

纺服行业2023年中期投资策略

终端消费复苏，制造拐点渐进

西南证券研究发展中心
纺服研究团队
2023年6月

核 心 观 点

➤ 运动服饰：低谷已过，行业持续改善

从23Q1各运动品牌流水数据来看，流水增速均已转正并实现稳健增长，去库存带来库销比改善，预计流水保持恢复趋势。考虑到22Q2低基数，预计23Q2运动服饰增速继续向上，折扣率回升，行业集中度持续提高。具体来看，龙头品牌进一步稳固先发优势：安踏在管理层组织架构迭代后焕发新生机，FILA品牌恢复正常增长，户外品牌实现高增长，多品牌布局夯实竞争力；李宁深耕产品，渠道效率进一步向好；特步国际和361度继续纵向深耕渠道，品牌粘性持续提升。推荐安踏体育、李宁、比音勒芬。

➤ 纺织制造：下游库存拐点将近，盈利能力有望改善

随着下游库存去化渐入尾声，2023下半年纺织制造企业订单需求有望迎来拐点。美国服装批发库存和零售库存增速都明显下降。从国际品牌来看，Nike、Adidas、Lululemon最新财报显示其库存绝对值及增速均显著改善。预计下半年订单增速有望向好，部分在产能、交货期、研发设计等方面优势稳固的纺织制造龙头市占率有望进一步提升。推荐华利集团、新澳股份。

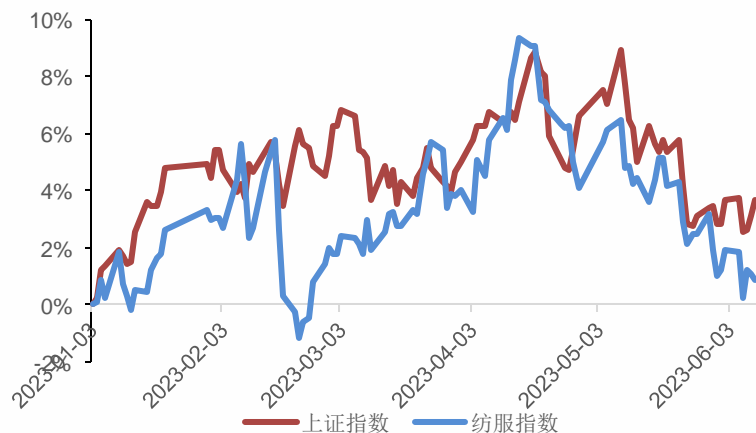
➤ 黄金珠宝：黄金等国潮产品崛起，头部品牌份额提升

2023年以来受益于线下消费场景复苏叠加婚庆刚需释放，珠宝行业消费旺盛，增速在可选消费中表现亮眼。展望来看，考虑到1）黄金工艺升级带动悦己需求逐步崛起，2）古法金等工艺升级受消费者认可，3）品牌方加大线下和线上渠道深耕，黄金国潮产品崛起，预期头部品牌中国黄金、潮宏基、周大生等市场份额将持续提升。

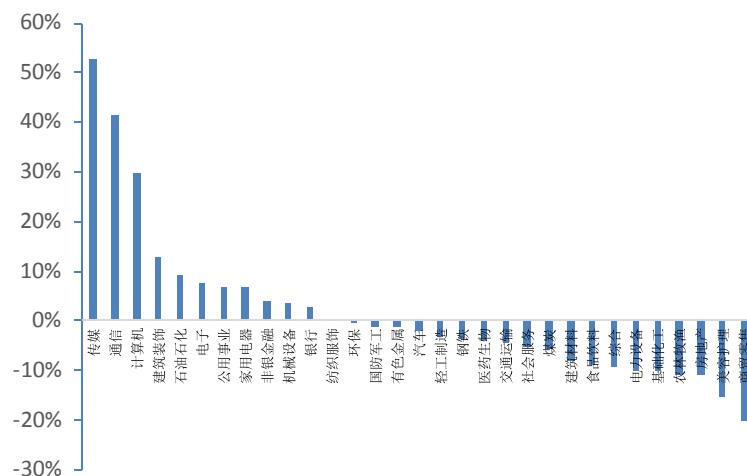
➤ 风险提示：下游库存去化不及预期的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

行业回顾：纺服（申万）板块年初至今走势

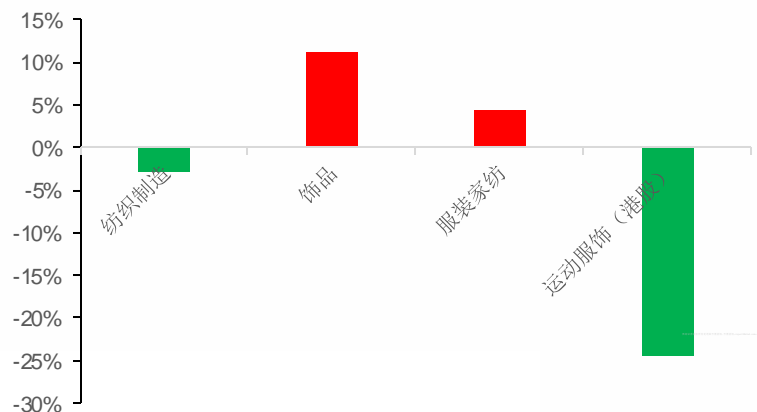
纺服（申万）指数相对上证指数走势



纺服（申万）收益率在各行业中排名12位



纺服（申万）各子板块涨跌幅



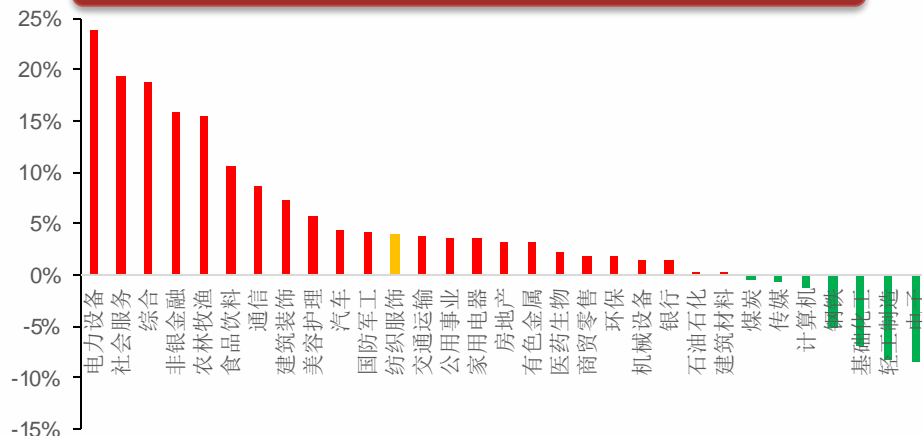
- 2023年初至6月30日，申万纺服指数累计上涨1.27%，同期上证指数上涨3%，纺服指数跑输大盘1.7个百分点。
- 在全部31个申万一级行业中，纺服行业收益率排名第12位。
- 纺服各子板块中，饰品涨幅最大（+11.3%），港股运动服饰跌幅最大（-24.5%）。

数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

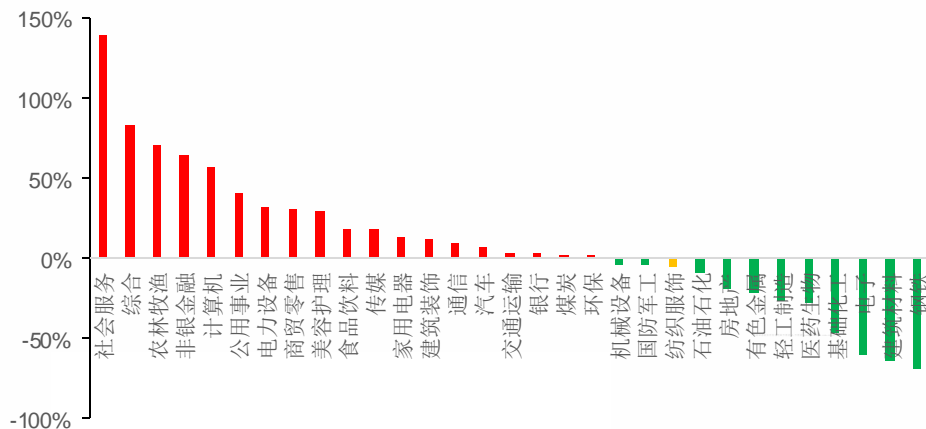
行业回顾：23Q1申万各行业营收及净利润增速对比

2023年一季度各行业营收增速对比



□ 23Q1申万纺服行业营收同比增长3.9%，在申万一级行业中位列第12位，零售消费趋势改善，服饰消费复苏。

2023年一季度各行业净利润增速对比



□ 净利润同比下降5.3%，排名第22位。主要受海外高通胀需求疲软影响，纺织制造订单恢复较慢，盈利能力有所承压。

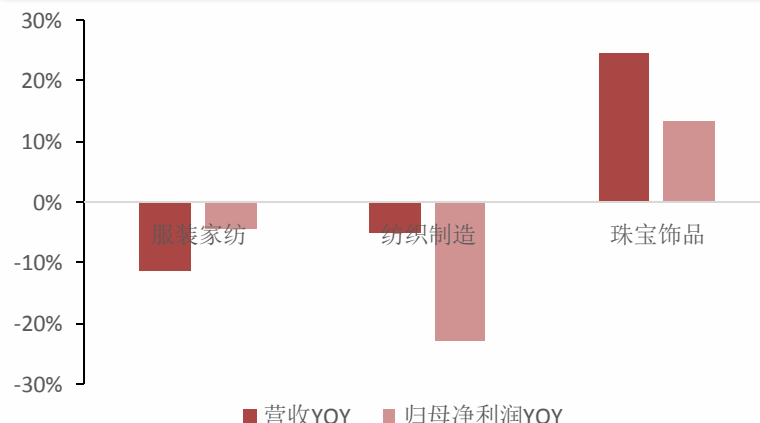
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

