

纺织服饰

报告日期：2023年07月02日

关注强基本面&高股息率主线，重视出口链左侧机会

——纺织服装行业周报

投资要点

□ 品牌服饰：波司登本周发布年报彰显龙头韧性，行情波动下优选强基本面&高股息率主线

波司登本周发布年报：新财年轻装上阵，稳健增长可期

- ① **逆势盈利能力提升彰显龙头韧性：**22年外部压力下仍实现23/3/31财年收入167.7亿元（同比+3.5%），营业利润28.3亿元（同比+10.0%），归母净利润21.4亿元（同比+3.7%），羽绒服业务盈利能力逆势提升，体现产品力、品牌力及运营实力
- ② **快反支持下存货周转效率持续提升：**23/3/31财年期末集团存货26.89亿元（同比持平），库存周转天数144天（同比-6天），周转改善来自：1）上年末售罄率高，本财年轻装上阵；2）供应链柔性快反及高效物流管理推动拉式补货顺利进行，由此渠道库存压力小，新财年轻装上阵
- ③ **新财年持续推进产品创新及渠道升级：**新财年来看公司将围绕材料、设计创新引领羽绒服市场趋势，线下持续通过门店开大关小、形象升级提升来店体验，线上作为品宣又一重要阵地同时重视零售增长质量。
- ④ **盈利预测及投资建议：**考虑23/3/31财年外部压力以及女装业务的减值压力在新财年影响将显著减弱，我们预计24/25/26财年公司归母净利润26.3/31.2/37.0亿元，同比+23%/+19%/+18%，对应PE 15.5/12.6/10.6X，新财年增长值得期待，估值具备吸引力，分红率超过80%，股息率超过5%，维持“买入”评级。

虽然短期品牌服饰行情波动，但下半年来看，消费修复趋势仍在，本周部分前期回调较多的标的已经重新开始实现反弹，继续建议关注Q2及全年业绩增长弹性充分+低估值类标的的后市表现：

- 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21/13X，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：**纺服板块典型高股息率资产包括海澜之家（23年PE 10.9X，股息率6.3%）、家纺线的富安娜（23年PE 12X，股息率7.1%）、水星家纺（23年PE 10X，股息率5.0%）、罗莱生活（23年PE 13.5X，股息率5.2%）、地素时尚（23年12X，股息率4.8%）。
- 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21X）、特步国际（23年16X）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5.7%），滔搏（23年PE 16X，股息率6.4%）值得关注。
- ④ **高业绩弹性标的：**典型如锦泓集团（折扣收窄+积极拓展加盟渠道+利息负担进一步降低），太平鸟（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），男装板块中的九牧王（效仿波司登打造男裤品类龙头形象，收入增长摊薄费用）。

行业评级：看好(维持)

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

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

研究助理：李陈佳
lichenjia@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《细分化及性价比为618主线，重视出口左侧机会》
2023.06.25
- 2 《品牌端震荡行情持续，重视出口链左侧机会》
2023.06.18
- 3 《品牌端优选强基本面，出口链重视左侧机会》
2023.06.11

□ 纺织制造: Nike 披露年报, 出口链左侧布局机会值得重视

Nike 本周发布年报, 23/5/31 财年业绩本身符合预期, 值得注意的是:

- ① **鞋类表现依旧突出:** 分品类看, 剔除汇率影响后鞋类/服装/配饰收入分别则增长 20%/8%/13%;
- ② **去库存进度符合预期:** 截至 5/31 达到 84.54 亿美元, 同比持平, 环比 2/28 的 89.05 亿下降 5.0%; 从数量来看, 鞋服存货都下降双位数, 服装数量同比下降 20%; 从区域来看, 北美和大中华区存货金额都有高单位数下降、数量都有低双位数下降;
- ③ **新财年指引谨慎:** 新财年收入指引中单位数增长, 考虑可能的消费环境波动后指引相对谨慎, 同时上半财年 (23/6/1-23/11/30) 计划延续去年下半财年的动作, 继续收紧采购, 保证库存健康。

