

## 强于大市

# 纺织服装行业 2022 年中期 投资策略

底部已至，复苏开启，赛道龙头重点配置

2022H1 受疫情影响，各子行业业绩略有波动，龙头优势明显。长期向好趋势不变。体育服饰高性能产品叠加消费升级，延续高景气。海外疫情好转，纺织制造龙头产能得到修复。服装龙头自身深化改革，中长期发展向好。家纺低频非必选消费属性显著，受疫情冲击相对较小。持续看好体育服饰、上游纺织制造、家纺行业增长势头及疫情后周期国产时尚服饰龙头的复苏。

- 2022 年初以来板块表现优于大盘，零售波动，各子行业 2022Q1 营收略微下滑。纺织服饰板块指数 2022 年初至今下跌 8.76%，跑赢沪深 300。服装零售 2022Q1 同比下降 0.9%，出口端稳步同比增长 7.14%。2022Q1 女装业绩波动，歌力思营收出色，同增 17.20%；男装细分领域表现亮眼，比音勒芬收入高增 30.16%；大众休闲行业降本增效，营收稳健；家纺全渠道发展，龙头企业富安娜收入同增 13.82%，表现较好；体育服饰维持高景气，发展强势；纺织制造营收增长，凸显产能优势。
- 科技赋能体育服饰，产品矩阵持续优化，消费升级促使行业规模提升。国牌持续优化产品矩阵，加强科技竞争力，深受市场认可。行业规模上，近五年国内体育服饰销售额 CAGR 为 14.32%。据 Euromonitor 预测，未来三年我国运动服饰行业将维持 13.5% 的高增速，叠加健康品质消费理念的深入和人均体育消费额广阔的优化空间，行业潜力将得到释放。
- 棉价上升人民币贬值，海外产能好转，利好纺织龙头。据 USDA，全球 2021/2022E 棉产量 2604 万吨，产需缺口仍有 1%，棉花需求创新高，棉价上扬支撑外需好转。越南疫情得到控制，海外生产逐渐步入正轨，在人民币贬值的背景下，海外出口占比较高的纺织龙头企业将进一步受益。
- 各地疫情逐渐好转，线下零售有望较好恢复，叠加 618 刺激线上消费，板块及龙头公司估值有望改善。各地疫情改善，商超逐渐恢复营业，线下零售有望较好恢复。纺服龙头积极参与 618 大促，线上销售预计表现较好。目前纺织服装整体处于低估值区，随着疫情后周期下游需求释放，估值有望修复。国产龙头企业发力设计，打造国际化形象，持续优化渠道和供应链管理，改革效果显著，中长期发展向好。
- 家纺受疫情冲击相对较小，地产政策频出，板块估值有望修复。家纺低频非必选消费属性支撑销售额平稳增长，2022Q1 水星家纺和富安娜营收同增 12.32% 和 6.84%，表现较好。当前地产政策有助于刺激刚需住房需求，利好家纺相关消费，家纺行业估值有望得到修复。龙头企业持续深化线上布局，优化产品、渠道和供应链端，行业集中度有望进一步增强。
- 当前形势下，建议关注疫情后周期快速恢复的品牌纺服龙头和上游竞争能力不断增强的制造企业。大众休闲服饰重点推荐海澜之家、森马服饰。中高端服饰重点推荐报喜鸟、比音勒芬、歌力思、波司登、地素时尚。体育服饰方面，重点推荐港股安踏体育、李宁、特步国际。家纺行业，重点推荐罗莱生活、水星家纺、富安娜。上游纺织制造方面，重点推荐华利集团、申洲国际、新澳股份。
- 风险因素：消费复苏不及预期、市场竞争加剧，新零售不及预期。

### 相关研究报告

《纺织服装行业点评：4 月线下服装零售波动，线上运动家纺表现较好》 20220522

《纺织服装行业点评：全年稳健恢复，22Q1 疫情反复凸显龙头优势》 20220509

《纺织服装行业点评：疫情不可避免，消费政策利好，体育延续高增》 20220418

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 纺织服装

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300521030002

证券分析师：丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300521090001

联系人：郑紫舟

(8610)66229231

zizhou.zheng@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121070001

## 目录

一、今年以来板块估值有所调整，基金持仓增加 .....	5
1.1 板块复盘：Q1 估值有所调整，整体跑赢大盘 .....	5
1.2 行业基本面：零售端受疫情影响有所波动，出口端稳步增长 .....	5
二、重点公司、子行业年报&一季报总结 .....	8
2.1 女装：线下提质增效、线上持续投入，稳健增长推进 .....	8
2.2 男装：整体稳健复苏，男装企业成长性高 .....	10
2.3 大众休闲：营收平稳向好，降本增效逐步显现 .....	12
2.4 家纺：全渠道高质量发展，收入快速增长 .....	14
2.5 体育服饰：疫情后周期体育行业维持高景气，龙头增长迅速 .....	16
2.6 纺织制造：疫情不改龙头产能优势，营收有望持续高增 .....	18
三、下半年投资策略 .....	20
3.1 体育服饰处于高景气周期，增长势头较好 .....	20
3.2 棉价上升人民币贬值，海外产能好转，利好纺织龙头 .....	23
3.3 看好疫情后周期国产龙头的复苏 .....	25
3.4 家纺规模稳步扩张，疫情不改行业高景气势头 .....	31
四、投资建议 .....	35
五、风险提示 .....	36

## 图表目录

图表 1.今年以来纺服服装板块估值有所调整.....	5
图表 2.年初以来服装零售受疫情影响，同比增速有所波动.....	6
图表 3.服装出口依旧保持良好增长.....	7
图表 4.女装公司营收 2021 全年增势稳健，2022Q1 略微波动（单位：亿元）.....	8
图表 5.中高端女装公司盈利能力增强，毛利率水平有望继续提升.....	8
图表 6.女装公司 2021 年全年费用率表现稳健.....	9
图表 7.女装公司 2021 年净利率水平小幅波动.....	9
图表 8.2021 年女装公司存货周转良好（单位：天）.....	10
图表 9.2021 年主要男装公司增长快（单位：亿元）.....	10
图表 10.2021 年主要男装公司归母净利润增长较好（单位：亿元）.....	10
图表 11.2021 年主要男装公司毛利率均有改善.....	11
图表 12.2021 年主要男装公司控费效果较好.....	11
图表 13.2021 年主要男装公司净利率水平有所改善.....	11
图表 14.2022Q1 存货周转水平分化（单位：天）.....	12
图表 15.大众休闲品牌 2021 全年营收稳健（单位：亿元）.....	12
图表 16.大众休闲服饰盈利能力长期趋势向好.....	12
图表 17.2021 年整体费用率波动，管理费用管控效用提升.....	13
图表 18.2021 年大众休闲服饰公司净利率改善明显.....	13
图表 19.大众休闲服饰公司存货周转天数有所上升（单位：天）.....	13
图表 20.家纺行业整体保持正向增长（单位：亿元）.....	14
图表 21.家纺行业归母净利润稳健增长（单位：亿元）.....	14
图表 22.2021 年主要家纺公司毛利率均有改善.....	14
图表 23.2021 年主要家纺公司费用率有所提升.....	15
图表 24.2021 年主要家纺公司净利率总体改善.....	15
图表 25.2022Q1 家纺龙头存货周转有所放缓（单位：天）.....	15
图表 26.疫情后周期居民健康理念增强，运动鞋服龙头高速发展（单位：亿元）.....	16
图表 27.2022Q1 体育龙头优势延续.....	16
图表 28.国际运动品牌在大中华区业绩有所波动（单位：亿元）.....	17
图表 29.存货周转天数保持健康水平（单位：天）.....	17
图表 30.体育服饰公司毛利率有所改善.....	17
图表 31.体育服饰公司费用管控呈现差异化（管理费用+销售费用）.....	17
图表 32.纺织制造公司同比营收增速亮眼（单位：亿元）.....	18
图表 33.纺织制造公司毛利率有明显改善趋势.....	18

图表 34.纺织制造公司费用率均呈现下降趋势 .....	19
图表 35.纺织制造公司净利率小幅上升 .....	19
图表 36.中国运动服饰零售额增速远高于美国日本（单位：亿美元） .....	20
图表 37.中国人均运动服饰消费未来有较大增长空间（单位：美元） .....	20
图表 38.龙头国产品牌持续进行科技研发投入 .....	21
图表 39.以李宁为例，国牌多次登上国际时装周，提高国际影响力 .....	22
图表 40.全球棉花产量仍未完全恢复（单位：万吨） .....	23
图表 41.中国棉花长期存在供需缺口（单位：万吨） .....	23
图表 42.中国棉花价格已进入上升通道（单位：元/吨） .....	24
图表 43.我国纺织企业越南产能逐步恢复 .....	24
图表 44.人民币汇率出现贬值走势 .....	25
图表 45.纺织纱线、织物及制品出口金额 4 月同比增长 .....	25
图表 46.服装及衣着附件出口金额 4 月同比增长 .....	25
图表 47.淘宝天猫和京东营销策略多样，B 端 C 端均有布局 .....	26
图表 48.各大纺服龙头企业 618 活动参与度高，品牌优惠策略完善，优惠力度大 .....	27
续图表 48.各大纺服龙头企业 618 活动参与度高，品牌优惠策略完善，优惠力度大 .....	28
图表 49.行业 PE 处于低估值区 .....	29
图表 50.安踏、李宁、歌力思、比音勒芬与国际知名设计团队合作情况 .....	29
图表 51.国内龙头品牌积极优化改造门店形象，吸引客群 .....	30
图表 52.国内龙头品牌积极布局电商新零售 .....	30
图表 53.国内龙头品牌积极布局电商新零售 .....	31
图表 54.中国家纺行业规模稳步提升（单位：亿元） .....	31
图表 55.国内三大家纺龙头企业市占率逐年平稳提升 .....	32
图表 56.家纺龙头分季度收入增速稳健，2022Q1 表现较好（单位：亿元） .....	32
图表 57.2021 年楼市收紧政策整理 .....	32
图表 58.近期地产相关利好政策整理 .....	33
图表 59.龙头家纺企业针对居家新需求进行新产品开发 .....	33
图表 60.罗莱生活、水星家纺、富安娜的线上策略情况 .....	34
图表 61.龙头企业供应链管理持续优化 .....	34
图表 62.公司估值表 .....	35

## 一、今年以来板块估值有所调整，基金持仓增加

### 1.1 板块复盘：Q1 估值有所调整，整体跑赢大盘

年初以来纺织服装板块估值调整，但整体上跑赢大盘。2022 年以来，国内疫情反复，终端零售受到一定冲击，纺织服装板块估值有所调整。2022 年初至今，纺织服饰板块指数相比 2021 年初上涨 6.45%，跑赢沪深 300（涨幅 1.39%）；相比 2022 年初下跌 8.76%，跑赢沪深 300（跌幅 10.41%）。按细分板块，纺织制造板块指数相比 2021/2022 年初涨跌幅为 15.69%/-6.13%，服装家纺板块指数相比相比 2021/2022 年初涨跌幅为 1.39%/-10.41%。

图表 1. 今年以来纺织服装板块估值有所调整

	2021 年初至今涨跌幅%	2022 年初至今涨跌幅%
纺织服饰	6.45	(8.76)
纺织制造	15.68	(6.13)
服装家纺	2.13	(9.99)
沪深 300	1.39	(10.41)

资料来源：万得，中银证券

### 1.2 行业基本面：零售端受疫情影响有所波动，出口端稳步增长

受疫情反复影响，2022 年初至今服装零售同比有所波动。2022 年 Q1 服装零售同比下降 0.9%，4 月同比下降 22.8%。受疫情反复影响服装零售同比增速有所波动，预计随着 6 月疫情管控逐渐取得成效，线下零售有望恢复。

图表 2.年初以来服装零售受疫情影响，同比增速有所波动

时间	社零当月同比%	社零累计同比%	服装零售当月同比%	服装零售累计同比%
2019.1-2	8.2	8.2	1.8	1.8
2019.3	8.7	8.3	6.6	3.3
2019.4	7.2	8.0	(1.1)	2.2
2019.5	8.6	8.1	4.1	2.6
2019.6	9.8	8.4	5.2	3.0
2019.7	7.6	8.3	2.9	3.0
2019.8	7.5	8.2	5.2	3.2
2019.9	7.8	8.2	3.6	3.3
2019.10	7.2	8.1	(0.8)	2.8
2019.11	8.0	8.0	4.6	3.0
2019.12	8.0	8.0	1.9	2.9
2020.1-2	(20.5)	(20.5)	(30.9)	(30.9)
2020.3	(15.8)	(19.0)	(34.8)	(32.2)
2020.4	(7.5)	(16.2)	(18.5)	(29.0)
2020.5	(2.8)	(13.5)	(0.6)	(23.5)
2020.6	(1.8)	(11.4)	(0.1)	(19.6)
2020.7	(1.1)	(9.9)	(2.5)	(17.5)
2020.8	0.5	(8.6)	4.2	(15.0)
2020.9	3.3	(7.2)	8.3	(12.4)
2020.10	4.3	(5.9)	12.2	(9.7)
2020.11	5.0	(4.8)	4.6	(7.9)
2020.12	4.6	(3.9)	3.8	(6.6)
2021.1-2	33.8	33.8	47.6	47.6
2021.3	34.2	33.9	69.1	54.2
2021.4	17.7	29.6	31.2	48.1
2021.5	12.4	25.7	12.3	31.9
2021.6	12.1	23.0	12.8	33.7
2021.7	8.5	20.7	7.5	29.8
2021.8	2.5	18.1	(6.0)	24.8
2021.9	4.4	16.4	(4.8)	20.6
2021.10	4.9	14.9	(3.3)	17.4
2021.11	3.9	13.7	(0.5)	14.9
2021.12	1.7	12.5	(2.3)	12.7
2022.1-2	6.7	6.7	4.8	4.8
2022.3	(3.5)	3.3	(12.7)	(0.9)
2022.4	(11.1)	(0.2)	(22.8)	(6.0)

