

行业研究

三季度初现复苏，期待优质龙头蓄势待发

——纺织服装及化妆品行业 2022 年三季报总结

要点

品牌服饰行业：统计分属于 10 个子行业的 A 股合计 34 家公司，前三季度行业合计收入、归母净利润同比-6.48%、-50.28%；Q3 收入、归母净利润分别同比-3.03%、-27.54%，三季度收入和利润降幅均现收窄和改善。子行业中运动服饰持续景气，22Q3 安踏体育、李宁、特步国际、361 度度过 Q2 疫情影响下低点、零售流水增速呈现回升；户外、箱包 22Q3 收入端延续较快增长，分别同比增 30.88%、43.85%，高端服饰、内衣收入增速环比 Q2 均已转正，其余子行业收入降幅环比均有收窄，利润端除户外、鞋类承压外，其余子行业增速环比均有改善。前三季度行业盈利能力受疫情影响有所承压，归母净利率同比-4.46PCT。

纺织制造行业：统计分属于 10 个子行业的 A 股合计 53 家公司，前三季度行业合计收入、归母净利润同比+9.95%、+1.46%；Q3 收入、归母净利润分别同比+8.05%、-13.89%，三季度收入增长放缓、利润端出现下滑。疫情背景下前三季度行业毛利率、归母净利率分别同比-0.47PCT、-0.64PCT。前三季度各子行业收入同比均实现增长，其中丝麻织品、毛纺、产业用纺织品、服装制造增速领先，同比增长 15~16%不等；归母净利润端毛纺增长 37%，其他制造、服装制造、辅料增长双位数。22Q3 棉纺织、印染、毛皮收入增速较 Q2 提升，其余子行业受内外需影响同比均有放缓、化纤转为同比下滑。

化妆品行业：统计分属于 4 个子行业的 12 家上市公司，前三季度行业合计收入、归母净利润同比+8.77%、-30.44%；Q3 收入、归母净利润分别同比+11.40%、-57.45%。子行业中前三季度仅美妆品牌商收入及利润端同比增长，分别+14.12%、+13.02%，其他子行业代运营公司、制造商公司以及个护公司收入和利润端同比均为下滑。22Q3 美妆品牌商收入、归母净利润同比+12.18%、+26.59%、增速环比 Q2 均有改善，且净利率提升；制造商公司、代运营公司以及个护公司收入同比增速均转正，利润端仍有承压。

投资建议：1) 纺织服装行业：下游品牌服饰方面，三季度零售端虽然较二季度环比略有改善、呈现弱复苏态势，但多数公司利润端仍有压力。四季度冬装销售旺季来临，期待在疫情防控得当的背景下行业销售进一步得到提振、盈利能力和库存亦得到改善。从双十一预售表现来看，部分龙头公司初步取得良好战果。我们继续从长期赛道和品牌力的角度，推荐估值回调到位、零售流水端 Q3 现改善且复苏幅度领先于服装行业总体、细分品类景气度持续相对较高、长期逻辑仍然明确的运动服饰龙头，包括**安踏体育、李宁、特步国际**，同时在其他服装家纺领域推荐高端运动时尚代表、线下销售占比高的标的**比音勒芬**、羽绒服细分赛道龙头**波司登**、头部格局长期稳定且自身增长稳健的家纺龙头**罗莱生活**等。上游纺织制造方面，三季度在内外需不振影响下行业总体收入增速有所放缓，人民币汇率贬值带来一定利好。短期海外需求不确定性仍存，部分下游品牌客户存在去库存压力，但我们认为全球化布局的纺织制造细分行业龙头长期逻辑不会受到短期波动的干扰，其抗风险能力、对客户的议价能力和不可替代性进而业绩的稳健性仍将较为突出，且在环保、可持续发展、社会责任等相关软实力的投入优势将更加凸显，长期继续推荐品牌客户合作深入、海外产能布局完备、抗风险能力较强的**华利集团、申洲国际、伟星股份**。再者，从股息回报的角度，我们建议关注纺织服装行业高股息率、低估值的稳健型标的。

2) 化妆品行业：近日双十一开启，护肤品类中部分国产品牌表现亮眼。相比去年，期待具有大单品和品牌影响力的国货进一步在双十一大战中抢占市场份额、达到较好的销售和盈利目标。我们维持前期观点，继续推荐产品力强的**珀莱雅、贝泰妮**，另外建议关注老牌国货**上海家化**。

风险提示：宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装及化妆品产品消费需求；行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力等。

纺织和服装 增持（维持） 化妆品 买入（维持）

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

疫情影响下业绩表现分化，头部企业彰显经营韧性——纺织服装及化妆品行业 2022 年中报总结 (2022-09-11)

内外因促行业竞争加剧，期待国货积极突围——化妆品行业 2022 年中期投资策略 (2022-06-01)

疫情扰动下关注复苏弹性，期待优质龙头扬帆远航——纺织服装行业 2022 年中期投资策略 (2022-05-29)

22Q1 疫情背景下品牌商表现不俗，期待国货持续成长——化妆品行业 2021 年报及 2022 年一季报总结 (2022-05-08)

疫情扰动下销售短期承压，立足行业关注优质龙头长期竞争力——纺织服装行业 2021 年报及 2022 年一季报总结 (2022-05-08)

目 录

1、 纺织服装行业	6
1.1、 品牌服饰行业	6
1.1.1、 行业总览：前三季度收入、归母净利润同比-6%、-50%	6
1.1.2、 财务指标分析：净利率下降、费用率提升，存货周转放缓	7
1.1.3、 子行业分析：运动服饰景气持续，高端服饰、内衣 22Q3 收入增速转正	9
1.2、 纺织制造行业	13
1.2.1、 行业总览：前三季度收入、归母净利润同比+10%、+1%	13
1.2.2、 子行业分析：前三季度丝麻织品、毛纺、产业用纺织品收入增速领先	15
2、 化妆品行业	16
2.1、 行业总览：前三季度收入、归母净利润同比+9%、-30%	16
2.2、 子行业分析：前三季度美妆品牌商收入表现亮眼	17
3、 投资策略	19
3.1、 纺织服装行业	19
3.2、 化妆品行业	20
4、 风险分析	20
附录	21

