



# 纺服行业2022年中期策略

## 消费者的自我实现，产业链的转移升级



# 分析方向：从两个方向出发， 寻找基本面受益标的



# 中期策略分析方向：消费者的自我实现，产业链的转移升级

- 自4G时代开始，信息资费的大幅下降，直接提升了国内消费者接触更多信息的可能，也丰富了国内消费者对于消费的理解。我们认为当前国内消费者的消费行为已经逐步由满足基本需求，进化至试图“自我实现”。
- 对于“自我实现”，我们认为直观的表现为：选择一种潮流方式，对外界表达自己的态度，以及选择新的消费行为，去体会未曾接触过的领域。
- 我们对于消费端的产品中期策略，就建立在这样的框架上。从自我实现出发，以新潮流偏好及新消费行为为抓手，寻找基本面切实受益的标的。

图表：纺织服装中期策略分析方向



资料来源：民生证券研究院

\* 请务必阅读最后一页免责声明



# 中期策略分析方向：消费者的自我实现，产业链的转移升级

- 对于纺织服装的上游，在全球视角观察，基于成本考量的产业链的转移已经延续了近半个世纪，每个发展中国家都会经历“低成本劳动力红利叠加税收优惠-承接劳动力密集产业-工人工资预期提升及税收提升-产业再次转移”的周期。产业转移同时也意味着产业升级，低劳动力产业的退出预示着重研发、重开发、有创新的企业可以再次主导行业发展方向。海外的运动鞋服巨头的发展历程充分揭示了这一点。
- 对于纺服上游产业的转移与升级，我们的中期投资策略为，深度跟踪产业转移与升级的趋势，挖掘受益于下游景气度提升的新材料、新面料厂商以及产能逐步落地，规模优势进一步凸显的生产型公司。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨、海外需求走弱、疫情反复影响终端消费客流、品牌发展不及预期。

图表：纺织服装中期策略分析方向



资料来源：民生证券研究院



01

行业总览：疫后消费及出口环比修复，原材料价格温和上涨

02

运动服饰：国潮风格+专业科技驱动消费者选择

03

露营户外：景气新消费，契合“出游+社交”双重诉求

04

上游制造：海外产能叠加技术壁垒，打造核心竞争力

05

刚需高分红：地产景气度有望提升，利好下游家纺龙头

06

时尚服饰：品牌力稳定强化，流水有望迎边际改善趋势

07

投资建议

08

风险提示

CONTENTS

# 目录



## 01 行业总览：

疫后消费及出口环比修复，原材料价格温和上涨

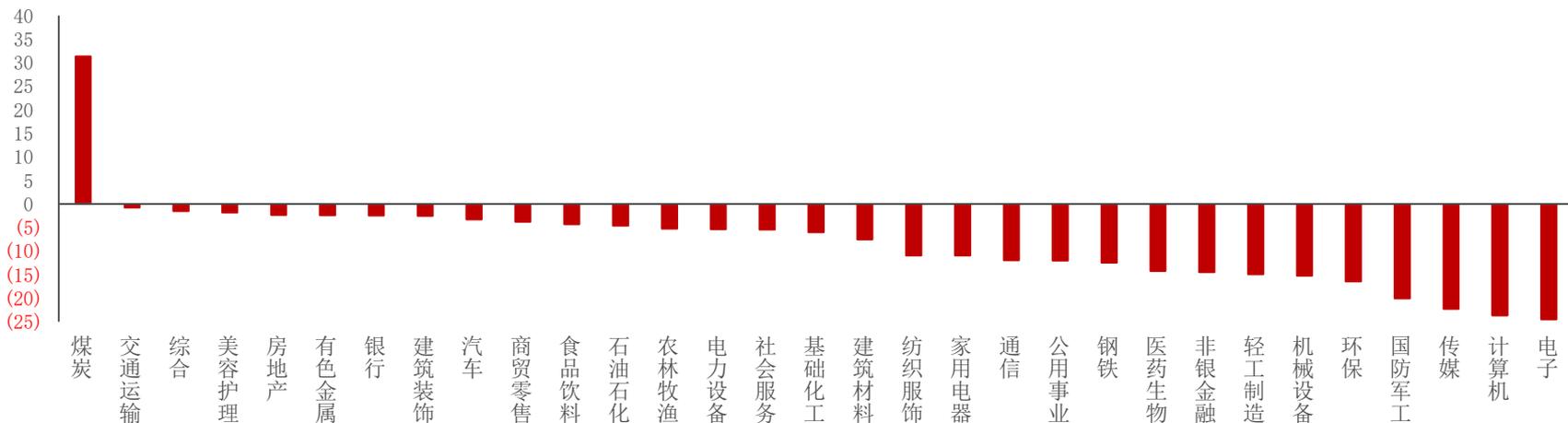
# 1

## 板块行情回顾：纺服板块年内下跌10.91%

**2022H1主要指数情况：**上证综指下跌6.63%，深证成指下跌13.20%，创业板指下跌15.41%，沪深300下跌9.22%，恒生指数下跌6.57%。

年内纺织服装（-10.91%）在31个申万一级行业中的排名第18位，煤炭板块位居首位，年内涨幅最大。

图表：纺织服装行业涨跌幅位列一级行业第18（单位：%）



图表：上证综指下跌6.63%，深证成指下跌13.20%，创业板指下跌15.41%

	年内市盈率变动	年初至今涨跌幅
上证综指	-3.17%	-6.63%
深证成指	-4.74%	-13.20%
创业板指	-14.83%	-15.41%
沪深300	-3.13%	-9.22%
纺织服装（申万）	-30.05%	-10.91%
恒生指数	-2.35%	-6.57%

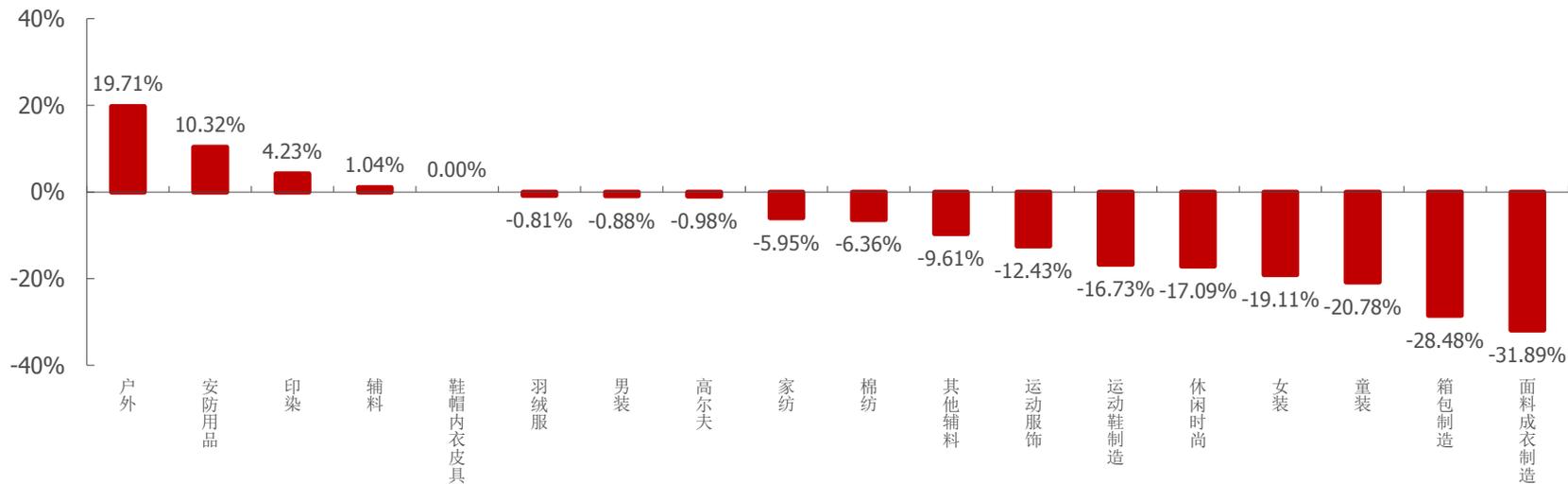
资料来源：Wind，民生证券研究院（数据截止至2022年6月30日）

# 1

## 板块行情回顾：户外领跑，期待H2消费旺季

年内纺服各细分板块行情表现：户外板块涨幅最大为19.71%，其余前四大板块为安防用品（+10.32%）、印染（+4.23%）、辅料（+1.04%）、鞋帽内衣皮具（+0.00%）。年内跌幅前五大板块为面料成衣制造（-31.89%）、箱包制造（-28.48%）、童装（-20.78%）、女装（-19.11%）、休闲时尚（-17.09%）。

图表：纺织细分板块年内涨跌幅（%，总市值加权平均）

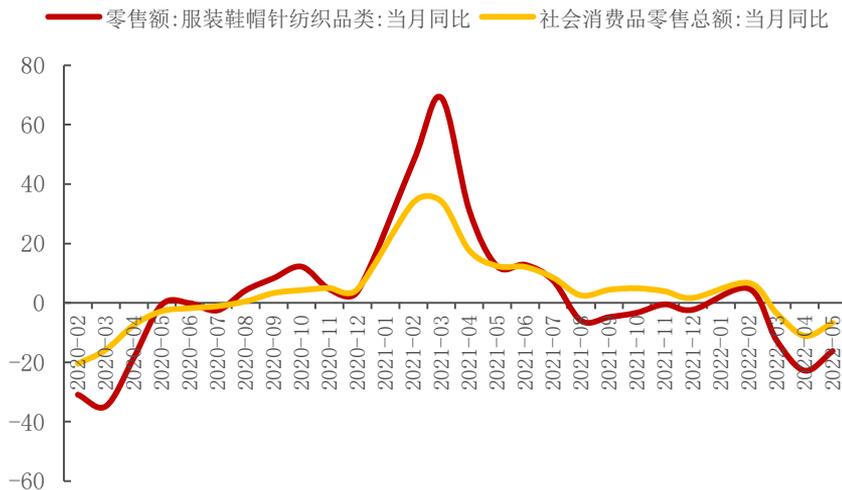


资料来源：Wind，民生证券研究院（截止至2022年6月30日）

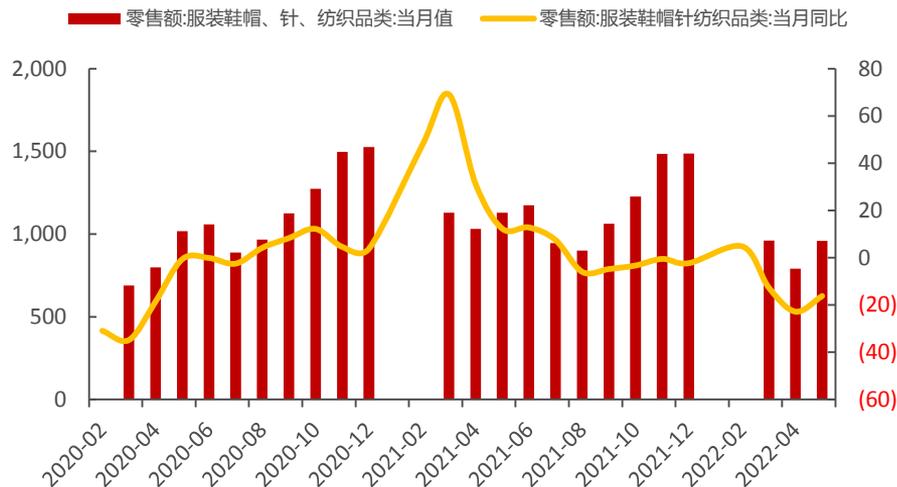
# 社零数据：短期疫情冲击明显，环比已呈现修复趋势

受国内疫情管控影响，短期纺服终端零售承压，环比数据略有修复。5月服装鞋帽针纺织品零售额当月值为958.5亿元，同比下降16.20%，5月整体社零下滑6.70%，纺服行业受疫情影响程度高于整体；5月数据环比2022年4月上升21.16%，随疫情好转、线下客流恢复，已经呈现环比修复趋势。

图表：服装鞋帽针纺织品及社会消费品零售额当月同比增速（单位：%）



图表：服装鞋帽针纺织品当月零售额及同比（单位：亿元/%）

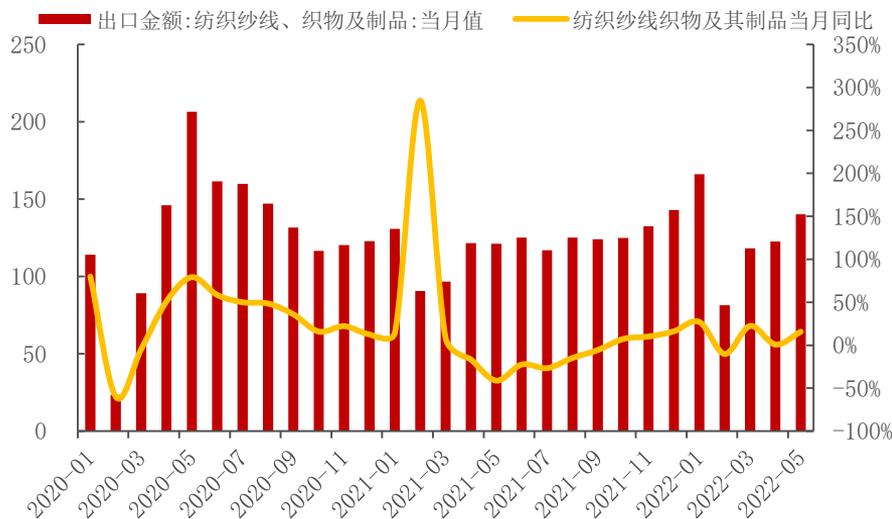


资料来源：Wind，民生证券研究院

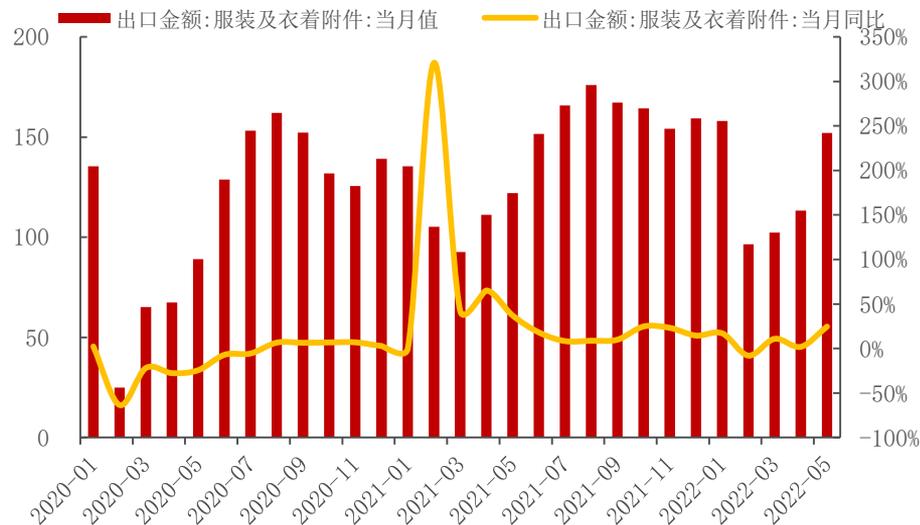
# 纺织服装产品出口情况：5月出口明显回暖

受国内疫情影响4月出口增速有所回落，5月国际市场复苏，纺服出口快速回暖。1) 纺织纱线、织物及制品：4月出口额达122.59亿美元，同比增0.86%，5月出口额为140.28亿美元，同比增15.71%，环比增14.43%；2) 服装及衣着附件：4月出口额为113.32亿美元，同比增1.89%，5月出口额为151.99亿美元，同比增24.61%，环比增34.12%。

图表：纺织纱线织物及制品当月出口额及同比（单位：亿美元）



图表：服装及衣着附件当月出口额及同比（单位：亿美元）

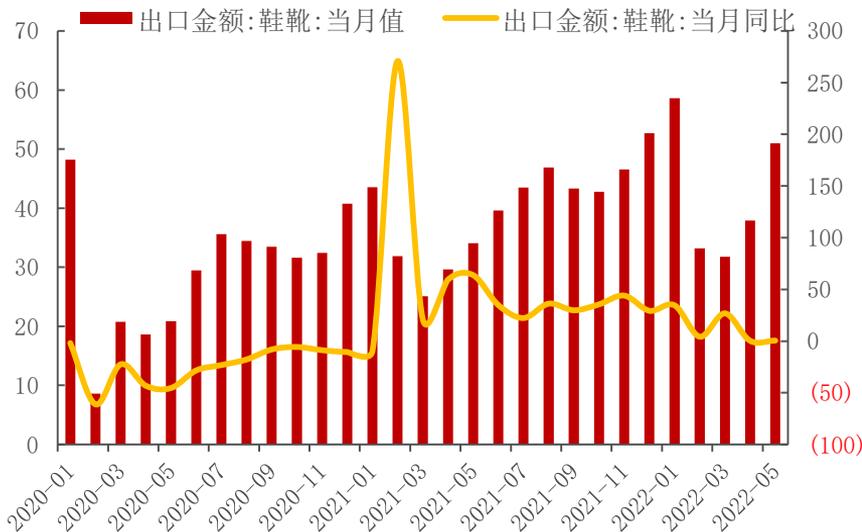


资料来源：Wind，民生证券研究院

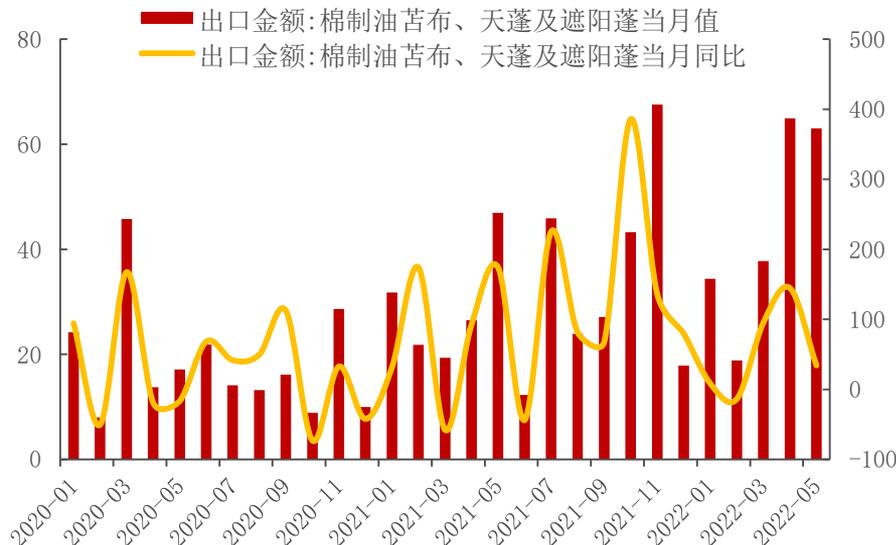
# 纺织服装产品出口情况：5月出口明显回暖

受国内疫情影响4月出口增速有所回落，5月国际市场复苏，纺服出口快速回暖。3) 鞋靴：出口增速保持景气，4月出口额为37.89亿美元，同比增27.97%，5月出口额为50.99亿美元，同比增49.54%；4) 苫布、天蓬及遮阳篷：4月出口额为64.90万美元，同比增145%，5月出口额为63.00万美元，同比增34.24%。

图表：鞋靴当月出口额及同比（单位：亿美元/%）



图表：苫布、天蓬及遮阳篷当月出口额及同比（单位：万美元/%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

**1**

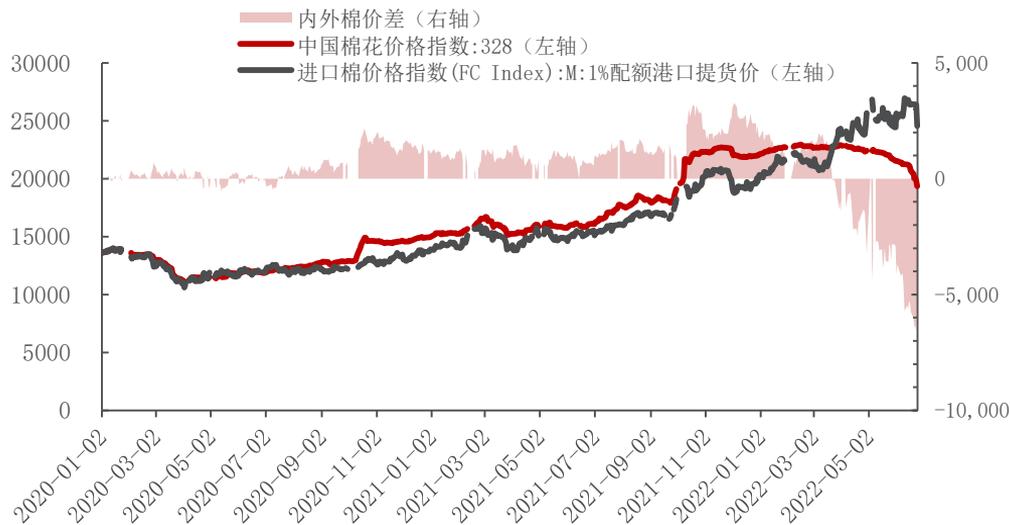
# 原材料价格情况：3月以来内外棉价差拉大，短期略有缩窄

**6月外棉价差缩窄，内棉价格下降，进口棉价格先升后降。**

6月24日中国棉花价格（328）为19347元/吨，较同期下降6.57%；进口棉价格指数为24539元/吨，较同期下降7.22%；3月以来内外棉价差持续拉大，短期来看价差略有缩窄，6月24日内外棉价差为-5192元/吨，较同期下降9.56%。

Cotlook A指数（1%关税）6月23日价格为24827元/吨，较同期下跌6.64%。

图表：内外棉价差走势（截至2022/6/24，单位：元/吨）



图表：Cotlook：A指数（1%关税）走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 原材料价格情况：粘胶&涤纶短纤价格波动上涨

粘胶短纤、涤纶短纤价格年初以来波动上涨。6月24日涤纶短纤价格为8573.33元/吨，较年初上涨22.36%、较上周五下跌4.07%。6月23日粘胶短纤价格为15400元/吨。

图表：国内粘胶短纤走势（单位：元/吨）



图表：CCFEI价格指数:涤纶短纤走势（单位：元/吨）

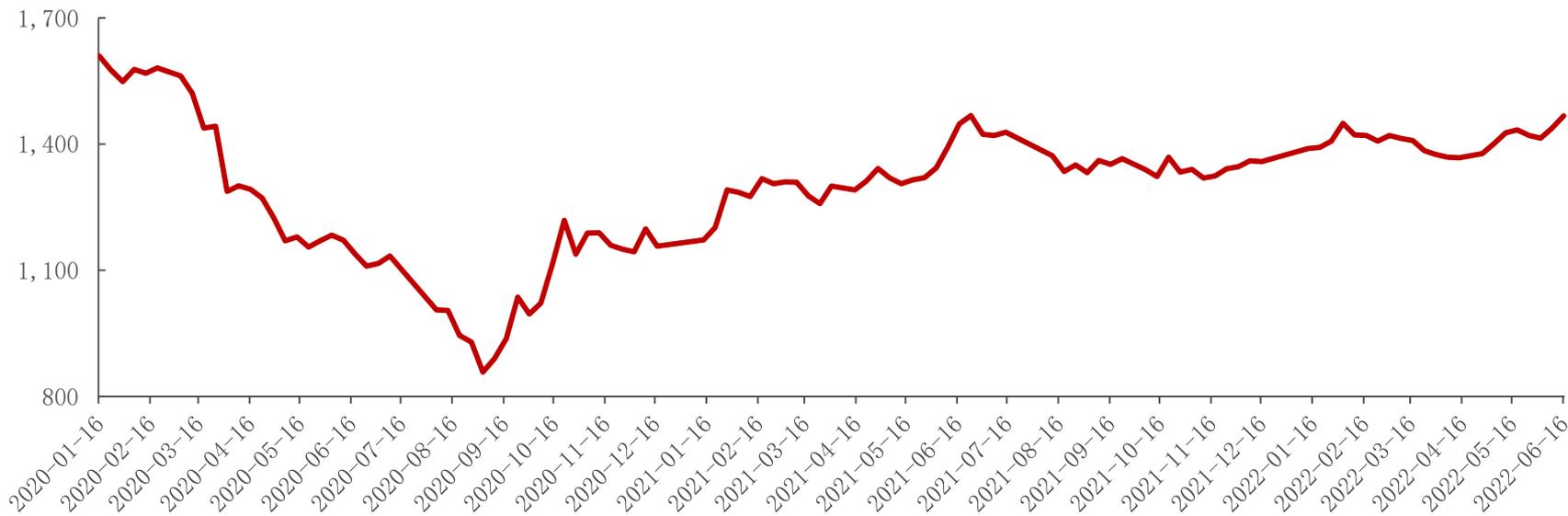


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 原材料价格情况：羊毛价格短期略有上涨

澳毛价格波动相对较小，短期略有增长。6月16日澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数为1467澳分/公斤，较年初上涨5.62%，价格温和波动。

图表：澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（单位：澳分/公斤）



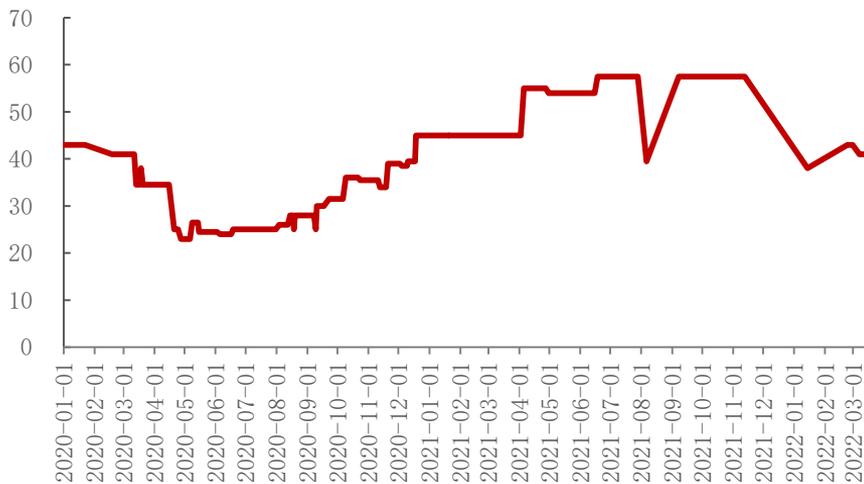
资料来源：Wind，民生证券研究院

# 原材料价格情况：短期盐渍牛皮进口量提升、蓝湿牛皮进口量下降

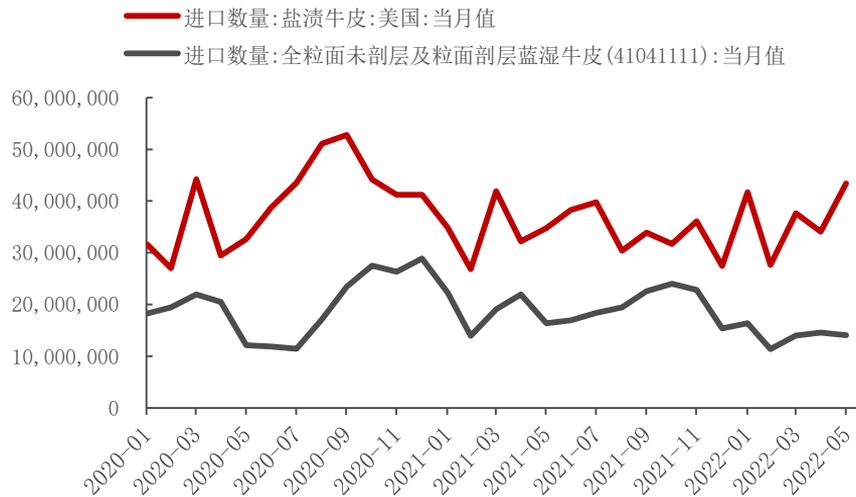
美国重量无烙印阉牛皮价格持平，盐渍牛皮进口量上升，蓝湿牛皮进口量下降。2022年3月14日芝加哥重量无烙印阉牛皮离岸价为41美分/磅，与2022年3月7日持平；美国盐渍牛皮4月进口量为3.41万吨，同比增5.88%，5月进口量为4.34万吨，同比增27.48%，环比增25.03%；蓝湿牛皮4月进口量为1.46万吨，同比增33.62%，5月进口量为1.40万吨，同比降14.39%，环比降3.69%。