资料来源：国家统计局，中银证券

**服装出口金额依旧保持稳健增长。**对比内需，服装出口仍维持稳健的高增长，东南亚疫情反复导致海外订单回流的效应仍在持续。2022年Q1服装出口金额同比增长7.1%，4月同比增长1.9%，保持稳健增长。虽然Q2服装出口会受到疫情管控导致的物流延误，但全年看有望企稳。

图表 3.服装出口依旧保持良好增长

时间	服装出口金额 当月同比%	服装出口金额 累计同比%
2020.1	(0.83)	(0.83)
2020.2	(64.90)	(22.79)
2020.3	(24.83)	(23.39)
2020.4	(30.31)	(25.10)
2020.5	(26.93)	(25.53)
2020.6	(10.20)	(22.18)
2020.7	(8.54)	(19.41)
2020.8	3.23	(15.78)
2020.9	3.19	(13.30)
2020.10	3.70	(11.58)
2020.11	3.60	(10.25)
2020.12	(0.27)	(9.33)
2021.1	0.03	(3.41)
2021.2	320.90	50.01
2021.3	42.18	47.75
2021.4	65.03	51.73
2021.5	36.96	48.28
2021.6	17.66	40.56
2021.7	8.21	33.10
2021.8	8.59	28.29
2021.9	9.83	25.41
2021.10	24.69	25.33
2021.11	22.82	25.07
2021.12	14.50	24.00
2022.1	16.73	20.88
2022.2	(8.16)	5.85
2022.3	10.50	7.14
<b>2022.4</b>	<b>1.89</b>	<b>5.83</b>

资料来源：海关总署，中银证券

## 二、重点公司、子行业年报&一季报总结

### 2.1 女装：线下提质增效、线上持续投入，稳健增长推进

2021 年全年中高端女装收入增长较好，2022Q1 波动。2021 年主要女装公司终端门店提质增效，同时积极拓展电商渠道，取得较好成效。2021 年全年欣贺股份实现收入 21.02 亿元，同比增速达 14.66%。歌力思多品牌矩阵规模明显，2021 年全年营收同比增长 20.42%，在疫情波及下 2022Q1 增速仍高达 17.20%。锦泓集团业绩提升显著，优质渠道建设助力 2021 年全年收入增长 29.48%至 43.24 亿元。2022Q1，中高端女装公司在疫情背景下，业绩有小幅下滑，疫情得到控制后有望维持稳健增长。

图表 4.女装公司营收 2021 全年增势稳健，2022Q1 略微波动（单位：亿元）

		2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1
安正时尚	营业收入	30.78	6.71	8.68	5.76
	yoy	(14.37%)	(24.28%)	(40.20%)	(29.85%)
歌力思	营业收入	23.63	5.73	6.90	6.28
	yoy	20.42%	7.75%	12.05%	17.20%
地素时尚	营业收入	28.98	6.71	8.74	5.97
	yoy	13.00%	3.65%	(6.10%)	(9.09%)
锦泓集团	营业收入	43.24	8.56	15.06	10.80
	yoy	29.48%	29.37%	(2.76%)	0.73%
欣贺股份	营业收入	21.02	4.60	5.95	5.04
	yoy	14.66%	1.58%	(1.95%)	(7.44%)

资料来源：万得，中银证券

2021 年女装公司毛利率有所提升，盈利能力增强。中高端女装毛利率把控稳健主要系各公司线下渠道结构调整，经营质量方面持续提升，线上拓展直播等新兴电商渠道，加大产品销售，折扣率波动较小。锦泓集团、安正时尚和歌力思 2021 年全年毛利率同比分别上涨 1.94pct、3.84pct、0.79pct，呈现出较好的改善态势。2022Q1 主要公司毛利率同比 2021 年同期略有下降，主要系 3 月疫情对线下门店和物流造成的冲击。中高端女装公司正在逐渐建立更加完善的疫情应对机制，在突发防控发生时，有望减弱疫情对公司渠道及物流方面的影响，短期毛利率波动不改长期稳健运营态势。

图表 5.中高端女装公司盈利能力增强，毛利率水平有望继续提升

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
安正时尚	43.27%	47.11%	49.60%	53.51%	51.81%
歌力思	66.23%	67.02%	66.51%	69.42%	62.25%
地素时尚	76.60%	76.59%	74.76%	78.35%	76.65%
锦泓集团	67.68%	69.62%	63.49%	70.51%	69.14%
欣贺股份	72.03%	71.49%	70.23%	73.77%	69.66%

资料来源：万得，中银证券

2021 中高端女装全年费用率小幅波动，整体表现平稳。欣贺股份总费率 2021 年同比下降 2.82pct，主要系终端控费能力增强，销售费用有所改善。在疫情背景下，女装公司 2021Q1 门店流量受冲击，导致销售费用略微提升。目前各公司积极拓展电商渠道，提高经营效率和盈利能力。预计 2022Q2 中高端女装公司线下主流流量将会逐渐恢复，复合线上影响力扩张，带动销售情况走强，费用情况会持续改善。



图表 6.女装公司 2021 年全年费用率表现稳健

		2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
安正时尚	销售费用率	23.64%	29.42%	22.73%	31.08%	32.61%
	管理费用率	8.23%	10.40%	10.25%	8.95%	12.48%
	研发费用率	1.97%	2.30%	2.87%	2.22%	2.90%
	财务费用率	0.77%	(0.25%)	0.39%	(0.54%)	(0.80%)
	总费用率	34.61%	41.87%	36.24%	41.71%	47.19%
歌力思	销售费用率	37.67%	40.68%	45.33%	36.24%	41.22%
	管理费用率	12.77%	10.48%	13.81%	10.49%	10.15%
	研发费用率	3.00%	2.40%	4.05%	2.36%	1.99%
	财务费用率	(0.17%)	(0.14%)	1.60%	(0.88%)	0.23%
	总费用率	53.27%	53.42%	64.79%	48.21%	53.59%
地素时尚	销售费用率	38.67%	38.02%	36.98%	36.29%	42.13%
	管理费用率	7.76%	7.97%	9.52%	6.80%	10.33%
	研发费用率	2.21%	2.23%	3.23%	2.19%	3.11%
	财务费用率	(2.77%)	(1.05%)	(4.77%)	(1.10%)	(1.34%)
	总费用率	45.87%	47.17%	44.96%	44.18%	54.23%
锦泓集团	销售费用率	49.11%	51.60%	46.65%	46.84%	52.67%
	管理费用率	6.34%	5.60%	8.55%	5.73%	6.07%
	研发费用率	2.00%	1.84%	3.85%	2.07%	2.22%
	财务费用率	7.16%	5.20%	9.77%	5.58%	4.43%
	总费用率	64.61%	64.24%	68.82%	60.22%	65.39%
欣贺股份	销售费用率	45.07%	42.29%	45.09%	38.48%	42.74%
	管理费用率	7.17%	7.66%	6.54%	6.32%	7.27%
	研发费用率	3.22%	3.43%	3.13%	2.82%	3.52%
	财务费用率	(0.46%)	(1.20%)	(0.51%)	(1.05%)	(1.13%)
	总费用率	55.00%	52.18%	54.25%	46.57%	52.40%

资料来源：万得，中银证券

女装公司 2021 年全年净利润水平有所波动，后续盈利能力有望提升。欣贺股份 2021 年净利率上升 3.94pct 至 13.66%，主要得益于公司控费效果效果显著，致使费用率下降。地素时尚在费用投入上升背景下，2021 年全年净利率有所下滑，未来盈利能力有望持续改善。

图表 7.女装公司 2021 年净利率水平小幅波动

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
安正时尚	6.67%	2.40%	17.16%	9.86%	4.18%
歌力思	22.44%	14.08%	59.05%	18.54%	9.09%
地素时尚	24.56%	23.80%	29.95%	29.77%	25.19%
锦泓集团	(19.14%)	5.18%	0.68%	8.83%	3.81%
欣贺股份	9.72%	13.66%	9.64%	17.38%	12.34%

资料来源：万得，中银证券

库存状态总体状态平稳可控，预计步入 2022Q2 存货状况将进一步优化。从 2022Q1 中高端女装公司存货水平来看，同样在疫情波及下，存货周转天数同比 2020Q1 更具韧性。疫情与天气双重冲击致使 2022Q1 库存相比于 2021 年全年有所承压，但随着疫情后续转好，叠加中高端女装公司在多渠道的营销推广拓展下，预计进入 2022Q2 后，存货周转有望呈现改善趋势，下半年恢复平稳状态。

图表 8.2021 年女装公司存货周转良好 (单位: 天)

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
安正时尚	211	243	391	295	278
歌力思	306	-	366	284	251
地素时尚	188	168	267	199	220
锦泓集团	313	250	418	214	265
欣贺股份	502	381	-	393	342

资料来源: 万得, 中银证券

## 2.2 男装: 整体稳健复苏, 男装企业成长性高

2021 男装龙头整体恢复较好, 细分领域高成长性标的收入弹性大。全年来看, 四家主要男装公司除七匹狼外, 营业收入均实现双位数增长。比音勒芬线下快速扩店, 同时积极布局线上新零售业务, 拉动全年收入同比增长 18.09%。报喜鸟多品牌战略成效显著, 报喜鸟、HAZZYS 两大品牌并进, 全年收入同比增长 17.52%。2022Q1 单季度, 比音勒芬和报喜鸟延续高增长, 营业收入分别同比增长 30.16%/16.31%。

图表 9.2021 年主要男装公司增长快 (单位: 亿元)

		2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1
七匹狼	营业收入	35.14	8.42	11.31	8.85
	yoy	5.52%	2.55%	(2.16%)	(5.22%)
九牧王	营业收入	30.50	7.76	8.78	7.66
	yoy	14.15%	21.52%	(3.65%)	(5.62%)
比音勒芬	营业收入	27.20	7.59	7.51	8.10
	yoy	18.09%	11.70%	2.97%	30.16%
报喜鸟	营业收入	44.51	9.98	14.78	11.57
	yoy	17.52%	12.47%	(3.21%)	16.31%

资料来源: 万得, 中银证券

重点公司品牌力提升, 归母净利润增长较好, Q1 盈利韧性较强。2021 全年, 比音勒芬和报喜鸟品牌成长性较高, 公司盈利能力较强, 分别实现归母净利润 6.25 亿元、4.64 亿元, 分别同比增长 25.20%/26.70%。2022Q1, 比音勒芬和报喜鸟盈利能力继续领先, 归母净利润分别同比增长 41.29%/13.72%。

图表 10.2021 年主要男装公司归母净利润增长较好 (单位: 亿元)

		2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1
七匹狼	归母净利润	2.31	0.06	1.43	0.45
	yoy	10.65%	(83.38%)	(4.41%)	(29.90%)
九牧王	归母净利润	1.95	(0.7)	1.42	(0.57)
	yoy	(47.25%)	(199.80%)	52.24%	(158.06%)
比音勒芬	归母净利润	6.25	2.14	1.65	2.13
	yoy	25.20%	14.04%	10.20%	41.29%
报喜鸟	归母净利润	4.64	1.05	0.97	2.06
	yoy	26.70%	(15.64%)	(22.68%)	13.72%

资料来源: 万得, 中银证券

毛利率呈现改善趋势, 盈利能力稳步提升。随着终端销售回暖, 四家主要男装公司定价持续向好, 2021 全年毛利率均有提升。七匹狼全年毛利率同比提升 3.47pct 至 46.17%, 主要系折扣水平改善所致。比音勒芬持续推进产品创新升级, 品牌力强势提升溢价, 拉动毛利率同比提升 2.81pct 至 76.69%。2022Q1 来看, 男裤龙头九牧王品牌建设显效, 毛利率同比提升 1.52 pct 至 61.90%。

图表 11.2021 年主要男装公司毛利率均有改善

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
七匹狼	42.70%	46.17%	33.54%	38.25%	36.68%
九牧王	59.37%	60.06%	57.50%	60.38%	61.90%
比音勒芬	73.88%	76.69%	65.78%	76.56%	75.49%
报喜鸟	63.38%	63.92%	62.33%	67.14%	65.74%

资料来源：万得，中银证券

男装龙头费用率稳定，费用管控效率提升。2021 全年主要男装公司费用率保持稳定。七匹狼削减广告宣传、店铺装修支出，全年销售费用率降低 0.73pct 至 21.48%。报喜鸟全年管理费用率提升 0.55pct 至 9.08%，主要由于公司实施利润增长激励。随着费用管控水平优化，男装公司盈利能力有望进一步提升。

图表 12.2021 年主要男装公司控费效果较好

		2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
七匹狼	销售费用率	22.21%	21.48%	21.20%	18.19%	19.73%
	管理费用率	8.96%	9.47%	8.90%	7.71%	8.58%
	研发费用率	1.74%	2.21%	1.36%	1.86%	1.99%
	财务费用率	(2.27%)	(3.07%)	(1.91%)	(2.69%)	(3.99%)
	总费用率	30.64%	30.09%	29.55%	25.07%	26.31%
九牧王	销售费用率	36.30%	37.37%	30.50%	33.58%	36.86%
	管理费用率	9.51%	9.66%	10.43%	8.43%	8.14%
	研发费用率	1.56%	1.58%	1.40%	1.21%	1.35%
	财务费用率	0.41%	0.74%	(1.15%)	0.78%	0.83%
	总费用率	47.78%	49.35%	41.18%	44.00%	47.18%
比音勒芬	销售费用率	38.44%	38.27%	32.92%	36.83%	34.59%
	管理费用率	8.57%	8.81%	7.44%	8.69%	8.51%
	研发费用率	2.81%	3.07%	2.29%	2.78%	3.12%
	财务费用率	0.42%	0.80%	(0.40%)	0.56%	(0.38%)
	总费用率	50.24%	50.95%	42.25%	48.86%	45.84%
报喜鸟	销售费用率	39.62%	39.64%	36.01%	37.63%	37.94%
	管理费用率	8.53%	9.08%	10.32%	7.71%	6.54%
	研发费用率	1.57%	1.70%	1.64%	1.50%	1.57%
	财务费用率	0.10%	(0.06%)	0.53%	(0.22%)	(0.45%)
	总费用率	49.82%	50.36%	48.50%	46.62%	45.61%

资料来源：万得，中银证券

男装公司经营管理和盈利能力增强，净利率水平稳步提升。2021 全年，七匹狼、比音勒芬、报喜鸟净利率分别提升 0.71 pct/1.30 pct/0.47 pct 至 7.77%/22.96%/10.77%，盈利能力持续提升。2022Q1，比音勒芬和报喜鸟盈利能力继续保持行业领先，单季度实现净利率 26.24%/17.78%。

图表 13.2021 年主要男装公司净利率水平有所改善

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
七匹狼	7.06%	7.77%	-5.43%	8.43%	7.00%
九牧王	13.29%	5.99%	10.72%	12.43%	(7.38%)
比音勒芬	21.66%	22.96%	23.15%	24.18%	26.24%
报喜鸟	10.30%	10.77%	9.73%	18.31%	17.78%

资料来源：万得，中银证券

2022Q1 局部地区疫情影响下，男装公司存货周转表现分化。2022Q1 九牧王存货周转天数提升 65 天至 275 天，受疫情影响较大。比音勒芬由于奥莱渠道稳步扩张，存货消化能力增强，2022Q1 存货周转天数下降 64 天至 298 天，运营效率显著改善。

图表 14.2022Q1 存货周转水平分化 (单位: 天)

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
七匹狼	192	193	198	152	153
九牧王	271	246	298	210	275
比音勒芬	384	360	418	362	298
报喜鸟	257	237	372	261	254

资料来源: 万得, 中银证券

### 2.3 大众休闲: 营收平稳向好, 降本增效逐步显现

**2021 全年大众休闲服饰公司收入平稳增长, 2022Q1 略微放缓。**2021 全年来看, 大众休闲龙头企业海澜之家、森马服饰和太平鸟分别实现营收 201.88 亿元、154.20 亿元和 109.21 亿元, 同比增速为 12.41%、1.41% 和 16.34%, 实现正向平稳增长。其中太平鸟依托全渠道持续优化, 增长趋势明显。在 3 月疫情波及下, 2022Q1 大众休闲品牌公司营收有所波动, 随着疫情好转及品牌电商渠道投入加大, 预期将减轻门店压力, 未来趋势向好。

图表 15.大众休闲品牌 2021 全年营收稳健 (单位: 亿元)

		2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1
海澜之家	营业收入	201.88	40.22	60.32	52.12
	yoy	12.41%	9.39%	(2.40%)	(5.15%)
森马服饰	营业收入	154.20	35.04	53.99	33.09
	yoy	1.41%	(5.69%)	(6.19%)	(0.03%)
太平鸟	营业收入	109.21	23.94	35.12	24.64
	yoy	16.34%	3.92%	(9.16%)	(7.74%)

资料来源: 万得, 中银证券

**大众休闲品牌整体毛利率上升, 盈利能力逐年加强。**2021 年海澜之家、森马服饰和太平鸟全年毛利率达到 40.64%、42.58% 和 52.93%, 同比增长 3.22pct、2.24pct 和 0.44pct, 疫情后恢复情况良好, 渠道管理与终端折扣价格把控到位, 盈利能力逐年提升。2022Q1 海澜之家、森马服饰和太平鸟毛利率达到 45.26%、42.65% 和 54.19%, 同比保持平稳状态。未来通过优化库存周转效率和多元化销售渠道, 将减弱疫情对终端零售折扣及品牌盈利能力的影响。

图表 16.大众休闲服饰盈利能力长期趋势向好

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
海澜之家	37.42%	40.64%	34.48%	42.91%	45.26%
森马服饰	40.34%	42.58%	41.11%	43.97%	42.65%
太平鸟	52.49%	52.93%	51.89%	55.88%	54.19%

资料来源: 万得, 中银证券

**2021 年整体费用率波动, 管理费用管控效用提升。**2021 年海澜之家、森马服饰和太平鸟的总费用率分别为 22.30%、29.40% 和 46.05%, 较去年同期相比有所波动。其中, 海澜之家、森马服饰的管理费用分别为 5.54%、6.08%, 同比分别下降了 1.89pct、1.26pct, 改善程度较好。销售费用方面, 森马服饰在销售费用率端有小幅优化, 较去年同期下降 0.10pct 至 21.93%。在疫情背景下, 大众休闲品牌整体控费能力平稳, 费用端有望持续优化。

图表 17.2021 年整体费用率波动，管理费用管控效用提升

		2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
海澜之家	销售费用率	13.38%	16.11%	13.56%	13.27%	17.35%
	管理费用率	7.43%	5.54%	5.60%	6.17%	6.78%
	研发费用率	0.46%	0.62%	0.25%	0.23%	0.68%
	财务费用率	0.15%	0.03%	0.15%	0.32%	(0.62%)
	总费用率	21.43%	22.30%	19.56%	19.99%	24.18%
森马服饰	销售费用率	22.03%	21.93%	27.27%	19.40%	24.10%
	管理费用率	7.34%	6.08%	7.22%	5.30%	5.85%
	研发费用率	1.92%	2.06%	1.85%	1.36%	1.41%
	财务费用率	(0.50%)	(0.67%)	(0.76%)	(0.97%)	(0.29%)
	总费用率	30.78%	29.40%	35.58%	25.10%	31.08%
太平鸟	销售费用率	34.86%	36.16%	42.54%	37.04%	37.54%
	管理费用率	7.37%	7.88%	8.25%	6.97%	7.81%
	研发费用率	1.24%	1.39%	1.11%	1.20%	1.11%
	财务费用率	0.20%	0.62%	0.28%	0.76%	0.76%
	总费用率	43.67%	46.05%	52.19%	45.97%	47.21%

资料来源：万得，中银证券

净利率改善明显，大众休闲服饰公司加速渠道优化，扩容盈利空间。2021 年海澜之家和森马服饰净利率分别达到 11.89%、9.63%，同比上升 2.33pct、4.40pct，主要得益于大众休闲品牌的多线品牌分化与多通道的渠道运营；太平鸟净利率为 6.20%，同比下降 1.33pct，主要系其聚焦打造时尚品牌核心的策略，大力投入销售费用，布局长期盈利空间，加大未来周期性资金回报。2022Q1 海澜之家、森马服饰和太平鸟的净利率分别达到 13.57%、6.06%和 7.72%，疫情承压下表现良好。

图表 18.2021 年大众休闲服饰公司净利率改善明显

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
海澜之家	9.56%	11.89%	7.45%	14.96%	13.57%
森马服饰	5.22%	9.63%	0.56%	10.62%	6.06%
太平鸟	7.53%	6.20%	0.53%	7.61%	7.72%

资料来源：万得，中银证券

存货周转天数短期承压整体可控，未来有望持续向好。2022Q1 海澜之家、森马服饰和太平鸟的存货周转天数分别为 263 天、191 天和 192 天，较去年同期分别增加了 52、72 和 23 天，主要是受 2022 年新一轮疫情及天气的影响，波及供应链调配与零售终端布局，库存短期承压。相较同期 2020Q1 情况，存货周转天数仍维持在相对较好水平。休闲服装品类主要系高电商渠道占比，可分担部分零售端销售压力，预期未来存货水平仍在可控范围，随后期疫情好转而逐步恢复。

图表 19.大众休闲服饰公司存货周转天数有所上升（单位：天）

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
海澜之家	264	233	319	211	263
森马服饰	131	133	227	120	191
太平鸟	166	168	237	168	192

资料来源：万得，中银证券

## 2.4 家纺：全渠道高质量发展，收入快速增长

2021 全年家纺公司全渠道发展，收入快速增长；2022Q1 即使在疫情影响下龙头家纺企业依然较为稳健。全年来看，主要家纺公司推动全渠道扩张，线上渠道加速多平台布局，线下渠道单店收益质量不断提升，拉动收入较快增长。罗莱生活、富安娜、水星家纺 2021 年分别实现营业收入 57.60 亿元、31.79 亿元、37.99 亿元，分别同比增长 17.30%、10.62%、25.19%。均实现双位数以上增长。2022Q1 单季度来看，即使在局部地区疫情的影响下，水星家纺和富安娜仍然保持较为稳健的增速，收入分别同比增长 12.32%/6.84%，线上线下经营稳定。

图表 20.家纺行业整体保持正向增长（单位：亿元）

		2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1
罗莱生活	营业收入	57.60	14.72	17.61	12.86
	yoy	17.30%	8.97%	6.52%	(2.49%)
富安娜	营业收入	31.79	6.81	11.90	6.71
	yoy	10.62%	13.77%	1.25%	6.84%
水星家纺	营业收入	37.99	8.37	13.43	8.06
	yoy	25.19%	11.77%	19.99%	12.32%

资料来源：万得，中银证券

家纺行业 2021 年总体业绩增长快速。全年来看，罗莱生活、水星家纺 2021 年业绩表现优异，分别实现归母净利润 7.13 亿元、3.86 亿元，分别同比增长 21.92%/40.55%。2022Q1 单季度来看，在外部市场环境不利的影响下，富安娜和水星家纺的盈利能力依然稳健，归母净利润分别同比增长 13.82%/7.36%，罗莱家纺归母净利润同比下降 12.81%，随着疫情消减有望恢复。

图表 21.家纺行业归母净利润稳健增长（单位：亿元）

		2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1
罗莱生活	归母净利润	7.13	2.09	2.22	1.59
	yoy	21.92%	6.96%	(0.23%)	(12.81%)
富安娜	归母净利润	5.46	1.07	2.29	1.05
	yoy	5.69%	0.08%	(5.44%)	13.82%
水星家纺	归母净利润	3.86	0.86	1.36	0.85
	yoy	40.55%	10.18%	33.93%	7.36%

资料来源：万得，中银证券

毛利率有所改善，盈利能力稳步提升。2021 全年三家主要家纺公司分别通过产品品牌力提升、商品结构改善，均实现毛利率同比提升。其中，罗莱生活通过加强品牌建设、增强品牌优势，优化组织架构，拉动毛利率同比增长 1.81pct 至 45.00%。富安娜和水星家纺毛利率同比增长 1.11pct/2.68pct 至 52.14%/37.95%，主要系商品结构不断优化。

图表 22.2021 年主要家纺公司毛利率均有改善

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
罗莱生活	43.18%	45.00%	43.11%	42.45%	41.85%
富安娜	51.03%	52.14%	53.96%	57.12%	53.12%
水星家纺	35.27%	37.95%	37.47%	37.19%	38.14%

资料来源：万得，中银证券

2021 全年费用率有所提升，总体可控。2021 全年，罗莱生活和水星家纺销售费用率提升较快主要系广告宣传投入、人员薪酬支出增长，销售费用率分别同比提升 0.52pct、1.11pct。富安娜费用控制效果较好，2021 年管理费用率提升主要由股权激励费用增加所致，2022Q1 单季度随着股权激励费用减少，管理费用率同比下降 2.84pct，总费用率同比下降 2.86pct。