Nike 年报发布后由于谨慎预期申洲股价向下小幅震荡, 但华利由于 Nike 鞋类销售业绩的优秀带动了股价上行; 总体来看清库存拐点预计下半年出现, 叠加大部分制造龙头估值仍在偏低状态, 继续提示出口链的左侧机会, 首推新澳股份 (23 年 11.4X)、申洲国际 (23 年 21X)、华利集团 (23 年 20X), 同时根据各自订单修复情况关注伟星股份 (23 年 18X)、台华新材 (23 年 18X)。

□ 投资建议:

- 1) **A 股品牌服饰:** 继续推荐运动时尚赛道的比音勒芬 (23 年 PE 19X)、报喜鸟 (23 年 PE 13X), 战略改革后有望释放高业绩弹性的九牧王 (23 年 PE 22X), 降本增效成果逐渐体现的休闲龙头太平鸟 (23 年 PE 16X)、建议关注锦泓集团, 以及高分红低估值的家纺龙头水星家纺 (23 年 PE 10X)、罗莱生活 (23 年 PE 14X)、富安娜 (23 年 PE 11X), 男装龙头海澜之家 (23 年 PE 11X)。
- 2) **港股品牌服饰:** 继续推荐运动服饰龙头安踏体育 (23 年 PE 22X)、李宁 (23 年 PE 22X)、特步国际 (23 年 PE 17X); 同时继续提示波司登机会 (24 财年 PE 11X)。
- 3) **纺织制造:** 重视出口链左侧机会, 推荐新澳股份 (23 年 PE 9.3X), 根据订单修复情况建议关注申洲国际 (23 年 PE 19X)、华利集团 (23 年 PE 19X)、伟星股份 (23 年 PE 18X)、台华新材 (23 年 PE 16X)。

□ 风险提示: 终端销售不及预期; 品牌间竞争加剧;

正文目录

1 本周核心观点：品牌端优选强基本面，出口链重视左侧机会	5
1.1 品牌服饰：波司登本周发布年报彰显龙头韧性，行情波动下优选强基本面&高股息率主线	5
1.2 纺织制造：Nike 披露年报，出口链左侧布局机会值得重视	5
2 行业重要数据跟踪	7
2.1 本周板块表现	7
2.2 社零数据	8
2.3 出口数据	8
2.4 原材料数据	9
3 风险提示	13

图表目录

图 1: A 股标的本周涨跌幅 (单位: %)	7
图 2: A 股标的年初至今涨跌幅 (单位: %)	7
图 3: 港股标的本周涨跌幅 (单位: %)	7
图 4: 港股标的年初至今涨跌幅 (单位: %)	7
图 5: A 股板块指数涨跌幅	7
图 6: 港股标板块指数涨跌幅	7
图 7: 社零总额增速 (单位: %)	8
图 8: 社零服装鞋帽针纺织类增速 (单位: %)	8
图 9: 2019 年至今中国主要纺织品出口数据 (当月同比增速, 单位: %)	8
图 10: 2019 年至今越南主要纺织品出口数据 (当月同比增速, 单位: %)	9
图 11: 2018 年 1 月至今 328 级棉花现货价格走势	9
图 12: 2018 年 1 月至今 328 级棉花期货价格走势	9
图 13: 2018 年 1 月至今 CotlookA 级棉花现货价格走势	9
图 14: 2018 年 1 月至今 NYBOT2 号棉花期货价格走势	9
图 15: 我国棉花商业库存	10
图 16: 我国棉花工业库存	10
图 17: 我国纱线库存天数 (单位: 天)	10
图 18: 我国坯布库存天数 (单位: 天)	10
图 19: 2018 年 1 月至今鸭绒价格 (单位: 元/千克)	10
图 20: 2018 年 1 月至今鹅绒价格 (单位: 元/千克)	10
图 21: 尼龙 6 原材料价格 (单位: 元/吨)	11
图 22: 纽约原油、布伦特原油 (单位: 美元/桶)	11
图 23: CCFEI 价格指数:氨纶 20/40D (单位: 元/吨)	11
图 24: CCFEI 价格指数:涤纶 DTY/POY (单位: 元/吨)	11
图 25: CCFEI 价格指数:锦纶 DTY/FDY (单位: 元/吨)	11
图 26: 市场价:粘胶短纤:1.5D/38mm (单位: 元/吨)	11
图 27: 市场价:涤纶短纤:1.4D*38mm (单位: 元/吨)	12
图 28: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数	12
图 29: 2018 年 1 月至今美元兑人民币中间价	12

