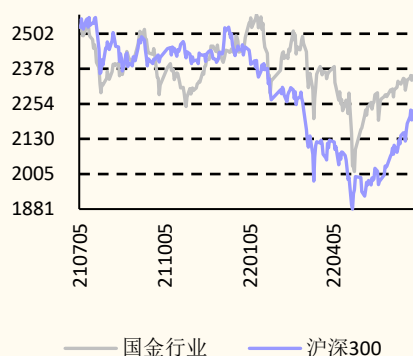


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2355
沪深 300 指数	4467
上证指数	3388
深证成指	12860
中小板综指	12966



相关报告

- 1.《美国服饰零售与出行消费如何演绎? - 纺织服装海外专题》, 2022.6.27
- 5.《复工复产叠加大促, 品牌服饰预计迎来拐点-纺服周报 5.30》, 2022.5.30

中国中免招股书梳理: 疫后复苏在望, 免税龙头再度起航

核心观点

- **强者恒强, 中免龙头再度赴港上市。**公司成立于 1984 年, 2010 年受益于离岛免税政策红利, 公司率先在三亚开设国内第一家离岛免税店、并于 14 年在三亚开设国际免税城; 2017 年起公司通过陆续收购日上中国、日上上海 51% 的股权进驻北京和上海机场, 2020 年又收购海免 51% 股权, 在离岛免税市场份额进一步提升。2019-21 年随着海南免税及线上业务的快速发展, 公司收入年复合增速达到 18.7%, 其中离岛免税收入年复合增速达到 52.6%, 成为贡献公司收入增长的主要动力。2022 年 6 月 30 日公司递交港股上市申请, 计划将募集资金主要用于 1) 继续投资口岸免税店、有税旅游项目以及扩建海南免税城, 2) 扩建海外室内及口岸免税店, 3) 升级现有供应链及巩固上游采购体系以及 4) 加强市场推广及完善会员体系等。
- **全牌照+运营+渠道优势突出, 核心壁垒深筑。**公司是国内唯一持有所有类型免税店经营牌照的集团, 截至 1Q22 在国内各地及海外共经营 183 家免税店。运营方面, 公司在疫情期间加快数字化部署, 推出“cdf 会员购”且不断优化会员体系, 有效提升客户复购率, 至 1Q22 公司会员数量已达 2190 万人; 其次公司常年深耕免税行业, 与全球 1200 多个品牌建立长期合作, 并以集中采购的模式向全球超 430 家供货商采购, 保证供货稳定的同时有助于公司提升议价能力、降低采购成本; 渠道方面善于卡位优质位置, 截至 1Q22 公司拥有 123 家口岸免税店、5 家离岛店及 11 家室内免税店, 机场店涵盖了疫情前国际旅客吞吐前 10 中的 9 家, 5 家离岛免税店占据有利地理位置, 其中三亚国际免税城 21 年实现收入 348.11 亿元, 是全国销售额最高的购物中心。

投资建议

- 疫后消费、出行复苏大背景下, 建议重点关注免税龙头**中国中免**; 品牌服饰端建议关注品牌势能领先、疫后预计率先复苏, 当前估值处于历史低位的**李宁**, 业绩逐季提升、显著受益于海外出行恢复的**新秀丽**; 纺织制造端建议关注客户优势显著、后续产能扩张计划明确的**华利集团**, 棉袜业务增长稳健、无缝客户显著优化的**健盛集团**。

数据及公告跟踪

- **行情回顾:** 上周 (2022 年 6 月 27 日~2022 年 7 月 1 日) 上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 1.13%、涨 1.37%、涨 1.64%, 纺织服装板块涨 1.28%, 其中纺织板块跌 1.00%、服装板块涨 1.38%。
- **原材料价格:** 328 级棉现货 18384 元/吨 (0.08%, 周涨跌幅); 美棉 CotlookA 139.3 美分/磅 (-0.64%); 内外棉价差-5576 元/吨 (10.53%)。

风险提示

- 疫情反复风险、汇率波动风险、越南人力成本上涨、提价不及预期风险。

谢丽媛

分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

内容目录

1、中国中免招股书梳理：疫后复苏在望，免税龙头再度起航	4
1.1、强者恒强，免税龙头再度赴港上市	4
1.2、竞争力：全牌照+运营+渠道优势突出，核心壁垒深筑	9
1.3、行业：旅游零售市场逐步复苏，市场高度集中	12
1.4、风险提示	14
1.5、本周投资建议	15
2、上周行情回顾	15
3、行业新闻动态	16
4、公司动态	18
5、原材料数据跟踪	20
6、重点上市公司估值	22
7、风险提示	22

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：2019-1Q22 公司营业收入及 yoy（亿元，%）	5
图表 3：2019-1Q22 公司分业务收入及免税业务占比（亿元，%）	6
图表 4：2019-1Q22 公司免税业务分品类收入（亿元）	6
图表 5：2019-1Q22 公司分渠道收入及占比（亿元，%）	6
图表 6：2019-1Q22 公司综合及分业务毛利率（%）	7
图表 7：2019-1Q22 公司销售、管理及财务费用率（%）	7
图表 8：2019-1Q22 公司持续经营业务所得净利润及增速（亿元，%）	7
图表 9：2019-1Q22 公司持续经营业务所得净利率及归母净利率（%）	7
图表 10：2019-1Q22 公司存货周转天数（天）	8
图表 11：2019-1Q22 公司应收账款周转天数（天）	8
图表 12：公司股权结构（截至公司招股说明书披露）	8
图表 13：公司募集资金用途规划	9
图表 14：公司及竞争对手持有牌照情况	9
图表 15：CDF 会员购小程序内页	10
图表 16：2019-1Q22 公司会员人数（万人，%）	10
图表 17：2019-1Q22 公司前五大供应商占比（%）	11
图表 18：2021 年公司前五大供应商合作情况	11
图表 19：2019-1Q22 公司分渠道门店数（家）	11
图表 20：22 年 6 月海口美兰机场实际航班量同比、环比增速（%）	12
图表 21：22 年 6 月三亚凤凰机场实际航班量同比、环比增速（%）	12
图表 22：未来一周（7 月 4 日-10 日）海口美兰机场计划航班数（架）	13

图表 23: 未来一周 (7 月 4 日-10 日) 三亚凤凰机场计划航班数 (架)	13
图表 24: 2017-23E 全球免税营运市场的市场规模 (十亿元, %)	13
图表 25: 2017-23E 中国免税品分渠道旅游零售市场规模 (十亿元, %)	13
图表 26: 全球旅游零售市场格局 (%)	14
图表 27: 中国旅游零售市场格局 (%)	14
图表 28: 各公司持有免税牌照及开设门店	14
图表 29: 上周纺织服装板块涨跌幅	15
图表 30: 上周纺织服装板块涨跌幅走势	15
图表 31: 上周各板块涨跌幅 (%)	16
图表 32: 近一周纺织服装行业涨幅前五名	16
图表 33: 近一周纺织服装行业跌幅前五名	16
图表 34: 上周 (2022/06/27-2022/07/01) 重点公司公告	18
图表 35: 重点公司 2021 年报及 1Q22 业绩同比增速 (%)	19
图表 36: 2021 年重点公司限售解禁情况	20
图表 37: 大宗原材料价格汇总	20
图表 38: 328 级棉现价走势图 (元/吨)	21
图表 39: CotlookA 指数 (美分/磅)	21
图表 40: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)	21
图表 41: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)	21
图表 42: 长绒棉价格走势图 (元/吨)	21
图表 43: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)	21
图表 44: 重点上市公司估值表	22

1、中国中免招股书梳理：疫后复苏在望，免税龙头再度起航

1.1、强者恒强，免税龙头再度赴港上市

1.1.1、公司历程：享政策之东风，中免龙头地位逐渐稳固

初创发展期（1984-2009 年）：应中国免税政策而生，引领行业不断发展。公司成立于 1984 年，前身是中国免税品总公司，受益于时代红利，公司迅速发展壮大，在国内纷纷设立免税店，成为免税行业龙头公司。2004 年，公司与国旅总社进行战略重组，组建中国国旅。2009 年，涵盖公司全部业务和资产的中国国旅登陆上交所上市。

快速增长期（2010-2017 年）：受益于离岛免税政策，打开成长空间。2011 年 3 月财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点》事项，在海口、三亚各开设一家离岛免税进行试点，规定非岛居民每年可享受 2 次免税，每人每次累计购买金额不超过 5000 元，其中位于三亚的试点免税店即为中免三亚市内免税店；2014 年公司在三亚开设国际免税城，经营免税、有税零售、餐饮、娱乐休闲等多元化业务，开拓免税旅游综合服务新模式。而离岛免税政策也在期间经历多次调整，购物限额从 5000 元逐步提高到 30000 元，商品品种从 21 类扩大到 38 类，离岛方式从乘飞机扩大到火车和离岛后线上选购。

战略扩张期（2017-至今）：加快投资并购步伐，打造世界一流旅游零售商。2017 年起公司加快收购进程，连续两年收购了日上中国 51%的股权和日上上海 51%的股权，从而入驻北京和上海机场，获得首都国际机场国际区 T2 和 T3 标段八年的免税特许经营权，以及浦东国际机场和上海虹桥国际机场七年的免税特许经营权。2019 年，中国国旅剥离旅行社业务，以免税业务为核心提升价值链，提出打造世界一流的全球化旅游零售运营商战略。2020 年初疫情爆发后，我国开始部署海南自由贸易港建设，同年 6 月国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》中提出将海南建设成为“国际旅游消费中心”，并放宽离岛购物额度至每人每年 10 万元，商品类别增至 45 种且取消单件商品 8000 元限制。在这样的大趋势下，公司于 20 年 6 月收购海免公司 51%股权，其在海南离岛免税市场中的份额进一步提升。2021 年 6 月，受疫情影响公司暂缓香港上市进程，并于 2022 年 6 月 30 重新递交上市申请。

掌握采购和渠道优势，构筑强大壁垒。公司全球份额不断提升，2020-21 年规模达到全球第一，占全球旅游零售市场的 25%。截至 2021 年底，公司经营了 193 家店铺，包括中国大陆的 184 家免税店及港澳和海外市场的 9 家免税店，覆盖北京机场、上海机场、广州机场、香港机场、澳门机场等国际大型枢纽，设有大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港七大海关监管物流中心，与全球逾 1200 个知名品牌建立长期合作。截至 2022 年 Q1，公司的产品组合超 31.6 万个 SKU，包括香化、时尚品及配饰、烟酒、食品、有税零售等多个品类，每年为近 2 亿人次旅客提供服务。