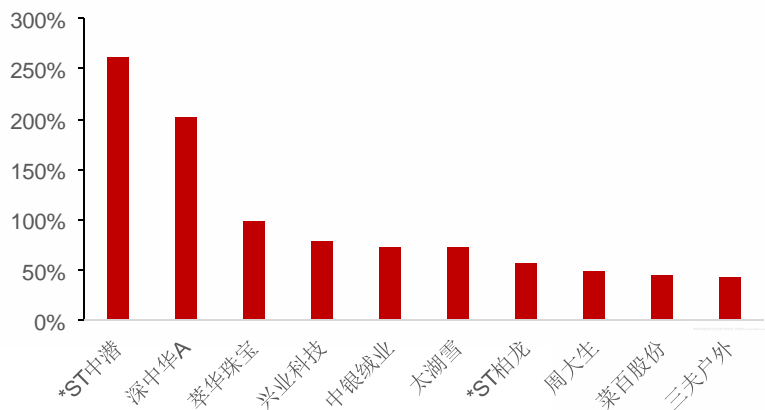
板块回顾：23Q1子板块营收及净利润增速

- 分板块看，23Q1珠宝板块实现收入及利润增速的较快增长，主要是随着金价上涨，去年积压的消费需求和婚庆需求逐步释放，同时悦己消费占比提升，珠宝首饰板块迎来较强的恢复趋势。其中黄金产品增长亮眼，龙头品牌渠道加速扩张，市占率提升，预计Q2仍能延续较快增长态势。
- 从业绩表现看，萃华珠宝、兴业科技、周大生等公司得益于终端消费回暖，实现了业绩的较快增长。

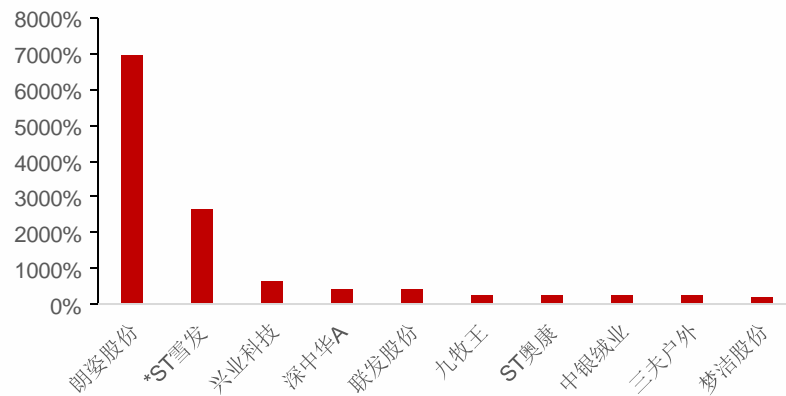
23Q1各子板块营收及净利润增速



板块营收增速TOP10标的



板块净利润增速TOP10标的



数据来源：Wind，西南证券整理

运动服饰：低谷已过，行业持续改善

- 从23Q1各运动品牌流水数据来看，流水增速均已转正并实现稳健增长，去库存带来库销比改善。考虑到22Q2低基数，预计23Q2运动服饰增速继续向上，折扣率回升，经营质量持续提升。
- 具体来看，安踏在管理层组织架构迭代后焕发新生机，FILA品牌恢复正常增长，户外品牌高增长；李宁深耕大单品，渠道效率进一步向好；特步国际和361度扎根2线及以下市场份额，品牌知名度持续提升。

表：各运动品牌22Q1-23Q1季度流水数据

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
安踏					
安踏牌	10%-20%	中单位数下降	中单位数增长	高单位数负增长	中单位数正增长
FILA牌	中单位数	高单位数下降	10%-20%低段	10%-20%低段负增长	高单位数正增长
其他品牌	40%-45%	20%-25%	40%-45%	10%-20%低段正增长	75-80%的正增长
李宁					
全平台（不含李宁young）	20%-30%高段	高单位数下降	10%-20%中段	10%-20%低段下降	中单位数
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
直营	30%-40%中段	10-20%高段下降	20%-30%低段	10%-20%中段下降	10%-20%终端
加盟	20%-30%低段	10-20%高段下降	10%-20%低段	20%-30%低段下降	中单位数
电商平台	30%-40%中段	中单位数增加	20%-30%中段	中单位数增长	10%-20%低段
特步国际					
零售销售增长（线上线下）	30%-35%	中双位数增长	20%-25%	高单位数下跌	约20%的增长
零售折扣水平	约七五折	七折至七五折	七折至七五折	七折	七到七五折
零售存货周转	约四个月		四个半月至五个月		小于5个月
361度					
主品牌	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	大致持平	低双位数增长
童装品牌	20%-25%增长	20%-25%	20%-25%	低单位数正增长	20%-25%增长
电商平台	50%	40%	约45%	约25%	35%增长

数据来源：Wind、公司公告，西南证券整理
www.swsc.com.cn

运动服饰：低谷已过，行业持续改善

- 折扣率与库存瓶颈已过，消费修复带动经营改善。
国内运动品牌在经历22Q4加深折扣去库存后，23年Q1以来在消费持续修复带动下库销比与折扣率均有所改善。
- 展望来看，预计下半年各品牌库存去化接近完成，行业整体有望持续受益于消费场景修复带来的店效回升。此外各头部国产品牌有望凭借产品及渠道升级、性价比优势，持续获得消费者青睐，市场份额有望不断提升。

表：22Q1-23Q1国内头部运动品牌存货周转期

品牌	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
安踏主品牌	5个月+	5个月+	6个月	略高于6	4.5-5
FILA	6-7个月	7-8个月	7-8个月	6-7	5以内
李宁	4个月	3.6个月	4个月+	4.2	4.2以内
特步国际	4个月	4.5个月	4.5-5个月	5.5	5以内
361度	4.5个月	小于5月	5个月	5.5个月	5个月

表：22年各运动品牌业绩增速拆分

品牌	2022年营收YOY	2022年店效YOY	2022年门店数量YOY	电商渠道营收YOY
安踏主品牌	+15.5%	-3.9%	+2.1%	+17.7%
FILA	-1.4%	-15.8%	-3.4%	+30%以上
李宁	+14.3%	持平	+6.5%	+16.4%
特步国际	+29.1%	-5.4%	+6.9%	+30%
361度	+17.3%	持平	+4%	+37.3%

表：22Q1-23Q1国内头部运动品牌折扣率

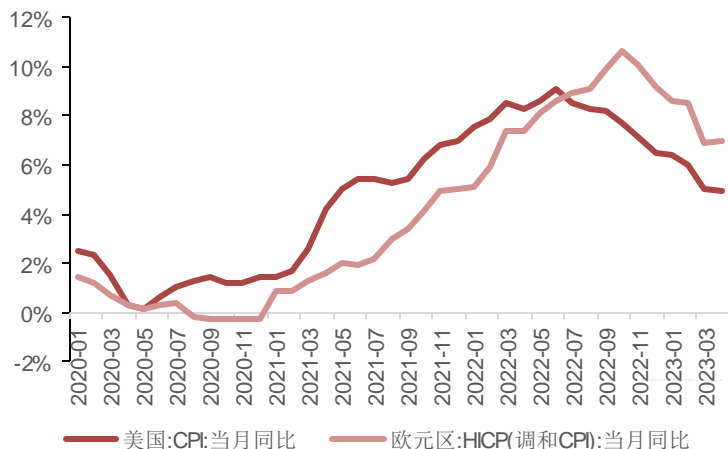
品牌	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
安踏主品牌	七三折	约为七五折	七四折左右	七二折	七三折
FILA	七五折	约为七五折	七四折至七五折	/	七五折
李宁	七折低端	六折高端	六折中端	六折高端	六五折至七折
特步国际	约七五折	七折至七五折	七折至七五折	七折	七-七五折
361度	六五折左右	六五折至七折	(双十一电商)六折	七折	七-七二折

数据来源：公司公告，西南证券整理；注：李宁折扣率为线下（含奥莱），其余为全平台折扣率。

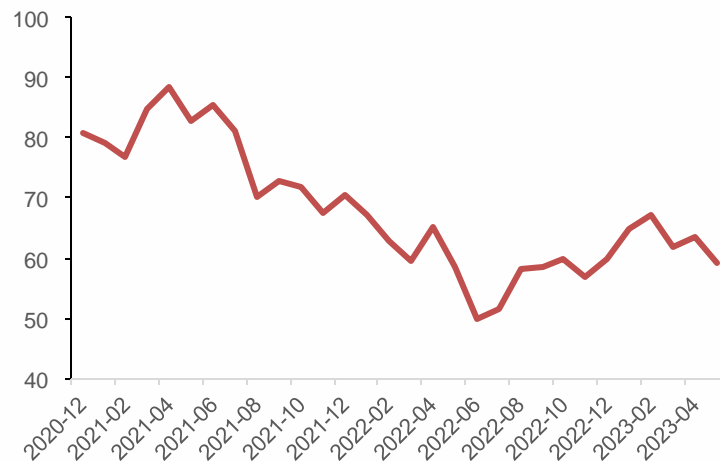
纺织制造：下游库存拐点将近

- 2023年年初以来欧美地区通胀有所回落，消费者信心整体回升，美国地区服装类零售及批发类库存增速持续下行，下游库存拐点将近。
- 从出口来看，23年以来纺织服饰类出口呈现“冲高回落”的特征。年初出口在供应链恢复带动下小幅冲高，3月单月纺织原料及制品同比增速达到9.1%。但受全球经济修复力度疲软影响，海外品牌仍在去库过程中，增长动能边际放缓。2023年5月纺织原料及纺织制品出口同比下滑14.3%，衣着附件类出口同比下滑12.5%。
- 展望下半年，尽管全球经济修复仍具不确定性，但下游品牌端库存去化已接近尾声，且通胀持续回落，行业整体有望迎来改善。

美国、欧洲通胀持续回落



美国密歇根大学消费者信心指数



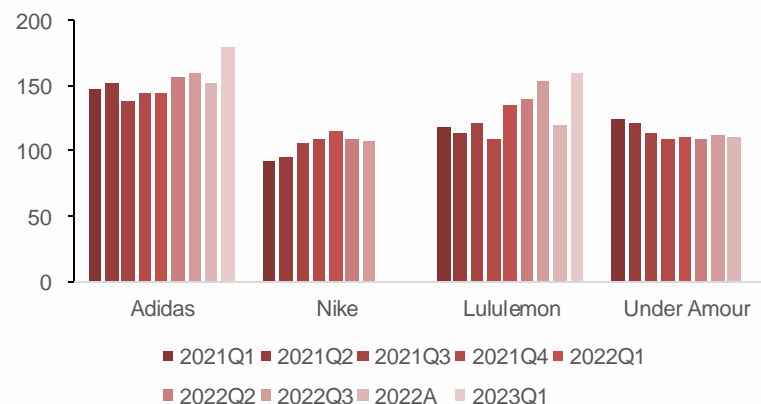
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

纺织制造：下游库存拐点将近

- 在年初以来海外通胀持续回落的背景下，部分国际品牌库存去化顺利推进，如Nike、Adidas、Lululemon最新财报显示其库存绝对值及增速均显著改善。
- 综合来看，2023下半年随着下游库存去化渐入尾声，制造端订单需求有望迎来拐点，看好纺织制造龙头企业业绩弹性兑现。

21Q1-23Q1各国际运动品牌库存周转天数



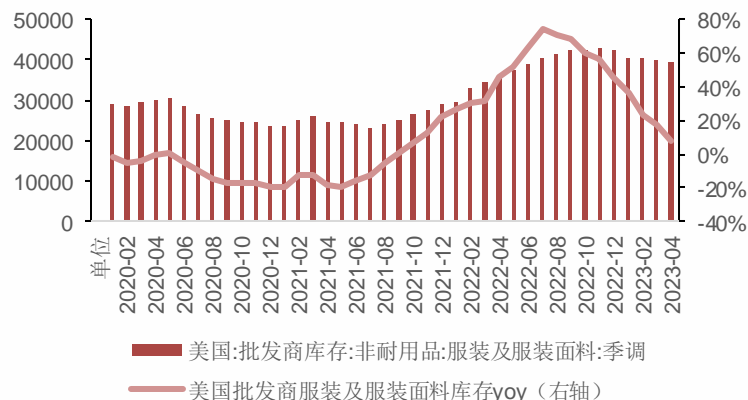
表：2021Q3-2023Q1各国际运动品牌库存情况

	2021Q3	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022A	2023Q1
Adidas库存（亿欧元）	36.6	40.1	45.4	54.8	63.2	60	57
yoy	-21%	-9%	15%	34%	70%	50%	27%
Nike库存（亿美元）	77.0	84.0	96.6	93	89		
yoy	15%	23%	44%	43%	15.58%		
Lululemon库存（亿美元）	9.4	9.7	13.0	15.0	17	14 16	
yoy	22%	49%	77%	90%	88%	23.1%	
Under Armour库存（亿美元）	9.0	8.2	10.0	11.0	12	12	
yoy	-27%	-11%	11%	22%	33%	46.3%	

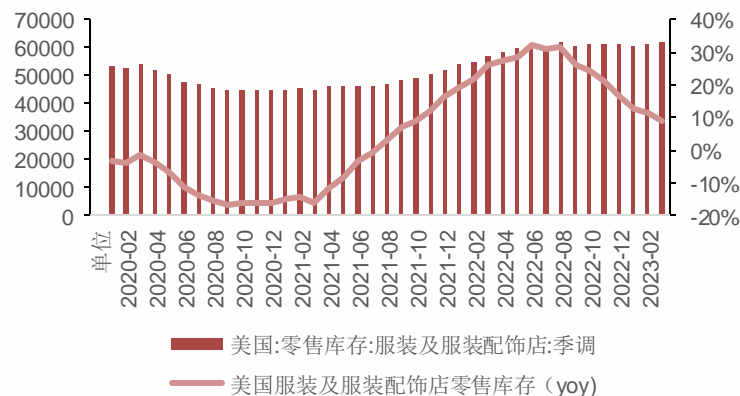
数据来源：Wind，各公司财报，西南证券整理；注：为了更好的对比，将Nike单季度调为2022 Calendar Year

纺织制造：海外库存增速回落

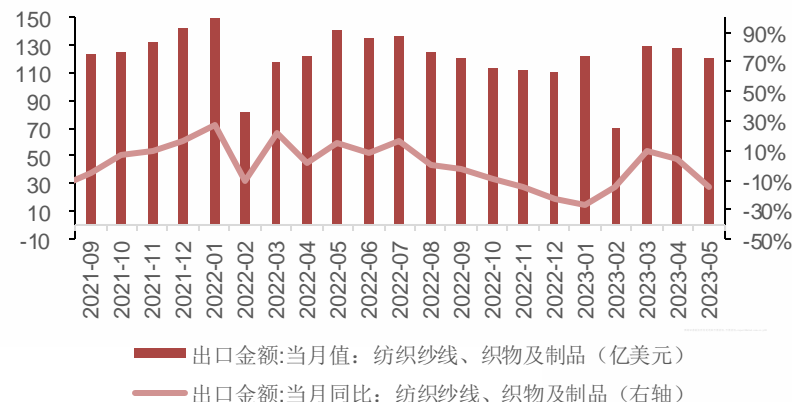
美国服装类批发库存



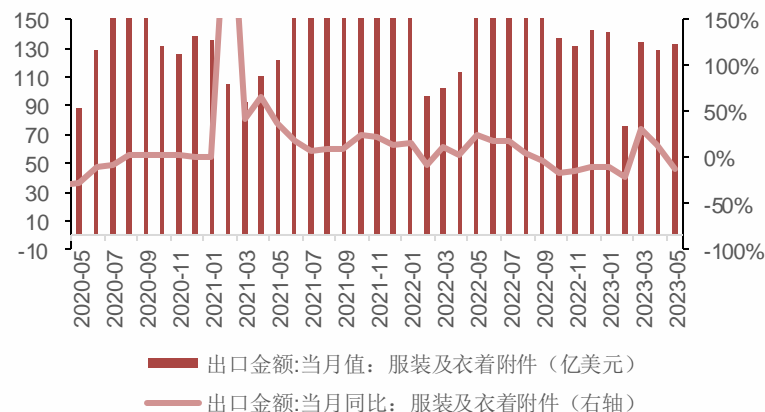
美国服装类零售库存



纺织原料及纺织制品出口金额及增速



针织或钩编的服饰及衣着附件出口金额及增速



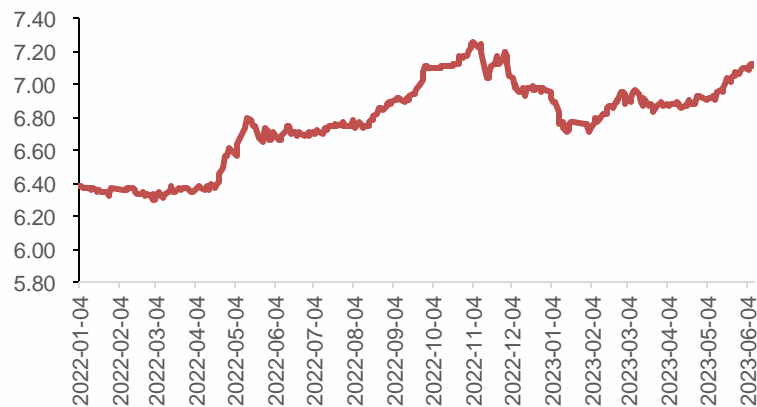
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

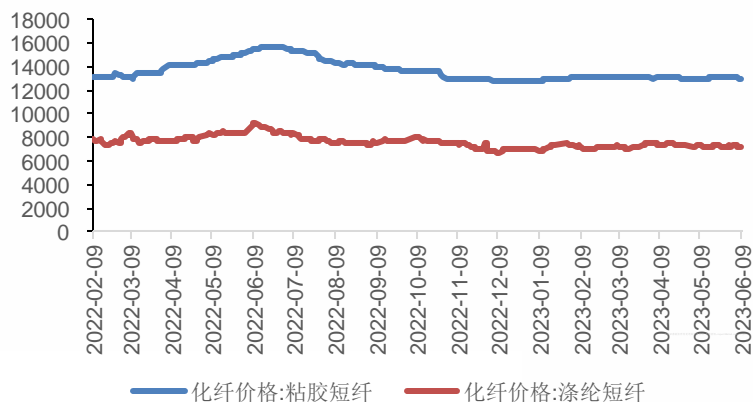
纺织制造：人民币贬值，原材料价格处于低位

- 从22Q3-23Q1业绩增速看，2022年在海外去库压力下，大部分纺织制造出口企业已经经历了连续几个季度的低增长或下滑，部分企业降幅收窄。随着下半年基数降低和海外库存回落，订单增速有望继续回暖。
- 利润端来看，原材料价格低位及人民币汇率贬值对盈利能力有提振作用。2023年3月以来人民币对美元汇率呈现贬值趋势，出口企业有望受益于汇兑收益；此外纱线、坯布、棉花、粘胶短纤等原材料价格处于低位，预计盈利能力在23Q2后有所改善。

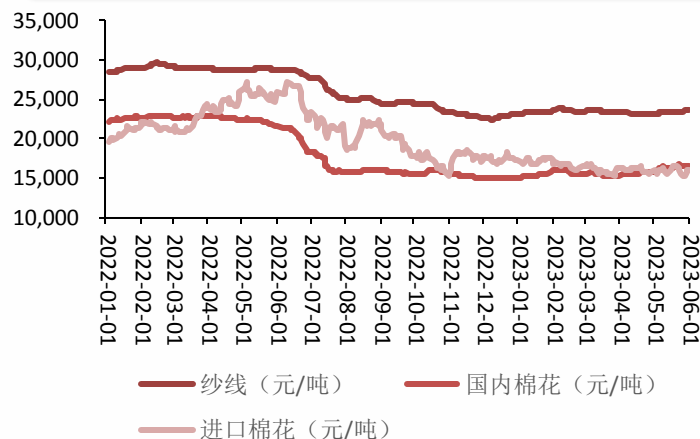
人民币兑美元汇率走势



粘胶/涤纶短纤价格走势



纱线/棉花价格走势

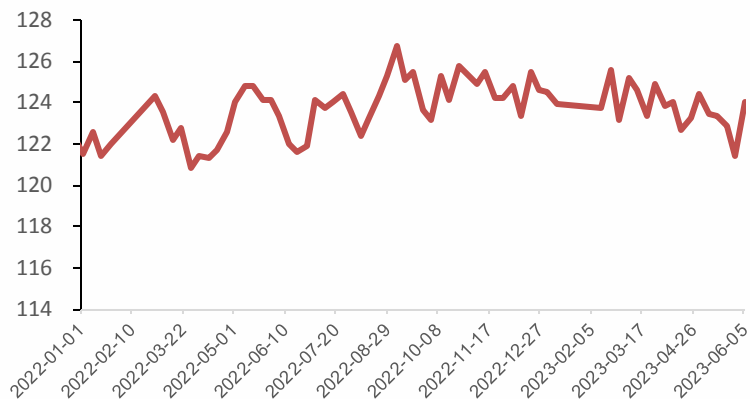


数据来源：Wind，西南证券整理

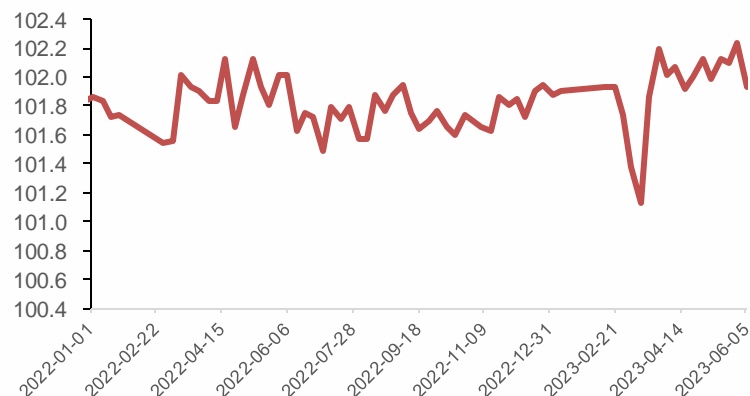
www.swsc.com.cn

纺织制造：人民币持续贬值，原材料价格处于低位

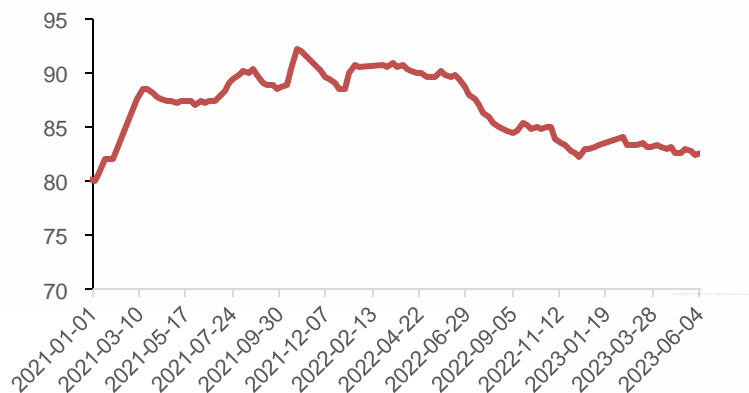
柯桥纺织坯布类价格走势



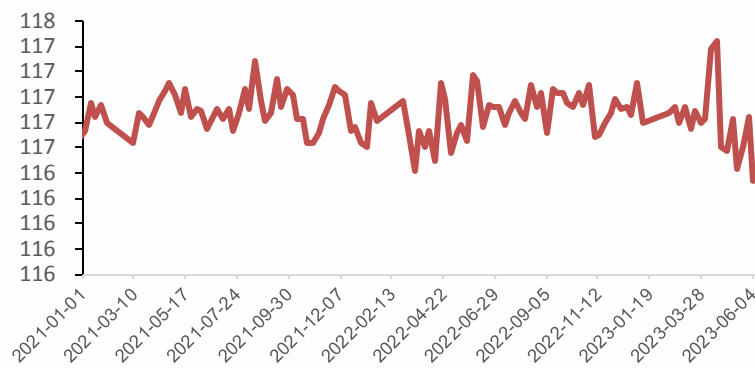
柯桥纺织家纺类价格走势



柯桥纺织原料类价格走势



柯桥纺织服饰面料类价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

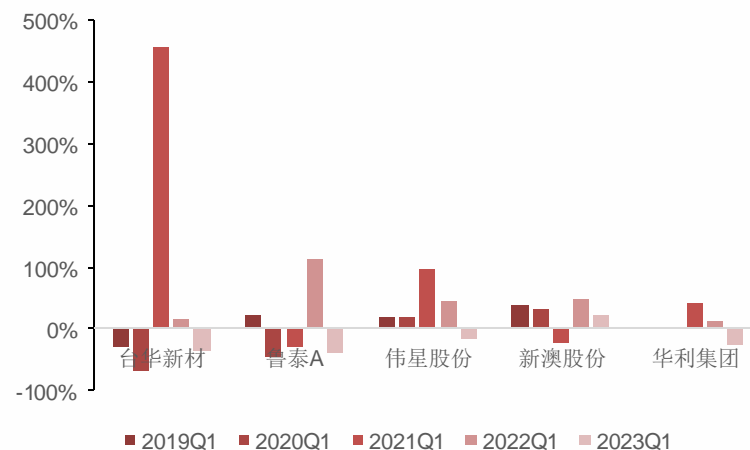
纺织制造：业绩普遍承压，有望迎来拐点

- 个股方面，受到年初以来：1）内需逐步修复；2）外需疲软、库存去化；3）原材料价格低位震荡等多因素影响，国内纺织制造企业业绩整体承压，大部分企业23Q1营收及归母净利润增速呈现下滑态势，如华利集团、台华新材、伟星股份等均不同程度承压；但新澳股份受益于其第二成长曲线羊绒纱线业务持续放量，叠加宽带战略下持续向多场景、新兴场景延伸，业绩表现较好，23Q1营收/净利润分别同比增长9.4%/21.2%，在纺织制造企业中增长亮眼。
- 展望来看，考虑到海外通胀持续回落，内需稳步回升，下游品牌端库存去化将迎来拐点，部分在产能、交货期、研发设计等方面优势稳固的纺织制造龙头如华利集团、台华新材、新澳股份、伟星股份等市占率有望进一步提升。

19Q1-23Q1重点纺织制造企业营收增速



19Q1-23Q1重点纺织制造企业净利润增速



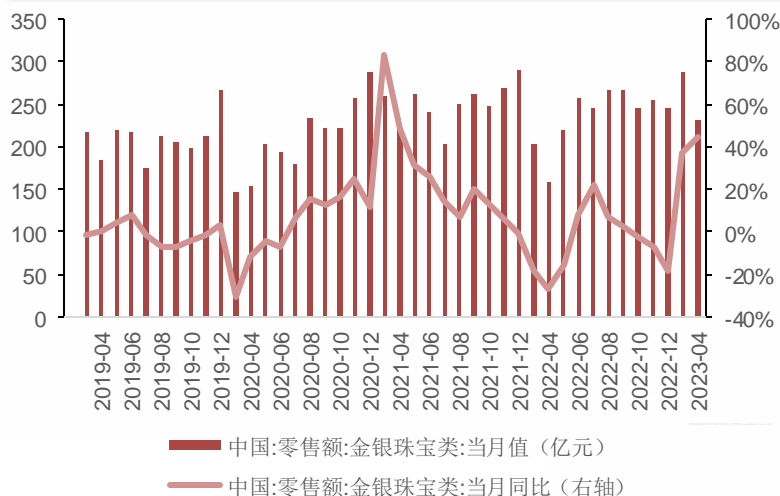
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

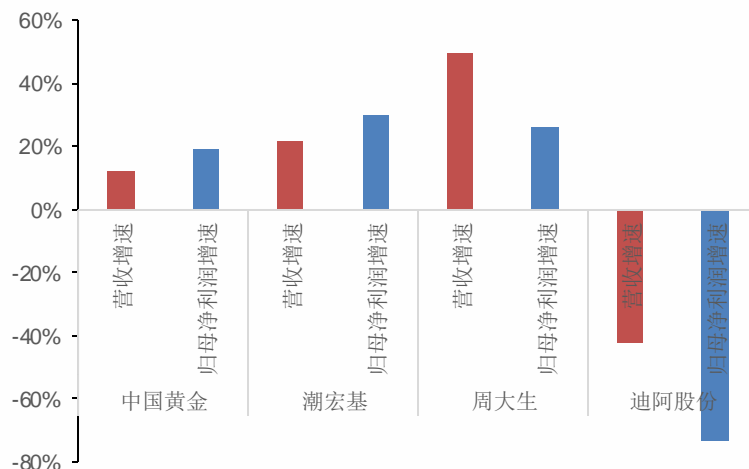
珠宝：黄金等国潮产品崛起，头部品牌份额提升

- 黄金珠宝行业年初迎开门红，行业景气度高涨。2023年以来受益于线下消费场景复苏叠加婚庆刚需释放，珠宝行业消费旺盛，2023年4月、5月金银珠宝类零售同比增长44.7%、24.4%，高于社零增速18.4pp、12.7pp，在可选消费中表现亮眼。重点关注企业中，中国黄金、潮宏基、周大生等均受益于其黄金品类放量，营收、净利润均获得10%以上增长，其中潮宏基凭借时尚产品设计创新及花丝系列等高毛利率产品推出，营收/归母净利润分别同比增长49.7%/26.1%，业绩亮眼；周大生加大拓店力度且精细化运营改善加盟店经营质量，业绩保持较高增速。
- 展望来看，考虑到1) 黄金工艺升级带动悦己需求逐步崛起，2) 古法金等工艺升级受消费者认可，3) 品牌方加大线下和线上渠道深耕，黄金国潮产品崛起，预期头部品牌市场份额将持续提升。

金银珠宝类月度零售额及同比增速



2023年Q1珠宝板块重点公司业绩增速



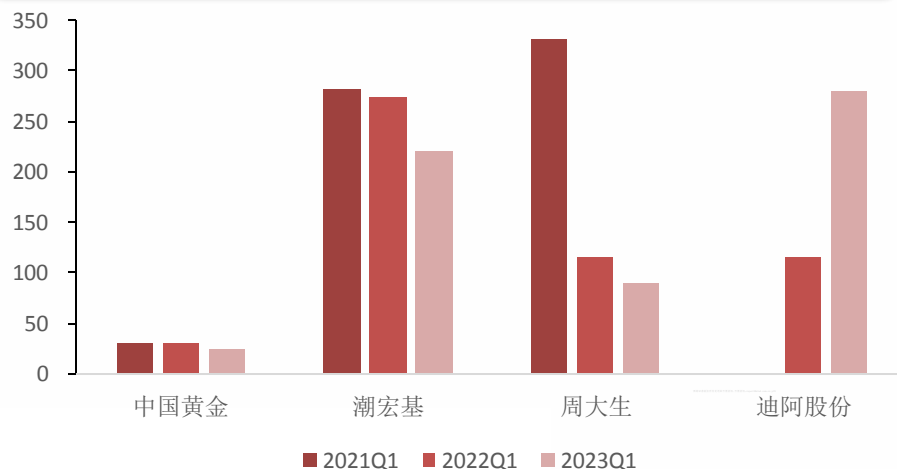
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

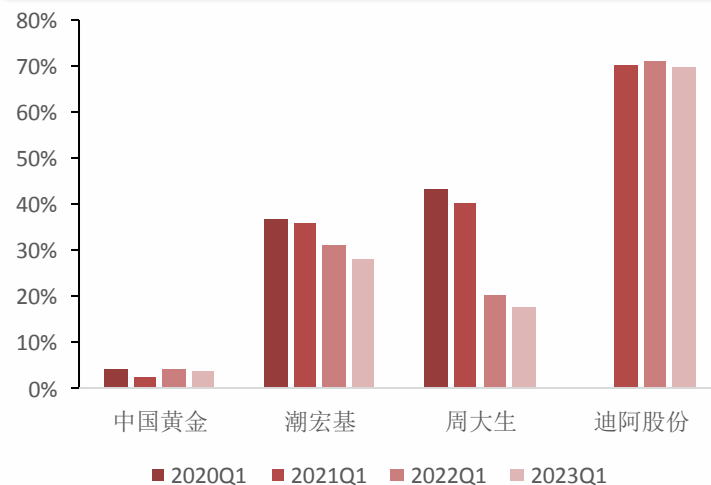
珠宝：黄金产品放量带动营运改善，盈利能力略承压

- 重点关注企业的存货周转均有改善。受益于婚庆刚需释放带动黄金产品快速出货，重点珠宝企业中潮宏基、中国黄金、周大生存货周转天数均明显改善。迪阿股份主营镶嵌产品，消费修复力度偏弱，存货周转天数有所加长。
- 盈利能力方面，主要珠宝企业毛利率呈现不同程度下滑，主要是低毛利率的黄金产品放量导致产品结构变化。考虑到各黄金珠宝品牌如潮宏基、周大生等持续通过IP联名、国潮设计、花丝系列等方式推出高毛利率新品，未来盈利能力有望保持稳定。

2021Q1-2023Q1重点珠宝企业存货周转天数（天）



2021Q1-2023Q1重点珠宝企业毛利率



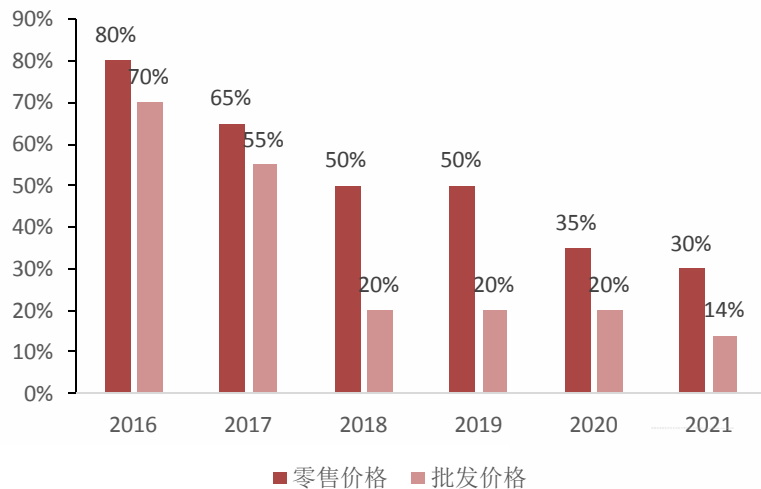
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

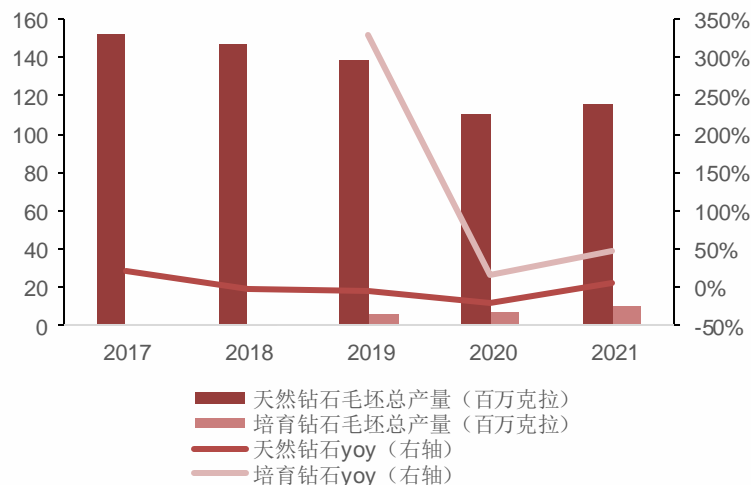
珠宝：头部企业试水培育钻，市场空间广阔

- 根据贝恩咨询，2018年至2021年天然钻石产量从147百万克拉减少至116百万克拉，而培育钻规模从2018年的144万克拉增长至1040万克拉，培育钻市场渗透率提升，市场规模增长迅速。目前豫园、曼卡龙、潮宏基等多家国内珠宝领先品牌推出培育钻系列产品，其中潮宏基与力量钻石合作推出了培育钻品牌cevol专注悦己需求，而中国黄金在制造、零售全产业链进行布局，有望引领行业发展。
- 展望来看，考虑到2021年培育钻石零售价格仅占天然钻石的30%，而培育钻石外观与之差异极小，在国内大众消费市场上占有较大优势，未来在品牌营销和消费习惯普及驱动下，消费者对培育钻的认可度有望进一步提高，给培育钻带来广阔的消费市场。

17-21年培育钻批发及零售价占天然钻石比率



17-21年天然钻与培育钻产量及增速

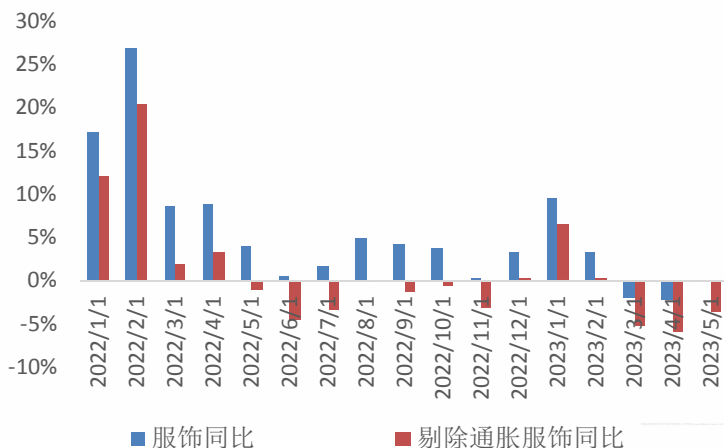


数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

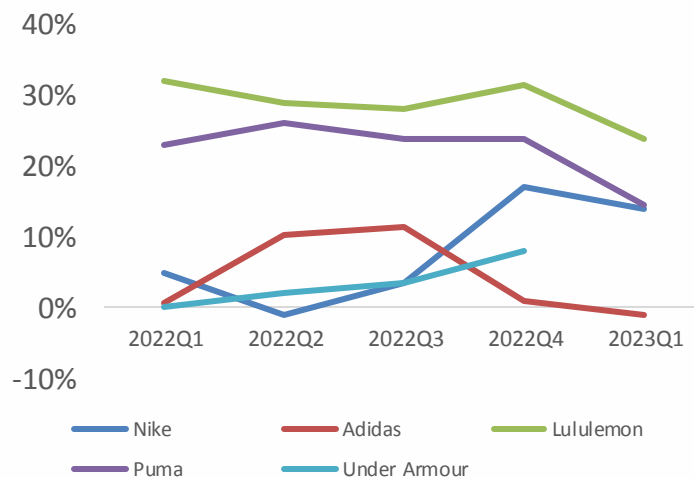
海外服饰：欧美头部运动品牌营收增速逐步放缓

- 整体来看，2022年起欧美运动服饰头部品牌营收增速呈现下行趋势，主要原因：1) 主营地在美国，疫情后的报复性消费结束，高通胀下消费趋于理性；2) 根据S&P Global 报告，今年1-4月破产公司数据达236家，仅次于2010的325家（10年失业率在历史高位约10%），消费者开始对未来的经济环境和失业担忧，消费谨慎。
- 根据美国普查局发布的服饰零售数据看，服饰同比增速（蓝色）在今年3月开始逐步下滑，虽然在5月有小反弹（-0.2%），但力度较弱。如剔除服饰通胀后，同比增速在22年5月开始下滑，整体趋势仍在下行通道。预估未来1-2季度，基于消费者对通胀、失业的担忧，欧美服饰消费仍然承压。

服饰销售同比增速VS剔除通胀后同比增速



2022-2023单季度公司营收增速

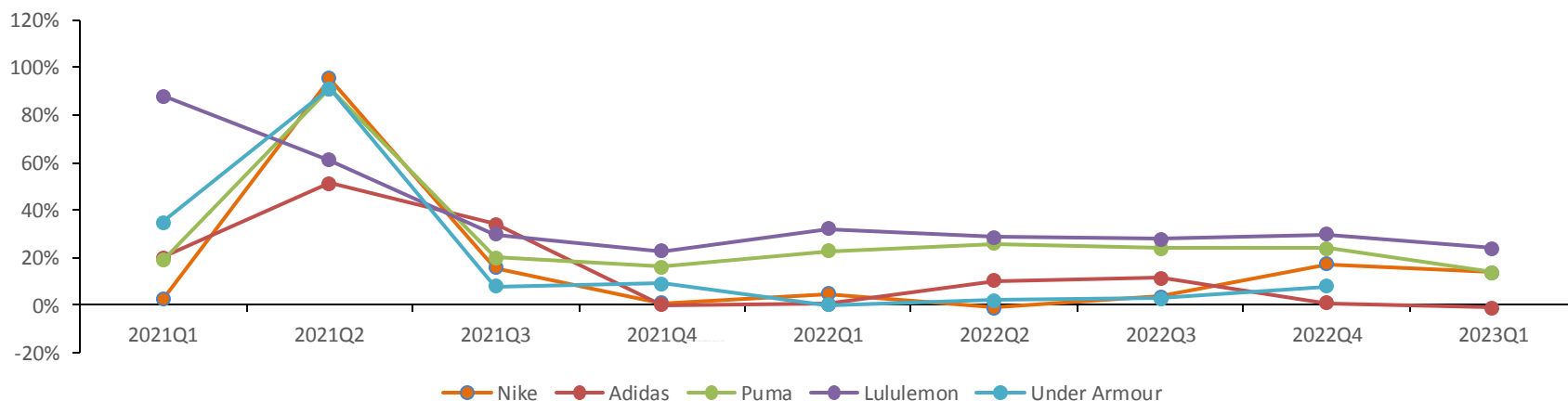


数据来源：公司财报，S&Pglobal，美国普查局，西南证券整理

海外服饰：Lululemon经营质量优于同行

- ❑ 从Q1最新财报看，Lululemon在美国消费疲软下收入增速达到24%，大幅优于同行。其中，中国地区的增速在Q1高达79%，再次显示出公司在中国市场的巨大潜力，中国市场成为其增长的重要动能。
- ❑ 产品：公司的核心产品下装（裤子）Q1增速达22%，将继续在设计款式和配色上创新，推出更多适合多穿搭和多场景使用的产品。在鞋类上，Lulu开始细分种类，如慢跑鞋、综训鞋、越野鞋，满足不同运动领域的消费者需求。
- ❑ 市场战略规划：此前公司出台了免费会员计划，助力公司获得消费者更深入反馈，了解消费者对品牌、产品的认知及还未被满足的需求。基于对客户的粘性和忠诚度的评估，公司23年6月开始推广付费会员计划，每月12.99美元，可享受线下活动和线上课程等福利，进一步加强会员粘性。

