



Research and
Development Center

论纺织服装行业的周期性及未来机会

——2022 年纺织服装行业年度策略报告

2022 年 1 月 3 日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

行业名称 纺织服装行业

投资评级 看好

上次评级 看好

汲肖飞 纺服轻工行业首席分析师
执业编号：S1500520080003
邮箱：jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
邮箱：liyuan1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

论纺织服装行业的周期性及其未来机会

2022年1月3日

本期内容提要：

- **服装消费“先高后低”，纺织产业“喜忧参半”。**2021年受整体消费增速趋缓、疫情影响反复等影响，服装行业消费增速呈现“先高后低”，下半年社零服装零售额、上市公司收入增速均有放缓。2021年海外消费景气度较高，且全球疫情扩散，东南亚等地区订单回流国内，服装出口同比增速显著提升，但由于上游棉花、化纤等原材料价格上涨，海运费大幅提升，纺织企业利润端面临一定压力。
- **服装破局行业周期性，纺织注重规模与研发。**长期来看，服装行业进入低速增长阶段，供给过剩、竞争充分。2017年以来在需求波动下服装公司业绩、股价围绕库存进行周期波动，2021年三季度末公司库存处于历史高位，需求较弱情况下收入增长压力较大。我们认为长期来看服装企业需要升级商业模式，提供更有竞争力、差异化产品，并在此基础上开店扩张，打破库存周期。纺织板块国内劳动力成本优势逐步消失，行业进入衰退期，未来具有规模优势的龙头公司及“专精特新”类、具有研发优势公司将持续成长。
- **新的一年关注业绩反转及专精特新类投资机会。**展望2022年，我们认为：1) 服装行业整体处于去库存早期，上市公司成长压力较大，2022年关注下半年库存压力消化后有无业绩改善机会，此外部分公司经过多年调整后，与外部咨询公司合作打造优质产品、品牌，业绩反转机会值得重点关注。2) 纺织板块2022年下游需求预计整体承压，但户外、汽车皮革等部分细分行业景气度有望较高，相关行业龙头具有研发、技术、生产等优势，订单增长确定性较强，且上游原材料、海运等价格有望回落，业绩增长弹性较大，建议重点关注。
- **投资建议：**2021年纺织服装板块整体表现较为疲软，行业估值处于历史平均水平。2022年我们建议关注：1) 皮鞋行业与君智智咨询合作、业绩有望反转的公司，推荐奥康国际，皮鞋国货品牌有望崛起；关注下半年库存消化后优质公司的业绩反转机会，建议关注安踏体育、李宁、波司登；2) 纺织板块建议关注专精特新类上市公司，研发优势、盈利能力较强，长期增长逻辑清晰，市场认知充分后估值有望提升，推荐明新旭腾、华生科技、众望布艺等；纺织龙头企业景气度较高，但同样预期较为充分，建议关注越南疫情好转后业绩增速提升带来的投资机会，推荐华利集团、建议关注申洲国际。
- **风险因素：**新冠肺炎疫情疫情影响超预期、全球经济增速显著下滑、国内服装消费持续低迷等。

目录

行业回顾：服装消费先高后低，纺织行业喜忧参半	5
1.1 服装行业回顾：终端消费增长压力加大，行业增速“先高后低”	5
1.2 纺织行业回顾：海外订单回流，上游成本承压	5
长期判断：破解纺织服装行业周期性	7
2.1 服装行业复盘：进入低速成长阶段，库存周期表现明显	7
2.2 服装行业破局：核心在于产品、商业模式升级	8
2.1 纺织行业展望：看好具有规模优势及“专精特新”类公司	10
投资策略：关注业绩反转品牌及专精特新类公司	12
3.1 服装周期判断：处于去库存前中期，短期成长压力较大	12
3.2 长期判断：国潮崛起趋势不变，优质产品力为本质	13
3.3 短期判断：关注业绩反转公司投资机会	15
3.4 纺织行业：关注“专精特新”类公司投资机会	17
行情回顾与投资建议	18
4.1 股价表现与 PE 估值	18
4.2 投资建议	19
风险因素	19

表目录

表 1：不同服装细分品类的主要商业模式	9
表 2：国内鞋服行业市占率前十五位企业变化（%）	13
表 3：可比公司 EPS 及估值对比	19

图目录

图 1：国内社会消费品零售总额变动情况	5
图 2：国内服装鞋帽纺织品零售额变动情况	5
图 3：近年来国内 A 股重点服装上市公司收入变动情况	5
图 4：近年来国内 A 股重点服装上市公司净利润变动情况	5
图 5：近年来国内棉花价格变动情况	6
图 6：近年来涤纶长丝市场价变动情况	6
图 7：2020 年来全球新冠疫情每百万人新增确诊病例情况	6
图 8：近年来中国出口集装箱运价综合指数	6
图 9：近年来纺织制品出口额变动情况	7
图 10：近年来服装出口额变动情况	7
图 11：近年来国内 A 股纺织制造企业营业收入变动情况	7
图 12：近年来国内 A 股纺织制造企业毛利率变动情况	7
图 13：近年来中国服装行业市场规模增长情况	8
图 14：2017 年以来服装行业社零数据变化情况	8
图 15：近年来重点服装行业上市公司单店存货测算	8
图 16：近年来重点服装上市公司单店存货与行业指数对比	8
图 17：Shein 商业模式降维打击传统品牌	9
图 18：近年来 Shein 与 Inditex 收入对比情况	9
图 19：近年来中国纺织行业收入增长情况	10
图 20：近年来越南成衣产量及增速	10
图 21：近年来中国纺织行业企业数量增长情况	11
图 22：中国平均劳动力成本快速增长	11
图 23：头部纺织公司收入体量显著较高(百万元)	11
图 24：“专精特新”类纺织公司净利率相对较高	11
图 25：韩国服装、面料出口比例变化情况	12
图 26：2010 年部分国家产业用纺织品占纺织工业额比例	12
图 27：近年来服装行业主要上市公司总库存增长情况	13
图 28：服装龙头公司 2021 年收入增速表现情况	13
图 29：新疆棉事件后国内明星与涉事品牌解约	14
图 30：2021 年消费者国货认可度	14
图 31：2021 年淘系平台运动品牌销售情况	14
图 32：近年来双十一运动服装品牌销售排名	14

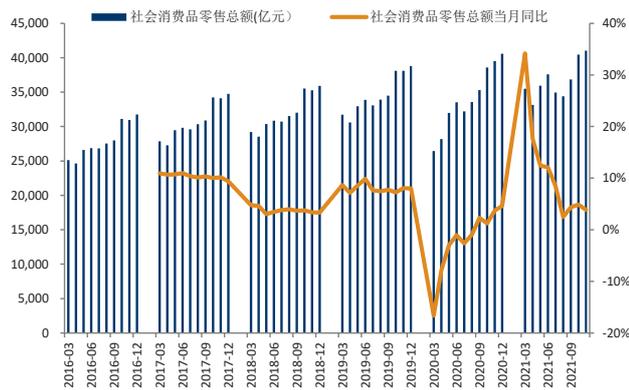
图 33: 国产头部运动品牌不断提升产品科技属性.....	15
图 34: 优质服装公司 PE 估值变化.....	15
图 35: 近年来直播电商 GMV 快速增长.....	15
图 36: Teenie Weenie 品牌抖音直播 GMV 增长情况.....	15
图 37: 2012-16 年国内皮鞋市场规模及增速.....	16
图 38: 近年来奥康国际收入及净利润情况.....	16
图 39: 近年来奥康国际线下渠道结构情况.....	16
图 40: 公司联名漫威优质 IP.....	16
图 41: 公司近年来所获得的荣誉情况.....	17
图 42: 国内皮鞋行业主要品牌价格带分布.....	17
图 43: 近年来美国经济 CPI 增长情况 (%).....	17
图 44: 近年来美国运动消费增长情况.....	17
图 45: 近年来全球棉花供需变化情况.....	18
图 46: 全球及主要国家棉花库存消费比情况.....	18
图 47: 2021 年沪深 300 与纺织服装板块涨跌幅变动情况.....	18
图 48: 2021 年纺织服装板块子行业涨跌幅情况.....	18
图 49: 近年来纺织服装行业指数与市场对比情况.....	19
图 50: 近年来纺织制造和服装家纺行业指数对比情况.....	19