1 本周核心观点：品牌端优选强基本面，出口链重视左侧机会

1.1 品牌服饰：波司登本周发布年报彰显龙头韧性，行情波动下优选强基本面&高股息率主线

波司登本周发布年报：新财年轻装上阵，稳健增长可期

逆势盈利能力提升彰显龙头韧性： 22年外部环境承压，仍实现23/3/31财年收入167.7亿元（同比+3.5%），营业利润28.3亿元（同比+10.0%），归母净利21.4亿元（同比+3.7%），羽绒服业务盈利能力逆势提升，体现产品力、品牌力及运营实力

快反支持下存货周转效率持续提升： 23/3/31财年末集团存货26.89亿元（同比持平），库存周转天数144天（同比-6天），周转改善来自：1）上财年末售罄率高，本财年轻装上阵；2）供应链柔性快反及高效物流管理推动拉式补货顺利进行，由此渠道库存压力小，新财年轻装上阵

新财年持续推进产品创新及渠道升级： 新财年来看公司将围绕材料、设计创新引领羽绒服市场趋势，线下持续通过门店开大关小、形象升级提升来店体验，线上作为品宣又一重要阵地同时重视零售增长质量。

盈利预测及投资建议： 考虑23/3/31财年外部压力以及女装业务的减值压力在新财年影响将显著减弱，我们预计24/25/26财年公司归母净利26.3/31.2/37.0亿元，同比+23%/+19%/+18%，对应PE 13.5/11.4/9.6X，新财年增长值得期待，估值具备吸引力，分红率超过80%，股息率超过5%，维持“买入”评级。

虽然短期品牌服饰行情波动，但下半年来看，消费修复趋势仍在，本周部分前期回调较多的标的已经重新开始实现反弹，继续建议关注Q2及全年业绩增长弹性充分+低估值类标的的后市表现：

- 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21/13X，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：** 纺服板块典型高股息率资产包括海澜之家（23年PE 10.9X，股息率6.3%）、家纺线的富安娜（23年PE 12X，股息率7.1%）、水星家纺（23年PE 10X，股息率5.0%）、罗莱生活（23年PE 13.5X，股息率5.2%）、地素时尚（23年12X，股息率4.8%）
- 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21X）、特步国际（23年16X）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5.7%），滔搏（23年PE 16X，股息率6.4%）值得关注
- ④ **高业绩弹性标的：** 典型如锦泓集团（折扣收窄+积极拓展加盟渠道+利息负担进一步降低），太平鸟（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），男装板块中的九牧王（效仿波司登打造男裤品类龙头形象，收入增长摊薄费用）。

1.2 纺织制造：Nike披露年报，出口链左侧布局机会值得重视

Nike本周发布年报，23/5/31财年业绩本身符合预期，值得注意的是：

鞋类表现依旧突出：分品类看，剔除汇率影响后鞋类/服装/配饰收入分别增长20%/8%/13%；

去库存进度符合预期：截至5/31达到84.54亿美元，同比持平，环比2/28的89.05亿下降5.0%；从数量来看，鞋服存货都下降双位数，服装数量同比下降20%；从区域来看，北美和大中华区存货金额都有高单位数下降、数量都有低双位数下降；

新财年指引谨慎：新财年收入指引中单位数增长，考虑可能的消费环境波动后指引相对谨慎，同时上半财年（23/6/1-23/11/30）计划延续去年下半财年的动作，继续收紧采购，保证库存健康。