图目录

图 1：2019 年 1 月~2022 年 9 月服装零售额单月同比增速	6
图 2：2019 年 1 月~2022 年 9 月服装零售额累计同比增速	6
图 3：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业营业收入及增速	6
图 4：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业归母净利润及增速	6
图 5：2021Q1~2022Q3 单季度品牌服饰行业营业收入及增速	7
图 6：2021Q1~2022Q3 单季度品牌服饰行业归母净利润及增速	7
图 7：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业毛利率及变化	7
图 8：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业归母净利率及变化	7
图 9：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业费用率	8
图 10：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业费用率变化	8
图 11：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业存货周转天数及变化	8
图 12：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业应收账款周转天数及变化	8
图 13：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业经营净现金流及增速	9
图 14：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业经营净现金流/收入及占比变化	9
图 15：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业资产减值损失及变化	9
图 16：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业资产减值损失/收入及占比变化	9
图 17：2021 年以来品牌服饰子行业收入同比增速	11
图 18：2021 年以来品牌服饰子行业归母净利润同比增速	11
图 19：2021 年以来品牌服饰子行业毛利率及变化（PCT）	11
图 20：2021 年以来品牌服饰子行业归母净利率及变化（PCT）	11
图 21：2021 年 3 月~2022 年 9 月纺织服装出口额单月同比增速	13
图 22：2021 年 3 月~2022 年 9 月纺织服装出口额累计同比增速	13
图 23：2015 年以来国内外棉花价格走势	14
图 24：2018 年以来美元兑人民币中间价走势	14
图 25：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业营业收入及增速	14
图 26：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业归母净利润及增速	14
图 27：2021Q1~2022Q3 单季度纺织制造行业营业收入及增速	14
图 28：2021Q1~2022Q3 单季度纺织制造行业归母净利润及增速	14
图 29：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业毛利率及变化	15
图 30：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业归母净利率及变化	15
图 31：2021 年以来纺织制造子行业收入同比增速	15
图 32：2021 年以来纺织制造子行业归母净利润增速情况	15
图 33：2021 年以来纺织制造子行业毛利率及变化（PCT）	16
图 34：2021 年以来纺织制造子行业归母净利率及变化（PCT）	16
图 35：2019 年 1 月~2022 年 9 月化妆品零售额单月同比增速	16
图 36：2019 年 1 月~2022 年 9 月化妆品零售额累计同比增速	16
图 37：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业营业收入及增速	17
图 38：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业归母净利润及增速	17

图 39：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业营业收入及增速.....	17
图 40：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业归母净利润及增速	17
图 41：2021 年以来化妆品子行业营业收入增速情况.....	18
图 42：2021 年以来化妆品子行业归母净利润增速情况	18
图 43：2021 年以来化妆品子行业毛利率及变化（PCT）	18
图 44：2021 年以来化妆品子行业归母净利率及变化（PCT）	18
图 45：2021 年以来品牌服饰子行业存货周转天数及变化	21
图 46：2021 年以来品牌服饰子行业应收账款周转天数及变化	21
图 47：2021 年以来纺织制造子行业存货周转天数及变化	21
图 48：2021 年以来纺织制造子行业应收账款周转天数及变化	21
图 49：2021 年以来化妆品子行业存货周转天数及变化	22
图 50：2021 年以来化妆品子行业应收账款周转天数及变化.....	22

表目录

表 1：运动服饰行业港股代表公司 21Q1~22Q3 单季度流水增速表现	10
表 2：2022 年前三季度品牌服饰子行业期间费用率变化	21
表 3：2022 年前三季度化妆品子行业期间费用率变化	22
表 4：品牌服饰行业样本公司列表	22
表 5：纺织制造行业样本公司列表	23
表 6：化妆品行业样本公司列表	23

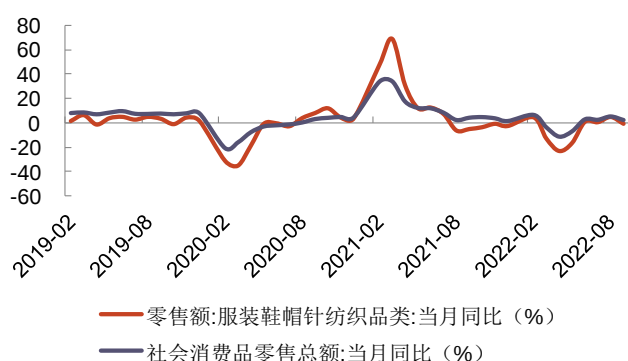
1、纺织服装行业

1.1、品牌服饰行业

1.1.1、行业总览：前三季度收入、归母净利润同比-6%、-50%

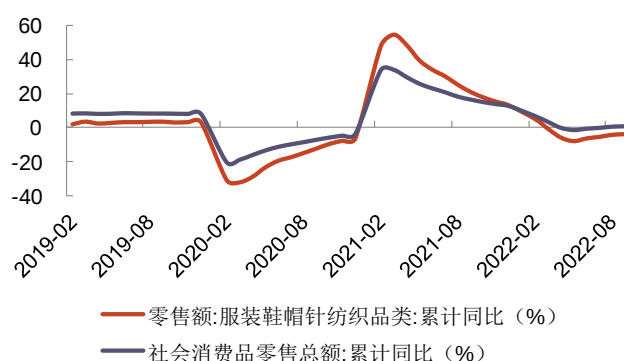
2022 年前三季度受国内疫情多点散发影响，服装作为典型可选消费品类零售受疫情影响较大，1~9 月统计局社零数据中的服装零售额累计同比-4.00%。其中上半年 3~5 月受损最大，服装单月零售额分别同比-12.70%、-22.80%、-16.20%；6~8 月疫情逐步受控、但高温天气和消费信心走弱亦带来不利影响，综合多因素下服装零售额同比增速呈现温和改善、弱复苏，单月分别同比+1.20%、+0.80%、+5.10%；9 月随着疫情反复，服装零售额增速转为下滑、单月同比-0.50%。