图表 23.2021 年主要家纺公司费用率有所提升

		2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
罗莱生活	销售费用率	19.09%	19.61%	24.14%	15.88%	17.87%
	管理费用率	6.51%	6.89%	8.92%	6.87%	7.19%
	研发费用率	2.07%	2.17%	2.09%	3.01%	2.55%
	财务费用率	(1.24%)	(0.68%)	(1.93%)	(0.15%)	(0.21%)
	总费用率	26.43%	28.67%	33.22%	25.61%	27.39%
富安娜	销售费用率	23.68%	23.09%	31.40%	26.45%	25.64%
	管理费用率	4.32%	4.81%	4.92%	7.25%	4.42%
	研发费用率	2.44%	2.39%	1.61%	2.16%	3.39%
	财务费用率	(0.07%)	0.30%	(0.18%)	0.30%	(0.14%)
	总费用率	30.38%	30.59%	37.75%	36.17%	33.31%
水星家纺	销售费用率	18.73%	19.85%	22.57%	20.12%	22.14%
	管理费用率	4.75%	4.00%	6.45%	4.40%	4.57%
	研发费用率	2.11%	1.72%	2.34%	1.62%	1.62%
	财务费用率	(0.40%)	(0.29%)	(0.68%)	(0.44%)	(0.30%)
	总费用率	25.19%	25.28%	30.68%	25.71%	28.04%

资料来源：万得，中银证券

2021 年净利率总体呈改善趋势，盈利能力保持稳定。疫情下主要家纺公司保持稳健的盈利水平，2021 年全年三家主要家纺公司除富安娜外，净利率同比均有提升。罗莱生活和水星家纺全年净利率分别提升 0.47pct/1.11pct 至 12.38%/10.16%，体现了产品结构优化的成效。富安娜 2021 年净利率有所下降，同比下降 0.80 pct 至 17.17%。

图表 24.2021 年主要家纺公司净利率总体改善

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
罗莱生活	11.91%	12.38%	10.26%	13.05%	12.04%
富安娜	17.97%	17.17%	18.07%	17.82%	17.34%
水星家纺	9.05%	10.16%	9.76%	9.54%	10.07%

资料来源：万得，中银证券

2022Q1 受零售环境影响，家纺龙头存货周转有所放缓。2022Q1 单季度，富安娜存货周转天数同比 2020 年同期下降 40 天，公司运营质量不断提升，罗莱生活和水星家纺 2022Q1 存货周转天数分别同比上升 21/9 天，主要系疫情和天气影响。

图表 25.2022Q1 家纺龙头存货周转有所放缓（单位：天）

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
罗莱生活	153	140	220	137	158
富安娜	216	186	322	271	231
水星家纺	144	129	245	160	169

资料来源：万得，中银证券

## 2.5 体育服饰：疫情后周期体育行业维持高景气，龙头增长迅速

疫情后周期居民健康理念增强，运动鞋服龙头线上线下高速发展。得益于线下与线上多渠道发力，2021 全年四家龙头体育公司均实现双位数增长，安踏体育、李宁、特步国际、361 度收入增速分别为 38.91%、56.13%、22.53%、15.72%。线上方面，体育服饰公司积极布局多平台，发展线上直播等新型渠道，电商收入实现高增长。线下方面，体育服饰公司注重提升门店质量，终端销售提升效果明显。2021 全年各体育品牌流水均实现高增长，充分体现了运动服饰景气高及龙头品牌的优质产品力和运营能力。2022Q1 体育龙头优势延续，特步国际主品牌流水录得 30%-35% 增长，其中电商、童装表现亮眼，分别同比增长超 40%、超 50%；安踏主品牌也维持较好增长。

图表 26. 疫情后周期居民健康理念增强，运动鞋服龙头高速发展（单位：亿元）

		2021H1	2021H2	2021
安踏体育	营业收入	228.12	265.16	493.28
	yoy	55.51%	27.22%	38.91%
李宁	营业收入	101.97	123.75	225.72
	yoy	64.97%	49.53%	56.13%
特步国际	营业收入	41.35	58.78	100.13
	yoy	12.39%	30.83%	22.53%
361 度	营业收入	31.07	28.26	59.33
	yoy	15.67%	15.77%	15.72%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 27. 2022Q1 体育龙头优势延续

	2021	2022Q1
安踏体育	安踏主品牌零售额较 2020 年同期相比录得 25-30% 的正增长；FILA 品牌零售额较 2020 年同期相比录得 25-30% 的正增长；所有其他品牌零售额较 2020 年同期相比录得 50-55% 的正增长	安踏主品牌零售额较 2021 年同期相比录得 10-20% 的高段正增长；FILA 品牌零售额较 2020 年同期相比录得中单位数的正增长；所有其他品牌零售额较 2020 年同期相比录得 40-45% 的正增长
李宁	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 50%-60% 高段增长	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 20%-30% 低段增长
特步国际	特步主品牌零售销售(包括线上线下渠道) Q1-Q4 分别取得约 55%、30-35%、中双位数、20-25% 的同比增长	特步主品牌零售销售(包括线上线下渠道) 较 2021 年同期增长 30%-35%
361 度	361° 主品牌零售额 Q1-Q4 分别取得高双位数、15-20%、双位数、高双位数的同比增长	361° 主品牌零售额取得高双位数同比增长，童装品牌录得 20%-25 的同比增长，电商渠道录得 50% 的同比增长

资料来源：公司公告，中银证券

国内运动龙头经过多年积累，疫情后周期增长势头较好，与国际品牌的竞争中优势进一步凸现。在上半年“新疆棉”事件和下半年供应链紧缺的背景下，国际运动品牌在大中华区市场业绩有所波动。耐克第三财季（2021 年 12 月~2022 年 2 月）大中华区营收 137.59 亿元，同比下降 5.22%；阿迪达斯 2021 财年在中国市场营收实现 318.02 亿元，同比上涨 6%。而在国潮兴起等背景下，国内运动龙头找准定位，多品牌战略发展，势头较好。此外，国内运动品牌积极融合科技元素，增加研发投入，打造产品优势，相较于国际品牌，性价比更强，竞争优势凸显。未来，国牌店效、产品单价仍存空间。随着渠道端深化改革，产品端不断创新，预计国产运动品牌有望维持高增长。



图表 28. 国际运动品牌在大中华区业绩有所波动 (单位: 亿元)

		FY 2021 Q1	FY 2021 Q2	FY 2021 Q3	FY 2021 Q4	FY 2022 Q1	FY 2022 Q2	FY 2022 Q3
耐克	营业收入	113.39	146.38	145.17	123.13	126.25	117.47	137.59
	yoy	6.02%	24.42%	51.33%	17.36%	11.35%	(19.76%)	(5.22%)
阿迪达斯	营业收入	96.99	69.39	79.90	71.74			
	yoy	150.81%	(16.35%)	(10.95%)	(19.43%)			

资料来源: 公司公告, 中银证券

注: 耐克财年为上一年度的6月1日至下一年度的5月31日; 阿迪达斯财年为1月1日-12月31日

**存货周转无重大波动, 预计未来持续改善。**李宁存货控制较好, 周转天数有所下降, 主要系渠道库存周转持续改善, 库龄结构大幅优化。得益于销售渠道的效能提升, 经营效率的改善, 361度周转天数由109天降至86天。特步国际周转率保持稳定, 周转天数浮动不大。安踏体育存货周转天数增加主要由于安踏DTC转型、FILA和其他品牌零售业务规模扩张所致。

图表 29. 存货周转天数保持健康水平 (单位: 天)

	2018	2019	2020	2021
安踏体育	80	86	120	125
李宁	77	67	67	54
特步国际	79	73	73	76
361度	109	119	109	86

资料来源: 公司公告, 中银证券

**盈利能力提升, 毛利有所改善。**2021全年四家龙头体育公司毛利均有所提升。安踏体育、李宁、特步国际、361度毛利分别同比上涨3.49pct, 3.95pct, 2.59pct, 3.79pct, 主要系体育服饰公司注重产品结构优化, 积极推出有竞争力的新产品, 以及渠道折扣改善所致。未来随着新品流水占比提升, 毛利有望持续向好。

图表 30. 体育服饰公司毛利率有所改善

	2018	2019	2020	2021
安踏体育	52.64%	55.00%	58.15%	61.64%
李宁	48.07%	49.07%	49.07%	53.02%
特步国际	44.31%	43.39%	39.14%	41.73%
361度	40.67%	40.31%	37.88%	41.67%

资料来源: 公司公告, 中银证券

**费用管控呈现差异化, 李宁费用优化明显。**从2021全年来看, 特步国际和361度费用率基本维持2020年水平, 波动不大, 李宁延续费用率优化趋势, 加大费用管控效率, 费用率同比改善4.14pct, 安踏体育由于加大各品牌增加培育力度, 和DTC人员工资增加, 公司2021年费用率相较2020年提升5.63pct。

图表 31. 体育服饰公司费用管控呈现差异化 (管理费用+销售费用)

	2018	2019	2020	2021
安踏体育	32.12%	35.52%	36.20%	41.83%
李宁	41.69%	39.01%	36.12%	31.98%
特步国际	30.94%	31.97%	31.66%	30.62%
361度	29.15%	28.22%	27.08%	28.20%

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 2.6 纺织制造：疫情不改龙头产能优势，营收有望持续高增

产能布局优势显著，疫情致使短期业绩波动，不改龙头长期内生增长。2021Q4、2022Q1 主要上游纺织制造类企业受到国内外疫情的双重影响，产能和物流受到限制。龙头企业加强内部管理，积极争取相关政策，迅速复工复产，2021Q4 面对外部环境压力，营收依然保持增长趋势。鞋履专业制造商华利集团，2021Q4 收入同比增长 33.46%，成衣制造龙头申洲国际 2021H2 在国外产能受损的情况下，2021 年营收仍然保持 3.54% 的正增长。色纺纱龙头华孚时尚 2021 年纱线及网链业务增长恢复明显，同时大力推动数字化工业转型，主营棉袜业务实现突破性进展，2022Q1 面对疫情考验营收同增 79.84%，整体情况良好。

图表 32. 纺织制造公司同比营收增速亮眼（单位：亿元）

		2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1
百隆东方	营业收入	77.74	16.36	22.18	19.75
	yoy	26.73%	5.70%	13.42%	5.39%
华孚时尚	营业收入	167.08	41.60	39.93	41.47
	yoy	17.40	34.07	(28.34)	7.87
新澳股份	营业收入	34.45	9.4	7.40	9.93
	yoy	51.57%	47.11%	33.65%	40.24%
健盛集团	营业收入	20.52	6.1	5.30	5.32
	yoy	29.65	44.5	22.81	28.54
华利集团	营业收入	174.7	44.4	48.35	41.24
	yoy	25.4%	31.46%	33.46%	0.113%
申洲国际	营业收入	238.45	-	-	-
	yoy	3.54	-	-	-

资料来源：万得，中银证券

原材料提价挤压毛利空间，优质客户结构优化，毛利率企稳。2021 全年上游纺织类企业在产能及运输方面受到疫情波及，致使毛利率严重波动。2021 年申洲国际盈利能力承压，毛利率同比下滑 6.9pct 至 24.3%。华利集团越北供应链优势凸显，客户结构持续优化，自动化加速产能扩张，2021 年毛利率 27.23% 同增 2.41pct。华孚时尚 2022Q1 毛利率同比增加 2.71pct，主要系后端网链建设拓展，数智化建设激素，生产效率提升。

图表 33. 纺织制造公司毛利率有明显改善趋势

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
百隆东方	10.97%	26.21%	14.75%	17.89%	26.08%
华孚时尚	1.51%	9.64%	5.94%	7.57%	10.28%
新澳股份	15.11%	19.10%	14.00%	19.48%	17.78%
健盛集团	20.10%	26.76%	24.47%	26.60%	28.05%
华利集团	24.82%	27.23%	23.87%	29.35%	25.65%
申洲国际	31.24%	24.28%	-	-	-

资料来源：万得，中银证券

疫情提升相关成本，总体费控效果显著，随着疫情转好后续将有大幅改善。疫情期间鞋履专业制造商华利集团 2021 年费用率略下降 1.9pct 至 7.2%，主要系公司会计政策调整促使费用下降。新澳股份总体费用率呈现下降趋势，2022Q1 同比下降 2.28pct 至 9.71%，主要系其以产促销策略拓宽客户叠加生产效率提升。2022Q1 华孚时尚和百隆东方费用率基本维持同期平稳态势，棉袜及无缝内衣龙头健盛集团费用率相比 2021Q1 有一定幅度上升，主要系无缝内衣仍在恢复性拓展业务。

图表 34. 纺织制造公司费用率均呈现下降趋势

		2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
百隆东方	销售费用率	0.62%	0.48%	1.63%	0.43%	0.57%
	管理费用率	7.47%	7.47%	7.11%	5.07%	5.13%
	研发费用率	2.26%	2.00%	2.26%	1.29%	1.33%
	财务费用率	2.60%	1.42%	2.96%	1.47%	1.65%
	总费用率	12.94%	11.36%	13.97%	8.26%	8.68%
华孚时尚	销售费用率	0.63%	0.74%	1.39%	1.38%	0.89%
	管理费用率	3.33%	3.33%	4.38%	2.93%	3.04%
	研发费用率	0.79%	0.79%	0.99%	0.75%	0.88%
	财务费用率	2.43%	1.91%	2.66%	1.02%	1.85%
	总费用率	7.19%	6.76%	9.42%	6.08%	6.66%
新澳股份	销售费用率	1.59%	1.85%	1.68%	2.10%	1.56%
	管理费用率	6.92%	6.92%	8.29%	6.56%	5.20%
	研发费用率	3.17%	2.78%	3.56%	2.84%	2.41%
	财务费用率	0.64%	0.63%	0.28%	0.48%	0.54%
	总费用率	12.31%	12.18%	13.81%	11.99%	9.71%
健盛集团	销售费用率	3.15%	2.91%	2.72%	3.43%	3.76%
	管理费用率	12.69%	12.69%	10.14%	10.28%	9.57%
	研发费用率	2.91%	2.87%	3.13%	2.98%	2.77%
	财务费用率	1.62%	0.98%	(0.81%)	0.35%	1.69%
	总费用率	20.37%	19.44%	15.17%	17.05%	17.79%
华利集团	销售费用率	1.41%	0.37%	1.68%	1.47%	0.47%
	管理费用率	5.75%	5.75%	6.37%	5.39%	5.21%
	研发费用率	1.50%	1.34%	1.88%	1.56%	1.48%
	财务费用率	0.44%	(0.26%)	0.65%	0.32%	(0.26%)
	总费用率	9.10%	7.20%	10.59%	8.75%	6.89%
申洲国际	销售费用率	0.64%	0.97%	-	-	-
	管理费用率	7.11%	7.11%	-	-	-
	研发费用率	-	-	-	-	-
	财务费用率	0.47%	0.6%	-	-	-
	总费用率	8.22%	8.68%	-	-	-

资料来源：万得，中银证券

**2021 年纺织制造行业净利率小幅上升，疫情散发减缓恢复速度。**2021 年上游纺织制造类企业净利率企稳恢复，主要系控费效果良好、毛利率改善趋势所致。2021Q1 百隆东方和华利集团同比 2020Q1 净利率提升幅度加大，已经超过 2020 年疫情前的水平。申洲国际净利率同比 2020 年下降 7.92pct 至 14.12%，主要由于疫情影响下公司越北和柬埔寨工厂产能受损，物流成本高升，原材料价格上涨以及汇率波动所致，未来有望逐渐改善。产能布局受疫情影响小，客户结构合理的公司在疫情背景下净利率更有韧性。

图表 35. 纺织制造公司净利率小幅上升

	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
百隆东方	5.97%	17.63%	5.23%	11.89%	17.44%
华孚时尚	(3.30%)	3.67%	(1.48%)	3.65%	3.80%
新澳股份	7.08%	9.09%	13.54%	8.42%	8.41%
健盛集团	(33.37%)	8.14%	14.68%	11.45%	15.51%
华利集团	13.48%	15.84%	11.80%	15.58%	15.72%
申洲国际	22.04%	14.12%	-	-	-

资料来源：万得，中银证券

## 三、下半年投资策略

### 3.1 体育服饰处于高景气周期，增长势头较好

#### 3.1.1 体育服饰发展至今处于高景气周期，未来增长空间仍然较大

体育服饰发展至今处于高景气周期，未来增长空间仍然较大。2015-至今，体育行业发展处于稳定高速增长阶段。从总体来看，2016-2021年间我国体育服饰复合增速为14.32%，对比海外成熟国家，日本和美国五年复合增速则分别为-1.44%/5.89%，中国运动服饰零售额增速远高于日本美国。目前我国体育服饰行业未达天花板，存在较大发展潜力，根据 Euromonitor 预测，未来三年内我国运动服饰行业将继续维持高速增长，增速为13.5%，行业规模进一步扩大。

图表 36. 中国运动服饰零售额增速远高于美国日本（单位：亿美元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国运动服饰零售额	252.54	288.12	335.16	407.11	484.05	472.49	562.56
yoy	12.52%	14.09%	16.33%	21.46%	18.90%	-2.39%	19.06%
日本运动服饰零售额	108.63	112.21	115.19	117.62	121.17	101.40	104.37
yoy	4.62%	3.29%	2.66%	2.11%	3.01%	(16.32%)	2.93%
美国运动服饰零售额	976.73	1,030.06	1,089.91	1,186.35	1,261.10	1,064.52	1,371.13
yoy	7.16%	5.46%	5.81%	8.85%	6.30%	(15.59%)	28.80%

资料来源：Euromonitor，中银证券

未来国民人均收入稳步提高，人均体育服饰消费有望进一步提升可期。2015-2021年中国人均运动服饰消费复合增速13.99%，日本和美国同期复合增速为4.88%/5.93%。2021年中国人均可支配收入约为5315美元，初步进入品质消费阶段，而运动消费水平仍处于低位，未来进一步提升的潜力较高。

图表 37. 中国人均运动服饰消费未来有较大增长空间（单位：美元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国人均运动服饰消费	19.6	20.8	23.7	29.4	32.9	37.9	43
yoy	10.73%	6.12%	13.94%	24.05%	11.90%	15.20%	13.46%
日本人均运动服饰消费	91.6	105.5	105.2	109.2	113.1	118	121.9
yoy	(8.49%)	15.17%	(0.28%)	3.80%	3.57%	4.33%	3.31%
美国人均运动服饰消费	304.5	318.8	335.2	362.6	385.8	407.9	430.2
yoy	6.36%	4.70%	5.14%	8.17%	6.40%	5.73%	5.47%

资料来源：Euromonitor，中银证券

#### 3.1.2 体育服饰品牌向“体育+科技和时尚”方面衍生，引领时尚新风向

国牌持续优化产品矩阵，加强产品科技竞争力，“运动+科技”打开国牌体育新方向。近年来，以年轻群体为代表的国内消费主力人群的消费习惯发生了巨大转变，运动产品差异化、个性化等方面的属性逐渐成为消费者在购买商品时的重要考量因素。国产品牌持续进行研发投入，在时尚设计上与国潮文化结合，推出兼具科技感与时尚性的系列产品，实现产品升级。

图表 38. 龙头国产品牌持续进行科技研发投入

品牌	鞋类代表性科技
安踏体育	吸震科技 安踏 C37 科技 安踏虫洞科技 安踏氢科技 蓄力胶囊（气垫科技） 安踏舒弹科技
李宁	李宁䨻科技 李宁弼科技 李宁云科技 李宁弧科技 LIGHT FOAM 科技
特步国际	动力巢科技 减震旋科技 气能环科技 驭能科技
361 度	NFO 减震技术 QU! KFOAM ∞ (Q 弹超) 科技 QU! KBALANCE 快平衡技术 UNTURN 防侧翻科技

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

“运动+时尚”国潮成为时装新热点，国牌进一步被市场认可。随着国货品牌力的上升，相较于海外品牌，本土品牌将服饰与中国传统文化相结合的设计理念更容易与消费者产生共鸣，预计国产品牌未来将凭借国潮的东风发展向好。

图表 39.以李宁为例，国牌多次登上国际时装周，提高国际影响力

品牌		鞋类代表性科技
2018 年纽约秋冬时装周		<p>李宁首次登陆国际时装周，鲜明的中国元素，富有禅意的“悟道”主题，引发社交媒体大规模刷屏和热搜，「蝴蝶 2018」更成为纽约时装周最热门话题之一。</p>
2018 年巴黎春夏时装周		<p>李宁参加巴黎时装周的上秀产品曝光，共收集传播简报近 4 万条，巴黎时装周结束后，#中国李宁#微博话题阅读量达 1.4 亿；相关微博超 3 万条，其中包括近 200 个粉丝超过百万的微博账号。</p>
2019 年纽约秋冬时装周		<p>2019 年 2 月 12 日，李宁在纽约时装周发布了 2019 秋冬系列，截至 2 月 13 日股市收盘，李宁公司股价增幅 2.16%，总市值约 228.41</p>
2020 年巴黎秋冬时装周		<p>成龙、李宁、篮球传奇德维恩·韦德 (DwyaneWade)、蓬皮杜艺术中心主席 SergeLasvignes、前圣罗兰创意总监斯特凡诺·皮拉蒂 (StefanoPilati) 等嘉宾落座现场为此次秀场带足“流量”。</p>

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

## 3.2 棉价上升人民币贬值，海外产能好转，利好纺织龙头

### 3.2.1 棉花价格具有较强支撑，有助于上游企业业绩提升

多个产棉大国减产，全球产量仍低于疫情前水平。根据美国农业部预测，由于降雨、虫害、疫情等原因，几个国家的产量下调。虽然 2021/2022 年全球总体产量预计上调 16.35 万吨至 2610 万吨，但仍低于疫情前 2019/2020 近 2650 万吨的产量水平。同时，疫情导致劳动力短缺，成本增加，叠加竞争作物价格上涨，使种植转向生长期短、劳动强度低的其他作物，进一步导致产量恢复较慢。

图表 40.全球棉花产量仍未完全恢复（单位：万吨）

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022E
产量	2325	2698	2582	2647	2450	2610
yoy	-	16.04%	(4.30%)	2.52%	(7.44%)	6.53%
消费量	2529	2675	2623	2239	2582	2703
yoy	-	5.77%	(1.94%)	(14.64%)	15.32%	4.69%
产需缺口	(2.04)	0.23	(0.41)	4.08	(1.32)	(0.99)
期末库存	1753	1760	1743	2129	1969	1887
库存消费比	0.69	0.66	0.66	0.95	0.76	0.70

资料来源：USDA，中银证券

棉花需求创新高，供不应求，有望支撑棉价。由于疫情影响，2019/2020 年全球棉花消费量降低 384 万吨至 2239 万吨。但疫情后随着下游服装行业需求复苏，带动棉花需求大幅回升，20/21 年度 USDA 预期全球棉花消费量将突破 2700 万吨的高点。USDA 预期全球棉花供应紧张，有望支撑棉花价格。

图表 41.中国棉花长期存在供需缺口（单位：万吨）

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022E
中国棉花产量	495	600	605	594	643	582
yoy	-	21.21%	0.83%	(1.82%)	8.25%	(9.49%)
中国棉花消费量	839	894	861	719	872	893
yoy	-	6.56%	(3.69%)	(16.49%)	21.28%	2.41%
中国棉花库存	1001	828	778	804	856	761
yoy	-	(17.28%)	(6.04%)	3.34%	6.47%	(11.10%)

资料来源：USDA，中银证券

中国棉花长期供不应求，奠定棉价上涨基础。为了满足国内棉花市场需求，我国每年需要进口约 200 万吨棉花。21/22 年度 USDA 预期全球 2021/2022E 棉花产量 2604 万吨，产需缺口 1%；中国棉花产量同比下降 9.49%、消费量同比上升 2.41%，将进一步加大供需缺口。同时，经过疫情期间的库存消化，目前棉花库存处于历史低位。因此，我国棉花供需结构及低库存共同带动棉价强势。2021 年以来，棉花价格持续上涨，目前处于上升通道。随着疫情缓解后周期消费的复苏，棉花消费有望进一步上升，目前我国棉花存在约 100 万吨的供需缺口，短期看棉价有望持续提升。

图表 42.中国棉花价格已进入上升通道（单位：元/吨）



资料来源：万得，中银证券

### 3.2.2 越南疫情好转，国内纺织龙头产能恢复可期

**越南疫情好转，经济秩序有望恢复。**越南政府通过加快疫苗接种进度，加强防疫宣传等举措加大防控力度，越南各地区疫情已得到有效控制。疫情好转，经济回暖，市场需求旺盛和劳动力资源稳定等因素利好越南各行业实现复苏，越南纺织品服装产业对外经济活动有望快速恢复。

**我国纺织企业越南产能有序恢复，未来收入增速稳定可期。**伴随疫情逐步好转，我国多家纺织服装企业的越南工厂产能快速恢复。华利集团在越南北部的工厂运作正常，各厂区全力保障订单交付。申洲国际已基本恢复产能，加速排单生产，预计下半年产能增幅优于上半年。

图表 43.我国纺织企业越南产能逐步恢复

	疫情下产能恢复情况
华利集团	目前公司在越南北部的工厂运作正常，各厂区全力保障订单交付，目前 2022 年的产能订单也已经排满。当前中洲国际的越南工厂设备使用率已全面恢复，新工厂 6000 人规模的土建已经完成，一半的设备已经安装完毕。
申洲国际	随着疫情得到有效控制，公司预计 2022 年越南面料产能将提升至 400 吨/天，成衣产出同比增长 15%。同时进一步扩大柬埔寨新工厂员工规模，扩大产量。

资料来源：公司公告，中银证券

### 3.2.3 人民币汇率贬值利好纺织龙头

**人民币兑美元汇率大幅下跌，利好纺服制造龙头企业。**自 3 月份以来，人民币汇率从 6.3 左右跌到 6.7 左右，截止 6 月 7 日，1 美元可以兑换 6.6673 元人民币。人民币贬值，有利于支撑出口，2022 年 4 月，我国纺织品服装出口额为 235.91 亿美元，同比增长 1.62%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 122.59 亿美元，同比增长 0.86%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 113.32 亿美元，同比增长 1.89%。在持续贬值预期下，海外出口占比较高的纺织龙头企业将进一步受益。

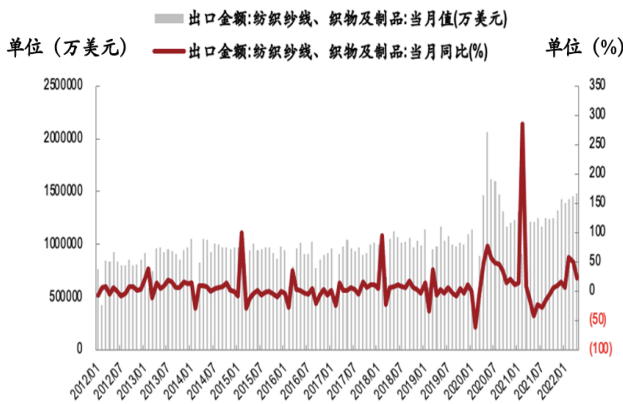


图表 44. 人民币汇率出现贬值走势



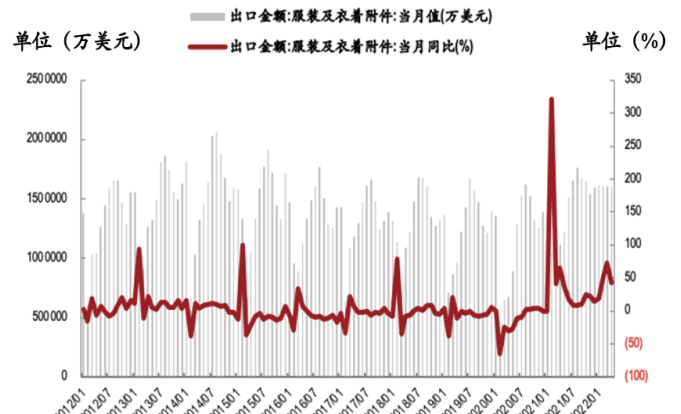
资料来源：万得，中银证券

图表 45. 纺织纱线、织物及制品出口金额 4 月同比增长



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 服装及衣着附件出口金额 4 月同比增长



资料来源：万得，中银证券

### 3.3 看好疫情后周期国产龙头的复苏

#### 3.3.1 行业龙头处在低估值区，疫情后周期业绩恢复有望拉动估值增长

受疫情影响，Q1 业绩略有波动，长期看纺服向好趋势不改。今年 1-2 月多数品牌终端零售保持向上态势，但由于 3 月国内多地疫情爆发，上海、深圳等一线城市线下零售受到冲击，物流停运影响线上销售，零售环境受到影响，Q1 企业业绩略有波动。

目前各地疫情逐渐改善，纺服品牌线下销售有望较好恢复。上海疫情逐渐好转，复工复产有序推进。购物中心、百货商场等网点已做好恢复线下营业的各项准备，6 月 1 日后，全面恢复线下营业。北京疫情已得到有效控制，除封（管）控区内的购物商场外，因疫情暂停营业的购物商场已恢复营业。随着各地疫情好转，商超逐渐恢复营业，纺服品牌线下销售有望恢复，拉动业绩增长。

**618 多平台促销力度加大，纺服龙头布局广泛有望受益。** 天猫、京东满减力度加大，商家帮扶政策增加。1) 淘宝天猫 2022 年 618 于 5 月 26 日开启，跨店满减门槛降低，促销力度加大，优惠方式由“定金立减”改为“价格直降”，为消费者提供更便捷的购物方式；2) 京东平台于 5 月 23 日开启 618，将“京贴”升级为“满减”，优惠力度加大，同时推出 30 项全链路商家服务，助力商家恢复经营。电商平台营销策略多样化，B 端 C 端均有布局。

图表 47. 淘宝天猫和京东营销策略多样，B 端 C 端均有布局

平台	营销策略		具体措施
淘宝天猫	B 端策略	上线直播间专享权益	平台方将提供站外投放补贴，以流量反哺店播商家。
		卖家版运费险	天猫 618 期间全面实行“卖家版运费险”。
	C 端策略	跨店满减升级	天猫跨店满减的力度从“满 200 减 30”升级为“满 300 减 50”，取消最低 9 折的折扣门槛，报名参与活动的商家将提供全店铺商品“跨店满减”。
		行业的特色服务上线	天猫的各大行业特色服务陆续上线，如取旧服务，免费安装服务，“融化包赔”服务等。
		88VIP 尊享大额消费券	88VIP 用户将额外获得多项消费权益，包括 520 元大额消费券、大家电终身延保、天猫超市“0 秒退”及退货免运费等。
	一键价保服务	今年 618 期间，预计共有 1900 万款商品支持一键价保服务，价保时间从付款日持续到 7 月 5 日，最长 35 天。	
京东	B 端策略	个人赛道	2022 年 618 首次新增个人赛马赛道，针对个人长尾推客的活动，赛马奖励+任务奖励双重叠加，双重收入。
		社群导购	2022 年 618 社群导购赛道，奖金池高达上亿。推客贡献度越高，收入越高，还有细分多场景组合，收益多重叠加。
		服务商战队	2022 年京东 618 服务商战队，在 618 期间进行各项 PK 比拼，瓜分百万奖金。
	C 端策略	预售	预售是 2022 年京东 618 重点活动之一，将有定金膨胀商品或预售付定金立减等优惠活动。
		跨店满减	此次京东 618 将“头号京贴”升级为“跨店满减”。跨店满减作为全新的满减总价促销活动，支持与其他促销权益（优惠券、总价促销、红包、京豆等）叠加使用。
		京享红包	每日可抽 3+N 次京享红包，最高可领 19618 元超大额红包。
		红包雨	活动期间，准点开启红包雨。
	惊喜券	惊喜券定时限量加磅。	

资料来源：淘宝天猫，京东，中银证券

在平台政策加码的背景下，重点纺服品牌 618 多平台布局，预售折扣叠加平台补贴，优惠幅度较大，有望拉动销售额增长。1) 在淘宝天猫和京东平台，重点纺服企业普遍参与满减：中高端女装地素时尚推出新品 6 折大促，锦泓集团旗下子品牌 6 折起折扣；男装领域，比音勒芬预售折上折，报喜鸟立减幅度较大；大众休闲龙头森马服饰预售折扣最高达五折；运动服饰安踏体育、李宁均设有预售立减环节；家纺方面，预售加购限时免定金，罗莱生活、水星家纺、富安娜多件购入商品价格减半。预售优惠叠加 8 折左右平台满减，重点纺服品牌售价降幅明显。2) 唯品会折扣在 1 折-7 折之间，整体优惠较高。龙头企业预售折扣复合满减，让利幅度大，线上销量有望增加，有利于缓解 2022H1 销售和存货压力。

图表 48. 各大纺服龙头企业 618 活动参与度高, 品牌优惠策略完善, 优惠力度大

	公司	品牌	品牌策略		
			天猫平台	京东平台	唯品会
男装	森马服饰	森马男装	预售 5 折起+满减 (满 200 减 30, 满 400 减 120)	预售 5 折起+满减 (满 200 减 20, 满 400 减 40)	提前加购, 折扣范围为 1~3 折
	太平鸟	太平鸟男装	预售 9 折起+满减 (满 300 减 20, 满 900 减 60)	预售 7.6 折起	提前加购, 折扣范围为 3~5 折
	慕尚集团	GXG	预售 5 折起+满减 (每满 400 减 100)	预售 5 折起	提前加购, 折扣范围为 1~4 折
	报喜鸟	报喜鸟	预售立减+前 11 秒尾款半价+满减 (无门槛 30, 满 1600 减 100) +2 件 8 折、3 件 7.5 折	预售立减+限 1 分钟尾款半价+满减 (满 1600 减 100)	提前加购, 折扣范围为 2~5 折
		哈吉斯 HAZZYS	预售立减, 前 3000 件免定金+满减 (每满 300 减 50)	预售立减, 前 1000 件免定金+满减 (满 300 减 30, 满 1388 减 100)	提前加购, 折扣范围为 6~7 折
	利郎	利郎	预售立减+特定商品前 1000 件免费+2 件 8 折、3 件 7.4 折+付 1000 送 1000 优惠券	预售立减+2 件 8 折、3 件 7.4 折	提前加购, 折扣范围为 3~5 折
	比音勒芬	比音勒芬	预售 8.5 折起, 付定享折上 9 折	预售 8.5 折起, 付定享折上 9 折+直降 4 折起	提前加购, 折扣范围为 2~5 折
女装	森马服饰	森马女装	预售 5 折起+满减 (满 200 减 30, 满 400 减 120)	预售 5 折起+满减 (满 200 减 20, 满 400 减 40)	提前加购, 折扣范围为 1~3 折
	太平鸟	太平鸟女装	预售 9 折起+满减 (满 300 减 20, 满 900 减 60)	预售 7.6 折起	提前加购, 折扣范围为 3~5 折
	歌力思	歌力思	预售减双倍定金+满减 (每满 300 减 50)	预售 8.5 折起+前 15 分钟, 满 3000 再 9.5 折	提前加购, 折扣范围为 2~5 折
		EdHardy	满减 (每满 300 减 50) +100 元会员券	/	提前加购, 折扣范围为 4~6 折
		IROParis	满减 (每满 300 减 30)	/	提前加购, 折扣范围为 2~4 折
		Laurel	满减 (每满 300 减 50)	/	提前加购, 折扣范围为 2~3 折
		self-portrait	预售立减 200+满减 (满 5000 减 300, 满 10000 减 500)	/	/
	锦泓集团	TeenieWeenie	预售立减, 前 4 小时免定金+满减 (满 900 减 250)	3 件 8.5 折, 4 件 8 折	提前加购, 折扣范围为 3~5 折
		VGRASS	预售 5 折起	预售 5 折起	提前加购, 折扣范围为 3~7 折
	地素时尚	d'zzit	预售新品 6 折起	/	提前加购, 折扣范围为 3~6 折
童装	森马服饰	巴拉巴拉	满 600 享 5 折+充值购物满减 (满 1500 减 630, 满 4500 减 2150)	预售享 6.5 折+满减 (满 300 减 30)	提前加购, 折扣范围为 3~6 折
	太平鸟	乐町	一件 9 折+预售至高立减 150 元+满减 (满 300 减 30, 满 600 减 60)	一件 9 折+满减 (满 300 减 30, 满 600 减 60)	/
		MiniPeace 童装	预售 6 折起+满减 (满 300 减 30)	直降+满减 (满 300 减 30)	提前加购, 折扣范围为 3~5 折

资料来源: 淘宝天猫, 京东平台, 唯品会, 中银证券

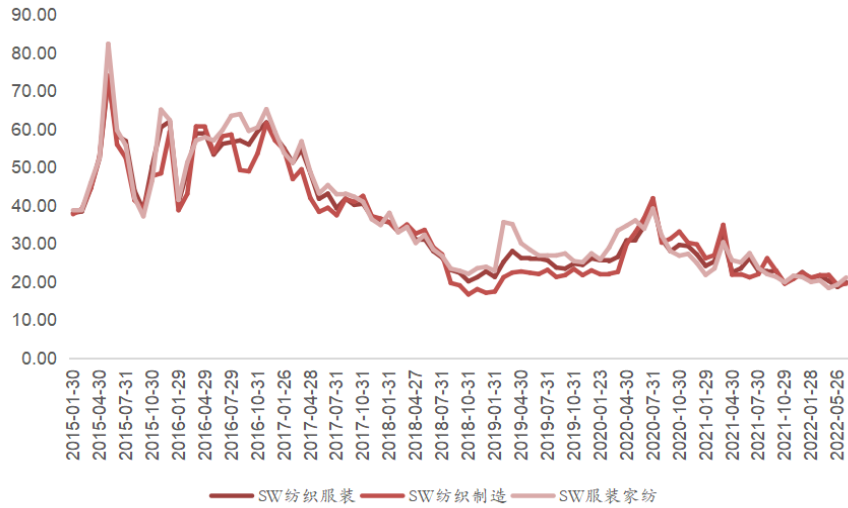
续图表 48. 各大纺服龙头企业 618 活动参与度高，品牌优惠策略完善，优惠力度大