行业回顾：服装消费先高后低，纺织行业喜忧参半

1.1 服装行业回顾：终端消费增长压力加大，行业增速“先高后低”

2020年国内新冠肺炎疫情爆发，线下客流受到影响，其中2020H1服装消费同比大幅下滑，下半年有所回升。2021年国内整体消费有所修复，但在经济增速趋缓、部分产业景气度受损、疫情影响反复、基数变化等因素综合作用下，社零消费增速呈现“前高后低”的特征，2021年前三季度社零总额为31.81万亿元，同增16.37%，较上半年涨幅收窄6.65PCT。2021年前三季度国内服装鞋帽零售总额9641亿元，同增19.84%，较上半年涨幅收窄11.77PCT。

图1：国内社会消费品零售总额变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

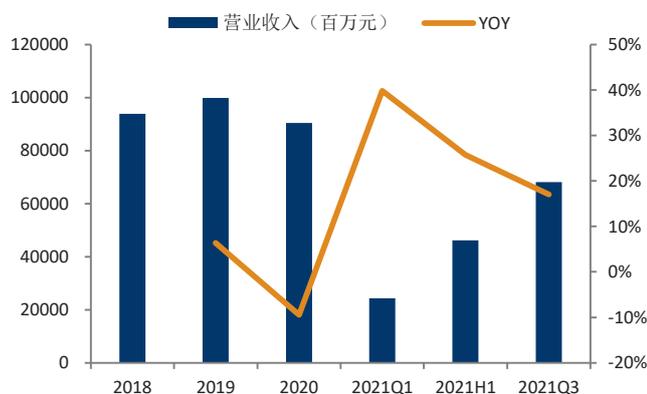
图2：国内服装鞋帽纺织品零售额变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2021年上半年服装消费景气度较高，叠加在新疆棉事件下消费者更加认可国产品牌及消费基数影响，2021H1国内重点服装上市企业营业收入达461.62亿元，同比增长25.71%，增速处于近年来较高水平。2021Q3受消费景气度下行、部分区域疫情反复等影响，服装上市公司收入增速放缓。利润方面，2021H1由于疫情影响下基数较低，重点服装上市公司净利同比显著增长，净利率修复，2021Q3同样受需求低迷影响，上市公司净利增速有所放缓。

图3：近年来国内A股重点服装上市公司收入变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图4：近年来国内A股重点服装上市公司净利润变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 纺织行业回顾：海外订单回流，上游成本承压

受全球货币流动性宽松、印度棉铃虫灾害爆发及新疆天气异常的影响，2021 年全球棉花供需缺口预期扩大，推动棉价持续上涨。截至 2021 年 12 月 16 日，国内棉花价格达到 21890 元/吨，同比上涨 47.48%。在原油价格上涨推动下，2021 年前三季度涤纶长丝等化纤价格也呈现持续上涨态势，截至三季度末涤纶长丝价格已达到 7910.70 元/吨，同增 45.71%。此外国际海运费方面，截至 2021 年 12 月 24 日，中国出口集装箱运价综合指数已达到 3300.19，同比上涨 109.24%，主要由于疫情影响下，各国加大了港口输入型疫情防控力度，延长了船舶在港停泊时间，降低了集装箱供应链周转效率，船舶供应紧张。

图 5：近年来国内棉花价格变动情况



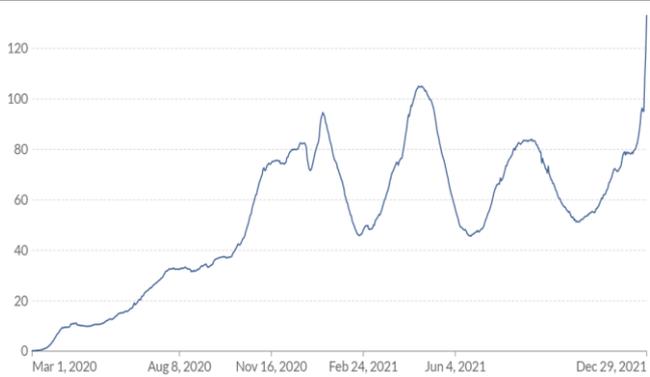
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：近年来涤纶长丝市场价变动情况



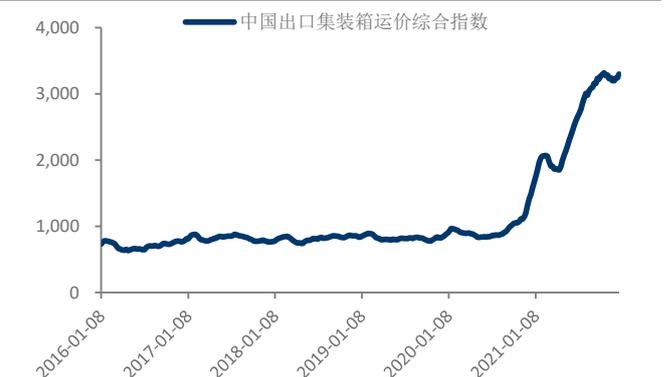
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2020 年来全球新冠疫情每百万人新增确诊病例情况



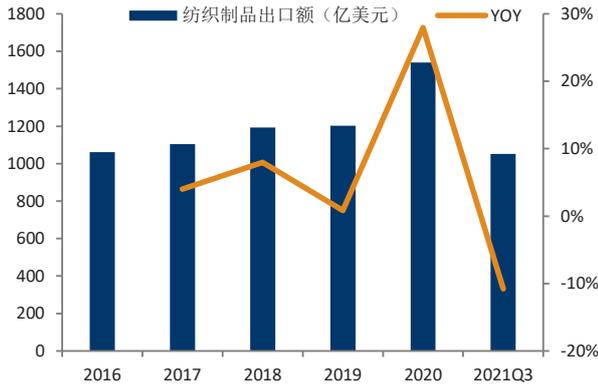
资料来源：Johns Hopkins University，信达证券研发中心

图 8：近年来中国出口集装箱运价综合指数

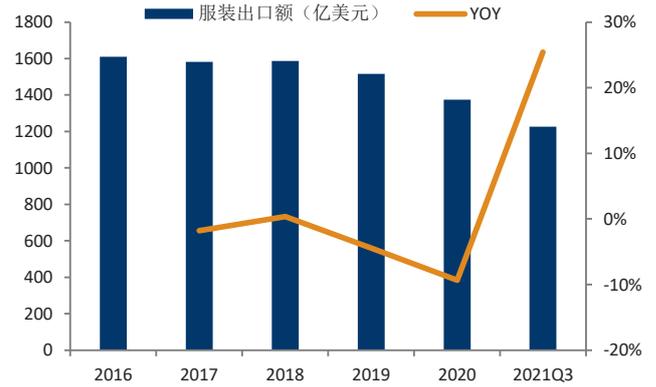


资料来源：Wind，信达证券研发中心

纺织服装出口方面，2021 年欧美国国家消费整体景气度较高，然而受海外疫情扩散影响，印度、东南亚等地区纺织服装产业链难以正常开工，纺织服装产业订单回流国内，据海关总署统计，2021 年前三季度纺织服装累计出口 2279 亿美元，同比增长 5.63%，其中纺织品出口 1052.33 亿美元，同比下降 10.78%，主要由于防疫物资出口同比减少；服装出口 1226.72 亿美元，同比增长 25.41%，增速处于近年来较高水平。