图表 1：公司发展历程

时间	事件
1984 年	中国国务院正式授权成立中国免税品公司，为公司前身。
1989 年	在香港设立中国免税品公司的代理机构，加大免税品的海外采购和配送能力
1990 年	中国首家市内免税店——北京市内免税店开始运营
2001 年	上海市内免税店开始运营
2006 年	首次在海外市场建立零售终端，海外市场实现零突破
2008 年	中国国旅正式成立
2009 年	中国国旅登陆上交所上市，股票代码为 601888.SH
2011 年	三亚市内免税店于 4 月开始运营，为首家根据海南离岛免税政策运营的免税店
2014 年	三亚国际免税城一期于 9 月开始运营，首家海外市内免税店于 12 月在柬埔寨吴哥市开始运营
2017 年	收购日上中国 51%的股权；6 月获得北京首都国际机场国际区 T2 和 T3 标段后八年的免税特许经营权
2018 年	收购日上上海 51%的股权；7 月获得浦东国际机场和上海虹桥国际机场随后七年的免税特许经营权
2019 年	3 月获得新建的北京大兴国际机场随后 10 年的免税特许经营权
2020 年	收购海南省免税品 51%股权；三亚国际免税城二期开始运营；6 月公司更名为中国旅游集团中免股份

有限公司

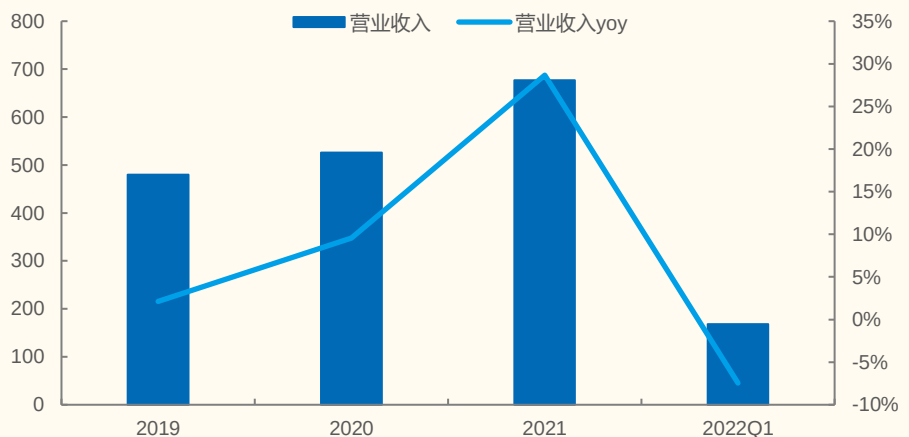
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.1.2、财务：离岛免税业绩增长点，盈利能力保持稳定

■ 营收：1Q22 免税业务拖累整体表现，时尚精品类占比提升

2019-21 年公司分别实现营收 480.13 亿元/525.98 亿元/676.76 亿元，三年复合增速达到 18.7%，其中 2021 年公司营收同比上升 28.7%，主要系海南免税店和线上销售收入增加。2022 年初受疫情管控影响部分店铺关闭，1Q22 公司收入同比-7.5%至营收 167.82 亿元，期间公司加大促销并鼓励线上购物，但疫情影响之下线下客流锐减、物流受限等仍然导致公司销售承压。

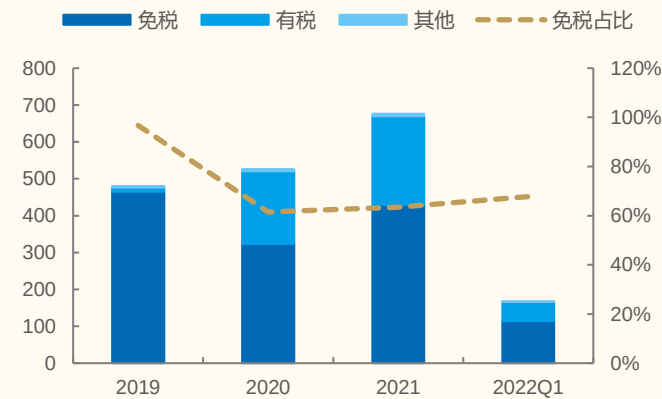
图表 2：2019-1Q22 公司营业收入及 yoy（亿元，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

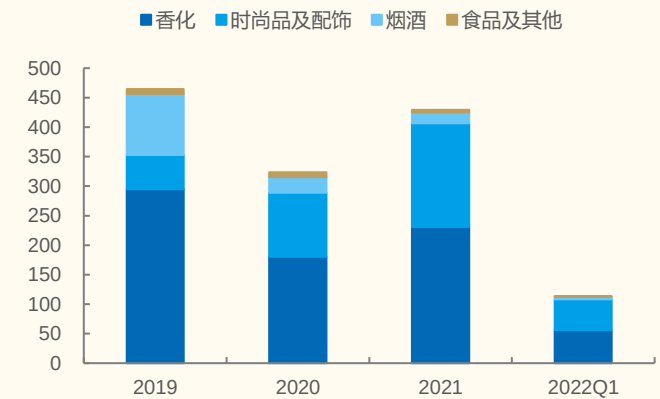
疫情影响下有税业务快速增长，时尚品及配饰占比提升显著。2019-21 年公司的免税业务收入从 464.41 亿元降至 429.36 亿元，占总收入比重下滑至 63.4%（较 19 年-33Pct）。具体来看，公司的免税业务主要包含香化、时尚品及配饰、烟酒、食品等，2021 年香化品类实现收入 230.82 亿元（+28.0%），占总收入的 34.4%，占比较 19 年下滑 27.4Pct；而时尚品及配饰品类近三年复合增速达到 44.5%，占比提升至 26.3%（+13 Pct），呈现较快的增长主要系旅客免税限额提升以及海南免税高奢品牌及精品箱包占比提升。为应对疫情的影响，公司积极探索新消费模式布局有税业务，2019 至 2021 年有税业务收入 11.51 亿元/197.08 亿元/240.06 亿元，三年复合增长 175%，营收占比从 2019 年的 2.4%提升至 2021 年的 35.5%。

图表 3：2019-1Q22 公司分业务收入及免税业务占比（亿元，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

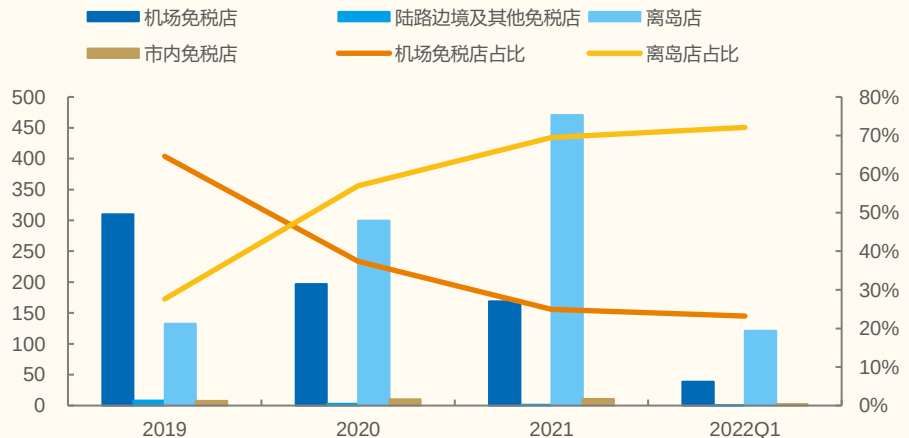
图表 4：2019-1Q22 公司免税业务分品类收入（亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

重点布局离岛免税业务，占比接近 70%。分零售渠道来看，机场免税是公司的传统业务，截至 1Q22 公司有 58 家机场免税店，主要涵盖了各大国际主要航空枢纽。2019 至 2021 年，公司机场免税店收入分别为 310.08 亿元/197.05 亿元/168.83 亿元，收入占比从 2019 年的 64.6% 下降为 2021 年的 24.9%，主要系疫情导致出入境客流锐减。而受益于免税购物限额政策放宽，2021 年公司离岛免税实现收入 470.58 亿元，近 3 年复合增速达到 52.6%，占比提升至 69.5%，在疫情导致国际出行受损背景下，成为贡献公司收入增长的主要动力。在政府对海南自由贸易港的战略定位下，预计未来公司仍将受益于有利的免税政策。

图表 5：2019-1Q22 公司分渠道收入及占比（亿元，%）



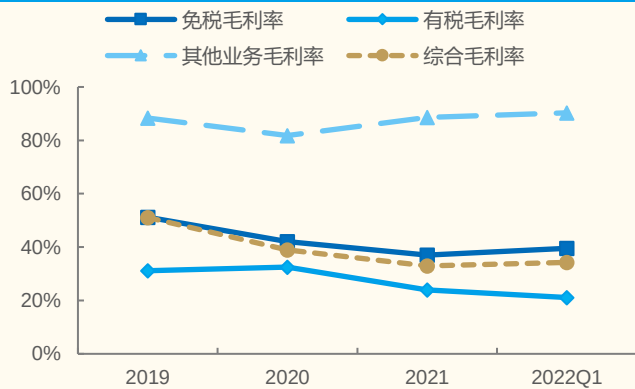
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 盈利：控费效果明显，净利率整体稳健提升

门店关闭叠加自身折扣加深，毛利率有所下滑。2019-21 年公司毛利率逐年下滑至 32.9%（较 19 年-18.2 Pct），主要系相关税项提升、折扣力度加深以及疫情导致店铺临时闭店。1Q22 公司毛利率为 34.3%（-5.1Pct）。分业务来看，2021 年免税/有税毛利率分别为 37%/24%，同比于 19 年分别-14.2Pct/7.3Pct；1Q22 免税/有税毛利率分别为 39.5%、21.1%，免税毛利率较 21 年略有改善。

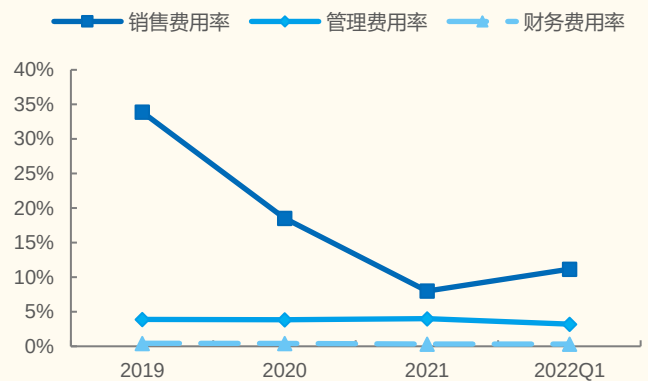
严控开支，销售费用率降幅明显。2019-21 年公司销售费用率分别为 33.9%/18.5%/8.0%，主要源于机场固定及可变租金减少。1Q22 公司销售费用率较 2021 年同期下降 1.2pct。管理费用、财务费用率整体较为稳定，1Q22 分别为 3.2%/0.4%、同比变动+0.27pct/+0.06pct。

图表 6: 2019-1Q22 公司综合及分业务毛利率 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

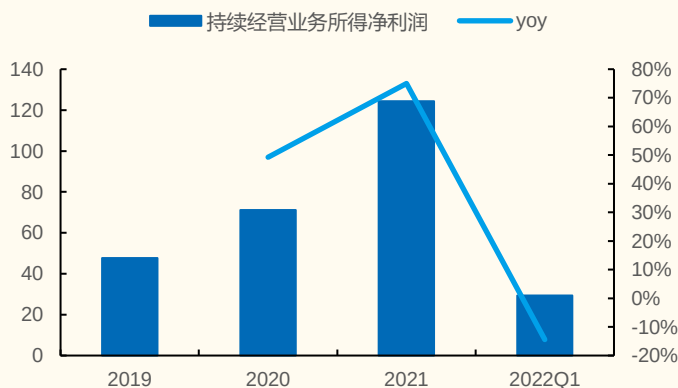
图表 7: 2019-1Q22 公司销售、管理及财务费用率 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