图表：重量无烙印阉牛皮离岸价（单位：美分/磅）

离岸价:重量无烙印阉牛皮:芝加哥



图表：美国牛皮进口量（单位：千克）

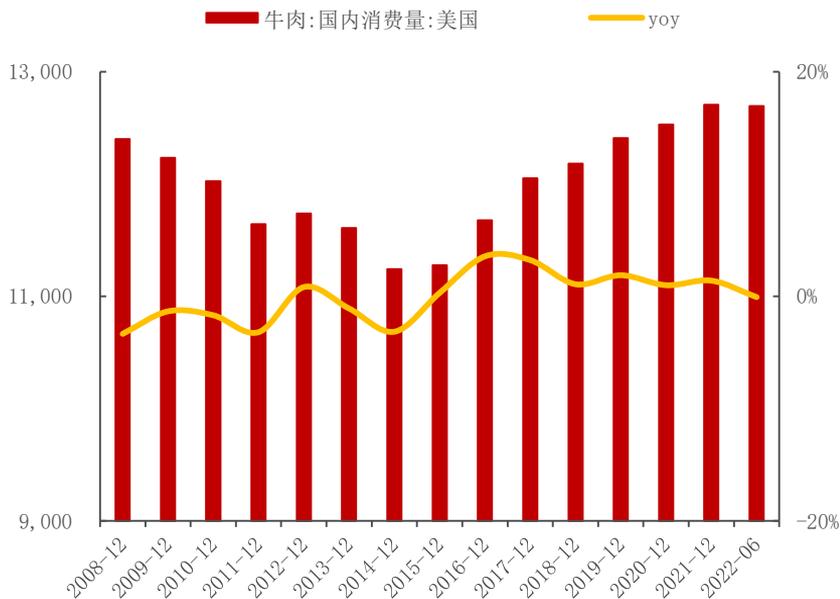


资料来源：Wind，民生证券研究院

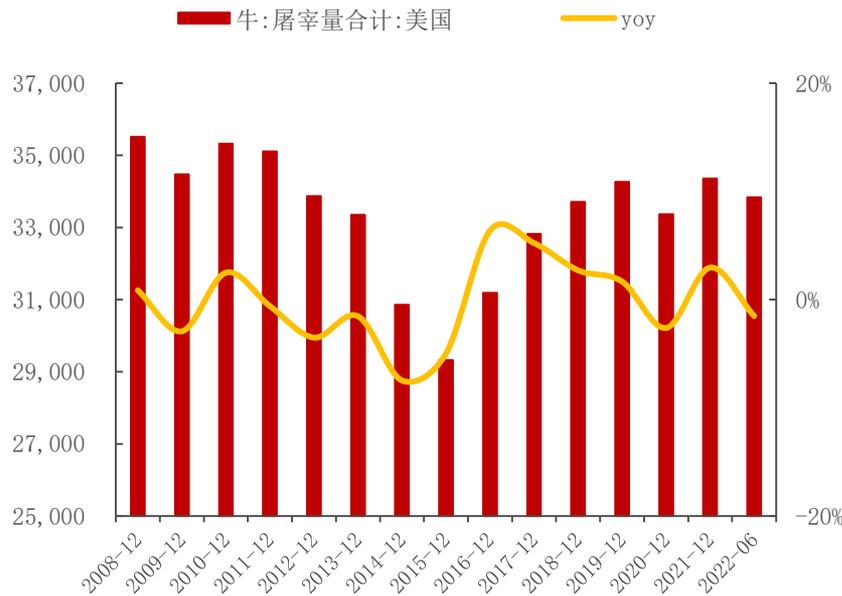
## 原材料价格情况：美国牛肉消费量近年来基本呈现增长趋势

美国牛肉消费量趋势稳定。2022年美国牛肉消费量同比增速基本持平，消费量绝对值已经位于历史高位；2022年美国牛屠宰量同比小幅下滑（均截止至2022年6月）。

图表：美国牛肉消费量（单位：千吨）



图表：美国牛肉屠宰量（单位：千头）



资料来源：Wind，民生证券研究院

# 原材料价格情况：中国锦纶FDY、锦纶DTY价格指数周度数据环比下降

中国锦纶FDY、锦纶DTY价格指数周度数据环比下降。2022年6月24日，中国纱线价格指数为28090，较6月17日下降1.73%；锦纶FDY价格指数为18900，较6月17日下降1.31%；锦纶DTY价格指数为20450，较6月17日下降2.62%。

图表：CCFEI价格指数:锦纶FDY



图表：CCFEI价格指数:锦纶DTY

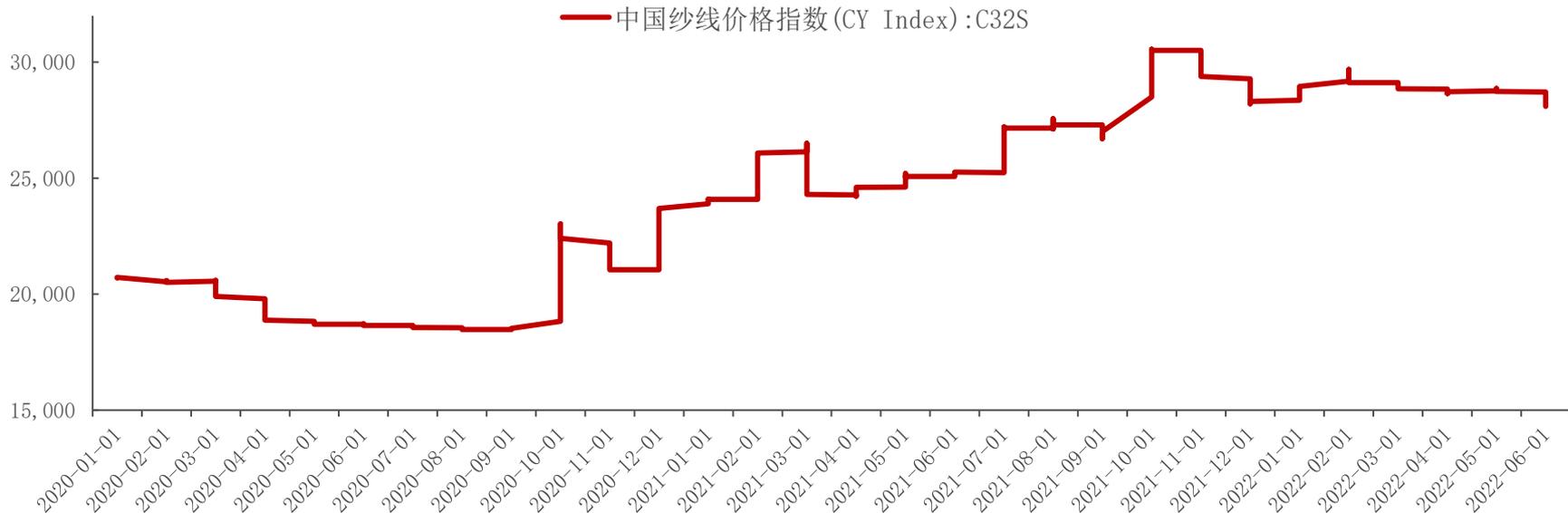


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 原材料价格情况：纱线指数价格2月以来持续环比下降

中国纱线价格指数短期呈现下降趋势。纱线价格指数自2月以来呈现环比持续下降趋势，2022年6月24日，中国纱线价格指数为28090，较6月17日下降1.73%。

图表：中国纱线价格指数(CY Index):C32S



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 02 运动服饰：

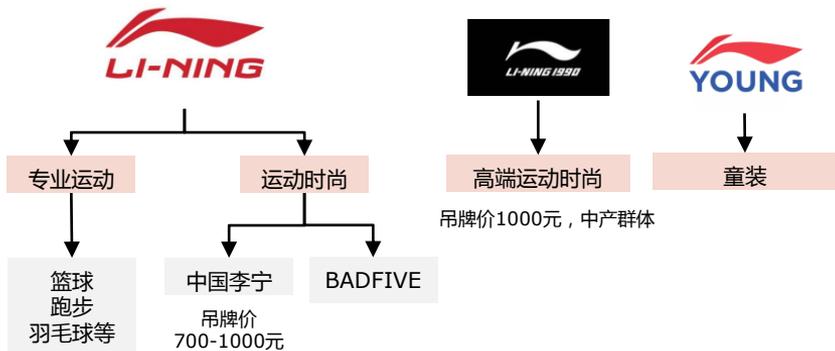
国潮风格+专业科技驱动消费者选择

## 2.1 李宁：专业运动+运动时尚双轮驱动,国潮深入人心

### ➤ 专业运动+运动时尚双轮驱动，童装业务快速拓店

- 分品牌看，公司旗下拥有李宁牌、主打高端运动时尚的李宁1990和李宁young童装品牌。
- 分产品看，公司主要有专业运动、时尚运动和童装业务。
- 2021年公司境内收入中，李宁及李宁1990收入达217.49亿元（占比96.35%），李宁young收入5.30亿元（占比2.35%）；公司国际市场收入合计2.93亿元，专业运动和运动时尚双轮驱动效应显著。
- 从拓店来看，2021年公司整体门店较上一年增加204家，其中童装业务拓店迅猛，2021年同比净增181家。

图表：公司品牌分类情况



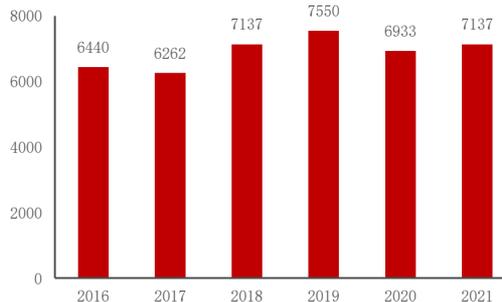
图表：2018-2021年收入结构（亿元）



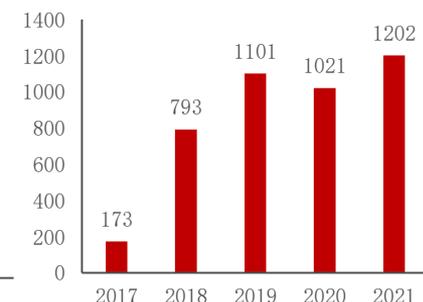
图表：2021年公司各项业务占比



图表：整体门店数量（家）



图表：童装拓店情况（家）



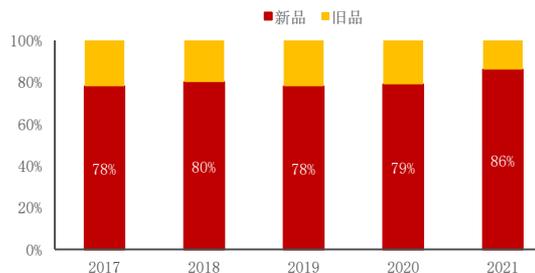
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.1 李宁：整体经营指标向好，新品流水占比提升带动毛利率提升

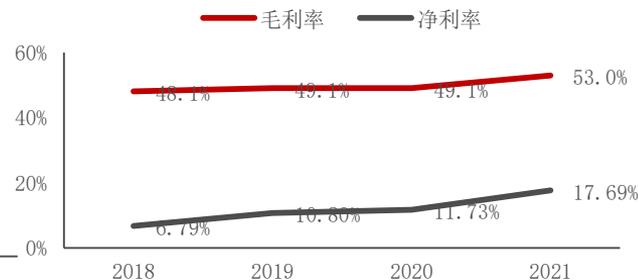
### ➤ 新品流水占比提升，带动毛利率净利率提升，库存结构保持健康

- 新品流水占比提升带动毛利率上升，2021年公司毛利率为53%，同比提升3.9pcts。
- **流水表现**：除李宁young以外，2021年公司流水实现30%-40%低段增长，线下部分为20%-30%高段增长，电商部份实现40%-50%低段增长。
- **存货结构持续改善，保持健康**：2021年公司存货中6个月以下库存占比为82%，同比提升10pcts。

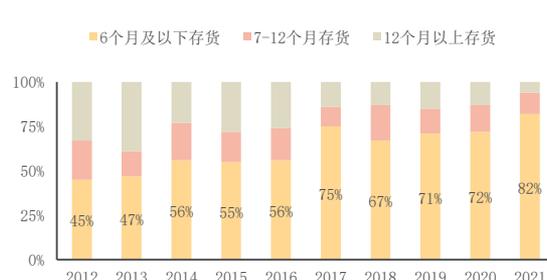
图表：新旧品增速



图表：公司毛利率/净利率持续上升



图：公司存货结构



图表：公司流水情况

	2017	2018	2019	2020	2021
整体（除李宁young）	10%-20%中段增长	10%-20%高段增长	30%-40%中段增长	10%-20%中段增长	30%-40%低段增长
线下	10%-20%低段增长	10%-20%低段增长	30%-40%中段增长	10%-20%低段增长	20%-30%高段增长
零售	10%-20%低段增长	高单位数增长	10%-20%高段增长	中单位数	20%-30%高段增长
批发	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	40%-50%低段增长	10%-20%低段增长	20%-30%高段增长
电商	30%-40%高段增长	50%-60%中段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	40%-50%低段增长

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 安踏体育：多品牌矩阵建立，国牌龙头地位确定

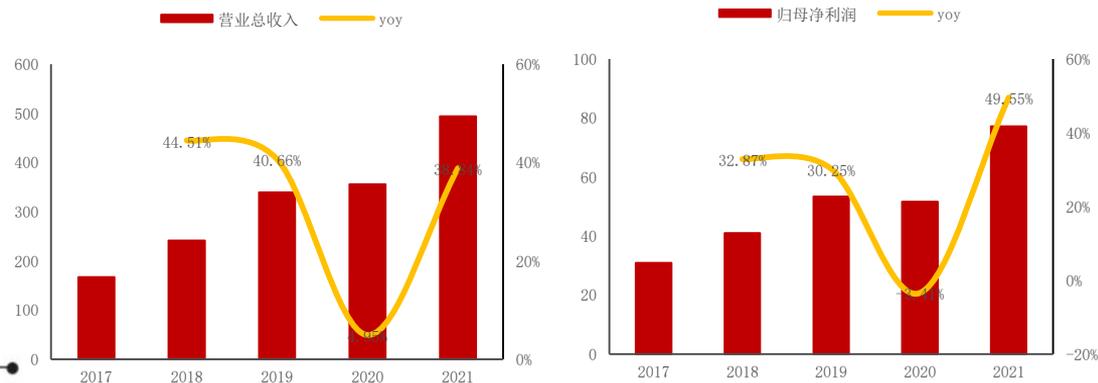
### ➢ 国牌龙头地位已然稳固，新十年战略再次出发

- 2021年，安踏于中国运动服饰市场市占率达16.2%，超越Adidas成为市占率亚军、仅次于国际品牌Nike，安踏运动国牌龙头地位确定。**2021年末，公司提出“单聚焦、多品牌、全球化”新十年战略**，聚焦运动鞋服行业，打造**“安踏+FILA+其他品牌”三大品牌矩阵**，进一步推动国际品牌引入国内、本土品牌走向国际，实现集团国际化发展，2025年达到中国市场市占率TOP1。
- 2021年公司实现营收493.28亿元，同增38.9%，较2019年+45.4%，实现归母净利润77.2亿元，同增49.55%，较2019年+44.5%，三大品牌群增长曲线保障收入高增，Amer sports减亏进一步提升归母净利增速。

图表：集团三大品牌群布局



图表：公司收入及归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 安踏体育：多品牌矩阵建立，国牌龙头地位确定

### 三大运动品牌群提供多维增长曲线

- 多品牌：“安踏、FILA、其他品牌”三大运动品牌群，均保持高质量增长。

(1) 安踏品牌群 (占比49%)：21年收入240亿元/yoy+52%，高增速主要来自电商业务发展&DTC转型推动。

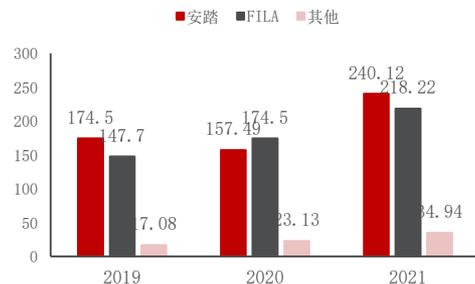
(2) FILA品牌群 (占比44%)：21年收入218亿元/yoy+25%。

(3) 其他品牌群 (占比7%)：主要为迪桑特&可隆品牌，21年收入35亿元/yoy+51%。

公司门店处于调整期，2021年净减少469家，预计2022年安踏&FILA门店数将持续优化，其他品牌进行门店扩张。

- 分产品：主营服装+鞋类+配饰，鞋类产品高增速不改。2021年公司服装/鞋类/配饰收入占比分别为58%/39%/3%，同比增长分别32%/51%/37%。

图表：各品牌群收入情况 (单位：亿元)



图表：各品牌门店数情况 (单位：家)



图表：各产品收入情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2

# 安踏体育：DTC转型推动运营提质

### ➤ DTC转型推动毛利率表现向好，存货管理水平提升。

- **毛利率&净利率**：2021年，公司毛利率同增3.4pct至61.6%，净利率同增1.2pct至15.7%。**分品牌看**，安踏品牌群毛利率同增7.5pct至52.2%（主要源于DTC转型后，直营业务毛利率相对更高），FILA毛利率同增1.2pct至70.5%，其他品牌毛利率同增5.1pct至71%。
- **存货情况**：2021年末，因DTC转型及各品牌零售业务规模扩张，公司存货大幅提升39%至76亿元，但存货周转天数仅同比增长5天至127天，可见公司存货管理能力、运营质量不断提升。

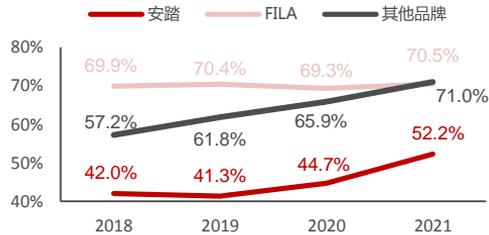
### ➤ 高基数下Q1流水持续增长，短期疫情扰动消除后业绩有望迎来边际改善。

- 受益于冬奥热度带动、DTC转型持续推进，22Q1安踏品牌流水表现向好，其他品牌在户外风潮下高增趋势继续。随疫情影响逐渐消弭、公司618线上销售表现亮眼，后续业绩有望迎来边际改善，安踏品牌22全年流水增速仍有望达20%。

图表：毛利率&净利率情况



图表：各品牌群毛利率情况



图表：公司存货情况



图表：公司流水情况

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	21全年	22Q1
<b>安踏</b>	<b>40-45%</b>	<b>35-40%</b>	<b>10-20%低段增长</b>	<b>10-20%中段增长</b>	<b>25-30%</b>	<b>10-20%高段增长</b>
大货	35-40%	35-40%	低双位数	10-20%低段增长		10-20%中段增长
儿童	45-50%	35-40%	低双位数	25-30%低段增长		20-25%
线上	60%+	45%	25-30%	25-30%		30%+
<b>FILA</b>	<b>75-80%</b>	<b>30-35%</b>	<b>中单位数增长</b>	<b>高单位数增长</b>	<b>25-30%</b>	<b>中单位数增长</b>
大货	80%+	20%	低单位数增长	持平		低单位数增长
FUSION	150%	80%	中双位数增长	低双位数增长		20%+
KIDS	100%	40%	低双位数增长	中双位数增长		10-20%中段增长
线上	40%	40%	20-25%	25-30%		
<b>其他品牌</b>	<b>115-120%</b>	<b>70-75%</b>	<b>35-40%</b>	<b>30-35%</b>	<b>50-55%</b>	<b>40-45%</b>
迪桑特	150%	100%+	50%	40-45%	近70%	
可隆	75%+	50%+	30%	高单位数增长	30%+	

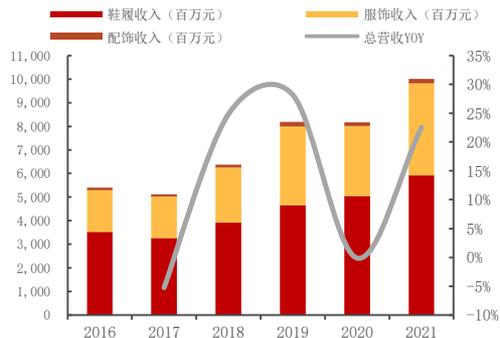
## 2.3

# 特步国际：本土品牌乘风起，国潮助力业绩增长

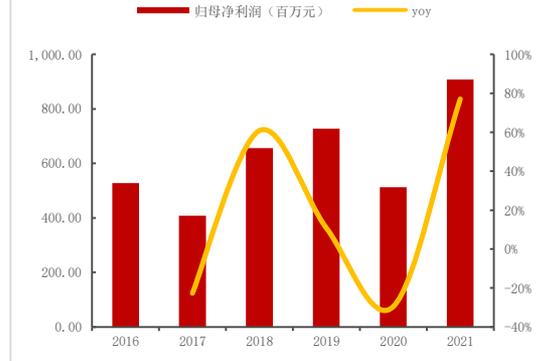
### ➤ 公司简介：时尚运动领跑者，多品牌策略初见成效

- 特步国际控股公司成立于 2001 年，总部设于福建泉州，是一家集研发、设计、生产、经销及品牌管理于一体的综合性体育用品公司，其经营产品主要包括**功能性鞋履、功能性服装、休闲产品**三大类。2019年，公司启动**多品牌战略**，合资索康尼、迈乐并收购盖世威和帕拉丁。2021年，公司发布“五五”计划，指出特步主品牌将是未来几年集团的最大增长动力，新品牌可为其带来长远的可持续发展。
- 公司2021年营收为100.13亿元，同增23%。归母净利润为9.08亿元，同增77.05%。疫情带来的营收阴霾已逐步散去。
- 分产品来看，鞋履收入贡献了总收入60%左右，且在**疫情期间收入增长依然强劲**。2019-2021年鞋履收入分别为45.53/50.47/59.28亿元，同增19%/8%/17%。

图表：2016-2021公司各产品收入情况(百万元)及总营收增速



图表：2016-2021归母净利润(百万元)及增速



图表：特步品牌矩阵


资料来源：IFind、公司官网，民生证券研究院

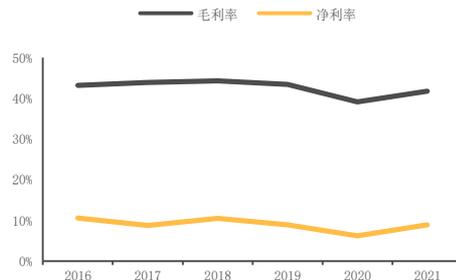
## 2.3

# 特步国际：本土品牌乘风起，国潮助力业绩增

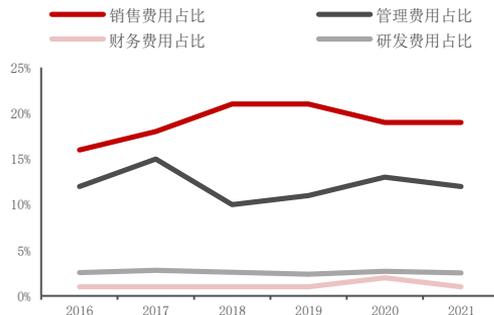
### 财务状况：费控能力强毛利提升，研发占比高于行业平均

- 公司2021年毛利率及净利率分别为41.72%/8.88%，同增2.58/2.70ptcs。按品类划分，鞋履毛利率最高，为42.8%，同增3.2ptcs。服饰毛利率次之，为40.60%，同增1.90ptcs。
- 公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用占比稳定，为毛利提升营造良好空间。2021年销售费用占比19%，管理费用占比12%，财务费用占比1%，研发费用占比2.52%。
- 大力投入研发，冠军战靴声名远扬。公司研发费用占比高于行业平均，并于2015年建立了专门的世界级跑步科学实验室X-lab，深耕跑鞋这一细分领域。此外于2019年推出专业马拉松系列跑鞋160X，其集特步尖端科技于一体，具备轻薄、透气、减震、回弹反馈效果好等特点，更是在柏林马拉松助力中国选手董国建创下中国马拉松历史第二好成绩，从此令160X系列声名远扬。

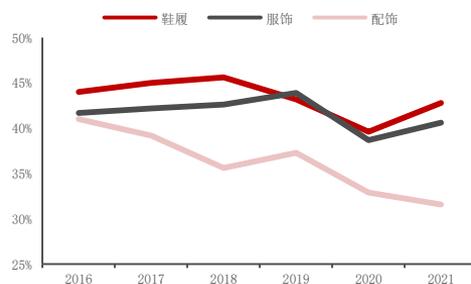
图表：2016-2021年公司毛利率/净利率



图表：2016-2021各项费用占总营收比例



图表：2016-2021年公司分品类毛利率



图表：X-lab实验室及160X跑鞋第三代



资料来源：iFind，公司官网，民生证券研究院

## 2.3

# 特步国际：本土品牌乘风起，国潮助力业绩增

### ➤ 战略目标：打造跑步生态圈，紧跟国潮热浪

- 打造跑步生态圈，迎合全民健身时代需求。** 公司由 2015 年开始推行“3+”战略改革，其中“体育+”旨在打造让跑者全渠道跑步的生态圈。并由 2016 年开始每年举办“特步321 跑步节”。2021年内地特步跑步俱乐部已有30家，特跑族会员超过130万。尽管 2021受疫情影响，公司仍赞助了7场马拉松及跑步活动，受益于赞助的运动员达25人。
- 公司紧随国潮热浪，推出符合年轻一代需求的产品。** 2021年5月公司推出高端厂牌“XNDA”，该品牌定位国潮时尚，以高端时尚运动产品为特色，展示中国文化，重新定义新潮时代提升品牌形象。2021年8月公司推出全新女装系列“半糖”，拟布局女子运动，提高女性消费者比重。该品牌鼓励年轻人自由探索个性，更贴近Z世代消费观念。

图表：特步跑步俱乐部



图表：位于哈尔滨市的XDNA店铺 (113平方米)



图表：半糖系列



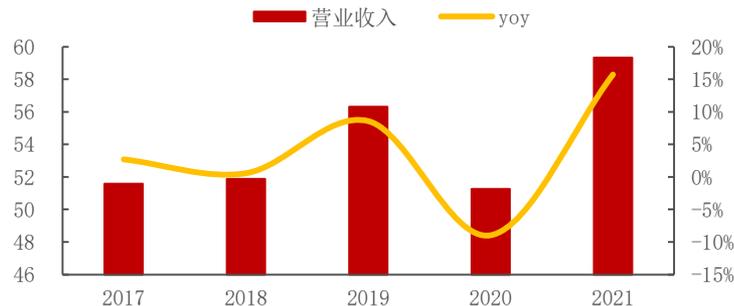
资料来源：天猫旗舰店，公司公告，民生证券研究院

## 2.4

# 361度：营收恢复增长，童装表现强劲

- 业绩表现亮眼。**公司包含成人装、361°儿童、361°国际三条业务线，2021年公司主营业务收入为59.33亿元，同比增15.73%，归母净利润为6.02亿元，同比增44.97%。分业务来看，童装表现突出，实现量价齐升。2021年童装已售件数为1459.1万件，同比增18.4%，平均批发售价为75.9元，同比增0.3%。

图表：361度营收基本情况（单位：亿元）



图表：361度归母净利润基本情况（单位：亿元）



图表：361度营业收入拆分情况（2017-2021）

项目	2017		2018		2019		2020		2021	
	金额 (亿元)	比例 (%)								
成人	4.37	84.75%	4.29	82.65%	4.55	80.72%	4.14	80.67%	4.75	80.02%
鞋类	2.31	44.71%	2.21	42.65%	2.39	42.38%	2.08	40.59%	2.53	42.67%
服装	1.99	38.53%	2.00	38.54%	2.06	36.56%	2.00	39.04%	2.15	36.19%
配饰	0.08	1.51%	0.08	1.47%	0.10	1.78%	0.05	1.03%	0.07	1.16%
童装	0.71	13.79%	0.82	15.73%	1.00	17.74%	0.93	18.18%	1.11	18.65%
其他	0.08	1.46%	0.08	1.62%	0.09	1.54%	0.06	1.15%	0.08	1.33%

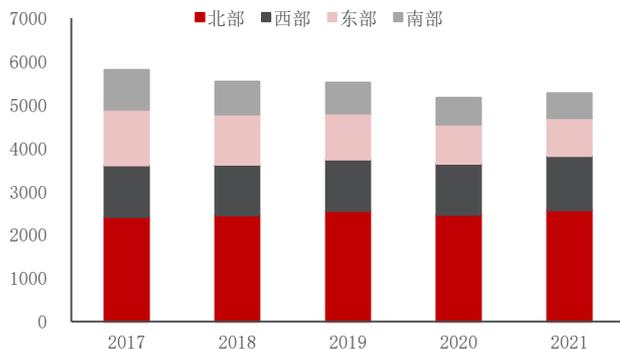
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.4

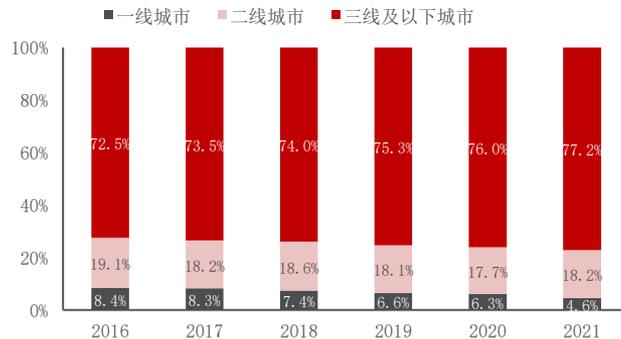
# 361度：全渠道升级提升流量的销售转化率

- 线下门店精简化，渠道下沉至三线城市。**截至2021年底，361度线下门店共计5270家，同比增2.03%。从地区分布来看，北部地区门店数量最多，占比高达48.75%，东部和南部地区门店占比逐年递减，分别从2017年的22.12%/15.75%减少至2021年的16.60%/10.82%。从城市分布来看，公司渠道下沉明显，聚焦三线城市。2016-2021年，三线及以下城市门店占比逐年提升，而一线城市门店占比下降显著，从2016年的8.4%降至2021年的4.63%。由于三线城市开店成本相对较低，公司采取一二线主攻品牌影响力提升，三线扩店抢占市场份额的战略，合理分布线下门店，提高公司效益。
- 线上产品与渠道齐优化，差异化营销促进发展持久性。**从渠道看，公司充分利用互联网信息流动迅速的特点，布局天猫、京东、抖音等电商渠道并使其成为新品首发平台，实现有效营销。2021年公司电商渠道销售收入为12.27亿元，同比增55.1%。在疫情的大背景下，整体消费趋势向线上转变，公司于2021年5月推出“有颜有度”微信小程序，推荐潮流穿搭和明星同款，最大化吸引潮流群体流量和促进粉丝效应。同时公司启动24小时不打烊的“361微商城”，与“有颜有度”形成配合推动销售转化率。从产品看，公司推出线上平台专供品，与线下门店商品形成差异。线上产品较线下更具个性与时尚，以IP联名、国风、高功能性服装为主，推动产品客群年轻化化发展。

图表：361度门店按地区分布情况（单位：家）



图表：361度门店按城市分布情况



图表：“有颜有度”和“微商城”微信小程序首页



资料来源：公司公告，361度微信小程序，民生证券研究院

## 2.4

# 361度：深耕童装领域，努力创造新增长曲线

- 产品兼具舒适性与时尚性。**361°儿童一直作为公司独立业务部门经营，产品全面覆盖14岁以下用户群体。为满足儿童群体对运动服装的功能性需求，公司从跑步、足球、篮球等细分运动场景出发，推出肌肤面干爽、迅弹科技、易去污科技、烯暖科技、锌抑菌等创新科技。同时为使得服装更具有童趣，童装与小黄人、三体、中国航天·太空创想、小怪兽等IP联名。
- 门店形象升级提升消费者购物体验。**截至2021年底，公司361°儿童产品销售网点共计1896家，其中393家为361°品牌授权零售店，同时销售361°核心品牌及儿童产品。为凸显门店服装的潮流性，公司重从产品陈设到装修风格对门店进行全面改造，形成第四代形象店。截至2021年底，361°儿童第四代形象店共计860家，同比增315.46%。
- 加强运动领域合作，树立专业运动品牌形象。**2021年5月，361°儿童宣布成为世中运田径项目冠名商，携手晋江第18届世界中学生运动会开启“青少年运动推广计划”，激励青少年参与体育运动。361°儿童从足球领域出发，先与申花、恒大、国安等足球俱乐部达成合作，提供足球鞋、服装等运动产品，并聘请专业教练进行教学。品牌所进行的一系列专业运动领域的合作与推广极大程度地稳固其在运动童装领域的地位。

图表：361°儿童联名款服装



图表：361°儿童第四代形象店



图表：361°儿童在2021上海童博会召开品牌发布会



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

## 03 露营户外：

景气新消费，契合“出游+社交”双重诉求

## 短期疫情限制长途出行，催化家庭短途游需求

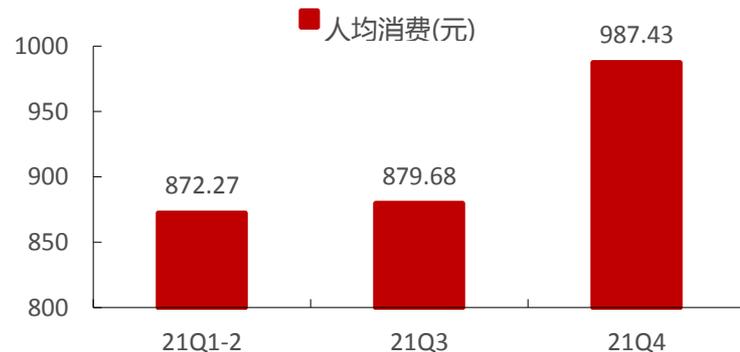
### 疫后居民人均旅游消费不断提高，21Q4已超越往年水平。

2021全年人均旅游消费约899.28元/YoY+16.17%，较2020年同期增加125.14元，恢复至2019年同期的94.33%。分季度来看，2021Q4人均旅游消费支出约为987.43元，环比上升12.25%，为疫情后单季度人均消费最高，亦高于疫情前的年人均消费水平。

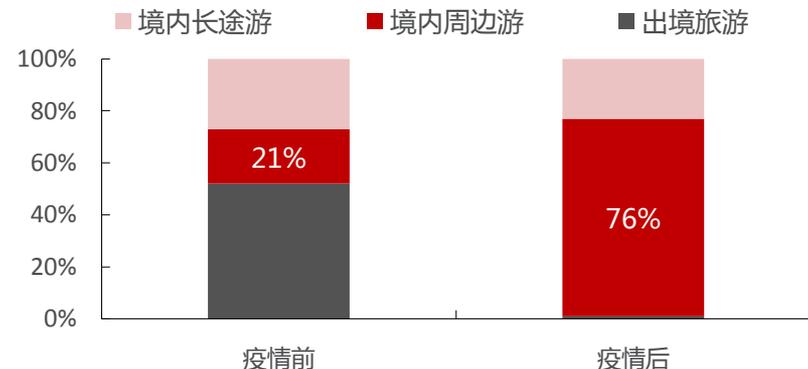
90后/00后为代表的“Z世代”对新鲜事物和多元化娱乐方式的偏好，再加之收入水平提高，在旅游消费中逐渐成为主力军，而露营作为一种相对新潮的旅游方式与传统观光游、休闲游均有较大差异，同时满足了踏足户外亲近自然和社交娱乐的需求。

**疫情下境外游/观光游/跨省游受阻，城郊周边拥有独特自然风光和休闲度假设施的目的地受到追捧。**疫情影响下跨省游受阻、人群聚集受到限制，疫情居家隔离进一步增强消费者在空旷的自然环境下休闲放松的需要。由于出境游受限及跨省游熔断，后疫情时代境内周边游呈现爆发式增长，占比由疫情前的21%增长至疫情后的76%。境内周边游的迅速升温带动露营行业发展，露营地成为城市居民后疫情时代周边休闲度假的绝佳场所。2022年新一轮疫情爆发继续刺激短途露营消费。

图表：2021年各季度国内人均旅游消费变化



图表：疫情后境内周边游占比持续提升



数据来源：文旅部、马蜂窝、头豹研究院，民生证券研究院

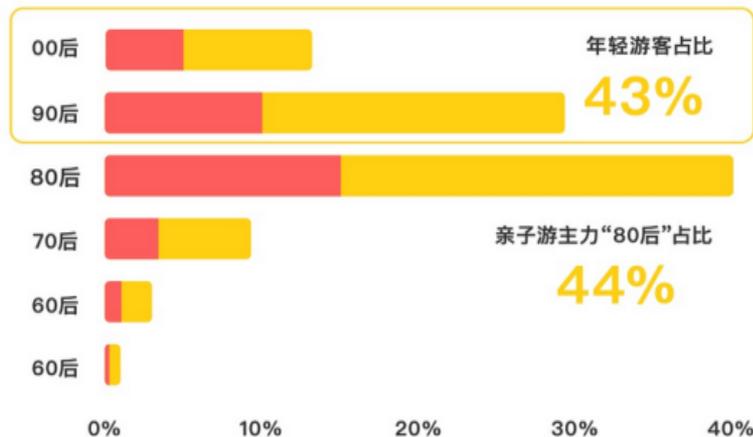
\* 请务必阅读最后一页免责声明

## 短期疫情限制长途出行，催化家庭短途游需求

露营消费人群中，以00后、90后年轻游客及重视孩子体验式教育的80后为主。

根据马蜂窝数据，2021年露营消费者中，90与00后合计占比43%、80后占比44%。可见中国露营消费者中80后占比最高，可见“家庭游”为露营消费主力人群之一，有孩家庭在疫情影响下无法长途出游，为满足孩童游玩需求，可能选择安全且可以进行家庭互动的露营活动。

图表：2021年国内露营消费者年龄层分布



图表：2020年-2021年露营出游人群分布



资料来源：马蜂窝，民生证券研究院

3 区别于传统野外露营，精致露营具备强社交属性，符合消费者诉求

## 野外露营



资料来源：牧高笛公众号，民生证券研究院

3

区别于传统野外露营，精致露营具备强社交属性，符合消费者诉求

## 精致露营



露营 | 就以这样的方式，与春日相遇吧 🌿 Campi...

Luna\_Atlantis

👍 3203



上海 | 超治愈海边露营体验 🏕️ 小众海岛露营 初秋的...

兮游记兮兮

👍 3665

资料来源：牧高笛公众号、小红书，民生证券研究院

### 3 区别于传统野外露营，精致露营具备强社交属性，符合消费者诉求

➤ 目前新兴的精致露营受众相对传统野外露营更加广泛、场景受限程度较低。

图表：不同种类露营活动对比

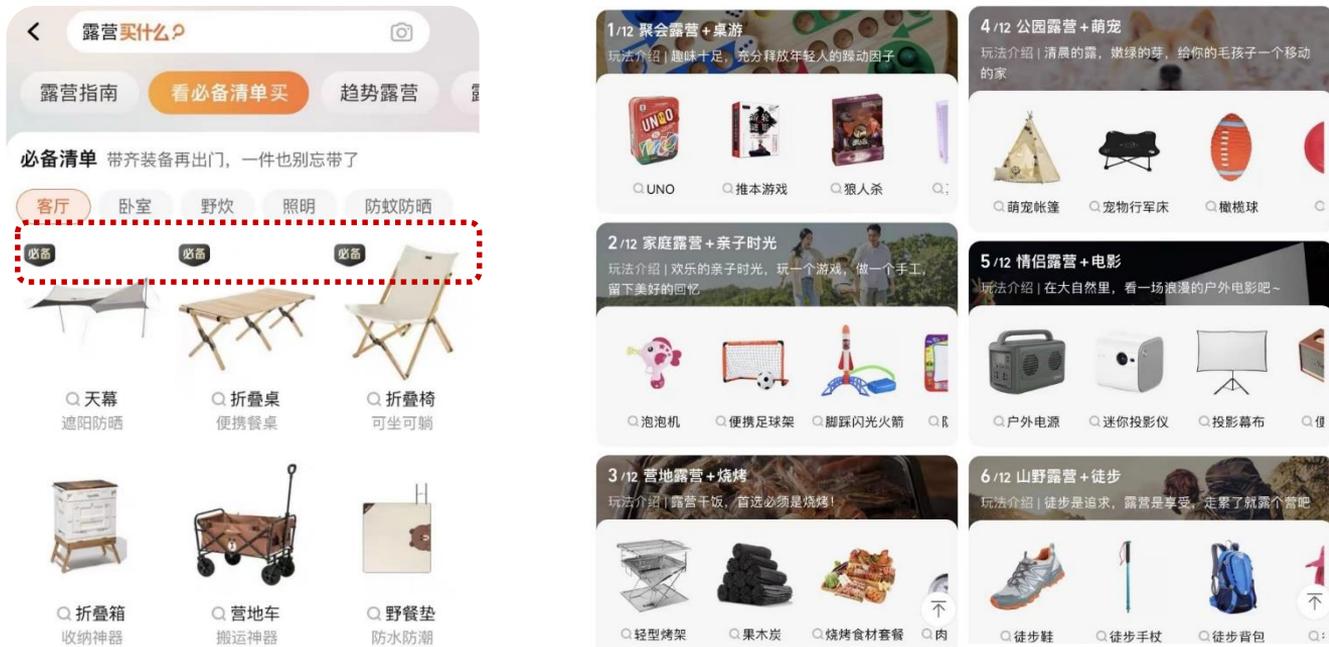
露营种类	特点	所需装备	主要受众	活动场景
传统野外露营	游客自行携带所需装备，追求便捷、高性价比	帐篷、睡袋、户外背包、户外鞋服、便携桌椅、手电、便携炊具、雨具等	户外活动（如：登山、徒步）爱好者	山峰、高原、戈壁、沙漠等自然野外环境
便携式露营	又称“一价全包”式露营，由露营营地提供所需装备	仅需户外衣服、鞋品等基本用品即可	露营“入门玩家”，受众广泛	专业露营地
精致露营	追求精致露营体验，集观光游和休闲游为一体，需要携带的装备更多，成本较高	除传统露营所需装备以外，还需要车辆(或房车)、卡式炉、咖啡机、星星灯、烧烤装备等	对露营活动文化有一定了解的人群，受众广泛	露营地、景区、公园、草坪等地，场景受限程度低

资料来源：天猫，民生证券研究院

### 3 区别于传统野外露营，精致露营具备强社交属性，符合消费者诉求

**精致露营休闲特征明显。**当前流行的精致露营活动已经脱离了传统露营依附于登山、徒步运动的特性，活动场景丰富且强调社交属性，伴随棋牌、咖啡、野炊、露天电影等娱乐性活动，体现出更明显的休闲娱乐特征，并且多为朋友、家庭共同出行，社交属性较强。

图表：从露营“必备”产品以及相关活动可见露营强社交属性



资料来源：淘宝，民生证券研究院

## 中国为世界露营产品代工，为消费者提供平价露营装备选择

中国露营装备生产能力优势突出，为消费者提供平价选择。我国是世界露营产品主要生产基地，参与者众多，部分地区已形成产业集群效应。高端品牌生产集中于青岛、江苏地区，国产品牌聚焦江浙一带，行业处于充分竞争状态，激烈竞争驱动行业内竞争者推出更具性价比的产品，因此为消费者提供了平价、性价比较高的露营产品，一定程度上扩大了露营潜在受众、降低了露营参与门槛。

### 日本露营品牌 SNOW PEAK产品



SnowPeak·户外营地帐篷燃气灯提灯灯纱G

鉴别保障

¥1355



SnowPeak·户外露营收纳置物箱多功能货架储物

鉴别保障

¥1009



SnowPeak·户外露营装备休闲折叠椅便携钓鱼座

鉴别保障

¥1299



SnowPeak·露营遮阳防晒六角蝶形天幕

鉴别保障

¥3979

### 国产露营“平替”产品



天猫 Naturehike复古氛围营

复古营地灯热销榜·第3名 >

¥183.92 折后价 900+人付款



天猫 户外露营免安装折叠桌

801人评价“质量很好”

¥53 券后价 8000+人付款



天猫 牧高笛便携式户外折叠

¥219 1000+人付款



天猫 TAWA户外天幕帐篷遮

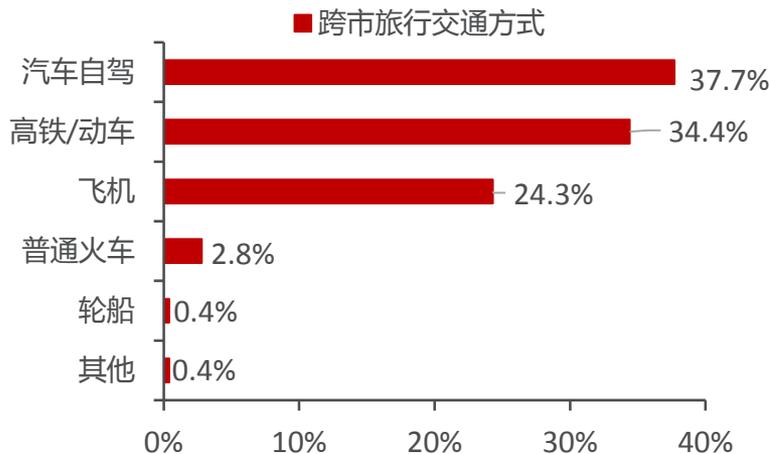
天幕帐篷热销榜·第5名 >

¥267 首单价 3000+人付款

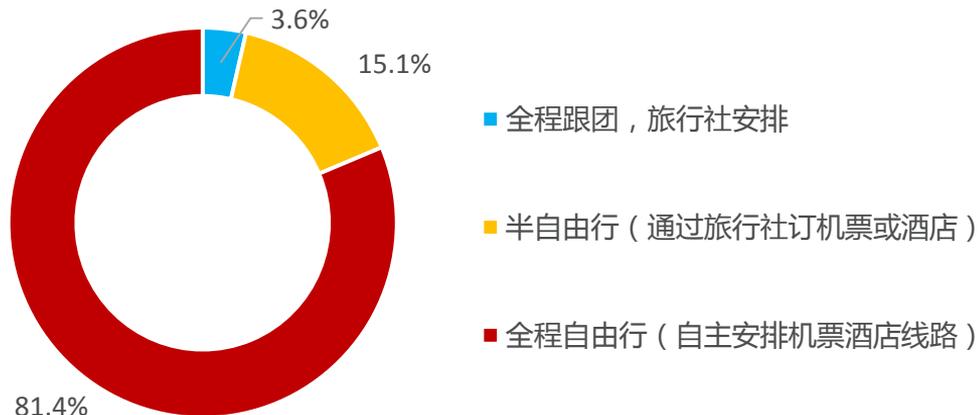
资料来源：小红书，淘宝，民生证券研究院

**交通基建蓬勃发展提供丰厚土壤，私人出行便捷居民定制化旅游。**据《2021五一出行消费体验报告》，超95%跨市旅行游客选择采用自驾游/高铁动车/飞机方式出行，超80%选择全程自由行。

图表：游客跨市旅行交通方式选择排行榜



图表：超80%用户五一假期选择全程自由行



资料来源：极速洞察&CMRA《2021五一出行消费体验报告》，公安部，路程网，房车行，民生证券研究院

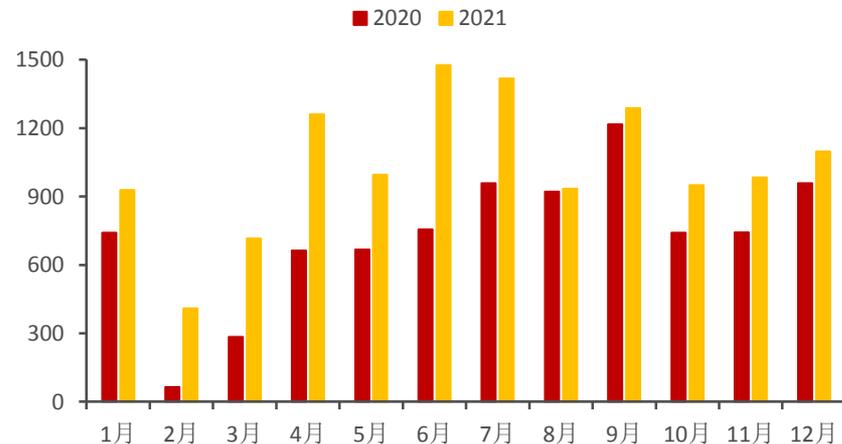
**汽车保有量突破3亿大关保证露营出行顺畅。**我国于2021年汽车保有量达到3亿辆，露营活动作为后备箱文化之一，汽车保有量提升降低了露营出行的可能存在的困难，为露营发展奠定基础。

**房车旅游备受关注，政策扶持带来利好。**据央视新闻报道，2020年我国房车保有量已经增长到21万8千辆；同时，根据路程网x房车行数据，我国主流房车款式之一的自行式房车2021年销量为12457辆，同比增长42.9%。随着今年4月1日起C6驾照正式落地，轻型牵引挂车正式被划入准驾车型，解决了房车出行者在相应问题上的痛点。同时，与传统A2驾照相比，C6驾照也减轻了房车爱好者的考证难度，房车驾驶培训也因此迅速掀起热潮，特别在50-60岁的退休人群中热度极高。

图表：我国汽车保有量已突破三亿大关（亿辆）



图表：我国自行式房车月度销售量上升明显（辆）



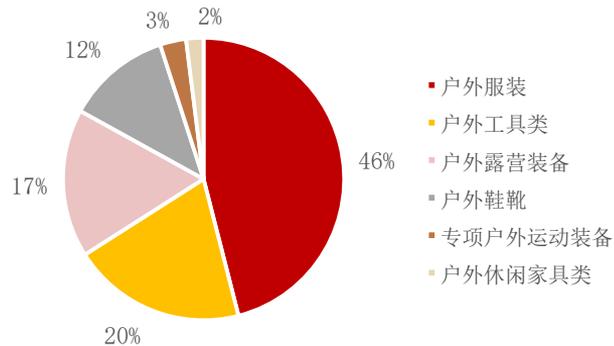
资料来源：极速洞察&CMRA《2021五一出行消费体验报告》，公安部，路程网，房车行，民生证券研究院

据COCA《中国2019户外用品市场调研简报》，2019年中国户外用品零售总额为250.2亿元，相较2018年同期增长0.2%，增长率自2011年开始逐年下降；根据COCA《中国2018年户外用品市场调研报告》，2018年户外用品中占比前三品类为户外服装、户外工具及户外露营装备，所占比例分别为46%/20%/17%。我们认为，从户外用品零售总额来看，户外用品零售总额在2020年受疫情影响较大，相较2019年同期可能有所下滑；2021年冰雪游、自驾游、露营等旅行方式兴起，居民疫情期间压抑的户外旅行需求得到释放，户外用品零售额将快速恢复，总零售额将超过2019年同期；**2022年新一轮疫情到来，各省“熔断”机制对跨境游形成一定抑制，但露营旅行可在省内展开，且疫情攻坚工作已展开并取得阶段性成果，在快速结束疫情影响后户外用品消费有望小幅度增长。**

图表：中国户外用品零售总额



图表：2018户外用品零售总额中各品类占比



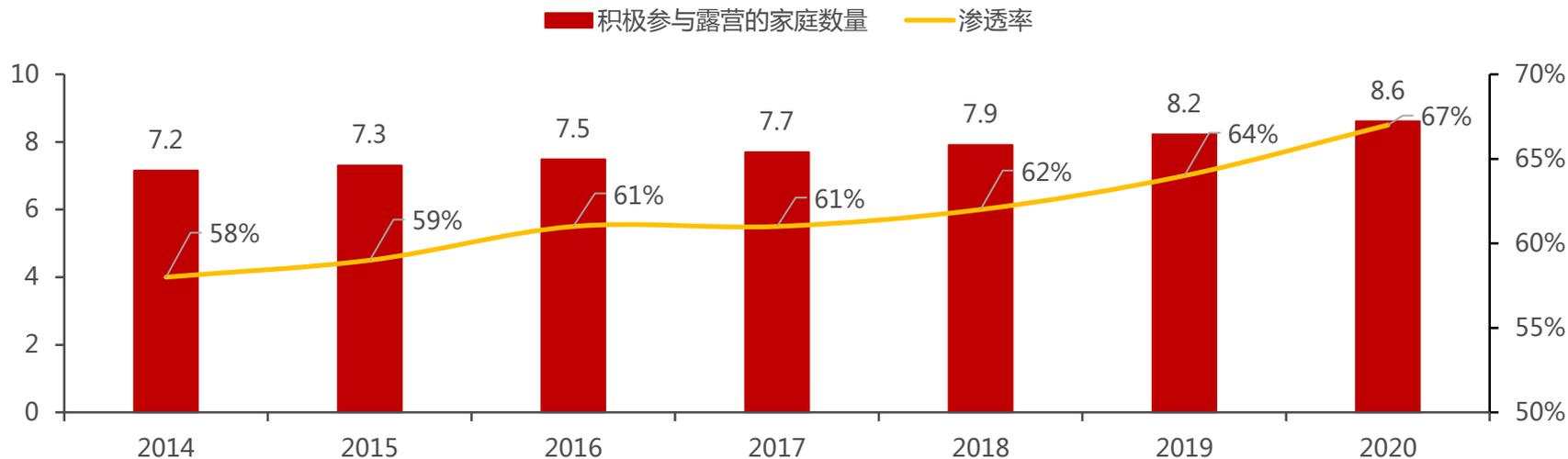
资料来源：COCA、欧睿，民生证券研究院

**3**

## 露营市场渗透率提升空间足

**对比成熟市场，中国露营行业渗透率增长空间充足。**目前中国露营行业渗透率约为1%，仍为小众市场。根据OIA数据，2020年美国露营渗透率为15.80%、根据KOA数据，2020年美国露营家庭渗透率达67%，2021年日本露营渗透率超10%。若对标美国、日本等露营行业成熟市场，中国露营渗透率增长空间充足。

图表：美国露营家庭渗透率持续走高（单位：千万户）

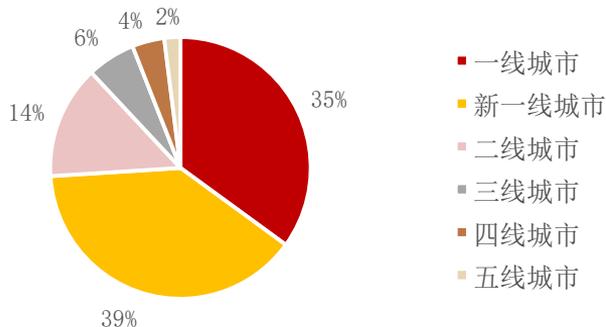


资料来源：IBISWorld，KOA，民生证券研究院

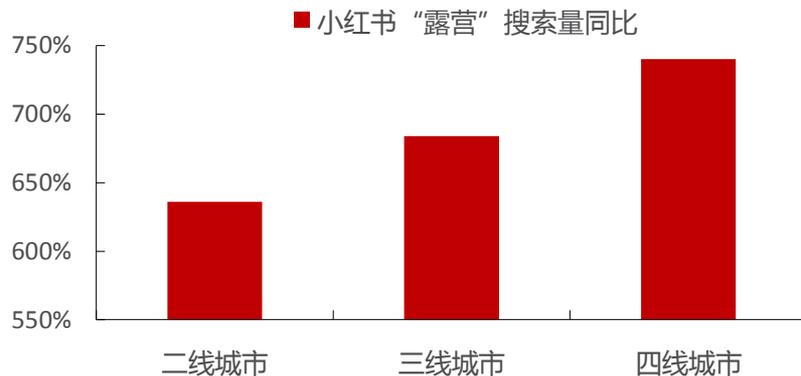
中国露营行业渗透率增长动力主要来自如下两方面：

- 1. 青年群体传播。**从马蜂窝数据可见，年轻一代、包括80至00后，均为露营主要消费人群。在年轻人群的“悦己”需求驱动下，该群体对于社媒的使用更为频繁，并乐于分享生活，有助于提升露营活动的传播度，带动更多消费者尝试露营，协助长期露营消费习惯养成。
- 2. 低线城市渗透。**目前精致露营风潮起源于高线城市，一线&新一线城市占比达到74%，但是低线城市的成长空间同样充足，小红书平台2-4线城市用户露营搜索量显著提升，未来随露营习惯向低线城市渗透，露营整体渗透率有望得到持续提升。

图表：2021年露营消费者客源城市水平分布



图表：2020/04-2021.04，二至四线城市小红书平台露营搜索量情况



数据来源：马蜂窝，小红书公众号，民生证券研究院

## 3.1 牧高笛：疫情重塑国人生活理念，露营内销业务迎来提速

### ➤ 公司简介：户外用品领军企业，龙头地位显著

- 牧高笛是**中国领先的户外用品领军企业**，以做帐篷外销代工业务起家。2003年，牧高笛品牌露营帐篷及装备产品开始进入国内市场，2009年，公司启动牧高笛品牌服装业务，公司积极开拓海外市场，发力国内市场，**逐渐形成代工外销和品牌内销双轮动战略。**
- 行业高景气带动业绩增厚，公司营收稳步增长。**
- ✓ 2011年到2021年公司营收从3.23亿元上升到9.23亿元，CAGR达11.07%。**2022年Q1**受益于国内市场露营需求旺盛，公司单季收入为3.27亿元，同比上涨55.71%。
- ✓ 2021年，公司归母净利润为0.79亿元，同比增长71.74%，毛利率为24.83%，净利率为8.51%，同比提升1.36pcts。22Q1公司归母净利润为0.37亿元，同比增76.19%。毛利率为25.49%，净利率为11.23%，同比各增0.66/2.72pcts。整体来看，增速强劲，表现亮眼。

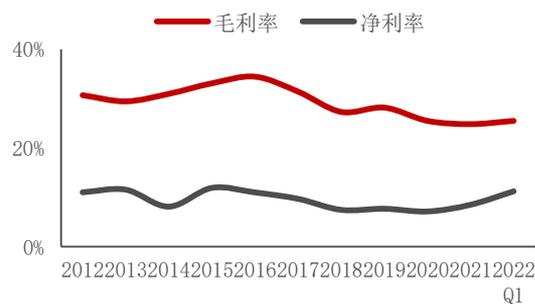
图表：2011-2022 Q1营业总收入（亿元）及增速



图表：2011-2022 Q1归母净利润（亿元）及增速



图表：2012-2022 Q1公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

# 3.1 牧高笛：疫情重塑国人生活理念，露营内销业务迎来提速

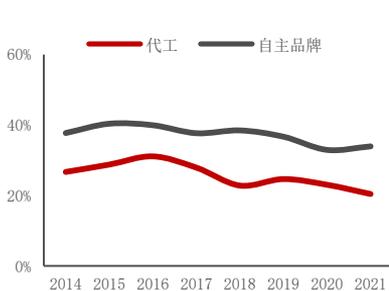
## ➤ 主营业务：代工业务与自有品牌双轮驱动

- 公司主营业务包括自有品牌**牧高笛 (MOBI GARDEN)**运营业务与**露营帐篷代工 (OEM/ODM)**业务。从收入占比来看，**代工业务是公司主要收入来源**，2021年收入占比67%。从毛利率来看，**自有品牌业务毛利率显著高于代工业务**，2021年自有品牌业务/代工业务毛利率各占33.94%/20.42%，同比增加1pct/下降2.62pcts。
- 公司代工业务面向海外，以OEM/ODM的模式为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务。同时**以欧洲地区和南半球为基本盘**，两地2021年营收各占比77.4%/14.14%。此外公司积极开拓亚洲、南美洲等新兴市场。**2021年亚洲地区业务增长亮眼**，收入达3964.43万元，同比增186.85%，占比为6.44%，成为第三大国外收入来源。
- 疫情以来户外休闲兴起，自主品牌业务受益。2021年前三季度自主品牌业务实现高增，2021年营收为3.06亿元，同比增90%，**营收创近10年新高**。

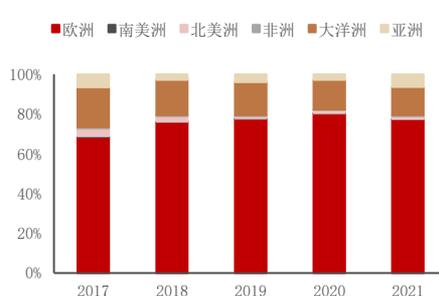
图表：2014-2021年 自有品牌与代工业务收入及增速



图表：2014-2021年自有品牌与代工业务毛利率



图表：2021年海外各地区销售收入占比



图表：2014-2021年内销业务收入增长情况



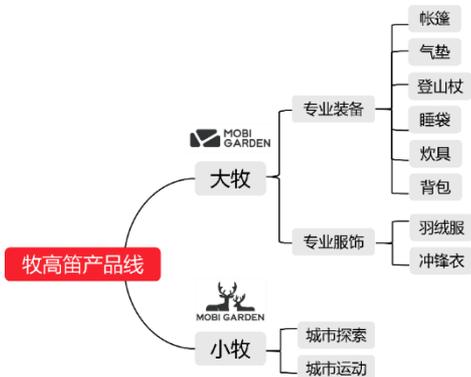
资料来源：Wind，民生证券研究院

# 3.1 牧高笛：疫情重塑国人生活理念，露营内销业务迎来提速

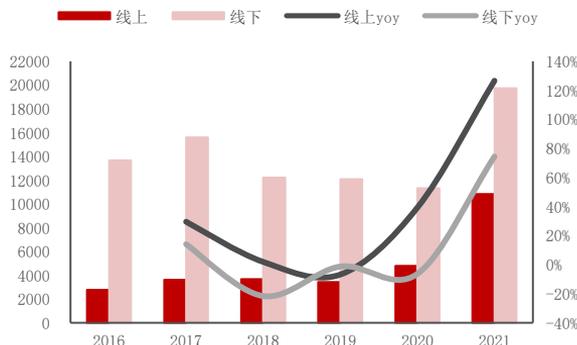
## ➤ 收入细分：大小牧各司其职，全渠道销售优势叠加

- 从品牌来看，公司自有品牌下分**大牧**和**小牧**两大自有品牌。主品牌大牧定位**专业户外**一线品牌，产品涵盖帐篷装备和专业服饰；子品牌小牧定位**大众户外**出行的首选品牌，产品主要为城市探索和城市运动两大服饰系列。
- 从渠道来看，公司自主品牌实现线上线下**全渠道销售**。2021年线上销售占比35.45%，线下销售占比64.55%。线上端，公司在天猫、京东等传统电商平台销售，同时发力抖音、小红书等内容电商。线下端，公司采取直营、加盟和团购专卖模式进行销售。
- 从店效来看，公司积极调整加盟门店，店效提升明显。2021年，直营店效为92.81万元，加盟店效为29.82万元，同比提升40.93%。

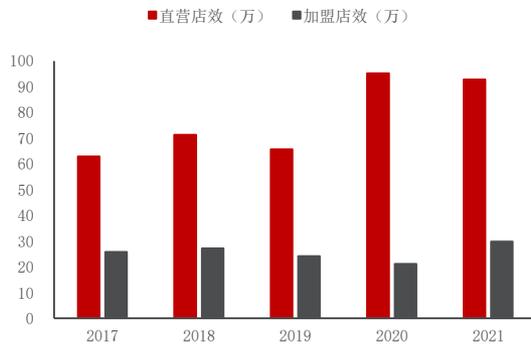
图表：大牧/小牧产品线



图表：线上线下收入及增速（单位：万元）



图表：加盟和直营门店店效情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3.2 浙江自然：深耕产品、技术领先的户外用品制造商

### ➤ 公司简介：专注户外运动用品研发，拥有国内外上百项专利

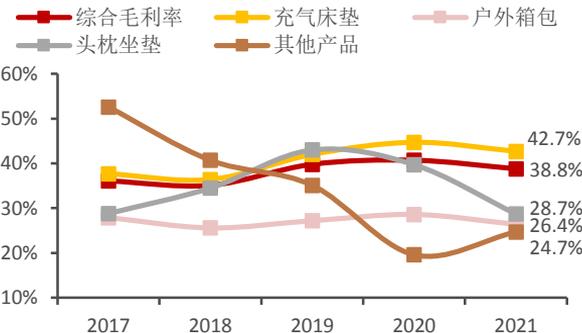
• 深耕户外运动用品三十年，国内领先的户外运动用品制造商。公司于1992年成立，2021年5月于上交所上市，专注于户外运动用品的研发和生产近30年。公司主要为户外运动品牌提供产品研发和生产，产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等，具有定制化特点。公司在TPU复合材料和熔接加工具有技术领先优势，拥有百余项国内外专利，并且与包括迪卡侬、SEATO、Kathmandu等在内的多个全球户外运动品牌建立稳定的合作关系。

• 分产品来看，充气床垫占比最大且持续增长，截至疫情前头枕坐垫增速最高。2021年充气床垫营收占比达75.45%，2019-2021年充气床垫收入分别为3.77/4.32/6.36亿元，同增1.71%/14.71%/47.13%，在疫情冲击之下表现依然优秀。2021年公司户外箱包/头枕坐垫营收分别为1.11/0.56亿元，同比增长59.57%/37.42%，品类营收整体回暖。

图表：2018-2021年公司各产品收入情况(亿元)



图表：2018-2021年公司各产品毛利率情况



图表：公司主要产品及特点(部分)

产品分类	产品名称	产品图例
TPU类 充气床垫	TPU双人自动 充气床垫	
PVC类 充气床垫	PVC双人自动 充气床垫	
箱包系列	冰包	
	防水桶袋	
头枕坐垫 系列	头枕	
	坐垫	

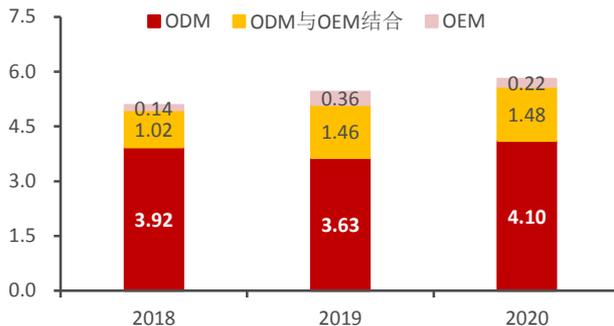
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

## 3.2 浙江自然：深耕产品、技术领先的户外用品制造商

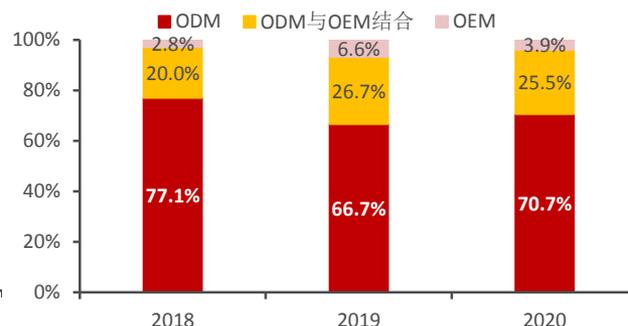
### 业务模式：ODM为主要模式，盈利水平相对较高

- 1) ODM模式**：指公司全权负责产品的设计并向客户推荐销售，是公司主要的生产模式，2018-2020年公司ODM模式收入分别为3.92/3.63/4.10亿元，占总收入比重为77.13%/66.65%/70.65%；
- 2) OEM模式**：指客户提供全套产品设计方案，公司仅为代工，2018-2020年公司OEM模式收入分别为0.14/0.36/0.22亿元，占比分别为2.83%/6.62%/3.85%；
- 3) ODM与OEM相结合模式**：指公司与客户共同完成产品设计，通常客户提供需求，公司根据需求设计或在客户提供的设计方案上进行优化完善，与客户多次确认、完善细节后最终完成产品设计，并由公司生产，2018-2020年公司ODM与OEM相结合模式收入分别为1.02/1.46/1.48亿元，占比分别为20.04%/26.72%/25.50%。

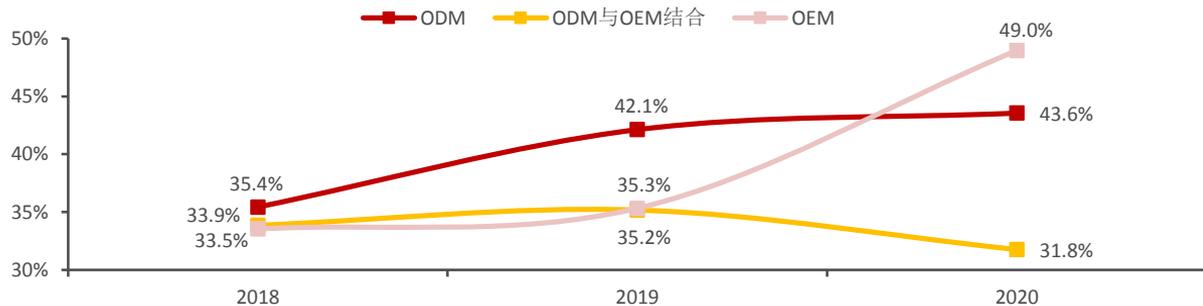
图表：2018-2020年公司各业务模式收入情况(亿元)



图表：2018-2020年公司各业务模式收入占比



图表：2018-2020年公司各业务模式毛利率变化



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

## 3.2 浙江自然：深耕产品、技术领先的户外用品制造商

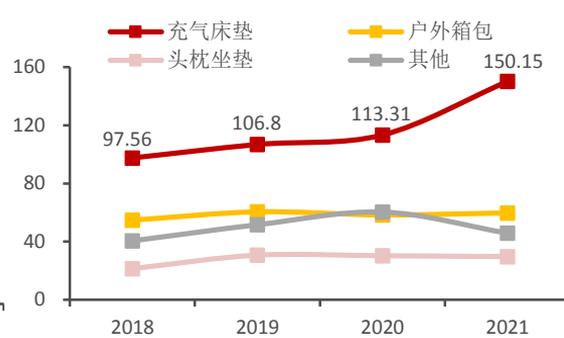
### ➤ 销售渠道：深度绑定迪卡侬等国际大客户，凸显细分领域ODM实力

- 公司产品以外销至欧美为主，季节性增长较为亮眼。**公司作为TPU充气床垫龙头，充气床垫营收占比超70%。公司产品主要销往欧洲及北美，其中，受贸易摩擦与疫情影响，北美业务增速略有放缓，而欧洲基本盘较稳定。同时，公司逐步发力内销，在疫情前已率先布局国内市场，疫情以来实现逆势增长，2019/2020/2021年境内营收分别为1.04/1.28/1.70亿元。
- TPU充气床垫规模红利逐步释放，王牌单品量价齐升。**从销售渠道来看，公司持续加强与境外大型零售商及商超的合作黏性，现已布局包括迪卡侬、户外专业运动头部零售商（SEA TO SUMMIT、REI）及为Costo、Walmart等美国超市及高端户外品牌采购产品的买手公司（LSO LP、Balluck Outdoor Gear）等下游客户。因此，公司能够凭借先发优势把握欧美地区核心客户，实现充气床垫生产上的规模效应。同时，公司在注重降本的过程中，通过优化产品结构以逐步上移产品单价，2021年充气床垫件均价与销量同增32.5%/11.03%。

图表：2018-2021年公司分地区营收情况（亿元）



图表：公司产品单价整体上行（单位：件/元）



图表：迪卡侬持续占据公司最大客户地位且营收占比总体走高

年份排名	2018		2019		2020	
	客户名称	比重	客户名称	比重	客户名称	比重
1	迪卡侬	21.93%	迪卡侬	28.87%	迪卡侬	32.52%
2	LSO LP	7.55%	SEA TO SUMMIT	7.02%	Balluck Outdoor Gear Corp.	4.43%
3	历德超市	6.00%	LSO LP	6.24%	SEA TO SUMMIT	3.78%
4	SEA TO SUMMIT	4.76%	Balluck Outdoor Gear Corp.	4.35%	Super Retail Group	3.04%
5	Flexxtrade	4.50%	际华集团	3.72%	REI	2.92%

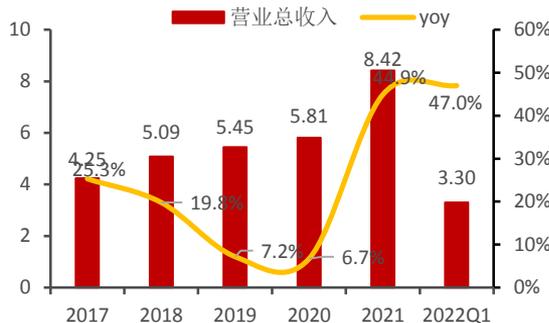
资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

## 3.2 浙江自然：深耕产品、技术领先的户外用品制造商

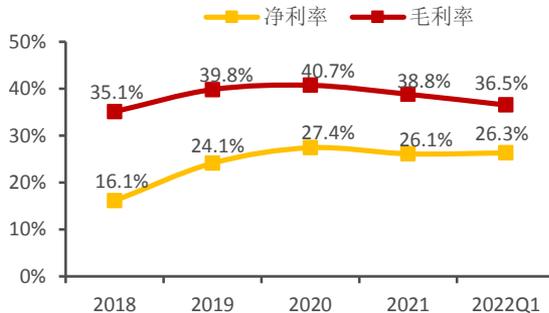
### 财务状况：产品为王的隐形冠军，盈利水平持续走高

- TPU充气床垫“隐形冠军”，疫后业绩修复增长迅猛。**  
 浙江自然作为迪卡侬的重要代工方，坚持以ODM为主要生产方式，凭借在TPU充气床垫产品上深耕多年的丰富经验，成长为该细分赛道的“隐形冠军”，并依托TPU加工技术实现多产品种类之间的协同。近年来，受户外露营概念的热度攀升以及加强下游渠道建设，公司营收及净利水平均呈现出明显高增态势。公司2021年/2022Q1营收同比增长44.91%/46.61%，归母净利润同增37.59%/37.82%，在疫情致零售疲软的格局下交出了令人满意的答卷。
- 产品核心竞争力较强，费用管控水平良好。**公司凭借以ODM为主的业务模式，为境外户外露营零售商提供质量上乘的户外用品，且由于公司在面料技术上持续领跑同行，筑起了较深的业务护城河，产品毛利率总体走高，公司严控期间费用率，2020年/2021年/2022Q1期间费用率分别为12.04%/10.03%/6.60%，由此带动归母净利润提升，整体经营情况良好。

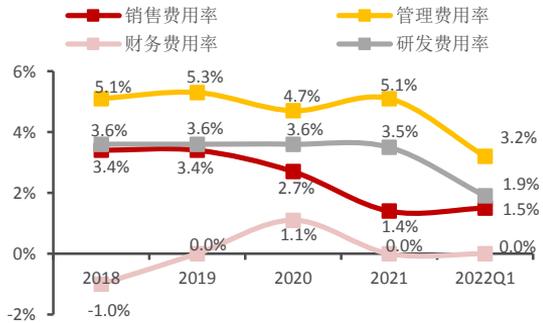
图表：公司近五年营收及增速情况（单位：亿元） 图表：近五年归母净利润及增速情况（单位：亿元）



图表：公司毛利率及净利率处在高位



图表：公司期间费用率呈现下行态势



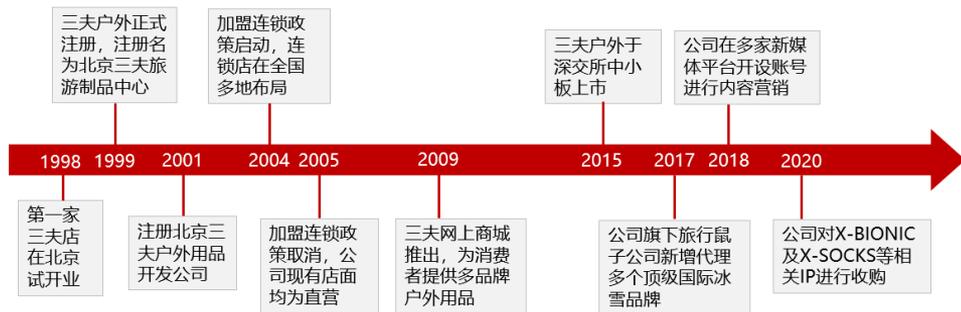
资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.3 三夫户外：聚焦核心品牌，多角度发力助力户外运动行业发展

#### 业务概况：多品牌差异化定位，户外用品种类齐全

- 三夫户外建立于1997年，是国内领先的户外运动用品零售商，主要经营业务包括户外运动产品销售、户外活动赛事规划组织、“松鼠乐园”亲子户外体验园及小部分口罩业务。
- 公司户外运动产品销售上分为服装服装、鞋袜及装备三大类别，覆盖滑雪、露营等多个户外场景。目前公司使用自有品牌+代理经销方式运营，其中自有品牌包含ANEMAQEN、SANFO、KIDSANFO、SANFO PLUS、LSYO等，覆盖多个年龄段消费者及多类不同的户外运动场景；代理、经销方式则为消费者提供国内外300余户外运动品牌产品。
- 公司已获取瑞士运动奢侈品牌X-BIONIC专有技术，着力将X-BIONIC打造为核心品牌，通过在运动服饰上搭载多种技术，就不同场景进行针对性服饰设计，如其滑雪内衣产品兼顾抗菌、保暖、吸湿排汗、降低肌肉震动能量损耗等针对滑雪场景设计的功能。在研发升级上与GORE-TEX、Schoeller、Polartec等数家国际知名材料供应商合作，将X-BIONIC产品功能性快速向中外层服饰拓展；在品牌推广上通过短视频宣传片、赞助多项赛事、电商平台促销等方式不断提升品牌知名度。

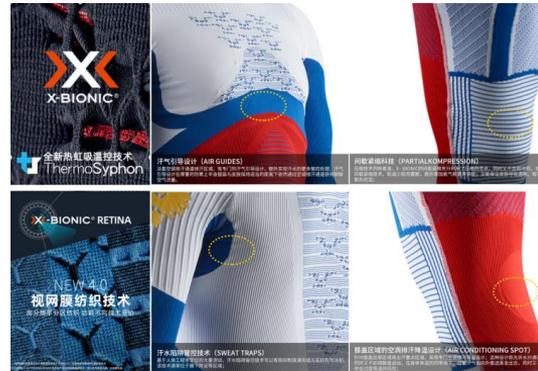
图表：公司发展历程图



图表：公司代理、经销的部分户外知名品牌



图表：X-BIONIC贴身服饰搭载多种科技



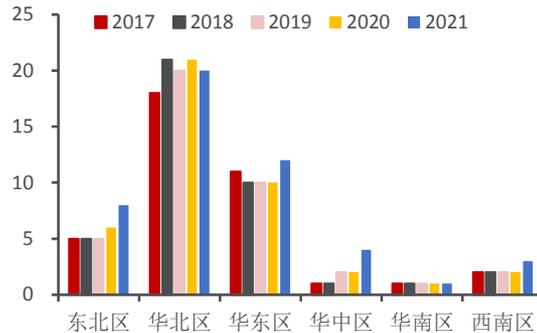
资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.3 三夫户外：聚焦核心品牌，多角度发力助力户外运动行业发展

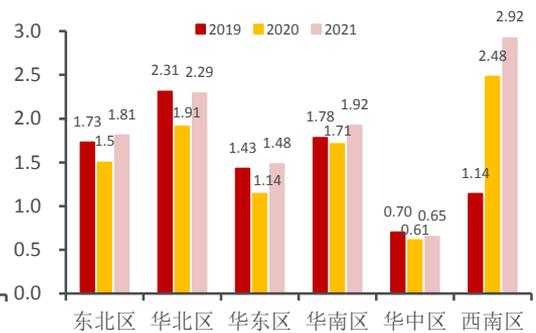
#### ➤ 渠道建设：精细化直营门店管理，线上线下共同打造O2O闭环生态链

- 公司重视门店直营管理，聚焦门店形象对品牌的赋能能力。**  
 公司现有门店均为可精细化管理的直营门店形式，在门店布置上致力于通过完善的客户服务博得消费者青睐，门店多布局于高客流地区，超过300平米的大店较多，门店装饰精美，且搭载门店月度形象审核机制，保证终端门店能够为客户带来最好的购物体验。从地域分布来看，华北、华东及东北地区为公司门店主分布区域，截止2021年末，三地区门店数量分别为20家、12家、8家，门店总面积超2万平方米。从门店坪效来看，公司各地门店业绩基本已恢复至疫情前水平。
- 自营品牌+代理经销品牌双核驱动，推动知名度与业绩提升。**  
 公司早在2009年便已设立网上商城销售多个户外品牌的服饰装备，近年来通过公司官网及天猫、京东、亚马逊等国内外电商平台的旗舰店进行产品销售，也通过代运营形式为户外品牌提供服务；在社交平台运营上，公司通过短视频、微信社群、手机端微商城APP等工具进行互动营销强化私域流量，为线下业务赋能。2021年，公司线上自建及第三方销售平台销售额达2.22亿元，同比增长66%。

图表：公司近年各地区门店数情况（单位：家）



图表：公司各地区可比门店坪效情况（万元/平米）



图表：公司2021年线上交易额高增（亿元）



图表：三夫户外重庆旗舰店门店外形精致大气



资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：华中区可比门店不包括联营店

### 3.3 三夫户外：聚焦核心品牌，多角度发力助力户外运动行业发展

#### 户外业务：打造户外推广重要门户，线下引流吸引消费者

- 户外服务是公司向消费者进行户外活动推广的重要门户。公司组织的户外活动赛事类型覆盖日常训练、入门级赛事与长距离超级赛事，拥有长距离越野跑、中长距离越野跑、三夫国际铁人三项赛等赛事IP，每年有超10万人次的户外爱好者参加。此外，公司在户外团建上着手布局休闲生活及亲子互动，公司在休闲生活领域关注时下热门网红露营活动，通过KOL/KOC双引流模式吸引消费者。目前公司海南清水湾及北京金海湖轻奢基地已落地；亲子互动领域于2021年上半年举办多场“三夫小勇士”赛事，每场参与家庭突破500组。
- “松鼠部落”亲子户外运动乐园是独立大IP。公司在成都、武汉及郑州均有一期和二期项目，南京项目现已开放。“松鼠部落”以3-12岁亲子家庭互动乐园为主打，2021年接待游客达60.88万人次，同比增长40.33%。不同地区松鼠部落结合市场需求及自身资源筑建特色活动，紧追市场热点，力求打造优秀独立IP，如武汉松鼠部落依其水上乐园展开的“网红泡泡秀”、“嬉水节”活动、郑州松鼠部落将学生研学需求与当地湿地资源结合设计的自然营造及博物探索项目等。

图表：三夫国际铁人三项赛配套赛事活动图



图表：“三夫小勇士”活动图



图表：成都松鼠部落景色优美



图表：郑州松鼠部落特殊湿地环境



资料来源：公司官网、小红书，民生证券研究院

## 04 上游制造：

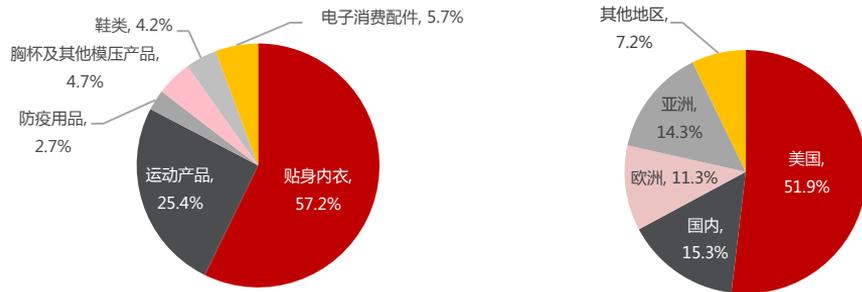
海外产能叠加技术壁垒，打造核心竞争力

## 4.1 维珍妮：全球IDM模式贴身服饰龙头

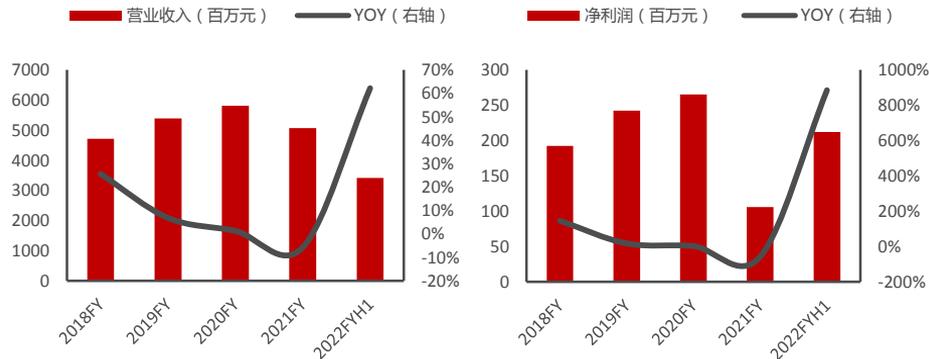
### 公司基本情况：全球领先IDM模式内衣制造公司

- 主要业务：**公司主营贴身内衣、运动产品、消费电子配件、鞋类、胸杯及模压产品、布口罩六大分部产品的设计生产销售业务，其中贴身内衣为主要产品、FY21H1销售额占比57.3%；公司产品以出口为主，FY21H1出口收入占比84.7%，其中销往美国的产品收入占比达51.9%。
- 产能&客户情况：**根据Frost&Sullivan，公司于2014年成为世界最大的文胸内衣产品制造商，占总产量比例约1%，同时公司以IDM（创新+设计+制造）模式进一步提升竞争力，目前公司分别在越南/深圳拥有6家/1家工厂，肇庆新基地建设中，全球产能布局日趋完善，高粘性客户储备已建立，主要客户基本为国际知名内衣或运动品牌，包括维密、优衣库、Nike、PVH、安德玛等。
- 近期财务情况：**FY21受疫情影响、欧美客户订单延期影响，营业收入、净利润均有不同程度下滑，但已经于22FY显著恢复，FY22H1收入同增62%至约34亿元人民币、净利润大幅增长884%至2亿元人民币、较2019年同期增长66%。（以上根据历史汇率换算）公司21-22FY净利润不低于5亿港币（20-21FY净利润1.26亿港币），同比增幅不低于300%。

图表：2021FYH1产品收入、地区收入占比



图表：公司收入、净利润情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

# 4.1

## 维珍妮：全球IDM模式贴身服饰龙头

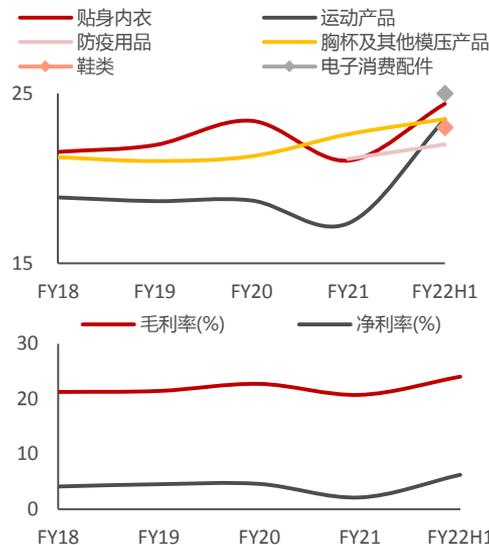
短期业务复苏+长期产能利用率提高抬升盈利水平。

- 公司业务盈利能力明显恢复。**公司贴身内衣/运动产品/电子消费配件/胸杯及其他模压产品/鞋类/布口罩22FYH1毛利率分别为24.4%/23.5%/25.0%/23.5%/23.0%/22.0%，同比分别+5.7/+4.9/+1.5/+2.9/-1.6/+3.3pct，推动总体毛利率提升+4.7pct至24.0%、接近历史高位，叠加公司费用率基本稳定，净利率同比转正至6.2%。
- 越南产能逐步爬坡，肇庆新基地预计23年投产。**公司2016年开始越南产能建设布局，至2021年已经完全投产，越南产值贡献比例不断提升，至FY22H1越南产值占比已达80%，可充分应对海外客户需求。同时部分越南工厂目前仍处于产能爬坡阶段，毛利率尚有提升空间。公司目前规划建设配备自动化、数字化设备的肇庆新基地，厂房面积较当前深圳基地大50%，预计2023年底可将深圳产能迁至肇庆新厂区，产能扩建提效，支持国内业务发展。（肇庆基地由董事长个人投资建设，公司以租赁形式使用，有助于降低资本开支、保障稳健现金流）

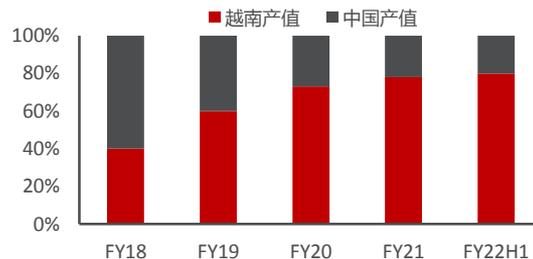
图表：公司海内外产能布局情况

地区	工厂	投产时间	生产产品情况	员工人数
越南海防市	A厂	2016年	贴身内衣	40000
	B厂	2017年	胸杯	
	C厂	2018年	运动内衣	
	D厂	2019Q2	新技术工艺	
	E厂	2019Q3	运动服装、运动紧身裤、运动鞋、丝网印刷	
越南兴安省	无缝Santoni厂	2021Q2	无缝Santoni产品	
中国深圳	研发中心, 生产基地	1999年 (2023年搬迁至肇庆)	文胸及贴身内衣、运动类产品、消费电子配件	6100
中国广东肇庆	肇庆基地	2023Q4	贴身内衣、运动服装、消费电子配件	-

图表：公司产品毛利率、整体毛利率&净利率情况（单位：%）



图表：越南、中国工厂产值占比情况



## 4.1 维珍妮：全球IDM模式贴身服饰龙头

### ➤ 横向业务扩张带动客户群不断丰富，纵向维密C端业务合作拓展新增量

- **横向业务扩张带动客户群不断丰富，大客户依赖程度降低。**内衣业务方面，公司产品风格从性感转向休闲，最终向运动转变，随之拓展优衣库、Nike、UA、Lululemon等客户。同时，公司继续向运动产品、消费电子品牌扩张，分别拓展Allbirds、Oculus以及Surface等客户，前五大客户收入占比自18FY的68%下降至21FY的51%，对于大客户的依赖程度不断降低。
- **收购维密中国49%股权，纵向发展C端业务拓展新增量。**公司于2022年1月收购维密中国49%股权，切入下游品牌端赛道，借助公司丰富中国市场运营经验，调整维密中国经营打法，解决先前因产品供应不足导致销售偏弱问题，携手天猫打造线上国际内衣品牌标杆店，预计明年有望开始实现盈利。

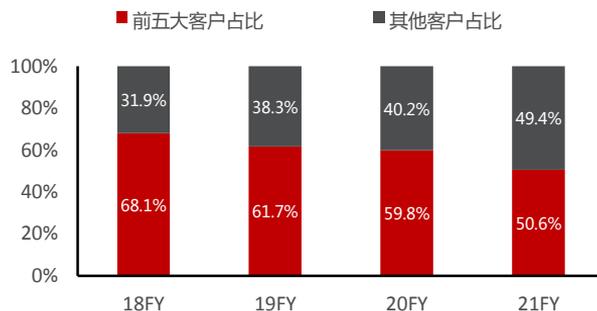
### ➤ 公司技术优势奠定发展基础，天猫战略合作助力需求洞察

- **三大核心技术塑造公司竞争力。**公司具备三大核心技术，胸杯制造方面拥有：热压成型&注塑和计算机开模两大技术，内衣制造方面拥有无缝贴合/3D hemming技术，均经过数次迭代，目前拥有超过140项专利，以技术壁垒建立稳定品牌合作关系。
- **与天猫战略合作洞察需求，进一步放大技术优势。**公司借助天猫大数据、天猫新品创新中心算法，可敏锐洞察当下市场中消费者需求，为公司IDM模式中的创新设计提供灵感。同时公司可通过该渠道建设技术商标（类似莱卡），进一步强化C端客户对于公司技术能力的认知度以及认可度，助力公司实现客群扩张。

图表：公司业务线扩张情况



图表：前五大客户收入占比情况



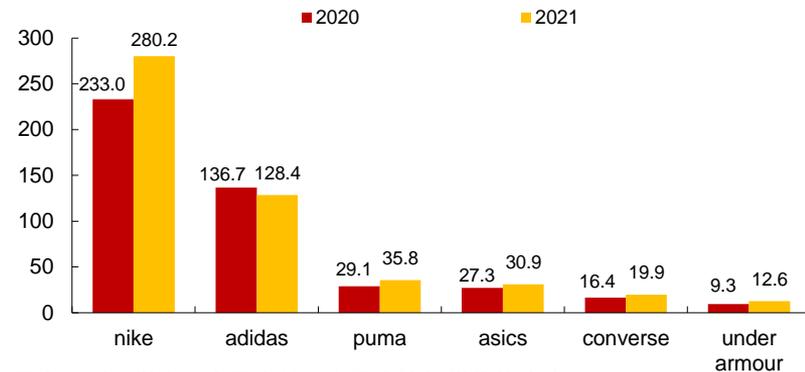
## 4.2

# 华利集团：产能为基客户为本，造就全球制鞋龙头

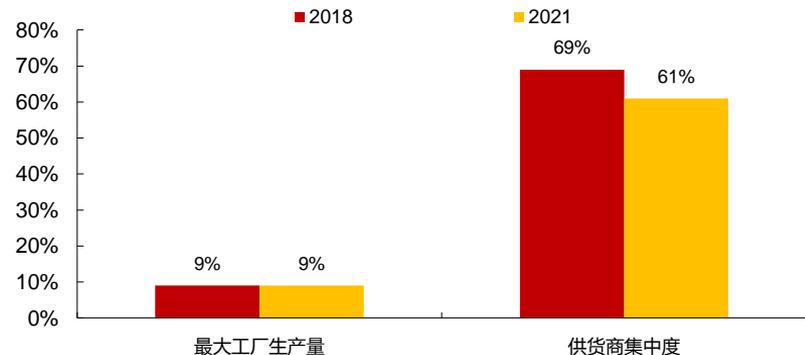
### ➤ 运动鞋行业：零售端倒推上游供给端变革，优质厂商有望乘风而起

- 全球鞋类市场规模持续扩容，运动鞋销售向头部品牌集中。**根据Statista数据，2021年全球鞋类市场规模约为3914.00亿美元/YoY+5.96%。目前运动鞋服零售商受品牌壁垒影响明显，根据耐克和阿迪达斯财报，两家头部运动品牌2021财年运动鞋销售额分别为280.21亿美元和128.94亿美元，而其他知名品牌如Puma/Asics/Converse/Under Armour同期销售额分别为35.98/32.37/19.86/12.64亿美元。
- 零售商头部效应促使上游集中度逐步提高。**头部品牌运动鞋销量增长使得品牌商为了追求产品标准化和供货稳定性而提升供货商集中度，倒推制鞋业集中度提高。以耐克品牌为例，2018财年耐克前五大供应商提供了69%的鞋类产品，到2021财年仅前四大供应商就提供了公司61%的鞋类产品。2021财年耐克品牌和阿迪达斯品牌营业成本分别为154.68亿美元和63.57亿美元，其他知名品牌如Puma/Asics/Converse/Under Armour鞋品营业成本分别为18.75/16.35/10.96/6.28亿美元，由此可以推测仅六大国际品牌当年采购总额已达270.59亿美元，因此拥有规模化产能优势和优质产品的制鞋商成长前景广阔。

图表：2020-2021年全球知名品牌运动鞋销售规模(单位：亿美元)



图表：耐克供应商中最大单厂产量占比与供货集中度



## 4.2 华利集团：产能为基客户为本，造就全球制鞋龙头

### 世界领先的制鞋厂商，运动鞋设计代工全流程覆盖

世界领先的制鞋厂商，运动鞋设计代工全流程覆盖。公司主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia 等全球知名运动鞋品牌提供产品开发、设计及制造，目前覆盖运动休闲鞋、户外凉鞋、运动凉鞋及拖鞋等品类，主要工艺为硫化 and 冷粘工艺。公司已形成“以中山为管理及开发设计中心，香港为贸易中心，越南、缅甸及多米尼加为工制造中心”的业务布局，拥有完整的运动鞋代工生产链条。

疫后收入快速修复，利润实现高增长。2021年受疫后消费需求端回暖及公司主要客户订单显著增长，加之产能恢复，收入回升至174.70亿元/YoY+25.40%，较2019年同期增长15.19%。2021年公司归母净利润增长至27.68亿元/YoY+47.34%，较2019年同期增长51.99%，较2017年增长超150%，CAGR达25.78%。根据公司2022年一季报披露，2022Q1公司实现营收41.24亿元/YoY+11.39%，完成归母净利润7.71亿元/YoY+37.39%。

图表：公司产品结构

产品分类	产品特点及工艺技术	主要合作品牌	产品图示
运动休闲鞋	包括跑步鞋、健走鞋、篮球鞋、足球鞋、板鞋等，强调功能性和舒适度，主要采用冷粘和硫化技术	Nike、Converse、VANS、PUMA等	
户外靴鞋	包括雪鞋、登山鞋、徒步鞋等，强调防水透气、保暖、防滑以及对脚的保护，主要采用冷粘技术	UGG、Columbia、VANS等	
运动凉鞋/拖鞋	夏季所穿凉鞋、拖鞋等，鞋底舒适度高、轻便防滑，主要采用冷粘和硫化技术	TEVA、NIKE、PUMA等	

资料来源：华利集团招股书，民生证券研究院

图表：2017年-2022Q1公司营收变化情况



图表：2017年-2022Q1公司归母净利润变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.2

# 华利集团：产能为基客户为本，造就全球制鞋龙头

### ➤ 修炼内功提振产能，大客户赋能长期成长

• **高投入提振人均产出，对比同业表现优异。**从产量角度看宝成旗下裕元集团位居全球行业第一，2019和2021年产量分别为3.22和2.38亿双，而同期华利集团鞋履产量为1.87和2.10亿双，低于裕元集团位居全球第二；但2019/2021年华利集团人均产鞋量分别为1378.16和1386.06双，较裕元集团同期的928.84和751.26双已有了较为明显的优势，未来在保持人均产量基本稳定的条件下扩张产能后，公司有望成为全球最大制鞋企业。

• **运动休闲鞋收入占比达81.35%，主要产品毛利率均有提高。**2021年公司各产品收入同比均实现增长，其中运动休闲鞋为公司核心产品，营业收入达142.11亿元/YoY+25.94%，占总收入比重高达81.35%/YoY+0.35pct，2017-2021年间CAGR为18.64%。2021年运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉拖鞋及其他产品毛利率分别增长至28.88%/18.66%/20.52%，主要得益于公司坚持大客户战略优化客户结构、调整产品结构适当降低部分高时间和人工消耗的产品及推进精益生产。

图表：2019-2021年裕元集团、丰台企业、华利集团总产量和人均产量对比

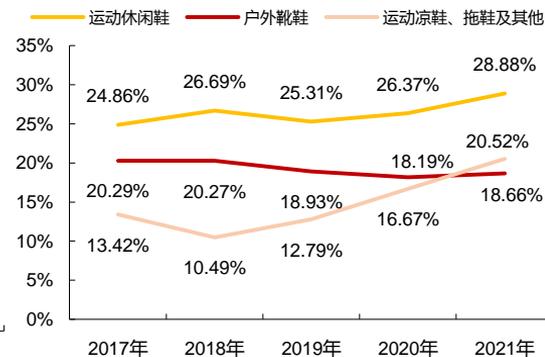
鞋类总产量(亿双)	2019年	2020年	2021年
裕元集团	3.22	2.44	2.38
丰泰企业	1.23	1.12	未披露
华利集团	1.87	1.64	2.10
员工数(万人)	2019年	2020年	2021年
裕元集团	34.71	29.85	31.72
丰泰企业	12.39	12.78	未披露
华利集团	13.59	未披露	15.12
人均产鞋量(双/人)	2019年	2020年	2021年
裕元集团	928.84	818.76	751.26
丰泰企业	992.59	876.33	-
华利集团	1378.16	-	1386.06

资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图表：2017-2021年公司各产品营收情况(亿元)



图表：2017-2021年公司各类产品毛利率变化



资料来源：公司财报，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.2

# 华利集团：产能为基客户为本，造就全球制鞋龙头

### ➤ 修炼内功提振产能，大客户赋能长期成长

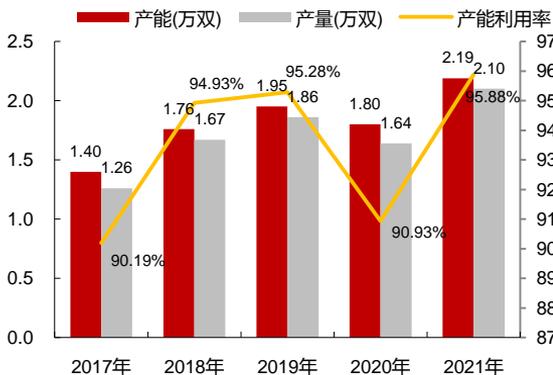
- 高瞻远瞩布局越南，多方向产能扩张进展顺利。**  
 2005年起公司布局境外产能，主要在越南北部开设制鞋厂。2021年公司产能为2.19亿双/YoY+21.67%，产能利用率/产销率高达95.88%/100.62%，现有产能已无法满足客户订单快速增长的需要，预计未来产能扩张后，公司销量将继续上升。
- 2022年公司计划在印尼、缅甸新建工厂以及继续在越南扩建或新建工厂。公司作为全球头部运动鞋制造商之一，原材料采购额较大，产能形成规模效应后既能增强对供货商的议价权，又能在规模化生产中摊薄制造费用，降低产品单位造价提高经营效率。

图表：截止2021年末公司重要在建工厂及设备进度

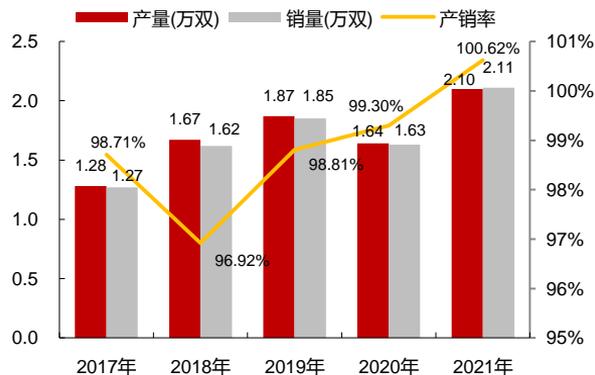
项目名称	预算(万元)	工程进度	预计新增年产量(万双)
越南弘邦厂房及附属工程	11,357.25	88.14%	
越南宏美厂房及附属工程	2,865.63	62.67%	
越南正川厂房及附属工程	386.74	62.73%	
越南上杰厂房及附属工程	17,511.34	52.86%	180
越南永正厂房及附属工程	4,394.25	95.25%	
越南弘欣厂房及附属工程	1,041.01	41.46%	98
越南亚欣厂房及附属工程	1,406.20	67.27%	
越南立川厂房及附属工程	1,691.41	49.30%	320
越南永弘厂房及附属工程	5,310.29	48.74%	160
越南宏福厂房及附属工程	11,560.36	66.21%	360
缅甸世川厂房及附属工程	12,952.36	66.96%	1200
越南威霖厂房及附属工程	4,656.44	59.14%	
设备安装	36,760.93	95.25%	
其他	395.09	73.41%	
合计	112,289.30	-	

资料来源：公司财报，民生证券研究院

图表：2017-2021年公司产能与产量变化情况



图表：2017-2021年公司产能与产量变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.2

# 华利集团：产能为基客户为本，造就全球制鞋龙头

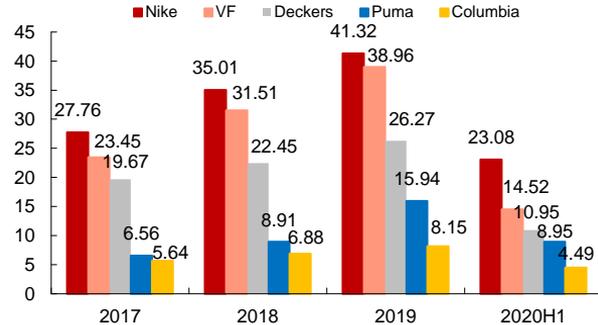
### ➤ 修炼内功提振产能，大客户赋能长期成长

- 采取优质大客户战略，并积极拓宽优化客户结构。通过长期稳定经营，公司积累了宝贵的全球知名运动鞋履客户资源，合作时间大多超10年。但公司客户相对分散，不严重依赖少数客户，也不存在向单个客户的销售比例超过50%的情况。
- 除前五大客户外，公司凭借自身优势不断拓展新客户，并将其逐渐发展成为主要客户，公司其他客户包括Wolverine、Under Armour、Cole Haan、Toms、Clarks等，例如2018年公司新增客户Under Armour，当年收入占比较小，到2019年成为公司第七大客户，2020年1-6月为公司第六大客户，占营业收入的比例分别为3.58%和5.60%。

图表：2017年-2020H1公司前五大客户创收占比



图表：2017年-2020H1公司前五客户营收(亿元)



图表：2017年-2020H1公司客户数变化情况

客户种类	2017年		2018年		2019年		2020H1	
	数量	营收(万元)	数量	营收(万元)	数量	营收(万元)	数量	营收(万元)
新增客户	2	19,225.50	2	2,837.44	1	971.49	1	1,140.54
退出客户	2	324.41	1	2,673.55	3	14,296.46	3	379.09
持续合作客户	7	901,251.58	7	1,145,863.46	8	1,463,904.94	8	684,650.18

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 4.3 开润股份：国牌箱包行业领先企业，“2B+2C”共促业绩回暖

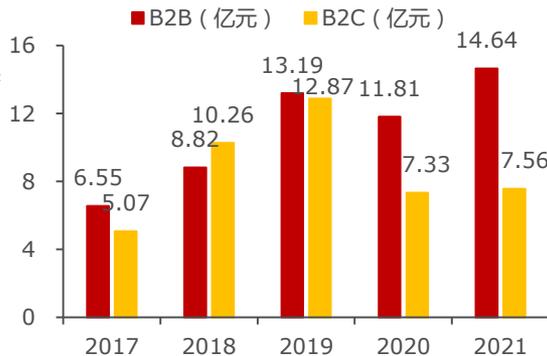
### ➤ B2B端代工制造：客户优质，产能全球化布局

- 公司为箱包领先企业，双业务模式并行。开润股份始创于2005年，专注于做优质出行及生活消费品，主要经营业务包括休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服饰及相关配件等产品的研发、设计、生产和销售。
- B2B端具有优质客户，公司积极开拓新品类。代工制造业务方面，公司与世界知名品牌耐克、迪卡侬、VF集团、优衣库、戴尔、惠普等优质客户建立了稳定的合作，通过ODM/OEM双模式提供服务。2021年公司进一步切入Puma、李宁和VF旗下Jansport、EagleCreek、Dickies等品牌的供应链，订单规模持续增加。
- 新建产能匹配订单增量，助推B端业绩稳健增长。公司生产基地布局于中国滁州、印尼、印度等区域，2021年海内产能占比40.27%，海外产能占比59.73%，完善的海外布局有利于提升抵御国际贸易风险能力。公司2B业务采取“多元开拓、深度合作”的客户发展模式，未来计划与迪卡侬加深帐篷、睡袋、冰桶冰袋等工具包领域的合作，订单或将持续增长。2021年公司B2B营业收入为14.64亿元，同增24.02%。

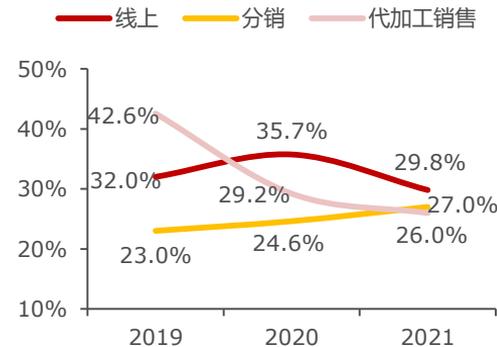
图表：公司B2B业务ODM/OEM双模式并行

业务模式	特点	主要产品	主要客户
ODM	制造厂商依据品牌商提供的产品样式生产制造产品	电脑包	
OEM	制造厂商除了制造加工外，增加了设计环节，承担部分设计任务，生产制造产品并销售给品牌商	运动包、拉杆箱	

图表：2017-2021年公司渠道收入情况（亿元）



图表：2019-2021年公司渠道毛利率



## 4.3 开润股份：国牌箱包行业领先企业，“2B+2C”共促业绩回暖

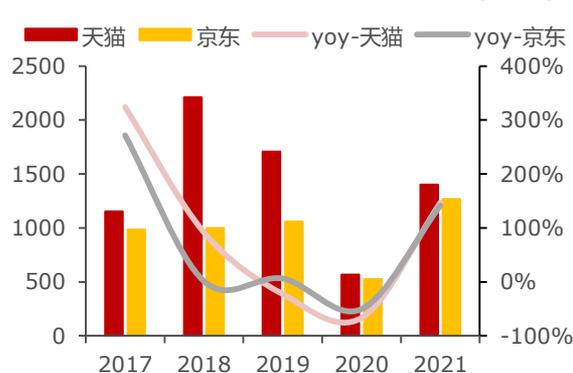
### ➤ B2C端品牌经营：品牌矩阵多元化，新渠道带动线上高增长

- B2C端已成功建立品牌矩阵。**公司已形成“90分”、“小米”、“Paul Frank（大嘴猴）”的品牌矩阵，实现不同细分品类拓展，满足不同消费群体的需求。其中，“90分”为自有品牌，主要通过天猫、京东等电商渠道销售拉杆箱、包袋、生活配件等泛出行产品，为人们的出行提供一站式解决方案。“小米”为合作品牌，主要通过小米等电商销售拉杆箱、包袋等产品。“Paul Frank（大嘴猴）”为被授权品牌，公司取得其在箱包和雨伞品类上的授权。2015年公司切入小米生态链，成为小米品牌箱包业务的独家供应商。
- 积极布局新兴渠道，推动线上业务复苏。**公司2C业务主要分为线上业务和分销业务，其中线上业务以90分品牌为主，分销业务以小米品牌为主。2021年公司在原有渠道的基础上，持续开拓抖音、拼多多等新兴渠道以及COSTCO、家乐福等KA渠道，提高品牌知名度和渠道覆盖率，改善品牌线上业绩表现。2021年公司线上渠道实现营收3.47亿元，同比增长63.41%，其中“90分”品牌于618期间表现亮眼，全渠道GMV同比增长高达260%，渠道扩张战略成效显著。

图表：公司品牌矩阵

品牌名称	商标	品牌性质	特点	目标客户群	销售价格带(元)
90分		自有品牌	高颜值、高品质、有调性	时尚青年	300-800
小米		合作品牌	强功能性、强科技属性	年轻白领、学生	200-400
Paul Frank (大嘴猴)		被授权品牌	外观色彩丰富、性价比高	大众群体	300以下