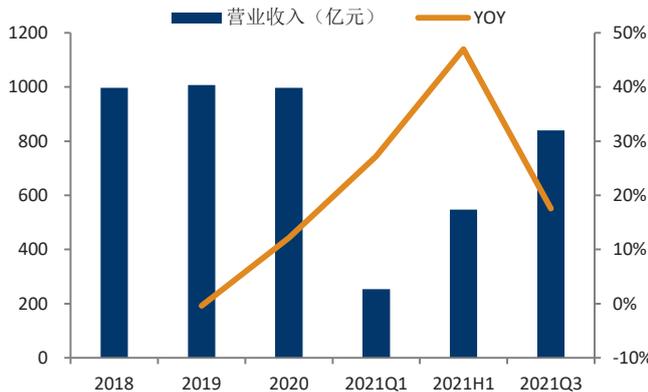
图 9：近年来纺织制品出口额变动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：近年来服装出口额变动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

综上，2021H1 国内消费市场复苏与海外订单回流共振，纺织制造上市公司收入增速显著提升。2021 年前三季度纺织制造上市公司实现营业收入 839.35 亿元，同增 17.57%，增速环比有所放缓。受原材料、海运费等大幅上涨，纺织企业成本端压力加大，2021 年前三季度上市公司毛利率为 20.11%，同比下滑 1.09PCT，利润增速同样有所收窄。

图 11：近年来国内 A 股纺织制造企业营业收入变动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：近年来国内 A 股纺织制造企业毛利率变动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

长期判断：破解纺织服装行业周期性

2.1 服装行业复盘：进入低速成长阶段，库存周期表现明显

目前服装行业已逐步进入低速增长的发展成熟期，在整体需求增速放缓的背景下，除运动鞋赛道外，行业基本不存在普遍成长的投资机会。如我们以前所言，多数服装企业/品牌存在明显的同质化问题，在竞争激烈的买方市场难以持续扩张市场份额，服装行业需求具有景气度波动特征，因而上市公司投资上类似于“周期股”的逻辑，在行业出现向上拐点的前期布局，并在景气度下行周期下予以回避。

回顾历史，我们把服装行业发展分为快速增长期、降速增长期、低速增长期：

2012 年以前：我国经济快速增长，居民服装消费需求释放，行业处于快速发展期，服装公司大量进入市场，并享受行业发展红利快速拓店，实现门店数量、单店收入的量价齐升。

2012-17 年：受居民消费升级、服装等基础消费占比有所下降等影响，服装行业增速持续放缓，且全球品牌、电商渠道品牌等不断进入市场，行业竞争加剧，进入供过于求的买方市场，服装行业普遍去库存，进入持续关店、优化渠道结构的调整阶段。

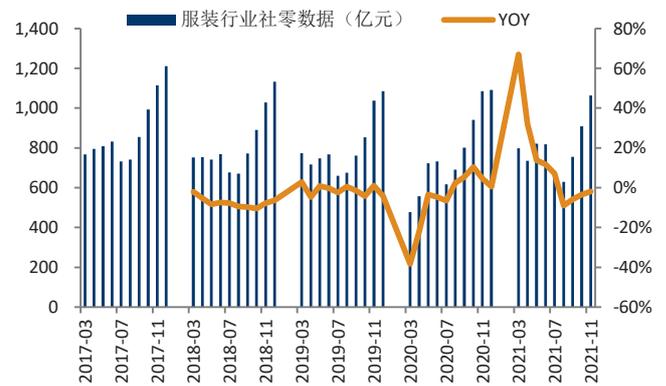
2017 年至今：服装行业进入低速增长阶段，市场规模增速为个位数，景气度出现波动，行业竞争仍较为激烈，且上市公司呈现“牛短熊长”的特点，其中：2017H2-2018H1 受益于棚改货币化、冷冬催化等因素，服装消费增速有所提升，上市公司业绩、股价均有改善；2018H1-2020H1 受中美贸易摩擦、经济增速放缓、新冠肺炎疫情等多重因素影响，服装消费持续低迷，上市公司业绩有所下滑；2020H2-2021H1 由于疫情后消费反弹、天气偏冷、基数较低等因素，服装公司收入增速有所提升，2021Q3 后由于消费景气度下行、疫情反复影响线下流量等，服装行业销售表现疲软。

图 13：近年来中国服装行业市场规模增长情况



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 14：2017 年以来服装行业社零数据变化情况

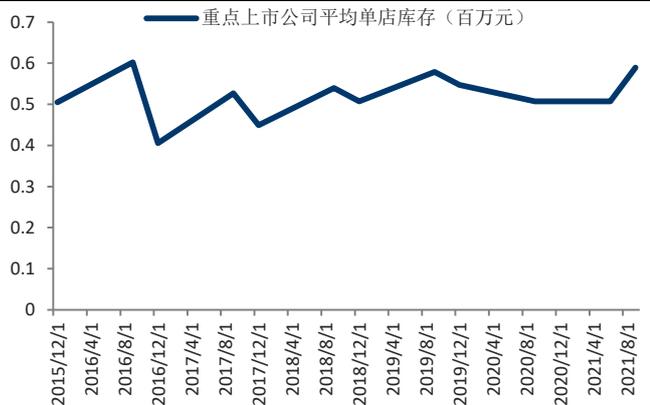


资料来源：Wind，信达证券研发中心

服装行业周期性表现为库存周期，下游景气度变化导致公司库存出现波动。由于多数公司门店数量持续扩张，库存整体保持增长趋势，我们采用单店库存衡量公司实际库存情况，基本可以反映终端销售压力。从下图中我们发现，2015-17 年重点服装公司平均单店库存持续下降，2017 年底达到低点，2018-19 年升至高位，2020 年底降至低点，与前述服装行业景气度、股价波动周期相吻合。2021 年三季度末我们发现单店收入再次升至历史高位，多数服装公司存货创历史新高。

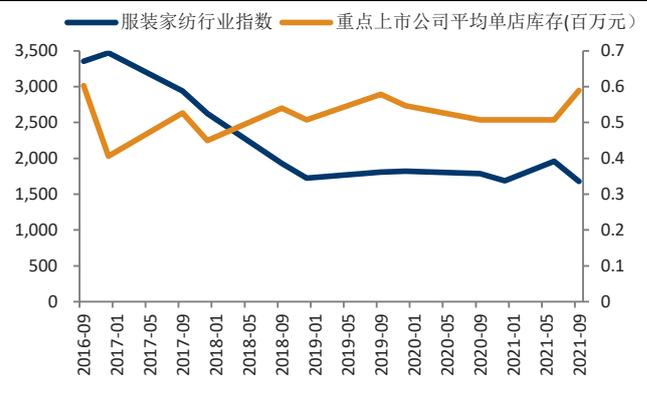
因此我们建议，在库存处于低位、出现阶段性利好因素、进入补库存阶段时布局服装行业/公司，在库存高点、行业景气度下行阶段、行业整体去库存可以适当回避（除非确定性很强的增长逻辑），采用类似“周期股”的投资思路进行布局。

图 15：近年来重点服装行业上市公司单店存货测算



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：近年来重点服装上市公司单店存货与行业指数对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 服装行业破局：核心在于产品、商业模式升级

针对行业周期性，服装公司如何破局？很多公司致力于开店，扩张/下沉销售渠道，抢占更多地域市场。但我们认为成长的首要因素不在于开店，而在于打造真正有竞争力的产品，塑造差异化品牌形象，讲好品牌故事。当前服装市场竞争较为充分，无论高低线市场还是全国各区域都存在大量品牌、门店，近年来我们也看到很多消费品公司开店进度频繁低于预期，固然背后有疫情等客观原因，但背后的核心逻辑在于开店驱动增长的历史已经成为过去，未来服装公司需要在差异化产品基础上进行开店。

当前中国已进入基础物质较为丰富的时代，服装作为基础消费品供给过剩，同质化产品难以吸引消费者。服装公司需聚焦于产品本身，在价格、设计、品质、功能性、品牌形象等要素打造差异化优势，才能获得更多消费者购买。如我们此前报告提出，我们把服装分为大众休闲、高端奢侈、功能性服装三类，不同类型服装消费者看重的要素不同，品牌成长路径依赖于打造独特的商业模式，从而推出具有要素优势的服装产品降维打击竞争对手，奠定长期成长基础。

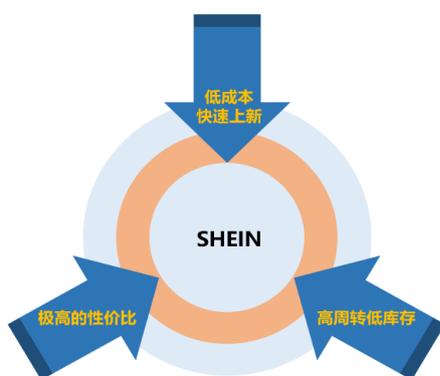
表 1: 不同服装细分品类的主要商业模式

品类	产品主要竞争要素	代表性品牌	代表性商业模式
大众休闲服饰	价格、品质、设计等	Zara、H&M、优衣库、Gap、Shein 等	SPA 模式，全产业链掌控；Shein 模式，线上低成本运营
高端奢侈服饰	设计、品质、品牌形象、服务等	LVMH、历峰集团、Tapestry 等	掌控设计、研发、营销、渠道等环节
功能性服饰	功能性、品牌形象、品质、设计等	耐克、阿迪达斯、安踏体育、波司登等	轻资产模式，掌控设计、研发、营销等高附加值环节

资料来源：信达证券研发中心

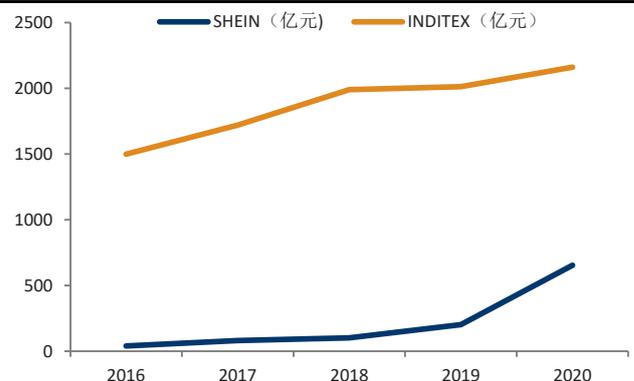
例如在大众休闲服饰领域，早期传统服装品牌主要采用授权、经销等商业模式，聚焦于设计、品牌营销等环节，强化品牌影响力，GAP 率先采用 SPA 商业模式，通过全产业链掌控降低成本，提供更有性价比优势的产品，此后 H&M、Zara、优衣库等品牌模仿类似的商业模式，在国外成熟服装市场不断扩张市场份额，成长为全球行业龙头。2015 年国内跨境电商服装龙头 Shein 开始崭露头角，凭借整合线上低价流量+国内优质供应链打造更具性价比优势的服装产品，对 Zara 等传统 SPA 模式龙头进行颠覆，从而实现全球领域的快速扩张。第一财经报告显示 2020 年 Shein 实现营收 653 亿元，同增 308%，连续 6 年实现 100% 以上增速，抢占其他品牌市场份额。

图 17: Shein 商业模式降维打击传统品牌



资料来源：前瞻产业研究院，OICA，信达证券研发中心

图 18: 近年来 Shein 与 Inditex 收入对比情况



资料来源：Wind，第一财经，信达证券研发中心

因此为判断服装公司长期成长性，我们需要判断商业模式是否具有颠覆性、独特性，从而为消费者提供优势产品。例如，近年来大众休闲服装领域较多公司学习快时尚品牌，开始打造柔性化供应链，提高现货订货比例，提高对终端需求的反应速度，以期降低库存、实

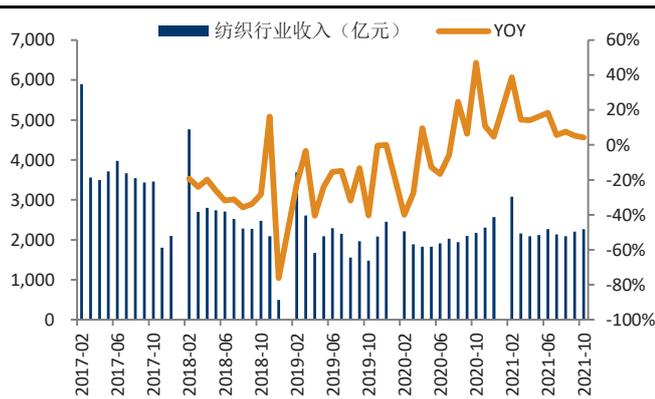
现可持续增长。但我们认为柔性化改造“指标不治本”，只是聚焦于如何快速满足现有需求，而非如何增加更多需求，对建立服装产品本身优势帮助有限，难以打造持续性成长优势。对于品牌公司而言，快时尚公司核心在于 SPA 模式，通过直营化渠道延伸产业链，加强成本管控从而提供高性价比产品，并在此基础上衍生出“快”的优势。Shein 模式的出现通过线上低成本流量进一步降低产品价格，并借助大数据、互联网技术加快供应链反应速度。

因此回到开始的问题，我们认为服装公司成长的关键在于通过商业模式的优化打磨更好的产品，有无能力在竞争要素上建立优势。而目前大多数品牌产品同质化，品牌、门店过剩的情况下仅依赖开店或仅进行柔性化改造也难以实现可持续增长。

2.3 纺织行业展望：看好具有规模优势及“专精特新”类公司

中国加入 WTO 组织后，纺织行业凭借低劳动力、土地成本等优势快速发展，且类似下游服装行业，作为较早放开管制的行业，纺织行业民营企业众多、竞争格局分散，多数企业围绕成本进行低端竞争。随着国内生产要素成本快速提升，2012 年后纺织产业加速向东南亚地区转移，国内纺织行业上市公司面临国内外激烈竞争，部分龙头也开始在海外布局产能。2020 年新冠肺炎疫情爆发后，我国政府采取有效措施控制疫情扩散，东南亚国家受疫情影响较大，纺织行业供应链受到较大影响，部分订单回流国内。

图 19：近年来中国纺织行业收入增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：近年来越南成衣产量及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

随着中国经济结构转型升级，劳动力成本上升，传统劳动密集型产业逐步退出，中高端制造业快速崛起。因此总体来看，近年来纺织行业企业数量持续下降，2021 年 10 月全国纺织业企业单位数为 1.86 万个，较 2010 年峰值减少 44%，大量中小企业退出市场，行业份额向头部集中。

我们认为，在整个中国制造升级大背景下，纺织产业存在两类长期发展机会：1) 规模化龙头，经过多年发展在行业内具有明显规模优势，足以应对劳动力成本优势丧失，例如申洲国际、华利集团等。2) 细分领域“专精特新”的公司，积累了优势研发、生产、技术壁垒，对劳动力成本优势依赖度低，在行业竞争中追赶甚至超越国际对手，例如明新旭腾、华生科技、众望布艺、浙江自然、安利股份、伟星股份等。

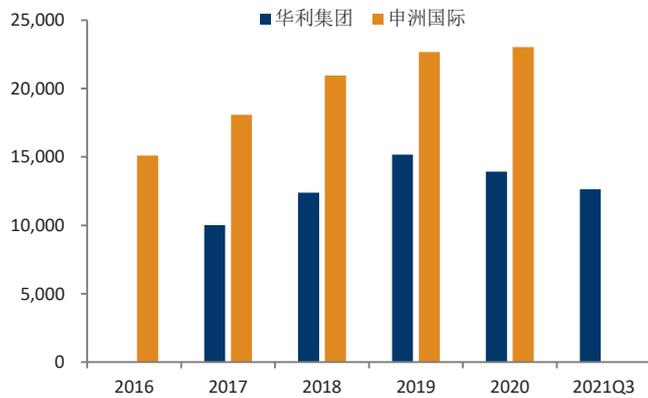
图 21: 近年来中国纺织行业企业数量增长情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

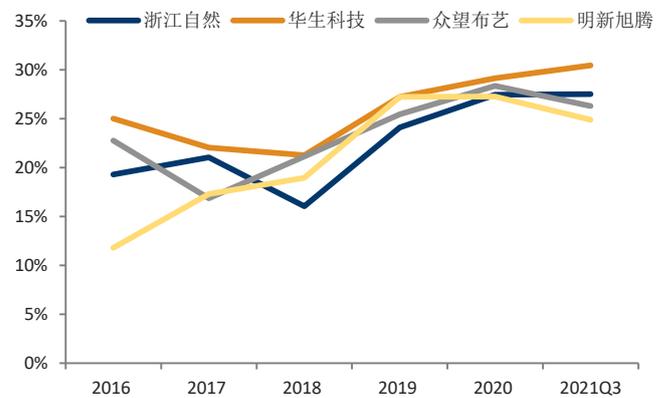
图 22: 中国平均劳动力成本快速增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

- 1) 在市场空间较大的细分行业，例如运动鞋服、针织服装代工等，规模化降低成本为核心竞争优势。企业发展早期打造供应链基础能力，通过劳动力成本、快速交期、服务响应等优势绑定头部品牌客户，快速成长扩大规模。在成为行业头部供应商后纺织公司具有成本规模优势，一方面可以自动化改造降低对人工依赖，另一方面可以率先向低成本国家转移产能强化先发优势。
- 2) 在规模较小的细分领域，部分龙头公司注重产品、材料研发，建立高进入壁垒，在细分产品技术、性能等方面达到全球领先水平。这类公司与下游客户粘性较强，未来有望凭借产品优势不断拓展市场份额，实现持续增长。例如国内汽车皮革行业收入规模较小，2020年全国汽车皮革市场规模约为70亿元，行业进入壁垒高，主要由海外公司垄断。国内龙头明新旭腾经过多年研发积累，在生产工艺、产品性能、研发设计等方面赶上甚至超过海外竞争对手，未来有望持续受益于国产替代。

图 23: 头部纺织公司收入体量显著较高(百万元)


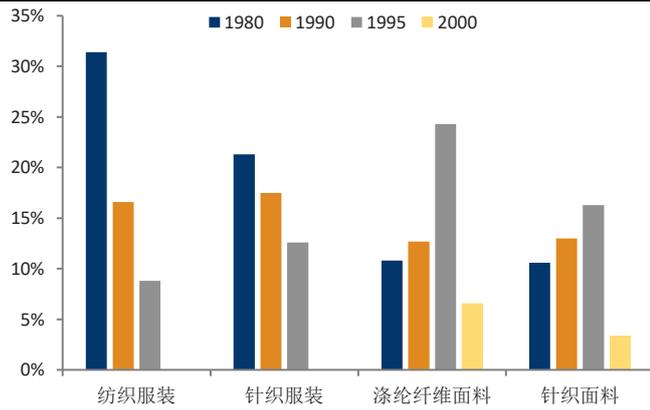
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: “专精特新”类纺织公司净利率相对较高


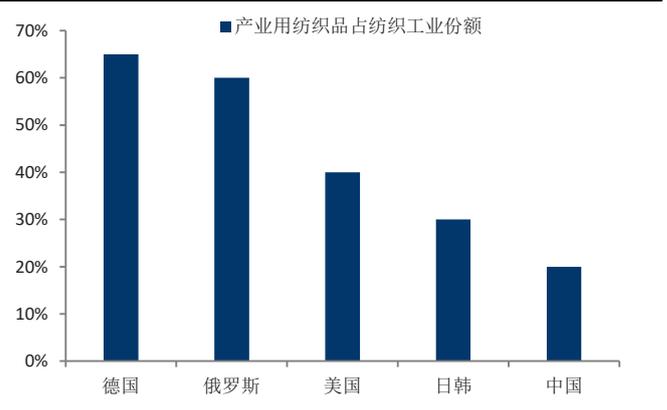
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从国际经验来看，发达国家纺织龙头在劳动力成本等比较优势丧失后，聚焦于新材料研发、高新技术、设备制造等高附加值领域，向资金、技术密集型产业转型升级。从全球纺织产业发展历史来看，英国、美国、日韩等发达国家早期通过成本优势快速成为纺织产业中心，在人口红利消失后成衣等劳动密集型产业率先转移，本土企业专注于合成纤维、功能性面料等高壁垒、高附加值产业，因此产业用纺织品行业快速发展，在纺织产业占比持续提升。

当前站在纺织产业转移的时间窗口，中国也需要一批注重创新、打造技术优势、对标国际领先水平的纺织企业不断发展，参与国际高水平竞争，成为全球行业龙头。而国家政策同样鼓励民营企业向专精特新方向发展，把敢于冒险的企业家精神和公司治理的规范性统一起来，支持相关企业推动经济结构转型升级。

图 25: 韩国服装、面料出口比例变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 2010 年部分国家产业用纺织品占纺织工业额比例


资料来源: 全球纺织网, 信达证券研发中心

综上, 我们认为规模化龙头以及专精特新公司长期存在发展机会, 由微笑曲线的低附加值环节向研发、品牌等高附加值环节延伸。收入体量较小或者同质化、技术壁垒较低的公司难以持续成长, 在激烈竞争及产业转移大趋势下预计将受到较大影响。

投资策略: 关注业绩反转品牌及专精特新类公司

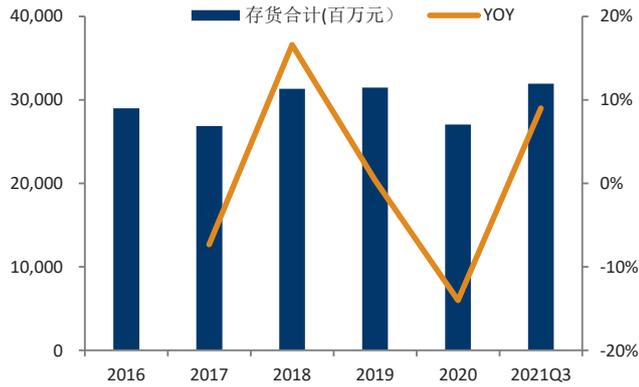
展望 2022 年纺织服装行业投资, 我们认为: 1) 服装整体而言库存周期尚处于去库存早期, 最早到 2022 年下半年关注库存周期过后业绩改善的机会, 建议关注部分业绩反转公司; 2) 纺织板块建议关注专精特新类上市公司, 盈利能力、ROE 较高, 长期增长逻辑清晰, 市场认知充分后估值有望提升; 纺织龙头企业景气度较高, 但同样预期较为充分, 建议关注越南疫情好转后业绩增速提升投资机会。

3.1 服装周期判断: 处于去库存前中期, 短期成长压力较大

如前文所述, 2021 年服装行业高开低走, 下游消费景气度逐步下行, 行业经过短暂的 (不到 1 年) 补库存、增速上行后再次进入去库存周期。我们统计了 24 家主要服装上市公司的总库存, 2021 年三季度末为 305.78 亿元, 接近 2018 年三季度水平。

目前看在经济增速放缓阶段, 居民收入增长受到影响, 消费预期边际下降, 整体消费市场成长压力仍然较大, 预计 2022 年服装需求将缺乏增长动力。其中 2021 年上半年服装行业消费复苏、龙头公司业绩表现亮眼、收入基数较高, 预计 2022H1 多数服装公司增速相对较低, 需要跟踪 2022H2 收入有无改善的机会。

因此我们判断目前行业处于去库存前中期, 按照历史经验上市公司需要 2 年时间左右消化库存 (2012-17 年上市公司首次遇到大规模关店、去库存, 应对经验不足, 持续时间较长, 2018 年后行业普遍较为谨慎, 去库存时间缩短), 2022 年在需求持续低迷背景下我们预计多数服装公司业绩表现较为疲软, 处于持续去库存阶段, 关注下半年服装消费有无超预期改善机会。

图 27: 近年来服装行业主要上市公司总库存增长情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 服装龙头公司 2021 年收入增速表现情况

	2021Q1	2021H1	2021Q3
李宁	80-90%	65.34%	40-50%
特步国际	约55%	12.30%	中双位数增长
安踏体育	40-50%	50.54%	10-20%
海澜之家	42.77%	25.09%	9.39%
森马服饰	20.91%	13.65%	-5.69%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

同样如前文所述, 我们认为 2022 年服装行业应: 1) 从长期角度布局重点塑造品牌、塑造产品的公司, 未来有机会在存量市场中实现持续增长; 2) 关注品牌重塑、业绩反转的公司。

3.2 长期判断: 国潮崛起趋势不变, 优质产品力为本质

从长期来看, 服装行业处于国潮崛起的黄金阶段, 必将有一批优质品牌成长为行业龙头。近年来全球正常贸易关系被破坏、国际关系趋于紧张, 消费民族主义再次得到认可, 消费者支持国货的热潮在消费品各行各业均有明显体现。此前服装行业国际品牌占据主导地位, 2020 年 3 月新疆棉事件催化后部分国际品牌认可度显著下降, 本土品牌影响力、接受度有所提升。随着我国居民收入水平、民族自信心提升, 未来优质服装品牌将迎来长期发展机会。

表 2: 国内鞋服行业市占率前十五位企业变化 (%)

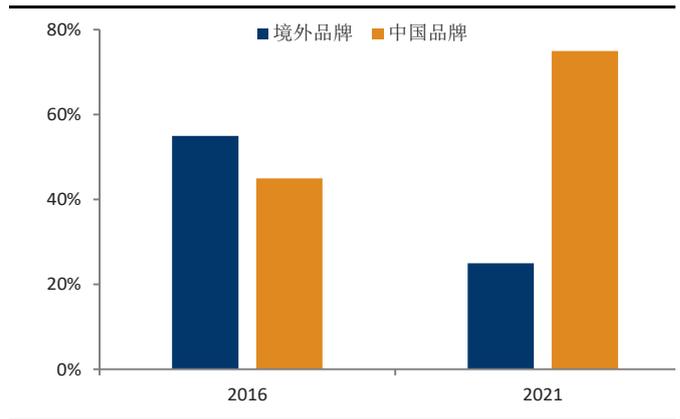
公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
NIKE	1.9	2.1	2.5	2.9	3.4	3.4
安踏	0.9	1.1	1.4	1.8	2.0	2.2
adidas	1.4	1.8	2.1	2.3	2.3	2.0
快销集团	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2
森马服饰	0.8	0.8	1.0	1.2	1.1	1.2
李宁	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
Bestseller	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
海澜之家	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
斯凯奇	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
波司登	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
百丽集团	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
INDETEX	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
太平鸟	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
特步国际	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
LVMH	0.2	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 29：新疆棉事件后国内明星与涉事品牌解约

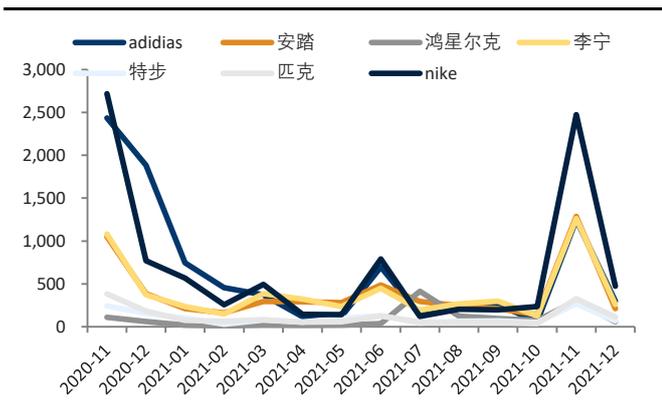
品牌	解约明星
H&M	黄轩、宋茜、辣目洋子
NIKE	王一博、谭松韵、易烊千玺
匡威	张艺兴、白敬亭、欧阳娜娜
Adidas	杨幂、迪丽热巴、易烊千玺、邓伦、王嘉尔、陈立农、Angelababy、彭于晏、陈奕迅、宋妍霏、丁禹兮、任敏、赵露思、张钧甯、彭昱畅、刘亦菲
优衣库	井柏然、倪妮、雷佳音、王源
PUMA	李现、杨洋、刘昊然、刘雯、古力娜扎、许光汉
Burberry	周冬雨、宋威龙
New Balance	孟美岐、张子枫
Lacoste 鳄鱼	黄子韬
Under Armour 安德玛	韩庚

资料来源：搜狐，信达证券研发中心

图 30：2021 年消费者国货认可度


资料来源：新华网，信达证券研发中心

但是消费者并不会无条件支持本土品牌，而是需要在产品本身相较于国际品牌、杂牌具有一定亮点。当前消费者更加理性，对国货同样具有较高要求，不愿被国货裹挟而是支持优质的国货产品。例如运动品牌鸿星尔克在 2021 年 6 月河南水灾中积极捐款得到消费者大力认可，抖音直播、天猫等线上渠道及线下门店产品快速售罄，线上销售超过安踏、李宁等头部本土品牌。但是由于品牌本身产品设计、研发、营销等沉淀不足，事件热度过去后公司销售额也有所回落，需要产品全方位优化推动持续增长。

图 31：2021 年淘系平台运动品牌销售情况


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 32：近年来双十一运动服装品牌销售排名

2020				2021			
1	耐克	6	彪马	1	耐克	6	斯凯奇
2	阿迪达斯	7	Jordan	2	安踏	7	New Balance
3	李宁	8	Vans	3	李宁	8	Jordan
4	安踏	9	斯凯奇	4	阿迪达斯	9	Puma
5	Fila	10	New Balance	5	Fila	10	特步

资料来源：21 财经，纺织服装周刊，信达证券研发中心

从长期来看，中国服装产业需要向高附加值的营销、设计环节延伸，优质国货品牌将推动产业转型升级。在此过程中，我们回到服装产品本身，看好产品具有竞争力的品牌，尤其是大众休闲服饰具有性价比优势、运动服饰及羽绒服具有功能性优势、高端服饰具有设计优势的品牌。我们持续看好安踏体育、李宁、波司登等功能性品牌，借助本土优质供应链优势基础，上述品牌不断强化产品研发、设计投入，未来有望进一步提升品牌形象、产品竞争力，持续扩大市占率。

短期受库存周期波动影响，服装行业“一损俱损”，优质服装公司收入、业绩增速同样下行，估值出现下降。我们认为优质公司成长持续性更强，线上渠道及店效仍有增长空间，在行业需求阶段性好转后增速有望回升，推动估值提升。

图 33: 国产头部运动品牌不断提升产品科技属性


资料来源: 搜狐, 信达证券研发中心

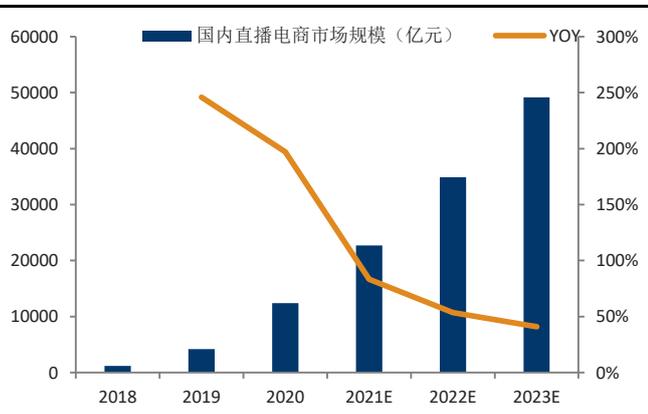
图 34: 优质服装公司 PE 估值变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

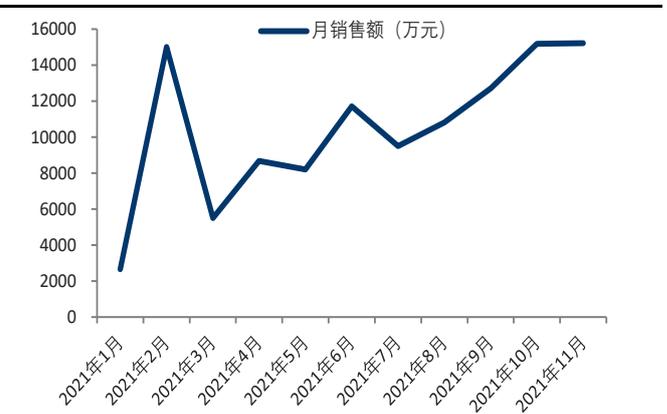
3.3 短期判断: 关注业绩反转公司投资机会

另一方面, 我们提示关注有业绩反转机会、基本面发生较大变化的服装公司。近年来行业整体关注度不高, 中小公司市值/估值普遍较低, 但部分公司积极进行渠道、品牌、营销等升级, 有可能推动业绩增长超预期, 从而带来超额收益。例如, 2021 年锦泓集团、报喜鸟、红豆股份等服装公司抓住新渠道、新品牌、新逻辑, 业绩预期改善, 带动股价提升。

2020 年以来直播电商快速发展, 抖音、快手等直播平台投入大量资源扶持品牌入驻, 并通过直播带货形式变现。锦泓集团旗下 Teenie Weenie 品牌较早布局抖音渠道, 且品牌定位、风格契合年轻人, 享受新兴渠道流量红利 GMV 实现快速放量。2021Q1 公司实现收入 10.72 亿元、同增 78.05%, 归母净利 0.95 亿元、同增 15661.80%, 业绩反转带动股价显著上涨。

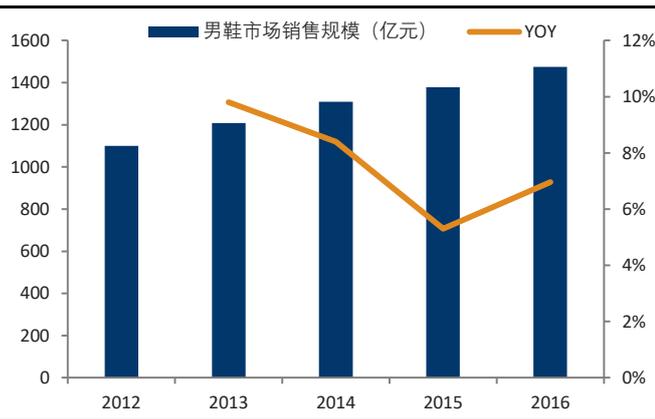
图 35: 近年来直播电商 GMV 快速增长


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 36: Teenie Weenie 品牌抖音直播 GMV 增长情况


资料来源: 蝉妈妈, 信达证券研发中心

2022 年我们建议关注男士皮鞋行业龙头业绩反转机会。近年来受运动鞋、休闲鞋逐步替代以及新冠肺炎疫情影响, 国内皮鞋行业消费持续低迷, 皮鞋上市公司收入增长遇到困境、业绩持续下滑。奥康国际作为行业龙头 2017-20 年收入持续下滑, 利润率降至低位。2021 年 1 月奥康国际与知名咨询公司北海君智签署战略协议, 全方位升级产品、渠道、营销, 在行业存量竞争下有望打造优质国货品牌, 实现业绩增速提升。

图 37: 2012-16 年国内皮鞋市场规模及增速


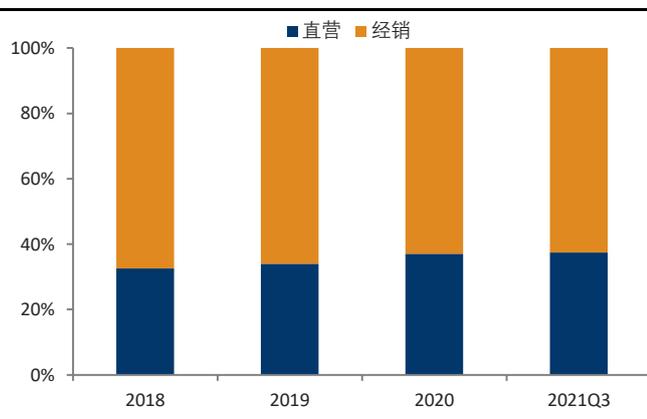
资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

图 38: 近年来奥康国际收入及净利润情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

渠道方面, 公司对线下存量渠道进行升级, 门店逐步重新装修, 风格更加年轻化; 新开门店以购物中心为主, 优先入驻高端的商圈、位置, 提升购物体验 and 品牌形象。公司持续提升直营门店占比, 优化渠道结构, 淘汰低效店铺。公司线上渠道积极推广直播电商等新兴渠道, 与优质 MCN 机构、主播合作, 吸引更多年轻消费者。

营销方面, 公司借助君智咨询优势资源, 有望加强与外部设计师合作, 并与漫威等优质 IP 联名, 提升品牌影响力; 公司将加大营销投入, 与传统媒体及新媒体加强合作, 扩大品牌影响力, 打造“舒适男士皮鞋”全新形象; 公司升级线上线下渠道结构, 改善消费者的品牌认知。

图 39: 近年来奥康国际线下渠道结构情况


资料来源: 奥康国际公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 公司联名漫威优质 IP


资料来源: 奥康国际公司官网, 信达证券研发中心

产品方面, 公司定位“更舒适的男士皮鞋”, 强调产品功能性, 针对男性消费者在上班、行走、站立等场景推出四大新品系列——微空调系列、呼吸系列、万步系列、云朵系列。公司新产品依托自身强大技术积累、国人脚型数据、优势制造能力, 拉开与竞争对手差距, 为消费者提供优质皮鞋。此外公司在新战略落地、成功升级后, 将逐步提高产品定价, 进驻国际品牌与本土品牌中间的价格空白地带。

图 41：公司近年来所获得的荣誉情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 42：国内皮鞋行业主要品牌价格带分布



资料来源：信达证券研发中心

我们认为，2022 年需要关注下游底部反转的公司，在部分低迷细分市场下，品牌转型升级成功后更有机会在存量竞争中与对手拉开差距，实现收入持续增长。奥康国际作为皮鞋国产品牌龙头，在君智咨询合作下有望升级品牌形象，业绩反转后股价也将有表现机会。

3.4 纺织行业：关注“专精特新”类公司投资机会

2021 年全球货币流动性宽松，欧美国家居民收入、空余时间增加，消费需求释放，服装消费景气度相对较高。但是货币超发也导致通货膨胀超预期，2022 年欧美国家货币政策预计将边际收紧，居民消费增长压力加大，国内纺织产业出口需求将会承压。

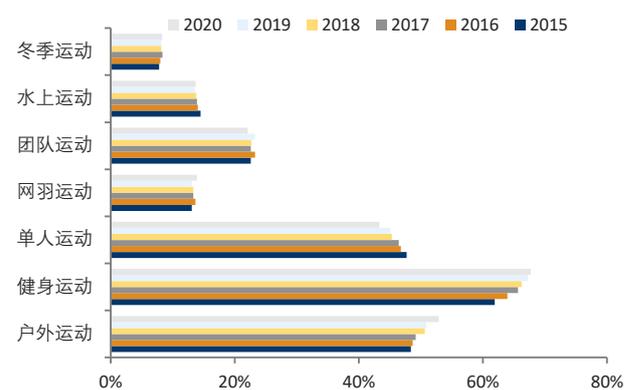
尽管 2022 年整体消费环境承压，我们认为部分细分市场仍存在发展机会，如体育户外消费预计可保持较高景气度，疫情影响后消费者对健康重视度提升，体育户外用品需求表现相对较好，国内上游产业链公司订单增长确定性较强，尤其头部公司具有较强竞争力、客户粘性，有机会实现持续性增长。

图 43：近年来美国经济 CPI 增长情况 (%)



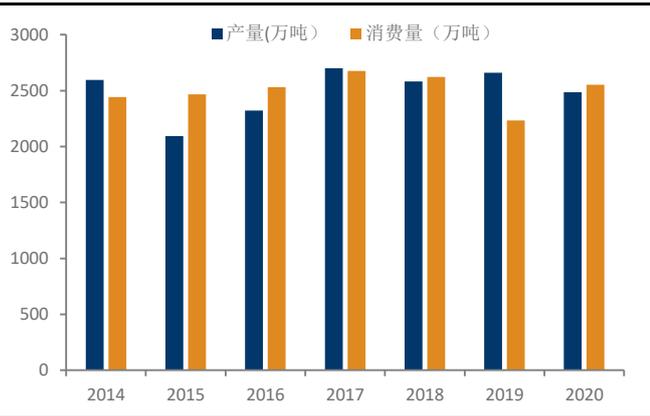
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 44：近年来美国运动消费增长情况