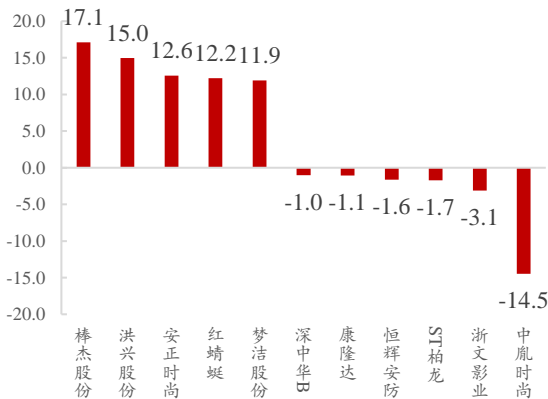
Nike 年报发布后由于谨慎预期申洲股价向下小幅震荡，但华利由于 Nike 鞋类销售成绩的优秀带动了股价上行；总体来看清库存拐点预计下半年出现，叠加大部分制造龙头估值仍在偏低状态，继续提示出口链的左侧机会，首推新澳股份（23 年 11.4X）、申洲国际（23 年 21X）、华利集团（23 年 20X），同时根据各自订单修复情况关注伟星股份（23 年 18X）、台华新材（23 年 18X）。

2 行业重要数据跟踪

2.1 本周板块表现

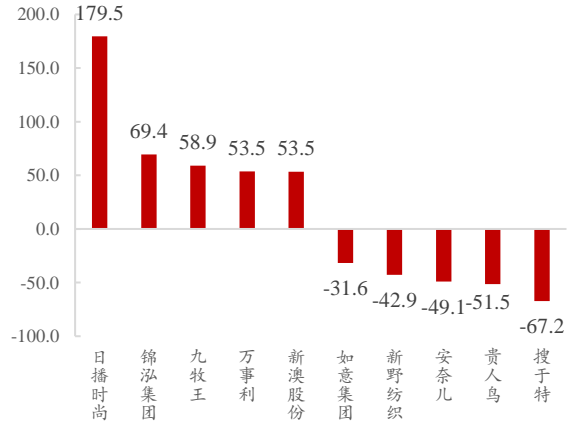
本周(6/26-6/30)上证综指上涨0.1%，深证成指下跌0.3%，沪深300下跌0.6%，其中纺织服装板块上涨4.8%，纺织制造板块上涨4.4%，服装家纺板块上涨4.9%。

图1: A股标的本周涨跌幅(单位: %)



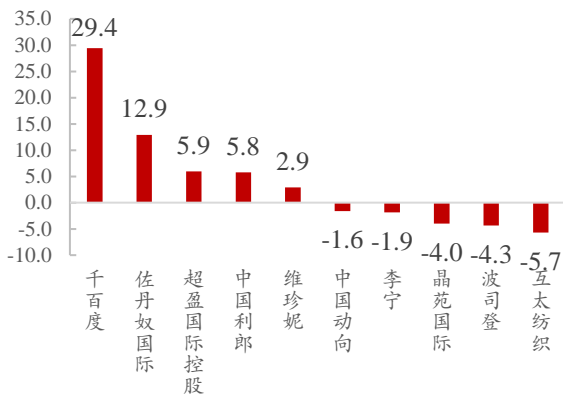
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: A股标的年初至今涨跌幅(单位: %)



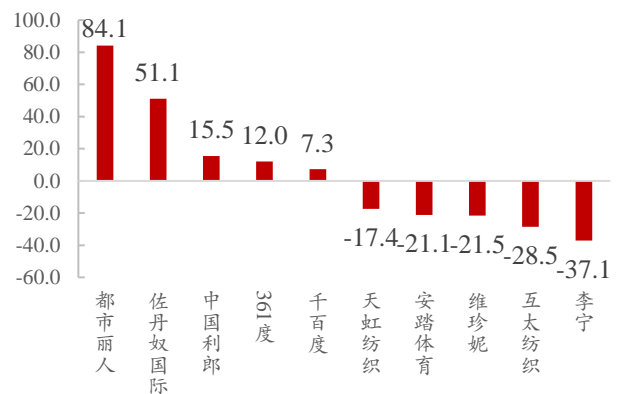
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 港股标的本周涨跌幅(单位: %)



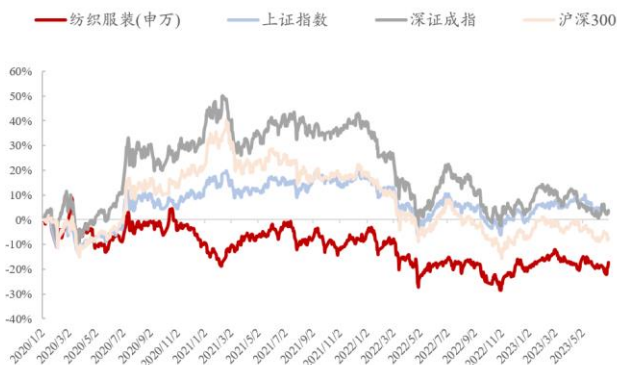
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 港股标的年初至今涨跌幅(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: A股板块指数涨跌幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 港股标板块指数涨跌幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 社零数据

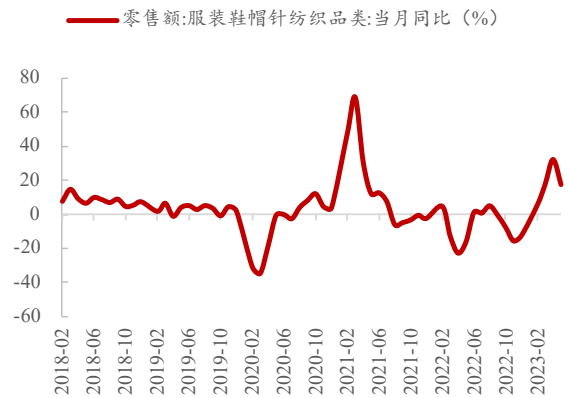
2023年5月，社会消费品零售总额同比增长12.7%，其中服装鞋帽针纺织品类当月同比增长17.6%。

图7：社零总额增速（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：社零服装鞋帽针纺织品类增速（单位：%）

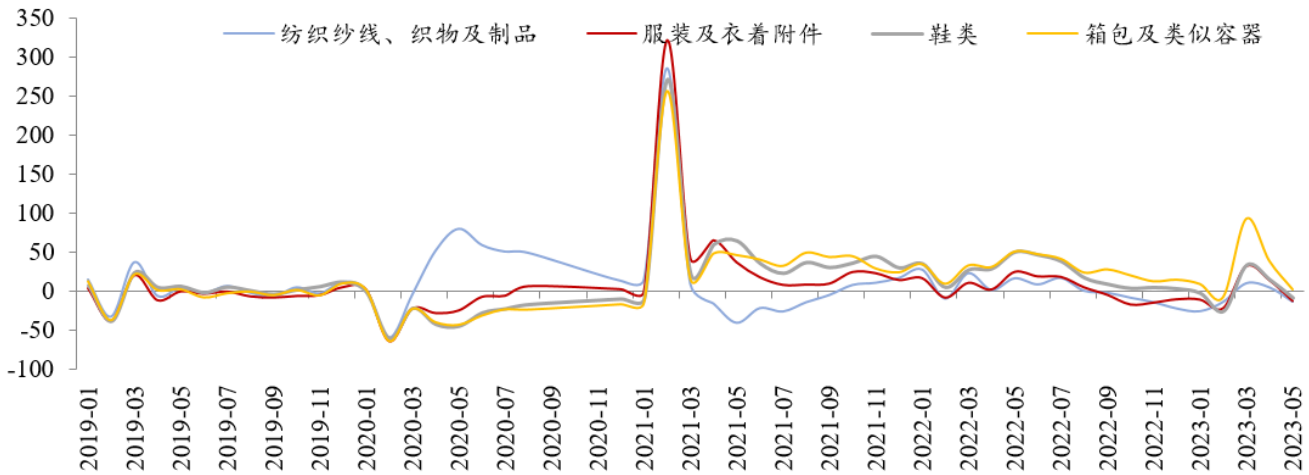


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 出口数据

2023年5月，中国纺织纱线、织物及制品出口金额120.2亿美元（同比-14.3%），服装及衣着附件出口金额133.0亿美元（同比-12.5%），鞋类出口金额46.0亿美元（同比-9.8%），箱包及类似容器出口金额33.4亿美元（同比+1.2%）。