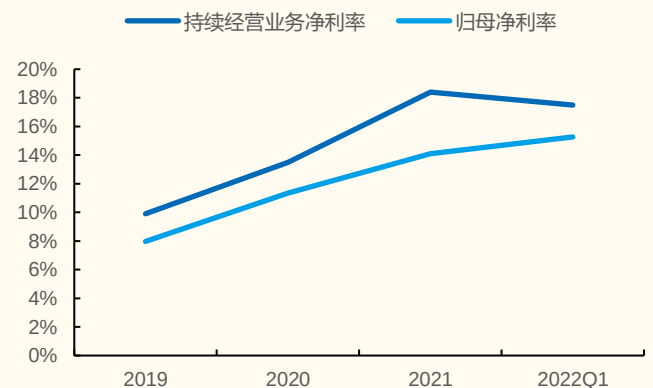
近几年盈利能力提升较快, 1Q22 受疫情拖累业绩出现下滑。2020 年公司的持续经营业务净利润为 71.09 亿元、同比增 49.3%, 增长较快主要系疫情相关租赁开支以及推广费用下降、汇兑受益增加及离岛免税和日上上海获政府补助; 21 年持续经营净利润实现 124.41 亿元、同比增长 75%, 主要系海南免税店、线上销售增加以及租金开支减少。22 年以来受限于出行管控, 1Q22 持续经营业务净利润为 29.34 亿元, 同比下滑 14.4%。净利率方面, 2021 年持续经营业务净利率、归母净利率分别为 17.5%、15.3%, 相较于 19 年分别+8.5Pct、+6.1Pct; 1Q22 持续经营业务净利率、归母净利率分别为 17.5%、15.27%, 分别同比下滑 1.4Pct、0.44Pct。

图表 8: 2019-1Q22 公司持续经营业务所得净利润及增速 (亿元, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 9: 2019-1Q22 公司持续经营业务所得净利率及归母净利率 (%)



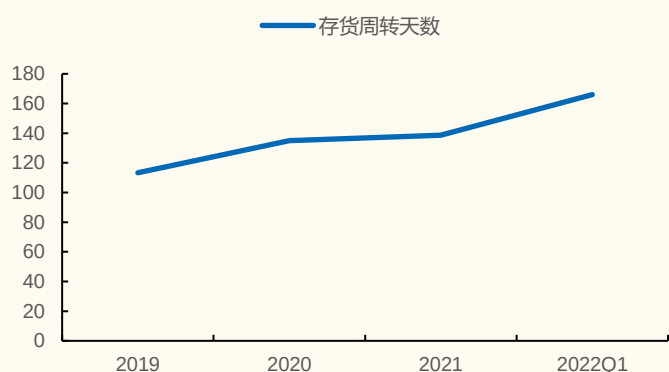
来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

■ 周转: 存货周转放慢, 应收账款周转天数处于低位

公司存货主要是从品牌公司购买的成品, 2019-21 年存货周转天数分别为 113.3/135.0/138.6 天, 2019 后存货周转天数不断增大, 与海南的业务扩张导致备货规模上升相关。2022 年 1Q 为 166 天, 环比增长明显主要源于疫情造成销售放缓。

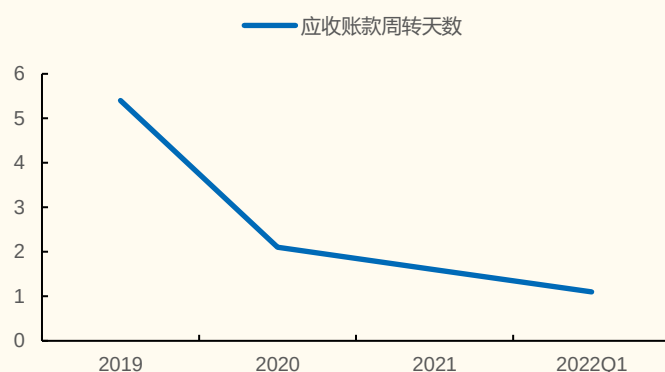
应收账款天数整体呈下降趋势, 从 2019 的 5.4 天下降到 1Q22 的 1.1 天。应收账款周转天数减少主要由于批发业务采用赊销、销售量减少以及 2019 年出售中国国际旅行社所致。

图表 10: 2019-1Q22 公司存货周转天数 (天)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 11: 2019-1Q22 公司应收账款周转天数 (天)

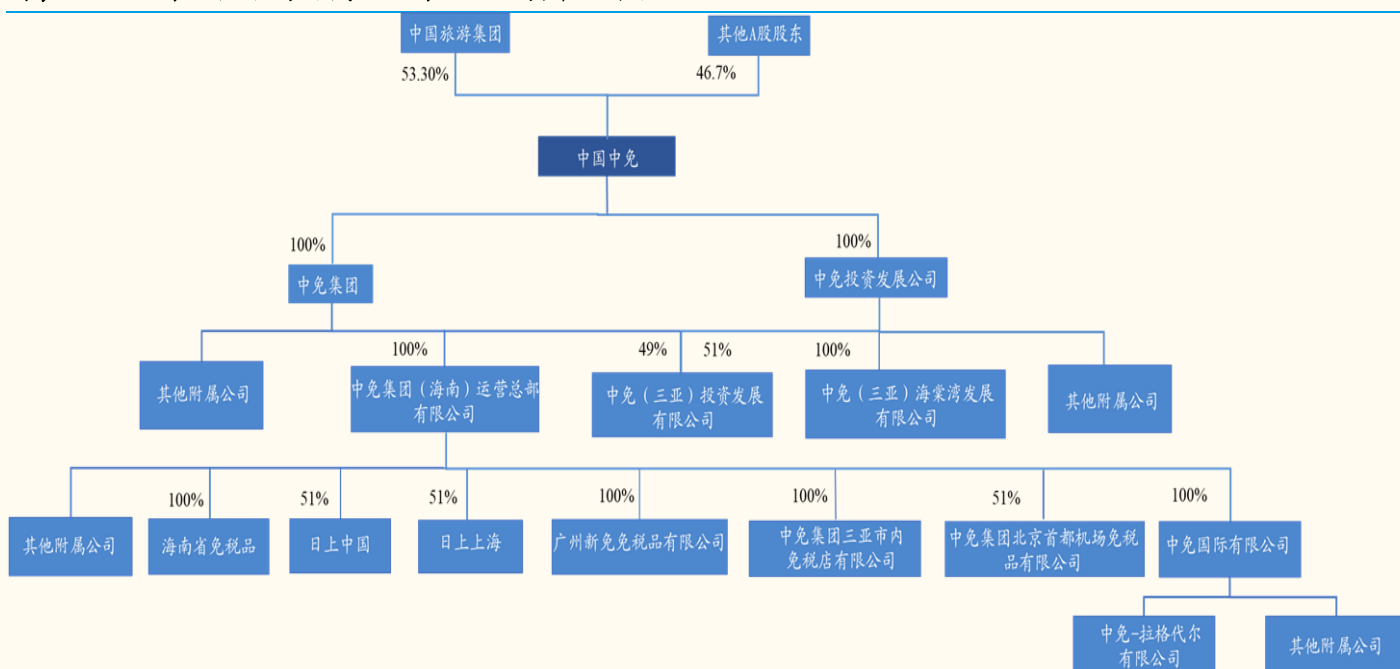


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.1.3、股权结构: 国企背景股权结构稳定, 收购巩固龙头地位

公司控股股东为中国旅游集团, 国资委为公司实际控制人。截至 1Q22, 中国旅游集团持股比例 53.3%, 公司股权结构比较稳定。公司多年来深耕免税行业, 不断收购增强实力, 公司分别于 2017、2018 和 2020 年收购日上中国、日上上海及海南省免税品, 不断扩大免税版图。并且, 为了解决与控股股东的同业竞争问题, 公司于 2021 年 12 月收购中国港中旅资产经营公司, 进一步提高竞争力, 增强免税业务实力, 有效稳固了行业龙头地位。

图表 12: 公司股权结构 (截至公司招股说明书披露)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.1.4、募资用途

公司计划将本次募资用于: 1) 投资 8 家机场免税店、20 间其他口岸免税店和 20 间有税旅游零售项目; 开设 6 间海外市内免税店、11 家本土市内免税店和 6 间邮轮免税店; 扩建海口国际免税城及三亚国际免税城。2) 选择性收购 2-3 家海外旅游零售运营商, 改善供应链效率, 升级信息技术系统, 完善会员体系。3) 包括但不限于对中免国际有限公司增资。

图表 13：公司募集资金用途规划

募集资金	具体资金用途
巩固国内渠道	投资 8 家机场免税店，尤其是在其翻新、采购及运营方面
	投资 20 家其他口岸免税店，包括陆路边境、火车站、跨境汽车站及港口的口岸免税店
	投资 20 家有税旅游零售项目，包括机场及其他主要交通枢纽的有税店
	投资市内免税店：11 家市内免税店的翻新、采购及运营；扩建海口国际免税城、三亚国际免税城
扩建境外渠道	开设 6 家境外市内免税店，进一步扩大香港及澳门市内免税店的网络
	扩展海外口岸免税店，寻求获得亚洲机场免税特许经营权并另开多间免税门店
	扩展 6 家邮轮免税店
	选择性地收购两至三间海外旅游零售运营商
改善供应链效率	用于开发深圳前海及三亚海棠湾物流中心
	升级现有供应链：升级国内物流中心，招聘及培训供应链人员
	巩固上游采购体系：收购或投资上游品牌；优化海外商品采购组合；招聘及培训专业采购人员
市场推广和进一步完善会员体系	市场推广：广告及品牌推广活动；招聘及加强市场推广团队
	会员体系建设，吸引新客户参与会员计划以及提升现有会员的会员权益

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2、竞争力：全牌照+运营+渠道优势突出，核心壁垒深筑

1.2.1、免税行业领军者，拥有免税全牌照

截至 2021 年，公司是国内唯一一家持有所有种类免税店经营牌照的集团。作为最早拿到免税牌照的运营商之一，公司先发优势突出，自 1984 年成立以来，持续推动中国免税行业发展。公司分别于 2011 年开设中国第一家离岛店、2014 年开设中国第一个旅游零售综合体及 2018 年开设中国第一家邮轮免税店。经过多年发展公司建立了全国最大和最全面的免税零售网络，拥有全国最多的免税零售网点，截至 1Q22，公司在全国各地及海外共经营 183 间免税店，是中国免税行业当之无愧的领军者。

图表 14：公司及竞争对手持有牌照情况

公司名称	持有牌照
中免	口岸免税、离岛免税、市内入境/出境免税
海发控	离岛免税
海旅投	离岛免税
珠免	口岸免税
中出服	市内入境免税、离岛免税（市内）
深免	口岸免税、离岛免税
王府井	口岸免税、离岛免税、市内免税

