

评级：增持（维持）

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	101
行业总市值(亿元)	5501
行业流通市值(亿元)	2090

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
森马服饰	6.25	0.55	0.58	0.67	0.76	11	11	9	8	1.14	买入
太平鸟	18.27	1.42	1.69	1.95	2.29	13	11	9	8	1.67	买入
地素时尚	14.57	1.43	1.54	1.75	2.02	10	9	8	7	0.99	增持
安踏体育	70.56	2.84	2.97	3.67	4.41	25	24	19	16	1.69	买入
华利集团	74.00	2.37	2.92	3.57	4.28	31	25	21	17	1.87	买入
安利股份	13.92	0.61	1.52	1.19	1.49	23	9	12	9	-15	买入
台华新材	9.76	0.53	0.66	1.09	1.42	18	15	9	7	0.51	买入
健盛集团	11.20	0.43	0.75	0.97	1.22	26	15	12	9	0.85	买入

备注：收盘价为2022年4月29日

报告摘要

- 收入端：2021年疫情后需求复苏，2022Q1国内疫情反复带来短期扰动。**

 - 品牌服饰：**2021H1在疫情后需求复苏+新疆棉加速国潮兴起之下，需求增长强劲，期内服装类限额以上企业零售额同增37.4%。而2021H2受全国各地疫情反复、水灾影响，终端需求有所走弱，全年需求增长14.2%。其中运动表现亮眼，2021年全年收入同增39%。同期，家纺、中高端分别同增17.7%/14.5%，大众休闲基本回到疫情前水平。
 - 纺织制造：**2021年海外供应链受疫情影响，国内一体化细分龙头供应链稳定性优势凸显，整体订单饱满，叠加扩产提效，收入实现较快增长（如华利集团/浙江自然等）；此外，也有部分企业凭借技术突破，实现差异化竞争，带动收入业绩高增（如台华新材/安利股份等）。
 - 2022Q1：**受疫情影响，国内需求进一步走弱，服装类零售额同比下滑2.1%，而纺织制造板块也受到各地管控升级，物流受阻的影响，但基于过去一年的扩产、产品结构升级等带动，整体收入仍维持正增长。
- 盈利端：严控折扣下品牌毛利率提升，扩产提效&结构升级下制造盈利能力提升**

 - 品牌服饰：**2021年在产品力和品牌力提升下，各品牌严控折扣，各板块毛利率同比均有提升，并且除大众休闲外，各板块归母净利润水平基本恢复至疫情前，其中运动板块在2020年较快增长基础上，仍实现45%的增长；2022Q1受疫情影响，需求端放缓，但部分费用偏刚性，利润表现弱于收入。
 - 纺织制造：**在需求向好下，部分公司扩产+产能利用率提升，规模效应得到放大，带动毛利率提升。同时2021年上游原材料价格涨幅较大，而在需求向好下，价格传导较为顺畅，助力板块盈利能力提升，2021年毛利率、净利率均同比提升（如棉纺）。此外，部分公司凭借规模、管理及技术优势，通过产品及客户结构升级，实现规模盈利的双提速（如华利集团/浙江自然/台华新材/安利股份等）；而2022Q1受疫情影响，环比有所下滑，但整体利润仍同比正增长。
- 投资建议：**1) 品牌服饰，受疫情及高基数影响，我们预计短期Q2需求仍有较大压力。长期看好行业景气度高的运动龙头，建议关注集团化能力突出，主品牌DTC转型提效，新品牌高增的安踏体育；2) 纺织制造，短期发货受疫情影响，后续若疫情持续或影响需求，在此背景下，布局海外产能并持续扩产的企业，以及通过产品差异化竞争的企业表现有望好于行业。建议关注产能在东南亚，且持续扩产的优质运动鞋制造龙头华利集团；以及因技术突破打破海外垄断格局，通过差异化产品铸造高壁垒的高增长民用锦纶一体化龙头台华新材。以及随高毛利率大客户放量，带动收入盈利双提速的生态环保成革龙头安利股份；及去年受国内外疫情影响较大，今年订单饱满，海外产能快速恢复，且持续扩产的健盛集团。
- 风险提示：**疫情反复、终端需求不及预期；原材料大幅波动风险；本文对行业数据进行筛选划分，存在偏差风险。

内容目录

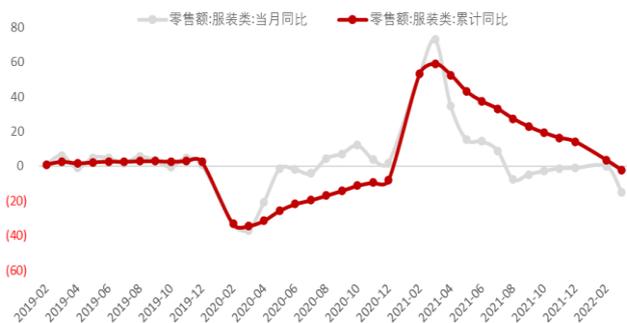
总览：全年需求向好，盈利能力提升	- 3 -
需求端：运动服饰表现靓丽，纺织制造百花齐放.....	- 3 -
盈利端：严控折扣品牌毛利率提升，扩产提效&结构升级下制造盈利能力提升.....	- 4 -
运营端：整体运营稳健，存货周转有所加快.....	- 6 -
品牌服饰	- 7 -
运动服饰：国潮崛起，规模盈利双提速.....	- 7 -
中高端：终端提效带动毛利率提升，库存健康运营稳健.....	- 9 -
大众休闲：收入业绩持续恢复中，产品升级带动毛利率提升.....	- 12 -
家纺：高基数下维持稳健增长，盈利能力保持较好水平.....	- 15 -
纺织制造	- 17 -
加工制造：全球疫情下供应链稳定性优势凸显，规模&盈利提升明显.....	- 17 -
棉纺：受益棉价上行，盈利能力提升明显.....	- 19 -
印染及其他材料.....	- 21 -
风险提示	- 22 -

总览：全年需求向好，盈利能力提升

需求端：运动服饰表现靓丽，纺织制造百花齐放

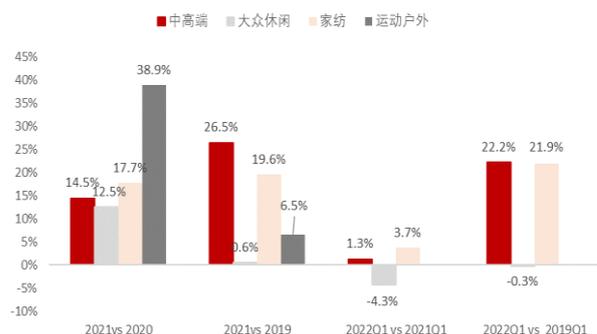
- **2021 全年终端需求前高后低，运动板块最为强劲。**2021H1 在疫情后需求复苏+新疆棉加速国潮兴起之下，需求增长强劲，期内服装类限额以上企业零售额同增 37.4%。而 2021H2 受全国各地疫情反复、水灾影响，终端需求有所走弱，全年需求增长 14.2%。2022Q1 在北上深疫情相继复发下，需求进一步走弱，服装类零售额同比下滑 2.1%。
 - **运动：**表现靓丽，全年收入同增 39%，增速远超其他行业。主要因消费升级叠加疫情后居民健康意识提升，对运动的需求逐年增加。同时，过去几年国产运动品牌积极提升产品力（提升科技含量、提升时尚度等）、品牌力，而新疆棉事件加速了国人对国产运动品牌的认知，助力国牌实现快速增长
 - **家纺：**随着居家时间的增加，消费者对居家生活品质要求提升，行业在 2020 年表现优异的情况下仍实现较快增长，2021 年收入同增 17.7%；2022Q1 在疫情影响下，仍实现 3.7% 的增长。
 - **中高端：**因核心客群消费水平受疫情影响较小，整体表现稳健，2021/2022Q1 收入分别增长 14.5%/1.3%。
 - **大众休闲：**恢复较慢，但 2021 年基本回到疫情前水平；而 2022Q1 受疫情影响，同比小幅下滑。

图表 1：2019-2022Q1 服装类限额以上企业零售总额当月同比及累计同比



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 2：2019-2022Q1 品牌服装分板块收入增速

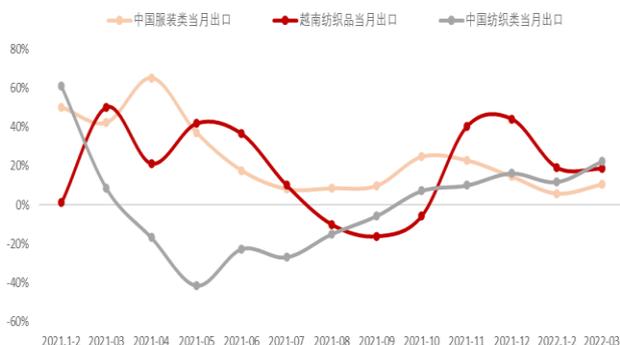


来源：Wind, 中泰证券研究所

- **海外疫情下供应链优势凸显&高端差异化竞争，纺织制造板块整体实现较好增长。**2021 年海外供应链在疫情下受影响，国内一体化细分龙头供应链稳定性优势凸显，整体订单饱满，叠加部分龙头企业持续扩产提效，因此收入实现较好增长（如华利集团、浙江自然等）；此外，也有部分企业凭借技术突破，实现差异化竞争，带动收入业绩高增（如台华新材、