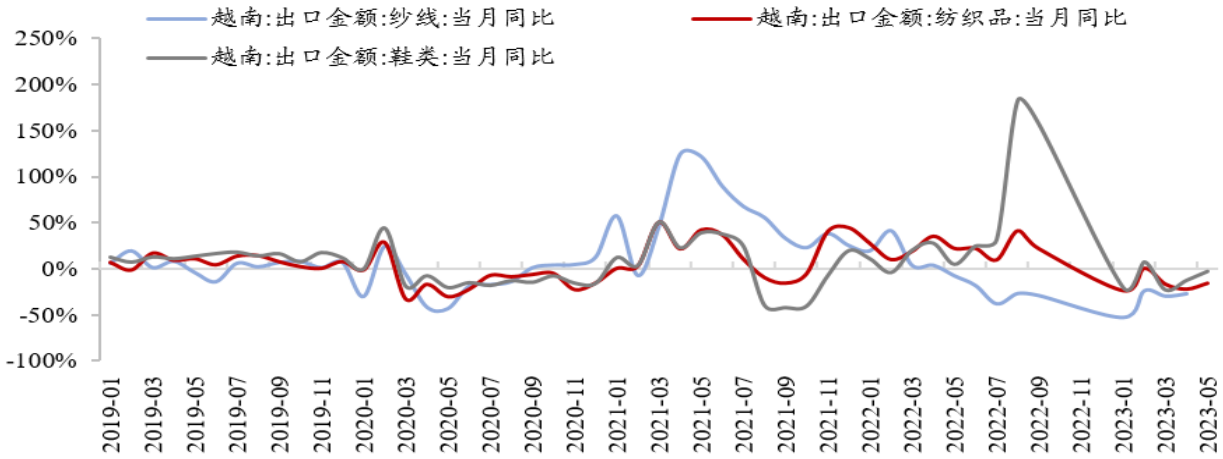
图9：2019年至今中国主要纺织品出口数据（当月同比增速，单位：%）



资料来源：国家海关总署，浙商证券研究所

2023年6月，越南纺织品出口额31.0亿美元，同比-15.1%，年初以来累计同比-15.3%；鞋类出口额19.5亿美元，同比-22.0%，年初以来累计同比-15.2%；2023年5月，越南纱线出口额3.9亿美元，同比-10.9%，年初以来累计同比-28.8%。降幅环比逐渐收窄。

图10: 2019年至今越南主要纺织品出口数据(当月同比增速, 单位: %)



资料来源: 越南统计局, 浙商证券研究所

2.4 原材料数据

国内棉花价格情况: 本周(6/26-6/30) 328级棉花现货周均价: 17326元/吨(环比上周-0.78%); 328级棉花期货周均价: 16370元/吨(环比上周-0.84%)。

图11: 2018年1月至今328级棉花现货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 2018年1月至今328级棉花期货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

海外棉花价格情况: 本周(6/26-6/30) CotlookA现货周均价: 15308元/吨(环比上周-2.59%); NYBOT2号棉花期货周均价: 78.37美分/磅(环比上周-2.02%)。

图13: 2018年1月至今CotlookA级棉花现货价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 2018年1月至今NYBOT2号棉花期货价格走势

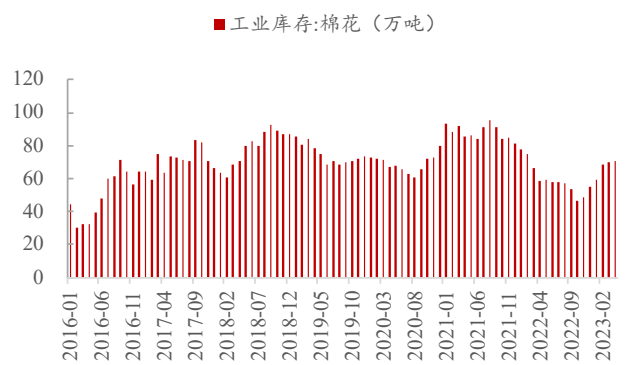
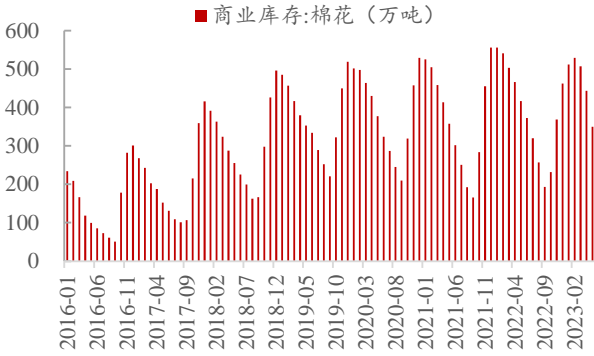