2011-2023单季度公司营收增速



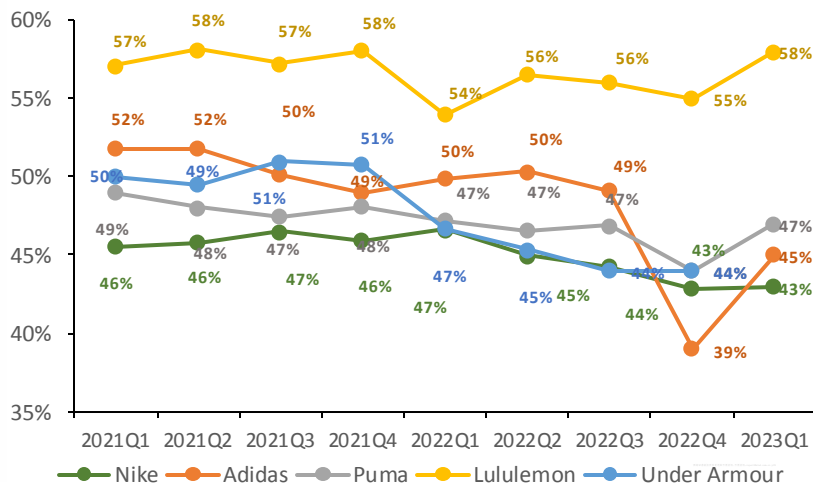
数据来源：公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

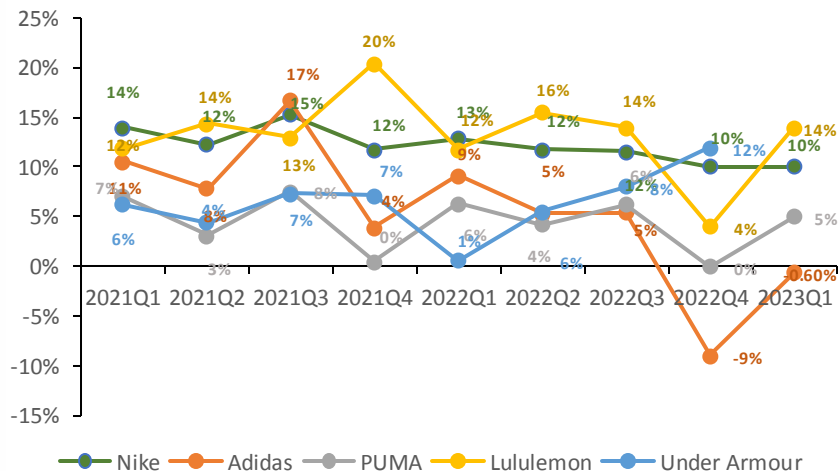
海外服饰：Lululemon经营质量优于同行

- 23Q1整体运动服饰公司的毛利率都在稳健提升，其中Lulu提升较大达58%（+4pp），回到历史较高位。主要推动原因为23年全球的应链的改善，在途时间及分配派送效率提高，大幅节省了物流成本，促进毛利率稳步回升。
- 从净利率看，随着毛利率的提升和对费用的管控，运动服饰龙头品牌净利率也在逐步修复中，Lulu在净利率上也超过竞争对手，盈利能力保持行业领先。

2022-2023年单季度各公司毛利率



2022-2023年单季度各公司净利率

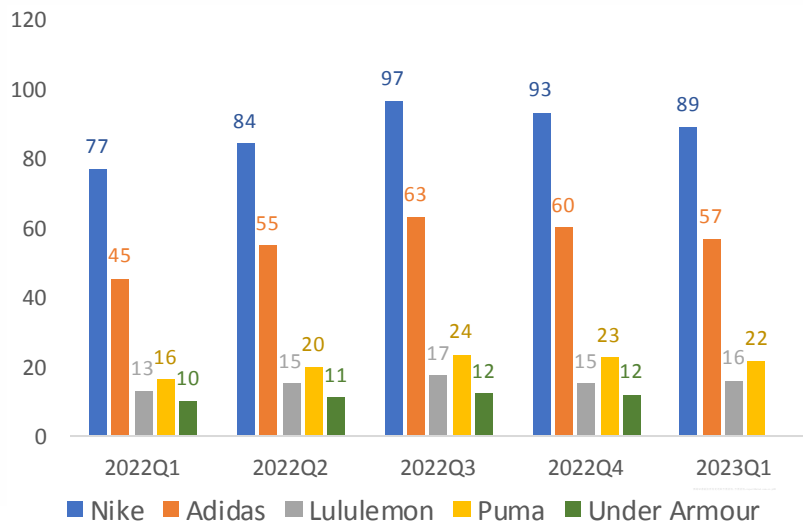


数据来源：公司财报，西南证券整理

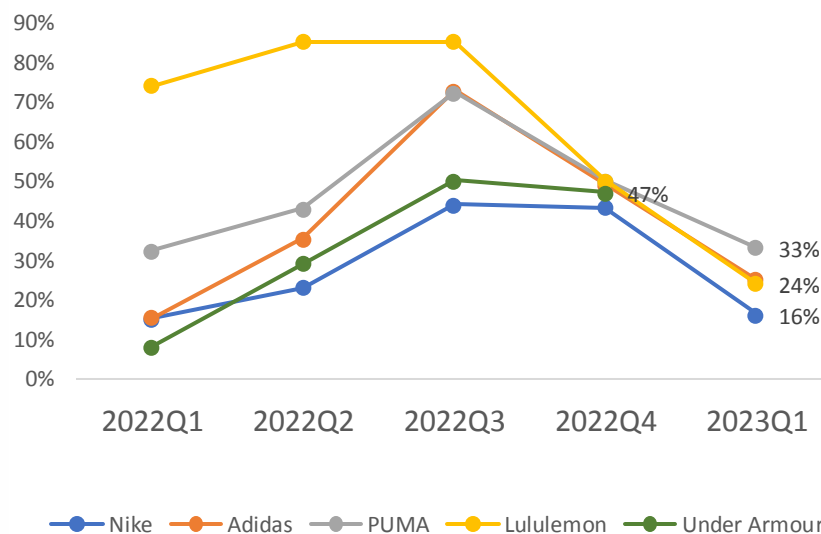
海外服饰：Lululemon经营质量优于同行

- 从库存情况看，虽然各大公司的库存绝对值仍较高，但是整体的同比增速都在大幅下降，好于公司此前预期。整体来看，运动品牌的鞋类库存基本已趋于正常化，但服饰类的库存仍然较高，下半年将继续执行清库存。综合来看，根据Nike和Adidas的交流会，鞋类在中国市场的需求较快复苏，特别伴随马拉松赛事的启动，跑鞋类的销量复苏强劲。

