

纺织服饰行业点评报告

21 年报&22 年一季报总结：上下游表现分化，看好出口制造龙头 增持（维持）

2022 年 05 月 14 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

■ **品牌服饰业绩回顾：21 年业绩呈复苏，22Q1 受疫情影响承压。** 1) 21 年：服装消费整体呈复苏，但上下半年出现分化，年中疫情反复叠加暖冬致下半年复苏趋弱。21 年板块多项财务指标向好，收入、净利均已恢复至疫情前水平，盈利能力回升，存货及现金流改善，细分领域中体育服饰、户外、高端女装、家纺相对表现较优。2) 22Q1：由于 3 月以来国内多地疫情导致封控趋严，线下门店销售及线上物流均受到影响，品牌服饰业绩承压，板块收入出现下滑，叠加毛利率下滑、费用率上升，净利端下滑压力加大，存货及现金流均呈恶化，细分领域中仅户外和体育服饰实现增长。

■ **品牌服饰 22 年展望：业绩表现预计呈“前低后高”特征。** 22 年疫情反复仍是制约品牌服饰业绩表现的主要因素。全年来看，截至目前 22Q2 受疫情影响时间长于 Q1，且 21Q2 在新疆棉事件催化下形成高基数，因此 22Q2 品牌服饰业绩端面临较大压力。若疫情在上半年能够得到控制，下半年有望迎来盈利改善，结合 21H2 基数相对较低，22 年全年业绩表现可能呈现“前低后高”特征。

■ **纺织制造业业绩回顾：21 年整体复苏、上游表现强劲，22Q1 维持增长。** 1) 21 年：受益于 20 年疫情后订单向国内转移、外需持续景气，板块收入、净利均实现较好复苏，叠加棉价大幅上行、上游棉纺企业净利表现尤为亮眼。2) 22Q1：尽管 3 月以来国内疫情严峻，但上游生产企业受到直接影响相对较小，且多数纺织企业面向海外市场、拥有海外产能布局，受益于海外需求旺盛，板块收入、净利整体均维持正增长。

■ **纺织制造 22 年展望：出口龙头业绩增长确定性较强。** 我们认为行业 22 年终端需求、盈利影响因素均已经出现明显变化，不利因素和有利因素共存。不利因素包括国内疫情将促使产业向东南亚转移加速、内需疲软，有利因素包括人民币贬值、原材料价格压力缓解、海外需求维持景气等。汇率贬值和海外需求旺盛利好出口型企业，其中拥有海外产能布局、处于产业链中游的织物企业、客户粘性较强的出口型制造龙头，可有效冲抵产业转移不利因素影响，具有较强的业绩增长确定性。

■ **投资建议：上下游表现分化，看好上游出口制造龙头和疫情受益标的。** 22Q1 在国内疫情反复、外需景气背景下，上下游业绩表现分化，我们认为包括国内外疫情、人民币汇率、原材料价格、订单转移在内的诸多因素均已出现较强边际变化信号，年内或成为影响行业业绩表现的重要因素，基于此，我们推荐关注以下三类投资机会：1) 上游纺织制造行业相较品牌服饰，具有较高的业绩稳定性和增长确定性，看好出口型制造龙头，尤其是海外产能、客户端具有竞争优势的面料及成品制造出口龙头，推荐华利集团、申洲国际、鲁泰 A、健盛集团、浙江自然，建议关注盛泰集团等。品牌服饰板块市场表现短期受到疫情影响制约，后期随疫情得到控制、有机会迎来业绩和股价的修复和反弹。2) 纺服板块具有低估值、高分红特征，是较好的防御性选择。3) 受益于疫情期间居民出行习惯改变的户外露营产业链公司，推荐浙江自然，建议关注牧高笛等。

■ **风险提示：**国内疫情恶化、宏观经济低迷、外需回落、原材料价格波动。

重点公司盈利预测及估值表

代码	公司	EPS			PE			投资评级
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300979	华利集团	2.45	3.01	3.70	32.10	25.33	20.58	买入
02313	申洲国际	2.24	3.30	4.25	39.26	26.71	20.72	买入
000726	鲁泰 A	0.39	0.63	0.76	15.48	9.57	8.01	买入
603558	健盛集团	0.43	0.75	0.95	27.61	15.70	12.38	买入
605080	浙江自然	2.37	2.88	3.63	32.36	24.41	19.36	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测。

备注：估值使用 2022/05/13 收盘价计算，港股使用 2022/05/13 港元汇率 0.865 换算为人民币。

行业走势



相关研究

《东吴证券纺织服装行业 2022 年度策略：不确定环境中寻找确定性》

2022-02-13

《纺服消费整体偏弱，关注持续复苏龙头》

2022-01-06

内容目录

1. 品牌服饰：21 年业绩呈复苏，22Q1 受疫情影响承压	5
1.1. 行业概览：21 年服装消费上下半年分化，22Q1 受疫情冲击	5
1.2. 板块整体：21 年多项财务指标优化，22Q1 受疫情影响承压	6
1.2.1. 营收端：21 年整体复苏，22Q1 受疫情影响同比下滑	6
1.2.2. 净利端：21 年显著复苏，22Q1 下滑幅度较大	6
1.2.3. 盈利水平：22Q1 受疫情影响毛利率下滑、费用率上升	7
1.2.4. 存货及现金流：21 年存货周转及现金流均改善，22Q1 有所恶化	8
1.3. 结构分析：体育服饰、户外、高端女装表现较优	9
1.3.1. 营收端：21 年多个行业实现复苏，体育服饰、户外 22Q1 仍维持较快增长	9
1.3.2. 净利端：21 年体育服饰、高端女装、家纺实现复苏，22Q1 普遍下滑	11
2. 纺织制造：外需景气带动纺织行业表现较优	13
2.1. 行业概览：纺织服装出口景气维持，棉价上行	13
2.2. 板块整体：21 年完全复苏、22Q1 业绩保持增长	14
2.2.1. 业绩端：21 年实现复苏，22Q1 保持增长	14
2.2.2. 盈利水平：棉价上行利好上游棉纺企业，但板块整体毛利率受损	15
2.3. 结构分析：整体改善，上游业绩显著受益原材料涨价	16
2.3.1. 营收端：21 年多数领域实现双位数增长，22Q1 外需拉动箱包等保持较快增长	16
2.3.2. 净利端：21 年上游棉纺织业绩大增、22Q1 毛纺、印染低基数下增幅较大	17
3. 财报总结与投资建议：上下游表现分化，看好出口制造龙头	19
3.1. 品牌服饰：疫情影响较大，关注疫后修复机会	19
3.2. 纺织制造：出口制造龙头业绩增长确定性较强	19
3.3. 投资建议：看好出口制造龙头，关注疫情受益标的	20
4. 风险提示	21
5. 附录	21

图表目录

图 1:	21 年居民消费整体呈复苏, 22Q1 再受疫情影响.....	5
图 2:	21 年服装消费整体呈复苏, 22Q1 再受疫情影响.....	5
图 3:	21 年以来各行业限额以上零售额同比.....	5
图 4:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 营收及增速.....	6
图 5:	20Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 营收及增速.....	6
图 6:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 归母净利润.....	7
图 7:	19Q1-22Q1 年品牌服饰板块 (A 股) 归母净利润.....	7
图 8:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 毛利率.....	7
图 9:	19Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 毛利率.....	7
图 10:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 费用率.....	8
图 11:	19Q1-22Q1 年品牌服饰板块 (A 股) 费用率.....	8
图 12:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 存货周转天数.....	8
图 13:	19Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 存货周转天数.....	8
图 14:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 经营性现金流.....	8
图 15:	19Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 经营性现金流.....	8
图 16:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 细分领域营收同比增速.....	9
图 17:	20Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 细分领域营收同比增速.....	9
图 18:	品牌服饰重点公司营收同比.....	10
图 19:	17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 细分领域归母净利润同比.....	11
图 20:	20Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 细分领域归母净利润同比.....	11
图 21:	品牌服饰重点公司归母净利润同比增速.....	12
图 22:	2020 年以来中国出口同比.....	13
图 23:	2020 年以来国内/国际棉价走势.....	13
图 24:	国内棉花供需情况.....	13
图 25:	17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 营收及增速.....	14
图 26:	20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 营收及增速.....	14
图 27:	17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 归母净利润及增速.....	15
图 28:	20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 归母净利润及增速.....	15
图 29:	17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 毛利率.....	15
图 30:	20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 毛利率.....	15
图 31:	17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 期间费用率.....	16
图 32:	20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 期间费用率.....	16
图 33:	17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 营收增速.....	16
图 34:	20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 营收增速.....	16
图 35:	纺织制造重点公司营收同比增速.....	17
图 36:	17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 归母净利增速.....	18
图 37:	20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 归母净利增速.....	18
图 38:	纺织制造板块重点公司归母净利润同比增速.....	18
表 1:	港股体育服饰龙头季度流水同比.....	11
表 2:	2022 年纺织制造行业主要影响因素变化分析.....	20

附表 1: 品牌服饰板块样本公司列表.....	21
附表 2: 纺织制造板块样本公司列表.....	22
附表 3: 纺织服饰板块重点标的盈利预测及估值表.....	22
附表 4: 纺织服饰行业近三年平均 (截至数据最新公布年份) 现金分红收益率排名前 20 公司....	24
附表 5: 静态测算人民币贬值不同情形下, 出口型纺织制造企业业绩增速弹性.....	24

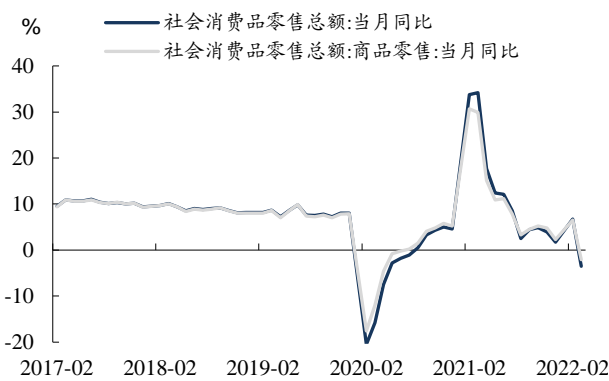
1. 品牌服饰：21 年业绩呈复苏，22Q1 受疫情影响承压

1.1. 行业概览：21 年服装消费上下半年分化，22Q1 受疫情冲击

21 年居民消费弱勢复苏，服装消费上下半年分化较大。21 年我国居民消费整体呈复苏，但仍受疫情牵制，年中疫情扩散导致 8 月社零同比二次探底至 2.5% 的水平，全年未恢复至疫情前水平。服装消费方面，上半年随疫情影响趋缓、叠加 3 月新疆棉事件催化，1-6 月服装类零售额实现同比双位数增长，复苏态势较好；但下半年受疫情及暖冬气候影响，复苏转弱、且弱于整体消费。

22Q1 受疫情影响，服装消费同比转负。由于 22 年 3 月疫情在上海、深圳、吉林等地扩散，对终端消费及线上物流均造成一定影响，可选消费普遍受到冲击。22Q1 社零同比+3.3%，服装类零售额同比-2.2%，在可选消费品中表现偏弱。