	公司	品牌	品牌策略		
			天猫平台	京东平台	唯品会
运动	特步国际	特步	预售返定金+满减 (满 200 减 40, 满 400 减 170)	预售立减+满减 (满 200 减 90, 满 390 减 160)	提前加购, 折扣范围为 3~5 折
		Saucony	预售返定金+满减 (每满 300 减 50)	预售立减+满减 (满 400 减 30, 满 1200 减 90)	提前加购, 折扣范围为 4~7 折
		Merrell	预售立减+满减 (每满 300 减 50)	每日 10 点秒杀满 1000 减 350+满减 (满 600 减 230)	/
	安踏体育	安踏 ANTA	预售前 4 小时返定金, 前 4 小时付尾款+满减 (满 400 减 100) +3 件 8.5 折	预售前 4 小时立减+满减 (每满 600 减 200)	提前加购, 折扣范围为 2~5 折
		斐乐 FILA	预售立减, 前 2000 单付尾款, 尾款半价+满减 (满 1000 减 350)	预售立减, 前 200 单付尾款, 尾款半价+满减 (满 1200 减 300)	提前加购, 折扣范围为 5~6 折
		迪桑特 DESCENTE	预售立减, 前 5000 名返定金+满减 (满 300 减 50)	预售立减+满减 (满 1000 减 200)	/
	李宁	中国李宁	预售立减+满减 (满 300 减 60, 满 699 减 180)	预售立减, 前 4 小时免定金+满减 (满 299 减 60, 满 699 减 210)	提前加购, 折扣范围为 4~7 折
		李宁 kids	预售至高立减 361 元+满减 (满 499 减 100) +2 件 9 折、3 件 8 折	预售立减+满减 (满 499 减 130)	提前加购, 折扣范围为 3~6 折
	361 度	361 度	预售立减+满减 (满 400 减 150)	预售立减+满减 (满 125 减 100, 满 800 减 400)	提前加购, 折扣范围为 3~5 折
	Nike	Nike	预售立减+满减 (满 500 减 30, 满 2000 减 300)	预售立减+满减 (每满 300 减 40)	提前加购, 折扣范围为 5~7 折
Adidas	Adidas	预售立减, 前 50 小时免定金+满减 (满 169 减 20, 满 1000 减 270) +限时 2 件 8 折+限时折上 85 折	预售立减+满减 (满 169 减 20, 满 1000 减 270) +限时 2 件 8 折+限时折上 85 折	提前加购, 折扣范围为 4~7 折	
家纺	罗莱生活	罗莱	预售立减, 前 4 小时免定金+满减 (满 300 减 50, 满 3000 减 680)	预售立减	提前加购, 折扣范围为 2~3 折
		乐蜗	预售立减, 前 24 小时免定金	预售立减, 前 50 名免定金	提前加购, 折扣范围为 1~3 折
	富安娜	富安娜	预售立减, 前 4 小时免定金+专区支付尾款 1 件 6 折、2 件 5 折	预售至高立减 500	提前加购, 折扣范围为 1~2 折
		馨而乐	/	预售立减	/
		维莎	预售立减, 1 件减 100、2 件减 200, 前 1000 名或满 1000 元免定金	下单立减	/
	水星家纺	水星家纺	预售立减, 前 4 小时免定金	下单立减	提前加购, 折扣范围为 1~3 折

资料来源: 淘宝天猫, 京东平台, 唯品会, 中银证券

行业目前处于低估值区，估值尚有上行空间。2020 年 7 月至 2021 年 4 月，纺织服装行业市盈率处于高位，其中 2020 年 7 月 31 日达到区间高点 42 倍。截至 2022 年 6 月 7 日，申万一级行业纺织服装估值为 22 倍；申万二级行业纺织制造/服装家纺估值为 22 倍/22 倍，行业整体处于低估值区。随着疫情逐渐改善，下游需求不断释放、企业业绩进一步恢复，板块以及龙头公司估值有望修复。

图表 49.行业 PE 处于低估值区



h

资料来源：万得，中银证券

### 3.3.2 国内龙头品牌优势凸显，未来发展可期

设计方面，国内品牌通过引进海外设计师、与海外设计团队合作等手段在设计端进行国际化。国内品牌一方面引进海归设计师，与本土人才培养并重，中国品牌与海外设计团队积极合作，有利于打造高端品质、潮流时尚的品牌形象。

图表 50.安踏、李宁、歌力思、比音勒芬与国际知名设计团队合作情况

品牌	合作情况
安踏体育	安踏集团第二大主品牌 FILA 定位高端运动时尚，与国际优秀设计师合作，包括纽约华裔时装设计师 Jason Wu、美国著名服饰设计师 Ginny Hilfiger，著名设计师林能平（Philip Lim）以及国际知名鞋类设计师 Salehe Bembury 等，多次亮相米兰时装周、上海时装周与深圳时装周。2021 年 4 月，安踏发布火影忍者联名款运动鞋。
李宁	李宁注重对中国传统文化的探索，首席设计师周世杰接连推出“悟道”系列，2021 年于河南举办主题为悟创吾意的秋冬潮流发布会。2021 年 11 月，发布全新独立高级运动时尚子品牌 LI-NING 1990。
歌力思	歌力思通过收购海外品牌，丰富公司的高级品牌内容。目前拥有德国高端女装品牌 Laurel 法国设计师品牌 IRO Paris 的全球所有权以及美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 在大中华区（含港澳台）的所有权、英国当代时尚品牌 self-portrait 在中国大陆地区的所有权。
比音勒芬	比音勒芬聘请前巴宝莉高尔夫设计总监 Paul Rees 担任研发创意顾问，广纳中英韩三国设计师，组建国际化研发团队。2021 年，携手法国殿堂级设计大师 SAFA SAHIN 推出联名老爹鞋。

资料来源：公司公告，中银证券

渠道方面，国内龙头品牌持续优化线下门店质量，积极发展线上新零售。国内龙头品牌依靠自身渠道优势，积极引流线上消费，发力电商渠道，同时优化线下门店质量。新零售方面，众多服装龙头品牌加大电商直播布局，依托自身电商渠道资源，抢占用户流量高地。线下门店方面，龙头公司持续进行优化，门店形象改造成为国内品牌近年来品牌升级与年轻化战略的重要部分。

图表 51. 国内龙头品牌积极优化改造门店形象，吸引客群

品牌	门店形象改造
海澜之家	 <p>海澜之家根据市场、商圈以及消费者习惯的变化，持续优化线下门店布局结构，在一线城市核心商圈推进新一代形象门店。</p>
李宁	 <p>李宁 2021 年年内启用多家中国李宁 2.0 形象店铺，推出中国李宁 3.0 奥特莱斯形象。公司致力于店铺形象升级，八代大点覆盖率达到 40% 以上。</p>
特步国际	 <p>特步国际将部分零售店升级为第九代零售形象店，迎合年轻消费群体的购物喜好，提供更加沉浸式的购物体验。</p>
太平鸟	 <p>公司聚焦当代年轻消费群体，在年轻消费者聚度高的地方加大渠道资源投入。主要发力购物中心、百货商场等渠道，全面提升体验感，营造更开放的顾客互动氛围，将门店打造为一个顾客社区。</p>

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

图表 52. 国内龙头品牌积极布局电商新零售

品牌	布局
波司登	2021 年，波司登拓展京东、抖音等渠道，实现线上全渠道布局。双十一期间，稳居本土服饰类品牌销售冠军宝座，全渠道销售额突破 15 亿元，同比增长 25%，品牌全渠道会员破 1000 万。
森马服饰	一方面和热门主播合作通过主播试穿体验产品讲解等方式向消费者展示商品；一方面和消费者、高校合作推动旗舰店开展直播。公司签约淘宝头部主播陈洁 Kiki 作为直播合伙人。授予陈洁 kiki“母婴好物推荐官”；并在斗鱼、快手等平台开通官方直播渠道。
歌力思	歌力思全力支持社群营销充分利用微信、淘宝、小红书、抖音等平台以直播带货、限时秒杀、网红博主推荐等多种营销手段不断加大公司品牌宣传推广力度助力公司扩大销售和提高市场份额。
李宁	3 月 11 日，李宁品牌潮流运动产品线“中国李宁”正式入驻小红书，将潮流态度倾力注入，打造全新多元的线上体验。与此同时，中国李宁将加入小红书举办的“安福路在线”计划，在 3 月 12 日-14 日期间开设限时线上快闪店，呈现旗下多款独家潮流新品，打入年轻人新阵地。
太平鸟	太平鸟不断完善和发展线上渠道，通过精细化运营以及线上线下协同，更好地触达连接消费者。在天猫等战略渠道，不断提升消费者购物体验；在抖音等社交电商新兴渠道，快速迭代，培育出线上增长的第二曲线。2021 年全年线上渠道收入 33.6 亿元，同比增长 20%，线上收入占比保持在 30% 以上。
罗莱生活	在保持与天猫、京东、唯品会等大型电商平台紧密合作的基础上，公司积极布局抖音、快手等短视频平台，结合自播、网红达人直播、社群营销、品牌小程序等新兴销售渠道和营销方式，获得了线上销售的显著增长。2021 年双十一期间，罗莱生活荣登全网 GMV 第一。

资料来源：公司公告，中银证券

供应链方面，国内服装品牌改革效果显著。本土龙头服装品牌学习国际成熟的快反柔性供应链模式，基于中国市场特点，从供应链各环节着手改良，提升供应链整体效率及灵活性，及时对市场变化做出快速反应。

上游核心供应商深度合作，提升供应链反应效率，与核心供应商加深合作。在设计、下单模式等方面协同创新。波司登、森马等品牌通过期货与现货结合的模式结合销售情况灵活追单。森马与核心供应商推出反季下单模式，利用淡季生产基本款，为旺季翻单产品预留产能保有打造爆款的快速反应能力。

下游渠道获信息化加持，产销适应市场需求，物流灵活性提高。通过物流系统和门店终端的数字化改革，搭建符合企业自身特点的物流存货系统。波司登通过中央配送中心（CDC）服务全国所有渠道，采用“CDC 直接分发门店”的一级配送流程，实现货品全国共享。江南布衣自 14 年起采用存货共享及分配系统，线上线下共享存货。

图表 53.国内龙头品牌积极布局电商新零售

品牌	布局
波司登	快反供应链：订货会投产 40%期货，剩余 60% 滚动下单； CDC 分布式部署：采用“CDC 直接分发门店 一级配送流程”； 物流管理系统 WMS 提升物流仓储灵活性
森马服饰	“供应商减半”策略，供应链集中化、优质化，SKU 下降； “期货制”改为“期货+现货”模式，降低库存风险，加速产品迭代； 反季下单基本款，蓄能旺季翻单产品，优化产能分布
太平鸟	TOC 管理模式：以销定产，追单采购，做深畅销款，拉升销售业绩； 门店 DRP 系统监控产品销售动态，高频 S&OP 会议协调下阶段产销； “云仓”数字化商品管理系统，线上线下一体化，灵活协调物流
江南布衣	全渠道互动平台：线上+线下微信，同步售新，同款同价，利益归属线下； 存货共享及分配系统：门店发货，隔日送达

资料来源：公司公告，中银证券

### 3.4 家纺规模稳步扩张，疫情不改行业高景气势头

#### 3.4.1 家纺整体规模平稳向上，龙头企业竞争优势明显

家纺行业整体规模稳步向上，积极深化线上布局，拓宽发展空间。目前我国家纺行业进入平稳发展阶段，整体规模较大，增速稳健。2018 年家纺行业规模为 2325 亿元，2021 年增长至 2937 亿元，近四年 CAGR 为 8.10%。受疫情影响，家纺龙头表现依旧亮眼，2021 年罗莱生活、富安娜营收分别同比增长 17.30%和 10.62%。局部地区疫情反复背景下，家纺公司大力发展新兴电商渠道，多平台布局效果显著，线上收入增长较好。预计未来家纺行业将进一步释放成长潜力，线上渠道扩张拓宽发展空间，预计未来行业规模保持稳健增长。

图表 54.中国家纺行业规模稳步提升（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021
中国家纺行业规模	2325	2502	2707	2937
yoy	7.24%	7.61%	8.19%	8.50%

资料来源：中国家纺协会，中银证券

消费升级释放家纺市场潜力，龙头多方面竞争优势推动市占率提升。近年家纺行业 CR3 平稳提升，2020 年同比增长 0.4pct 至 4.9%。消费升级大势所趋，消费者对美观与功能性提出更多要求，龙头企业相较中小品牌具有产品质量、研发设计、渠道营销、品牌建设等多方面优势，随着龙头企业多品牌矩阵逐渐完善，逐步覆盖高端、中高端和大众消费市场，更能满足消费者多元个性需求，叠加外部疫情加速淘汰“低小散”的中小品牌 and 不合格产品，未来行业规模提升动力较充足，后续行业集中度有望进一步增强。

图表 55.国内三大家纺龙头企业市占率逐年平稳提升

	2017	2018	2019	2020
CR3	4.3%	4.3%	4.5%	4.9%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

### 3.4.2 家纺属于低频非必选消费品类, 疫情下销售额受冲击较小

疫情对家纺行业冲击有限, 低频非必选消费属性支撑销售额平稳增长。疫情下家纺行业凸显竞争优势, 相较于其他服装消费品类受到的冲击较小。龙头企业相较中小企业承压能力更强, 2022Q1 水星家纺和富安娜营业收入同比增长 12.32%和 6.84%, 整体表现亮眼。罗莱生活在疫情短期影响下, 2022Q1 营收略微波动, 收入同比下降 2.49%至 12.86 亿元。家纺属于低频非必选消费品类, 营收面对疫情考验保持稳健态势, 预计 6 月疫情影响减弱, 后续有望持续向好。

图表 56.家纺龙头分季度收入增速稳健, 2022Q1 表现较好 (单位: 亿元)