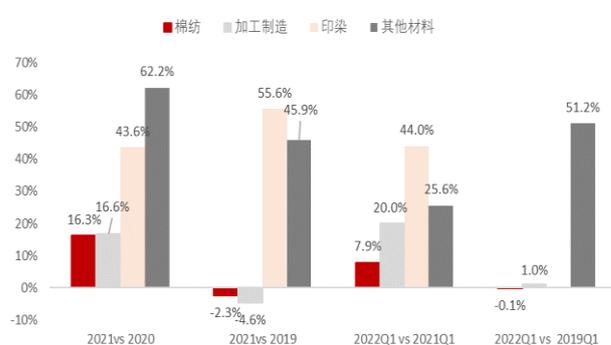
安利股份等); 2022Q1 国内疫情复发下各地管控升级, 物流受阻, 但基于过去一年的扩产、产品结构升级等带动, 整体收入仍维持正增长。

图表 3: 2021-2022.3 中国服装类和纺织类出口当月同比、越南纺织出口当月同比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2019-2022Q1 纺织制造分板块收入增速

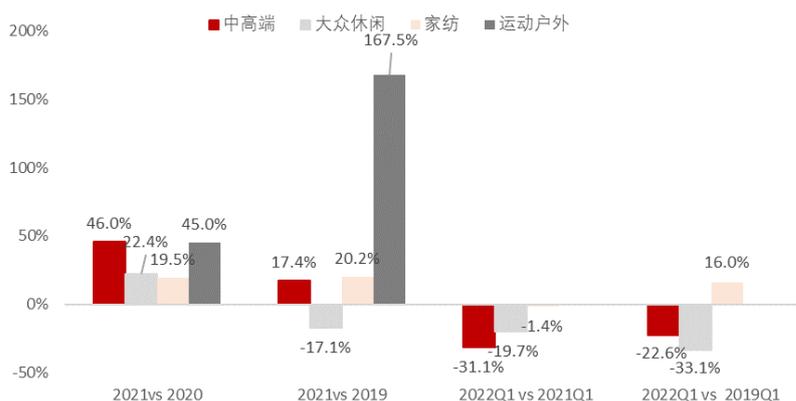


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、华生科技、新澳股份

盈利端: 严控折扣品牌毛利率提升, 扩产提效&结构升级下制造盈利能力提升

- 需求向好下, 板块盈利能力提升。2021 年除大众休闲外, 其他板块归母净利润水平基本恢复至疫情前水平, 其中运动板块在 2020 年较快增长基础上, 仍实现 45% 的增长; 2022Q1 受疫情影响, 需求端放缓, 但部分费用偏刚性, 各板块利润增速弱于收入。
- 从毛利率看, 在产品力和品牌力提升下, 各品牌严控折扣, 2021 年各板块毛利率同比均有提升。从净利率看, 2021 年家纺稳定在较好水平, 运动提升明显, 中高端、大众休闲同比提升, 但较疫情前仍有差距。

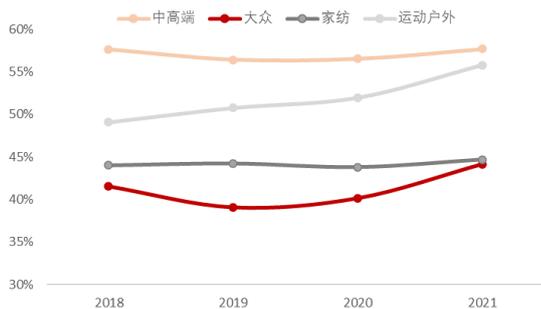
图表 5: 2019-2022Q1 品牌服饰各板块归母净利润增速



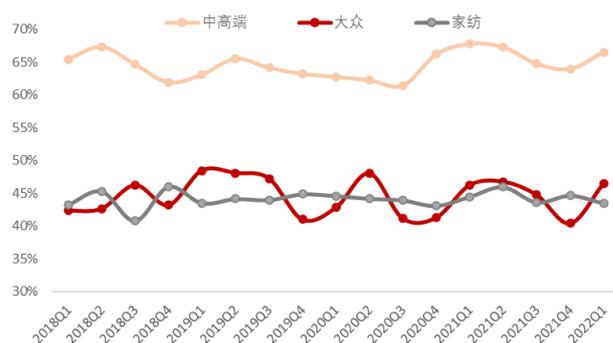
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2018-2021 年品牌服饰各板块毛利率

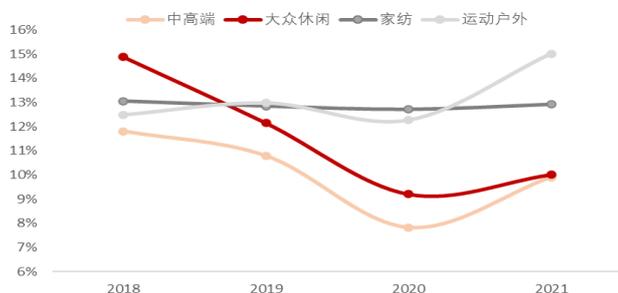
图表 7: 2019-2022Q1 品牌服饰各板块单季度毛利率



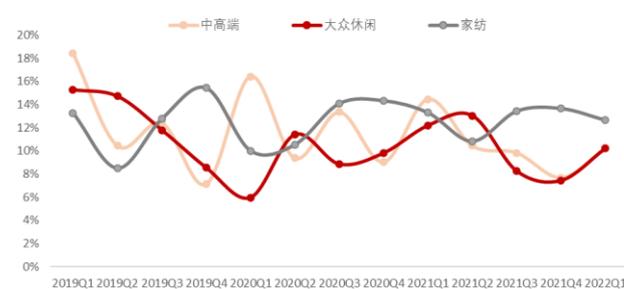
来源: Wind,中泰证券研究所



来源: Wind,中泰证券研究所

图表 8: 2018-2021 年品牌服饰各板块净利率


来源: Wind,中泰证券研究所

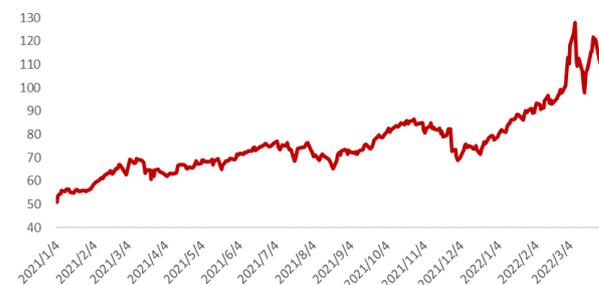
图表 9: 2019-2022Q1 品牌服饰各板块单季度净利率


来源: Wind,中泰证券研究所

- 需求旺盛下产能利用率提升, 原材料涨价传导顺畅, 盈利能力提升。**在需求向好下, 部分公司扩产+产能利用率提升, 规模效应得到放大, 带动毛利率提升。同时 2021 年上游棉价及原油价格涨幅较大, 而在需求向好下, 价格传导较为顺畅, 助力板块盈利能力提升, 2021 年毛利率、净利率均同比提升; 2022Q1 受疫情影响, 环比有所下滑, 但整体利润仍同比正增长。

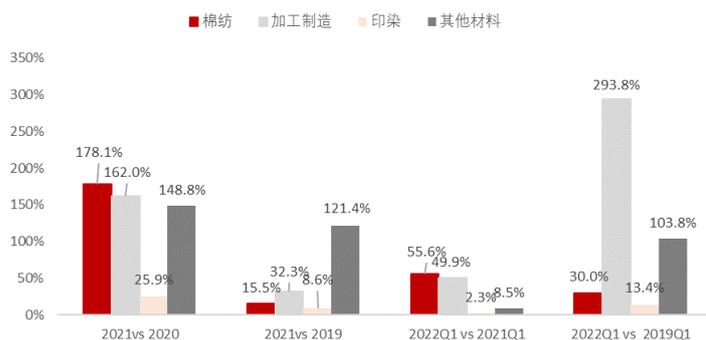
图表 10: 2020-2022.3 国棉 328 价格指数 (元/吨)


来源: Wind,中泰证券研究所

图表 11: 2021-2022.3 布伦特原油期货结算价 (美元/桶)


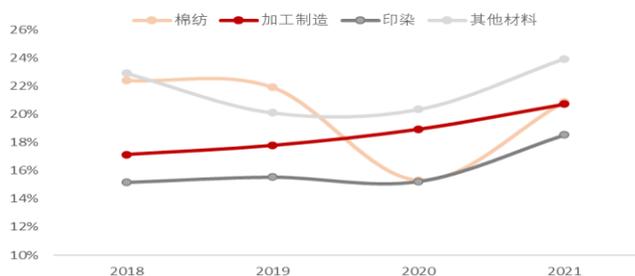
来源: Wind,中泰证券研究所

图表 12: 2019-2022Q1 纺织制造各板块归母净利润增速



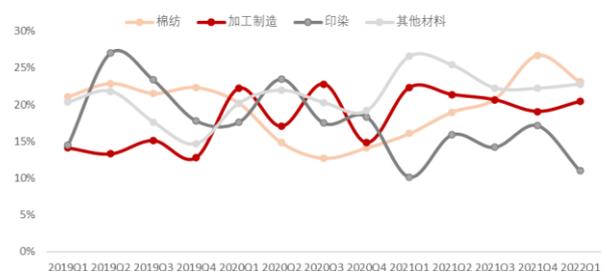
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、华生科技、新澳股份

图表 13: 2018-2021 年纺织制造各板块毛利率



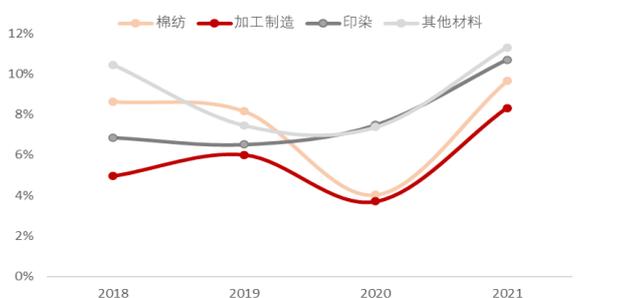
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、华生科技、新澳股份