图1：21 年居民消费整体呈复苏，22Q1 再受疫情影响



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：21 年服装消费整体呈复苏，22Q1 再受疫情影响



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：21 年以来各行业限额以上零售额同比

零售额当月同比 (%)	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02
限额以上企业商品零售总额	-0.4	9.1	1.7	4.5	4.7	2.7	0.8	7.7	12.3	11.1	16.4	35.6	42.9
粮油、食品类	12.5	7.9	11.3	14.8	9.9	9.2	9.5	11.3	15.6	10.6	6.5	8.3	10.9
饮料类	12.6	11.4	12.6	15.5	8.8	10.1	11.8	20.8	29.1	19.0	22.3	33.3	36.9
烟酒类	7.2	13.6	7.0	13.3	14.3	16.0	14.4	15.1	18.2	15.6	26.2	47.4	43.9
服装鞋帽针纺织品类	-12.7	4.8	-2.3	-0.5	-3.3	-4.8	-6.0	7.5	12.8	12.3	31.2	69.1	47.6
服装类	-15.1	0.0	-1.1	-1.2	-2.8	-4.7	-7.6	9.0	14.3	15.4	34.6	73.0	53.1
化妆品类	-6.3	7.0	2.5	8.2	7.2	3.9	0.0	2.8	13.5	14.6	17.8	42.5	40.7
金银珠宝类	-17.9	19.5	-0.2	5.7	12.6	20.1	7.4	14.3	26.0	31.5	48.3	83.2	98.7
日用品类	-0.8	10.7	18.8	8.6	3.5	0.5	-0.2	13.1	14.0	13.0	17.2	30.7	34.6
体育、娱乐用品类	-8.8	0.0	18.7	0.3	8.0	13.4	22.7	20.7	26.2	23.9	23.6	44.4	45.6
书报杂志类	1.6	0.0	-8.0	-4.9	27.5	7.5	-16.6	-2.4	-4.3	11.2	38.8	23.6	28.2
家用电器和音像器材类	-4.3	12.7	-6.0	6.6	9.5	6.6	-5.0	8.2	8.9	3.1	6.1	38.9	43.2
中西药品类	11.9	7.5	9.4	9.3	5.6	8.6	10.2	8.6	8.5	7.3	8.0	11.5	16.9
文化办公用品类	9.8	11.1	7.4	18.1	11.5	22.6	20.4	14.8	25.9	13.1	6.7	22.2	38.3
家具类	-8.8	-6.0	-3.1	6.1	2.4	3.4	6.7	11.0	13.4	12.6	21.7	42.8	58.7
通讯器材类	3.1	4.8	0.3	0.3	34.8	22.8	-14.9	0.1	15.9	8.8	14.2	23.5	53.1
石油及制品类	10.5	25.6	16.6	25.9	29.3	17.3	13.1	22.7	21.9	20.3	18.3	26.4	21.9
建筑及装潢材料类	0.4	6.2	7.5	14.1	12.0	13.3	13.5	11.6	19.1	20.3	30.8	43.9	52.8
汽车类	-7.5	3.9	-7.4	-9.0	-11.5	-11.8	-7.4	-1.8	4.5	6.3	16.1	48.7	77.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

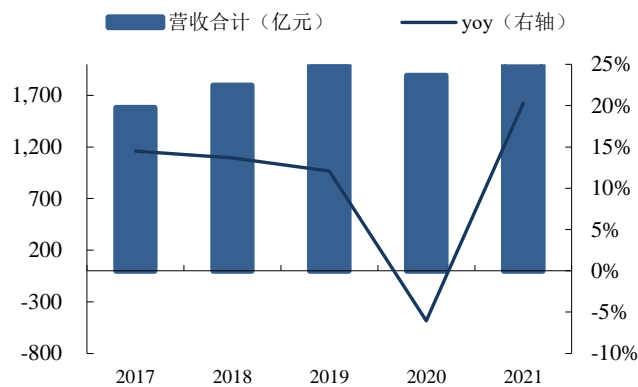
1.2. 板块整体：21 年多项财务指标优化，22Q1 受疫情影响承压

我们统计了品牌服饰 10 个子行业 46 家 A 股+港股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。

1.2.1. 营收端：21 年整体复苏，22Q1 受疫情影响同比下滑

2017-2019 年板块营收同比增速整体在 12%-15% 区间，2020 年受疫情冲击下滑至 -6.1%。1) 21 年：品牌服饰板块收入回到疫情前水平。21 年 A+H 股品牌服饰营收同比 +20.3%/较 19 年 +13%。分季度看，21Q1-Q4 行业（仅 A 股）营收分别同比 +38.3%/+15.0%/+2.2%/-3.1%、较 19 同期分别 +4.9%/+5.8%/+0.9%/-6.5%，年中疫情扰动导致下半年复苏力度减弱。2) 22Q1：受疫情影响，品牌服饰板块营收同比 -2.3%。

图4：17-21 年品牌服饰板块（A+H 股）营收及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：20Q1-22Q1 品牌服饰板块（A 股）营收及增速

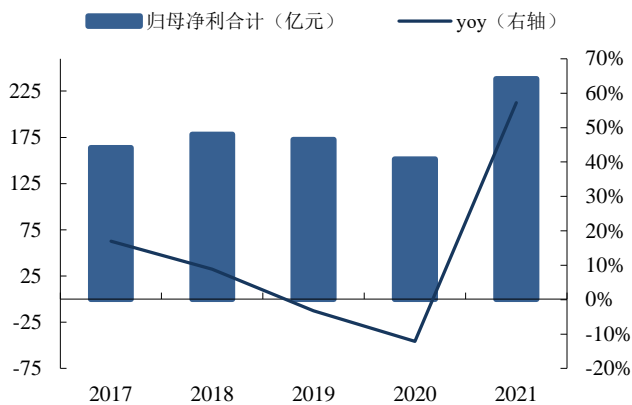


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.2. 净利端：21 年显著复苏，22Q1 下滑幅度较大

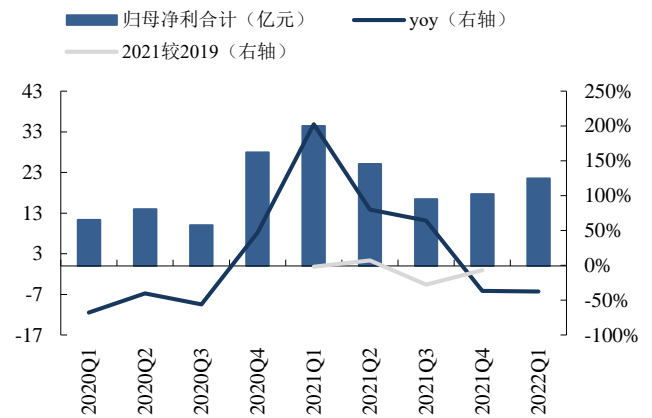
17-18 年板块归母净利润同比增速整体在 9%-17% 区间波动，19、20 年受行业低迷、疫情冲击分别下滑至 -3.3%、-12.1%。1) 21 年：业绩显著复苏。21 年板块归母净利润同比 +57.3%/较 19 年 +38.2%，较收入端表现更好，主要受益于 21 年盈利水平同比改善（毛利率提升、费用率下滑）。分季度看，21Q1-Q4 板块（仅 A 股）归母净利润分别同比 +202.4%/+79.9%/+64.4%/-36.9%、较 19 同期分别 -2.2%/+7.1%/-27.8%/-7.1%，Q3 复苏力度减弱（较 19 年）。2) 22Q1：受疫情影响，板块归母净利润同比 -37.4%。利润端下滑幅度大于收入端主因疫情影响下，部分成本、费用具有刚性，导致品牌服饰普遍呈毛利率下滑、费用率上升特征。

图6: 17-21年品牌服饰板块(A+H股)归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 19Q1-22Q1年品牌服饰板块(A股)归母净利润



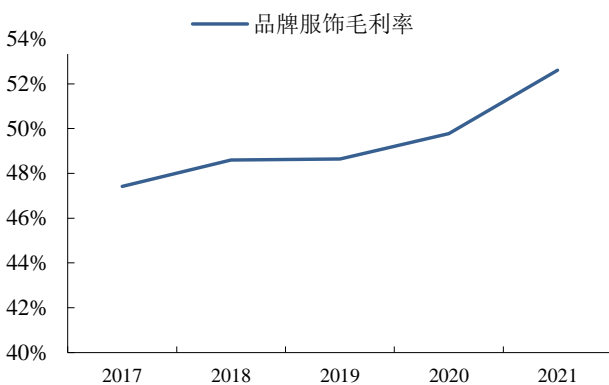
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2.3. 盈利水平: 22Q1受疫情影响毛利率下滑、费用率上升

毛利率: 21年延续上升趋势、22Q1同比回落。17-19年行业毛利率在47%-49%区间小幅波动,20年虽受疫情冲击,但品牌升级趋势未变、结合渠道调整,行业毛利率进一步提升至49.8%。1) 21年: 伴随行业复苏,品牌服饰板块(A+H股)毛利率延续上升趋势至52.6%。分季度看,Q1-Q4板块(仅A股)毛利率分别为50.4%/51.1%/48.9%/46%,年中疫情影响超出市场预期、Q3/Q4部分企业清库存下毛利率有所回落。2) 22Q1: 环比21Q4有所回升,但因疫情影响,同比下滑0.32pct至50%。

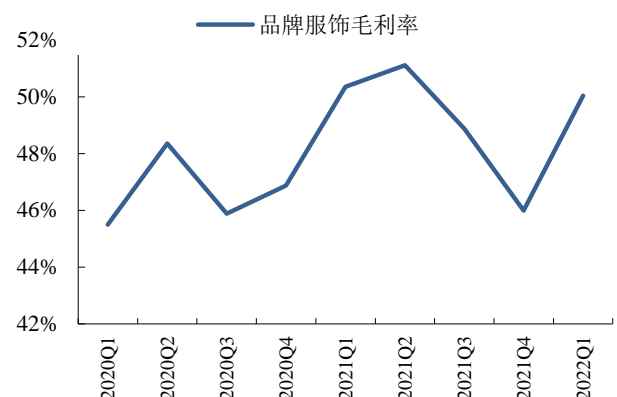
费用率: 21年、22Q1费用率均同比提升。17-19年板块费用率从32.5%升至34.9%,20年疫情影响下进一步提升至37.2%。1) 21年: 伴随行业复苏,品牌服饰板块(A+H股)期间费用率进一步同比+0.3pct至37.5%。分季度看,Q1-Q4板块(仅A股)费用率分别为33.7%/38.3%/37.7%/36.7%,Q2/Q3部分公司在行业复苏预期下加大费用投入,期间费用率提升较多。2) 22Q1: 受疫情影响,板块费用率同比+3.9pct至37.6%。

图8: 17-21年品牌服饰板块(A+H股)毛利率



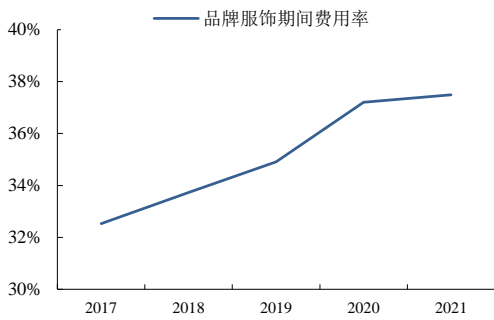
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 19Q1-22Q1品牌服饰板块(A股)毛利率



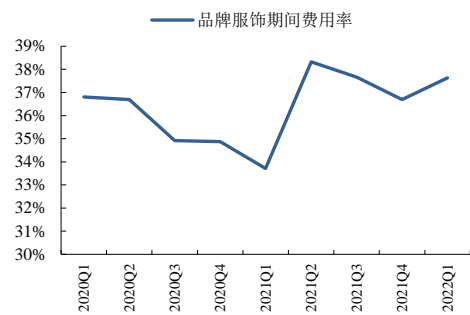
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 19Q1-22Q1 年品牌服饰板块 (A 股) 费用率



