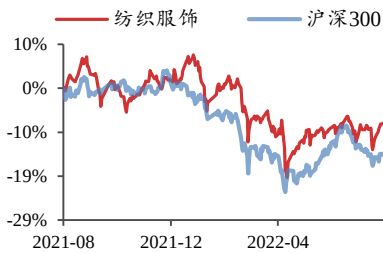


纺织服装

2022 年 08 月 18 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《阿迪达斯 2022Q1 业绩承压，下调大中华区业绩预期——行业点评报告》-2022.5.8

《冬奥催热体育经济，运动及代工龙头迎来新机遇——行业周报》-2022.2.6

《建议继续关注冬奥催化的高景气运动服饰龙头——行业周报》-2022.1.23

外需迎来改善，看好 2023 年韧性强的龙头户外代工企业

——行业点评报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

● 外需迎来改善，看好 2023 年韧性强的龙头户外代工企业

美国通胀短期见顶，消费者信心小幅修复。美国发布 7 月 CPI 指数增速环比回落，释放通胀拐点信号，同时 7 月美国消费者信心指数筑底回升，高通胀缓和下外需压力或边际缓解。7 月箱包出口数据超预期，领跑其他品类，海外户外/出行需求有所回暖，服装/鞋靴/纺织制品/箱包 2022Q2 出口金额同增 16%/42%/8%/43%，2022M7 同增 18%/37%/16%/41%。预计浙江自然/开润股份/牧高笛全年户外代工业务表现依然亮眼，但展望 2023 年户外品牌逢高基数，高库存高成本高通胀下大客户预计将谨慎采购，按 2023 年迪卡侬采购预期乐观程度看：充气床垫、帐篷、箱包，因此建议关注浙江自然、开润股份，受益标的牧高笛。

● 高库存高成本高通胀下，预计迪卡侬 2022Q3 少量推砍单、2023 年谨慎采购
迪卡侬对 2023 年欧洲/中国的终端销售仍然乐观，但考虑 2021 年的高增长可能形成高基数，以及目前高库存高成本高通胀，对于 60-70%快反单的采购预期保持谨慎：(1)库存水位持续高位，存去库存压力：预计目前库存周转天数较正常年份高 30%左右，截至 M4/M7 分别为 182 天/180 天，正常 120-150 天。库存较高的原因：前期已发货的产品由于船期缩短扎堆到货（主因）&外需疲软（次因，欧洲需求稳健）。(2)原材料价格高企：零售价提升将削弱品牌竞争力。(3)疫情不确定性影响国内供应链稳定。目前来看，迪卡侬在欧洲终端销售保持良好有望加速去库存、能源价格逐步回落、美国通胀短期见顶，2023 年订单预期有望上调。

● 浙江自然：全年增长目标不变，TPU 充气床垫 2023 年大客户展望相较乐观
2022Q2 收入同增 13.16%，考虑 3 月提前发货和疫情延迟至 7 月发货，还原后 2022Q2 增长 25-28%，在疫情停产/下游客户库存升高/越南产能不及预期影响下符合预期，体现较强韧性。截至目前公司大客户虽有少量推单但均未砍单，在下游客户库存消化顺利的预期下，2022Q4 下半旬逢大客户出货旺季预计仍有较好增长，全年增长目标不变。2023 年受迪卡侬谨慎采购影响程度最小：一方面系合作 TPU 充气床垫，与 PVC 相比，TPU 主打中高端市场，轻量便捷的同时兼具环保性，深受欧洲户外徒步露营用户的欢迎，市场仍处发展阶段，订单需求稳定增长。另一方面系公司 TPU 产品垂直一体化和规模优势明显，作为熔接类产唯一的战略，与大客户深度绑定，预计 2023 年份额有望超过荣威国际成为一供。

● 开润股份：2B 端 2022Q2 超预期，新客户放量下 2023 年 2B 业务仍有信心
2022Q2 预计 2B 端收入超预期，同增约 50%，环比 2022Q1 提升 10pct，随着海外出行需求回暖，2022Q3 有望再超预期。考虑 2C 端受疫情影响、政府补贴减少、上海嘉乐停产三重因素，预计开润股份 2022H1 业绩低于预期，但全年看代工业务预计增长 20%+，2C 业务全年虽然仍有亏损，但预计同比大幅减亏约 5000 万元。2023 年展望开润端大客户订单，开润系迪卡侬箱包类核心供应商，订单增速预计仍明显好于箱包品类，同时老客户 Nike/VF 及新客户 Puma/Yeti/Home Depot 预计释放可观的订单增量；展望嘉乐端，核心客户优衣库品类拓展、新客户阿迪达斯/Puma/安踏/李宁/Fila 订单潜力足，为 2023 年 2B 业务注入信心。

● 风险提示：迪卡侬采购订单大幅不及预期、下游客户库存水位持续高企。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn