

纺织服装

报告日期：2022年10月09日

# 国庆回顾：波司登线上增速亮丽，露营经济持续火热

## ——行业点评报告

### 投资要点

#### □ 国庆降温利好羽绒服销售，波司登线上增长领跑

4日起降温带动羽绒服线上销售整体火爆。本次国庆节假期罕见集齐高温、强降雨及降温，尤其4日起华东为首的区域实现断崖式降温，局部地区前后两日温差超过18°C，一定程度上刺激了秋冬服装的消费，虽然线下多数零售企业受到疫情反复影响客流，但线上表现火爆，以炼丹炉数据平台监控的代表性羽绒服品牌天猫旗舰店销售为例，国庆7天长假波司登/雪中飞/鸭鸭品牌GMV增速均超过100%，而单价较高的加拿大鹅增速也接近20%，体现出降温提前对销售带来的积极促进。

**继续强调对波司登的重点推荐：**9/20公司官宣谷爱凌成为品牌新代言人，并于9/21晚在上海举行大秀发布轻薄羽绒服系列产品。从作为旺季开端的十一销售来看，我们估计线下在疫情压力下仍然保持稳健，线上实现非常亮眼增长，预计带动十一7天销售同比高双位数增长，带动旺季开门红。从整个财年来看，今年通过轻薄款为代表的更加丰富的SKU充分捕捉旺季销售机会，供应链快反能力以及费控力度（尤其广宣、租金）也将更上层楼，有望带动公司实现中双位数收入增长及利润率提升，当下对应23/31财年估值仅16X，旺季行情已启动。

#### □ 国庆露营持续火热，多元化业态渐趋成熟

**本地、周边游成主流，露营热度持续高涨。**疫情之下出行受限，游客的出行决策周期缩短，本地游、周边游成为假期主流，其中露营依旧是最火热的玩法之一，携程订单量同比增长超10倍，美团订单量相比五一增长超400%。同时飞盘/烧烤/田园采摘/露天音乐会/电影/桌游等多样玩法能够有效提升露营参与率及参与频次，此外，露营的客单价及单次参与时长亦有明显提升。

**建议重点关注持续高增长的“精致露营”代表牧高笛。**根据炼丹炉平台数据，牧高笛官方旗舰店Q3以来增速始终保持在100%以上，高于露营装备行业及可比同行。后续成长来看，由于牧高笛在供应链管理、品牌营销、产品设计等方面均较海外品牌更具优势，且大众化品牌定位对应庞大的消费群体，中长期有望充分享受行业红利并提升市占率。

#### □ 标的提示：关注波司登及运动户外等三季度表现领跑标的

**从品牌服饰来看：波司登旺季销售行情启动，运动户外持续基本面领跑行业**

1) **当下继续重点推荐波司登：**22/3/31年报在暖冬压力下仍然保持了双位数的增长以及净利率的提升，同时22年疫情正好处于其销售淡季，23/3/31新财年公司将致力价格带的拓展（尤其轻薄羽绒产品）并继续保持新三年计划期间的业绩增长目标，由此新财年FY23估值仅16X，重点推荐；

2) **运动仍是最重要主线：**短期来看疫情反复对线下客流的影响仍然存在，同时Nike等海外品牌清库存举措下国货品牌零售折扣率也在短期承压，单中长期仍看好国货龙头在研发、供应链、零售管理提效的持续潜力，推荐李宁（22/23年估值33/26X）、安踏体育（22/23年估值26/21X）、特步国际（22/23年估值19/15X）；

3) **A股运动时尚及户外龙头三季报表现预计亮丽：**提示重点关注比音勒芬（22/23年估16/13X）、报喜鸟（22/23年估值10/8X）、牧高笛（22/23年估值33/23X）

**从纺织制造来看：Q3需求波动压力逐渐体现，宜优选中长期客户订单及产能扩张确定性较高龙头进行逢低布局。**Nike为首的欧美品牌商清库存策略下三季度起海内外订单震荡对制造产业链全环节订单都有影响，由此宜优选中长期客户订单及产能扩张确定性较高龙头进行逢低布局，从推荐角度，继续推荐订单及产能释放确定性强的运动鞋全球第二大龙头华利集团（22/23年17/14X）、23年即将迎来新产能集中释放的台华新材（22/23年18/12X）、精益生产+灵活服务推动下成本及交期优势突出的辅料龙头伟星股份（22/23年22/18X）、袜业增速稳定+无缝业务客户订单快速成长的健盛集团（22/23年11/9X）、盈利能力迅速提升的胸围全球制造维珍妮（22/23年8/6X）。

#### □ 风险提示：疫情反复影响线下客流，原材料价格波动影响成本，国际贸易摩擦影响订单

### 行业评级：看好(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

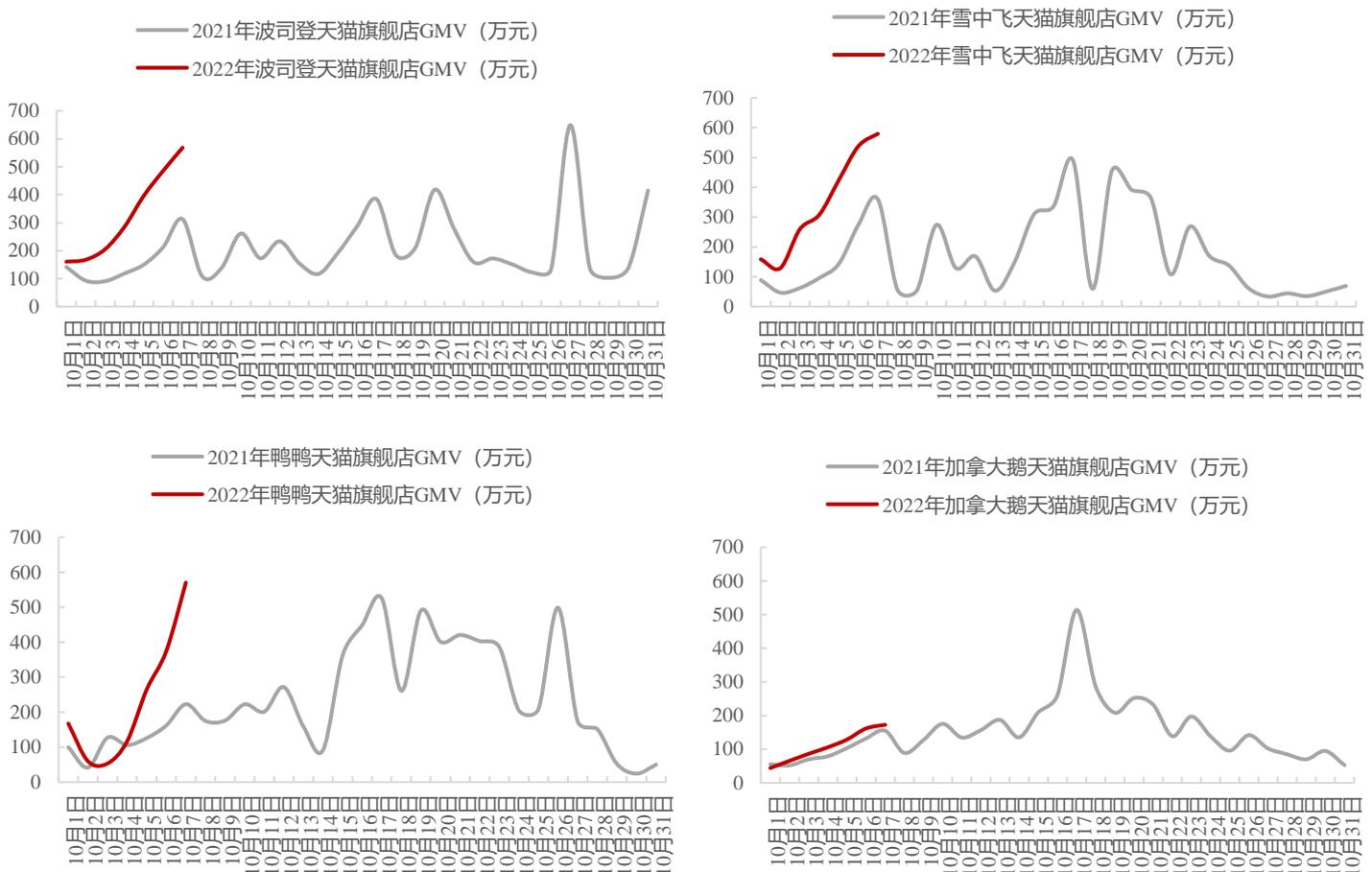
### 相关报告

- 1 《【浙商纺服】新股专题之蕉下控股：乘户外防晒之清风，济新型零售之沧海》 2022.10.01
- 2 《波动中求成长——2022年纺织服装行业中报总结》 2022.09.04
- 3 《品牌景气度攀升，制造静待拐点——港股运动中报点评报告》 2022.08.28

## 1 国庆降温利好羽绒服销售，波司登线上增长领跑

**4日起降温带动羽绒服线上销售整体火爆。**本次国庆节假期罕见集齐高温、强降雨及降温，尤其4日起华东为首的区域实现断崖式降温，局部地区前后两日温差超过18℃，一定程度上刺激了秋冬服装的消费，虽然线下多数零售企业受到疫情反复影响客流，但线上表现火爆，以炼丹炉数据平台监控的代表性羽绒服品牌天猫旗舰店销售为例，国庆7天长假波司登/雪中飞/鸭鸭品牌GMV增速均超过100%，而单价较高的加拿大鹅增速也接近20%，体现出降温提前对销售带来的积极促进。

图1：各羽绒服品牌天猫旗舰店10月GMV变化趋势