2022-23年单季度各公司库存（亿美元/欧元）



2022-2023单季度各公司库存增速

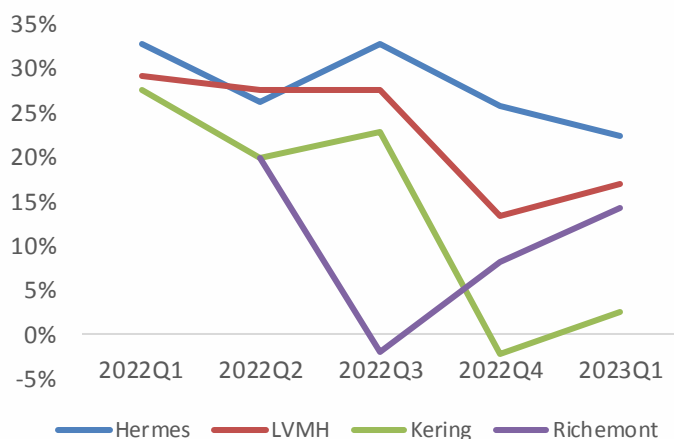


数据来源：公司财报，S&Pglobal，普查局，西南证券整理

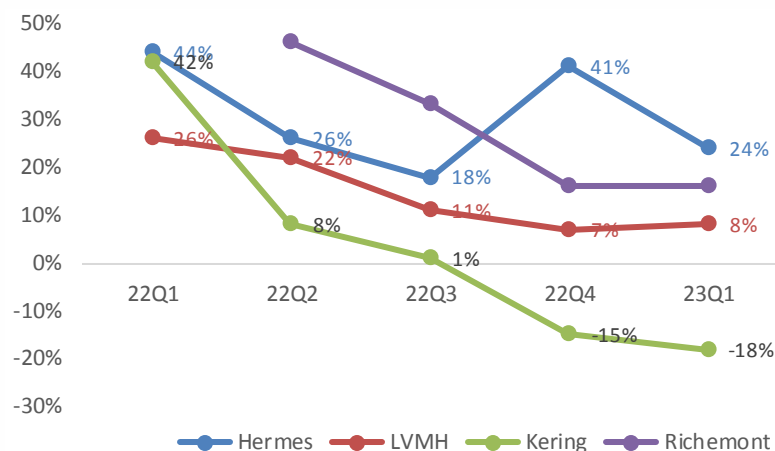
海外奢侈品：整体增速回暖，美国区域增长压力较大

- 奢侈品头部公司23Q1营收增速整体有所回升，但美国区域销售仍然疲软。继疫情报复性消费后，各大公司在美国地区的增速都在下滑，其中下滑最严重的是Kering，主要受旗下Gucci的销售疲软影响，已经连续2个季度出现负增长。对比来看，Hermes的增速仍优于同行，主要受益于较强的品牌效应及中国区域恢复速度较快。
- 预计未来几个季度，奢侈品最大的增长动力在中国消费者的境内外消费，随着国际旅行的恢复，预计有大量的中国消费者将在Q3后到达欧美等国进行旅游和消费，有望促使当地区域奢侈品消费的复苏。

2022-23年单季度各公司营收增速



2022-2023单季度各公司美国营收增速



数据来源：公司财报，S&Pglobal，普查局，西南证券整理

比音勒芬（002832.SZ）：高端运动时尚龙头，品牌竞争力突出

□ 投资逻辑：

1) 运动时尚潮流兴起与运动细分化专业化趋势明显，公司品牌认知较高；2) 公司作为国内高尔夫运动服饰龙头，在产品设计、面料科技等方面优势稳固，2022年高尔夫系列产品单独开店，未来有望受益于高尔夫市场扩容；3) 公司以高尔夫作为抓手布局高端运动时尚赛道，其产品定位在国内品牌中具一定稀缺性，同时相较国外品牌又有渠道优势，前景可期。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为9.7亿元、11.9亿元、14.4亿元，对应PE为21倍、17倍、14倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

消费修复不及预期的风险，门店扩张不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2884.84	3642.73	4413.86	5221.24
增长率	6.06%	26.27%	21.17%	18.29%
归属母公司净利润（百万元）	727.60	970.89	1191.51	1437.01
增长率	16.50%	33.44%	22.72%	20.60%
每股收益EPS（元）	1.27	1.70	2.09	2.52
净资产收益率ROE	17.61%	19.97%	20.54%	20.72%
PE	28	21	17	14
PB	4.94	4.20	3.52	2.94

数据来源：Wind，西南证券

安踏体育（2020.HK）：全球鞋服巨头，多品牌齐头并进

□ 投资逻辑：

1) 国内运动服饰行业前景广阔，人均运动服饰消费较主要发达国家有2倍以上增长空间；2) 公司拥有多品牌矩阵，三大增长曲线齐头并进，主品牌打造极致价值，DTC改革带来渠道效率提升；FILA凭借精准定位运动时尚构筑差异化优势叠加渠道端高效运营，近年来业绩表现亮眼；户外运动品牌群在产品力、线上销售表现等方面可圈可点；3) 展望来看，公司主品牌在赢领计划指引下前景可期；FILA聚焦高端小众运动发力专业产品打造，有望带动客单价与店效提升；户外运动品牌群有望受益于行业高景气与运动细分化专业化趋势推进。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为93.4亿元、111.3亿元、130.6亿元，对应PE为23倍、19倍、16倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

店效提升不及预期的风险，门店扩张不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	53651.00	62077.15	71358.55	81408.27
增长率	8.76%	15.71%	14.95%	14.08%
归属母公司净利润（百万元）	7590.00	9343.01	11129.21	13062.81
增长率	-1.68%	23.10%	19.12%	17.37%
每股收益EPS（元）	2.68	3.30	3.93	4.61
净资产收益率ROE	22.06%	21.36%	20.28%	19.23%
PE	28.23	22.93	19.25	16.40
PB	6.23	4.90	3.90	3.15

数据来源：Wind，西南证券

李宁（2331.HK）：国潮引领者，高质量增长前景可期

□ 投资逻辑：

1) 运动服饰为高景气赛道，近年来在国潮带动下国内运动服饰市场份额逐步提升；2) 公司作为家喻户晓的民族运动品牌，国潮引领者形象深入人心，有望充分受益于消费者对国货关注度的提升；3) 公司持续推进产品与渠道升级，新品竞争力强，库存结构优，计划实现高效大店对直营店的全覆盖，深耕大单品，渠道效率进一步提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为48.9亿元、58.9亿元、70.2亿元，对应PE为20倍、17倍、14倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

消费修复不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	25803.38	30024.27	35182.34	40668.66
增长率	14.31%	16.36%	17.18%	15.59%
归属母公司净利润（百万元）	4063.83	4894.71	5888.27	7015.00
增长率	1.32%	20.45%	20.30%	19.14%
每股收益EPS（元）	1.54	1.86	2.23	2.66
净资产收益率ROE	16.70%	16.75%	16.77%	16.65%
PE	24	20	17	14
PB	4.01	3.34	2.78	2.31

数据来源：Wind，西南证券

华利集团（300979.SZ）：下游库存去化，静待业绩拐点

□ 投资逻辑：

1) 全球运动鞋服景气度高，头部国际品牌业绩增长稳健；2) 公司作为全球领先的运动鞋制造商，凭借在产能、研发、交货期等方面的竞争优势，与众多优质客户深度绑定，同时新客户开拓顺利，下游订单充沛且确定性高；3) 目前公司位于越南、印尼等地的新工厂建设进展顺利，其中印尼工厂一期预计2023年投产，此外公司还收购越南永川年产1000万双运动鞋产能，为中长期业绩增长奠定基础。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为35.1亿元、40.7亿元、47.5亿元，对应PE为15倍、13倍、11倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

产能爬坡不及预期的风险；下游品牌库存去化不及预期的风险；汇率波动的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20569.27	22137.12	25634.85	29647.92
增长率	17.74%	7.62%	15.80%	15.65%
归属母公司净利润（百万元）	3228.02	3513.34	4073.27	4751.25
增长率	16.63%	8.84%	15.94%	16.64%
每股收益EPS（元）	2.77	3.01	3.49	4.07
净资产收益率ROE	24.46%	21.73%	21.32%	20.98%
PE	17	15	13	11
PB	4.08	3.33	2.82	2.38

数据来源：Wind，西南证券

新澳股份（603889.SH）：宽带战略推进，羊绒打开新市场

□ 投资逻辑：

1) 全球毛纺龙头，羊毛纱线与羊绒纱线双轮驱动，宽带战略下持续开拓高附加值产品；2) 行业稀缺的垂直一体化产业链布局，在新品研发、质量控制方面竞争优势突出；3) 未来产能储备充沛，业绩增长确定性高。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年公司归母净利润分别为4.6亿元、5.5亿元、6.5亿元，对应PE为12倍、10倍、8倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3949.88	4570.30	5269.27	6047.89
增长率	14.64%	15.71%	15.29%	14.78%
归属母公司净利润（百万元）	389.73	459.87	548.30	645.03
增长率	30.66%	18.00%	19.23%	17.64%
每股收益EPS（元）	0.54	0.64	0.77	0.90
净资产收益率ROE	13.48%	13.55%	14.54%	15.27%
PE	14	12	10	8
PB	1.78	1.51	1.36	1.22

数据来源：Wind，西南证券

重点推荐标的估值表

代码	公司	股价 (港元/元)	EPS (港元/元)			PE (倍)			投资 评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002832.SZ	比音勒芬	35.41	1.7	2.09	2.52	21	17	14	买入
2020.HK	安踏体育	80.05	3.3	3.93	4.61	23	19	16	买入
2331.HK	李宁	43.15	1.86	2.23	2.66	20	17	14	买入
603899.SH	新澳股份	7.51	0.64	0.77	0.90	12	10	8	买入
300979.SZ	华利集团	48.74	3.01	3.49	4.07	15	13	11	买入

数据来源: wind, 西南证券 (截至2023/6/30)

www.swsc.com.cn

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卞黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyrif@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				