY	存货相对 19年增长	季度 报表	收入 (亿欧元)	收入 YOY	收入相对 19年增长	存货 (亿欧元)	存货 YOY	存货相对 19年增长	季度 报表	收入 (亿美元)	收入 YOY	收入相对 19年增长	存货 (亿美元)	存货 YOY	存货相对 19年增长	季度 报表	收入 (亿美元)	收入 YOY	收入相对 19年增长	存货 (亿美元)	存货 YOY	存货相对 19年增长
2019/2/28	96.11	7%		54.15	1%		2019/3/31	58.83	6%		32.85	2%		2019/5/5	7.82	20%		4.05	23%		2019/3/31	12.77	2%		7.41	-7%	
2019/5/31	101.84	4%		56.22	7%		2019/6/30	55.09	5%		35.79	4%		2019/8/4	8.83	22%		4.43	19%		2019/6/30	12.59	11%		8.56	4%	
2019/8/31	106.60	7%		58.35	12%		2019/9/30	64.10	9%		36.77	14%		2019/11/3	9.16	23%		4.94	26%		2019/9/30	13.54	15%		8.90	18%	
2019/11/30	103.26	10%		61.99	15%		2019/12/31	58.38	12%		40.85	19%		2020/2/2	13.97	20%		6.27	26%		2019/12/31	13.31	23%		10.70	24%	
2020/2/28	101.04	5%		58.07	7%		2020/3/31	47.53	-19%		43.34	32%		2020/5/3	6.52	-17%		5.19	28%		2020/3/31	12.42	-3%		9.86	33%	
2020/5/31	63.13	-38%		73.67	31%		2020/6/30	35.79	-35%		52.13	46%		2020/8/2	9.03	2%		6.26	36%		2020/6/30	7.29	-42%		10.28	20%	
2020/8/31	105.94	-1%		67.05	15%		2020/9/30	55.61	-13%		46.76	27%		2020/11/1	11.17	22%		6.73	23%		2020/9/30	13.01	-4%		10.53	18%	
2020/11/30	112.43	9%		60.9	-2%		2020/12/31	49.14	-16%		43.97	8%		2021/1/31	17.30	24%		7.71	25%		2020/12/31	13.25	0%		10.17	-5%	
2021/2/28	103.57	3%		66.93	15%		2021/3/31	52.68	20%		39.38	-9%		2021/5/2	12.26	88%		6.47	17%		2021/3/31	14.28	15%		10.67	8%	
2021/5/31	123.44	96%		68.54	-7%		2021/6/30	50.77	51%		40.54	-22%		2021/8/1	14.51	61%		7.90	17%		2021/6/30	16.58	127%		10.57	3%	
2021/8/31	122.48	16%		66.99	0%		2021/9/30	57.52	3%		36.64	-22%		2021/10/31	14.50	30%		9.44	22%		2021/9/30	15.51	19%		12.30	17%	
2021/11/30	113.57	1%		65.06	7%		2021/12/31	51.37	5%		40.09	-9%		2022/1/30	21.29	23%		9.66	49%		2021/12/31	16.48	24%		14.71	45%	
2022/2/28	108.71	5%	13%	77.00	15%	42%	2022/3/31	53.02	1%	-10%	45.42	15%	38%	2022/5/1	16.13	32%	106%	12.75	74%	215%	2022/3/31	18.20	27%	43%	14.50	36%	96%
2022/5/31	122.34	-1%	20%	84.2	23%	50%	2022/6/30	55.96	10%	2%	54.83	35%	53%	2022/7/31	18.68	29%	112%	14.62	85%	230%	2022/6/30	18.68	13%	48%	15.64	48%	83%
2022/8/31	126.87	4%	19%	96.62	44%	66%	2022/9/30	64.08	11%	0%	63.15	72%	72%	2022/10/30	18.57	28%	103%	17.42	85%	252%	2022/9/30	18.78	21%	39%	17.79	45%	100%
2022/11/30	133.15	17%	29%	93.26	43%	50%	2022/12/31	52.05	1%	-11%	59.73	49%	46%	2023/1/31	27.72	30%	98%	14.47	50%	131%	2022/12/31	18.79	14%	41%	18.18	24%	70%
2023/2/28	123.90	14%	23%	89.05	16%	53%	2023/3/31	52.74	-1%	11%	56.75	25%	31%	2023/4/30	20.01	24%	207%	15.80	24%	205%	2023/3/31	20.02	10%	61%	15.02	4%	52%