资料来源：炼丹炉数据平台，浙商证券研究所

注：行业数据为天猫淘宝全网监控数据，品牌数据为天猫旗舰店监控数据，与电商全盘数据有所差异，仅可做趋势参考

**继续推荐波司登：9月官宣代言人谷爱凌+上海轻薄羽绒服大秀，拉开旺季宣传序幕，十一销售旺季开门红。**9/20公司官宣谷爱凌成为品牌新代言人，并于9/21晚在上海举行大秀发布轻薄羽绒服系列产品，杨颖、郑秀妍、朱洁静、金大川等艺人也作为观秀嘉宾造势；本次大秀意在促进十一销售，此后也将进入公司针对旺季的密集营销期。从作为旺季开端的十一销售来看，我们估计线下在疫情压力下仍然保持稳健，线上实现非常亮眼增长，预计带动十一7天销售同比高双位数增长，带动旺季开门红。

**23财年灵活应对消费环境及气候变化灵活调整产品及费控策略：**

2018 年改革至今，波司登实现 FY18/19/20/21/22 年羽绒服业务收入增长 36%/24%/15%/21%，归母净利增长 59%/23%/42%/21%，FY23 为灵活应对消费环境及冬季气候变化：

**产品端：**大货方面货品丰富度极大提升，除了极寒、高端户外、风衣羽绒服等明星系列在面料版型持续升级外，在轻薄款秋羽绒产品上进行了大力创新，包括羊羔绒/针织拼接/卫衣羽绒服等，定价在 1000-2000 元价位带，为灵活应对暖冬丰富了足够 SKU，搭配公司卓越的供应链快反，保证灵活跟随气候变化及市场需求完成拉式补货。

**营销端：**9 月末开始陆续官宣新生代代言人，实现旺季密集营销宣传，同时年内话题性（梵高/豪车联名）、设计师联名款发布会上已有充分筹备，央视、分众、机场、户外广告继续投入。

**渠道端：**电商抖音成立独立事业部，线下预计直营/加盟新开 100/300 家优质渠道门店（新店面积一般不低于 200 m<sup>2</sup>），结合低效店关店，全年预计渠道总数持平，但渠道质量及效率持续提升；为鼓励加盟商发展，年内除装修返还补贴外，还会根据经销商开店及提货情况适当加大返点力度。