图表：“90分”天猫及京东渠道6月销售情况（万元）



图表：90分品牌抖音旗舰店



## 4.3 开润股份：国牌箱包行业领先企业，“2B+2C”共促业绩回暖

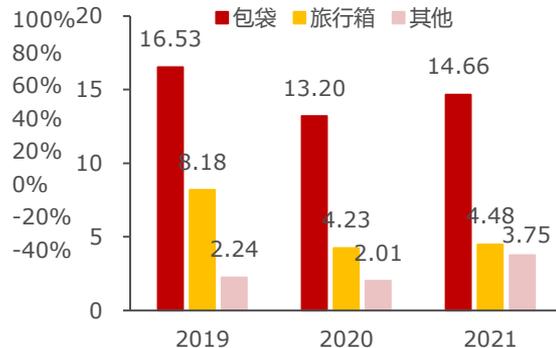
### 经营概况：营收利润逐步恢复，B端贡献主要动力

- 2021年公司收入为22.89亿元，同增17.76%，主要是由于存量客户订单持续放量以及报告期内对Jansport、Dickies、李宁等新客户的拓展拉动业绩增长；归母净利率为1.80亿元，同比增131.03%。分产品看，包袋和旅行箱为公司主要产品，2021年包袋和旅行箱收入为14.66/4.48亿元，占比为64.03%/19.58%。2022年Q1实现营业收入6.12亿元，同比增35.56%；归母净利润0.47亿元，同比增2.78%。
- 分渠道看，公司国内线上渠道以自有品牌“90分”为主，国内线下渠道以小米品牌为主，海外则通过小米海外渠道和亚马逊、eBay等电商平台进行产品销售。2021年公司国内、海外收入分别为8.04/14.85亿元，同比-10.8%/42.45%。
- 从盈利端看，2021年毛利率和净利率为26.58%/7.54%，同比-1.90/+4.12pcts。毛利率下降主要是原材料价格上涨、汇率波动所致，对此公司将持续强化自身精益管理与效率提升。从费用端看，2021年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为11.76%/10.18%/2.75%/1.35%，同比+0.65/-2.04/-0.99/+0.07pcts。

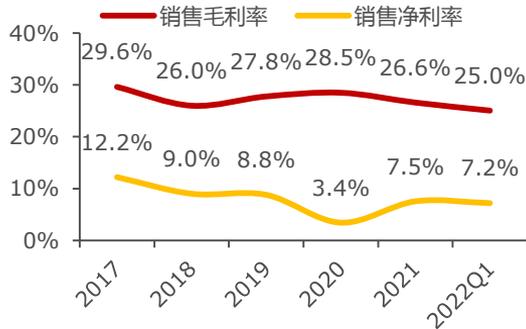
图表：2017年-2022Q1年收入及增速



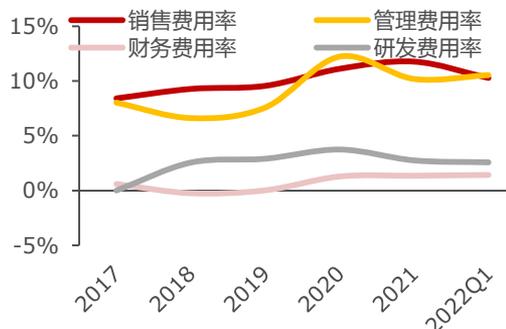
图表：公司各品类收入（单位：亿元）



图表：2017年-2022Q1公司盈利能力表现



图表：2017年-2022Q1公司费用率表现



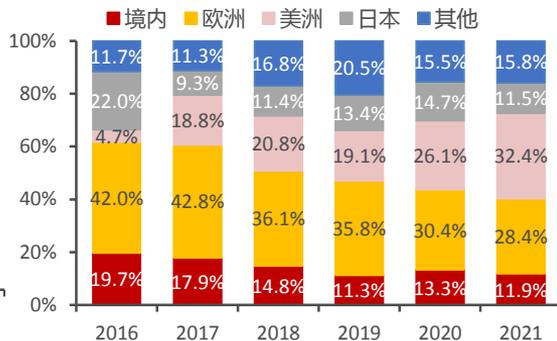
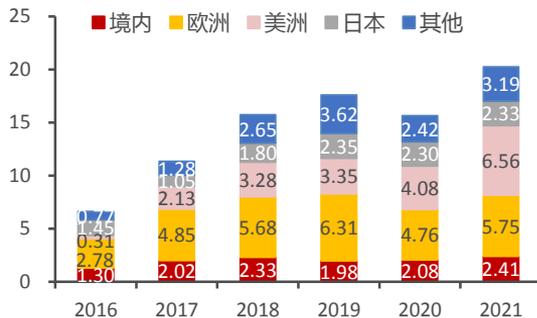
资料来源：公司公告，民生证券研究院

# 4.4 健盛集团：针织制造龙头，“棉袜+无缝”双轮驱动筑起护城河

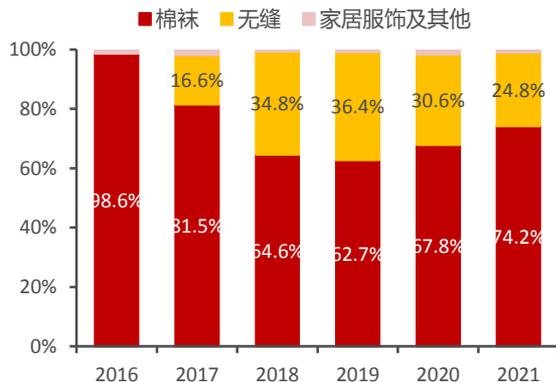
## ➤ 公司简介：针织制造龙头，立足国内布局海外

- 健盛集团成立于1994年，以棉袜生产起家，历经近三十年深耕积累众多优质海外客户，铸成我国针织龙头企业。**从产能布局角度来看**，公司发展历程可以分为两大阶段：
  - 立足国内**：1994-2013年，公司主要布局国内生产基地，先后创立杭州及江山等地产能，分别对接日本及欧洲客户；
  - 放眼海外**：2014年起，公司率先布局越南产能，并先后在海防、兴安及清化等地建立棉袜厂及辅料厂，实现针织制造全环节覆盖；同时，公司自2017年起大力发展无缝服饰业务，在不断加速产能扩张的同时，积极调整国内与越南两地产能布局，更好地凭借成本优势吸收国际客户大订单。2021年，公司境外营收达17.83亿元，营收占比达88.1%。
- 从营收构成来看，公司2016年以前主要经营棉袜ODM/OEM业务，与迪卡侬、优衣库及Puma等国际巨头历经十余年合作。自2017年起，公司从收入麾下的俏尔婷婷出发，切入受运动内衣热潮带火的无缝服饰赛道，与Lululemon等品牌达成合作，实现品类扩充及营收高增。

图表：公司客户主要分布在欧美地区（单位：亿元） 图表：公司2021年营收接近90%来自海外客户



图表：公司各业务营收占比情况



图表：公司客户矩阵庞大



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.4 健盛集团：针织制造龙头，“棉袜+无缝”双轮驱动筑起护城河

### 棉袜业务：抢先占领高端份额，行业集中利好龙头

棉袜瞄准中高端市场，需求强劲实现逆增长。健盛集团作为在棉袜领域深耕多年的行业龙头，80%以上的棉袜产品为迪卡侬、阿迪达斯及PUMA等国际头部运动用品厂商定制，在棉袜领域已经筑起了极强的业务护城河，2019/2020/2021年棉袜业务营收达11.0/10.6/15.0亿元，同比+8.7%/-4.0%/+41.8%，迅速走出疫情困扰。另外，公司凭借极强的ODM能力推出适应市场的新品，从产品技术路径上提供了产品提价可能，相应在棉袜业务上具备较强的议价能力。公司还依托基本能满足生产所需的自有原辅料产能，实现库存结构动态管理，进一步增厚利润空间，2021年棉袜毛利率因此再创新高至31.2%。

产能集中向越南转移，低人力成本优势显著。公司自2014年起开始布局越南棉袜产能，目前越南已经成为公司最大的棉袜生产基地，截止2021年越南基地棉袜产能可达2.2亿双。疫情以来，公司加速棉袜产能转移扩张并关停杭州智慧工厂，江山与越南棉袜产能提升至1.79/2.20亿双，2021年产能利用率回暖至98.6%。

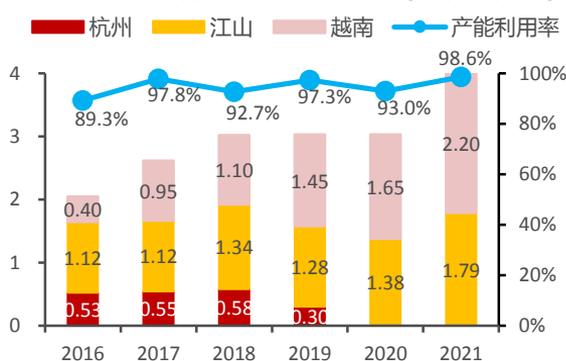
图表：棉袜业务受疫情影响较小（单位：亿元）



图表：棉袜业务毛利率恢复至疫情前水平



图表：公司棉袜产能布局进行调整（单位：亿双）



图表：公司棉袜产品主要客户



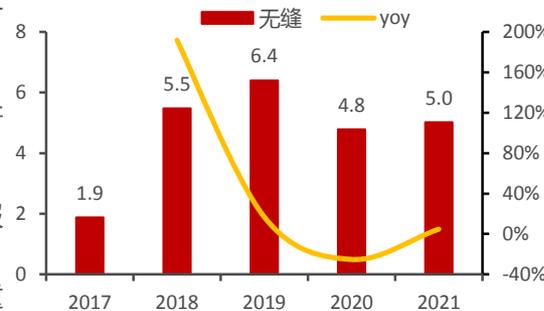
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.4 健盛集团：针织制造龙头，“棉袜+无缝”双轮驱动筑起护城河

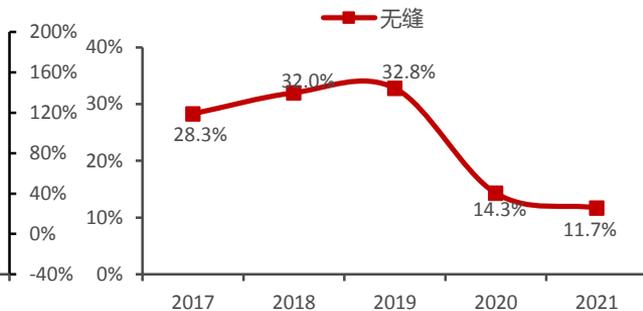
### ➤ 无缝业务：业绩修复空间较大，自有品牌表现亮眼

- 积极开拓新客户，业绩修复会有期。**公司2021年成功开拓包括Lululemon及李宁在内的新客户，避免客户集中度过高带来较大经营不确定性。2021年，公司无缝业务在承压后有所恢复，营收同增4.8%。另外，2022年无缝市场需求迅速回暖，当前公司无缝产能已近满载，盈利有所修复，2022Q1整体毛利率环比上抬3.97%至28.05%。
- 越南产能顺利投产，订单优势日益显著。**公司原有无缝服饰产能集中在上虞以及贵州，2021年在越南兴安布局的无缝产能顺利投产，且下半年越南政府疫情管控政策注重经济与防疫两手抓后，无缝产能总体运转良好，国际订单随之逐步回流。
- 自有无缝品牌初露锋芒，有望借力研发乘势而上。**公司2019年推出主打无缝运动服饰的线上女性运动品牌JSC。截止2021年10月，品牌已经积累17万粉丝群体“JSC Girls”，产品复购率达37%。从线上渠道来看，JSC推出后公司线上渠道盈利水平明显改善，2019/2020/2021年毛利率分别为45.8%/54.5%/62.3%。

图表：棉袜业务受疫情影响较小（单位：亿元）



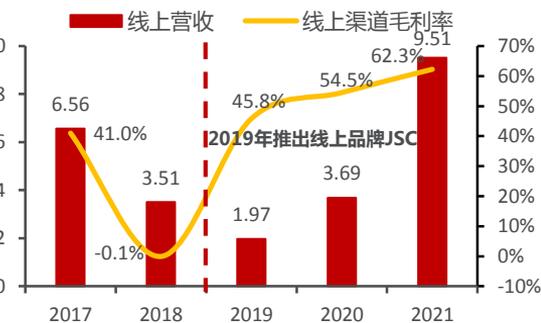
图表：无缝产品毛利率受疫情影响波动较为明显



图表：公司无缝产能扩张明显（单位：万件）



图表：线上渠道战略调整后业绩改善（单位：百万元）



# 4.4 健盛集团：针织制造龙头，“棉袜+无缝”双轮驱动筑起护城河

## 财务概况：盈利能力持续提升，周转能力保持稳定

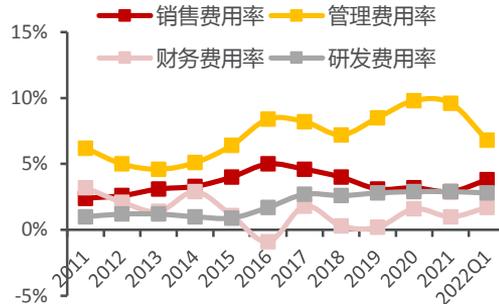
• **盈利能力迅速改善，毛利水平领跑同业。**受无缝产品单价明显下滑、商誉减值及股权激励影响，公司2020年净利率首现负值。而随着公司主力产品单价提升以及越南与贵州产能释放带来人工成本红利，公司2021年及2022Q1毛利率达26.76%/28.05%，净利率达8.14%/15.51%，2022Q1净利率实现2020年来单季最高峰。另外，与同为纺织行业上游“玩家”相比，公司代工产品毛利率名列前茅，能与作为全球领先运动鞋服代工商的申洲国际及华利集团媲美。由于核心客户与两大代工商略有重叠且在产品种类上具备差异，公司未来毛利水平仍然具备一定上升空间。

• **存货周转保持稳定，多环节覆盖保障生产。**公司整体库存水平在针织制造“玩家”中处于中上游水准。公司作为打通原辅料生产及印染织等环节的针织“玩家”，整体存货结构中原材料占比在35-40%。公司通过灵活调整原辅料结构，对外采购单价较低的纱线，对内基本实现原辅料保供，并根据市场原料价格动态积极调整库存量，在原材料价格大幅提升时与下游客户协商调价，整体库存管理水准较高。

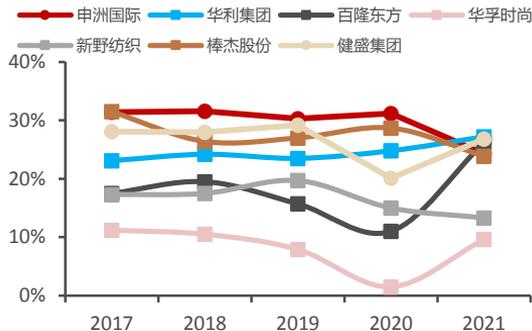
图表：盈利水平迅速恢复至疫情前水平



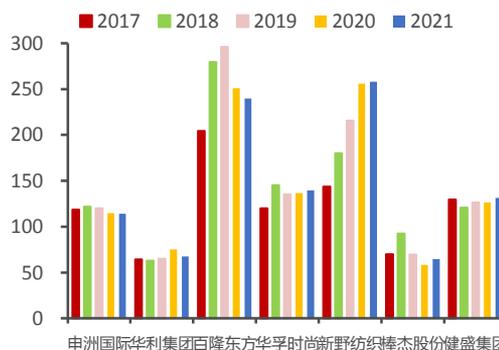
图表：公司2021年费用率有所改善



图表：公司产品毛利率处于行业领先地位



图表：公司及同行业公司存货周转天数对比



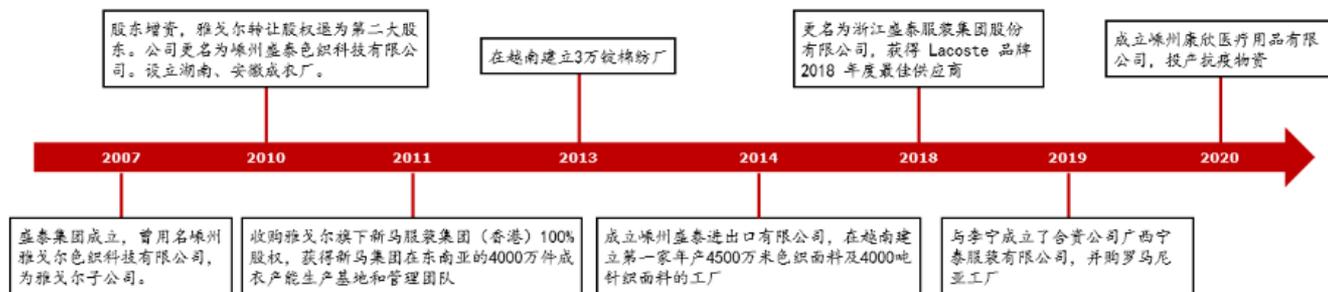
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.5 盛泰集团：中高端面料成衣一体化，技术、客户优势构筑护城河

### ➤ 公司简介：中高端面料成衣一体化，全产业链跨国纺织企业

- 盛泰集团始创于2007年，是一家具备核心生产技术、主要服务于**国内外中高端品牌**的纺织服装行业跨国公司。公司全面覆盖纺纱、面料、染整、印绣花和成衣裁剪与缝绉五大工序，产能分布于中国、越南、柬埔寨、斯里兰卡以及罗马尼亚，是纺织服装行业中**集研发、设计、生产、销售、服务于一体的全产业链跨国企业**。
- 公司发展历程可被概括为四大阶段：**（1）初期（2007-2010年）**：作为雅戈尔旗下子公司成立，主营高档织物面料织染。依托母公司的行业地位及资源，成立初期即与大品牌客户建立了紧密合作关系，随后业务稳步发展，初步在业内站稳脚跟。**（2）成长期（2011-2014年）**：2010年雅戈尔转让股权予宁波盛泰，退为第二大股东。同年公司涉足成衣制造，产销一体化初具雏形。之后公司并购购位于东南亚的新马集团，获得其海外产能，并在越南建立了棉纺厂、针织面料加工厂。**（3）战略调整期（2015年-2019年）**：2016年公司剥离重资产的境内棉纺板块业务，同时参股棉纺企业以稳定上游棉纱供应。随后公司全心投入中高端面料及成衣的研发生产。2018年获得Lacoste年度最佳供应商、斐乐年度卓越供应商奖及快速反应奖。公司也是拉夫劳伦的战略供应商及优衣库的战略合作伙伴。**（4）上市期（2020年-至今）**：2020年，公司陆续被授予国家级“绿色供应链示范企业”、国家级“绿色产品设计”、“浙商五百强”、“2020年浙江本土民营企业跨国经营50强”、“绍兴市智能工厂”等荣誉称号。同年10月，公司于上交所上市。

图表：盛泰集团发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

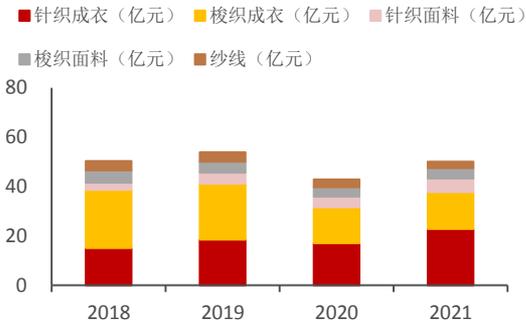
## 4.5

# 盛泰集团：中高端面料成衣一体化，技术、客户优势构筑护城河

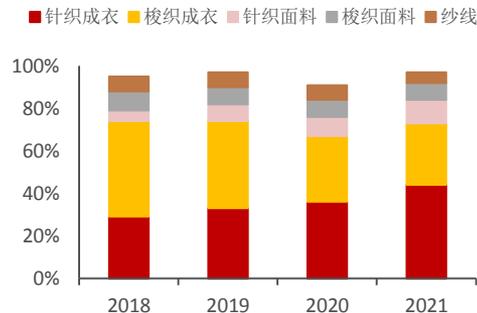
### 业务概况：灵活自主生产模式，营业收入稳步增长

- “灵活计划、统一采购”采购模式及“订单生产模式”提高公司自主性、灵活性。：公司市场定位为中高端面料及成衣制造，所生产面料及成衣又可分为梭织和针织两种。公司原材料采用灵活计划、统一采购”的采购模式，由各面料加工厂确定需求后再由集团统一采购；成衣生产遵循“订单生产模式”，即收到客户订单后再投产。两种模式相互配合，提高了公司自主性、灵活性。
- 2021年公司收入为51.57亿元，同比增长9.68%。**分产品看，公司主要收入来源于针织成衣业。**2021年针织成衣业务收入为22.83亿元，占总营收44%。针织系列营收占比逐年提高，主要源于下游客户青睐度提高，订单增多所致。**分地区看，2021年海内外收入基本持平。**其中公司收入49.82%来源于国内，50.18%来源于海外，主要出口国包括日本、美国、欧洲等。在境外营收结构中，美国及日本占比最大，主要是因为第一大客户拉夫劳伦及第二大客户优衣库分别位于美国和日本地区。

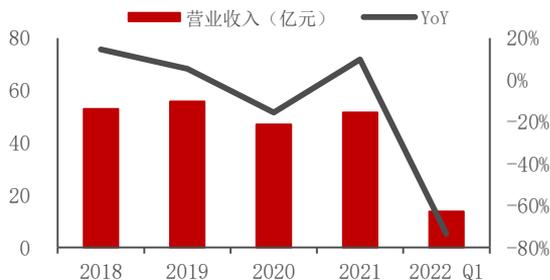
图表：2018-2021年分产品品类营收



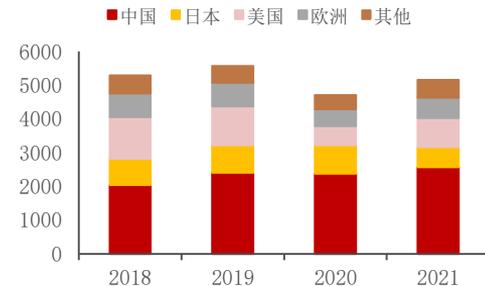
图表：2018-2021年主营产品品类营收占比



图表：2018-2022Q1收入及增速



图表：2018-2021年营收按地区分类



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

# 4.5 盛泰集团：中高端面料成衣一体化，技术、客户优势构筑护城河

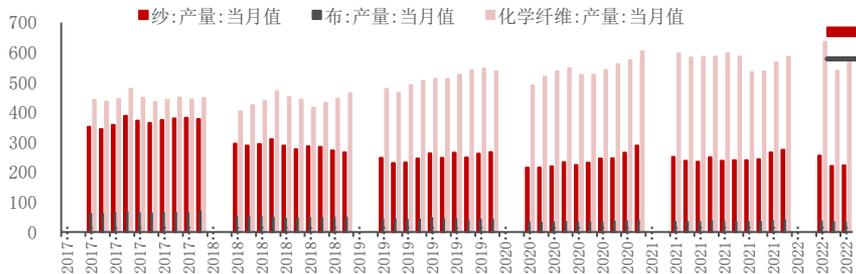
## ➤ 行业概况：国民支柱产业景气度回升，下游零售行业规模不断扩大

- **纺织业是我国国民支柱产业，纺织制品出口额呈上升趋势。**纺织行业是我国消费品三大支柱行业之一，在国民经济中占据重要地位。我国主要纺织产品，化纤、纱、布等产能产量巨大，产量已居世界前列。2022年一季度纺织纱线、织物及其制品出口额为613.07亿美元，同比上年一季度增长13.66%。服装及衣着附件出口额为611.46亿美元，同比上年增6.62%。
- **纺织行业景气度回暖：**自2017年起，在“走出去”战略的影响下，我国纺织业企业景气指数保持平稳。2020年初受疫情影响略有下滑，但由2020年9月起行业景气度逐步回暖，目前保持平稳运行趋势，利好纺织行业。
- **下游零售行业规模不断扩大：**公司的下游主要为全球知名服装品牌，随着全世界人口数量的不断增长和消费升级，高品质的服装需求扩大，消费结构将从原先的中低端产品占绝大部分比例逐渐演变为中高端产品占比增加。公司产品定位于中高端市场，适应了消费升级、行业发展的需要。

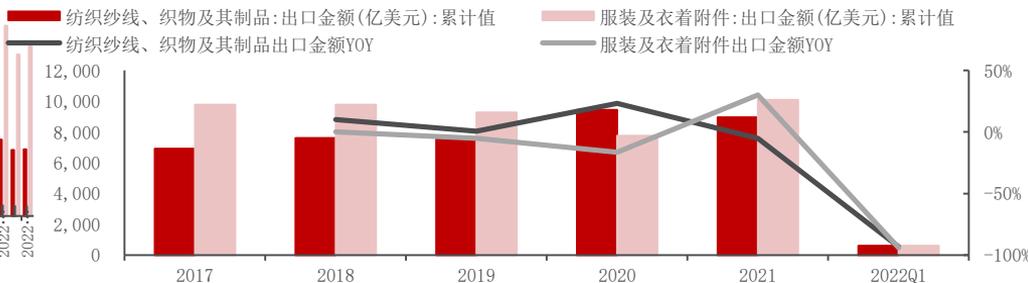
图表：我国纺织制造业行业景气度



图表：2017-2022年我国纱（万吨）、布（亿米）、化纤（吨）产量



图表：2017-2022Q1纺织制品出口额（亿美元）



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，民生证券研究院

## 4.5 盛泰集团：中高端面料成衣一体化，技术、客户优势构筑护城河

### ➤ 核心优势：深化全球化布局，注重技术研发、科技创新

- **持续扩张产能，全球化布局结构进一步深化。**公司2022年拟发行可转债，部分筹集资金用于国内针织面料扩产、越南纱线投产等。包括河南周口年产 4.8 万吨高档针织面料印染生产线项目建设、越南10万锭纱线厂项目建设。
- **注重高端品牌客户需求，加强面料研发与科技创新。**公司自成立以来一直注重研发能力的提升，截至2021年，共拥有66项境内授权专利，包括超级免烫面料、全棉吸湿快干面料、色织纯棉降温面料等多种行业领先生产技术。公司通过自有的各项工艺技术优势，生产之面料在抗皱、透气、保暖、轻薄等特性上具有一定的优势。该些面料的优质特性，令公司受到全球各大品牌服饰的青睐，极大的提升公司的产品质量及销售数量。
- **奉行“大客户为主”战略，契合行业发展趋势。**品牌服装行业集中度较低，行业内大型、知名品牌服装客户的采购量和信誉均具有明显优势，因此公司奉行大客户为主的战略，并在重点维护大客户基础上辅助开发中小客户。2019-2021前五大客户营收占比分别为55.28%/53.33%/52.94%。

图表：公司位于越南的棉纺基地



图表：公司部分生产专利

技术名称	主要生产效果
全亚麻柔软免烫面料的加工技术	赋予全亚麻面料较好的柔软度的同时使其具有免烫效果
全棉吸湿快干面料及其生产技术	全棉面料具有优异的吸湿、快干性能和很好的耐洗性，同时手感非常清爽柔软
Liquid cotton 面料技术	面料具有婴儿般极致的柔软手感和真丝般清爽的效果
自然弹面料技术	不局限于弹性纱线，使纯棉织物获得稳定的自然机械弹力
火山岩面料生产技术	使面料具有更好的蓄热保暖效果
梭织毛圈面料技术	由表层和里层两种风格不同的面料复合而成双层复合面料，与皮肤直接接触的里层面料具有保暖、舒适的特点，表层面料则美观、时尚