图表 14: 2019-2022Q1 纺织制造各板块单季度毛利率



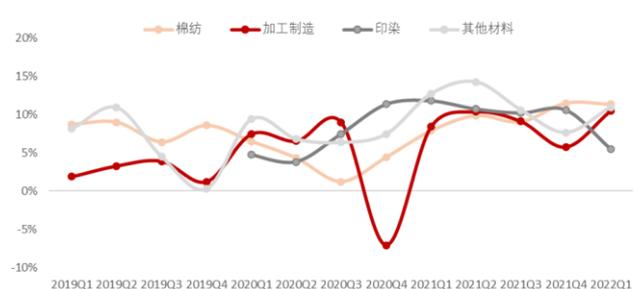
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、华生科技、新澳股份

图表 15: 2018-2021 年纺织制造各板块净利率



来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、华生科技、新澳股份

图表 16: 2019-2022Q1 纺织制各板块单季度净利率



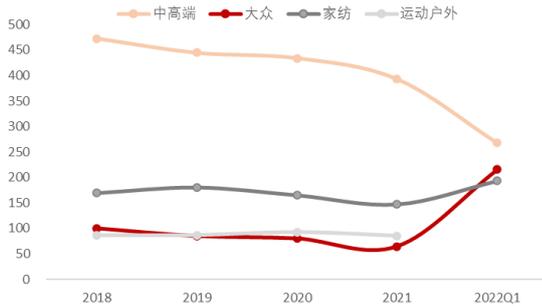
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、华生科技、新澳股份

运营端: 整体运营稳健, 存货周转有所加快

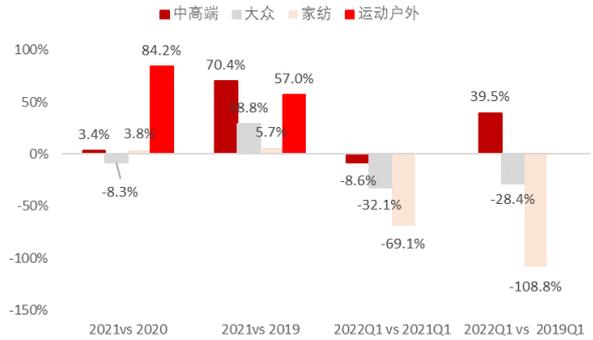
- 2021 年品牌服饰在需求向好, 同时注重存货结构优化下, 整体周转加快, 同期经营性净现金流基本保持稳健。

图表 17: 2018-2022Q1 品牌服饰各板块存货周转天数 (天)

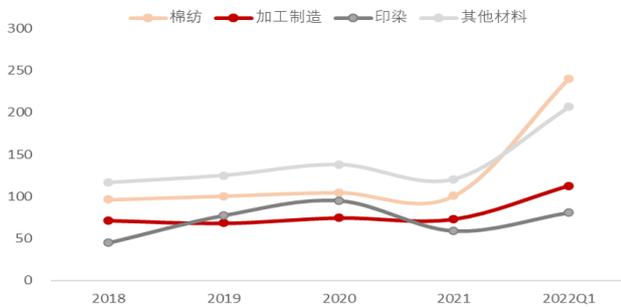
图表 18: 2019-2022Q1 品牌服饰各板块经营性净现金流



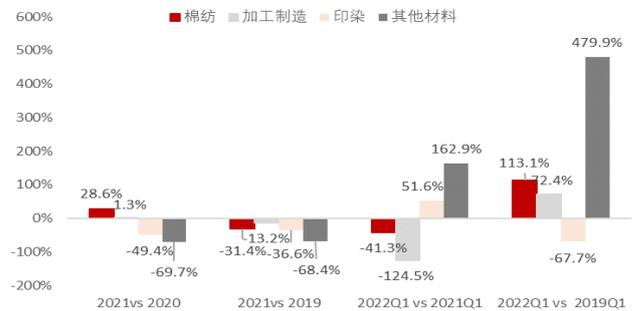
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 2018-2022Q1 纺织制造各板块存货周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 2019-2022Q1 纺织制造各板块经营性净现金流


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、安利股份、华生科技、新澳股份



来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 其他材料包括台华新材、安利股份、华生科技、新澳股份

品牌服饰

运动服饰: 国潮崛起, 规模盈利双提速

- **2021 年核心运动品牌收入和利润均超越疫情前水平, 且表现强劲。**国牌在过去几年品牌力和产品力提升的积淀下, 新疆棉和奥运加速了国人对国产运动品牌焕新的认知, 整体表现强劲。安踏/李宁/特步/361 度收入 2021 年相比 2019 年分别同增 45.7%/63.3%/22.6%/6.5%, 净利润分别同增 44.5%/167.5%/24.8%/39.2%。
- **2022Q1 流水整体延续 2021 年趋势, 安踏主品牌/李宁/特步/361 主品牌流水仍延续较快增速, 分别为 15~20%/25~30%/30~35%/15~20%。**Fila 因渠道多在一二线城市, 且门店以购物中心为主, 因此自 2021H2 以来疫情水灾严重, 增速有所放缓。

图表 21: 2018-2021 年主要运动服饰公司营收增速
图表 22: 2018-2021 年主要运动服饰公司净利润增速



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019Q1-2022Q1 主要运动服饰品牌流水增速及拆分

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
安踏													
安踏品牌	10~15%	约15%	约15%	15~20%	-20~-25%	-5~0%	0~5%	0~5%	40~45%	35~40%	10~15%	约15%	15~20%
大货	5~10%	10~15%	10~15%	5~10%	-20%+	-5~0%	由负转正	0~5%	35~40%	35~40%	10~15%	10~15%	约15%
儿童	20~30%	30%	25%	-25%	-20%+	约5%	10~15%	0~5%	45~50%	35~40%	10~15%	25~30%	20~25%
电商	约15%	25%	30~35%	40%+	约5	40%+	50%		60%+	40%+	25~30%	30~35%	30%+
Fila	70%+	60%	50~55%	50~55%	约-5%	10~15%	20~25%	25~30%	75~80%	30~35%	5%左右	5~10%	约5%
其他品牌			30~35%	25~30%	-10~-5%	25~30%	50~55%	55~60%	115~120%	70~75%	35~40%	30~35%	40~45%
李宁 (不包括李宁Young)													
流水	20~25%	20~25%	30~35%	35%	-15~-10%	约-5%	约5%	约15%	85~90%	90~95%	40~45%	30~35%	25~30%
零售	10~15%	5~10%	约15%	15~20%	约-35%	-15~-10%	持平	约5%	90~95%	85~95%	约35%	25~30%	约25%
批发	20~25%	25%	35%	40~45%	-15~-10%	-10~-5%	-5~0%	10~15%	80~85%	90~95%	35~40%	25~30%	20~25%
电商	40~45%	25~30%	50~55%	40~45%	10~15%	25~30%	40~45%	约35%	约100%	95~100%	约55%	40~45%	约35%
门店	约15%	约15%	15~20%	20~25%	--	约-5%	0~5%	10~15%	--	80~85%	40~45%	20~25%	20~25%
零售	5~10%	10~15%	10~15%	15~20%	--	-20~-15%	-5~0%	5~10%	--	90~95%	约35%	约25%	约25%
批发	10~15%	10~15%	10~15%	约15%	--	-10~-15%	约-5%	约5%	--	70~75%	35~40%	15~20%	10~15%
电商	35~40%	35%	55%	40~45%	10~15%	约25%	35~40%	30~35%	85~90%	85~90%	约55%	25~30%	约35%
特步													
流水	20%+	20%+	20%	20%+	-20~-25%	-5~0%	约5%	5~10%	55%	30~35%	约15%	20~25%	30~35%
折扣	7.5	7.5~8	7.5~7.8	7.5~8	6.5~7	6.5~7	6.5~7	6.5~7	7~7.5	7.5~8	7.5~8	7.5~8	约7.5
361°													
主品牌	0~5%	0~5%	0~5%	0~5%	-25~-30%	-15~-10%	-10~-5%	0~5%	10~15%	15~20%	10~15%	15~20%	15~20%
儿童	0~5%	5~10%	5~10%	5~10%	-25~-30%	-15~-10%	-10~-5%	约5%	20~30%	30~35%	15~20%	25~30%	20~25%

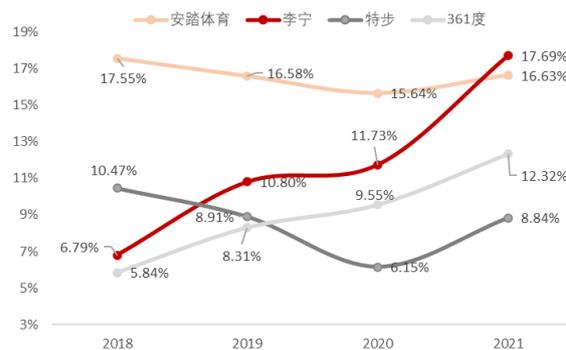
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 产品力提升下严控折扣, 盈利能力提升明显。**过去一年, 在产品力和品牌力的提升下, 各品牌严控折扣, 盈利能力提升明显。2021年安踏体育/李宁/特步/361度毛利率分别提升 3.48/3.95/2.58/3.8pcts, 同期净利率分别提升 0.99/5.96/2.69/2.77pcts。其中, 安踏除严控折扣外, 主品牌 DTC 占比提升也带动毛利率的提升 (2021年已有 6000 家 DCT 门店, 其中 52% 直营); 361 度盈利能力的提升还有经销商拿货折扣的提升和线上高毛利率产品占比提升的拉动。