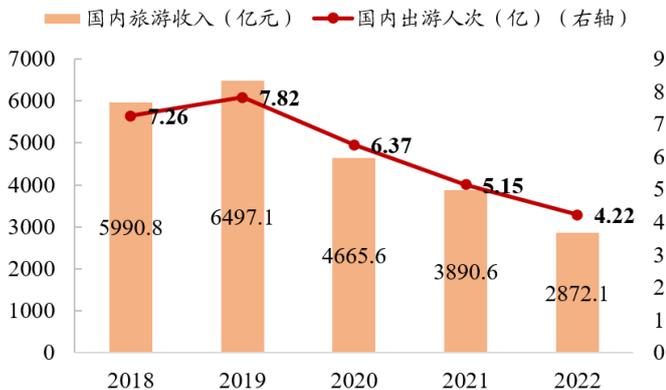
**费用端：**在继续推进渠道升级及保持旺季品宣声量的同时，今年在租金谈降及广宣费用刊例价谈降有充分空间。

我们预测公司 FY23/24/25 净利润 24.8/29.9/35.5 亿元，增速为 20%/20%/19%，对应估值 17/14/12X，在持续产品创新及营销投入下，超强供应链及商品体一体化系统支持下，公司产品竞争力及管理效率持续提升，随着 10 月旺季营销工作的推进行情预计将启动，继续重点推荐，“买入”评级。

## 2 国庆露营持续火热，多元化业态渐趋成熟

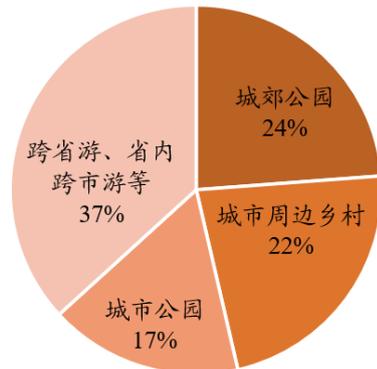
**受疫情影响，长线游遇冷，本地游、周边游成为假期主流。**根据文旅部数据，2022 年国庆假期国内出游人次 4.22 亿，同比减少 18.2%，为 2019 年同期可比口径的 60.7%；实现旅游收入 2872.1 亿元，同比减少 26.2%，为 2019 年同期可比口径的 44.2%。由于多地跨省市出行受限并倡导就地过节，且疫情的不确定性使游客的出行决策周期大幅缩短（马蜂窝数据显示，近 40% 的游客观望至出行前一天才确定出行目的地），本地游、周边游成为出行主流——前往“城郊公园、城市周边乡村、城市公园”的游客占比居前三位，分别达 23.8%、22.6%和 16.8%；而跨省游、省内跨市游的游客比例分别下降 14.4/9.5pct。

图2：国庆期间国内旅游人次及收入



资料来源：中旅部，浙商证券研究所

图3：2022 国庆期间本地、周边游占比超 6 成



资料来源：中旅部，浙商证券研究所

在本地、周边游为主流的基调下，露营、骑行、飞盘等轻户外玩法持续火热。多家在线旅游平台发布数据显示，露营依旧是国庆假期最火热的玩法之一，如携程露营订单量同比增长超 10 倍，美团露营订单量相比五一假期增长 400% 以上。我们认为露营持续火热不仅是由于其作为长途游的替代方案，而且得益于“露营+”业态渐趋多元和成熟，如国庆假期露营地推出大量“露营+飞盘/烧烤/田园采摘/露天音乐会/露天电影/桌游剧本杀”等多元产品，吸引更多新玩家进入的同时，能够有效提升老玩家的参与频次，即推动露营由“体验打卡”变为一种适合高频参与的“生活方式”。此外，露营的客单价及单次参与时长亦有明显提升。

露营之外的其他户外运动亦呈现火热态势，根据携程数据，国庆期间，浙江、北京、广东的周边户外登山徒步同比增长 222%/100%/70%，飞盘、皮划艇、骑行等城市新运动玩法的销量同比增长 425%。