数据来源：Wind、Bloomberg，浙商证券研究所



# 03 重点标的估值：订单前景明朗化，出口链左侧布局机会值得重视

## □ 出口链左侧布局机会值得重视：

- ✓ 华利为代表的海外出口需求为主的制造龙头估值大部分在历史偏低水位，随着海外客户清库存进入尾声，订单前景的环比明朗化有望让市场重拾投资信心，当前建议关注出口链左侧机会
- ✓ 首推新澳股份（23年11.8X）；同时根据各自订单修复情况关注申洲国际（23年20X）、华利集团（23年19X）、伟星股份（23年18X）、台华新材（23年16X）；同时在棉价上行背景下，可关注天虹国际集团、百隆东方、华孚时尚等高股息率棉纺纱线龙头

表：纺织制造重点标的估值表

子版块	股票代码	上市公司	市值 (亿元)	收入 (亿元)			收入YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利润YOY			PE		22年现金 分红比例	估算 股息率
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2024E		
运动	2313.HK	申洲国际	981	277.8	295.8	338.3	16.5%	6.5%	14.3%	45.63	48.3	60.7	35.3%	5.9%	25.5%	20.3	16.2	56%	2.8%
	300979.SZ	华利集团	547	205.7	201.7	233.8	17.7%	-1.9%	15.9%	32.3	29.2	35.3	16.6%	-9.4%	20.9%	18.7	15.5	43.4%	2.6%
纱线 长丝	2678.HK	天虹国际集团*	45.5	238.1	249.6	276.5	-10.2%	4.8%	10.8%	1.6	6.8	10.8	-94.2%	336.2%	58.4%	6.6	4.2	199%	7.0%
	603055.SH	台华新材	88.0	40.1	50.0	66.7	-5.8%	24.8%	33.2%	2.7	5.5	7.7	-42.1%	103.6%	41.5%	16.1	11.4	33.2%	1.0%
	601339.SH	百隆东方*	82.8	69.9	69.9	79.5	-10.1%	0.0%	13.8%	15.6	13.5	15.3	14.0%	-13.7%	13.2%	6.1	5.4	48.0%	9.1%
	002042.SZ	华孚时尚*	54.4	144.6	168.4	186.9	-13.5%	16.5%	11.0%	-3.5	4.1	5.6	-161.6%	/	35.3%	7.7	9.8	利润为负	5.6%
	603889.SH	新澳股份	55.7	39.5	44.7	50.6	14.6%	13.2%	13.1%	3.9	4.7	5.5	30.7%	20.8%	17.7%	11.8	10.1	52.5%	5.1%
	605189.SH	富春染织	24.1	22.1	29.9	37.1	1.5%	35.3%	24.3%	1.6	2.6	3.4	-30.0%	60.2%	29.3%	9.2	7.2	20.7%	1.7%
面料 成衣	000726.SZ	鲁泰A*	49.3	69.4	74.0	81.8	32.5%	6.7%	10.6%	9.6	9.3	10.7	177.3%	-3.3%	15.0%	5.3	4.6	9.2%	1.5%
	605138.SH	盛泰集团	47.9	59.7	72.1	83.4	15.7%	20.8%	15.8%	3.8	5.4	6.8	29.1%	44.6%	24.5%	8.8	7.1	30.1%	2.4%
	603558.SH	健盛集团	31.2	23.5	23.9	28.2	14.7%	1.7%	17.7%	2.6	2.6	3.3	56.5%	1.1%	24.1%	11.8	9.5	58.3%	4.9%
	2199.HK	维珍妮	33.1	81.0	90.4	100.6	35.7%	11.5%	11.2%	3.4	5.6	6.9	174.3%	63.6%	22.2%	5.9	4.8	47%	8.0%
辅料	002003.SZ	伟星股份	95.3	36.3	39.2	45.2	8.1%	8.1%	15.3%	4.9	5.3	6.1	9.0%	8.2%	15.5%	18.0	15.6	74.3%	3.8%
	300577.SZ	开润股份	37.6	27.4	31.7	38.0	19.7%	15.7%	19.7%	0.5	1.5	2.1	-74.0%	224.1%	35.2%	24.7	18.3	46.0%	0.6%
出行 户外	300993.SZ	玉马遮阳*	33.6	5.5	6.3	7.6	5.0%	15.3%	20.6%	1.6	1.8	2.2	11.6%	13.1%	22.7%	18.9	15.4	27.2%	1.7%

注：维珍妮市值及业绩单位为港币，其余标的为人民币

注：带\*为Wind一致预期，其余为浙商证券研究所预测，按照2023年6月13日收盘市值

# 04

## 纺织制造重点标的

# 04 新澳股份：逆势兑现超预期业绩，羊绒第二增长曲线正长成

## □ 基本面概述

### □ 23Q1羊绒毛利率改善显著，拟以5.95亿购买羊绒资产成长迈入新阶段

- 单Q1收入/归母净利润+9.4%/+21.2%至9.8亿/9011万，超预期业绩主要来源于羊绒业务毛利率大幅改善。
- 公司发布《关于控股子公司购买资产暨关联交易的公告》，拟以现金方式以含税评估价5.95亿元向浙澳企管和中银纺织购买相关羊绒纺纱资产，包括房屋建筑物、机器设备、土地使用权等，该部分资产过去以租赁形式进行生产，主要考虑到羊绒业务发展初期，需要进行前期市场培育，通过向关联方租赁的方式可以较低的固定成本实现羊绒纺纱产量的弹性扩张。本次收购有利于满足羊绒纺纱业务生产经营及未来发展需要，同时减少关联交易，保证上市公司业务资产独立性。

### □ 越南扩产加速国际化进程，羊绒业务管理赋能成长

- 目前公司正加速建设越南一期项目，项目建成后，公司将在劳动力成本、出口关税等方面获得竞争优势，并能近距离服务本土及周边国家下游客户，进一步巩固和抢海外市场份额。管理方面，越南公司拟以生产基地为主，由总部统一布局。未来伴随越南基地的顺利投产，公司国际化拓客进程有望进一步加速。
- 羊绒纺纱业务方面，近三年业务重点为提升产能利用率。主要提升维度包括：1) 技术能力提升：公司通过整合新澳羊绒和英国邓肯两者优势资源，赋能提升宁夏新澳技术生产水平。2) 管理赋能：优化管理架构，提升管理效率，费用率较前期运营阶段大幅下降。3) 加大市场拓展：通过产品品质的提升与工艺技术的创新，不断优化客户结构，进一步扩大海外市场占比，促进产能释放。

## □ 盈利预测及估值：

- 我们预计公司23/24/25年收入同比增长13%/13%/13%至44.7/50.6/57.2亿元，归母净利润同比增长21%/18%/17%至4.7/5.5/6.5亿元，对应当前PE分别为11X/9X/8X。
- 作为低估值、高分红、高成长标的持续重点推荐。同时，我们相信在宽带战略发展指引下，行业龙头份额有望加速提升，具备长足潜力，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：原材料价格波动过大风险；中美贸易摩擦；

表：公司历年收入拆分

羊毛业务-毛精纺纱线	2018	2019	2020	2021	2022
毛精纺纱线	1766.75	1928.28	1594.96	2059.86	2243.91
收入（百万元）	21.75%	18.55%	16.83%	23.23%	25.35%
毛利率	71.04%	71.16%	70.16%	59.78%	56.81%
占比	11101.8	9560.39	9644.49	14041.53	14484.00
生产量（吨）	6.16%	-13.88%	0.88%	45.59%	3.15%
YOY	10336.73	10416.37	9850.61	13364.48	13643.66
销售量（吨）	0.92%	0.77%	-5.43%	35.67%	2.09%
YOY	3200.77	2344.79	2138.87	2815.92	3656.26
库存量（吨）	31.41%	-26.74%	-8.78%	31.65%	29.84%
YOY	9.69%	31.41%	-26.74%	-8.78%	31.65%