图 1：2019 年 1 月~2022 年 9 月服装零售额单月同比增速



注：社零数据 1~2 月合并统计，下同。
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

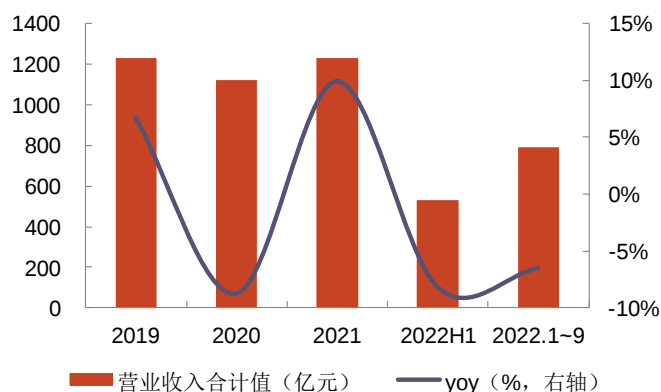
图 2：2019 年 1 月~2022 年 9 月服装零售额累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

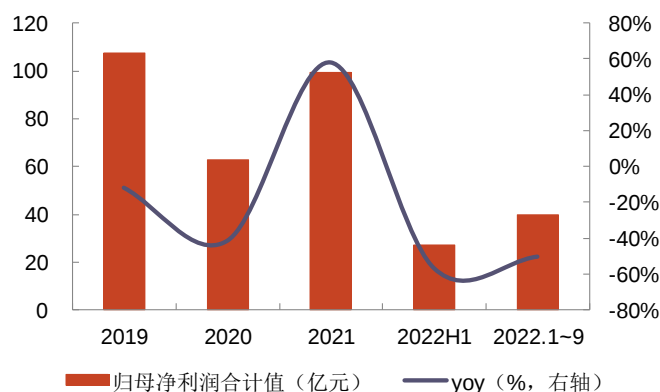
我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股合计 34 家公司，2022 年前三季度行业收入及归母净利润在疫情影响下同比下滑，降幅与上半年相比均有收窄。2022 年前三季度品牌服饰行业合计营业收入为 789.36 亿元、同比下滑 6.48%，归母净利润 39.96 亿元、同比下滑 50.28%。

图 3：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

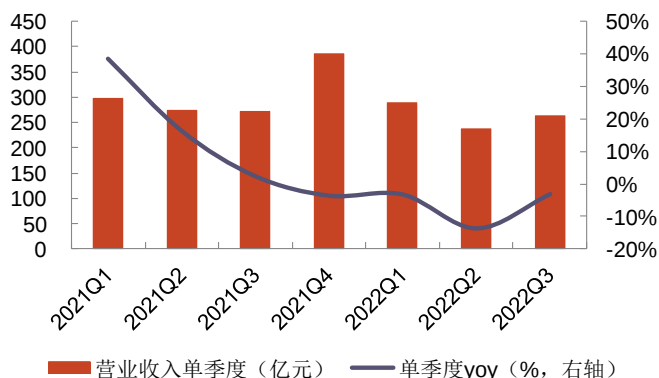
图 4：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

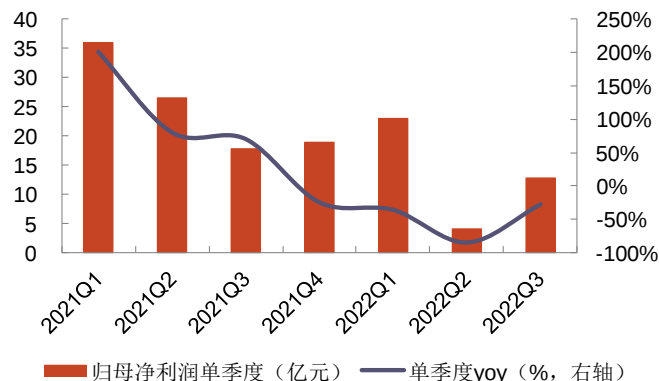
分季度来看，2022Q1~Q3 行业收入分别同比下滑 3.14%、13.54%、3.03%，归母净利润分别同比下滑 35.91%、84.93%、27.54%。22Q3 随着疫情逐步受控，行业收入及利润端同比虽仍为下滑、但降幅环比 22Q2 均有收窄，主要系三季度国内疫情仍存在反复，线下门店客流、消费者消费信心均受到影响所致，外因扰动下部分费用刚性致使归母净利润同比降幅大于收入。

图 5：2021Q1~2022Q3 单季度品牌服饰行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：2021Q1~2022Q3 单季度品牌服饰行业归母净利润及增速

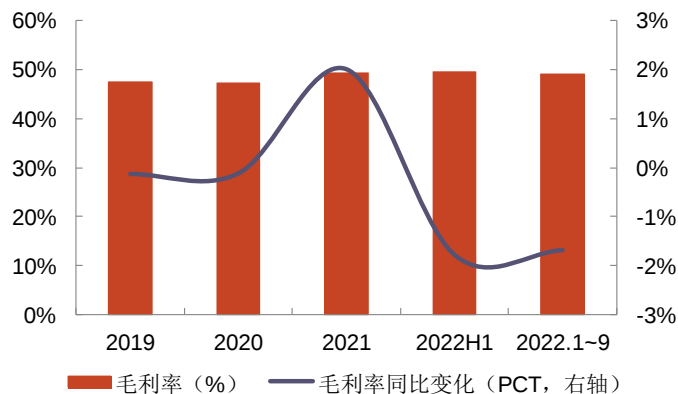


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.1.2、财务指标分析：净利率下降、费用率提升，存货周转放缓

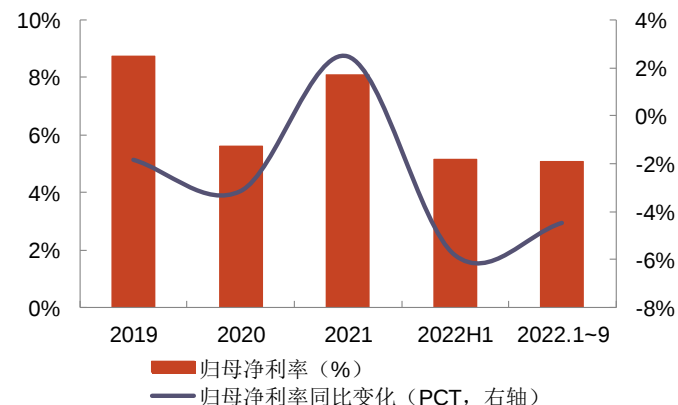
盈利能力方面，2022 年前三季度疫情背景下品牌服饰行业毛利率、归母净利率同比均有所下降。前三季度品牌服饰行业毛利率为 48.99%、同比下降 1.68PCT；归母净利率为 5.06%、同比下降 4.46PCT，同比降幅与上半年相比均有收窄。前三季度品牌服饰行业销售端受到疫情影响，同时部分费用如人员工资、门店租金等相对刚性，进而使盈利能力持续承压、净利率低于平常水平。

图 7：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业毛利率及变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

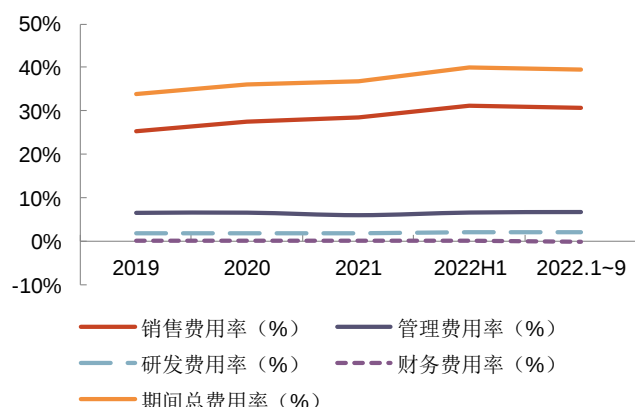
图 8：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业归母净利率及变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

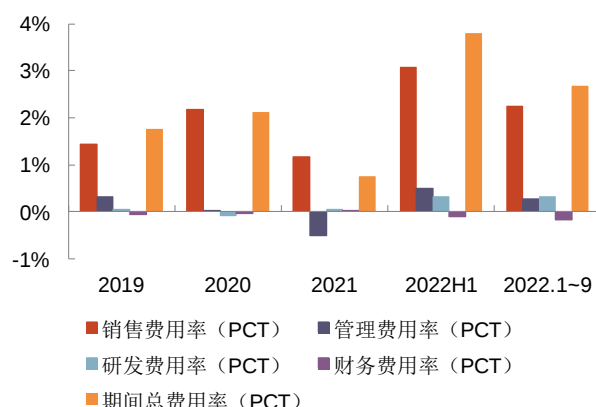
费用率方面，前三季度疫情背景下品牌服饰行业期间费用率同比提升。前三季度品牌服饰行业期间费用率为 39.58%、同比提升 2.68PCT，增幅主要来自于销售费用率提升。细分来看，销售、管理、研发、财务费用率分别同比+2.24PCT、+0.29PCT、+0.33PCT、-0.18PCT。

图 9：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

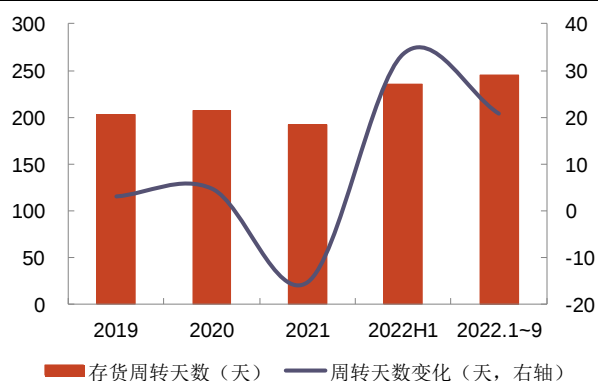
图 10：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业费用率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

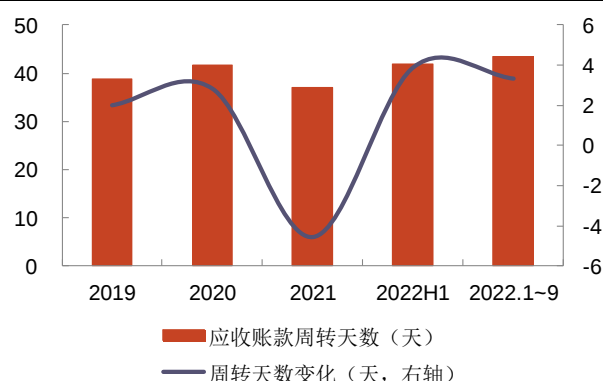
营运表现方面，前三季度疫情背景下品牌服饰行业存货及应收账款周转速度同比放缓。前三季度品牌服饰行业存货周转天数为 245 天、同比增加 21 天，相比上半年的 236 天提高 9 天；应收账款周转天数为 44 天、同比增加 3 天，相比上半年的 42 天提高 2 天。截至 2022 年 9 月末品牌服饰行业存货总额为 380.75 亿元、较年初增加 8.65%、同比增加 0.91%，存货较年初增加主要与疫情影响货品销售、造成库存积压，以及品牌商为四季度销售旺季季节性提前备货有关，同比来看总额略增不到 1%、疫情背景下的库存积压相对可控。

图 11：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业存货周转天数及变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

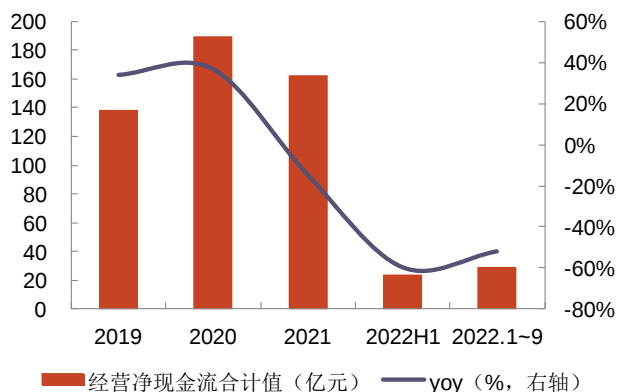
图 12：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业应收账款周转天数及变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

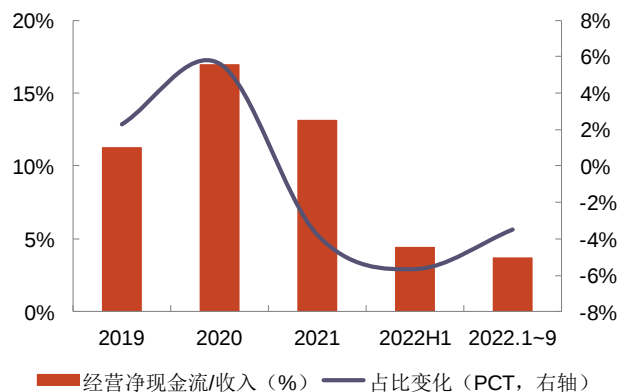
现金流方面，前三季度疫情影响下品牌服饰行业经营净现金流同比有所减少。品牌服饰行业前三季度经营净现金流合计为 29.14 亿元、同比减少 51.84%，降幅相比上半年有所收窄；经营净现金流/收入比例为 3.69%、同比下降 3.48PCT。

图 13：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业经营净现金流及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

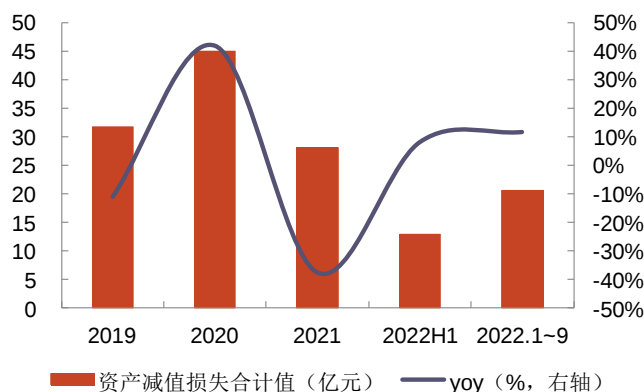
图 14：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业经营净现金流/收入及占比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

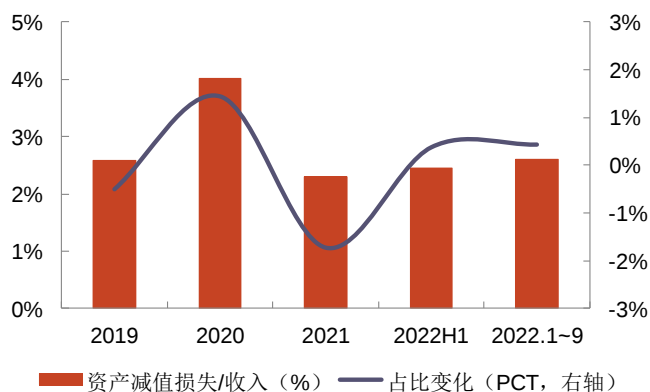
资产减值损失方面，前三季度品牌服饰行业资产减值损失合计值同比有所增加。前三季度资产减值损失合计金额为 20.57 亿元、同比增加 11.83%；资产减值损失/收入为 2.61%、同比提升 0.43PCT，较 22H1 的 2.44% 有所上升。前三季度疫情影响行业销售，进而造成库存积压、资产减值损失计提相应增加。

图 15：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业资产减值损失及变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业资产减值损失/收入及占比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.1.3、子行业分析：运动服饰景气持续，高端服饰、内衣 22Q3 收入增速转正

观察 A 股和港股各品牌服饰行业样本公司，2022 年前三季度子行业销售表现均受到疫情扰动，逐季来看，二季度为低谷、受疫情影响最为明显，三季度多数子行业业绩/零售端已现改善。

1) 港股运动服饰：行业持续高景气，22Q3 零售流水增速环比 Q2 回升

统计港股 4 家运动服饰代表公司零售流水表现，随着 Q3 疫情逐步受控，受益于运动服饰行业的高景气，单三季度各公司零售流水增速环比二季度均有加快，但从披露数据的公司来看，Q3 库存仍处于偏高水位、需待进一步消化。从具体公司来看：

安踏体育：单三季度安踏主品牌、FILA、其他品牌（迪桑特、可隆等）零售流水端分别同比录得中单位数增长、10~15% 增长、40~45% 增长，安踏、FILA 已经从二季度的同比下滑转正，其他品牌增速较 Q2 提升。**分品牌来看，安踏主品牌方面，**大货、儿童流水分别同比增长中单位数、高单位数，2022Q3 库销比略超

5 倍、略高于正常水平。9 月开始虽存疫情反复影响，但零售折扣未有明显加深，安踏大货折扣同比持平、安踏儿童折扣同比有 2~3PCT 的改善；FILA 大货/儿童/潮牌分别同比增长中单位数、双位数、20%+，2022Q3 库销比为 7~8 倍、高于正常水平。零售折扣方面，由于线上增速较快、占比提升，且线上零售折扣较大，Q3 品牌总体零售折扣力度增加、在 74~75 折，但正价门店产品折扣保持在 85~86 折；迪桑特、可隆体育流水分别同比增长 35%+、55%+。

李宁：单三季度总零售流水（不含李宁 Young）同比增长 10~20%中段、各渠道环比二季度表现均有改善，其中线下实现 10~20%中段增长、相比 Q2 的下滑已转正，线下再分渠道来看，零售及批发分别同比增长 20~25%、10~20%低段；另外，电商实现 20~30%中段增长，较 Q2 的个位数增长提速。同店销售方面，单三季度全平台同店流水同比增长高单位数，零售、批发、电商分别同比增长中单位数、高单位数、10~20%中段增长，其中零售及批发同店销售增速环比转正、电商增速环比提升。此外，三季度公司库销比超 4 个月、环比二季度有所增加。

特步国际：特步主品牌 22Q3 零售流水（包括线上线下全渠道）同比增长 20~25%，环比 22Q2 的中双位数增长明显改善。其中电商及童装业务增长强劲，22Q3 流水分别同比增长超 30%、50%左右。特步主品牌 22Q3 零售折扣为 70~75 折，环比 22Q2 基本持平、同比 21Q3 的 75~80 折有所加深；22Q3 库销比为 4.5~5 个月，环比 22Q2 约 4.5 个月的水平有所增加、且略高于正常约 4 个月的库存水平。

361 度：361 度主品牌 22Q3 零售流水同比实现中双位数增长、环比 Q2 的低双位数增长进一步加快，其中 361 度童装品牌同比增长 20~25%、环比 Q2 增速基本持平；361 度电商平台同比增长约 45%、环比 Q2 增速加快。