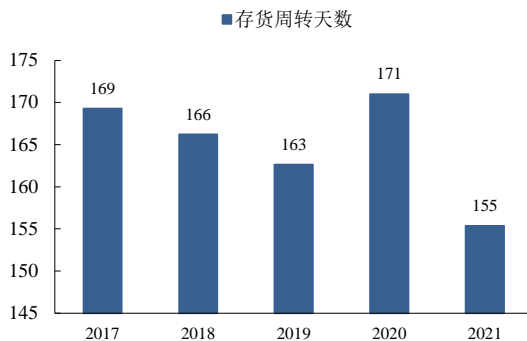
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2.4. 存货及现金流: 21 年存货周转及现金流均改善, 22Q1 有所恶化

存货端: 21 年周转优化, 22Q1 放缓。17-19 年品牌服饰板块 (A+H 股) 存货周转天数从 169 天优化至 163 天, 20 年升至 171 天。1) **21 年: 板块存货周转优化。**随销售端复苏, 21 年存货周转天数较 20 年缩短 16 天至 155 天。2) **22Q1: 受疫情影响, 板块 (A 股) 存货周转放缓。**22Q1 存货周转天数 207 天/同比+30 天、环比+56 天。

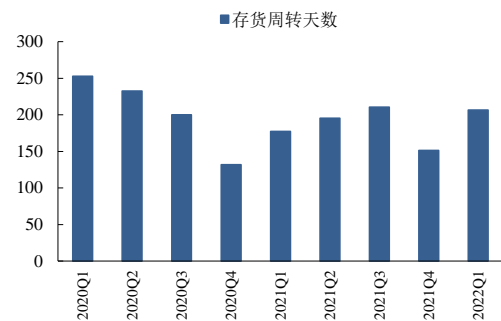
经营活动现金流: 21 年延续改善趋势, 22Q1 同比下滑。1) **21 年: 品牌服饰板块 (A+H 股) 经营活动现金流净额同比+15.7%。**20 年虽受疫情影响, 但品牌服饰板块 (A+H 股) 经营活动现金流保持正增长、同比+23.1%, 21 年延续增长趋势。2) **22Q1: 受疫情影响, 品牌服饰板块 (A 股) 经营活动现金流净额同比-38%。**

图12: 17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 存货周转天数



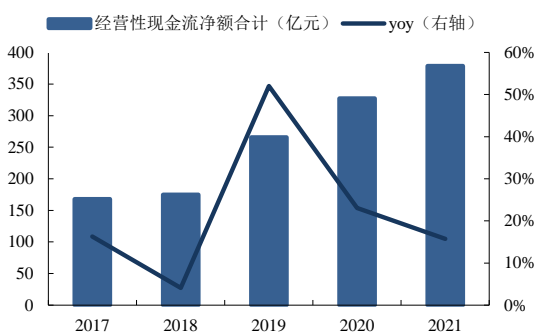
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 19Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 存货周转天数



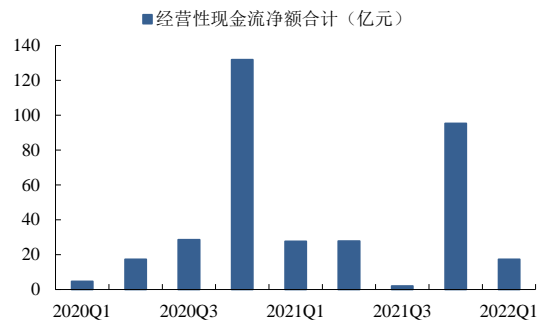
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 经营性现金流



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 19Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 经营性现金流



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 结构分析：体育服饰、户外、高端女装表现较优

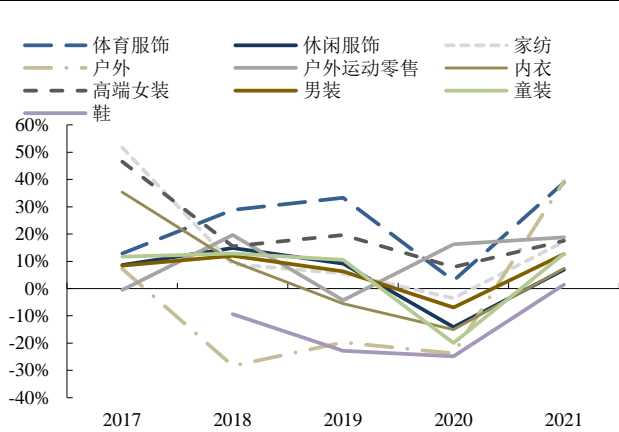
1.3.1. 营收端：21年多个行业实现复苏，体育服饰、户外22Q1仍维持较快增长

21年户外、体育服饰、高端女装、家纺营收增长领先。1) 同比角度：21年营收同比从高到低排序依次为：户外(21年营收yoy+38.9%，下同)、体育服饰(+38.9%)、户外运动零售(+18.8%)、高端女装(+17.5%)、家纺(+17.2%)、童装(+12.8%)、男装(+12.7%)、内衣(+7.4%)、休闲服(+6.9%)、鞋(+1.4%)。2) 复苏角度：21年营收较19年变化幅度从高到低排序依次为：体育服饰(21年较19年+43%，下同)、户外运动零售(+38.1%)、高端女装(+26.8%)、家纺(+13.0%)、户外(+6.1%)、男装(+4.9%)、休闲服(-8.2%)、内衣(-8.8%)、童装(-9.8%)、鞋(-23.8%)，其中休闲服、内衣、童装、鞋尚未恢复至疫情前水平。

结合同比及复苏程度两个维度来看，体育服饰、户外、高端女装、家纺领域营收同比及恢复程度均表现较优。其中：1) 体育服饰主因细分赛道相对具有成长性，受疫情影响较小；2) 高端女装主因定位中高收入客群，消费力受经济波动影响相对较小；3) 户外主因疫情对旅游形成较大冲击，近两年户外活动(如露营)成为热门度假出游选择，相关产品需求大幅增长；4) 家纺主因产品有标品属性适合线上渠道销售。

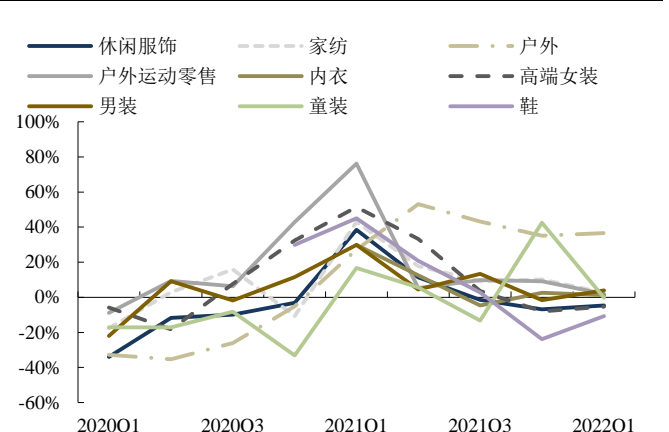
22Q1 体育服饰、户外营收增长显著，其他领域小幅增长或下滑。22Q1 港股体育服饰龙头流水基本保持双位数以上增长，展示赛道优势。户外用品22Q1 营收同比+36.6%，主要来自露营帐篷品牌&生产商牧高笛拉动(牧高笛22Q1 营收同比+56%)。其他领域受疫情影响小幅增长或同比下滑。

图16: 17-21年品牌服饰板块(A+H股)细分领域营收同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17: 20Q1-22Q1品牌服饰板块(A股)细分领域营收同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

个股方面，21年营收复苏力度较大的公司包括：① 港股运动服饰龙头李宁(21年营收较19年增长63.3%，下同)、安踏体育(+45.7%)；② 疫情后进一步夯实品牌力的高端时尚运动龙头比音勒芬(+49%)、休闲时尚&中高端商务男装报喜鸟(+36%)；③ 户外用品龙头牧高笛(+74.4%)、三夫户外(+38.1%)；④ 品牌调整显效&享受新渠道红利的高端女装锦泓集团(+48.5%)；⑤ 21年上半年复苏力度较大的休闲服饰龙头品牌太平鸟(+37.8%)等。

22Q1 在疫情影响下，营收仍实现正增长的公司包括：① 港股运动服饰龙头李宁、

安踏体育、特步国际(销售流水均实现同比双位数以上增长); ②疫情后进一步夯实品牌力的高端时尚运动龙头比音勒芬(+30.2%)、休闲时尚&中高端商务男装报喜鸟(+16.3%); ③线上占比较高的家纺龙头水星家纺(+12.3%); ④户外用品龙头牧高笛(+56.1%)、探路者(+14.4%); ⑤多品牌发力的高端女装歌力思(+17.2%)等。

图18: 品牌服饰重点公司营收同比

细分领域	证券代码	公司名称	2019	2020	2021		2022Q1
					同比20	较19	
体育服饰	2020.HK	安踏体育	40.66%	4.95%	38.84%	45.71%	-
	2331.HK	李宁	31.85%	4.32%	56.55%	63.31%	-
	1368.HK	特步国际	28.31%	-0.02%	22.58%	22.55%	-
休闲服饰	600398.SH	海澜之家	15.09%	-18.26%	12.41%	-8.11%	-5.15%
	002563.SZ	森马服饰	23.01%	-21.37%	1.41%	-20.26%	-0.03%
	603877.SH	太平鸟	2.80%	18.41%	16.34%	37.76%	-7.74%
	002832.SZ	比音勒芬	23.70%	26.17%	18.09%	49.00%	30.16%
	3998.HK	波司登	17.62%	11.23%	-	-	-
高端女装	002612.SZ	朗姿股份	12.99%	-4.35%	27.42%	21.88%	0.26%
	603587.SH	地素时尚	13.23%	7.81%	13.00%	21.83%	-9.09%
	603808.SH	歌力思	7.24%	-24.90%	20.42%	-9.56%	17.20%
	003016.SZ	欣贺股份	11.65%	-6.72%	14.66%	6.95%	-7.44%
	603518.SH	锦泓集团	-5.59%	14.65%	29.48%	48.45%	0.73%
	603839.SH	安正时尚	47.83%	47.43%	-14.37%	26.24%	-29.85%
	3306.HK	江南布衣	17.22%	-7.65%	32.98%	22.81%	-
家纺	002293.SZ	罗莱生活	0.98%	1.04%	17.30%	18.51%	-2.49%
	603365.SH	水星家纺	10.41%	1.09%	25.19%	26.56%	12.32%
	002397.SZ	梦洁股份	12.80%	-14.73%	10.93%	-5.41%	2.25%
男装	002154.SZ	报喜鸟	5.24%	15.74%	17.52%	36.02%	16.31%
	601566.SH	九牧王	4.53%	-6.47%	14.15%	6.77%	-5.62%
	002029.SZ	七匹狼	3.02%	-8.08%	5.52%	-3.01%	-5.22%
	1234.HK	中国利郎	15.53%	-26.76%	26.05%	-7.68%	-
童装	603214.SH	爱婴室	15.22%	-8.29%	17.55%	7.80%	57.38%
	002875.SZ	安奈儿	9.41%	-5.26%	-5.67%	-10.64%	-18.97%
	603557.SH	起步股份	8.91%	-49.23%	35.78%	-31.07%	-78.53%
户外	300005.SZ	探路者	-24.12%	-39.64%	36.23%	-17.77%	14.42%
	603908.SH	牧高笛	-3.97%	21.41%	43.64%	74.40%	56.06%
	002780.SZ	三夫户外	-4.29%	16.21%	18.83%	38.09%	1.93%
鞋	603001.SH	奥康国际	-10.41%	0.42%	8.06%	8.51%	-8.97%
内衣	603511.SH	爱慕股份	6.39%	1.33%	4.66%	6.05%	4.38%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 港股体育服饰龙头季度流水同比