羊绒业务-羊绒纱线	2018	2019	2020	2021	2022
羊绒纱线			195.52	830.20	1071.19
收入（百万元）			17.90%	13.71%	11.39%
毛利率			8.60%	24.10%	27.12%
占比			352.48	1450.95	1710.90
生产量（吨）			-	311.64%	17.92%
YOY			278.00	1301.78	1607.77
销售量（吨）			-	368.27%	23.51%
YOY			170.26	319.43	422.56
库存量（吨）			-	87.61%	32.29%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：盈利预测与估值

盈利预测预估值	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3949.9	4472.0	5058.7	5720.9
同比（%）	14.64%	13.22%	13.12%	13.09%
归母净利润（百万元）	389.7	470.9	554.3	648.9
同比（%）	30.66%	20.82%	17.72%	17.05%
每股收益（元/股）	0.76	0.92	1.08	1.27
P/E（倍）	13.13	10.86	9.23	7.88

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，选取2023年6月9日收盘市值

### □ 22年如期承压，但与核心客户依旧合作密切，期待23H2清库完毕后的业绩复苏

- **22年报：**22年收入277.8亿，同比+16.5%，归母净利45.6亿元，同比+35.3%，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
- **分品类看收入：**运动、休闲增长持续亮丽。22年运动类产品收入占比在75%，同比增长18.5%，增长依旧亮丽；休闲类产成品销售占比20.7%，同比增长21.8%，主要来自Uniqlo为代表的日本休闲类客户需求增长；内衣品类销售则下滑21%，来自日本内衣需求的下滑；其他针织品销售下滑28%，主要是口罩类产品需求下跌导致。
- **毛利率承压，盈利能力提升与汇兑收益密切相关：**
- 22全年来看收入同比+16.5%至277.8亿元，毛利率同比-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%，由此公司毛利额61.3亿元，同比+5.8%。
- 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。

### □ 盈利预测及估值：

- 虽然23年上半年还处在海外客户清库存周期中，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年的盈利能力恢复充满信心，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PE 19/15/13X，作为全球运动服饰制造龙头，期待Q2海外需求拐点带来的业绩及估值修复，维持“买入”评级
- **风险提示：**中美贸易摩擦影响订单需求，汇率大幅波动影响利润

表：收入按主要客户拆分（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022
<b>第一大客户</b>	<b>67.81</b>	<b>61.68</b>	<b>70.77</b>	<b>86.31</b>
YOY	8.34%	-9.03%	14.73%	21.95%
/总收入	29.92%	26.78%	29.68%	31.07%
<b>第二大客户</b>	<b>50.36</b>	<b>50.31</b>	<b>49.31</b>	<b>48.63</b>
YOY	26.23%	-0.11%	-1.98%	-1.38%
/总收入	22.22%	21.84%	20.68%	17.50%
<b>第三大客户</b>	<b>45.01</b>	<b>57.17</b>	<b>47.00</b>	<b>58.34</b>
YOY	16.32%	27.01%	-17.79%	24.11%
/总收入	19.86%	24.83%	19.71%	21.00%
<b>第四大客户</b>	<b>24.56</b>	<b>25.72</b>	<b>33.37</b>	<b>34.66</b>
YOY	15.91%	4.74%	29.72%	3.86%
/总收入	10.84%	11.17%	13.99%	12.47%
<b>前四大客户合计</b>	<b>187.74</b>	<b>194.89</b>	<b>200.45</b>	<b>227.93</b>
/总收入	82.8%	84.6%	84.1%	82.0%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：收入按品类拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022
<b>运动类</b>	<b>16,321.98</b>	<b>15,940.92</b>	<b>17,612.13</b>	<b>20,869.55</b>
同比	14.33%	-2.33%	10.48%	18.50%
占比	72.01%	69.22%	73.86%	75.12%
<b>休闲类</b>	<b>5,387.68</b>	<b>4,480.52</b>	<b>4,720.74</b>	<b>5,751.84</b>
同比	4.26%	-16.84%	5.36%	21.84%
占比	23.77%	19.45%	19.80%	20.70%
<b>内衣类</b>	<b>802.85</b>	<b>1,032.92</b>	<b>1,040.25</b>	<b>819.13</b>
同比	-39.54%	28.66%	0.71%	-21.26%
占比	3.54%	4.48%	4.36%	2.95%
<b>其他针织品（包括口罩）</b>	<b>152.76</b>	<b>1,576.30</b>	<b>471.90</b>	<b>340.89</b>
同比	-14.75%	931.86%	-70.06%	-27.76%
占比	0.67%	6.84%	1.98%	1.23%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测预估值	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	<b>27,781</b>	<b>29,584</b>	<b>33,829</b>	<b>38,300</b>
同比（%）	16.51%	6.49%	14.35%	13.22%
归母净利润（百万元）	<b>4,563</b>	<b>4,831</b>	<b>6,065</b>	<b>7,331</b>
同比（%）	35.33%	5.88%	25.55%	20.86%
每股收益（元/股）	3.04	3.21	4.03	4.87
P/E（倍）	20.4	19.3	15.4	12.7