图表 24: 2018-2021 年主要运动服饰公司毛利率
图表 25: 2018-2021 年主要运动服饰公司净利率

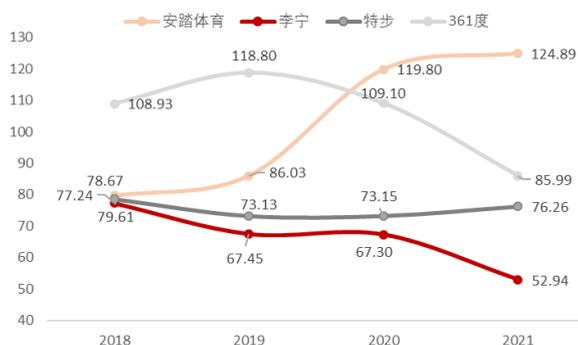


来源: Wind, 中泰证券研究所

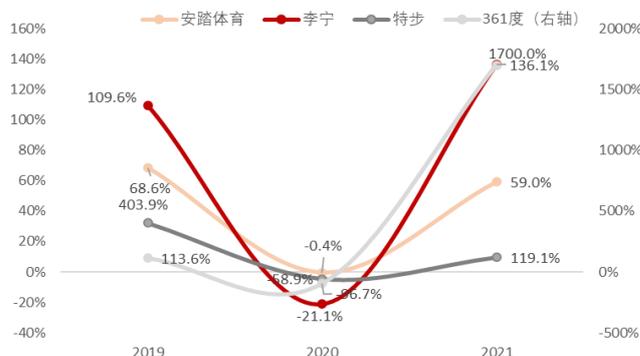


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 存货周转加快, 现金流健康。**2021 年各公司整库存周转加快, 安踏体育/李宁/特步/361 度库存周转天数分别同比变动+5.1/-14.4/+3.1/-23.1 天, 其中安踏主要因主品牌 DTC 业务占比提升导致周转放慢。现净流方面均改善明显, 同期安踏体育/李宁/特步/361 度经营性净现金流分别同增 59%/136.1%/119.1%/1700%。

图表 26: 2018-2021 年主要运动服饰公司存货周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 2018-2021 年主要运动服饰公司经营净现金流增速


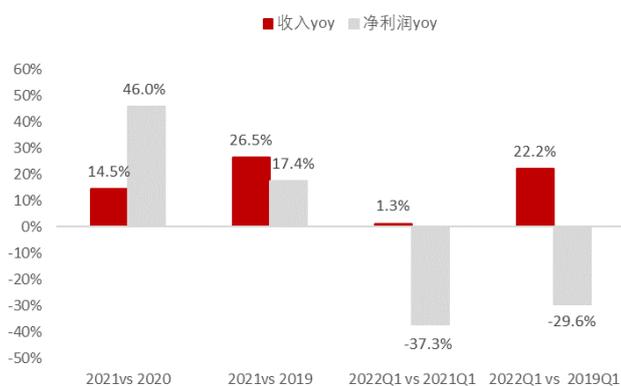
来源: Wind, 中泰证券研究所

中高端: 终端提效带动毛利率提升, 库存健康运营稳健

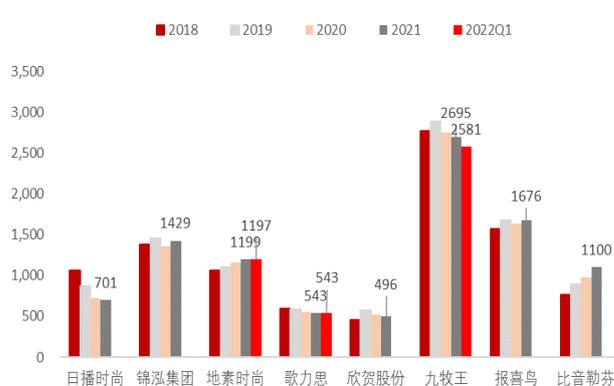
- 终端提升质, 2021 年收入利润超越疫情前。**2021 年板块整体收入、利润均超越疫情前, 分别较 2019 年增长 26.5%/17.4%。而同期, 多数公司渠道数量较 2019 年减少, 整体的增长更多来自于终端效率的提升。并且, 经过疫情, 原先线上业务较为薄弱的中高端品牌更重视电商业务, 通过天猫、抖音等平台加强引流, 通过小程序、直播等渠道盘活私域流量, 为消费者提供全渠道购物体验。如锦泓集团的 TW 自 2019 年末发力

抖音，电商业务的高增长带动整体收入增长。因此在 2020 年疫情高基下，2021 年多数品牌电商收入占比仍同比提升。

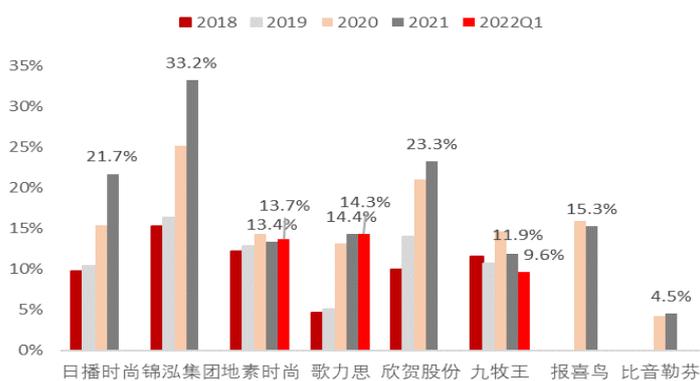
- **2022Q1 受疫情影响较大。**期内国内各地疫情反复，且多在北上深等一二线城市，并且全国各地封控也自 3 月以来逐步趋严，人流较大的购物中心受影响较大。而中高端品牌渠道多分布在一二线城市，且以购物中心为主，因此当季板块内各公司收入业绩受到较大影响，2022Q1 收入/净利润较 2021Q1 分别变动+1.3%/-37.3%。利润下滑幅度较大主要因终端收入放缓明显，而相应的费用支出并未减弱，并且中高端品牌直营门店较多，费用较为刚性，因此在收入增长放缓的情况下，利润放缓更明显。如处于品牌变革前期的九牧王费用投入较大，因此 2022Q1 其净利润较 2021Q1 下降 121%。

图表 28: 2018-2022Q1 中高端收入及净利润增速


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 歌力思、安正时尚已剔除并表因素

图表 29: 2018-2022Q1 中高端各公司渠道数量(家)


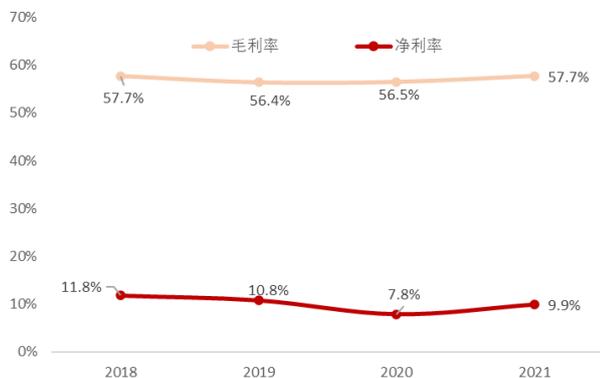
来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 30: 2018-2022Q1 中高端各公司电商渠道收入占比


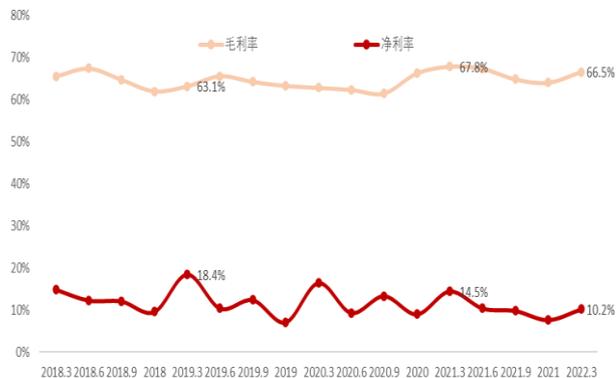
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **产品力提升&严控折扣，毛利率较疫情前提升明显。**2021 年板块毛利率 57.7%，较 2019 年提升 1.3pcts，2022Q1 毛利率为 66.5%，较 2019Q1 提升 3.4%。反应了中高端品牌即使在疫情导致的终端需求偏弱的环境下，仍严控折扣以保持品牌力，同时产品力的提升也拉动毛利率的提升。
- **疫情影响下，净利率尚未恢复至疫情前。**2021 年板块净利率为 9.9%，

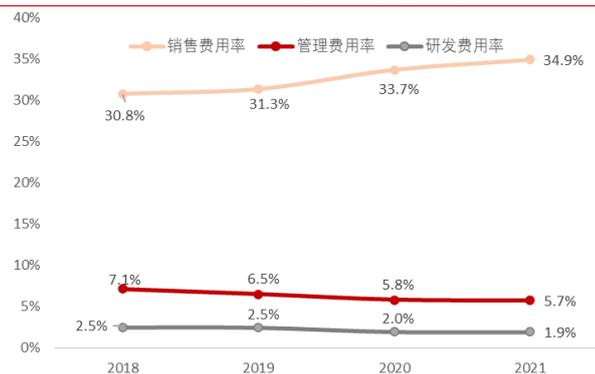
同比 2019 年-0.9pcts, 2022Q1 净利率为 10.2%, 相比 2019Q1 -8.2%。主要因中高端品牌多在一二线城市的购物中心, 受疫情影响较大。且渠道直营门店较多, 费用较为刚性(如 2022Q1 受疫情影响较大, 销售费用率较 2019Q1 大幅提升 9.1pcts), 净利率波动较大。