来源：公司招股说明书，各公司官网，国金证券研究所

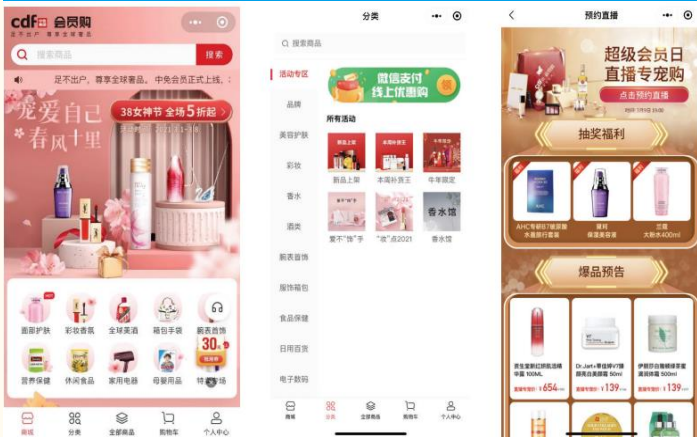
1.2.2、运营优势：数字化助力线上平台布局，与供应商合作深厚

疫情加快数字化部署，「cdf 会员购」等线上平台启动。为满足疫情下顾客需求，公司自 2020 年 2 月起推出“cdf 会员购”等线上平台，180 日内到访海南的顾客可以通过线上进行采购。打通线上渠道一方面有效冲淡疫情导致的线

下客流下降且降低租金成本，2021 年线上平台实现收入 319 亿元、同比增长 29.7%，其次线上反馈的销售数据有助于公司完成精准采购与定价。

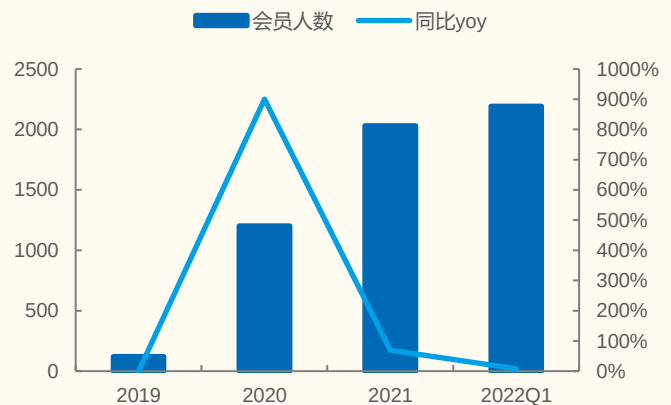
优化会员体系，提高客户留存率。2021 年 2 月，为了建立统一的品牌形象，巩固客户服务能力，公司完成集中式 CRM 部署，设立基于会员积分的综合会员体系，客户可以在全渠道零售销售网络兑换会员积分用作抵现，有效提高客户忠诚度和复购率，据公司招股书，在中免店铺购买过免税商品的顾客中，99.5%愿意再次光顾。2019-21 年期间公司会员数复合增长率达到 311.3%，截至 1Q22 会员数量已经达到 2190 万人，线上成为吸引消费者注册会员的重要渠道。公司持续提供品类齐全的商品，且会员福利制度不断完善，有助于新会员加入与老会员复购提升。

图表 15: CDF 会员购小程序内页



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 16: 2019-1Q22 公司会员人数 (万人, %)



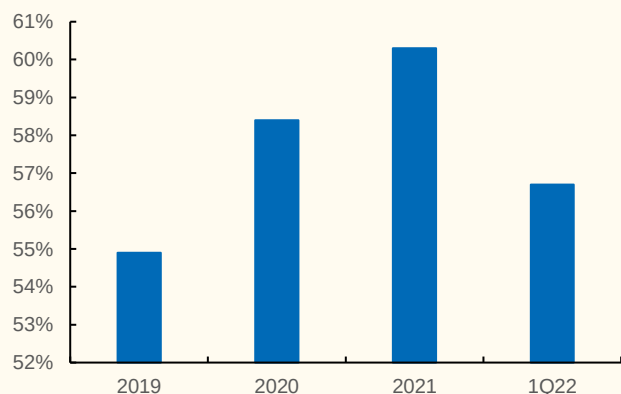
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

与品牌建立长期合作，产品结构丰富。截至 1Q22，公司已与全球 1200 多家知名品牌建立长期稳定合作，包括 145 个香化品牌、253 个时尚品及配饰品牌、540 个烟酒品牌和 270 个食品及其他品牌，在入驻品牌资源上领先于其他国内免税运营商。公司销售的产品超过 31.6 万个 SKU，香化涵盖了包括 Dior、Estee Lauder、Lancome 和资生堂等多个一线国际品牌，时尚品及配饰涵盖了包括 Cartier、Hermes 和 Prada 等全球最顶尖的品牌。公司同时引入小众品牌及潮牌，吸引年轻人群进行消费。

集采模式保障供应稳定性，降低采购成本。公司采用集中采购模式，直接从全球各大品牌原产地采购产品，建立强大竞争优势。一方面截至 1Q22 公司已拥有超过 430 家供货商，前五大供应商的采购总额占比 50%以上，公司与前五大供应商已经建立了 3-23 年的业务关系，稳固的合作保证供货稳定；另一方面，提高采购规模能有效提升公司议价能力，降低采购成本，进一步提升公司的利润空间。

另外，公司已建立起中国唯一覆盖全国的免税物流配送体系。公司在大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港建设七个覆盖全国营运的物流中心，并且正在海口兴建新的智能化物流中心，针对珠宝、酒类及其他高端产品制定严格的分类体系和配送标准。同时，采用数字化的仓库管理系统，使公司够密切监控供应链中货物的动向，智能地规划最佳物流路线，不断缩短将货品运至零售店以及从仓库运输到机场的时间，大大提升运输效率，改善客户购物体验。

图表 17: 2019-1Q22 公司前五大供应商占比 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 2021 年公司前五大供应商合作情况

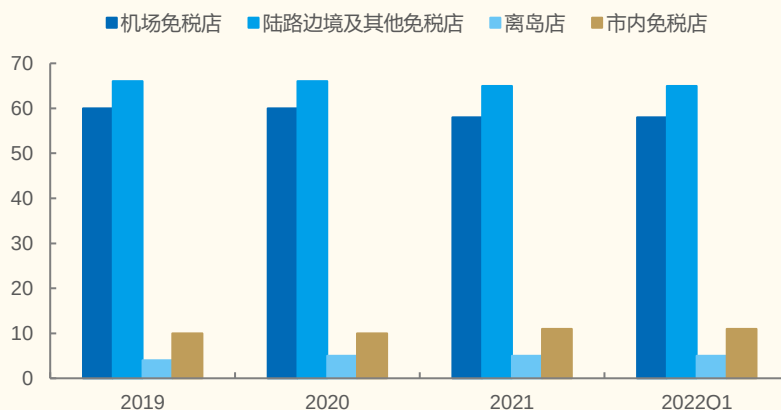
供应商	期间向供应商采购的产品	约占采购比重	合作开始年份
供应商 B	香水及化妆品	28.6%	2005
供应商 D	香水及化妆品	12.9%	2005
供应商 E	香水化妆品、时尚品及配饰	6.4%	2005
供应商 G	化妆品	6.2%	2019
供应商 H	腕表及珠宝	6.2%	2005

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2.3、覆盖全免税零售渠道, 卡位有利位置

公司的零售网络包括免税店、有税店和旅游零售综合体。公司拥有全国最多的免税店, 截至 2022 年 Q1, 公司拥有 123 家口岸免税店, 包括 58 家机场免税店、46 家陆路边境免税店以及 19 家其他免税店。

图表 19: 2019-1Q22 公司分渠道门店数 (家)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

口岸免税店: 传统零售渠道, 占据绝对优势。机场免税店是公司开展免税业务的主要渠道之一, 贡献超过 20% 的收入。公司掌握多个世界主要交通枢纽, 包括按 2019 年爆发新冠疫情前国际旅客吞吐量前十名中的九家机场, 尤其是北京首都国际机场、上海浦东国际机场和广州白云国际机场。公司的机场店铺都位于机场出发和到达区域, 通常位于客流较大的中心区域。海外免税方面, 公司获得香港国际机场免税烟酒特许权和澳门国际机场免税经营牌照, 未来将进一步开拓海外市场, 扩大全球布局。

离岛店: 卡位布局, 免税店数量、面积及位置均处于领先。公司占据了海南核心免税渠道, 在海南共建设 5 家门店, 包括 2 家机场免税店、2 家市内免税店以及三亚国际免税城。公司拥有海口美兰国际机场和三亚凤凰国际机场两大机场的独家免税经营权, 并在海口市区的核心地段以及博鳌亚洲论坛会址区域建立了海口日月广场免税店、博鳌免税店两家免税店。三亚国际免税城占据三亚海棠湾的有利位置, 面积超 7 万平方米, 为游客提供休闲免税购物一站式体验。

三亚国际免税城已成为海南省地标之一, 截至 1Q22, 三亚国际免税城一期共经营 642 个零售品牌, 涵盖 30 个免税品类别, 二期经营 66 个零售品牌。三亚国际免税城营收从 2019 年的 104.65 亿上升至 2021 年的 348.11 亿元, 年复合增速 82.4%, 在国内购物中心中排名第一。2021 年三亚国际免税城日均收入达 0.95 亿元, 国际黄金周期间日均接待游客 2.1 万人, 日均收入 1.72 亿元。

得益于三亚国际免税城的成功经验，公司 2019 年起在海口市建设海口国际免税城，预计面积达 15 万平方米，2022 年 9 月开始营业。海口国际免税城是一个以免税业务为核心，集有税零售、餐饮、娱乐、休闲、酒店等业务于一体的旅游零售综合体，有望成为海南一座新地标。

图表 17：公司离岛店

城市	门店	面积（万平方米）
三亚	三亚国际免税城	7.2+6.4
	三亚凤凰机场免税店	0.68
海口	海口日月广场免税店	2.2
	海口美兰机场免税店	1.8
	海口国际免税城（在建）	15
琼海	博鳌免税店	0.42

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 18：三亚国际免税城



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

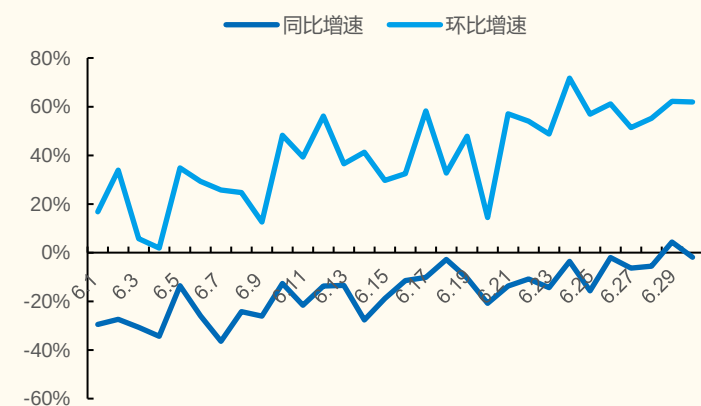
市内免税店：发挥协同效应，政策有待进一步放开。公司共经营 11 家市内免税店，包括中国境内 6 家市内免税店和海外 5 家市内免税店，针对外籍人士和港澳台居民。客户可以在市内免税店下单，并在机场免税店或接机区领取商品，从而形成了口岸店与市内店的协同效应。预计未来几年将出台新的市内免税店政策，利好公司市内免税业务。