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，按照2023年6月9日收盘市值

□ **公司核心亮点：**全球第二大运动鞋供应商，凭借出色的品控、交期及积极的产能扩张（尤其擅长跑鞋、运动时尚鞋款）受到Nike为代表的大客户青睐，作为核心扶植供应商订单保持量价齐升态势。

□ **业绩回顾：Q1预计为订单压力最大季度，毛利率受损超预期**

✓ **22年业绩：**收入205.7亿元（+18%），归母净利32.3亿元（+17%）。销量2.21亿双（+4.7%），ASP 93.2元/双（+13%，剔除汇率+7%），ASP高增来自高单价客户占比提升及订单款式复杂化。前五大客户收入分别同比+28%/5%/6%/18%/30%，合计占比91.3%（同比持平），预计Nike、HOKA、UA增长亮眼。通过柔性产能和成本控制，各季度毛利率平稳，全年毛利率/净利率小幅下降1.4/0.2pct至25.9%/15.7%。

✓ **23Q1业绩：**收入36.6亿元（-11%），归母净利4.8亿元（-26%）。预计Q1为订单压力最大季度，单季销量0.39亿双（-24.7%），人民币ASP 95.0元/双（+18%），新客户Reebok、Lululemon、Allbirds等开始量产出货。公司在订单疲软期并未大规模削减工人，毛利率下滑2.3pct至23.3%。

□ **中长期展望：印尼及越南新产能储备充分，静待客户去库完成**

□ **海外产能储备充足：**22年产能达2.38亿双（+9.1%），越南三工厂爬坡顺利，永山、威霖、弘欣月产能已分别达到约94/88/48万双，预计满产后月产能均可达到100-120万双。此外，公司未来3-4年已有两期印尼工厂及多家越南工厂产能储备。

□ **订单将随着去库完成而逐季改善：**预计Q2订单压力仍将持续，但逐季度环比有望改善，Q2后随着订单量回升，毛利率将同步恢复。中长期来看，头部品牌客户成长性优异，华利凭借品质、交期及成本优势在客户中持续提升份额，将支撑华利在下游库存去化后率先迎来订单复苏。