图表 31: 2018-2022 年中高端毛利率/净利率


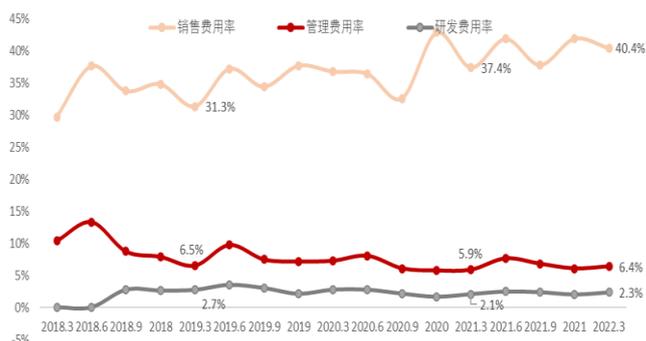
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 歌力思、安正时尚已剔除并表因素

图表 32: 2018-2022Q1 中高端单季度毛利率/净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 33: 2018-2022 年中高端期间费用率


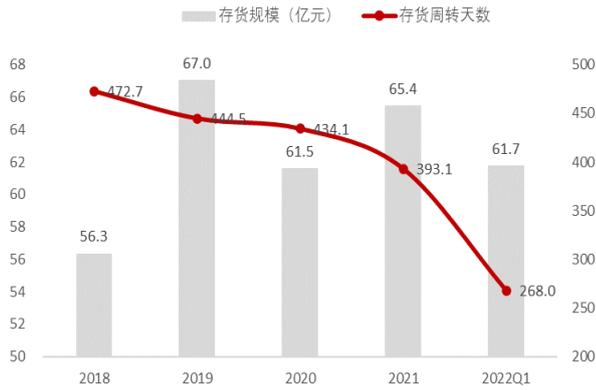
来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 34: 2018-2022Q1 中高端单季度期间费用率


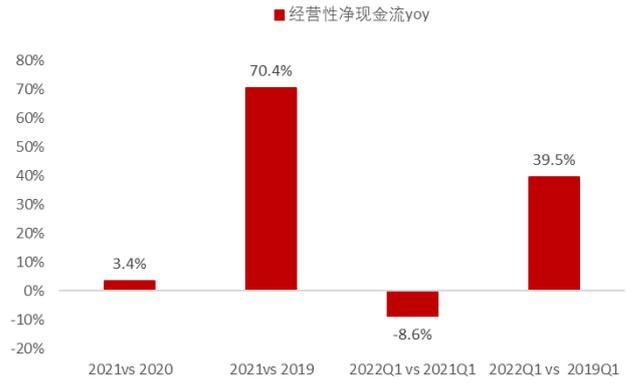
来源: Wind, 中泰证券研究所;

- 存货周转加快, 现金流健康。**2020 年因疫情, 各公司严控库存、加大尾货处理, 2021 年疫情后需求向好, 且供应链紧张下而加大备货, 而 2021H2 受水灾、疫情反复影响终端需求疲软, 全年存货规模较 2020 年上升, 但较 2019 年仍有回落。2022Q1 虽受疫情影响, 但整体库存水平仍较为健康。同期存货周转也有所加快, 2020/2021/2022Q1 平均存货周转天数分别为 434.1/393.1/268 天。现金流方面, 2021 年较 2020 年增长 3.4%

图表 35: 2018-2022Q1 中高端存货规模及周转天数
图表 36: 2018-2022Q1 中高端经营性净现金流同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

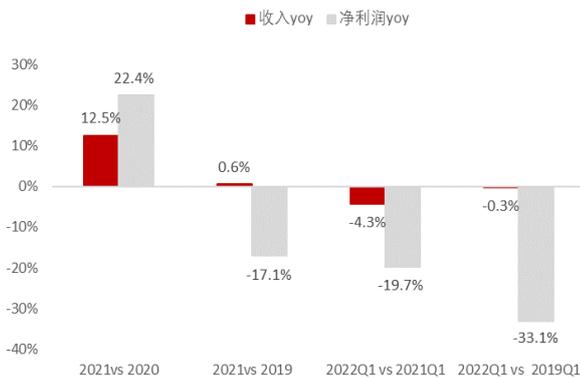


来源: Wind, 中泰证券研究所

大众休闲: 收入业绩持续恢复中, 产品升级带动毛利率提升

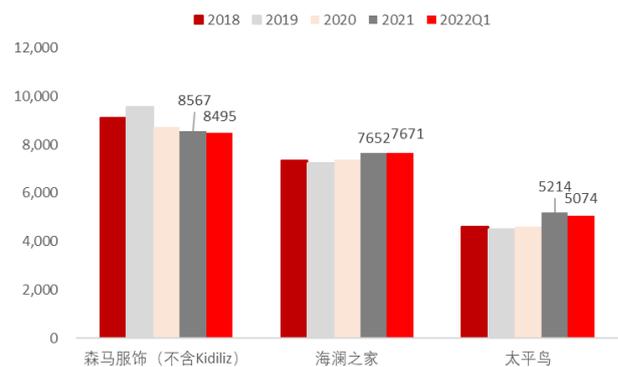
- **收入业绩仍处于恢复中。**2021 年整体收入基本和 2019 年疫情前持平, 利润仍有较大差距。2022Q1 收入业绩较 2020Q1/2019Q1 下降明显, 主要受疫情影响, 并且此次疫情各地封控措施较 2020 年严格, 物流受阻, 因此线上难以弥补线下损失。
- **具体看:** 太平鸟自 2019 年开始打通线上线下、调整各业务部门架构, 同时加强数字化布局, 整体改革成效显著, 2021 年在高基数下仍保持较好增长, 收入同增 16.34%。利润略有下滑主要因 2021H2 收入增速放缓的情况下仍保持较大费用支出拖累; 森马、海澜之家尚未恢复至疫情前, 森马儿童仍保持稳健增长, 而成人装仍处于调整阶段, 2021 年净关 268 家。

图表 37: 2018-2022Q1 大众休闲收入及净利润增速



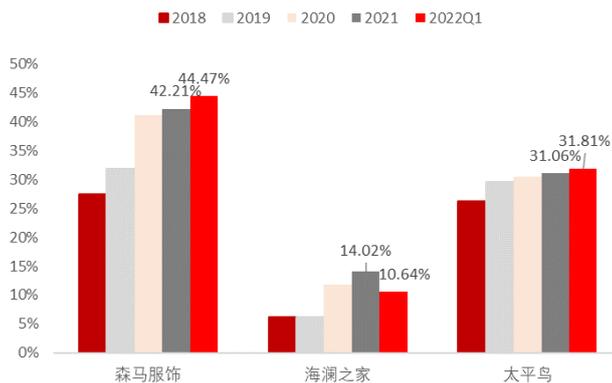
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马剔除 Kidiliz

图表 38: 2018-2022Q1 大众休闲各公司渠道数量(家)



来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马剔除 Kidiliz

图表 39: 2018-2022Q1 大众休闲各公司电商渠道收入占比



来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马剔除 Kidiliz

图表 40: 2018-2022Q1 主要大众休闲公司收入及净利润增速

	收入				归母净利润			
	2021vs 2020	2021vs 2019	2022Q1 vs 2021Q1	2022Q1 vs 2019Q1	2021vs 2020	2021vs 2019	2022Q1 vs 2021Q1	2022Q1 vs 2019Q1
森马-剔除KIDILIZ	10.03%	-5.79%	-0.03%	1.32%	13.82%	-29.63%	-40.74%	-45.30%
海澜之家	12.41%	-8.11%	-5.15%	-14.40%	39.60%	-22.40%	-14.17%	-40.22%
太平鸟	16.34%	37.76%	-7.74%	48.47%	-4.99%	22.79%	-6.44%	119.69%

来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马剔除 Kidiliz

- 渠道和产品结构优化, 毛利率有所提升。**2021 年各公司毛利率均同比提升(森马/海澜之家/太平鸟分别提升 3.67/3.22/0.44pcts), 主要得益于产品的升级(功能性面料的应用提升产品性价比、与知名 IP 联名等), 以及折扣的严格控制。此外海澜之家线下直营渠道占比提升也带动其毛利率的提升。2022Q1 因销售、原材料受疫情影响, 压力有所增加, 因此毛利率同比略有下滑, 森马/太平鸟分别下滑 1.32/1.68pcts, 而海澜之家因线下满减活动减少, 以及直营占比提升带动, 毛利率同比提升 2.36pcts。
- 2021 全年净利率有所提升, 2022Q1 受疫情影响较大。**2021 年森马、海澜之家净利率虽未回到疫情前, 但同比有所提升。同期太平鸟净利率同比下降主要因 2021H2 收入放缓但费用较为刚性影响, 同时期内捐赠、及总部大楼折旧也拉低了整体净利率; 2022Q1 各公司净利率同比均有下降, 主要因销售受疫情影响较大, 而相应的营销等费用尚未减弱所致。

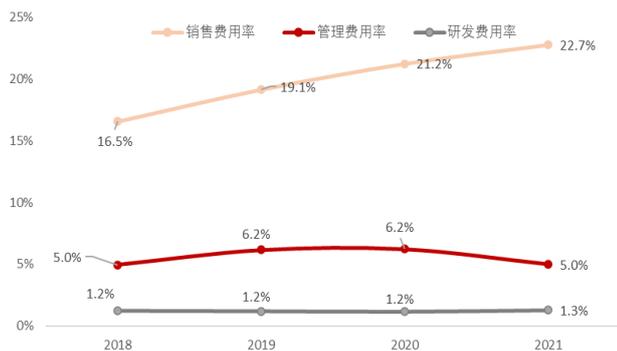
图表 41: 2018-2022 年大众休闲毛利率/净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马剔除 Kidiliz