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
安踏主品牌	40-45%	35-40%	10%-20%低段增长	10-20%中段	10-20%高段增长
FILA 品牌	75-80%	30-35%	中单位数增长	高单位数增长	中单位数增长
李宁主品牌	80-90%高段 /80-90%低段	90-100%低段增长	40-50%低段	30%-40%低段	20%-30%高段
特步主品牌	约 55%	30-35%	中双位数增长	20-25%	30%-35%
361 度主品牌	高双位数增长	15-20%增长	低双位数增长	20-25%	高双位数增长

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

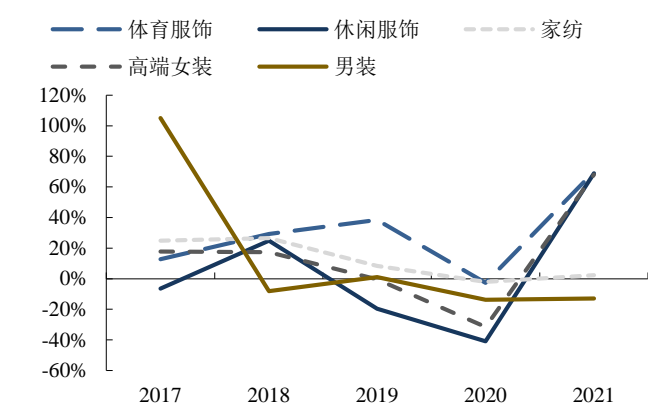
1.3.2. 净利端: 21 年体育服饰、高端女装、家纺实现复苏, 22Q1 普遍下滑

- **细分行业: 21 年仅体育服饰、高端女装、家纺净利完全恢复至疫情前水平, 22Q1 受疫情影响、除户外领域外均出现下滑**

由于 20 年品牌服饰普遍出现业绩下滑, 因此净利端用复苏程度做比较更具参考性。21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 归母净利润恢复程度 (较 19 年变化幅度) 从高到低排序依次为: 体育服饰 (+65.4%)、高端女装 (+15.1%)、家纺 (+0.2%)、休闲服 (-0.2%)、户外 (-13.5%)、男装 (-24.8%), 体育服饰、高端女装、家纺均为营收端复苏力度较大的细分领域, 业绩实现完全复苏。此外, 户外运动零售和童装 21 年净亏损, 内衣、鞋较 19 年实现扭亏。

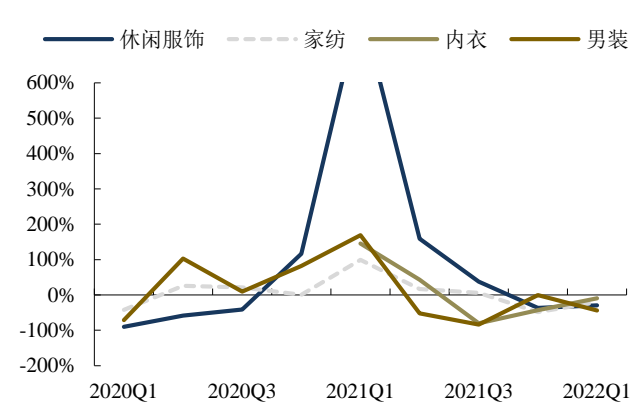
疫情对品牌服饰业绩冲击较大, 22Q1 仅户外领域业绩增长。22Q1 品牌服饰板块 (A 股, 不包含港股体育服饰) 归母净利润同比从高到低排序为: 户外 (+39.6%)、户外运动零售 (+8.9%)、内衣 (-9.5%)、家纺 (-20.6%)、休闲服 (-29.5%)、男装 (-43.8%)、高端女装 (-46%)、鞋 (亏损)、童装 (亏损), 仅户外、户外运动零售实现同比增长。

图19: 17-21 年品牌服饰板块 (A+H 股) 细分领域归母净利润同比



备注: 其他细分领域 17-21 年间出现过亏损, 故未纳入图表
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 20Q1-22Q1 品牌服饰板块 (A 股) 细分领域归母净利润同比



备注: 其他细分领域 17-21 年间出现过亏损, 故未纳入图表
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

- **个股方面: 22Q1 仅运动、户外等少数公司业绩实现正增长**

21 年归母净利润复苏力度较大的公司 (A+H 股) 包括: ①运动服饰龙头李宁 (21 年归母净利润较 19 年增长 167.6%, 下同)、安踏体育 (+44.5%); ②高端时尚运动龙头

比音勒芬(+53.6%)、时尚休闲&高端商务男装报喜鸟(+121.0%); ③户外露营用品公司牧高笛(+92.8%); ④家纺龙头罗莱生活(+30.6%); ⑤女装朗姿股份(+218.9%)、锦泓集团(+105.8%)、江南布衣(+33.5%); ⑥聚焦战略显效的鞋企奥康国际(+51.4%)。

22Q1 归母净利润实现同比增长/扭亏的公司(A股)包括: ①户外用品龙头牧高笛(+73.4%)、三夫户外(+8.92%); ②高端时尚运动龙头比音勒芬(+41.3%)、时尚休闲&高端商务男装报喜鸟(+13.7%); ③线上占比较高的家纺龙头水星家纺(+7.4%); ④内衣龙头爱慕股份(+4.4%)。其余多数个股因受疫情影响, 净利润同比下滑或亏损。

图21: 品牌服饰重点公司归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2019	2020	2021		2022Q1
					同比20	较19	
体育服饰	2020.HK	安踏体育	30.25%	-3.41%	49.55%	44.46%	-
	2331.HK	李宁	109.59%	13.30%	136.14%	167.55%	-
	1368.HK	特步国际	10.84%	-29.50%	77.05%	24.83%	-
休闲服饰	600398.SH	海澜之家	-7.07%	-44.42%	39.60%	-22.40%	-14.17%
	002563.SZ	森马服饰	-8.52%	-48.00%	84.50%	-4.06%	-40.74%
	603877.SH	太平鸟	-3.50%	29.24%	-4.99%	22.79%	-6.44%
	002832.SZ	比音勒芬	39.13%	22.68%	25.20%	53.60%	41.29%
	3998.HK	波司登	22.61%	42.09%	-	-	-
高端女装	002612.SZ	朗姿股份	-72.07%	141.65%	31.97%	218.91%	亏损
	603587.SH	地素时尚	8.75%	0.88%	9.47%	10.43%	-23.07%
	603808.SH	歌力思	-2.31%	24.80%	-31.72%	-14.78%	-49.67%
	003016.SZ	欣贺股份	17.76%	-26.41%	61.07%	18.54%	-34.29%
	603518.SH	锦泓集团	-60.10%	亏损	扭亏	105.75%	-56.54%
	603839.SH	安正时尚	7.67%	-34.75%	-64.70%	-76.97%	-72.98%
	3306.HK	江南布衣	18.14%	-28.48%	86.67%	33.50%	-
家纺	002293.SZ	罗莱生活	2.16%	7.13%	21.92%	30.61%	-12.81%
	603365.SH	水星家纺	10.69%	-12.99%	40.55%	22.29%	7.36%
	002397.SZ	梦洁股份	1.19%	-47.39%	亏损	亏损	亏损
男装	002154.SZ	报喜鸟	305.28%	74.45%	26.70%	121.03%	13.72%
	601566.SH	九牧王	-30.64%	-0.32%	-47.25%	-47.42%	亏损
	002029.SZ	七匹狼	0.29%	-39.83%	10.65%	-33.42%	-29.90%
	1234.HK	中国利郎	8.12%	-31.39%	-15.99%	-42.36%	-
童装	603214.SH	爱婴室	28.55%	-24.43%	-36.97%	-52.36%	亏损
	002875.SZ	安奈儿	-49.49%	亏损	亏损	亏损	亏损
	603557.SH	起步股份	-21.13%	亏损	亏损	亏损	亏损
户外	300005.SZ	探路者	扭亏	亏损	扭亏	-51.83%	-25.48%
	603908.SH	牧高笛	-0.98%	12.72%	70.99%	92.75%	73.38%
	002780.SZ	三夫户外	亏损	亏损	亏损	亏损	8.92%
鞋	603001.SH	奥康国际	-83.57%	24.20%	21.87%	51.36%	-8.97%
内衣	603511.SH	爱慕股份	6.39%	1.33%	4.66%	6.05%	4.38%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

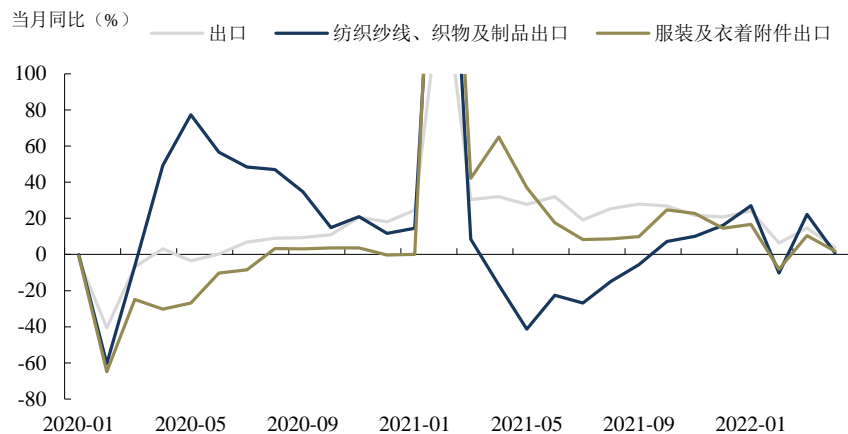
2. 纺织制造：外需景气带动纺织行业表现较优

2.1. 行业概览：纺织服装出口景气维持，棉价上行

21年纺织服装出口维持景气。21年我国出口延续20年以来的较快增长趋势，主要受益于疫情后中国产能率先恢复、部分海外订单转移至中国。其中，纺织制品出口年中转负，主因防疫物资需求回落叠加基数原因，但两年复合增速仍基本维持在双位数水平；服装出口单月同比保持双位数正增长，主要来自海外服装需求逐步复苏。

22Q1出口延续景气，4月受疫情影响增速放缓。22Q1纺织制品出口金额同比+15.1%，服装出口金额同比+7.4%，延续外需景气趋势。但在3月国内疫情影响下，4月纺织制品、服装出口金额同比分别放缓至0.9%/1.9%。

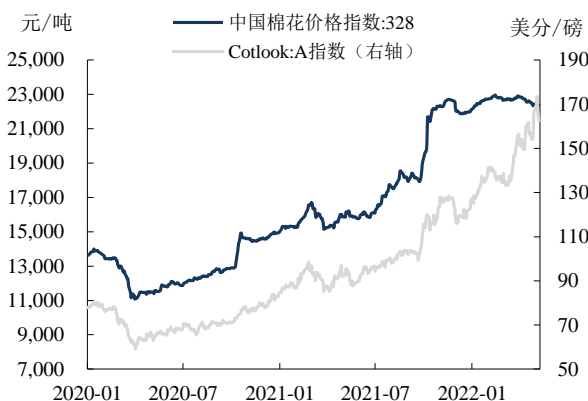
图22：2020年以来中国出口同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

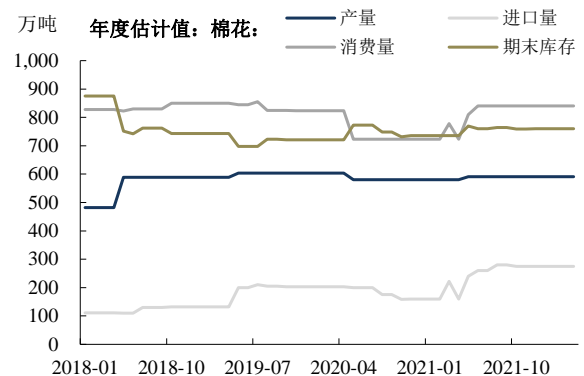
21年棉价大幅上涨，22Q1国内棉价维持高位、国际棉价持续上涨。由于疫情对供需格局的影响，全球大宗商品价格自2020年4月起开启上涨行情。国内外棉价分别从2020年4月11100元/吨、59美分/磅的低点，上涨至2021年12月22100元/吨、127美分/磅的高位，2021全年国内外棉价上涨幅度分别达48%、50%。22Q1国内棉价基本维持高位小幅波动、国际棉价延续上涨趋势、涨幅23%。