表1：2022 年国庆期间露营订单增长表现

资料来源	国庆假期“露营”订单情况
携程	国庆期间，露营旅游订单量同比增长超 10 倍，其中本地订单占比近八成，市外周边订单占比 15%。国庆期间人均露营花费为 650 元左右，相较中秋期间高 30%；北上广等地游客已有 83% 选择过夜型露营产品。
飞猪	国庆露营订单量较节前增长 1.3 倍，“露营+飞盘”“露营+骑行”“露营+烧烤”“露营+自然写生”“露营+昆虫探秘”等个性化玩法受欢迎。
去哪儿	北京地区，国庆期间露营主题公园门票预订量同比增长五成，露营相关产品（住宿、出游）的预订量是去年的 4 倍。
美团	“十一”假期露营订单量相比“五一”假期上涨 410%。
驴妈妈	IP 主题乐园游、公园或滨湖露营、山水名胜游、乡村旅游等位居国庆出游人气主题排名前列。
同程	“十一”假期，北京、长三角和珠三角城市周边的热门露营地预订量和价格都出现上涨趋势，节前一周，部分热门露营地已售罄。

资料来源：公开信息，浙商证券研究所

牧高笛线上销售增速持续高于行业及同行，十一期间保持翻倍以上增长。根据炼丹炉数据平台，牧高笛天猫销售体量大概位列第五，但自 Q2 以来增速明显高于行业整体及同样主打精致露营的头部国产品牌“挪客”；纵向来看，牧高笛 4-5 月爆发式增长后，6 月以来增速有所回落，但始终维持在 100% 以上，其中 9 月及十一期间同比增速均为 102%；而探路者等由于以户外鞋服为主要产品，与此轮露营热潮的相关性相对较弱。

表2：户外露营天猫旗舰店 GMV 趋势（单位：百万元）

	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10.1-10.7
露营/野炊装备行业	487	441	341	295	375	69
YOY		48%	43%	32%	46%	/
牧高笛	20	27	7	9	15	4
YOY	517%	172%	145%	120%	102%	102%
挪客	39	49	24	22	30	6
YOY	249%	101%	90%	28%	27%	-3%
探路者	9	11	5	4	8	5
YOY	8%	-23%	-43%	-1%	51%	112%

资料来源：炼丹炉数据平台，浙商证券研究所

注：行业数据为天猫淘宝全网监控数据，品牌数据为天猫旗舰店监控数据，与电商全盘数据有所差异

**表3：2022年9月露营品牌天猫旗舰店销售排名**

序号	品牌	销量（万件）	销售额（百万元）
1	Naturehike/挪客	14.1	29.1
2	探险者	26.8	28.1
3	the primitive/原始人	33.3	27.6
4	camel/骆驼	9.4	17.3
5	mobi garden/牧高笛	8.3	14.2
6	探露	15.7	8.9
7	南极人	6.8	7.0
8	urbanwave/城市波浪	13.8	6.8

资料来源：炼丹炉数据平台，浙商证券研究所

注：数据为天猫旗舰店监控数据，与电商全盘数据有所差异

从牧高笛的成交品类来看，帐篷及天幕作为核心产品，总体销售占比约为 1/3，其中今年 Q2 一度达到 40% 以上，是 Q2 销售高速增长的重要来源。随着公司 2020 年开始布局“精致露营”产品，基础睡眠系统之外的产品越来越丰富，其中户外休闲家具（椅子凳子及桌子）的销售占比呈明显的上升趋势。

**表4：牧高笛天猫旗舰店成交类目占比**

	2021年				2022年									
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
帐篷	28.6%	21.2%	28.1%	27.5%	26.4%	22.2%	23.9%	23.2%	28.4%	26.0%	25.9%	24.1%	21.5%	17.9%
椅子凳子	8.6%	8.8%	11.5%	10.8%	13.8%	14.0%	11.2%	11.9%	12.2%	12.1%	14.1%	16.6%	15.8%	16.2%
天幕	6.0%		6.6%	8.1%	7.2%		7.7%	17.3%	12.5%	9.4%	8.5%	8.1%	9.1%	8.0%
睡袋	10.1%	10.2%	6.2%	5.6%	5.1%	6.2%	4.3%	5.4%	4.0%	4.0%		6.2%	7.6%	7.9%
营地车			7.6%	8.1%	9.1%	15.4%	18.6%	7.4%	8.1%	7.5%	6.0%	5.5%	6.8%	8.3%
桌子								4.6%	4.8%	4.3%			5.8%	6.6%
营地灯	4.8%	3.6%	3.3%	3.0%	3.6%	3.8%	1.9%	2.3%	3.3%	2.9%	4.3%	3.0%	3.6%	3.7%
防潮垫		4.2%	4.6%	2.6%	2.2%	1.9%	1.7%	3.0%	2.7%	2.7%	3.7%	5.6%	4.2%	2.6%
野餐垫		1.6%		2.3%	2.8%	3.2%	4.1%	3.7%	3.3%				3.1%	2.8%
杂物袋		2.3%	2.2%					1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.7%	1.1%	1.9%

资料来源：炼丹炉数据平台，浙商证券研究所

注：数据为天猫旗舰店监控数据，与电商全盘数据有所差异，10月数据仅包含 10.1-10.7

建议重点关注持续高增长的“精致露营”代表牧高笛。尽管 Q2 高增速难以长期持续，但我国已具备露营快速发展的经济基础，而牧高笛在供应链管理、品牌营销、产品设计等方面均较海外龙头品牌更具优势，其大众化的品牌定位使其相比定位轻奢的海外品牌拥有更大的目标消费群体，中长期有望充分享受行业红利且提升市场占有率。预计牧高笛 2022-2024 年实现归母净利润 1.80/2.66/3.64 亿元，同比增长 129%/48%/37%，对应 PE 为 33/23/16 倍。

### 3 标的提示：关注波司登及运动户外等三季度表现领跑标的

从品牌服饰来看：波司登旺季销售行情启动，运动户外持续基本面领跑行业

1) 当下强烈推荐波司登：22/3/31 年报在暖冬压力下仍然保持了双位数的增长以及净利率的提升，同时 22 年疫情正好处于其销售淡季，23/3/31 新财年公司将致力价

格带的拓展（尤其轻薄羽绒产品）并继续保持新三年计划期间的业绩增长目标，由此新财年 FY23 估值仅 16X，重点推荐；

- 2) **运动仍是最重要主线：**短期来看疫情反复对线下客流的影响仍然存在，同时 Nike 等海外品牌清库存举措下国货品牌零售折扣率也在短期承压，单中长期仍看好国货龙头在研发、供应链、零售管理提效的持续潜力，推荐李宁（22/23 年估值 33/26X）、安踏体育（22/23 年估值 26/21X）、特步国际（22/23 年估值 19/15X）；
- 3) **A 股运动时尚及户外龙头三季报表现预计亮丽：**提示重点关注比音勒芬（22/23 年估 16/13X）、报喜鸟（22/23 年估值 10/8X）、牧高笛（22/23 年估值 33/23X）

**从纺织制造来看：Q3 需求波动压力逐渐体现，宜优选中长期客户订单及产能扩张确定性较高龙头进行逢低布局**

Nike 为首的欧美品牌商清库存策略下三季度起海内外订单震荡对制造产业链全环节订单都有影响，由此宜优选中长期客户订单及产能扩张确定性较高龙头进行逢低布局，从推荐角度，继续推荐订单及产能释放确定性强的运动鞋全球第二大龙头华利集团（22/23 年 17/14X）、23 年即将迎来新产能集中释放的台华新材（22/23 年 18/12X）、精益生产+灵活服务推动下成本及交期优势突出的辅料龙头伟星股份（22/23 年 22/18X）、袜业增速稳定+无缝业务客户订单快速成长的健盛集团（22/23 年 11/9X）、盈利能力迅速提升的胸围全球制造维珍妮（22/23 年 8/6X）。

## 4 风险提示

- 1) 疫情反复风险：疫情反复影响消费者收入及消费热情，将造成零售波动
- 2) 原材料价格波动风险：原材料价格以外波动，可能导致制造商无法及时传导成本从而损害毛利率表现
- 3) 贸易摩擦：贸易摩擦可能导致制造商出口目的地受限，影响接单

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>