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
罗莱生活	营业收入	8.93	10.13	13.51	16.54	13.19	12.07	14.72	17.61	12.86
	yoy	(21.94%)	(2.92%)	11.87%	12.87%	47.69%	19.18%	8.97%	6.52%	(2.49%)
水星家纺	营业收入	4.81	6.85	7.49	11.19	7.18	9.01	8.37	13.43	8.06
	yoy	(19.95%)	1.66%	0.87%	13.73%	49.14%	31.53%	11.77%	19.99%	12.32%
富安娜	营业收入	5.11	5.89	5.99	11.75	6.28	6.81	6.81	11.90	6.71
	yoy	(2.02%)	1.02%	4.57%	5.72%	22.80%	15.54%	13.77%	1.25%	6.84%

资料来源: 万得, 中银证券

### 3.4.3 地产政策松动, 利好家纺板块投资情绪, 估值有望修复

2021 年楼市监管较为严厉, 房地产行业相关消费需求受到一定的抑制。由于房地产市场在 2021 年上半年出现了局部过热的问题, 在坚持“房住不炒”的背景下, 住房调控政策频繁出台, 政策环境从供需两端收紧, 包括三道红线、房贷集中度管理制度落地和供地两集中发布等, 置业相关消费需求如家纺用品、家居用品等的消费受到一定程度的抑制。

图表 57.2021 年楼市收紧政策整理

	日期	部门	具体政策
宏观	2021/7/23	住建部等 8 部门	力争用三年左右时间, 实现房地产市场秩序明显好转。违法违规行为得到有限遏制, 监管制度不断健全, 监管信息系统基本建立, 部门齐抓共管工作格局逐步形成, 群众信访投诉量显著下降。
	2021/5/15	中共中央政治局	坚持“房住不炒”, 稳地价, 稳房价, 稳预期, 促进房地产市场平稳健康发展, 加快发展租赁住房, 落实用地、税收支持政策。稳地价、稳房价、稳预期, 促进房地产市场平稳健康发展。
土地	2021/7/30	自然资源部	重点城市要合理安排招拍挂出让住宅用地的时序, 实行“两集中”同步公开出让; 原则上发表出让公告全年不得超过 3 次, 时间间隔和地块数量要相对均衡。
贷款	2021/3/26	银保监会	落实好党中央、国务院关于促进房地产市场平稳健康发展的决策部署, 防止经营用途贷款违规流入房地产领域, 更好的支持实体经济发展。
	2021/5/20	央行	1 年期 LPE 为 3.85%, 5 年期以上 LPR 为 4.65%。
税收	2021/10/23	第十三届全国人民代表大会常务委 员会	为积极稳妥推进房地产税立法与改革, 引导住房合理消费和土地资源节约集约利用, 促进房地产市场平稳健康发展, 第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定: 授权国务院在部分地区开展房地产税试点工作。

资料来源: 政府公告, 中银证券



近半年来，住房金融环境由收紧转为宽松，中央及全国各地持续出台利好楼市政策。央行于2022年1月20日调整LPR，1年期LPR下调0.1pct至3.7%，5年期LPR下调0.05pct至4.6%，5月20日，央行再次下调5年期以上LPR至4.45%，有利于降低居民债务负担，拉动地产需求。各地方也持续为楼市松绑，形式包括：降低房贷利率、取消新房、二手房限售政策、提高公积金贷款额度、降低首付比例、人才补贴、契税补助等，利好地产行业需求修复。

图表 58. 近期地产相关利好政策整理

	日期	地点	具体政策
中央层面	2022/1/20	央行	1年期LPR下调0.1pct至3.7%，5年期LPR下调0.05pct至4.6%
	2022/5/20	央行	最新一期贷款市场报价利率(LPR)出炉，5年期LPR下调0.15pct至4.45%。首套房贷利率已低至4.25%，创下近十年来的利率水平低点。
	2022/5/15	央行	针对首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减20个基点。
	2022/5/13	银保监会	引导银行业保险业更好推动社会主义现代化城市。
地方层面	2022/5/29	上海	促进房地产开发投资健康发展，优化土地出让条件，建立房地产项目前期审批绿色通道，及时启动新一批次市场化新建商品住房项目上市供应，进一步缩短前期开发、拿地、开工、销售全流程时间。
	2022/5/28	西安	降低限购门槛、缩短限售时间。
	2022/5/26	义乌	10月1日起至12月31日期间，购买首套商品住房，按所缴契税地方留存部分80%给予补贴；购买二套及以上商品住房，按所缴契税地方留存部分60%给予补贴。
	2022/5/18	泰州	给予在泰来泰人才、务工人员、农民购房补贴；疫情期间失去收入可调整还款计划；提升住房公积金贷款额度。
	2022/5/15	绵阳	对符合政策生育二孩、三孩的家庭给予购房补贴；提高公积金贷款额度等。

资料来源：政府公告，中银证券

地产政策利好刚需住房需求的释放，从而利好家纺消费需求释放。乔迁新居是家纺购买需求的主要来源之一。随着利好政策的实施，未来国内住房将会有个逐步释放过程。当前地产政策有助于刺激刚需住房的需求，利好家纺产品相关消费，家纺行业估值有望得到修复。

### 3.4.4 产品、渠道、供应链三方面改革，促进家纺龙头长期发展

面临消费者新需求，家纺行业针对性进行新产品开发，加速转型升级。疫情拉长消费者居家时间，催生消费者更加重视个人及家庭健康。家纺龙头公司面对消费端新需求，在创新方面持续投入，加速新产品开发，提升消费者居家体验，有利于降低疫情对行业的冲击。

图表 59. 龙头家纺企业针对居家新需求进行新产品开发

品牌	开发思路和具体情况
罗莱生活	新品研发基于线上线下的消费者数据来洞察需求，结合行业零售数据的分析，开展一年两季的新品精准开发。在满足消费需求和引领家居生活方式的研发目标下，采用多元化的资源整合模式，与国际流行趋势机构和国内外设计机构深入合作。基于品牌风格国际化、年轻化进行整体打造。
水星家纺	公司在产品研发和技术创新上针对不同品牌、不同渠道，通过对消费者需求的深入研究，以更强的消费者理解能力去完成对产品的研发、设计。
富安娜	在材料升级上主要体现在功能型面料、功能填充材料等品类的升级。针对睡眠美容，公司在研发上给消费者提供睡眠家居保湿护肤功能；针对不同季节气候，研发了凉感纤维的夏被系列和具有发热功能的纤维冬被；针对睡眠人体工学，公司从发泡工艺、形状、外观、结构做了全系列产品，以满足不同人群需求。

资料来源：公司年报，中银证券

家纺龙头品牌全渠道布局叠加精细化运营，线上线下融合趋势显著。罗莱生活疫情期间在保持传统电商平台的领先优势下，持续发力网络直播、社群营销、品牌小程序等新零售渠道，拓宽产品品类，赋能线下，2021年公司全年线上收入同比增长13.59%。水星家纺在天猫、京东、唯品会三大平台为主线渠道的基础上，加码抖音、快手等社交电商新渠道，直播业务投入增长显著，重点发展自播业务，线下引流作用明显。家纺行业龙头积极拥抱新零售渠道，优化电商运营，线上渠道建设逐渐完善，疫情期间整体增长态势依旧良好。

图表 60. 罗莱生活、水星家纺、富安娜的线上策略情况

品牌	线上策略及布局情况
罗莱生活	在保持与天猫、京东、唯品会等大型电商平台紧密合作的基础上，公司积极布局抖音、快手等短视频平台，结合自播、网红达人直播、社群营销、品牌小程序等新兴销售渠道和营销方式，获得了线上销售的显著增长。2021年双十一期间，罗莱生活荣登全网 GMV 第一，在天猫、唯品会获得双十一家纺类目第一，抖音全年家纺类目第一。
水星家纺	水星家纺通过一系列措施赋能终端：为实现“线上线下相互融合，企业全链路数字化”的长期发展战略，公司进一步加速实施全链路的数字化改造，将更多的门店、更多的区域纳入全渠道链路中来，大力推进终端门店 POS 系统上线，规范会员管理模式，通过数字化精准洞察消费者的购买意向，提升店铺运营效率；专门成立新零售中心，支持和帮助经销商更好地运用云店小程序、直播及私域流量经营等新零售模式，增加线下门店获客率，提升销售转化率。
富安娜	电商渠道是富安娜未来持续提升规模、提升品牌竞争力的重要载体，公司与国内的头部电商平台比如天猫、京东等建立了长期的战略合作关系。公司电商渠道管理团队对供应链、商品、物流的运营有深刻的认知，洞悉电商人群市场，善于运用数据化管理对市场进行快速反应，执行力强。

资料来源：公司年报，中银证券

供应链管理逐步落实数字化，稳定性加强。家纺公司供应链创新性变革提速，有利于减小外部非计划内事件对供应链造成的冲击。罗莱生活、水星家纺和富安娜均在加强供应链管理能力上有所布局，有助于其密切上下游之间的供需链条，减弱突发事件带来的负面影响，保持品牌供应链的稳定。

图表 61. 龙头企业供应链管理持续优化

品牌	供应链管理优化措施
罗莱生活	开启罗莱生活智慧产业园建设，加快供应链数智化转型速度，提升供应链整体效率。
水星家纺	建立库存、库容可视化模型，生产进度可视化等模型，逐步实现供应链全局可视化。
富安娜	深化柔性供应链管理，优化个性化 SKU 和商品滚动的程序，库存优化显著。

资料来源：公司年报，中银证券

## 四、投资建议

- 1) **大众休闲板块**：推荐**海澜之家**：持续巩固主品牌优势，发力新品牌拓展，运营端深化数字化、智能化供应链体系，推动公司长期高质量发展。推荐**森马服饰**：线上、线下渠道持续优化，童装、成人休闲并进，看好公司长期发展。
- 2) **中高端板块**：推荐**报喜鸟**：产品覆盖持续完善，线下线上双渠道优化提速驱动未来增长。推荐**比音勒芬**：营收稳健增长，多渠道布局培养年轻消费客群，提升品牌影响力，进一步打开盈利空间。推荐**歌力思**：新品牌增长健康，主品牌继续恢复，品牌矩阵日趋完善。推荐**波司登**：全渠道建设质效双升，供应链优化促进发展。推荐**地素时尚**：业绩稳健，时尚设计创新出众，渠道布局不断优化，线下线上提升空间大。
- 3) **体育服饰板块**：推荐**安踏体育**：优化渠道效率，打造多品牌矩阵。推荐**李宁**：引领国潮时尚，业绩增长动力强劲。推荐**特步国际**：坚持多品牌业务模式，加快海外布局。
- 4) **家纺板块**：推荐**罗莱生活**：线上线下共同发力，业绩稳定增长，助推高端品牌打造。推荐**富安娜**：加大电商渠道投入，扩展零售布局，未来高增长可期。推荐**水星家纺**：线上优势延续，直营发力增长，业绩超预期。
- 5) **纺织制造板块**：推荐**华利集团**：越北产能布局优势凸显，产能产量提升显著，客户结构不断优化。推荐**申洲国际**：核心客户稳健，新客户增长潜力大，海内外均衡布局。推荐**新澳股份**：毛精纺纱业务稳步向上，羊绒业务快速扩张，共同驱动收入端增长。

图表 62. 公司估值表

公司名称	净利润 (亿元)			EPS (元)			PE (倍)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
海澜之家	24.83	27.54	30.14	0.56	0.62	0.68	9	8	8
森马服饰	17.89	20.13	22.58	0.66	0.75	0.84	9	8	7
报喜鸟	5.62	6.92	8.13	0.39	0.47	0.56	10	9	7
比音勒芬	8.06	10.12	12.30	1.41	1.77	2.16	18	14	12
歌力思	3.28	4.03	4.73	0.89	1.09	1.28	11	9	8
波司登	24.12	29.37	-	0.22	0.27	-	17	14	-
地素时尚	7.18	8.43	9.45	1.49	1.75	1.97	10	9	8
安踏体育	92.03	114.29	133.65	3.39	4.21	4.92	24	19	16
李宁	49.17	59.54	71.51	1.89	2.29	2.75	30	25	20
特步国际	11.91	15.58	19.09	0.45	0.59	0.73	25	19	15
罗莱生活	7.82	9.02	10.09	0.93	1.08	1.20	13	12	10
富安娜	6.24	7.21	8.28	0.75	0.87	1.00	10	9	7
水星家纺	4.31	4.98	5.69	1.62	1.87	2.13	9	8	7
华利集团	35.60	44.57	53.41	3.05	3.81	4.57	25	20	17
申洲国际	53.56	68.54	79.75	3.53	4.51	5.25	26	20	17
新澳股份	3.83	4.59	5.45	0.75	0.90	1.06	8	7	6

资料来源：万得，中银证券

注：以2022年6月8日收市价为标准

## 五、风险提示

### 1) 疫情后消费复苏不及预期。

受疫情影响消费下滑，若疫情后消费恢复情况不及预期，将导致社会消费品零售及服装销售承压，影响公司销售增长。

### 2) 市场竞争加剧。

国内外品牌纷纷发力线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。

### 3) 新零售发展不及预期。

新零售涉及线上平台和线下实体商业两类经营主体，在运营系统、营销策略以及商品布局等方面，都存在差异，新零售发展不及预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%(-20%)；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371