□ **盈利预测与投资建议：**预计23-25年归母净利润29.2/35.3/40.6亿元，同比-9%/+21%/+15%，对应PE 19/15/13X，期待行业需求拐点及制造龙头估值修复，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	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
<b>总收入(百万元)</b>	<b>17,470</b>	<b>20,569</b>	<b>4,124</b>	<b>5,774</b>	<b>5,475</b>	<b>5,195</b>	<b>3,661</b>
YOY	25.40%	17.74%	11.39%	28.55%	23.33%	7.44%	-11.23%
<b>销量(万双)</b>	<b>21,087</b>	<b>22,068</b>	<b>5,114</b>	<b>6,351</b>	<b>5,400</b>	<b>5,203</b>	<b>3,853</b>
YOY	29.50%	4.7%	7.09%	18.79%	3.60%	-9.55%	-24.65%
<b>前五大客户收入</b>	<b>16,010</b>	<b>18,773</b>	<b>3,780</b>	<b>5,345</b>	<b>4,969</b>	<b>4,679</b>	
YOY	28.18%	17.25%	14.57%	28.14%	16.05%	9.88%	
占比	91.64%	91.27%	91.65%	92.56%	90.75%	90.07%	
<b>客户一</b>	<b>6,181</b>	<b>7,922</b>	<b>1,588</b>	<b>2,065</b>	<b>2,186</b>	<b>2,083</b>	
YOY	34.43%	28.17%	20.23%	38.21%	35.99%	18.44%	
占比	35.38%	38.51%	38.51%	35.76%	39.92%	40.10%	
<b>客户二</b>	<b>3,763</b>	<b>3,955</b>	<b>649</b>	<b>1,424</b>	<b>994</b>	<b>888</b>	
YOY	47.53%	5.12%	9.64%	35.72%	-9.98%	-12.69%	
占比	21.54%	19.23%	15.74%	24.66%	18.16%	17.09%	
<b>客户三</b>	<b>3,208</b>	<b>3,414</b>	<b>849</b>	<b>1,037</b>	<b>842</b>	<b>685</b>	
YOY	6.02%	6.41%	11.58%	30.61%	-6.16%	-9.31%	
占比	18.37%	16.60%	20.60%	17.96%	15.38%	13.19%	
<b>客户四</b>	<b>1,893</b>	<b>2,228</b>	<b>468</b>	<b>555</b>	<b>586</b>	<b>619</b>	
YOY	17.89%	17.70%	-1.48%	15.74%	30.94%	26.08%	
占比	10.84%	10.83%	11.35%	9.61%	10.70%	11.92%	
<b>客户五</b>	<b>965</b>	<b>1,253</b>	<b>225</b>	<b>264</b>	<b>361</b>	<b>403</b>	
YOY	35.86%	29.91%	50.32%	-25.54%	60.45%	71.14%	
占比	5.52%	6.09%	5.46%	4.57%	6.59%	7.77%	
<b>其他客户收入</b>	<b>1,460</b>	<b>1,796</b>	<b>344</b>	<b>430</b>	<b>506</b>	<b>516</b>	
YOY	1.32%	23.07%	-14.64%	33.84%	220.28%	-10.60%	
占比	8.36%	8.73%	8.35%	7.44%	9.25%	9.93%	
集团毛利率	27.20%	25.86%	25.60%	26.80%	25.10%	25.8%	23.3%
<b>归母净利润</b>	<b>2,768</b>	<b>3,228</b>	<b>648</b>	<b>914</b>	<b>884</b>	<b>782.48</b>	<b>481.15</b>
YOY	47.30%	16.63%	12.40%	28.00%	25.10%	1.52%	-25.77%
净利率	15.80%	15.69%	15.70%	15.80%	16.10%	15.06%	13.14%

<b>盈利预测与估值</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>20569.3</b>	<b>20174.6</b>	<b>23384.6</b>	<b>26906.5</b>
同比(%)	17.7%	-1.9%	15.9%	15.1%
<b>归母净利润(百万元)</b>	<b>3228.0</b>	<b>2923.5</b>	<b>3533.2</b>	<b>4062.6</b>
同比(%)	16.6%	-9.4%	20.9%	15.0%
每股收益(元)	2.77	2.51	3.03	3.48
P/E	16.8	18.6	15.4	13.4

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，按照2023年6月9日收盘市值



□ **公司核心亮点：**锦纶产业链一体化龙头，全球稀缺的民用锦纶66、再生锦纶制造商，高技术壁垒、领先的良品率及大规模新产能布局，将推动公司充分抢占市场份额并大幅提升盈利能力。