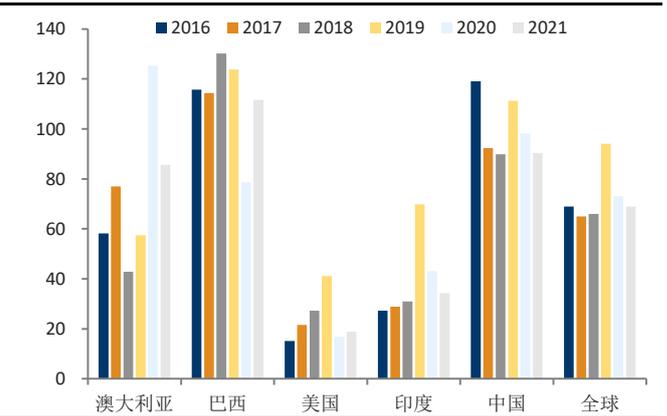


资料来源：SFIA，信达证券研发中心

2021 年棉花、化纤等主要原材料价格上涨，但下游整体消费较为疲软，纺织企业难以传导上游涨价，盈利能力受损。2021Q4 受整体消费低迷影响，上游原材料价格有所回落，棉花库存比处于相对较高的水平。由于棉花价格高企，2022 年棉花种植面积、产量有望增长，而需求端受货币政策边际收紧、经济增速可能放缓等影响，整体消费量预计将有所减少。因此 2022 年棉花有下降空间，原料价格下降将有助于部分需求景气度确定性较强的纺织公司盈利能力修复。

图 45: 近年来全球棉花供需变化情况


资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

图 46: 全球及主要国家棉花库存消费比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

因此 2022 年我们认为纺织行业整体需求承压, 但部分“专精特新”代表企业定位细分行业需求成长性预计相对较好, 作为行业龙头订单较为充足, 且上游原材料、海运等价格有望回落, 头部优质公司业绩有机会超预期。我们建议关注新旭腾(汽车皮革龙头)、华生科技(气密拉丝户外材料龙头)、众望布艺(沙发布行业龙头)、浙江自然(户外用品龙头)等优质公司。

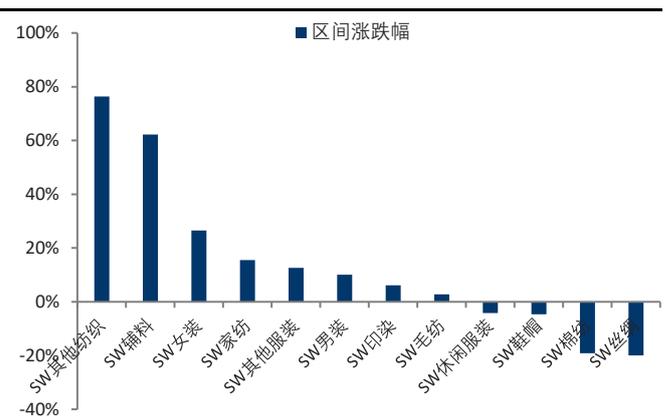
行情回顾与投资建议

4.1 股价表现与 PE 估值

从板块涨跌幅表现来看, 截至 2021 年 12 月 24 日, 2021 年 SW 纺织服装板块下跌 8.71%, 跑输沪深 300 指数 27.23PCT, 在 28 个申万一级行业中排名第 17 位, 上市公司股价整体较为疲软。从子行业表现来看, 制造端表现略优于品牌端, 其他纺织、辅料和女装子板块涨幅位居前三, 伟星股份、台华新材等优质公司涨幅较高, 鞋帽、棉纺、丝绸子板块跌幅位居前三。

图 47: 2021 年沪深 300 与纺织服装板块涨跌幅变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

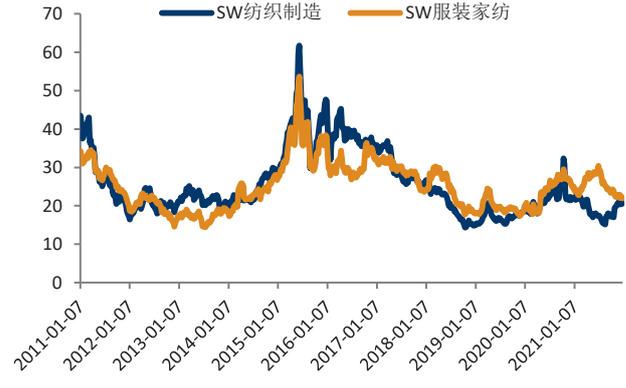
图 48: 2021 年纺织服装板块子行业涨跌幅情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从 PE 表现来看, 目前纺织服装行业估值处于历史平均水平, 上下游差距不明显。行业 PE 估值与业绩增速变化相关性较强, 2018-2019 年行业增速持续下行, 估值也逐步走低。2020 年下半年行业增速修复, PE 估值逐步回升。2021 年上下游估值走势有所差异, 下半年消费承压, 服装家纺业绩增速及 PE 走低, 纺织制造景气度相对较高、估值提升。

图 49: 近年来纺织服装行业指数与市场对比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 50: 近年来纺织制造和服装家纺行业指数对比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2 投资建议

综上, 展望 2022 年, 我们认为纺织服装行业关注以下投资机会: 1) 服装整体而言库存周期尚处于去库存早期, 建议关注部分业绩反转公司, 推荐奥康国际, 关注下半年库存消化后优质公司业绩反转机会, 建议关注安踏体育、李宁、波司登; 2) 纺织板块建议关注专精特新类上市公司, 盈利能力、ROE 较高, 长期增长逻辑清晰, 市场认知充分后估值有望提升, 推荐明新旭腾、华生科技、众望布艺等; 纺织龙头企业景气度较高, 但同样预期较为充分, 建议关注越南疫情好转后业绩增速提升带来的投资机会, 推荐华利集团、建议关注申洲国际。

表 3: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
2020.HK	安踏体育	116.90	3160	61.85	40.73	31.94	25.52	1.89	2.87	3.66	4.58
2331.HK	李宁	85.35	2233	125.51	60.96	48.77	39.15	0.68	1.4	1.75	2.18
3998.HK	波司登	4.91	534	30.69	24.55	19.64	16.37	0.16	0.2	0.25	0.3
603001.SH	奥康国际	9.43	38	134.71	85.73	37.72	22.45	0.07	0.11	0.25	0.42
605068.SH	明新旭腾	36.15	60	27.18	29.63	19.97	15.45	1.33	1.22	1.81	2.34
606180.SH	华生科技	35.30	35	32.69	18.10	14.35	11.24	1.08	1.95	2.46	3.14
605003.SH	众望布艺	28.38	31	14.48	19.44	15.59	12.84	1.96	1.46	1.82	2.21
300979.SZ	华利集团	89.05	1039	49.75	36.50	28.63	24.26	1.79	2.44	3.11	3.67
2313.HK	申洲国际	149.90	2253	44.09	42.71	33.91	28.77	3.4	3.51	4.42	5.21

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2021 年 12 月 31 日收盘价; 安踏体育、李宁、波司登、申洲国际股价单位为港元; 安踏体育、李宁、波司登、申洲国际为 wind 一致预期

风险因素

新冠肺炎疫情疫情影响超预期: 如果新冠疫情持续, 影响超出预期, 将导致消费需求持续疲软, 影响行业整体销售增长。

全球经济增速显著下滑: 我国纺织服装产业出口占比较高, 如果欧美国家货币政策收紧, 经济增速显著下滑, 将影响海外市场需求, 从而导致纺织产业收入增长低于预期。

国内服装消费持续低迷: 目前国内经济增速下滑压力较大, 如果 2022 年国内整体消费显著下滑, 将影响服装产品需求, 上市公司业绩复苏将受影响。

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。