## 05 刚需高分红：

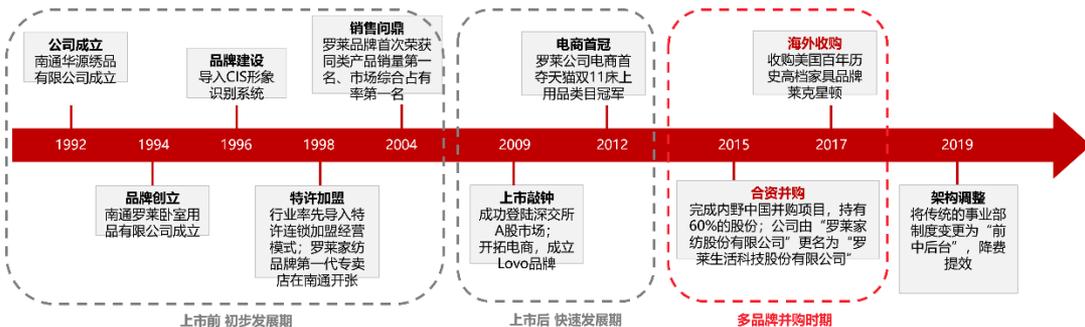
地产景气度有望提升，利好下游家纺龙头

## 5.1 罗莱生活：全品类家纺龙头，向年轻化、国际化进击

### ➤ 公司概况：家纺行业龙头，高端化进程稳步推进

- 公司为家纺行业龙头企业，成立于1992年，聚焦以床上用品为主的家用纺织品业务，集研发、设计、生产、销售于一体。目前是国内家纺行业领军企业，其中罗莱品牌连续16年床上用品综合占有率第一。公司先后并购日本毛巾企业内野、美国家具公司莱克星顿，逐渐成为全品类家纺公司。
- 公司采取自主品牌经营模式与品牌代理销售模式，以自有品牌经营为主。公司目前形成覆盖高端市场的廊湾、莱克星顿、内野，主打中高端市场的罗莱、罗莱儿童和大众消费市场的LOVO乐蜗和恐龙的多品牌矩阵，满足不同类型的消费需求，同时继续探索全品类家居生活馆模式。
- 持续提升品牌调性，公司确定产品国际化、年轻化、功能化的研发方向。2021年公司更新品牌全新风格审美DNA，整合品类，持续对家居生活时尚化、年轻化的深入探索。坚守并创新中国的传统国粹，携手故宫文化，打造故宫联名高级定制款系列产品，传承国粹手工艺，尽显大国传统艺术之美。持续与国际知名奢侈品牌设计。师联手合作，打造璀璨奢华系列。同时不断溯源优秀原材料产地，打造了冰岛、加拿大、波兰、匈牙利等进口精选鹅绒、天山雪鹅、川山蜀丝、蜀地牛皮席等多个原产地系列专属爆品。

图表：公司发展历史



图表：公司与故宫联名产品



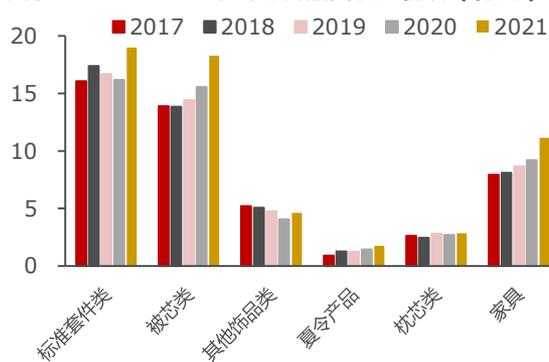
资料来源：公司公告，民生证券研究院

# 5.1 罗莱生活：全品类家纺龙头，向年轻化、国际化进击

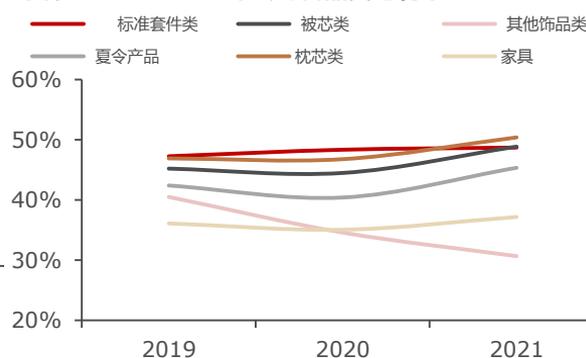
## 经营概况：营收利润稳定增长，短期疫情无碍长期价值

- 标准套件、被芯和家具为公司主要品类。2021年标准套件、被芯和家具收入为18.98/18.27/11.13亿元，收入占比为32.95%/31.71%/19.33%，标准套件/枕芯/被芯毛利率为48.71%/50.39%/48.86%，同增0.36/3.61/4.37pcts。
- 线上线下实现双增长。公司国内渠道主要为百货、品牌旗舰店、社区专卖店、购物中心、平台电商、直营电商、B2B、礼品团购等线上、线下各销售渠道。2021年公司线上收入16.12亿元，同比增长13.59%；线下收入41.48亿元，同比增长18.80%。
- 线下端，加盟拓店，直营提效，渠道潜力持续释放。2021年加盟收入达20.29亿元，毛利率为45.31%，店效为91.40万元/家，全年新增/净增门店408/241家；直营门店收入为3.71亿元，毛利率为66.43%，店效为142.08万元/家，同比提升9.18%。

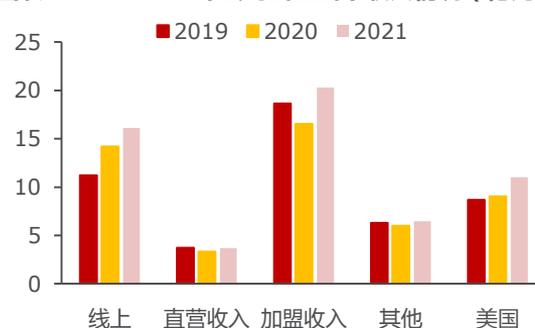
图表：2017-2021年公司各品类收入情况（亿元）



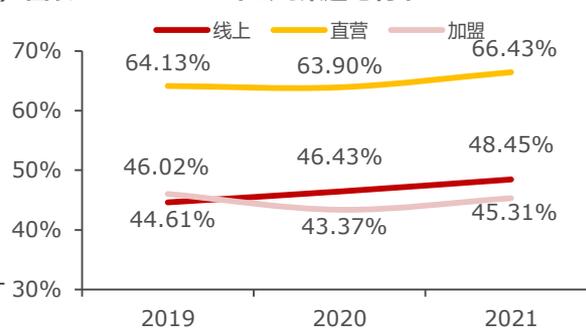
图表：2019-2021年公司各品类毛利率



图表：2019-2021年公司线上线下收入情况（亿元）



图表：2019-2021年公司渠道毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

# 5.1 罗莱生活：全品类家纺龙头，向年轻化、国际化进击

## 经营概况：营收利润稳定增长，短期疫情无碍长期价值

- 2021年公司收入为57.60亿元，同比增17.30%；归母净利润为7.13亿元，同比增21.92%。2022Q1公司营收12.86亿元，同比-2.49%；归母净利润1.59亿元，同比-12.81%。
- 从盈利端看，公司盈利质量提升。2021年公司毛利率和净利率为45.00%/12.48%，同比增1.82/0.40pcts。2022Q1毛利率及净利率分别为41.85%/12.41%。
- 从费用端来看，2021年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为19.61%/6.89%/2.17%/-0.68%，同比增0.52/0.48/0.10/0.56pcts，其中全年广告支出同比增27.73%带动销售费用率上行。2022Q1销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为17.87%/7.19%/-0.21%/2.55%

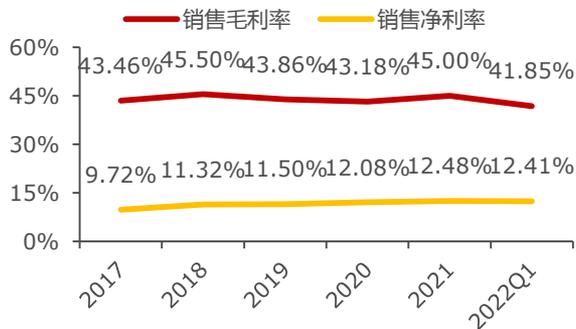
图表：2017年-2022Q1公司收入及增速



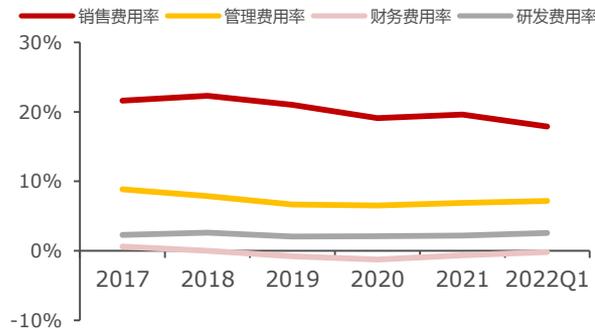
图表：2017年-2022Q1公司归母净利润及增速



图表：2017年-2022Q1公司盈利能力表现



图表：2017年-2022Q1公司费用率表现



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 06 时尚服饰：

品牌力稳定强化，流水有望迎边际改善趋势

# 6.1 比音勒芬：研发赋能产品创新，品牌蓄势瞄准“下沉”市场

- 公司旗下拥有比音勒芬和威尼斯狂欢节（Carnaval de Venice）两个品牌。**比音勒芬品牌定位于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合部分的细分市场，倡导“生活高尔夫”理念，满足高尔夫运动与日常工作场合需求。比音勒芬品牌目前拥有高尔夫系列、生活系列、时尚系列和故宫宫廷文化联名系列，产品具备运动、生活、时尚兼容的特性，满足精英阶层多场景的着装需求和精致时尚的消费品位。威尼斯狂欢节品牌定位于度假旅游服饰蓝海市场，产品风格以时尚、休闲为主，围绕着消费者出游的场景化和功能性进行研发设计，着力打造亲子装、情侣装，能够一站式解决家庭出游的着装需求，旨在成为度假旅游服饰的第一联想品牌。
- 疫情下业绩驱动力足。**整体来看，2021年，公司实现营业收入27.20亿元，同比增长18.09%，主要因为公司为对抗疫情影响，线上线下联动发力，销售业绩持续攀升；实现归母净利润6.25亿元，同比增长25.20%；毛利率为76.69%，同比增长2.81pct，主因价格保持上涨，坚持品牌高端调性。2022年Q1，公司实现营业收入8.10亿元，同比2021年Q1增长30.16%，在疫情多点爆发的情况下，仍维持较高增速；实现归母净利润2.13亿元，同比2021年Q1增长高达41.29%；毛利率75.49%，同比2021年Q1下降1.07pct。

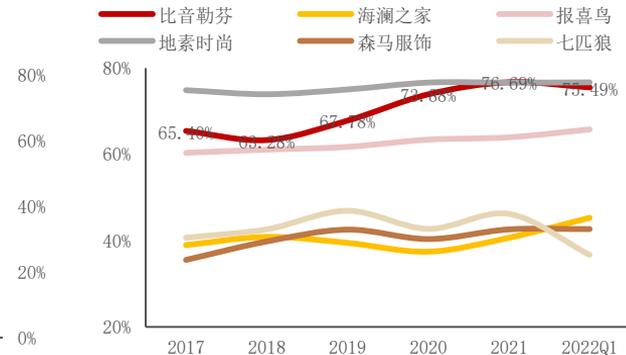
图表：比音勒芬收入及增速（单位：亿元）



图表：比音勒芬归母净利润及增速（单位：亿元）



图表：比音勒芬毛利率水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 6.1

# 产品：设计与品质双赋能，打造T恤超级品类

- 四国设计团队与产学研模式加持产品研发，拥有专利过百项。** 公司拥有中、英、意、韩四国设计研发团队，均具有多年奢侈品品牌、国际知名品牌高尔夫服饰系列设计经验。此外，公司于2013年2月携手北京服装学院共建国内首家“高尔夫服饰人体工程研究中心”，为公司打造更多的高品质、高品位、高科技含量产品提供了科学数据和技术支持。截至2021年12月31日，公司拥有发明专利、实用新型、外观设计等专利数量达到107项。
- 精研产品品质，合作一流面料供应商。** 比音勒芬与GORE-TEX、POLARTEC、OUTLAST、东洋纺等为国际一线品牌提供面料的供应商合作，且已建立起中、日、韩、越等国际化生产制作基地。为了确保产品品质，公司严选高档次、高性能的面料，如Anti Bacterial抗菌纤维面料、弹力速干面料、钻石纤维面料。2020年夏，公司重磅推出比音勒芬Outlast空调纤维系列。Outlast技术由NASA研发、宇航员专用，采用能吸收、储存和释放能量的相变材料（PCM），以实现智能调温。
- 发挥品类优势，打造T恤超级品类。** 2022年，公司在T恤已超级品类的基础上，正式开启以“比音勒芬——T恤小专家”品类引导品牌的发展战略，以创新、精工、科技、引领、畅销、极致六大优势奠定T恤小专家基础。目前“比音勒芬T恤小专家”的SLOGAN已经覆盖各大高铁站与城市核心商圈，在高尔夫运动场景联想之外，另辟品类联想新增长点，有利于触达更广泛的消费群体。

图表：比音勒芬合作的设计师

设计师	国家	简介
冯玲玲	中国	为比音勒芬提出了“生活高尔夫”的品牌理念，其设计带给消费者的不仅仅是在高尔夫球场上的洒脱与自信，更是在平时工作和生活中的阳光与活力。
LEE HYOEONG	韩国	曾先后任职于韩国三星集团、LG集团，善于从品牌自身定位的角度去进行设计研发，让每件服装都拥有了独特的风格和灵魂。
SAFA SAHIN	法国	法国超现实主义艺术家，LV、VERSACE等国际品牌长期合作的殿堂级设计师，因超前的设计理念、超强的想象力和不拘泥于现实的卓越设计被国际时尚界高度认同。
Paul Rees	英国	曾任Burberry高尔夫系列设计总监。
Giuseppe Palmiero	意大利	曾在Gucci工作超过十年。

图表：比音勒芬合作的面料供应商

面料供应商	国家	简介	合作品牌
	日本	世界500强企业，将纺织与人体力学相结合，创造出了“会呼吸”的舒适面料，是国际一线奢侈品牌的面料供应商。	GUCCI、BURBURY、LANVIN等
	意大利	衬衣面料闻名于世，高品质纱线与意大利艺术完美结合，充分展示了面料是服装的灵魂。	Zegna、Armani、PRADA等
	美国	生产的GORE-TEX被称为“世界之布”，其面料在宇航、军事、医疗等方面被广泛运用，被美国“财富”杂志列为世界上最好的一百个美国产品之一。	CONVERSE、波司登、NIKE等
	美国	抓绒的发明者，也是美国军方面料供应商，致力于研发最完整分层体系的功能面料。	Adidas、SALOMON、PELLIOT等

资料来源：公司官网，和讯网，民生证券研究院

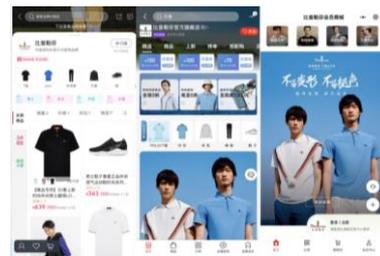
## 6.1 渠道：线上线下全面布局，数字化赋能智慧零售

- 线下渠道覆盖广，服务高端定位。**公司线下渠道现已覆盖全国31个省、自治区及直辖市的高端百货商场、购物中心、机场高铁交通枢纽以及高尔夫球场等高档场所，与品牌高端定位相契合。从门店分布情况看，一二线城市多为直营店（含奥莱店），主要位于高端商场、客流量较大的机场、知名球会会所、酒店等场所，其中北上广深一线城市门店数量分别为26/14/39/35家；三四线城市则主要通过加盟店的方式建立销售终端。根据公司官网数据，目前三线及以下城市门店数量为596家，占总门店数的58.78%，城市覆盖面广但每个地区的门店数以1-3家为主。从总体门店数量来看，比音勒芬门店数量从2016年的602家（直营店274家、加盟店328家）增长至2021年的1100家（直营店532家、加盟店568家），期间保持持续增长态势。在受疫情持续影响的2021年，直营/加盟净开店数量分别为46/75家，加盟门店或成为比音勒芬维持销售业绩的重要支撑。
- 线上渠道逐步发力，开启轻奢销售模式。**目前，公司线上销售主要渠道包括天猫、唯品会、京东、微信小程序会员商城、抖音等，并通过微信号+VIP社群营销+小程序直播等方式，将线下会员引流线上，为高端人群提供便捷购物体验，全面推进VIP精细化管理，线上线下联动发力。新零售营销模式效果显著，目前，公司VIP会员人数突破70万人。截至2021年12月31日，公司线上渠道收入占比不足5%，可渗透空间较大，预计公司未来将加大线上拓展力度，促进线上线下同款同价，开启线上轻奢销售新模式，为高端客户提供优质体验与服务。

图表：比音勒芬门店分布情况



图表：2017-2021比音勒芬直营/加盟门店数量（单位：家） 图表：比音勒芬线上渠道



资料来源：公司公告、公司官网，民生证券研究院

## 6.1 营销：赛事、娱乐、事件多方位触达消费者，夯实领军地位

- 赛事传播方面：1) 助力国家队。**公司自2013年成为中国国家高尔夫球队官方唯一专业高尔夫服装赞助商，作为中国国家高尔夫球队合作伙伴，在2016年为国家队精心打造五星战袍，见证国家队里约奥运会取得傲人成绩。2020年，公司与国家队再续八年之约，共同向世界展示中国高尔夫的魅力。2021年，比音勒芬再次为国家队打造第二代五星战袍，助力冯珊珊、林希妤、吴阿顺和袁也淳四大名将征战东京奥运会高尔夫赛场。**2) 打造品牌赛事IP。**截至2019年，公司已连续十年与高尔夫频道联合打造由公司冠名的品牌赛事IP——“比音勒芬”铁杆会，夯实高尔夫服饰品牌的龙头地位。此外，2020年，公司还与郎酒·青花郎杯、中海神州半岛队际赛、翰林盃高尔夫精英赛等诸多赛事合作，一方面强化高尔夫品牌形象，另一方面拉近与VIP客户距离、加强私域客户维护。
- 娱乐营销方面：1) 影视剧植入。**品牌与《恋爱先生》、《强风吹拂》、《了不起的儿科医生》，综艺《我最爱的女人们》等节目合作，拓宽品牌影响力。**2) 多明星矩阵。**2018年，公司签约影视巨星杨烁作为比音勒芬品牌代言人，开启“星时代”。随后新增代言人江一燕、品牌大使金大川，并陆续与乔振宇、刘敏涛、李治廷、蓝盈莹等当红明星合作街拍，形成明星矩阵。2019年，公司签约国民恩爱夫妇田亮、叶一茜为威尼斯狂欢节品牌首任代言人，其有爱、亲和、阳光的家庭形象与威尼斯狂欢节欢乐、幸福的品牌调性高度契合。
- 事件推广方面：1) 央媒报道。**2021年，《创造者的时代》在CCTV-1《大国品牌》栏目正式热播，讲述比音勒芬传承创新、致敬时代的故事，品牌匠心得以在大荧幕呈现。**2) 联名合作。**2019年，公司与故宫宫廷文化跨界合作，打造联名款，在推进品牌年轻化的同时，演绎国潮文化。2021年，威尼斯狂欢节品牌品牌于年初、秋冬两度与史努比联名合作。2022年，预计威尼斯狂欢节将继续与史努比合作，并新增哆啦A梦联名系列，有望进一步拓展年轻客群。

图表：比音勒芬积极开展赛事合作



图表：公司品牌代言人杨烁、田亮、叶一茜夫妇



图表：比音勒芬《创造者的时代》热播



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

## 6.2 太平鸟：年轻化战略成效显著，国潮新秀再创新高

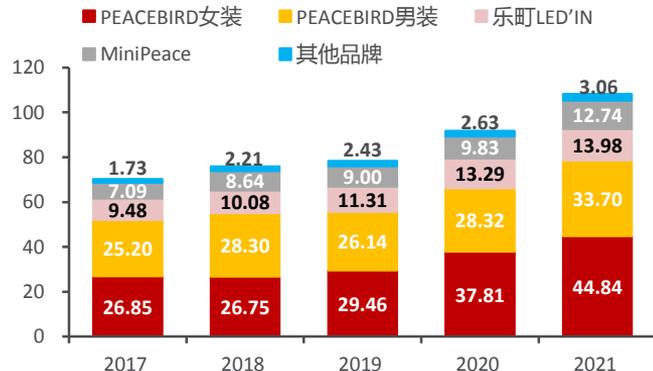
### 公司概况：休闲时尚服饰领头羊，紧抓年轻客群获新增长点

- 太平鸟品牌定位中档休闲时尚服装，表现为品牌多点开花、渠道多元拓展、业绩快速恢复。**太平鸟成立于1996年，自2008年起陆续向少女装、童装迈进，并成立了一系列子品牌，开启了打造多元化品牌矩阵的道路。2020年，受益于线上渠道的经营积累，公司得以在疫情后快速复苏，同时签约数位明星代言人加入“PEACE CREW”，集结先锋创意力量，聚焦青年时尚，推动业绩再一次快速上涨。从单一男装拓展到多品牌并行，从差异化战略转型至年轻化战略，公司不断进行“品牌升级+形象重建”，变身快时尚领域的新星。
- 品牌矩阵成效显著，孵化能力傲视群雄。**公司旗下涵盖四大核心品牌（太平鸟男装、太平鸟女装、LEDIN乐町少女装及Mini Peace太平鸟童装）、两大新兴品牌（Material Girl物质女孩及PETiT AVriL贝甜童装）以及两大孵化品牌（家居品牌太平鸟巢及滑板潮牌Coppolella小恐龙）。其中，四大核心品牌经过长期孵化，均已达成十亿级营收体量。其他品牌从客群、场景、风格及价格带等多个维度瞄准细分赛道，更好地适应以Z世代为首的青少年群体具有的丰富消费偏好。

图表：太平鸟品牌矩阵

创立时间	品牌	定位
2001年	PEACEBIRD WOMEN	太平鸟女装 时髦、率真、有年轻态度 25-30岁都市女性
1996年	PEACEBIRD MEN	太平鸟男装 时髦、自信、坚持自我 25-30岁潮流男性
2008年	LEDIN	乐町少女装 甜美、摩登、元气 18-25岁时髦少女
2011年	Mini Peace	太平鸟童装 男女童系列：时尚、潮流、个性态度 Mini Mini 系列：温暖、有爱 3-11岁儿童 1-3岁宝宝
2013年	MATERIAL GIRL	MG物质女孩女装 音乐、时髦、潮流 20-28岁美式潮流女生
2016年	COPPOLELLA	COPPOLELLA 滑板运动潮牌 18-24岁Z世代潮流青年
2018年	PETiT AVriL	贝甜童装 轻运动、趣时尚 1-11岁婴儿和儿童
2018年	PEACEBIRD LIVIN'	太平鸟·巢 家居馆，主打时尚、品质、生活 追求生活品位的“泛90后”年轻人群

图表：公司旗下各品牌营收体量（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 6.2 太平鸟：年轻化战略成效显著，国潮新秀再创新高

### ➤ 品牌力：拥抱消费新世代 转型时尚潮流

- 公司品牌年轻化升级，多举措提升品牌调性。**公司在2018年提出品牌升级，拥抱青年文化。公司聚焦青年文化，推出“太平青年”的品牌倡导，不断提升品牌调性。**在2020年正式提出品牌年轻化策略，聚焦年轻消费者的时尚需求，增强品牌年轻化认知粘性。**公司年度品牌主题定位为“PEACE&LOVE太平青年”，洞察青年时尚生活方式与消费趋势，创造“中国设计”之时尚魅力。2021年公司提出国潮概念，演绎品牌国潮文化。
- “太平青年”应时而生，成为公司品牌转型升级桥头堡。**太平鸟于2018年提出“太平青年”概念，布局时尚运动赛道。“太平青年”以无畏、融合、创新、青年的精神为品牌核心，举办以“太平青年，大有可为”为主题的919太平鸟集团日、高校青年有为计划等活动，持续为“太平青年”系列产品注入年轻力。同时通过时装周、IP联名等方式展示品牌“新国潮”形象，推动品牌年轻化、潮流化发展。“太平青年”从参与青年文化到引领青年文化，其展现的年轻力和蕴含的青年文化能助力品牌长久发展。

图表：太平鸟品牌升级过程



图表：“太平青年 大有可为”高校青年有为计划



图表：太平青年GAME ON时装周海报



## 6.2 太平鸟：年轻化战略成效显著，国潮新秀再创新高

### ➤ 产品力：设计创新专注青年时尚，联名代言助力营销

- 多年秀场经验与丰富设计研发能力，助力登陆国际时装周。**作为国潮领军企业，公司早期就会每年在国内举办时尚大秀，秉持“活出我的闪耀”理念，通过强大的设计研发能力，年均开发近万款时尚服饰投放市场。凭借设计研发和秀场经验，公司在2018年成功登陆纽约时装周秋冬大秀，此后，公司PEACEBIRD主品牌多次登陆包括纽约、巴黎的各大国际时装周，并在潮流设计中融入中国精神，在国际舞台上展示“中国设计”力量。
- 实现跨界内容营销，实现IP价值最大化。**在跨界联名打法上，太平鸟成功实现营销闭环，从前期IP选取、到中期产品规划，再到后期线上线下双营销，公司深谙跨界打法精髓。如太平鸟在2020年上半年推出的飞跃x太平鸟1.0系列迅速破千万销售额，并进一步打造2.0系列延续IP热度，加码品宣助推爆品上新。公司聘请欧阳娜娜、王一博、白敬亭等、奥运冠军杨倩等多位新生代实力偶像加盟PEACE CREW，助力品牌形象升级，提升品牌在年轻群体中的影响力。

图表：太平鸟登陆系列国际时装周



图表：太平鸟部分迪士尼IP联名



图表：太平鸟代言人聘请更多新生代新锐偶像



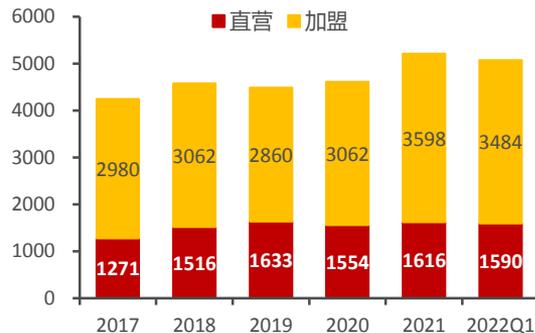
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

## 6.2 太平鸟：年轻化战略成效显著，国潮新秀再创新高高度

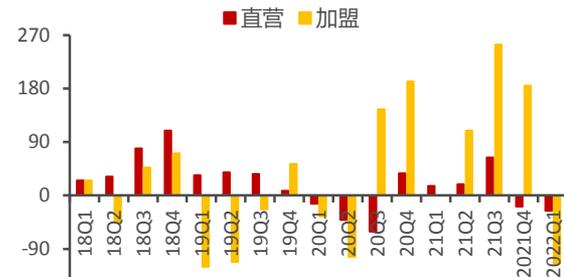
### ➤ 渠道力：线下调整线上发力，打造全网协同立体零售

- 公司门店模式主要为直营和加盟，加盟为主要门店业态，占比近七成。**截至2022Q1，公司共有5074家门店，其中加盟为主要业态，占比69%。在直营门店端，公司着力改善门店运营效率及盈利能力，通过调整关闭部分低效门店实现平均店效增长。从加盟店看，2020Q3以来加盟商拓店节奏明显加快，单季度门店净拓量大多维持在150家以上，公司实行与加盟商共赢机制，订货会模式下，一般给予加盟商一定的退货额度。
- 传统电商与内容电商并举，线上零售业态逐渐丰富。**公司从2008年开始启动电商业务，目前已经形成阿里（天猫/淘宝）、唯品会等传统电商和抖音、B站、小红书这样的新型内容电商并行的线上布局。从占比来看，传统电商占比仍然占据主要地位，收入占比超70%，尤其是阿里渠道仍然是主要的线上销售渠道，占比达50%。同时，公司积极推进小程序、网红直播等社交零售新渠道，在B站、抖音、小红书等新流量平台上通过自播等方式精准营销不同的圈层人群，为顾客提供更加丰富多元的购物选择。