图23：2020年以来国内/国际棉价走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：国内棉花供需情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

棉价上行促上游棉纺企业收入和毛利率双双提升。以色纺龙头百隆东方和华孚时尚为例，21 年营收分别同比增长 26.7%/17%，毛利率分别同比提升 15.2pct/8.1pct 至 26.2%/9.6%。

2.2. 板块整体：21 年完全复苏、22Q1 业绩保持增长

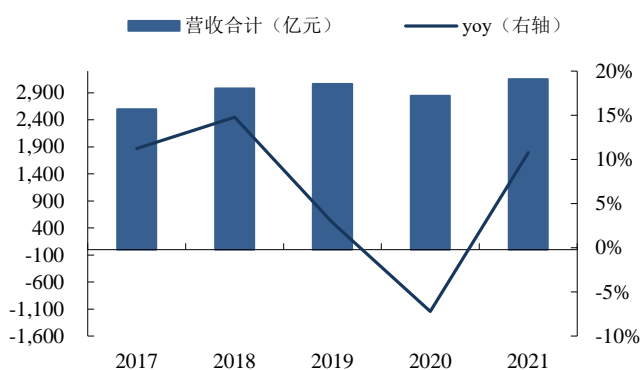
我们统计了纺织制造 12 个子行业 56 家 A+H 股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。

2.2.1. 业绩端：21 年实现复苏，22Q1 保持增长

收入端：21 年纺织制造板块营收实现复苏，22Q1 保持增长。17-18 年纺织制造板块（A+H 股）营收同比增速在 10%-15%，19 年受中美贸易摩擦影响、同比放缓至 2.9%；20 年受疫情影响进一步下滑到同比-7.2%；**1) 21 年：**板块营收（A+H 股）同比+10.8%、较 19 年+2.8%，在需求回暖带动下已实现完全复苏。**2) 22Q1：**国内疫情较为严重，但纺织制造公司中产能布局海外、出口导向型企业较多，因此营收端受疫情直接影响相对较小，22Q1 板块（A 股）仍实现营收同比正增长、同比+11.9%（同期品牌服饰营收同比-2.3%）。

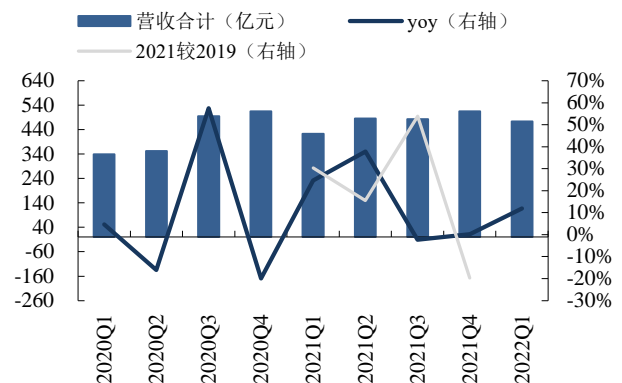
净利端：21 年业绩复苏，22Q1 业绩保持增长。17-19 年纺织制造板块（A+H 股）受终端需求低迷、中美贸易摩擦、疫情等因素影响，业绩呈波动。**1) 21 年：**纺织制造板块（A+H 股）归母净利润同比+45.7%、较 19 年+11%，已实现完全复苏，且复苏力度大于营收端，主因费用优化较多。但与品牌服饰板块相比复苏程度略弱（品牌服饰板块 21 归母净利润较 19 年+38.2%），主因 21 年纺织制造板块整体毛利率下滑，而品牌服饰毛利率呈显著改善。**2) 22Q1：**22Q1 板块（A 股）归母净利润同比+2.5%（显著好于品牌服饰 22Q1 同比-37.4%），主因纺织企业需求端受国内疫情影响小于品牌服饰。

图25：17-21 年纺织制造板块（A+H 股）营收及增速



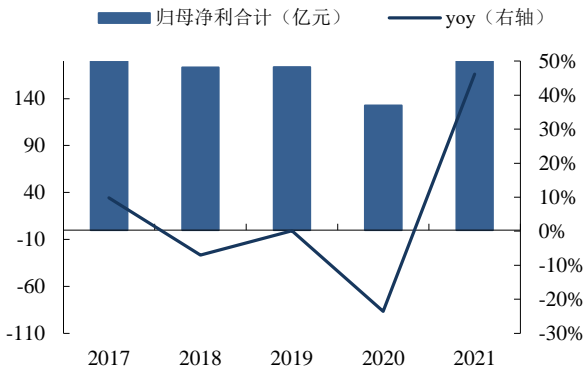
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：2020Q1-22Q1 纺织制造板块（A 股）营收及增速



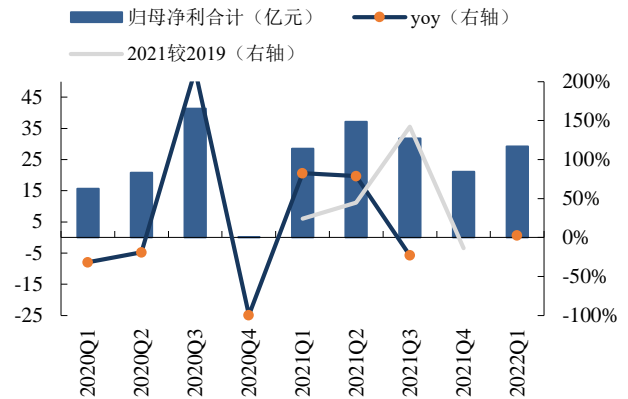
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27: 17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 归母净利润及增速



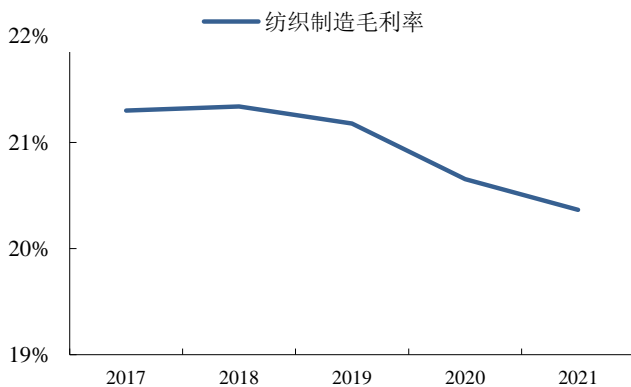
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2.2. 盈利水平: 棉价上行利好上游棉纺企业, 但板块整体毛利率受损

毛利率: 21 年、22Q1 毛利率同比下滑。17-19 年纺织制造板块 (A+H 股) 毛利率基本维持 21%-21.5% 之间、较为稳定。20 年疫情发生后多数纺织公司出现订单取消、工厂停产时间延长, 纺织板块整体毛利率同比下滑 0.52pct 至 20.65%。**1) 21 年: 同比-0.29pct 至 20.37%。**21 年棉价大幅上涨, 上游棉纺织企业受益毛利率提升, 但对中游面料、成衣制造企业而言成本提升、毛利率受损, 叠加人民币升值、海运费高企等因素影响, 21 年纺织板块 (A+H 股) 整体毛利率同比-0.29pct 至 20.37%。**2) 22Q1: 同比-0.2pct 至 18.33%。**由于 22Q1 国内棉价维持高位震荡, 纺织板块 (A 股) 整体毛利率同比-0.2pct 至 18.33%。

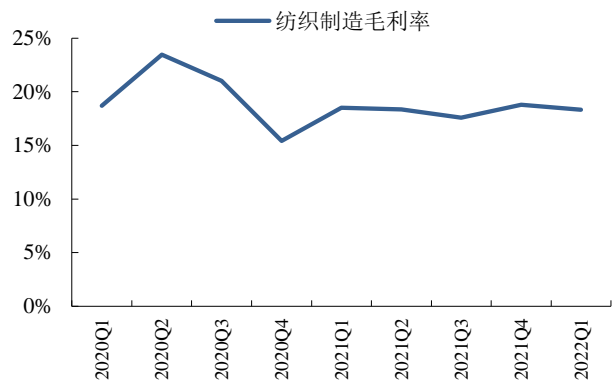
费用率: 随收入端持续增长, 21 年、22Q1 费用率均同比改善。伴随用工支出提升, 17-19 年纺织行业期间费用率小幅上行, 从 11.8% 升至 12.9%, 20 年部分纺织企业受益于防疫物资需求增加, 营收端实现翻番、摊薄费用, 从而带动板块整体费用率同比有所回落。伴随纺织企业营收端复苏、发挥规模效应, 21 年、22Q1 费用率均有所优化, 21 年同比-0.62pct 至 12.09%、22Q1 同比-0.48pct 至 10.36%。

图29: 17-21 年纺织制造板块 (A+H 股) 毛利率



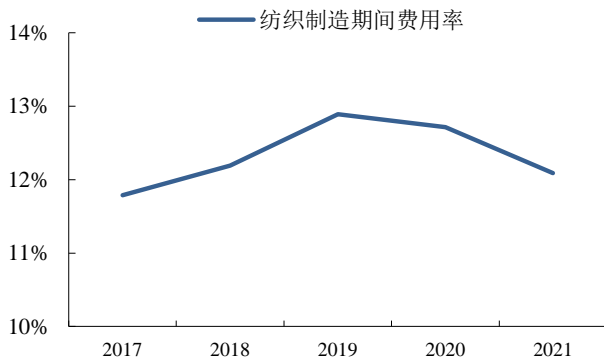
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 20Q1-22Q1 纺织制造板块 (A 股) 毛利率



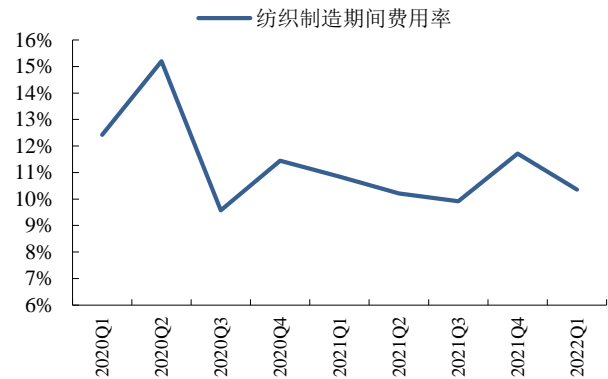
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 17-21年纺织制造板块(A+H股)期间费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 20Q1-22Q1纺织制造板块(A股)期间费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