1.3、行业：旅游零售市场逐步复苏，市场高度集中

1.3.1、海南客流回暖，离岛免税反弹在即

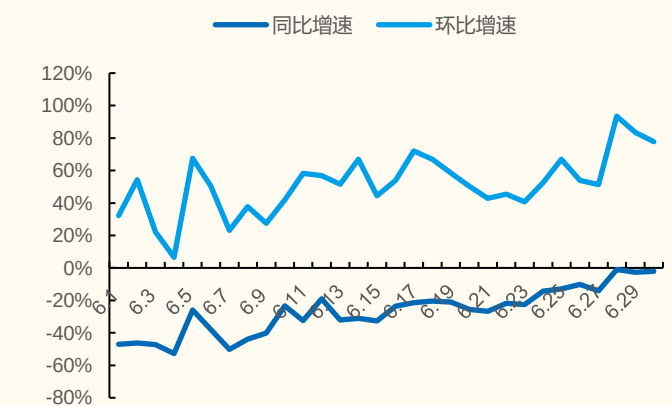
海南两大机场航班数量同比降幅明显收窄。22 年 6 月海口美兰机场航班数量达到 8816 架，同比下滑 15.9%，环比于 5 月增长 40%；三亚凤凰机场航班数量达到 6663 架，同比下降 26.7%，环比 5 月增长 51.4%。两大机场 6 月单日航班数改善趋势显著，且与去年同期的差距在不断收窄，疫情后海南旅游出现回暖迹象。

图表 20：22 年 6 月海口美兰机场实际航班量同比、环比增速（%）



来源：航班管家，国金证券研究所

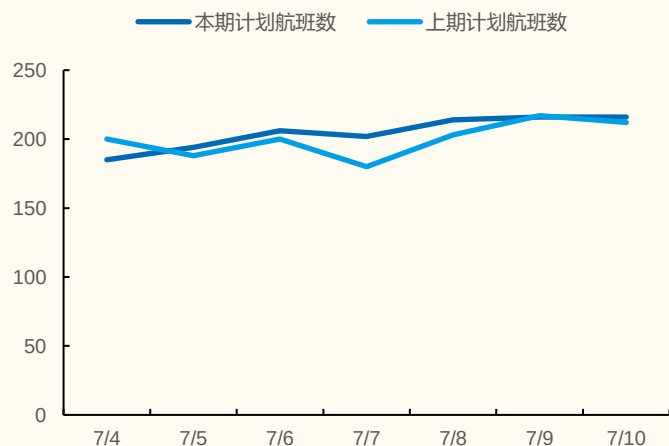
图表 21：22 年 6 月三亚凤凰机场实际航班量同比、环比增速（%）



来源：航班管家，国金证券研究所

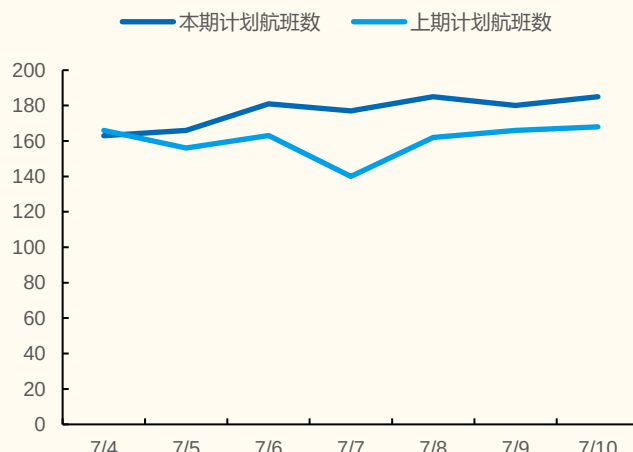
计划航班数回升，反弹趋势较为明确。7 月 4 日-7 月 10 日，海口美兰机场单日计划航班数量从 185 架增至 216 架，未来 7 日计划总航班数达到 1433 架，同比增长 2.4%；而三亚凤凰机场单日计划航班数从 165 架增至 180 架，未来 7 日航班数量达到 1237 架，同比增长 10.4%，未来一周航班数预计将逐日递增，疫后海南地区旅游景气度有望回升。

图表 22: 未来一周 (7 月 4 日-10 日) 海口美兰机场计划航班数 (架)



来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表 23: 未来一周 (7 月 4 日-10 日) 三亚凤凰机场计划航班数 (架)



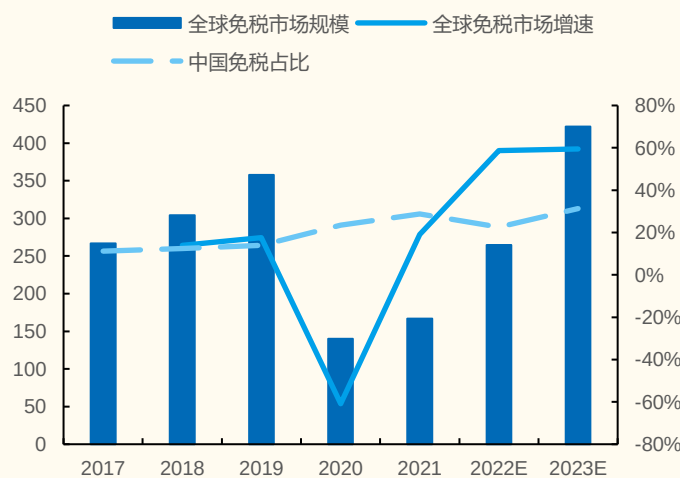
来源: 航班管家, 国金证券研究所

1.3.2、规模: 中国旅游零售市场快速发展, 离岛免税逆势增长

2017-2019 年全球旅游零售市场增长稳健, 年复合增长率达到 12.9%, 2021 年市场规模达到 2719 亿元, 其中免税零售市场规模为 1668 亿元, 恢复至 19 年的 54.4%。亚洲的旅游零售市场是全球增长最快的市场之一, 2017-19 年复合年增长率为 21.2%, 2021 年亚洲旅游零售市场规模为 2181 亿元, 其中免税零售达到 1668 亿元。

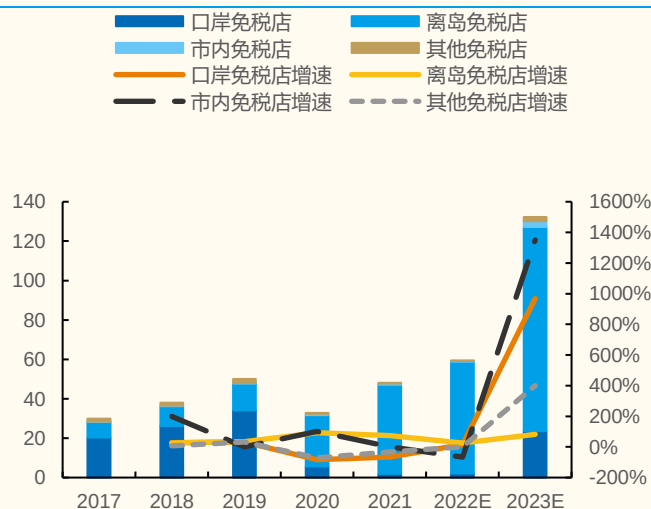
中国旅游零售市场增长势头强劲, 政策利好免税市场。中国旅游零售销售收入由 2017 年的 573 亿元增至 2019 年的 910 亿元, 年复合增长率为 25.9%。2020-21 年疫情快速控制叠加政策推动, 中国旅游零售市场疫情后较快实现恢复, 2021 年行业规模仍达到 808 亿元。具体到免税零售, 中国的免税品市场在全球地位日益增加, 占全球免税零售的 28.8% (占比较 17 年上升 17.6Pct)。口岸及离岛免税店是中国最大的免税渠道, 合计占比达到 97.9%, 疫情前口岸免税店占主导地位; 而疫情在相关政策驱动下, 中国离岛免税店的销售额大幅增长, 2019 年至 2021 年期间复合年增长率达到 83.0%。

图表 24: 2017-23E 全球免税营运市场的市场规模 (十亿元, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 25: 2017-23E 中国免税品分渠道旅游零售市场规模 (十亿元, %)



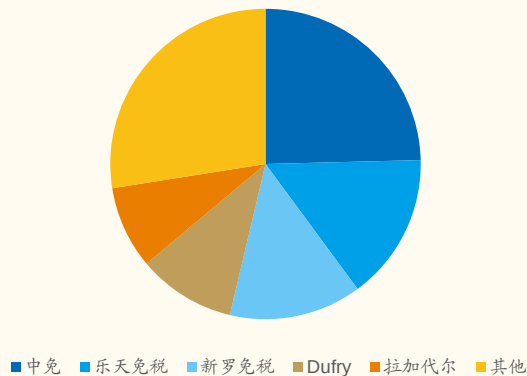
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.3.3、格局: 我国免税市场高度集中, 中免一家独大

全球旅游零售市场集中度较高，CR5 达 72.5%，中免以 24.6% 的市场份额位列第一，较第二名的乐天免税高出 9.3pct。我国免税市场 CR5 高达 98.5%，而中免占比 86.0%，远超其他公司，海发控和海旅投依托于离岛免税市场的蓬勃发展，2021 年市占率分别达到 4.1%/3.6%。

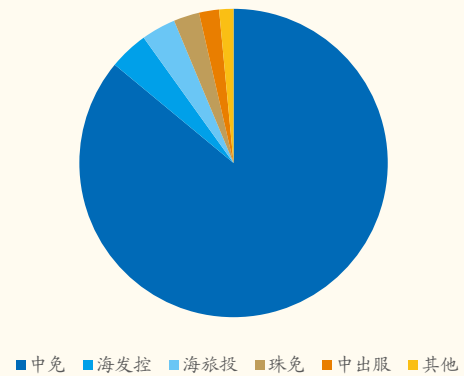
中免为唯一全牌照经营者、优质的渠道资源下市占率遥遥领先。竞争对手中海发控和海旅投于 2020 年获得离岛免税牌照，进入时间较晚。受益于海南离岛免税政策，市占率从 2020 年的不到 2% 提升至 2021 年的 4.1%/3.6%。海发控经营的海控全球精品免税城面积达 3 万 m²，海旅投经营的三亚海旅免税城营业面积达 9.5 万 m²，经营超 884 个品牌。有别于中免从全球各大品牌商直接采购，海发控、海旅投的供货商分别为 Dufry、拉格代尔，成本优势和规模优势不及中免。珠免和中出服 2021 年市占率分别达 2.7%/2.1%，较 2020 年分别增加 -3pct/1pct。

图表 26：全球旅游零售市场格局（%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 27：中国旅游零售市场格局（%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 28：各公司持有免税牌照及开设门店

公司	持有牌照	口岸免税店	离岛免税店	市内免税店
海发控	离岛免税	-	海控全球精品免税城	-
海旅投	离岛免税	-	三亚海旅免税城	-
珠免	口岸免税	天津滨海国际机场免税店、南宁吴圩机场免税店等	-	-
中出服	入境免税、市内免税、离岛免税（市内）	大连周水子国际机场免税店、重庆江北国际机场免税店等	中服国际免税购物公园	北京、上海、青岛、郑州、大连、南京、杭州、哈尔滨等城市
深免	口岸免税、离岛免税	深圳宝安机场、西安咸阳机场等	海口观澜湖免税城	-
王府井	口岸免税、离岛免税、市内免税			

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.4、风险提示

全国疫情恢复低于预期：22 上半年国内疫情多点爆发导致前往海南旅游购物消费者人数锐减，若下半年疫情恢复较慢或再度加剧，可能导致公司离岛免税业务销售受到严重影响。

免税牌照政策放宽导致竞争加剧：当前公司在国内免税市场份额处于绝对领先，若免税牌照政策放宽或引入国际免税企业入驻，可能导致国内免税行业竞争加剧，从而导致公司份额受到侵蚀。

1.5、本周投资建议

疫后消费、出行复苏大背景下，建议重点关注免税龙头**中国中免**；品牌服饰端建议关注品牌势能领先、疫后预计率先复苏，当前估值处于历史低位的**李宁**，业绩逐季提升、显著受益于海外出行恢复的**新秀丽**；纺织制造端建议关注客户优势显著、后续产能扩张计划明确的**华利集团**，棉袜业务增长稳健、无缝客户显著优化的**健盛集团**。

2、上周行情回顾

上周上证综指、深证成指、沪深 300 分别上涨 1.13%、涨 1.37%、涨 1.64%，纺织服装板块涨 1.28%，其中纺织板块跌 1.00%，服装板块涨 1.38%。

板块对比来看，纺织服装最近一周涨幅在 28 个一级行业板块中位列第 18。

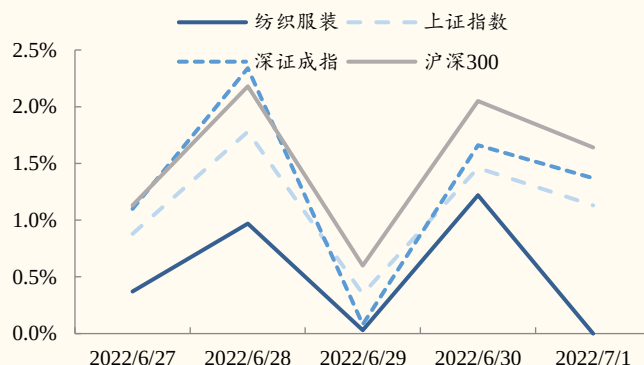
个股方面，华升股份、*ST 雪发、嘉麟杰涨幅居前，华利集团、天首退（退市）、康隆达跌幅居前。

图表 29：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅 (%)
上证指数	1.13
深证成指	1.37
沪深 300	1.64
纺织服装	1.28
纺织制造	-1.00
服装家纺	1.38

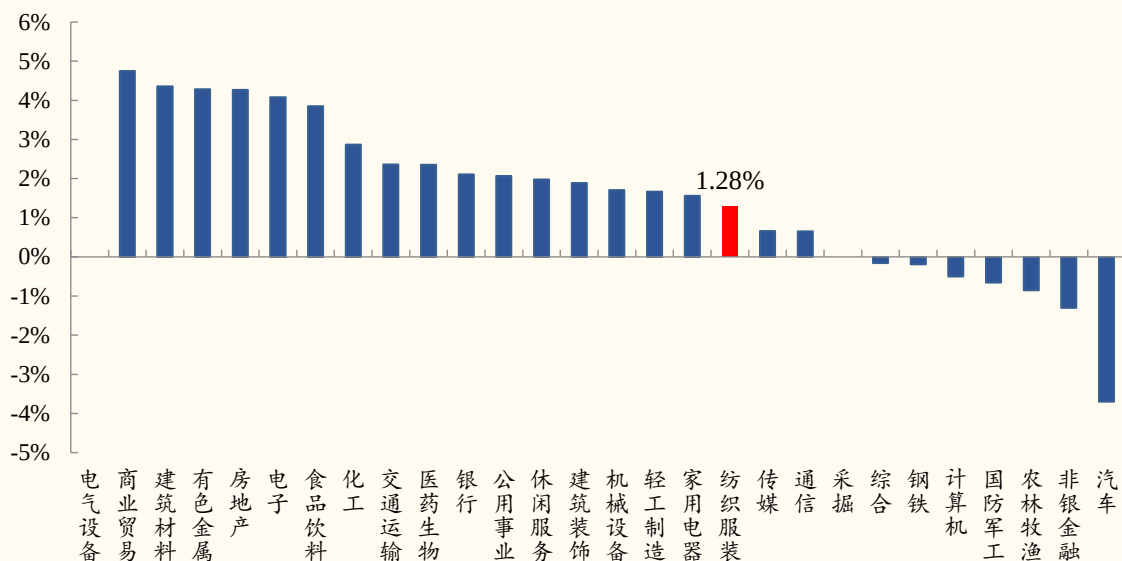
来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31: 上周各板块涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 近一周纺织服装行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价 (元)	上周涨跌幅 (%)	上周成交量 (万股)
600156.SH	华升股份	5.34	19.73	9,928
002485.SZ	*ST雪发	3.14	18.94	2,855
002486.SZ	嘉麟杰	3.21	16.73	14,337
002291.SZ	星期六	20.14	14.82	23,674
3998.HK	波司登	4.15	11.44	22,118

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 近一周纺织服装行业跌幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价 (元)	上周涨跌幅 (%)	上周成交量 (万股)
300979.SZ	华利集团	68.04	-11.35	995
000611.SZ	天首退 (退市)	1.39	-7.33	1,897
603665.SH	康隆达	51.98	-7.10	700
603908.SH	牧高笛	93.48	-6.84	574
000982.SZ	中银绒业	2.18	-5.22	45,246

来源: Wind, 国金证券研究所

3、行业新闻动态

■ 李宁的非凡中国向港交所主板申请上市 (中服圈 2022/07/01)

6月30日, 非凡中国控股有限公司向港交所主板递交上市申请, 野村国际(香港)为其独家保荐人。这是继2018年1月、2018年7月, 非凡中国公司再次向联交所递交建议转板上市的申请。

非凡中国是一家多品牌运营商, 主要从事运动及生活服饰和鞋类的设计及开发、品牌推广及销售以及通过多品牌战略提供的运动体验。其中, 在多品牌鞋服业务方面, 公司管理四个主要鞋服品牌, 即堡狮龙、bossini.X、LNG及Amedeo

Testoni; 体育目的地开发业务包括管理及运营体育园、运动中心及滑冰场; 体育队伍及赛事管理业务方面目前管理三个电竞俱乐部以参加职业电竞锦标赛, 包括 LNG 电竞俱乐部、LNG.M TEAM 以及 LNG Academy。非凡中国的客户主要为多品牌鞋服分部的消费者及第三方经销商, 及体育目的地发展分部的地方政府、私人企业及当地居民, 以及体育队伍及赛事管理分部的体育赛事赞助商及电竞锦标赛主办方。供应商主要包括多品牌鞋服分部的 OEM 供应商, 及体育目的地发展分部的公用事业供应商及教练, 以及体育队伍及赛事管理分部的体育赛事主办方。

值得注意的是, 2011 年非凡中国曾在 8 月 31 日提出收购李宁有限公司 30.9% 的股权, 但收购进展并不顺利。非凡中国一旦拥有李宁公司 30.9% 的股份即为大股东, 但当年仅仅注入了体育经纪资产的非凡中国显然无法吞下李宁公司这只大象。该笔收购被香港证监会裁定为反收购, 收购交易无效, 除非非凡中国能以 IPO 的方式上市, 否则其无法收购李宁公司。

■ 滔搏去年营收 318 亿, 3-5 月销售下滑 20-30% (中服圈 2022/06/30)

6 月 30 日, 滔搏发布 2022 财年年报。公司在 2021 年 3 月 1 日-2022 年 2 月 28 日实现营业收入 318.76 亿元, 同比下降 11.48%, 归属母公司净利润 24.46 亿元, 同比下降 11.68%。2022/23 财年 Q1 季(2022 年 3 月 1 日至 5 月 31 日的三个月), 公司销售按年同比录得 20-30% 高段下跌。截至 5 月 31 日, 直营门店毛销售面积较上一季末减少 2.0%, 较去年同期增加 2.8%。截至 2022 年 2 月 28 日, 运营 7695 家直营店铺网络, 与 2021 年 2 月 28 日相比, 总门店数净减少 311 家, 毛销售面积同比增加 5.4%。

对于滔搏 Q1 销售录得 30% 下跌, 中金公司点评到: 主要因国内疫情影响销售(同期内, 公司主力品牌之一 Nike 大中华区收入同比下滑 20%; 可比公司宝胜国际收入同比下滑 34%)。根据弗若斯特沙利文的数据, 就零售额而言, 滔搏公司是中国最大的运动鞋服零售商, 二零一八年于中国运动鞋服零售市场的市场份额为 15.9%。公司通过自身的平台销售主要国际运动品牌产品, 于往绩记录期间, 就进货金额而言, 公司分别为耐克及阿迪达斯在中国最大的零售合作伙伴及客户。“女鞋第一股”6 亿转让鞋履业务

■ “女鞋第一股”星期六 6 亿转让鞋履业务 (中服圈 2022/06/29)

继两年前出售鞋履业务生产部门后, 6 月 27 日晚, 星期六发布公告称, 为进一步推进公司经营战略, 以最终实现专注向品牌管理、供应链管理的“轻”资产运营模式转型, 拟在广东股权交易中心股份有限公司以挂牌方式转让持有的子公司佛山星期六鞋业有限公司(以下简称“星期六鞋业”)100% 股权, 首次挂牌转让底价不低于 6.02 亿元。若首次挂牌转未成, 则将以首次挂牌转让底价的 80% 为底价进行第二次挂牌转让。本次转让的交易对象尚未确定。

近几年女鞋行业陷入了严重的同质化竞争状态, 企业差异化较弱, 企业之间拼价格、拼流量、拼促销手段, 反而使企业的利润下滑。同时, 电商的兴起冲击了传统的零售店鞋业, 使传统行业面临较大危机, 星期六选择剥离鞋业务, 符合企业的策略定位。

星期六于 2009 年挂牌上市, 成为国内第一家 A 股上市的女鞋企业, 也被冠以“女鞋第一股”。上市当年, 星期六的营收为 8.8 亿元, 归母净利润为 1.14 亿元。在之后的数年间, 星期六的归母净利润处于持续下降状态。2021 年, 星期六亏损 6.99 亿元, 同比下降 2980.9%, 这是公司上市以来亏损额度最大的一年。针对大幅亏损, 星期六将部分原因归结于鞋履业务的下滑。星期六在公告中表示, 疫情反复对线下商业销售冲击较大, 从而对公司鞋类库存的消化造成了极大影响, 加上公司因业务转型而产生的额外费用, 导致鞋履业务全年均处于经营亏损状态。业内人士表示, 近几年, 星期六鞋履业务亏损严重, 此次剥离也是为了甩掉业绩包袱, 轻装上阵。根据公告信息, 星期六鞋业近两年处于亏损状态, 从单体口径来看, 2020 年星期六鞋业实现营收 4814.78 万元, 净亏损 710.94 万元; 2021 年实现营收 1.15 亿元, 净亏损 4798.28 万元。而从合并口径来看, 2020 年至 2021 年公司净亏损达 7748.78 万元。