图表 42: 2018-2022Q1 大众休闲单季度毛利率/净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 43: 2018-2022 年大众休闲期间费用率
图表 44: 2018-2022Q1 大众休闲单季度期间费用率



来源: Wind, 中泰证券研究所;



来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 45: 2018-2022Q1 主要大众休闲公司毛利率

	2018	2019	2020	2021	2019Q1	2021Q1	2022Q1
森马-剔除KIDILIZ	38.5%	38.8%	38.8%	42.6%	53.0%	44.0%	42.7%
海澜之家	40.8%	39.5%	37.4%	40.6%	43.6%	42.9%	45.3%
太平鸟	53.4%	53.2%	52.5%	52.9%	57.5%	55.9%	54.2%

来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马剔除 Kidiliz

图表 46: 2018-2022Q1 主要大众休闲公司净利率

	2018	2019	2020	2021	2019Q1	2021Q1	2022Q1
森马-剔除KIDILIZ	14.6%	11.3%	9.3%	9.6%	11.8%	10.7%	6.3%
海澜之家	18.1%	14.6%	9.9%	12.3%	19.9%	15.3%	13.9%
太平鸟	7.4%	7.0%	7.6%	6.2%	5.2%	7.6%	7.7%

来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 森马剔除 Kidiliz

- **疫情&供应链紧张下加大备货, 存货周转略有放缓。**2021 年海澜之家周转有所加快, 而森马、太平鸟在供应链紧张的背景下各公司加大备货, 但疫情、异常天气导致 2021H2 需求放缓, 导致全年存货周转放缓; 2022Q1 在疫情之下周转整体放缓。
- **现金流整体保持健康。**2021 年海澜之家在动销加快的情况下, 经营性净现金流同比增加, 而森马、太平鸟同比减少, 主要因备货增加但销售放缓所致; 2022Q1 各公司在疫情影响下, 经营性净现金流同比减少, 其中森马还受供应商支付政策影响, 后续将持续优化供应商支付手段。

图表 47: 2018-2022Q1 大众休闲存货规模及周转天数

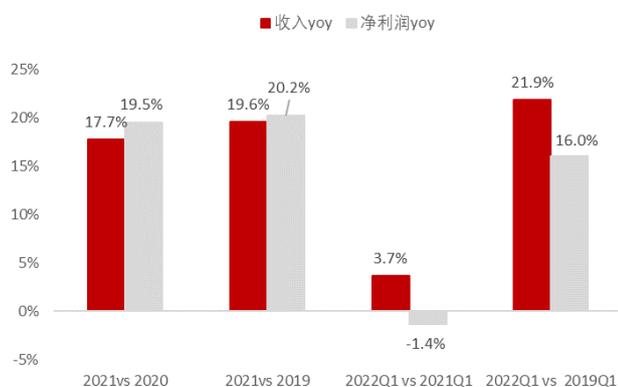

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 48: 2018-2022Q1 大众休闲经营性净现金流同比增速

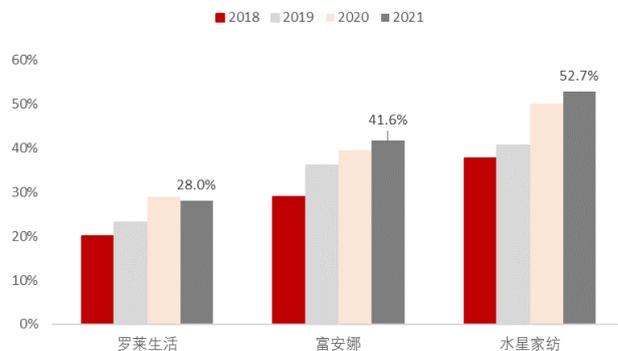

来源: Wind, 中泰证券研究所

家纺：高基数下维持稳健增长，盈利能力保持较好水平

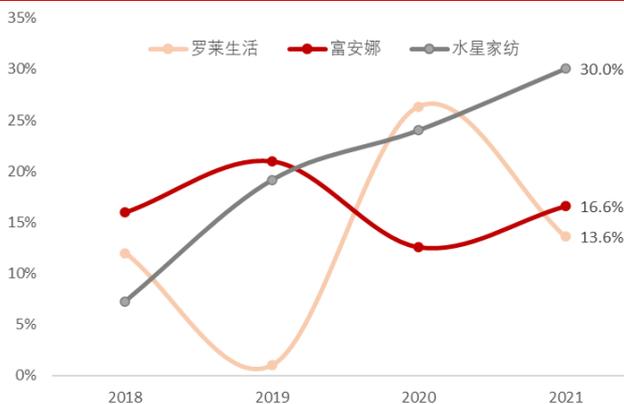
- **电商业务持续发力，2021 年收入业绩延续较好增长。**2020 年家纺板块整体受疫情影响较小，在高基数下，2021 年各公司收入业绩仍保持较快增长，板块收入/业绩分别同增 17.7%/19.5%。其中，电商业务仍是各品牌发力的重点渠道，期内富安娜、水星家纺该渠道收入均有提速，增速分别提升 4/6.02pcts 至 16.6%/30%。同期二者的电商收入占比也分别提升 2.11/2.76pcts 至 41.6%/52.7%。而罗莱生活线上业务略有放缓，线下加盟渠道加速拓店以及整体店效的提升为收入的主要动力。
- **2022Q1 整体受疫情影响可控。**疫情下，富安娜/水星家纺收入业绩仍延续较快增长，罗莱生活增速下滑，主要因其总部在上海，发货和直营门店销售受疫情冲击较大。

图表 49：2018-2022Q1 家纺收入及净利润增速


来源：Wind, 中泰证券研究所；

图表 50：2018-2021 家纺各公司电商收入占比


来源：Wind, 中泰证券研究所；

图表 51：2018-2021 家纺各公司电商渠道收入增速


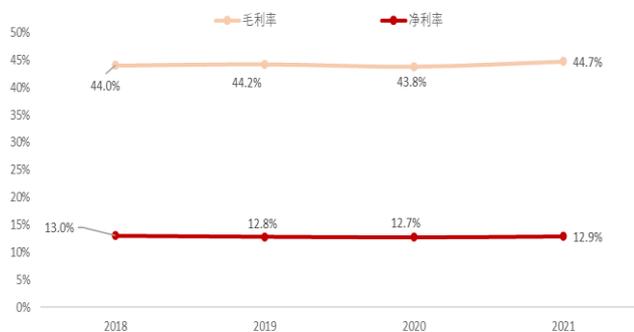
来源：Wind, 中泰证券研究所；

图表 52: 2018-2022Q1 主要家纺公司收入及净利润增速

	收入				归母净利润			
	2021vs 2020	2021vs 2019	2022Q1 vs 2021Q1	2022Q1 vs 2019Q1	2021vs 2020	2021vs 2019	2022Q1 vs 2021Q1	2022Q1 vs 2019Q1
罗莱生活	17.30%	18.51%	-2.49%	12.42%	21.92%	30.61%	-12.81%	10.20%
富安娜	10.62%	14.00%	6.84%	28.55%	5.69%	7.69%	13.82%	30.10%
水星家纺	25.19%	26.56%	12.32%	34.09%	40.55%	22.29%	7.36%	12.07%

来源: Wind, 中泰证券研究所;

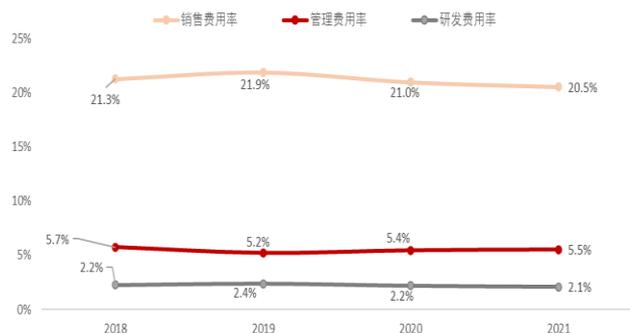
- 产品结构优化&提价下, 2021 年盈利能力整体稳中有升。** 期内在原材料涨价 (如羽绒、棉等) 和人工费涨价下, 各品牌终端产品有所提价。此外, 各品牌精简 SKU, 聚焦高附加值单品, 产品结构的优化也是毛利率提升的主要动力 (其中富安娜毛利率的下降主要因会计准则将运费调至成本)。净利率在毛利率的带动下, 也呈现提升趋势。
- 2022Q1 受疫情扰动, 净利率有所波动。** 2022Q1 在疫情影响下, 罗莱生活、富安娜毛利率略有下降, 而水星家纺在产品结构升级&加盟政策回归常态后, 毛利率 (同增 0.95pcts) 表现优于行业。同期净利率在收入增速放缓, 但费用仍按计划投入的情况下, 有所波动。

图表 53: 2018-2022 年家纺毛利率/净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 54: 2018-2022Q1 家纺单季度毛利率/净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 55: 2018-2022 年家纺期间费用率


来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 56: 2018-2022Q1 家纺单季度期间费用率


请务必阅读正文之后的重要声明部分

来源: Wind, 中泰证券研究所;

来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 57: 2018-2022Q1 主要家纺公司毛利率

	2018	2019	2020	2021	2019Q1	2021Q1	2022Q1
罗莱生活	45.5%	43.9%	43.2%	45.0%	43.9%	42.4%	41.8%
富安娜	49.8%	52.0%	53.9%	52.1%	49.8%	57.1%	53.1%
水星家纺	35.1%	37.6%	35.3%	38.0%	37.4%	37.2%	38.1%