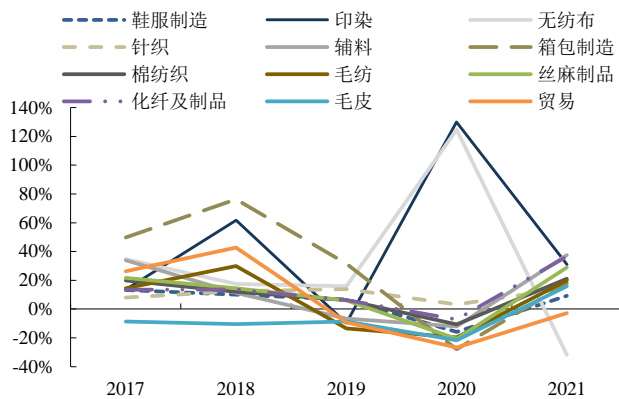
2.3. 结构分析: 整体改善, 上游业绩显著受益原材料涨价

2.3.1. 营收端: 21年多数领域实现双位数增长, 22Q1外需拉动箱包等保持较快增长

21年多数领域实现双位数增长, 辅料、化纤制品、印染营收同比领先。21年纺织制造板块(A+H股)在需求回暖带动下, 营收端整体实现较好恢复。21年细分领域营收同比增速从高到低排序依次为: 辅料(+37.5%)、化纤及制品(+36.4%)、印染(+31%)、丝麻制品(+28.8%)、棉纺织(+21%)、毛纺(+19.8%)、箱包制造(+17.8%)、毛皮(+15.8%)、针织(+14.3%)、鞋服制造(+9.2%)、贸易(-2.9%)、无纺布(-31.7%)。各细分领域普遍受益于国内外需求回暖, 无纺布同比下滑较多主因2020年口罩需求大增导致高基数。

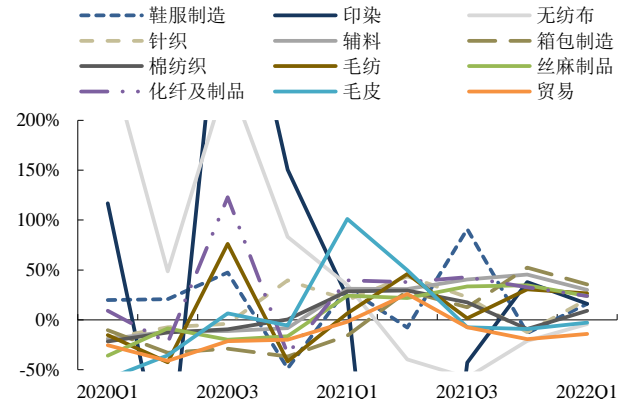
22Q1: 海外需求维持景气, 拉动箱包、辅料、针织、化纤营收保持较快增长。22Q1细分领域营收同比增速从高到低排序为: 箱包(+35.6%)、辅料(+29.9%)、毛纺(+26.5%)、化纤及制品(+24.0%)、丝麻制品(+24.0%)、针织(+20.4%)、印染(+15.9%)、鞋服制造(+16.1%)、棉纺织(+9.2%)、无纺布(-4.2%)、毛皮(-2.8%)、贸易(-14.1%)。其中箱包、辅料、毛纺、化纤及制品等受益于海外需求保持景气, 收入持续较快增长。

图33: 17-21年纺织制造板块(A+H股)营收增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 20Q1-22Q1纺织制造板块(A股)营收增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

个股方面, 21年营收同比增长较快的公司包括: 印染龙头航民股份(+81.4%, 黄金

饰品业务 21 年大增、贡献较大)、户外充气床垫龙头浙江自然(+44.9%)、棉纺龙头天虹纺织(+35.5%)、拉链纽扣龙头伟星股份(+34.4%)、棉袜+无缝内衣龙头健盛集团(+29.7%，主要为棉袜业务贡献)等。

22Q1 营收同比增长较快的公司包括：棉纺织龙头鲁泰 A(+59.1%)、户外充气床垫龙头浙江自然(+46.6%)、箱包龙头开润股份(+35.6%)、拉链纽扣龙头伟星股份(+33.6%)、针织龙头盛泰集团(+30.5%)等。

图35：纺织制造重点公司营收同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2019	2020	2021		2022Q1
					同比20	较19	
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	22.42%	-8.14%	25.40%	15.19%	11.39%
	603558.SH	健盛集团	12.86%	-11.12%	29.65%	15.24%	28.54%
	300840.SZ	酷特智能	-9.39%	16.94%	-5.25%	10.80%	-7.23%
	605138.SH	盛泰集团	5.28%	-15.57%	9.68%	-7.40%	30.50%
	2313.HK	申洲国际	8.21%	1.65%	3.54%	5.24%	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	-1.13%	-30.14%	10.25%	-22.98%	59.05%
	601339.SH	百隆东方	3.73%	-1.40%	26.73%	24.95%	5.39%
	002042.SZ	华孚时尚	11.04%	-10.42%	17.40%	5.17%	7.87%
	002087.SZ	新野纺织	-5.41%	-15.11%	8.99%	-7.48%	-26.55%
	2678.HK	天虹纺织	14.81%	-10.99%	35.47%	20.59%	-
印染	600987.SH	航民股份	-11.14%	-21.83%	81.38%	41.78%	-1.37%
无纺布	300888.SZ	稳健医疗	19.16%	173.99%	-35.87%	75.70%	2.37%
	300658.SZ	延江股份	35.48%	52.77%	-21.24%	20.32%	9.13%
	603238.SH	诺邦股份	17.25%	83.05%	-24.40%	38.38%	-27.58%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	31.58%	-27.87%	17.76%	-15.06%	35.56%
辅料	002003.SZ	伟星股份	0.77%	-8.65%	34.44%	22.81%	33.58%
化纤及制品	605080.SH	浙江自然	7.16%	6.68%	44.91%	54.59%	46.61%
	605003.SH	众望布艺	14.92%	1.44%	18.49%	20.20%	7.63%

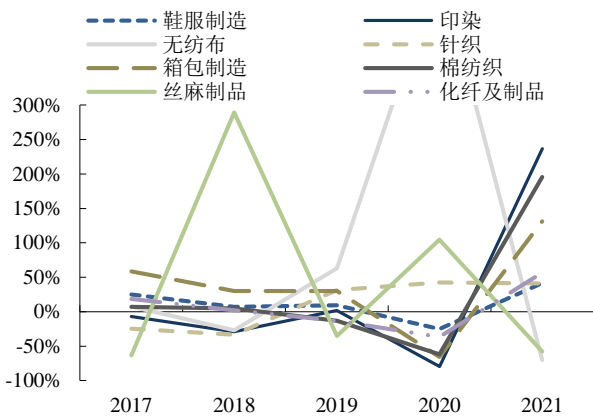
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3.2. 净利端：21 年上游棉纺织业绩大增、22Q1 毛纺、印染低基数下增幅较大

21 年：上游棉纺织业绩大幅增长。21 年细分领域归母净利润同比增速从高到低排序为：棉纺织(+266.7%)、箱包制造(+131%)、鞋服制造(+67.4%)、化纤及制品(+54.9%)、印染(+5.2%)、丝麻制品(-57.8%)、针织(+41.1%)、辅料(-3.7%)、无纺布(-70%)。上游棉纺织受益于原材料价格上涨业绩表现强劲，毛纺、毛皮、贸易在需求恢复带动下实现扭亏。

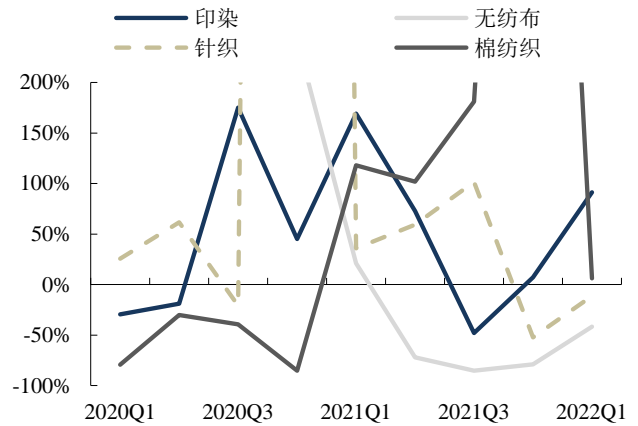
22Q1：整体业绩实现增长，毛纺、印染低基数下增幅较大。21 年细分领域归母净利润同比增速从高到低排序为：毛纺(+101.9%)、印染(+91.2%)、辅料(+37.1%)、鞋服制造(+26.4%)、化纤及制品(+13.9%)、棉纺织(+6.1%)、箱包制造(+2.8%)、针织(-11.4%)、无纺布(-41.6%)，丝麻制品扭亏、贸易亏损。毛纺、印染 21Q1 受原材料涨价影响业绩基数较低，随原材料价格趋于稳定，业绩反弹力度较大。鞋服制造受益外需景气保持较快增长。

图36: 17-21年纺织制造板块(A+H股)归母净利润增速



备注: 其他细分领域 17-21 年间出现过亏损, 故未纳入图表
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 20Q1-22Q1 纺织制造板块(A股)归母净利润增速



备注: 其他细分领域 17-21 年间出现过亏损, 故未纳入图表
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 纺织制造板块重点公司归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2019	2020	2021		2022Q1
					同比20	较19	
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	18.86%	3.16%	47.34%	51.99%	12.40%
	603558.SH	健盛集团	32.39%	亏损	扭亏	扭亏	74.10%
	605138.SH	盛泰集团	14.36%	9.01%	-0.56%	8.40%	43.41%
	300840.SZ	酷特智能	7.98%	-30.66%	28.91%	-10.62%	-6.78%
	2313.HK	申洲国际	12.22%	0.23%	-33.98%	-33.83%	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	17.36%	-89.78%	257.22%	-63.50%	113.84%
	601339.SH	百隆东方	-31.93%	22.92%	274.47%	360.29%	54.58%
	002042.SZ	华孚时尚	-46.14%	亏损	228.25%	扭亏	14.36%
	002087.SZ	新野纺织	-27.70%	-38.37%	-71.58%	-82.48%	-68.64%
	2678.HK	天虹纺织	-24.02%	-41.49%	419.31%	203.85%	-
印染	600987.SH	航民股份	11.34%	-18.42%	10.87%	-9.55%	15.78%
无纺布	300888.SZ	稳健医疗	28.64%	597.50%	-67.48%	126.86%	-25.69%
	300658.SZ	延江股份	69.32%	263.87%	-94.38%	-79.54%	7.75%
	603238.SH	诺邦股份	49.36%	223.30%	-63.79%	17.07%	-85.00%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	30.09%	-65.51%	131.03%	-20.31%	2.78%
辅料	002003.SZ	伟星股份	-6.33%	36.34%	13.22%	54.36%	45.13%
化纤及制品	605080.SH	浙江自然	60.86%	21.44%	37.59%	67.08%	37.82%
	605003.SH	众望布艺	38.46%	12.93%	4.77%	18.31%	-9.05%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

个股方面, 21年归母净利润同比增幅较大的公司: 受益棉价上行、外需景气、产能利用率回升的棉纺龙头天虹纺织(+419.3%)、百隆东方(+274.5%)、华孚时尚(+228.3%), 受益外需景气的色织布龙头鲁泰A(+257.2%)、箱包制造龙头开润股份(+131%)、户外充气床垫龙头浙江自然(+37.6%)。

22Q1 归母净利润同比增幅较大的公司：受益海外经济复苏、外需景气的色织布龙头鲁泰 A (+113.8%)、针织龙头健盛集团 (+74.1%)、盛泰集团 (43.4%)、户外充气床垫龙头浙江自然 (+37.8%)，棉纺龙头百隆东方 (+54.6%)，拉链纽扣龙头伟星股份 (+45.1%)。

3. 财报总结与投资建议：上下游表现分化，看好出口制造龙头

3.1. 品牌服饰：疫情影响较大，关注疫后修复机会

21 年品牌服饰业绩呈复苏，22Q1 受疫情影响承压。21 年服装消费整体呈复苏，但由于年中疫情反复叠加暖冬气候，下半年复苏趋弱，净利端在盈利水平显著改善的拉动下实现较好复苏，细分领域中体育服饰、户外、高端女装、家纺相对表现较优。22Q1 由于 3 月以来国内上海、深圳、吉林等地疫情导致封控加强，线下门店经营及线上物流运输均受到影响，品牌服饰整体业绩承压、同比下滑，细分领域中体育服饰、户外表现较优。