□ **业绩回顾：订单量触底回升，盈利能力尚未修复**

✓ **22年业绩：**收入40.1亿元（-6%），归母净利2.7亿元（-42%），扣非净利1.9亿元（-57%）。其中锦纶长丝/坯布/面料收入分别+15%/-29%/-7%，下游品牌去库存的背景下，锦纶长丝展现显著的 $\alpha$ 。由于能源价格上涨、产能利用率下滑、淮安项目建设及提前储备团队，全年毛利率下滑3.9pct至21.7%，净利率下滑4.2pct至6.7%。

✓ **23Q1业绩：**收入9.7亿元（+2.7%），归母净利7448万元（-35%），扣非归母净利2828万元（-68%）。随着终端零售回暖、下游去库存推进，Q1销量环比快速复苏，预计已有明显同比正增长；单价尽管从底部回升但同比仍有较大差距。Q1毛利率/净利率20.6%/7.7%，环比改善较大，但同比仍-6.0/-4.4pct，盈利能力尚在修复过程中。

□ **中长期展望：大客户去库存顺利，新项目即将投产**

✓ **产能端：**4月底淮安基地锦纶66新产线试车成功，年产10万吨再生锦纶项目正有序推进，预计将于24H1投产，届时锦纶长丝产能将由目前的18.5万吨扩张至34.5万吨。淮安基地二、三四期项目将支撑更长期的增长需求。

✓ **需求端：**随着终端品牌去库进入尾声，尤其是锦纶66重要客户lululemon去库存进度优于预期，短期内新产能消化确定性增强。中长期公司将深挖多样化产品需求，建立面向全球的营销团队，协同上下产业链共同推进高端锦纶市场打开。

□ **盈利预测及投资建议：**预计23-25年归母净利5.2/7.6/10.0亿元，同比增长94%/46%/32%，对应PE为16/11/9X。作为锦纶一体化龙头，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；新客户拓展不及预期；客户去库存不及预期

表：台华新材收入按业务拆分（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业收入</b>	<b>2,974.3</b>	<b>2,690.6</b>	<b>2,501.1</b>	<b>4,256.6</b>	<b>4,008.56</b>
YOY	9.0%	-9.5%	-7.0%	70.2%	-5.83%
毛利率	25.2%	23.4%	21.8%	25.5%	21.69%
<b>归母净利润</b>	<b>344.6</b>	<b>195.9</b>	<b>119.7</b>	<b>463.7</b>	<b>268.68</b>
YOY	-6.0%	-43.2%	-38.9%	287.3%	-42.06%
净利率	11.6%	7.3%	4.8%	10.9%	6.70%
<b>锦纶长丝</b>	<b>894.6</b>	<b>784.5</b>	<b>841.1</b>	<b>1,797.4</b>	<b>2,065.35</b>
YOY	20.3%	-12.3%	7.2%	113.7%	14.91%
毛利率	14.4%	19.5%	21.3%	24.2%	19.13%
<b>锦纶坯布</b>	<b>950.8</b>	<b>807.6</b>	<b>666.4</b>	<b>1,113.2</b>	<b>841.49</b>
YOY	-10.4%	-15.1%	-17.5%	67.0%	-29.35%
毛利率	28.6%	24.3%	22.0%	31.6%	24.53%
<b>涤纶坯布</b>	<b>106.5</b>	<b>114.8</b>	<b>101.5</b>	<b>77.9</b>	
YOY	138.4%	7.7%	-11.6%	-23.2%	
毛利率	19.4%	17.2%	15.3%	9.3%	
<b>锦纶成品面料</b>	<b>533.5</b>	<b>472.5</b>	<b>427.1</b>	<b>631.0</b>	<b>1,000.67</b>
YOY	22.4%	-11.4%	-9.6%	47.8%	-6.83%
毛利率	40.1%	31.9%	29.3%	28.9%	23.63%
<b>涤纶成品面料</b>	<b>394.0</b>	<b>431.7</b>	<b>364.2</b>	<b>443.0</b>	
YOY	9.3%	9.6%	-15.6%	21.6%	
毛利率	20.7%	19.2%	15.0%	19.2%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