来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 58: 2018-2022Q1 主要家纺公司净利率

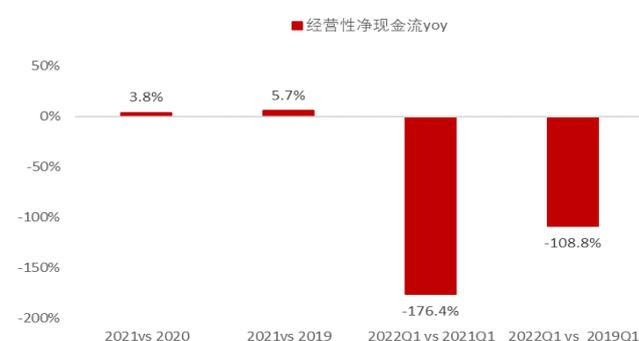
	2018	2019	2020	2021	2019Q1	2021Q1	2022Q1
罗莱生活	11.1%	11.2%	11.9%	12.4%	12.6%	13.9%	12.4%
富安娜	18.6%	18.2%	18.0%	17.2%	15.5%	14.8%	15.7%
水星家纺	10.5%	10.5%	9.0%	10.2%	12.6%	11.0%	10.5%

来源: Wind, 中泰证券研究所;

- 2021 年存货周转加快, 2022Q1 在疫情影响下有所放缓。2021 年在产品升级带动的收入较好增长下, 整体存货周转加快。而 2022Q1 因疫情导致仓库及线上发货延后, 部分门店销售受影响, 因此周转有所放缓。
- 现金流整体健康, 2021 年增长 3.8%。而 2022Q1 经营性净现金流下滑明显, 主要受疫情影响回款放缓, 以及备货影响。

图表 59: 2018-2022Q1 家纺存货规模及周转天数


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 60: 2018-2022Q1 家纺经营性净现金流同比增速


来源: Wind, 中泰证券研究所

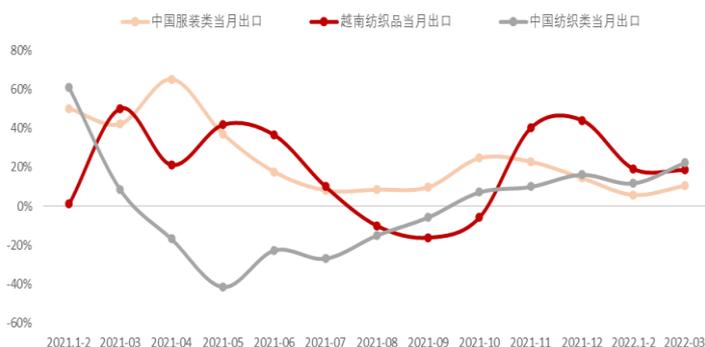
纺织制造

加工制造: 全球疫情下供应链稳定性优势凸显, 规模&盈利提升明显

- **海外订单回流, 2021 年纺织制造收入高增。**2021H1 中国&越南纺织出口均受益于全球终端需求的恢复。而自 Q3 起, 东南亚疫情出现大范围扩散, 多数疫区工厂暂停生产, 导致下游部分订单转移至中国大陆。越南纺织当月出口金额于 8 月首次出现负增长, 与此同时, 中国纺织当月出口降幅环比收窄且于 9 月份回归正增长, 服装出口也出现提速。

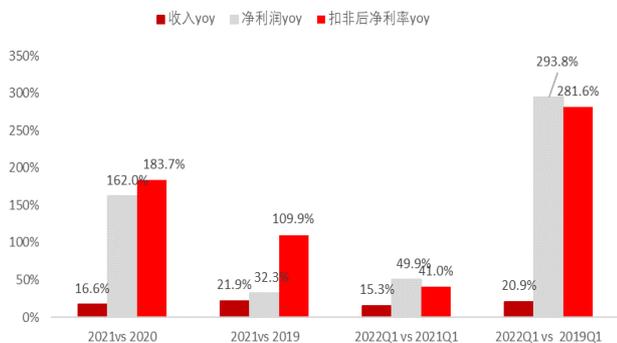
- **需求提振&扩产提效，加工制造板块 2021 年实现高增长。**期内，各公司积极扩产（如健盛集团、华利集团、伟星股份、浙江自然等）、生产提效（如华利集团、浙江自然、健盛集团等），叠加疫情下各细分龙头供应链优势凸显，需求增加，板块 2021 年收入同增 16.6%。
- **国内疫情&东南亚恢复，2022Q1 收入增速有所放缓。**越南防控从 2021Q4 放开，整体生产逐步恢复，部分转移至国内的订单回流。同时，2022Q1 国内疫情爆发导致物流受阻，影响发货。期内加工制造板块收入增长略有放缓，同增 8.78%。

图表 61: 2021-2022.3 中国纺织服装出口及越南纺织品出口当月同比



来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 62: 2019-2022Q1 加工制造板块收入、净利润、扣非后净利润增速



来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 63: 2019-2022Q1 加工制造板块单季度收入、利润增速

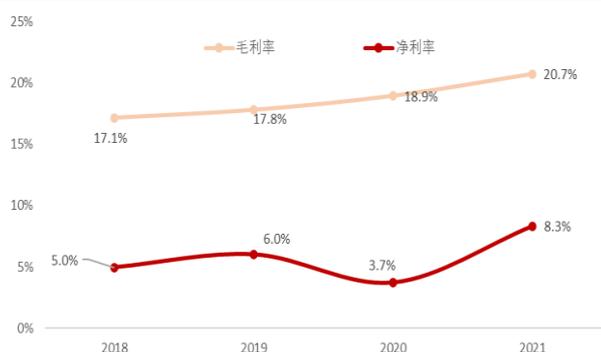


来源: Wind, 中泰证券研究所;

- **产能利用率提升&产品及客户结构优化，盈利能力提升。**2021 年板块毛利同比提升 1.8pcts，主要因需求旺盛下扩产及产能利用率的提升，以及部分公司产品及客户结构的优化。而 2022Q1 受疫情以及原材料涨价滞后影响，部分公司毛利率略有下滑。具体看：
 - **健盛集团：**在国内产能较满的基础上，越南产能利用率稳步提升，同时棉袜业务高毛利率客户占比提升，二者带动公司 2021 年毛利率提升 6.7pcts。2022Q1 仍延续该趋势，毛利率同比提升 1.45pcts。
 - **华利集团：**公司凭借优秀的供应链管理能力和配合度，获得国际领先运动品牌的青睐，在同行供应链受疫情影响下，其产能供不应求。基于此，公司优化客户结构，优选大客户，放大规模效应，同

时提升生产效率。2021 全年公司毛利率提升 3.35pcts, 2022Q1 越南疫情反复影响短期生产, 并且 2021H2 的新产能仍处爬坡期, 毛利率略降 2.7pcts, 后续有望回归正常水平。

- **安利股份:**公司在十余年技术积淀下, 水性无溶剂产品赶超日韩台, 自 2019H2 开始陆续切入苹果、nike、丰田、Ashely 等国际大客户供应链体系。随着高毛利率大客户收入占比持续提升, 公司毛利率也提升明显, 2021 同增 3.6pcts。而 2022Q1 毛利率有所下滑, 主要因国内疫情导致发货延迟, 同时原材料及能源涨价传导有所滞后。

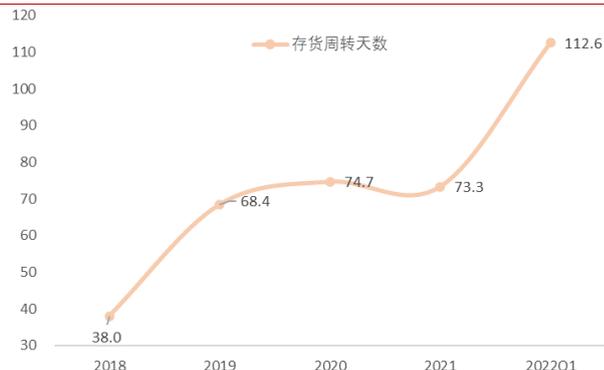
图表 64: 2018-2021 加工制造板块毛利率、净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所;

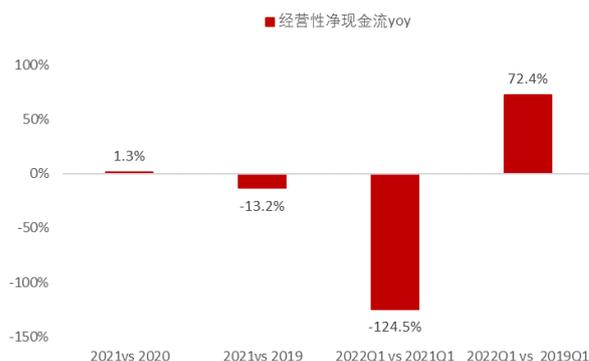
图表 65: 2019-2022Q1 加工制造板块毛利率、净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所;

- 2021 年周转加快, 存货周转天数同比下降 1.4 天至 73.3 天。2022Q1 因疫情影响发货, 短期周转放缓。2021 年经营性净现金流同比略增, 2022Q1 因疫情以及备货同比下降

图表 66: 2018-2022Q1 加工制造板块存货周转天数 (天)


来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 67: 2019-2022Q1 加工制造板块经营性净现金流同比增速