展望 22 年，我们认为品牌服饰业绩表现可能呈“前低后高”特征。22 年疫情反复仍是制约品牌服饰业绩表现的主要因素。全年来看，由于截至目前 22Q2 受疫情影响时间长于 Q1，且 21Q2 在新疆棉事件催化下形成高基数，因此 22Q2 品牌服饰业绩端面临较大压力。若疫情在上半年能够得到控制，下半年品牌服饰有望迎来盈利改善，结合 21H2 基数相对较低，22 全年品牌服饰业绩表现可能呈“前低后高”特征。

对于品牌服饰板块，短期疫情影响较大，后续可以关注疫后修复带来的机会。后期随疫情得到控制、疫情影响减淡后，品牌服饰有机会迎来业绩和股价的反弹，建议关注港股体育服饰龙头安踏体育、李宁、特步国际，22Q1 仍维持较高增速的高端运动时尚龙头比音勒芬、时尚休闲&商务男装报喜鸟，以及各细分领域的龙头公司。

3.2. 纺织制造：出口制造龙头业绩增长确定性较强

21 年纺织制造板块业绩整体复苏、上游受益棉价上涨表现更为强劲，22Q1 维持增长。21 年受益于疫情后订单转移、外需持续景气，纺织制造企业业绩同样迎来较好修复，尤其在原材料价格上行驱动下，上游棉纺企业业绩表现强劲。22Q1 尽管国内疫情严峻，但由于上游生产企业受到直接影响较小，同时多数纺织企业面向海外市场、产能布局海外，因此收入、业绩整体均维持正增长，其中箱包、毛纺、辅料等表现较优。

展望 22 年，看好人民币贬值环境下，业绩受益的出口型纺织制造龙头。我们认为对纺织企业而言，22 年终端需求、盈利影响因素均已经出现明显变化，不利因素和有利因素共存。其中不利因素主要体现在 22 年国内疫情导致的向东南亚产业转移加速及国内终端需求波动两个方面，有利因素主要体现在人民币贬值、原材料价格压力缓解、海外需求维持景气三个方面。综合而言，我们认为年内出口型纺织制造龙头业绩增长确定性较高。

对于纺织制造板块，结合有利和不利因素，建议重点关注具有如下特点的公司：1) 出口型企业，受益于人民币汇率贬值及海外需求旺盛，同时国内疫情直接影响有限；2) 拥有海外产能布局，可缓解由此轮疫情带来的产业转移加速的不利影响；3) 处于产业链

中游的织物生产商，东南亚早期主要发展的为服装加工以及上游纱线，织物布局相对较弱，产业转移影响有限；4) 客户粘性强的企业，对产业转移不敏感。综上，我们推荐华利集团、申洲国际、鲁泰 A、健盛集团、浙江自然，建议关注盛泰集团等。

表2: 2022年纺织制造行业主要影响因素变化分析

影响因素	影响因素变化	对企业影响判断
有利因素	人民币汇率贬值 2020/05-2022/03, 由于疫情后美国货币政策大幅宽松, 人民币兑美元呈升值趋势, 从 7.15 低点升至 6.31 高位。随着美联储加息落地, 22 年 4 月以来人民币加速贬值, 截至 05/13, 人民币跌破 6.79。	人民币贬值利好出口型企业。 我们静态测算在 22 年末人民币汇率在 6.6/6.8/7.0 三种情形下的出口型纺织业绩增速 (测算方式及结果见附表 5), 假设年末人民币汇率跌至 7.0 情形下, 22 年健盛集团、牧高笛、鲁泰 A、开润股份业绩有望分别同比 +10%、+8.4%、+6.7%、+5.3%。
	原材料价格压力缓解 由于 20 年疫情对全球供需格局的影响, 大宗商品普遍涨价, 纺织原材料棉花价格上行幅度较大, 截至 22/5/13, 国棉 328 级价格超过 22000 元/吨, 为 2011 年以来最高水平。伴随疫情影响减弱, 行业供需格局优化, 我们认为 22 年棉价继续高位上行的可能性较小。	中游面料、鞋服制造等企业成本端压力有望得到缓解。
	外需维持景气 国内纺织企业主要出口国以欧美为主, 截至 22Q1 相关企业接单情况较好, 上半年订单饱满。随着美国加息进程推进, 下半年外需是否能够维持景气仍待观测。	22 年上半年外需景气延续, 利好出口制造龙头。
不利因素	向东南亚产业加速转移 伴随中国制造业红利减弱, 纺织产业由中国向东南亚转移为大势所趋, 20、21 年因国内外疫情恢复节奏差异, 出现部分海外订单回流中国, 但随着海外疫情逐步稳定, 由中国向东南亚的产业转移趋势将得到恢复, 同时 22 年的国内疫情将加速这一转移趋势。	对国内纺织制造企业整体不利。 具有如下特点的企业影响较小或者可忽略, 包括: 1) 海外产能布局成熟的企业; 2) 处于产业链中游的织物生产商, 东南亚早期主要发展的为服装加工以及上游纱线, 织物布局相对较弱; 3) 客户粘性相对较高的企业。
	国内需求波动 22Q1 品牌服饰受疫情影响业绩承压, 22Q2 截至目前疫情持续时间长于 Q1, 上半年业绩压力较大。纺织企业位于产业链中上游, 所受冲击不如终端品牌直接, 但也面临订单减少的间接影响。	不利于以国内市场为主的纺织制造企业。

数据来源: 东吴证券研究所绘制

3.3. 投资建议: 看好出口制造龙头, 关注疫情受益标的

22Q1 在国内疫情反复、外需景气背景下, 上下游业绩表现明显分化, 我们认为目前包括国内外疫情、人民币汇率、原材料价格、订单转移在内的诸多因素均已出现较强的边际变化信号, 年内或成为影响纺织服饰板块业绩表现的重要因素, 基于此, 我们推荐关注以下三类投资机会:

1) **上游纺织制造业绩增长确定性高于下游品牌服饰, 看好出口制造龙头。**我们认为 22 年国内疫情反复仍是制约品牌服饰业绩复苏的主要因素, 相较之下上游纺织制造龙头业绩稳定性以及增长确定性更高。在人民币汇率贬值、原材料价格继续大幅上涨概率不大、外需相对景气的环境下, 推荐业绩增长确定性增强的出口型制造龙头及海外产能布局、客户端具有竞争优势的面料及成品制造龙头, 推荐华利集团、申洲国际、鲁泰 A、健盛集团、浙江自然, 建议关注盛泰集团、牧高笛等。

2) **低估值、高分红的防御性品种。**纺织服饰板块在全 A 股行业中具有相对低估值、高分红特征, 在当前国内经济压力较大、各行业受疫情不同程度冲击影响下, 分红收益

可观的标的亦具有防御性布局价值，建议关注近3年平均现金分红收益率较高的重点公司，如森马服饰、海澜之家、地素时尚、罗莱生活等。

3) 受益于疫情期间居民出行习惯改变的户外露营产业链公司。户外露营作为国内相对新兴的出行方式，在疫情后成为替代跨城旅游的度假方式优选，21年、22Q1产业链相关企业如牧高笛、浙江自然均获得靓丽的业绩表现，我们认为疫情催化了户外露营行业的加速发展，长期看户外露营因其具有舒适、温馨、便捷等特性，可能成为常态下的出行度假方式，随着渗透率提升、具有较大增长空间。推荐浙江自然，关注牧高笛等。

4. 风险提示

国内疫情恶化、宏观经济低迷、外需回落、原材料价格波动等。

5. 附录

附表 1: 品牌服饰板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称	
体育服饰	2020.HK	安踏体育	高端女装	603587.SH	地素时尚	
	2331.HK	李宁		603808.SH	歌力思	
	1368.HK	特步国际		002612.SZ	朗姿股份	
	1361.HK	361度		603518.SH	锦泓集团	
休闲服饰	600398.SH	海澜之家		003016.SZ	欣贺股份	
	002563.SZ	森马服饰		603839.SH	安正时尚	
	603877.SH	太平鸟		3306.HK	江南布衣	
	002832.SZ	比音勒芬		3709.HK	赢家时尚	
	002269.SZ	美邦服饰		男装	002154.SZ	报喜鸟
	603196.SH	日播时尚			601566.SH	九牧王
	3998.HK	波司登	002029.SZ		七匹狼	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	600400.SH		红豆股份	
	603365.SH	水星家纺	1234.HK	中国利郎		
	002397.SZ	梦洁股份	童装	603214.SH	爱婴室	
	003041.SZ	真爱美家		002875.SZ	安奈儿	
户外	300005.SZ	探路者		603557.SH	起步股份	
	603908.SH	牧高笛		002762.SZ	金发拉比	
户外运动零售	002780.SZ	三夫户外	鞋	603001.SH	奥康国际	
	6110.HK	滔博		603116.SH	红蜻蜓	
内衣	603511.SH	爱慕股份		603958.SH	哈森股份	
	002763.SZ	汇洁股份		1028.HK	千百度	
	2298.HK	都市丽人		0210.HK	达芙妮国际	
	1388.HK	安莉芳控股		品牌设计	300901.SZ	中胤时尚

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

附表 2: 纺织制造板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	棉纺织	000726.SZ	鲁泰 A
	603558.SH	健盛集团		601339.SH	百隆东方
	605138.SH	盛泰集团		002042.SZ	华孚时尚
	601718.SH	际华集团		002394.SZ	联发股份
	002687.SZ	乔治白		002087.SZ	新野纺织
	600137.SH	浪莎股份		002083.SZ	孚日股份
	600630.SH	龙头股份		000850.SZ	华茂股份
	300840.SZ	酷特智能		2678.HK	天虹纺织
	002486.SZ	嘉麟杰		000779.SZ	甘咨询
	001234.SZ	泰慕士		002193.SZ	如意集团
印染	2313.HK	申洲国际	毛纺	600220.SH	江苏阳光
	0551.HK	裕元集团		601599.SH	浙文影业
	2232.HK	晶苑国际		603889.SH	新澳股份
	600987.SH	航民股份		300918.SZ	南山智尚
	600448.SH	华纺股份	丝麻制品	002404.SZ	嘉欣丝绸
	600370.SH	三房巷		600156.SH	华升股份
	300888.SZ	稳健医疗		600232.SH	金鹰股份
无纺布	300658.SZ	延江股份	化纤及制品	605080.SH	浙江自然
	603238.SH	诺邦股份		603055.SH	台华新材
	000955.SZ	欣龙控股		605003.SH	众望布艺
	300877.SZ	金春股份		300819.SZ	聚杰微纤
	002634.SZ	棒杰股份		300952.SZ	恒辉安防
针织	600493.SH	凤竹纺织		300526.SZ	中潜股份
	002003.SZ	伟星股份		603665.SH	康隆达
辅料	002098.SZ	浔兴股份		2111.HK	超盈国际控股
	600626.SH	申达股份		002674.SZ	兴业科技
贸易	600689.SH	上海三毛		002494.SZ	华斯股份
	300577.SZ	开润股份	300591.SZ	万里马	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

附表 3: 纺织服饰板块重点标的盈利预测及估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润				PE				归母净 利润 YOY (22E)	PEG 22E
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
体育服饰												
2020.HK	安踏体育	1,998.60	77.20	85.26	105.16	126.24	25.89	23.44	19.01	15.83	10.44%	2.25
2331.HK	李宁	1,291.34	40.11	47.21	59.29	73.63	32.20	27.35	21.78	17.54	17.70%	1.54
1368.HK	特步国际	236.15	9.08	11.81	15.37	19.50	26.00	20.00	15.36	12.11	30.02%	0.67
1361.HK	361度	70.10	6.02	6.79	7.52	8.31	11.65	10.32	9.32	8.44	12.85%	0.80