表 1：运动服饰行业港股代表公司 21Q1~22Q3 单季度流水增速表现

公司	分品牌/渠道	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
安踏体育	单季度流水表现							
	安踏品牌	40~45%增长	35~40%增长	10~15%增长	10~20%增长	15~20%增长	下滑中单位数	增长中单位数
	FILA 品牌	75~80%增长	30~35%增长	中个位数增长	高单位数增长	中单位数增长	下滑高单位数	增长 10~15%
	其他品牌	115~120%增长	70~75%增长	35~40%增长	30~35%增长	40~45%增长	增长 20~25%	增长 40~45%
	累计流水表现							
	安踏品牌	40~45%增长	35~40%增长	—	25~30%增长	15~20%增长	增长中单位数	—
	FILA 品牌	75~80%增长	50~55%增长	—	25~30%增长	中单位数增长	下滑低单位数	—
	其他品牌	115~120%增长	90~95%增长	—	50~55%增长	40~45%增长	增长 30~35%	—
李宁	总零售（不含 YOUNG）	85~90%增长	90~95%增长	40~50%低段增长	30~40%低段增长	20~30%高段增长	高单位数下降	10~20%中段增长
	线下（零售+批发）	80~85%增长	90~95%增长	30~40%高段增长	20~30%高段增长	20~30%中段增长	高单位数下降	10~20%中段增长
	零售	90~95%增长	85~90%增长	30~40%中段增长	20~30%高段增长	30~40%中段增长	高单位数下降	20~30%低段增长
	批发	80~85%增长	90~95%增长	30~40%高段增长	20~30%高段增长	20~30%低段增长	高单位数下降	10~20%低段增长
	电商	约 100%增长	95~100%增长	50~60%中段增长	40~50%低段增长	30~40%中段增长	中单位数增长	20~30%中段增长
特步主品牌	零售同比增速	约 55%	30~35%	中双位数增长	20~25%	30~35%	中双位数增长	20~25%
361 度	361 主品牌	高双位数增长	15~20%增长	低双位数增长	高双位数增长	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长
	361 童装品牌	20~30%低段增长	30~35%增长	15~20%增长	25~30%增长	20~25%增长	20~25%增长	20~25%增长
	361 电商平台	—	—	—	35~40%增长	约 50%增长	约 40%增长	约 45%增长

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

2) A 股品牌服饰：22Q3 多数子行业业绩环比改善

我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股合计 34 家公司，分别汇总这些上市公司表现来观察子行业的发展情况。但部分子行业如箱包、内衣样本较少（内衣 2 家、箱包 1 家），对行业的代表意义相对较弱。

从子行业体量上来看，大众服饰、高端服饰、童装收入规模位居前三，前三季度收入占品牌服饰行业总体分别为 30%、18%、13%。其中大众服饰包括海澜之家、太平鸟等；高端服饰包括比音勒芬、歌力思、地素时尚等；童装包括森马服饰、金发拉比等。

从收入及利润端增速的绝对值水平来看，前三季度疫情背景下户外子行业在国内外露营需求提升的带动下收入及利润端同比均实现增长，分别同比+31.11%、+26.66%；箱包（开润股份）收入端增速较快、同比+37.19%，但利润端同比-53.84%承压；其余子行业收入及利润端同比均为下滑，其中高端服饰、家纺、中高端男装以及内衣收入端同比降个位数、幅度相对较小，大众服饰、童装以及鞋类收入端下滑压力较大、同比降幅均在 10%左右。

从单三季度表现来看，收入端，户外、箱包收入端延续较快增长，高端服饰、内衣收入端增速环比 Q2 转正，其余子行业收入端降幅环比均有收窄至个位数；利润端，户外板块利润端增速环比转为下滑（主要为三夫户外、探路者单三季度亏损导致），鞋类利润端降幅扩大（主要为奥康等公司单三季度亏损），中高端男装利润端增速环比转正，其余子行业利润端降幅均有明显收窄。

图 17：2021 年以来品牌服饰子行业收入同比增速

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
大众服饰	7.85%	-11.06%	-9.58%	-7.56%	-15.22%	-6.14%
高端服饰	14.49%	-8.15%	-5.36%	-1.07%	-15.65%	0.38%
童装	2.32%	-18.48%	-14.83%	-7.85%	-29.63%	-7.66%
家纺	16.58%	-2.41%	-3.81%	3.47%	-8.05%	-6.39%
中高端男装	12.52%	-3.71%	-3.68%	2.48%	-11.52%	-3.62%
鞋类	3.51%	-12.90%	-11.50%	-14.51%	-11.18%	-8.33%
内衣	9.01%	-5.12%	-3.51%	1.26%	-11.49%	0.30%
户外	34.57%	31.21%	31.11%	28.03%	33.69%	30.88%
箱包	17.76%	33.26%	37.19%	35.56%	31.34%	43.85%
合计	9.90%	-8.12%	-6.48%	-3.14%	-13.54%	-3.03%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：2021 年以来品牌服饰子行业归母净利润同比增速

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
大众服饰	59.20%	-61.68%	-51.26%	-34.39%	-99.36%	-5.80%
高端服饰	62.58%	-42.44%	-32.59%	-28.31%	-60.59%	-10.88%
童装	148.28%	-108.75%	-104.62%	-70.70%	-156.68%	-86.92%
家纺	4.79%	-29.27%	-25.96%	-12.46%	-50.01%	-19.88%
中高端男装	-5.74%	-36.82%	-27.93%	-43.81%	-17.20%	73.18%
鞋类	92.95%	-159.06%	-344.73%	-133.71%	-208.12%	-291.59%
内衣	-5.25%	-37.90%	-35.38%	-9.47%	-66.43%	-6.73%
户外	136.32%	71.14%	26.66%	37.60%	104.42%	-168.62%
箱包	131.03%	-48.83%	-53.84%	2.78%	-93.90%	-62.82%
合计	58.16%	-56.73%	-50.28%	-35.91%	-84.93%	-27.54%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 19：2021 年以来品牌服饰子行业毛利率及变化（PCT）

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9毛利率
大众服饰	2.52%	-1.15%	-1.65%	44.47%
高端服饰	2.81%	-0.94%	-0.72%	65.50%
童装	2.22%	-2.95%	-2.96%	41.06%
家纺	0.40%	-2.44%	-1.54%	42.87%
中高端男装	1.94%	-1.89%	-1.46%	55.95%
鞋类	-0.50%	-0.48%	0.17%	44.27%
内衣	1.09%	-2.16%	-1.48%	66.40%
户外	3.67%	-0.95%	-1.22%	36.98%
箱包	-1.90%	-5.25%	-6.13%	22.18%
合计	2.01%	-1.78%	-1.68%	48.99%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 20：2021 年以来品牌服饰子行业归母净利率及变化（PCT）