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

棉花库存情况: 2023年5月棉花商业库存349.28万吨(环比上月-21.24%); 2023年4月棉花工业库存70.56万吨(环比上月+1.36%)。

图15: 我国棉花商业库存

图16: 我国棉花工业库存



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

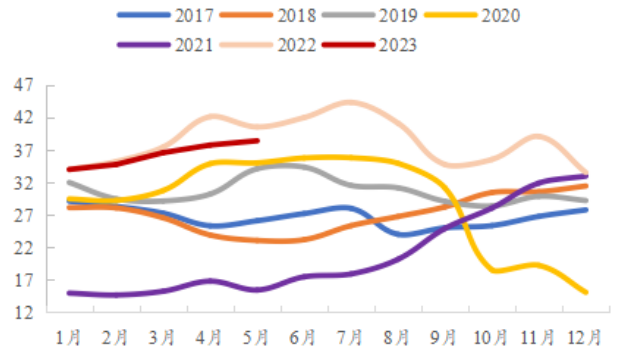
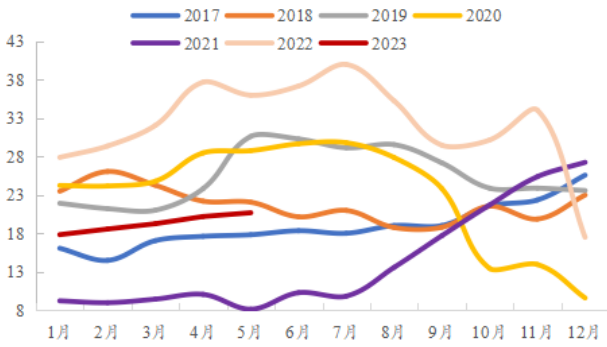
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

纱线库存情况: 2023年5月纱线库存20.67天, 环比变化+0.49天, 同比变化-15.29天。

坯布库存情况: 2023年5月坯布库存38.41天, 环比变化+0.66天, 同比变化-2.13天。

图17: 我国纱线库存天数(单位: 天)

图18: 我国坯布库存天数(单位: 天)



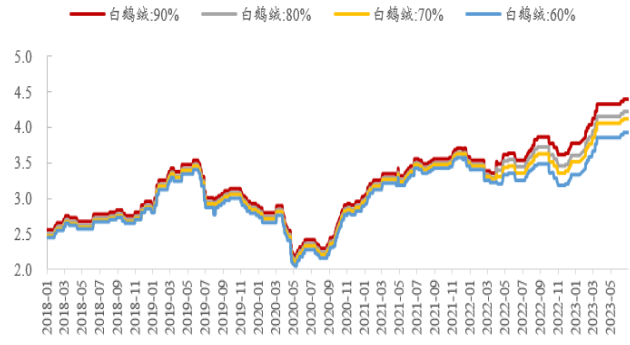
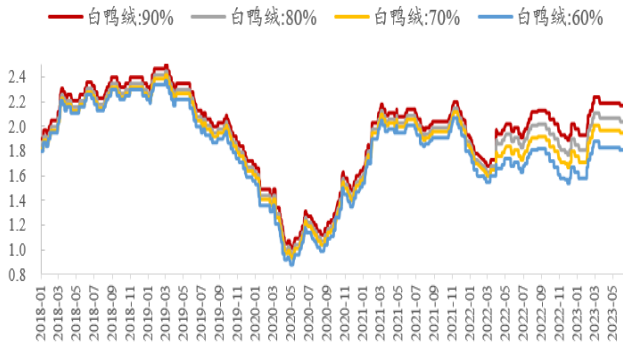
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

羽绒价格情况: 本周(6/26-6/30)90%/80%/70%/60%鸭绒平均价格分别为2.16/2.04/1.94/1.80元/千克, 环比上周下跌0.28%/0.20%/0.31%/0.33%; 本周(6/26-6/30)90%/80%/70%/60%鹅绒平均价格分别为4.39/4.23/4.11/3.92元/千克, 环比上周持平。

图19: 2018年1月至今鸭绒价格(单位: 元/千克)