休闲服饰												
600398.SH	海澜之家	221.16	24.91	26.79	29.67	32.80	8.88	8.26	7.45	6.74	7.54%	1.10
002563.SZ	森马服饰	154.37	14.86	14.05	16.51	18.90	10.39	10.99	9.35	8.17	-5.48%	-
002832.SZ	比音勒芬	142.68	6.25	8.03	10.02	12.20	22.85	17.77	14.24	11.69	28.57%	0.62
603877.SH	太平鸟	88.19	6.77	7.80	9.01	10.29	13.02	11.31	9.79	8.57	15.17%	0.75
高端女装												
002612.SZ	朗姿股份	107.51	1.87	1.34	2.11	2.64	57.36	80.23	50.95	40.73	-28.51%	-
603587.SH	地素时尚	72.61	6.89	7.12	8.42	9.86	10.53	10.20	8.62	7.36	3.27%	3.12
603808.SH	歌力思	36.91	3.04	3.16	4.14	4.85	12.15	11.68	8.92	7.61	3.99%	2.92
603839.SH	安正时尚	29.13	0.70	1.21	1.43	1.65	41.77	24.07	20.37	17.65	73.53%	0.33
603518.SH	锦泓集团	26.67	2.24	2.33	3.27	3.86	11.90	11.44	8.15	6.91	4.01%	2.85
家纺												
002293.SZ	罗莱生活	99.43	7.13	7.74	9.04	10.32	13.94	12.85	11.00	9.63	8.52%	1.51
603365.SH	水星家纺	43.47	3.86	4.30	4.97	5.70	11.26	10.11	8.75	7.63	11.44%	0.88
002397.SZ	梦洁股份	24.29	-1.56	0.50	0.60	0.72	-15.58	48.59	40.49	33.74	-132.07%	-
男装												
002154.SZ	报喜鸟	59.83	4.64	5.65	6.91	8.09	12.89	10.59	8.66	7.40	21.67%	0.49
601566.SH	九牧王	47.24	1.95	2.86	3.68	4.35	24.27	16.52	12.84	10.86	46.98%	0.35
002029.SZ	七匹狼	39.90	2.31	2.49	2.74	3.01	17.26	16.02	14.56	13.26	7.69%	2.08
童装												
002762.SZ	金发拉比	28.18	0.14	0.38	0.44	0.51	201.19	74.16	64.05	55.26	171.30%	0.43
户外												
605080.SH	浙江自然	71.04	2.20	2.91	3.67	4.48	32.36	24.41	19.36	15.86	32.57%	0.75
603908.SH	牧高笛	54.62	0.79	1.26	1.74	2.29	69.48	43.43	31.39	23.85	59.96%	0.72
300005.SZ	探路者	66.98	0.54	0.76	1.47	-	122.99	88.14	45.57	-	39.54%	2.23
鞋业												
603001.SH	奥康国际	28.75	0.34	0.98	1.72	-	84.43	29.34	16.72	-	187.79%	0.16
鞋服制造												
300979.SZ	华利集团	888.55	27.68	35.08	43.17	51.34	32.10	25.33	20.58	17.31	26.74%	0.95
603558.SH	健盛集团	46.17	1.67	2.94	3.73	4.09	27.61	15.70	12.38	11.29	75.81%	0.21
2313.HK	申洲国际	1,323.62	33.72	49.56	63.89	76.75	39.26	26.71	20.72	17.25	46.99%	0.57
605138.SH	盛泰集团	72.89	2.91	3.95	5.00	6.10	25.02	18.48	14.59	11.94	35.41%	0.52
棉纺织												
601339.SH	百隆东方	88.50	13.71	13.83	14.38	14.82	6.46	6.40	6.15	5.97	0.89%	7.18
002042.SZ	华孚时尚	62.24	5.70	6.78	7.45	-	10.93	9.18	8.36	-	19.00%	0.48
000726.SZ	鲁泰 A	53.81	3.48	5.62	6.72	7.83	15.48	9.57	8.01	6.87	61.68%	0.16
002394.SZ	联发股份	23.38	1.82	2.44	2.76	3.05	-	9.58	8.47	7.67	34.08%	0.28
2678.HK	天虹纺织	67.81	26.85	20.61	21.90	23.44	2.53	3.29	3.10	2.89	-23.25%	-
印染												
600987.SH	航民股份	55.59	6.67	7.22	7.84	-	8.34	7.70	7.09	-	8.31%	0.93
箱包制造												
300577.SZ	开润股份	37.72	1.80	2.05	2.51	3.08	20.94	18.40	15.03	12.25	13.83%	1.33
毛皮												
002494.SZ	华斯股份	15.23	0.17	0.19	0.22	0.25	87.41	80.16	69.23	60.92	9.05%	8.85

002674.SZ	兴业科技	24.81	1.81	1.97	2.34	2.74	13.68	12.59	10.60	9.05	8.65%	1.46
辅料												
002003.SZ	伟星股份	108.59	4.49	5.51	6.56	6.91	24.20	19.71	16.55	15.71	22.82%	0.86
化纤及制品												
605003.SH	众望布艺	25.11	1.47	1.86	2.36	2.93	17.06	13.50	10.64	8.57	26.37%	0.51

数据来源: Wind, 东吴证券研究所。市值、PE 按 2022/5/13 收盘价, 港股使用 2022/5/13 港币汇率 0.865 计算。上表中盛泰集团、伟星股份、众望布艺、牧高笛 2022-2024 年业绩为 Wind 一致预测, 其余公司为东吴证券研究所预测。

附表 4: 纺织服饰行业近三年平均 (截至数据最新公布年份) 现金分红收益率排名前 20 公司

证券代码	证券简称	股息率	现金分红收益率	PE-TTM
1382.HK	互太纺织	13.93%	9.85%	7.1
1234.HK	中国利郎	14.16%	9.37%	7.6
3818.HK	中国动向	30.48%	8.48%	/
0321.HK	德永佳集团	14.21%	8.20%	6.5
0709.HK	佐丹奴国际	11.88%	8.19%	13.5
002674.SZ	兴业科技	7.14%	7.32%	14.8
0551.HK	裕元集团	12.38%	7.14%	18.9
3306.HK	江南布衣	11.98%	6.96%	5.3
002763.SZ	汇洁股份	8.18%	6.45%	12.3
601566.SH	九牧王	8.72%	5.94%	123.8
002394.SZ	联发股份	7.83%	5.93%	13.0
002563.SZ	森马服饰	6.14%	5.79%	11.4
603839.SH	安正时尚	6.45%	5.48%	236.5
002042.SZ	华孚时尚	6.76%	5.42%	10.5
1836.HK	九兴控股	9.37%	5.19%	9.7
600398.SH	海澜之家	5.99%	4.92%	9.3
603001.SH	奥康国际	6.10%	4.89%	/
002293.SZ	罗莱生活	4.15%	4.58%	14.6
603587.SH	地素时尚	8.37%	4.54%	11.3
2232.HK	晶苑国际	4.30%	4.45%	6.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 按 2022/5/13 收盘价计算。

附表 5: 静态测算人民币贬值不同情形下, 出口型纺织制造企业业绩增速弹性

公司名称	21 年营收 (亿元)	21 年归母 净利 (亿元)	21 年海外 营收占比	三种汇率情形下 22 年归母净利同比			18-21 年 营收 CAGR	18-21 年 净利润 CAGR	PE-TTM
				6.9	7.0	7.1			
上海三毛	3.37	0.12	71%	26.00%	33.67%	41.34%	-14%	3%	222
裕元集团	48.69	1.15	46%	25.04%	32.43%	39.82%	-4%	-28%	20
浙文影业	13.45	0.85	41%	9.55%	12.37%	15.19%	-20%	15%	37
九兴控股	7.02	0.90	84%	8.42%	10.91%	13.40%	-1%	11%	10
孚日股份	24.51	2.73	62%	8.33%	10.78%	13.24%	0%	-12%	15
健盛集团	9.11	1.67	86%	7.85%	10.16%	12.48%	9%	-7%	23
嘉欣丝绸	16.28	1.31	47%	7.56%	9.79%	12.02%	5%	-3%	19

联发股份	22.36	1.82	35%	6.85%	8.87%	10.89%	-2%	-22%	13
牧高笛	5.38	0.79	75%	6.55%	8.49%	10.42%	19%	24%	58
凤竹纺织	5.97	0.73	56%	6.26%	8.10%	9.95%	9%	34%	20
恒辉安防	4.56	0.93	89%	5.97%	7.74%	9.50%	23%	9%	32
聚杰微纤	2.30	0.31	60%	5.73%	7.41%	9.10%	1%	-23%	70
鲁泰 A	22.20	3.48	46%	5.23%	6.78%	8.32%	-9%	-25%	15
超盈国际控股	20.82	4.02	78%	5.21%	6.75%	8.28%	14%	12%	5
晶苑国际	10.64	1.63	57%	4.73%	6.13%	7.53%	-2%	3%	7
中胤时尚	2.84	0.71	92%	4.73%	6.13%	7.52%	-2%	-6%	36
开润股份	9.90	1.80	54%	4.13%	5.35%	6.56%	4%	1%	21
棒杰股份	2.46	0.56	72%	4.10%	5.31%	6.52%	13%	45%	39
浙江自然	8.42	2.20	78%	3.82%	4.95%	6.08%	18%	39%	29
华利集团	81.95	27.68	99%	3.76%	4.87%	5.98%	12%	22%	31
浔兴股份	9.73	1.26	37%	3.67%	4.76%	5.84%	0%	30%	17
真爱美家	3.49	1.08	87%	3.60%	4.67%	5.73%	-3%	20%	18
申洲国际	113.84	33.72	68%	2.95%	3.82%	4.69%	4%	-9%	37
新澳股份	17.60	2.98	33%	2.47%	3.19%	3.92%	10%	14%	10
中银绒业	1.82	0.41	41%	2.35%	3.04%	3.73%	-40%	26%	312
泰慕士	4.22	0.98	35%	1.93%	2.50%	3.07%	5%	0%	32
众望布艺	2.77	1.47	80%	1.92%	2.48%	3.05%	11%	18%	18
盛泰集团	22.79	2.91	46%	1.90%	2.47%	3.03%	-1%	7%	24
百隆东方	39.20	13.71	58%	1.60%	2.07%	2.55%	9%	46%	6

计算说明：(1) 以 21 年年报数据为基准、静态测算全年贬值情况下的业绩弹性情况；

(2) 测算收入兑换使用的全年平均汇率，外币资产兑换使用期末汇率；

(3) 业绩弹性测算考虑汇率变动带来的出口收入的增加和美元净资产汇兑损益的变动，从而影响利润，暂未考虑公司进口原材料或设备等成本、采取套期保值策略应对汇率风险、海外产能缓解部分汇率冲击等方面的影响，并假设企业所得税率为 25%：收入汇兑损益=(出口收入*假设的 2022 年全年平均汇率涨幅+汇兑损益)*(1-25%)/净利润；美元资产的汇兑损益=2021 年末美元净资产*假设的 2022 年末即期汇率涨幅，其中美元净资产为企业所有美元资产和美元负债之差。

(4) 汇率说明：6.9、7.0、7.1 分别代表三种 2022 年末汇率假设情形，全年平均汇率=2022/1/1-2022/5/13 平均汇率*85/243+(2022/5/13 当天汇率+期末汇率)/2*(243-85)/243 (公式中的 243 是指一年中有 243 天交易日)，通过该方法分别计算出三种情形下 2022 年全年平均汇率分别为 6.56、6.59、6.63。

数据来源：Wind，东吴证券研究所，PE-TTM 为 2022/5/13 收盘价计算。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