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9归母净利率
大众服饰	2.57%	-6.86%	-4.77%	5.57%
高端服饰	3.34%	-4.93%	-3.72%	9.21%
童装	4.15%	-10.60%	-8.25%	-0.42%
家纺	-1.10%	-2.99%	-2.51%	8.38%
中高端男装	-1.57%	-3.27%	-1.70%	5.05%
鞋类	4.59%	-6.20%	-6.84%	-5.02%
内衣	-1.49%	-5.26%	-3.85%	7.80%
户外	18.48%	1.76%	-0.17%	4.74%
箱包	3.86%	-6.04%	-6.38%	3.23%
合计	2.47%	-5.79%	-4.46%	5.06%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

详细分析子行业层面来看：

大众服饰：受疫情影响总体业绩承压，22Q3 已现边际改善

大众服饰前三季度受疫情影响相对较大，收入、归母净利润分别同比-9.58%、-51.26%，行业毛利率、归母净利率分别同比-1.65PCT、-4.77PCT。在行业收入下滑的背景下，由于部分费用相对刚性，前三季度行业期间费用率同比提升1.53PCT、主要为销售费用率提升，行业总体存货周转速度放缓、周转天数同比提升16天至262天。

从具体公司来看，单三季度表现方面，戎美股份、海澜之家复苏势头较为明显，22Q3 收入及利润端增速环比 Q2 均转正，其中戎美股份 22Q3 收入、归母净利润分别同比+72.17%、+74.19%，海澜之家分别同比+3.43%、+19.19%。其余公司中日播时尚、太平鸟 22Q3 销售端初现改善，日播时尚收入同比微增 0.36%、太平鸟同比-15.35%降幅收窄，二者利润端均仍有压力。

高端服饰：疫情反复下公司之间表现分化，22Q3 比音勒芬收入增速领先

由于前三季度国内高线城市存疫情反复，高端服饰公司亦受到影响。前三季度行业收入、归母净利润分别同比-5.36%、-32.59%，但收入和利润受损幅度小于大众服饰，毛利率、归母净利率分别同比-0.72PCT、-3.72PCT，期间费用率同比提升4.88PCT，行业总体存货周转速度放缓、周转天数同比提升21天至308天。

高端服饰公司之间表现分化，其中比音勒芬作为高端运动时尚代表业绩相对稳健、优于同业，前三季度收入、归母净利润分别同比+13.02%、+24.93%，22Q3 分别同比+20.10%、+30.42%，环比 Q2 均转为正增长。其余公司歌力思、锦泓集团 22Q3 收入增速环比转正、分别同比+0.25%、+0.50%，地素时尚、欣贺股份、安正时尚收入降幅环比收窄，朗姿股份收入增速环比转为下滑；利润端锦泓集团 22Q3 同比翻倍增长，其余公司除朗姿股份外利润端降幅均有收窄。

家纺：业绩降幅小于大众、高端服饰等子行业，疫情下经营韧性显现

家纺前三季度收入、归母净利润分别同比-3.81%、-25.96%，业绩降幅小于大众服饰、高端服饰等子行业，疫情下展现出经营韧性，毛利率、归母净利率分别同比-1.54PCT、-2.51PCT，期间费用率同比+2.24PCT，存货周转天数同比提升18天至205天。

分公司来看，单三季度水星家纺表现较为突出，收入增速环比 Q2 转正、同比+2.21%，归母净利润降幅亦有收窄；其余公司罗莱生活、富安娜、梦洁股份单三季度收入同比均为下滑、未有明显恢复，其中富安娜 22Q3 利润端同比+8.22%、环比转正，罗莱生活利润端降幅环比收窄，梦洁股份仍为亏损。

户外：后疫情时代露营热度高涨，前三季度业绩表现亮眼

受益于国内外露营热度高涨，户外子行业前三季度收入、归母净利润分别同比+31.11%、+26.66%，毛利率、归母净利率分别同比-1.22PCT、-0.17PCT。

户外子行业中牧高笛 22Q3 收入延续较快增长、利润端有所承压。前三季度牧高笛收入、归母净利润分别同比+59.96%、+82.35%，其中品牌业务收入同比实现152.02%的翻倍增长。22Q3 牧高笛收入亦延续较快增长、同比+55.98%，归母净利润同比-5.00%、转为下滑。

另外其他代表公司中，探路者、三夫户外 22Q3 收入增速均较 Q2 改善，探路者同比+13.89%增速略有加快、三夫户外同比+26.37%环比转正，但利润端单三季度二者均为亏损。

其他子行业：

箱包（开润股份）：前三季度收入、归母净利润分别同比+37.19%、-53.84%，22Q3 分别同比+43.85%、-62.82%，22Q3 收入端延续较快增长系 2B 代工业务

收入同比增长约 79% 贡献、2C 品牌经营业务同比仍为下滑，利润端受 2B 和 2C 毛利率下降等影响仍承压。

中高端男装：前三季度行业收入、归母净利润分别同比-3.68%、-27.93%。其中报喜鸟表现相对突出，22Q3 分别同比+4.49%、+13.84%、增速环比 Q2 均转正；九牧王、七匹狼 22Q3 收入端仍为下滑。

内衣：前三季度行业收入和归母净利润分别同比-3.51%、-35.38%。其中爱慕股份 22Q3 收入及归母净利润同比增速均较 Q2 转正，分别同比+2.46%、+498.25%；汇洁股份 22Q3 收入端降幅收窄、利润端仍有承压。

鞋类：前三季度行业收入、归母净利润分别同比-11.50%、-334.73%。22Q3 奥康国际收入同比增长 3.40%、较 Q2 提速，其余公司收入均有不同程度下滑；利润端，奥康国际、天创时尚、哈森股份均为亏损，红蜻蜓同比为两位数下滑。

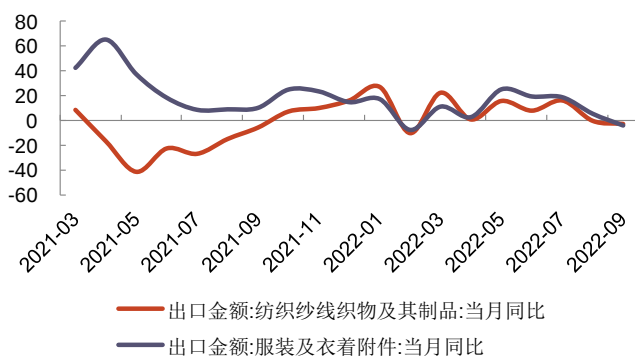
童装：前三季度行业收入、归母净利润分别同比-14.83%、-104.62%。童装龙头公司森马服饰 22Q3 收入、归母净利润分别同比-5.79%、-39.82%、环比 Q2 已现改善。