■ Lycra 莱卡集团控股权易手, 由山东如意集团的债权人组成的财团成为新东家 (华丽志 2022/06/29)

美国服饰和高级面料供应商 Lycra (莱卡) 宣布, 由投资机构 Lindeman Asia、Lindeman Partners Asset Management、Tor Investment Management 和中国光大控股组成的财团 (以下简称“新股东”) 取得了公司的全部控股权。新股东均为莱卡前所有人, 山东的如意纺织服装国际集团的债权人。

2019 年 1 月 31 号, 如意集团以 26 亿美元的价格从正式从英威达旗下的科氏工业集团 (Koch Industries) 手中收购了莱卡, 并为这笔交易借款约 10 亿美元。交易完成后, 新公司被命名为美国莱卡集团, 如意成为莱卡集团的控股股东, 以独立子公司进行运营, 保持其独特的定位、企业愿景、发展战略及组织架构。今年 2 月, 因为山东如意出现债务违约行为, 债权人宣布对如意集团发起强制执行行动。债权人表示, 其针对如意的“执法行动”包括任命 Alvarez & Marsal 作为接管人, 并将“采取措施获得该公司的完全股权控制”。

莱卡公司拥有包括 LYCRA® (莱卡®), COOLMAX® 和 THERMOLITE® 在内的世界知名的功能性面料品牌, 业务合作伙伴遍布全球。此外, 莱卡公司还拥有多样化和广泛的创新能力, 拥有逾 800 项专利, 与全球众多生产商、品牌和零售商建立起了长期的战略关系。随着新的所有权和管理机制的确立, 莱卡公司将继续专注于加速实现自身愿景, 包括促进循环经济的可持续解决方案、发展和扩大更广泛创新材料的战略技术伙伴关系, 以及正在进行的数字化转型计划。这些计划获得了新股东的鼎力支持。新股东将与董事会密切合作, 制定业务和运营计划, 提高长期价值创造。新股东一致承诺进一步帮助莱卡公司加强财务实力, 实现长期增长。

■ 耐克大中华区 3-5 月销售额下降 19%, 全年营收 467 亿美元 (中服圈 2022/06/28)

6 月 27 日, 耐克发布截至 2022 年 5 月 31 日的 2022 财年第四季度业绩报告。第四财季收入 122.3 亿美元, 同比下降 1%, 市场预期 121.3 亿美元; 第四财季毛利率 45%, 下降 80 个基点; 净利润 14.4 亿美元, 同比下降 5%。耐克第四财季销售和管理费用同比增长 14%。耐克表示, 目前工厂停工问题已得到解决, 但受新冠防控影响, 物流仍然不畅, 第四财季库存膨胀了 23%。

纵观整个 2022 财年, 耐克实现营收 467 亿美元, 同比增长 6%; 净利润同比增长 6% 至 60.46%。从渠道看, 耐克贯彻的 DTC 转型获得可观成绩, 四季度 NIKE Direct 收入为 48 亿美元, 同比增长 7%; 相反, 耐克批发业务收入则同比下降 7% 至 68 亿美元。全年 NIKE Direct 营收达 187 亿美元, 同比增长 14%; 其中, 耐克品牌数字业务增长 18%, 耐克自营门店收入增长 10%。从品牌看, 耐克品牌四季度营收为 117 亿美元, 同比微降 1%; 整个财年收入为 444 亿美元, 同比增长 5%。匡威占比仍不多, Q4 销售额为 5.93 亿美元, 全年为 23 亿美元, 同比增长 6%。从区域看, 耐克 2022 财年营收增长主要来自于欧洲、中东和非洲地区, 大中华区四季度营收为 15.6 亿美元, 同比下降 19%; 全年营收为 75.47 亿美元, 同比下降 9%。耐克表示, 大中华区业绩下降主要由疫情导致的库存、物流及运输成本的增加影响。

现阶段, DTC 转型和线上业务为耐克发力点, 电商销售比重不断增大。今年 6 月 7 日, 耐克宣布其计划中的自有数字平台转型将在 7 月启动。据悉, 新的耐克中国数字生态系统将包括 Nike App、Nike.Com、SNKRS App、Nike 微信小程序、NTC 微信小程序等自有数字平台; 在战略合作伙伴天猫平台布局的三家旗舰店和一家官方奥莱店; 以及在商店零售端推出的门店企业微信。值得注意的是, 该公司董事会还批准了一项为期 4 年、价值 180 亿美元的股票回购计划。

4、公司动态

图表 34: 上周 (2022/06/27-2022/07/01) 重点公司公告

证券代码	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
002293.SZ	罗莱生活	2022/7/1	减资	2021 年限制性股票激励计划激励对象中 9 人因个人原因离职, 失去本次限制性股票激励资格, 对其持有的 2021 年限制性股票激励计划中尚未解锁的全部 60 万股限制性股票进行回购注销的处理。

证券代码	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
002397.SZ	梦洁股份	2022/6/30	股权质押	公司持股 5%以上股东李建伟将其所持 2500 万股进行股权质押，占公司总股本 3.30%。
002293.SZ	罗莱生活	2022/6/29	股东分红	以公司现有总股本 8.38 亿股为基数，向全体股东按每 10 股派 6 元人民币现金。
002291.SZ	星期六	2022/6/28	股权质押	公司 5%以上的股东谢如栋将其所持 2396.36 万股进行股权质押，占公司总股本 2.63%。

来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：重点公司 2021 年报及 1Q22 业绩同比增速（%）

证券代码	证券简称	营收增速（%）		归母净利润增速（%）	
		2021	1Q22	2021	1Q22
品牌服饰-A 股					
002563.SZ	森马服饰	1.41%	0.22%	84.50%	-40.74%
603877.SH	太平鸟	16.34%	-7.93%	-4.99%	-6.44%
600398.SH	海澜之家	12.41%	-5.01%	39.60%	-14.17%
002832.SZ	比音勒芬	18.09%	30.06%	25.20%	41.29%
603587.SH	地素时尚	13.00%	-9.20%	9.47%	-23.07%
603808.SH	歌力思	20.42%	17.18%	-31.72%	-49.67%
003016.SZ	欣贺股份	14.66%	-7.46%	61.07%	-34.29%
603839.SH	安正时尚	-14.37%	-29.96%	-64.70%	-72.98%
002154.SZ	报喜鸟	17.52%	16.43%	26.70%	13.72%
600177.SH	雅戈尔	18.57%	255.28%	-29.15%	260.52%
002029.SZ	七匹狼	5.52%	-5.26%	10.65%	-29.90%
601566.SH	九牧王	14.15%	-5.75%	-47.25%	-158.06%
600400.SH	红豆股份	-1.72%	11.01%	-46.92%	-41.03%
002763.SZ	汇洁股份	15.19%	-2.81%	30.96%	-21.73%
002327.SZ	富安娜	10.62%	6.87%	5.69%	13.82%
002293.SZ	罗莱生活	17.30%	-2.79%	21.92%	-12.81%
603365.SH	水星家纺	25.19%	11.61%	40.55%	7.36%
002397.SZ	梦洁股份	10.93%	2.31%	-447.10%	-126.77%
品牌服饰-港股					
2020.HK	安踏体育	38.84%	-	49.55%	-
2331.HK	李宁	56.55%	-	136.14%	-
1368.HK	特步国际	22.58%	-	77.05%	-
1361.HK	361 度	16.14%	-	44.97%	-
3998.HK	波司登	0.00%	-	0.00%	-
3306.HK	江南布衣	32.98%	-	86.67%	-
纺织制造-A 股					
002042.SZ	华孚时尚	17.40%	7.89%	228.25%	14.36%
601339.SH	百隆东方	26.73%	5.32%	274.47%	54.58%
600987.SH	航民股份	81.38%	-1.43%	10.87%	15.78%
000726.SZ	鲁泰 A	10.25%	59.65%	257.22%	113.84%
603558.SH	健盛集团	29.65%	28.54%	131.69%	74.10%
603477.SH	巨星农牧	107.26%	1.86%	102.84%	-234.63%
603238.SH	诺邦股份	-24.40%	-27.71%	-63.79%	-85.00%
300658.SZ	延江股份	-21.24%	9.45%	-94.38%	7.75%
002003.SZ	伟星股份	34.44%	33.52%	13.22%	45.13%
300979.SZ	华利集团	25.40%	11.38%	47.34%	12.40%

证券代码	证券简称	营收增速（%）		归母净利润增速（%）	
		2021	1Q22	2021	1Q22
纺织制造-港股					
2313.HK	申洲国际	3.54%	-	-33.98%	-
2678.HK	天虹纺织	35.47%	-	419.31%	-
电商					
002127.SZ	南极电商	-6.80%	16.38%	-59.84%	3.78%
002291.SZ	星期六	30.70%	60.08%	-2980.90%	824.00%
箱包					
300577.SZ	开润股份	17.76%	35.50%	131.03%	2.78%

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 其中港股为 2021H1 营收及归母净利润情况

图表 36: 2021 年重点公司限售解禁情况

公司名称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	解禁收益 率(%)	变动前(万股)			变动后(万股)		
					总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)
星期六	2021/1/7	7,967	121,343	170.04	73,849	53,600	73	73,849	61,568	83
天创时尚	2021/1/7	60	371	-53.57	42,890	42,472	99	42,890	42,532	99
富安娜	2021/2/5	51	392		85,258	51,001	60	85,258	51,052	60
罗莱生活	2021/2/10	4,320	53,310	28.06	82,767	77,759	94	82,767	82,079	99
富安娜	2021/3/11	69	545		85,258	51,052	60	85,258	51,121	60
开润股份	2021/5/24	2,279	59,510	-11.64	24,017	10,632	44	24,017	12,911	54
梦洁股份	2021/5/28	80	326		75,826	48,309	64	75,826	48,389	64
梦洁股份	2021/6/21	612	2,497		75,826	48,309	64	75,826	48,921	65
地素时尚	2021/6/22	6,972	132,547		48,120	11,400	24	48,120	18,372	38
巨星农牧	2021/7/20	20,355	358,244		46,791	24,000	51	46,791	44,355	95
三房巷	2021/9/22	12,870	42,084	27.24	365,717	79,724	22	365,717	92,594	25
*ST 高升	2021/10/26	6,686	19,723		104,859	80,349	77	104,859	87,034	83
欣贺股份	2021/10/26	3,893	48,349		42,667	10,667	25	42,667	14,559	34
航民股份	2021/12/20	7,821	43,330	-11.79	108,082	92,120	85	108,082	99,941	92
地素时尚	2021/12/22	29,748	565,501		48,120	11,400	24	48,120	41,148	86
申达股份	2021/12/28	4,413	16,683	-24.48	85,229	80,816	95	85,229	85,229	100