图20: 2018年1月至今鹅绒价格(单位: 元/千克)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

化纤价格情况: 本周(6/26 -6/30) NYMEX 轻质原油期货收盘平均价格 69.39 美元/桶, 环比变化-1.67%。

本周(6/26 -6/30) 己内酰胺国内现货平均价格为 11860 元/吨, 环比变化-1.98%; PA6 国内现货平均价格为 12560 元/吨, 环比变化-0.32%。

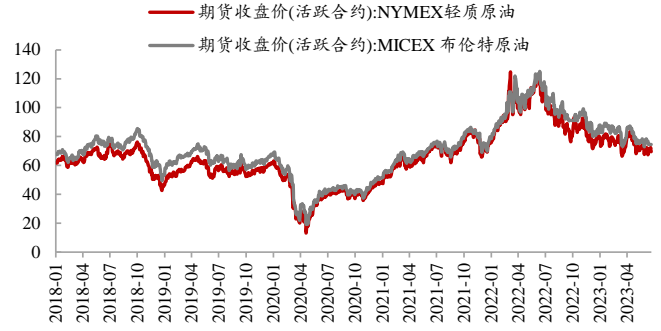
本周(6/26-6/30)粘胶短纤/涤纶短纤/氨纶 20D/氨纶 40D/锦纶 DTY/锦纶 FDY/涤纶 DTY/涤纶 POY 的平均价格分别为 12863/7163/36000/31120/17900/16350/8850/7360 元/吨, 环比变化为-0.29%/-0.52%/0.00%/-0.39%/0.00%/-0.30%/-0.47%/-1.58%。

图21: 尼龙6原材料价格(单位: 元/吨)



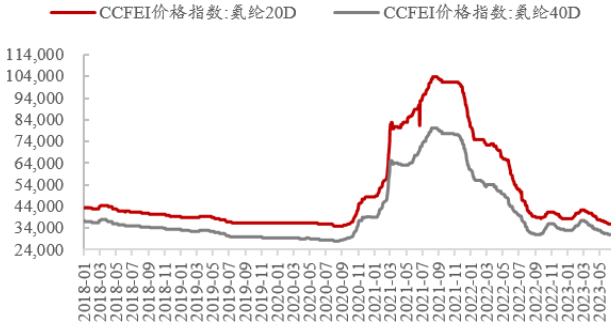
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 纽约原油、布伦特原油(单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: CCFEI 价格指数:氨纶 20/40D(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

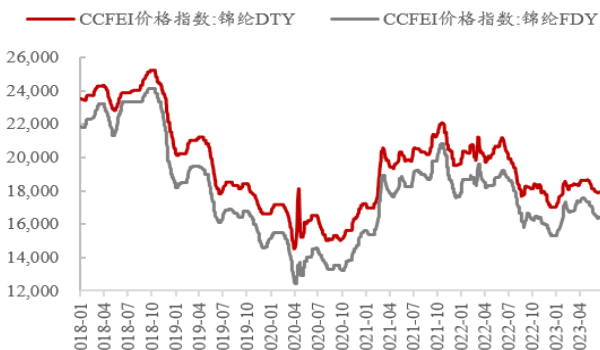
图24: CCFEI 价格指数:涤纶 DTY/POY(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

羊毛价格: 澳大利亚羊毛交易所 6 月 15 日指数为 799, 均价环比上周-0.99%。

图25: CCFEI 价格指数:锦纶 DTY/FDY(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 市场价:粘胶短纤:1.5D/38mm(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 市场价:涤纶短纤:1.4D*38mm (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

羊毛价格: 澳大利亚羊毛交易所 6 月 15 日指数为 799, 均价环比上周-0.99%。

人民币汇率情况: 本周 (6/26 -6/30) 美元兑人民币汇率平均水平为 1:7.21, 环比上周 +0.86%。

图29: 2018 年 1 月至今美元兑人民币中间价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

- 1、**终端销售不及预期**: 整体经济增速放缓, 导致销售复苏不及预期
- 2、**消费力复苏不及预期**: 终端门店客流复苏 \downarrow 消费力持续低于预期
- 3、**品牌间竞争加剧**: 消费者风格偏好、购物习惯变化导致市场风格变化、品牌间竞争加剧

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>