图表：太平鸟门店情况（单位：家）



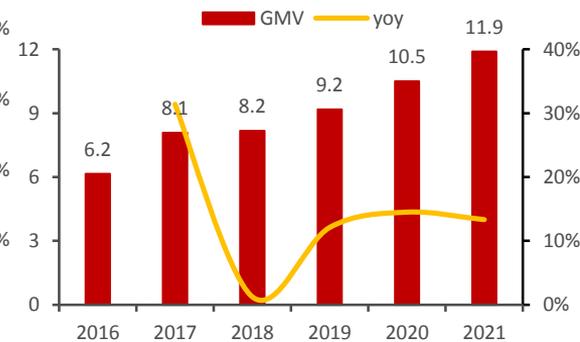
图表：2020Q3以来加盟店整体拓店节奏较快（单位：家）



图表：太平鸟线上收入占比持续提升（单位：亿元）



图表：太平鸟双十一成交额持续增长（单位：亿元）



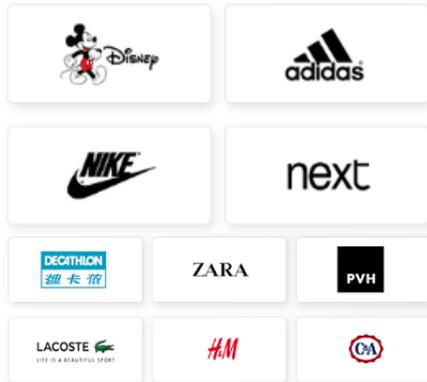
资料来源：公司公告、天猫，民生证券研究院

## 6.3 伟星股份：以品质服务+优质产品巩固服饰辅料龙头地位

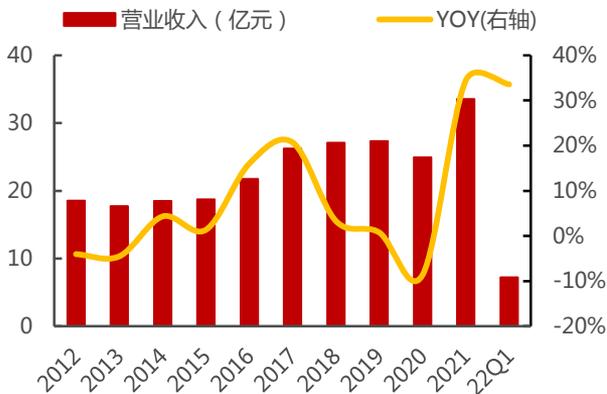
**三十年积淀成就国内服饰辅料领先地位。**经三十余年发展，公司业已成为国内服饰辅料行业的领军企业，主营钮扣、拉链和金属制品等产品研发、制造与销售，2021年公司拉链收入占比54.7%、纽扣收入占比41.4%，在国内外建有八大生产基地，年产能合计拉链8.50亿米、钮扣116亿粒，其中国内产能占比85%，是国内规模最大、品种最齐全的服饰辅料企业，旗下拥有中国服装辅料知名品牌“SAB”，积累了较多国内外知名品牌客户。目前公司产品以内销为主，2021年国内销售额占比72.9%。

**2021年厚积薄发，短期订单压力出现改善趋势。**公司2012-2019年收入CAGR6%，16-17年受益于市场环境复苏取得实现较好增长，2020年疫情压力下收入下滑9%。2021年公司实现营收33.56亿元/yoy+34.44%，归母净利润4.49亿元/yoy+13.22%，高增长延续至本年Q1，22Q1实现收入7.23亿元/yoy+33.58%，归母净利润0.65亿元/yoy+45.13%。Q2受疫情、俄乌冲突、能源价格上涨等不利因素影响，品牌客户下单更加谨慎，导致短期接单承压。但近期疫情好转，且部分同业因疫情、产品质量问题导致生产存在不确定性，公司客户拓展取得一定突破，接单情况整体呈现向好趋势。

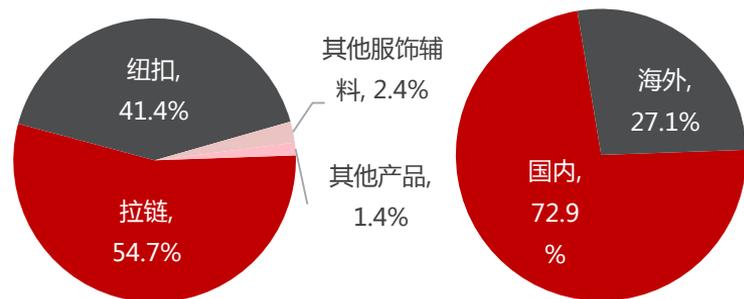
图表：公司部分国际客户情况



图表：公司营收情况



图表：2021年公司各产品、各区域销售占比



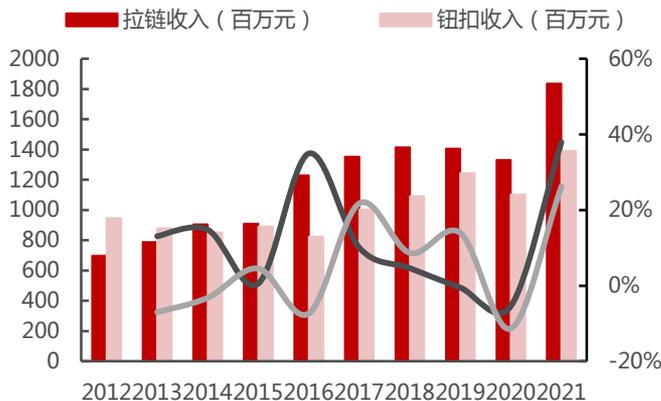
资料来源：公司公告、公司官网，民生证券研究院

## 6.3 伟星股份：以品质服务+优质产品巩固服饰辅料龙头地位

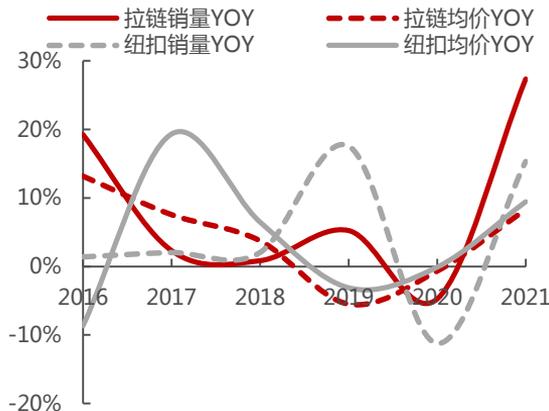
**公司拉链&纽扣业务量价齐升驱动业绩向好。**具体拆分产品来看，2021年公司拉链、纽扣业务量价双增驱动收入增长，2021年拉链销售同增38%（量+27%、价+8%），纽扣销售同增26%（量+15%、价+9%）。盈利端角度来看，拉链、纽扣毛利率水平2020-2021年基本稳定。拆分收入地区来看，公司境内/海外收入增速分别+20%/+31%，海外客户开拓成效明显。

**盈利能力趋于稳定。**2021年公司毛利率为38.02%，同比-0.83pct，同比略降主要源于运输、包装费从销售费用调整至营业成本，换算为同期计算口径，毛利率实际+1.42pct。2021年净利率13.27%，同比-2.56pct，主要源于发生大额信用减值损失、资产处置损失。

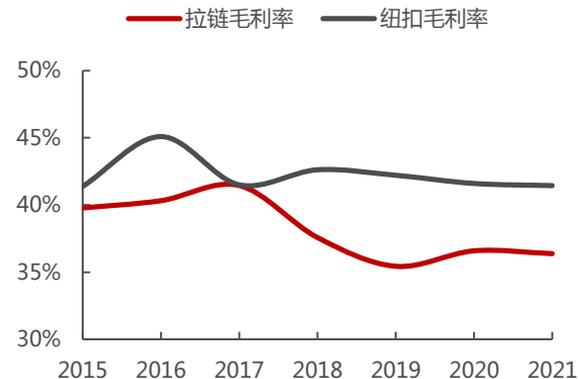
图表：公司各产品收入情况



图表：拉链、纽扣量价表现



图表：拉链、纽扣毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 6.3

## 伟星股份：以品质服务+优质产品巩固服饰辅料龙头地位

**竞争优势1：国内最大服饰辅料企业，产能持续扩张。**在国内服装辅料市场高度分散的前提下，伟星股份和浔兴股份在国内中高端拉链市场市占率合计约为 14%，公司是国内规模最大的服饰辅料企业，具备一定龙头优势。目前公司国内在建产能包括邵家渡工业园、头门港工业园、潍坊工业园，海外在建产能包括孟加拉工业园的三期工程（短期产能预计无大幅增长）和越南工业园项目（预计近期可启动建设，23H2投产）。

**竞争优势2：提供一站全程高质量服务，研发+“数智”制造打造护城河。**国际知名拉链服装辅料生产商YKK在标准化产品价格方面具备相对优势，公司则坚持“产品+服务”理念，以客户需求为导向积极投入新品研发，公司产品优质且具有个性化特征，在此基础上提供一站全程综合服务，以出色快反+稳定交期，建立公司发展护城河。目前全球有50余家销售网点，全面的销售网络铺设不仅有助于客户及时反馈，同时可以跟踪世界时尚趋势，与研发部门共享行业趋势信息。

图表：公司全球销售网络布局情况



图表：公司生产基地情况

地区	工厂	简介
国内	大洋工业园	浙江临海拉链生产制造基地，主要生产制造：金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链等。
	江南工业园	浙江临海金属制品、电镀产品生产制造基地，主要生产制造：金属扣、电镀类产品等。
	花园工业园	浙江临海钮扣生产制造基地，主要生产制造：树脂钮扣、果实、真贝等自然类钮扣。
	深圳工业园	深圳生产制造基地，主要生产制造：金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链、金属制品、树脂扣等。
	塑胶工业园	浙江临海塑胶制品生产制造基地，主要生产制造：全塑四合扣，衣架，绳带、绳扣，插扣，纽扣，标牌，护膝，帽袢等。
海外	孟加拉库米拉工业园	孟加拉库米拉生产制造基地，主要生产制造：金属拉链、塑钢拉链、尼龙拉链、隐形拉链、金属制品等。

资料来源：公司公告、公司官网，民生证券研究院

## 6.3 伟星股份：以品质服务+优质产品巩固服饰辅料龙头地位

图表：公司收入预测（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>纺织服装</b>	<b>3,355.68</b>	<b>4,005.53</b>	<b>4,647.79</b>	<b>5,304.15</b>
YOY	34.46%	19.37%	16.03%	14.12%
毛利率	38.02%	38.52%	38.68%	38.85%
<b>收入分产品</b>				
<b>拉链</b>	<b>1836.03</b>	<b>2363.51</b>	<b>2804.86</b>	<b>3259.39</b>
YOY	37.95%	28.73%	18.67%	16.21%
毛利率	36.38%	36%	36.3%	36.5%
销售量（万米）	46397.29	57707.10	66488.40	75378.60
YOY	27.35%	24.38%	15.22%	13.37%
均价（元）	3.96	4.10	4.22	4.32
YOY	8.32%	3.5%	3.0%	2.5%
<b>纽扣</b>	<b>1,390.61</b>	<b>1500.08</b>	<b>1686.80</b>	<b>1873.00</b>
YOY	11.93%	7.87%	12.45%	11.04%
毛利率	41.44%	41.5%	41.7%	42.0%
销售量（万粒）	913532.02	938520	1014750	1093950
YOY	15.33%	2.74%	8.12%	7.80%
均价（元）	0.15	0.16	0.17	0.17
YOY	9.44%	5%	4%	3%
<b>其他服装辅料</b>	<b>80.81</b>	<b>88.89</b>	<b>97.78</b>	<b>107.56</b>
YOY	10.62%	10%	10%	10%
毛利率	-1.32%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>其他业务</b>	<b>48.23</b>	<b>53.05</b>	<b>58.36</b>	<b>64.19</b>
YOY		10%	10%	10%
毛利率	67.30%	67.3%	67.3%	67.3%

公司为国内服饰辅料龙头企业，以高质量、一站式服务打造核心竞争力，短期来看疫情导致短期订单承压，目前订单已经出现回暖趋势，叠加同业竞争者近因不利因素影响生产，公司新客户开拓取得良好进展；长期来看公司持续进行海内外产能建设，细分领域龙头地位有望得到进一步巩固。我们预测公司2022-2024年归母净利润为5.41/6.39/7.70亿元，同比+20.7%/+18.0%/+20.5%，EPS为0.52/0.62/0.74，对应PE18/15/13X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**疫情影响下游消费、产能扩建不及预期、新客户开拓不及预期。

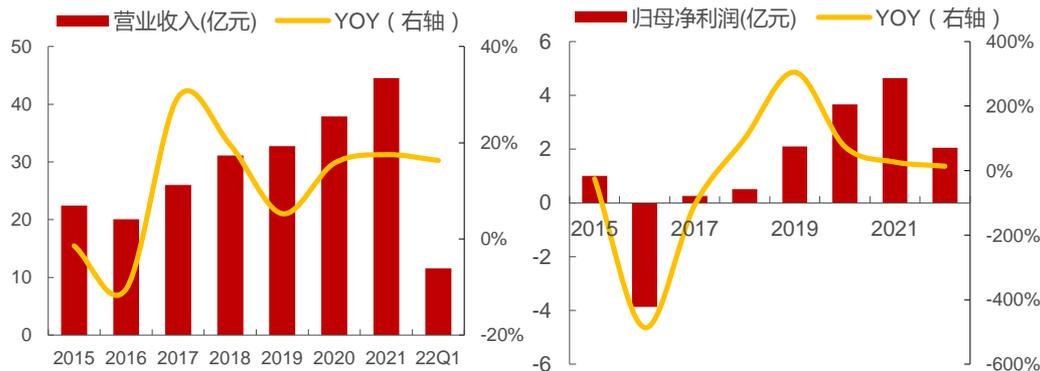
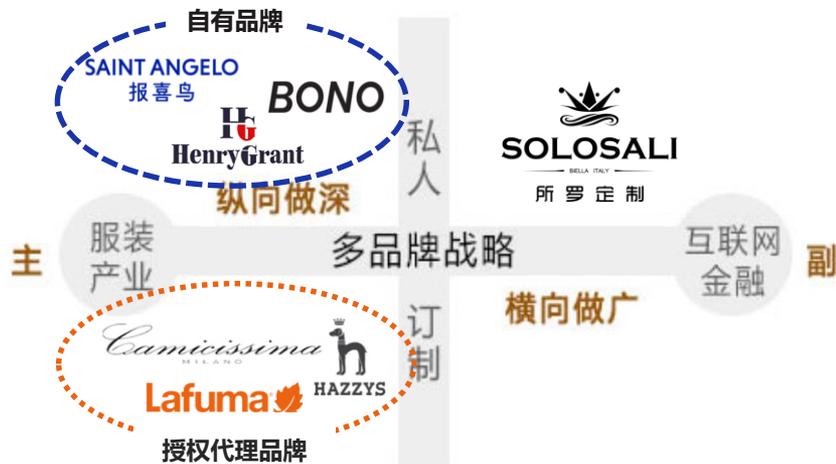
图表：公司盈利预测与估值

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,356	4,006	4,648	5,304
增长率（%）	34.4	19.4	16.0	14.1
归属母公司股东净利润（百万元）	449	541	639	770
增长率（%）	13.2	20.7	18.0	20.5
每股收益（元）	0.43	0.52	0.62	0.74
PE	22	18	15	13
PB	3.7	3.5	3.2	2.9

**6.4**

# 报喜鸟：主品牌经营稳健，多品牌打开成长空间

**“自有+授权”双轮驱动，发展战略清晰。**公司成立于1996年，主营品牌服装的研发、生产和销售，并坚持“一主一副、一纵一横”的发展战略，在服装主业上横向做广，在主品牌报喜鸟为核心的基础上，坚持中高端商务休闲的定位，以自建+授权+合作的方式丰富品牌矩阵；同时纵向做深，形成全品类私人定制能力。目前公司旗下自有品牌包括主品牌报喜鸟（SAINT ANGELO）、高端职业装团购品牌宝鸟（BONO）等；授权代理品牌有韩国英伦休闲品牌哈吉斯（HAZZYS）、意大利衬衫品牌恺米切（CAMICISSIMA）等。2021年实现营收44.51亿元/yoy+17.52%，归母净利4.64亿元/yoy+26.70%。截止2021年末公司拥有线下门店1676家（直营752家+加盟924家），并在温州、上海、合肥建立三大生产基地。

**图表：公司营业收入、归母净利情况**

**图表：公司“一主一副、一纵一横”发展战略**


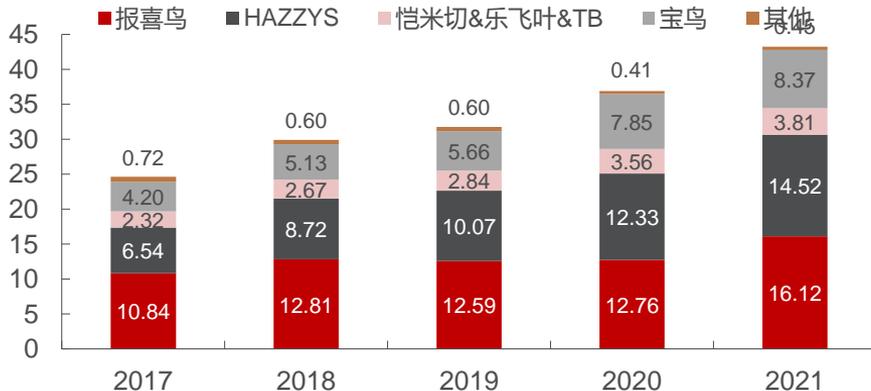
资料来源：公司公告、公司官网，民生证券研究院

## 报喜鸟：主品牌经营稳健，多品牌打开成长空间

**分品牌看：报喜鸟品牌创收最高，HAZZYS成为中流砥柱。** 2021年公司旗下报喜鸟/HAZZYS/宝鸟/恺米切&乐飞叶&TB/其他品牌销售占比分别37%/34%/19%/9%/1%，分别同增26.26%/17.83%/6.61%/7.02%/9.30%，核心品牌高速增长带动整体收入规模增长。HAZZYS品牌规模明显增长主要源于品牌在中高档英伦风品类中用户忠诚度较高，且受益于消费升级大趋势带来的需求增加；宝鸟品牌受益于规模化定制的团购订单增多，带来收入增长。

**分渠道看：电商及团购渠道占比提升，应对疫情不确定性。** 2021年公司线上/线下占比分别16%/84%，线下渠道中，直营/团购/加盟/其他模式收入占纺织服装业务比重分别41%/20%/19%/5%。疫情前2018-2019年以直营和加盟为代表的公司线下门店渠道合计比重约为60%-66%，可见实体门店一直为公司营业收入主要来源，受疫情冲击，2020年门店收入占比同降5.68pct，2021年占比小幅提升1.64pct，与之对应的是公司团购和电商渠道加速渗透，应对疫情反复带来的不确定性，2021年公司团购/电商渠道收入比重较2019年相比分别增长1.28pct/2.40pct。

图表：公司分品牌收入情况（单位：亿元）



图表：公司分渠道收入情况（单位：亿元）



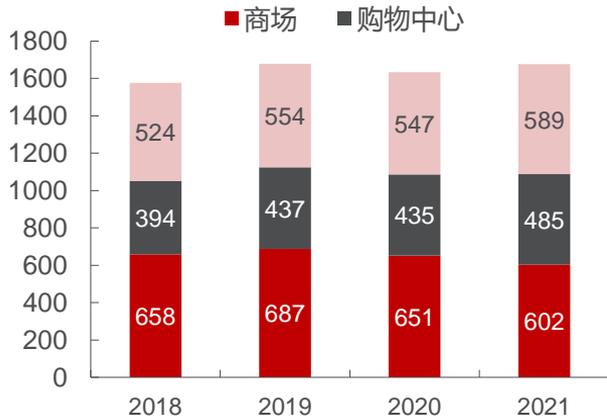
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 报喜鸟：主品牌经营稳健，多品牌打开成长空间

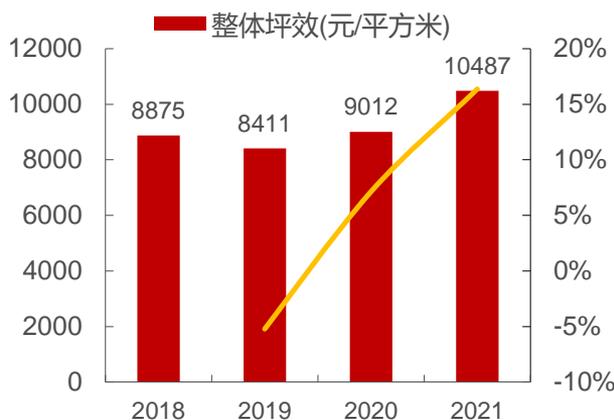
**购物中心布局加快，坪效显著提升。**从门店数目来看，2021年公司旗下门店共1676家/同比+43家，其中直营/加盟分别752/924家，同增6/37家，门店按业态划分为商场/街边店/购物中心店，2021年分别602/589/485家，同比分别-49/+42/+50家，商场专柜持续收缩，购物中心门店加速布局。从门店坪效来看，2021年公司线下门店坪贡献约为1.05万元/平方米，同增16.37%，主要受加盟坪效高增34%推动。

**盈利能力持续向好，期间费用率基本稳定。**2021年公司盈利能力持续改善，毛利率/净利率分别63.92%/10.43%、同增0.54/0.76pct，公司盈利能力提升主要系高毛利率的HAZZYS品牌占比提升以及渠道优化所致，较大程度上抵消了疫情对公司经营的冲击；2021年公司期间费用率48.66%、同比+0.42pct，费率基本稳定。

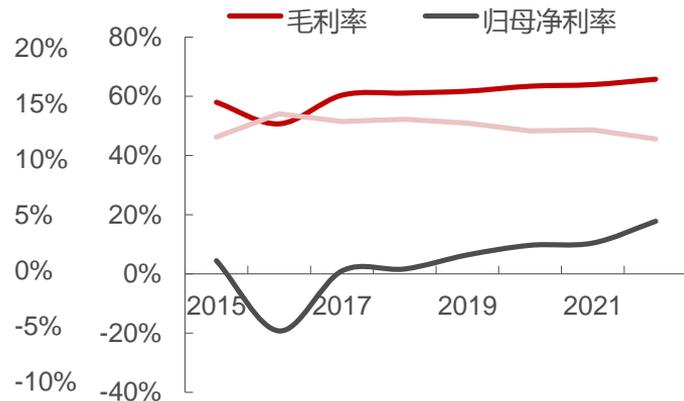
图表：公司门店分业态情况（单位：家）



图表：公司门店坪效情况



图表：公司毛利率&净利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

# 07 投资建议



## 投资建议

- **品牌端**：短期疫情好转，品牌端有望迎来业绩修复；长期逻辑来看，当下消费者“自我实现”诉求催生对于新潮流的偏好以及新消费行为的发生，以强大产品力、优质品牌力立身的国产品牌公司有望受益于此实现增长。
- **制造端**：短期人民币贬值、外需相对景气利好出口企业业绩表现；长期来看，纺服上游产业的转移升级趋势确定，具备技术壁垒、受益于下游景气度提升的新材料、新面料厂商，以及产能逐步落地，规模优势进一步凸显的生产型公司有望持续提升市场份额，实现持续规模扩张。推荐受益于消费者自我实现以及产业链转移升级的相关企业。



# 投资建议

## 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 6月30日	2021A	EPS 2022E	2023E	2021A	PE 2022E	2023E	评级
2331.HK	李宁	72.70	1.58	1.81	2.26	46	40	32	-
2020.HK	安踏体育	96.40	2.81	3.13	3.95	34	31	24	-
1368.HK	特步国际	14.20	0.36	0.45	0.56	39	32	25	-
1361.HK	361度	4.24	0.29	0.33	0.38	15	13	11	-
603908.SH	牧高笛	95.15	1.18	1.79	2.56	81	53	37	推荐
605080.SH	浙江自然	63.89	2.37	2.97	3.81	27	22	17	推荐
002780.SZ	三夫户外	13.50	-0.17	0.19	0.38		71	36	-
2199.HK	维珍妮	5.24	0.42	0.55	0.71	12	10	7	-
300979.SZ	华利集团	73.08	2.37	2.95	3.55	31	25	21	推荐
300577.SZ	开润股份	16.25	0.75	0.92	1.18	22	18	14	推荐
603558.SH	健盛集团	12.22	0.43	0.74	0.96	28	17	13	推荐
605138.SH	盛泰集团	12.48	0.52	0.71	0.91	24	18	14	-
002293.SZ	罗莱生活	13.17	0.85	1.01	1.19	15	13	11	推荐
002832.SZ	比音勒芬	25.20	1.13	1.41	1.76	22	18	14	-
603877.SH	太平鸟	20.24	1.42	1.67	2.00	14	12	10	-
002003.SZ	伟星股份	9.50	0.43	0.52	0.62	22	18	15	推荐
002154.SZ	报喜鸟	4.32	0.38	0.39	0.48	11	11	9	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（除牧高笛、华利集团、开润股份、健盛集团、罗莱生活、伟星股份、浙江自然外，其余为Wind一致预测）

注：股价/汇率为2022年6月30日收盘价，1港币=0.85人民币

## 08 风险提示



## 风险提示

- **原材料价格大幅上涨。**目前国际局势存在不确定性、能源价格不断上升，同时消费力提升趋势不显著，若部分产品原材料价格大幅上涨，可能导致终端消费难以承接，影响公司销售表现及盈利能力。
- **海外需求走弱。**目前海外高通胀暂未缓解，可能导致需求走弱，影响公司出口业务表现。
- **疫情反复影响终端消费客流。**疫情短期好转、出行限制略有放松，但是部分地区仍有零星疫情发生，可能导致管控加严进而影响终端消费客流，导致品牌端线下流水下滑。
- **品牌发展不及预期。**若产品力、品牌力建设不达预期，可能导致市场份额损失，影响业绩表现。



# 附录：伟星股份盈利预测

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,356	4,006	4,648	5,304
营业成本	2,080	2,463	2,850	3,244
营业税金及附加	31	37	43	49
销售费用	262	311	359	395
管理费用	313	379	433	469
研发费用	139	168	200	233
EBIT	545	684	806	961
财务费用	25	50	60	63
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
投资收益	12	12	14	16
营业利润	528	633	745	897
营业外收支	-12	-6	-7	-8
利润总额	516	627	738	889
所得税	70	90	104	125
净利润	445	537	634	764
归属于母公司净利润	449	541	639	770
EBITDA	746	891	1,023	1,196

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	634	518	719	837
应收账款及票据	427	600	536	781
预付款项	45	47	57	64
存货	550	542	704	721
其他流动资产	108	177	163	214
流动资产合计	1,764	1,884	2,178	2,616
长期股权投资	60	65	70	75
固定资产	1,229	1,544	1,672	1,782
无形资产	309	328	346	364
非流动资产合计	2,275	2,417	2,548	2,662
资产合计	4,039	4,301	4,726	5,278
短期借款	328	358	416	465
应付账款及票据	364	411	461	541
其他流动负债	476	522	612	686
流动负债合计	1,168	1,291	1,489	1,691
长期借款	5	6	6	6
其他长期负债	134	134	134	134
非流动负债合计	138	139	139	139
负债合计	1,306	1,430	1,628	1,831
股本	798	1,037	1,037	1,037
少数股东权益	40	35	30	24
股东权益合计	2,733	2,870	3,098	3,447
负债和股东权益合计	4,039	4,301	4,726	5,278

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	445	537	634	764
折旧和摊销	202	207	217	235
营运资金变动	-43	-149	40	-173
经营活动现金流	634	616	915	853
资本开支	-445	-354	-355	-357
投资	-52	-5	-5	-5
投资活动现金流	-497	-345	-344	-344
股权募资	104	0	0	0
债务募资	101	31	58	49
筹资活动现金流	-161	-387	-370	-390
现金净流量	-39	-116	201	118

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测



# THANKS 致谢

## 民生证券纺织服装团队：



**纺织服装首席分析师 刘文正**

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



**纺织服装分析师 辛泽熙**

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮件：xinzexi@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。