来源: Wind, 国金证券研究所

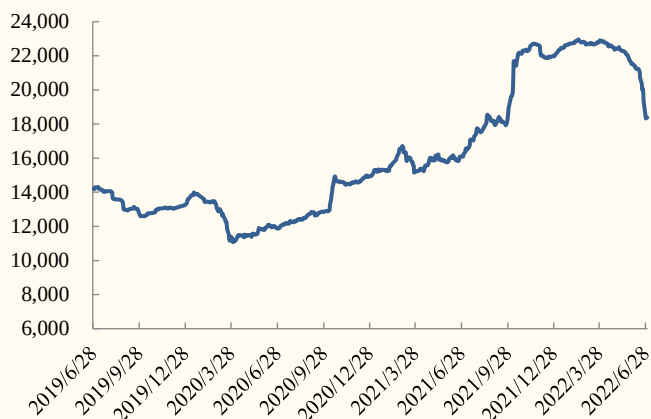
5、原材料数据跟踪

图表 37: 大宗原材料价格汇总

原材料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	18384 元/吨	0.08%	2022/7/1
美棉 CotlookA	139.3 美分/磅	-0.64%	2022/6/30
粘胶短纤	15600 元/吨	0.00%	2022/7/12
涤纶短纤	8400 元/吨	-0.59%	2022/7/1
长绒棉	52700 元/吨	-0.57%	2022/5/24
内外棉价差	-5576 元/吨	10.53%	2022/7/1

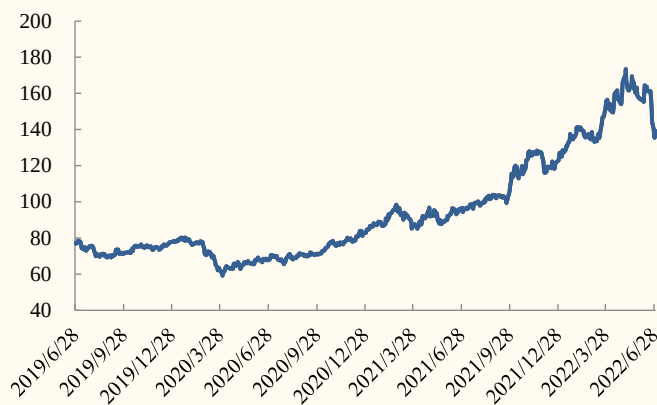
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 328 级棉现价走势图 (元/吨)



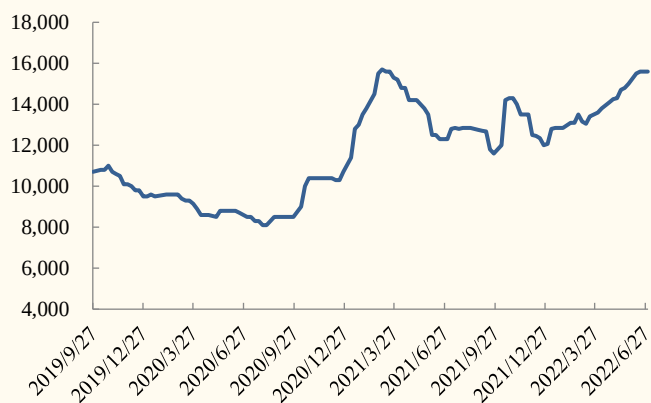
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: CotlookA 指数 (美分/磅)



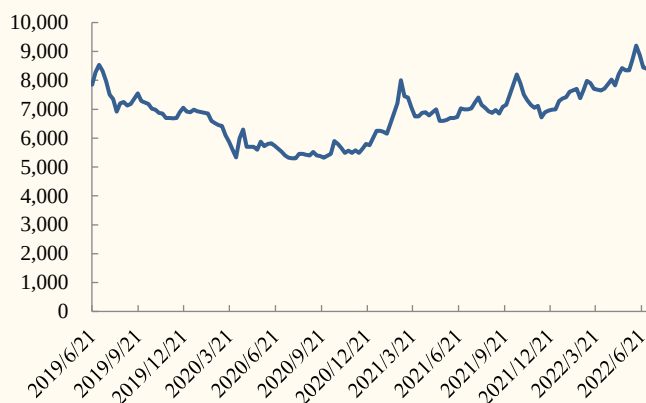
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)



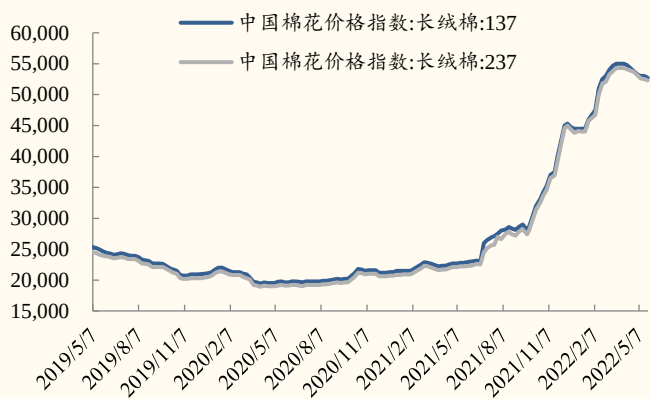
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)



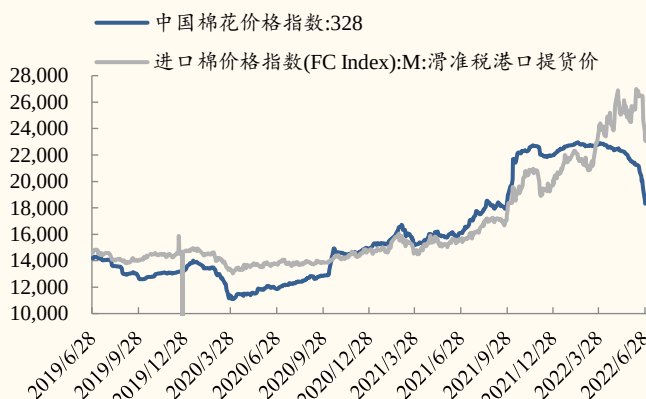
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 长绒棉价格走势图 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

6、重点上市公司估值

图表 44：重点上市公司估值表

证券代码	证券简称	现价	EPS（元）				PE				3 年 CAGR	PEG 22E	市值 (亿元)	周涨跌（%）
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
品牌服饰-A 股														
600398.SH	海澜之家	4.83	0.55	0.61	0.70	0.79	8.8	8.0	6.9	6.1	12.7	0.63	209	0.8
002563.SZ	森马服饰	6.12	0.55	0.56	0.66	0.77	11.1	10.9	9.3	7.9	12.0	0.91	165	5.3
603877.SH	太平鸟	20.08	1.44	1.52	1.78	2.02	13.9	13.2	11.3	10.0	11.9	1.11	96	1.3
002832.SZ	比音勒芬	24.68	1.15	1.41	1.76	2.14	21.5	17.4	14.0	11.5	23.1	0.76	141	1.7
603587.SH	地素时尚	16.08	1.44	1.53	1.72	1.94	11.2	10.5	9.4	8.3	10.4	1.01	77	3.3
603808.SH	歌力思	9.78	0.87	0.95	1.16	1.32	11.2	10.3	8.4	7.4	15.0	0.69	36	4.4
002327.SZ	富安娜	8.05	0.67	0.75	0.87	1.00	12.0	10.7	9.3	8.1	14.2	0.76	67	3.5
002293.SZ	罗莱生活	13.30	0.85	0.95	1.10	1.25	15.6	14.0	12.1	10.6	13.6	1.03	112	4.2
603365.SH	水星家纺	15.31	1.46	1.62	1.87	2.13	10.5	9.5	8.2	7.2	13.5	0.70	41	5.8
002397.SZ	梦洁股份	4.10	-0.21	0.08	0.10	N/A	-19.5	51.6	43.1	N/A	N/A	N/A	31	2.5
品牌服饰-港股														
2020.HK	安踏体育	82.14	2.81	3.03	3.82	4.58	29.2	27.1	21.5	17.9	17.7	1.53	2,237	8.6
2331.HK	李宁	61.95	1.58	1.86	2.31	2.84	39.2	33.3	26.8	21.8	21.6	1.54	1,628	7.4
1368.HK	特步国际	12.10	0.36	0.00	0.44	0.56	34.1	N/A	27.2	21.5	16.6	N/A	320	5.0
3998.HK	波司登	4.15	0.11	0.23	0.27	0.33	37.7	18.0	15.4	12.6	44.2	0.41	453	11.4
2020.HK	安踏体育	7.64	1.29	0.00	0.00	1.11	5.9	N/A	N/A	6.9	-5.0	N/A	N/A	-1.9
纺织制造-A 股														
002042.SZ	华孚时尚	3.83	0.38	0.39	0.45	0.48	10.1	9.8	8.5	7.9	8.2	1.19	65	0.5
601339.SH	百隆东方	5.15	0.93	0.88	0.92	1.02	5.5	5.8	5.6	5.1	3.1	1.89	77	0.4
603558.SH	健盛股份	12.37	0.43	0.76	0.96	1.23	28.8	16.3	12.9	10.0	42.1	0.39	47	-0.8
600987.SH	航民股份	5.28	0.62	0.73	0.79	N/A	8.5	7.3	6.7	N/A	N/A	N/A	55	-4.3
000726.SZ	鲁泰 A	7.33	0.36	0.74	0.91	1.00	20.4	9.9	8.1	7.4	40.4	0.24	54	2.9
300979.SZ	华利集团	68.04	2.45	3.02	3.77	4.59	27.8	22.5	18.0	14.8	23.3	0.97	794	-11.3
纺织制造-港股														
2313.HK	申洲国际	80.99	2.24	N/A	3.29	4.25	4.25	N/A	24.6	19.1	23.8	N/A	1,222	-1.5
2678.HK	天虹纺织	7.07	2.93	N/A	2.17	2.19	2.4	N/A	3.3	3.2	-0.1	N/A	65	-2.0
电商														
002127.SZ	南极电商	5.25	0.20	0.29	0.35	N/A	25.9	17.9	15.1	N/A	N/A	N/A	129	-1.5
002291.SZ	星期六	20.14	-0.90	0.79	1.13	1.48	-22.4	25.6	17.9	13.7	-217.9	-0.12	183	14.8
箱包														
300577.SZ	开润股份	15.83	0.74	0.89	1.04	1.22	21.4	17.8	15.3	13.0	18.1	0.98	38	3.1

来源：Wind，国金证券研究所预测

注 1：除开润股份、森马服饰、华利集团、健盛集团、华孚时尚、太平鸟、地素时尚、安踏体育、波司登、李宁外盈利预测为 Wind 一致预期

注 2：波司登年报截止日为 3/31

注 2：收盘价、市值数据更新至 2022/7/1

7、风险提示

疫情反复风险：疫情影响服装终端销售疲软，导致收入不及预期；东南亚疫情影响工厂停工，拖累制造企业整体盈利能力，工厂停滞和订单减少导致行业内主要公司业绩大幅波动。

汇率波动风险：纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

越南人力成本上涨风险：越南地区人力成本在近几年上涨幅度较大，未来3-5年若人力成本继续上涨，或影响行业内国际化产能布局的公司利润水平。

提价不及预期风险：品牌服饰企业存在品牌力提升不达预期，ASP降低、终端折扣力度加大导致收入增速放缓风险。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402