<b>盈利预测与估值</b>	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>4008.6</b>	<b>4990.9</b>	<b>6641.0</b>	<b>7829.1</b>
同比（%）	-5.8%	24.5%	33.1%	17.9%
<b>归母净利润（百万元）</b>	<b>268.7</b>	<b>521.4</b>	<b>758.7</b>	<b>1004.2</b>
同比（%）	-42.1%	94.1%	45.5%	32.4%
每股收益（元）	0.30	0.57	0.81	1.05
P/E	31.7	16.4	11.2	8.5

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，按照2023年6月9日收盘市值



### □ 基本面概述

#### □ 23Q1积极销售策略下表现韧性凸显

- 23Q1公司收入-3.6%至7.0亿，我们预计外贸销售表现好于内贸。23Q1公司毛利率小幅-0.2pp至37.7%，期间费用率+1.7pp至28.8%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别+1.7pp/-1.4pp/+1.4pp，财务费用变化主要系报告期利息费用以及汇兑净损失较上年同期增加所致；积极销售策略下销售费用+15.0%。
- 23/04/27公司发布定增说明书申报稿，预计募集不超过12亿用于国内与越南的扩产项目，若项目可顺利实施，公司产能有望扩张、柔性生产能力有望提高，海外生产基地的布局将助力公司持续推进全球化战略。

#### □ 23年来看，加速全球化布局依然是重要议题。

- 随着欧美日对中国贸易壁垒将增加的大背景下，中国企业为规避贸易壁垒对越南加大投资已经渐成趋势，包括ADIDAS、NIKE、ZARA、UNIQLO等国际品牌纷纷选择在越南进行服装加工制造。公司越南工业园建设已于2022年7月正式动工，一期工程预计将于2024年初建成投产。23年开年以来，由于消费行业的复苏滞后于经济复苏，加之下游品牌客户的库存压力，短期订单压力依然存在。我们预计订单拐点在二季度左右出现。

#### □ 盈利预测及估值：

- 公司作为全球综合规模最大、品类最为齐全的服饰辅料企业之一，在辅料生产领域沉淀三十余年，近十年来积极求变成果步入放量红利释放期，已具备向上挑战YKK的能力。
- 我们预计23/24/25年收入分别增长8%/15%/15%至39.2/45.2/52.1亿元，归母净利润分别为5.3/6.1/7.1亿元，同比增长8%/16%/15%。当前市值对应PE为18X/15X/13X，为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；募投项目进展不及预期风险；

表：公司历年收入拆分（单位：百万）

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业收入构成（按产品分）</b>					
纽扣	1090.52	1242.41	1101.78	1390.61	1468.30
YOY	8.64%	13.93%	-11.32%	26.21%	5.59%
收入占比	40.22%	45.47%	44.14%	41.44%	40.47%
毛利率	42.62%	42.21%	41.60%	41.44%	41.19%
拉链	1413.95	1406.56	1330.94	1836.03	2005.83
YOY	4.63%	-0.52%	-5.38%	37.95%	9.25%
收入占比	52.15%	51.48%	53.32%	54.71%	55.29%
毛利率	37.58%	35.44%	36.59%	36.38%	38.06%
其他服装辅料	92.04	73.05	62.94	80.81	106.36
YOY	20.38%	-20.63%	-13.84%	28.39%	31.62%
收入占比	3.39%	2.67%	2.52%	2.41%	2.93%
<b>营业收入构成（按区域分）</b>					
国内区域收入	2133.36	2038.11	1889.86	2447.11	2514.56
收入占比	78.68%	74.59%	75.71%	72.92%	69.31%
海外收入（直接出口）	578.20	694.37	606.26	908.56	1113.51
收入占比	21.32%	25.41%	24.29%	27.08%	30.69%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：盈利预测与估值

<b>盈利预测预估值</b>	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3628.1	3923.0	4524.4	5207.9
同比（%）	8.1%	8.1%	15.3%	15.1%
归母净利润（百万元）	488.9	530.2	613.3	706.0
同比（%）	9.0%	8.5%	15.7%	15.1%
每股收益（元/股）	0.47	0.44	0.51	0.59
P/E（倍）	19.20	17.70	15.30	13.30

数据来源：公司公告，浙商证券研究所，选取2023年6月9日收盘市值

## □ 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

# 行业评级与免责声明

## 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

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>