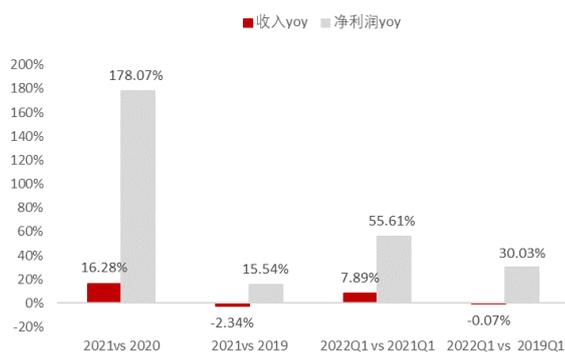
来源: Wind, 中泰证券研究所;

棉纺: 受益棉价上行, 盈利能力提升明显

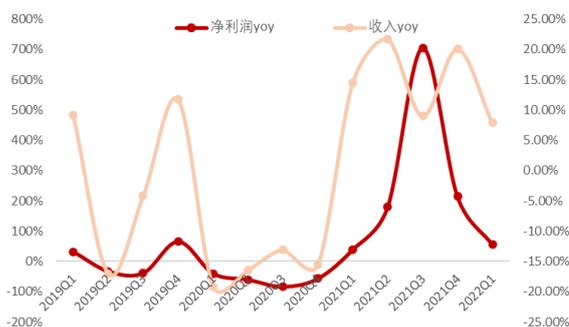
- 内外需向好下, 收入保持较好增长。2021 年内外需向好, 各公司在扩产、产能利用率提升下, 全年收入保持较好增长。2021 年板块收入同增 16.28%, 2022Q1 延续稳健增长趋势, 同增 7.89%。

图表 68: 2019-2022Q1 棉纺板块收入、利润增速
图表 69: 2019-2022Q1 棉纺板块单季度收入、利润增

速



来源: Wind,中泰证券研究所;



来源: Wind,中泰证券研究所;

- 受益于棉价上行,盈利能力提升明显。2021.9-12月开始棉价涨幅超20%,在需求向好下,棉价上涨得到传导。同时棉纺企业因备有低价库存,充分享受库存升值收益,因此2021年毛利率提升明显,如百隆东方/华孚时尚毛利率分别提升15.2%/8.13%,2022Q1仍延续提升趋势,分别+8.2/2.7pcts。同期鲁泰A毛利率下滑(2021年-0.6pcts),主要因其越南面料及成衣厂受疫情影响停产数月而导致产能利用率的下降,但随着越南产能的逐步恢复,2022Q1毛利率提升6.4pcts。

图表 70: 2020-2022.3 国棉 328 价格指数 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 71: 2018-2021 棉纺板块毛利率、净利率



来源: Wind,中泰证券研究所;

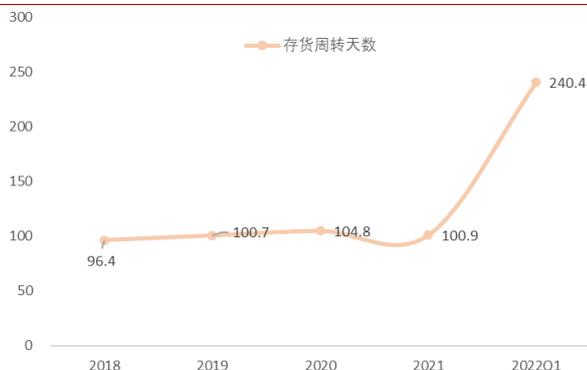
图表 72: 2019-2022Q1 棉纺板块毛利率、净利率



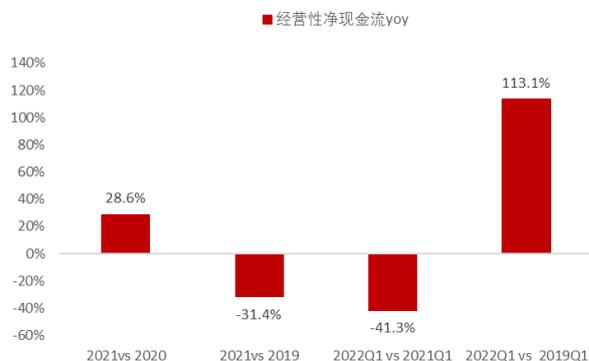
来源: Wind,中泰证券研究所;

- 运营整体稳健,2021年因收入增长,存货周转加快,周转天数同降3.9

天, 经营性净现金流同增 28.6%。而 2022Q1 疫情影响下, 经营性净现金流同比下降。

图表 73: 2018-2022Q1 棉纺造板块存货周转天数(天)


来源: Wind, 中泰证券研究所;

图表 74: 2019-2022Q1 棉纺板块经营性净现金流同比增速


来源: Wind, 中泰证券研究所;

印染及其他材料

- 台华新材:** 高附加值新产能释放, 带动收入盈利双提升。国内民用尼龙丝赛道龙头企业之一, 持续高额研发投入下, 实现尼龙 66 加弹民用丝的国产替代、成为化学法尼龙可再生丝全球领先者。并通过加速高端新品的扩产, 进一步加深壁垒, 提高市占率。2021 年新增的 12 万吨差异化锦纶长丝产能 (2020 年产能 6.5 万吨), 且新产能毛利率多在 20-50% (原有业务毛利率 17%左右), 高毛利率新产能释放 (产能利用率 60%+) 带动 2021 年收入/利润高增。2022Q1 收入延续快速增长趋势, 利润端受国内疫情、能源涨价 (电费) 以及淮安新项目前期投入影响, 短期收入慢于收入。
- 富春染织:** 纱染龙头, 规模、环保及资源优势下, 成本优势显著。同时加速扩产, 在保持袜纱领先地位的同时, 拓展家纺、毛巾、大圆机等领域, 实现增长提速。2021 年收入随募投项目产能释放实现高增长, 利润端因原材料涨价下提价以及库存升值收益、扩产下规模效应放大, 整体盈利能力提升, 全年利润增速远超收入。2022Q1 在新产能释放下仍延续高增, 利润端因原材料价格平稳 (上年工期棉价上涨带来库存升值收益)、国内疫情影响短期产能利用率, 扣非后归母净利率-13.6%。
- 新澳股份:** 羊毛龙头拓展羊绒品类, 有望打造第二成长曲线。2021 年产能利用率的提升带动收入及毛利率提升。2022Q1 毛利率有所下降, 主要因低毛利率的羊肉纱线业务占比提升所致。

图表 75: 2019-2022Q1 其他核心公司收入增速

	2021vs 2020	2021vs 2019	2022Q1 vs 2021Q1	2022Q1 vs 2019Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
台华新材	70.2%	58.2%	27.9%	71.2%	57.9%	84.3%	103.1%	43.0%	27.9%
新澳股份	51.6%	27.1%	40.2%	24.6%	30.5%	90.8%	47.1%	33.6%	40.2%
富春染织	43.6%	55.6%	44.0%		58.2%	55.6%	44.2%	28.3%	44.0%

来源：Wind，中泰证券研究所；

图表 76：2019-2022Q1 其他核心公司净利润增速

	2021vs 2020	2021vs 2019	2022Q1 vs 2021Q1	2022Q1 vs 2019Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
台华新材	287.3%	136.7%	17.2%	110.9%	458.1%	393.5%	177.1%	217.5%	17.2%
新澳股份	96.9%	108.3%	47.4%	52.4%	-21.8%	362.0%	592.9%	-13.1%	47.4%
富春染织	105.4%	155.6%	-32.7%		291.6%	337.4%	97.7%	20.1%	-32.7%

来源：Wind，中泰证券研究所；2022Q1 富春染织净利润大幅下滑主要因期内处置非流动资产损失 959 万，扣非后下滑 13.6%。

图表 77：2018-2022Q1 其他核心公司毛利率

	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
台华新材	25.2%	23.4%	21.8%	25.5%	29.1%	27.5%	23.9%	23.2%	26.6%
新澳股份	18.2%	14.3%	15.1%	19.1%	19.5%	20.5%	17.5%	18.6%	17.8%
富春染织	15.2%	15.6%	15.2%	18.5%	21.9%	18.7%	17.6%	17.6%	14.6%

来源：Wind，中泰证券研究所；

图表 78：2018-2022Q1 其他核心公司净利率

	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
台华新材	11.6%	7.3%	4.8%	10.9%	13.6%	15.3%	12.4%	20.7%	12.3%
新澳股份	7.8%	5.3%	6.7%	8.7%	6.1%	5.7%	6.3%	9.5%	2.9%
富春染织	6.9%	6.5%	7.5%	10.7%	11.8%	10.7%	10.2%	10.6%	5.5%

来源：Wind，中泰证券研究所；

风险提示

- **疫情反复风险。**国内外疫情控制不及预期，导致终端需求及线下人流减少。
- **宏观经济增速放缓风险。**经济增速下行影响居民可支配收入，削弱消费升级驱动力。
- **终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- **原材料异动致风险。**原材料棉花、石油延伸品价格剧烈波动下纺织企业盈利恐会承压。
- **数据偏差风险。**本文行业数据进行了一定的筛选和划分，存在与行业实际情况偏差的风险。

附录 79：各板块主要上市公司

中高端	大众休闲	家纺	加工制造	棉纺	印染	其他材料
日播时尚	森马服饰	罗莱家纺	浙江自然	鲁泰A	航民股份	台华新材
锦泓集团	海澜之家	水星家纺	华利集团	华孚时尚	富春染织	新澳股份
地素时尚	太平鸟	富安娜	际华集团	新野纺织		华生科技
歌力思			健盛集团	百隆东方		
安正时尚			盛泰集团			
欣贺股份			伟星股份			
九牧王			安利股份			
报喜鸟						
比音勒芬						

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。