1.2、纺织制造行业

1.2.1、行业总览：前三季度收入、归母净利润同比+10%、+1%

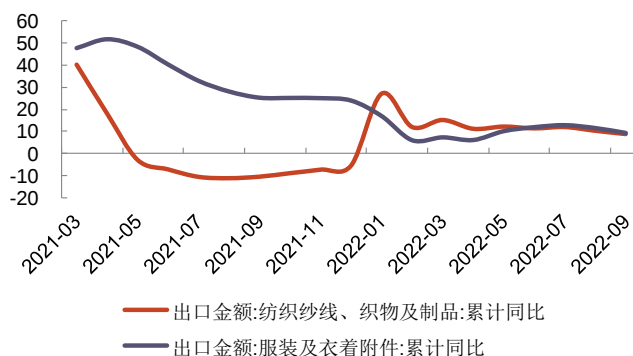
纺织服装出口势头出现回落。2022 年 1~7 月我国纺织制造出口额整体呈稳健增长趋势，8 月以来伴随着海外需求回落出口增速放缓，2022 年 1~9 月纺织品、服装出口额累计分别同比增长 8.70%、9.40%，其中 7~9 月纺织品出口额单月同比分别+16.20%、-0.20%、-2.70%，服装同比分别+18.50%、+5.10%、-4.40%，三季度出口表现逐月走弱。

图 21：2021 年 3 月~2022 年 9 月纺织服装出口额单月同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 22：2021 年 3 月~2022 年 9 月纺织服装出口额累计同比增速

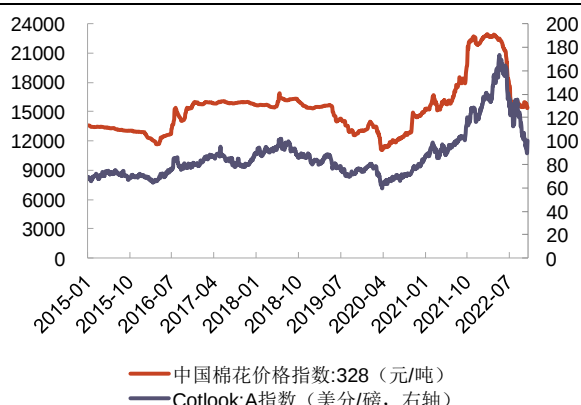


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

棉花价格方面，2022 年 1~5 月国内外棉价呈高位震荡趋势，其中国内棉价 328 价格指数最高达到 2 月 15 日的 2.30 万元/吨、国外 Cotlook A 价格指数最高达到 5 月 5 日的 173.45 美分/磅。6 月以来国内外棉价均有所回落，截至 2022 年 9 月 30 日国内棉价 328 价格指数、国外 Cotlook A 价格指数分别为 1.55 万元/吨、103.80 美分/磅，同比分别-18.85%、-7.45%，较年初分别-30.19%、-16.99%。

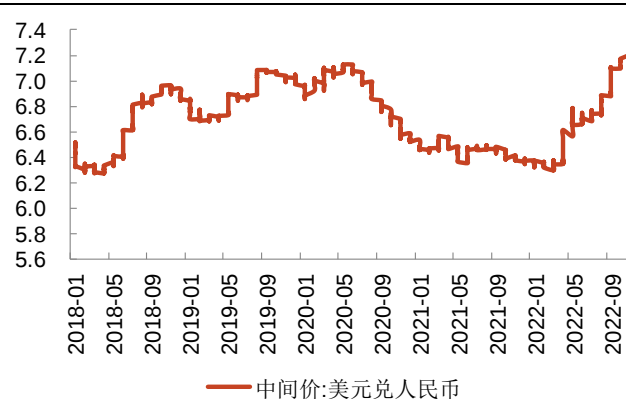
汇率方面，7 月以来人民币兑美元汇率呈贬值趋势，2022 年 9 月 30 日相较年初（1 月 4 日）人民币兑美元汇率贬值 11.29%、同比贬值 9.47%，进而利好纺织制造企业出口收入增加以及毛利率提升。

图 23：2015 年以来国内外棉花价格走势



注：统计时间截至 2022-11-02
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

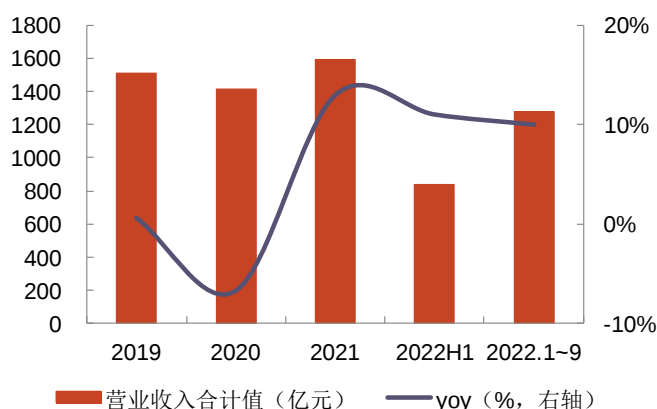
图 24：2018 年以来美元兑人民币中间价走势



注：统计日期截至 2022-11-03
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

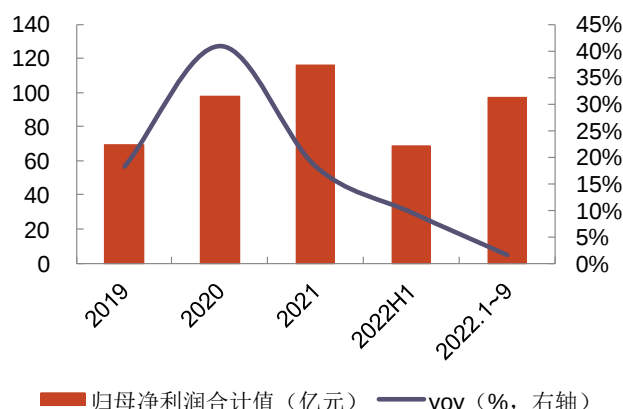
上市公司层面，我们统计了纺织制造行业分属于 10 个子行业的 A 股合计 53 家公司，2022 年前三季度纺织制造行业营业收入为 1277.09 亿元、同比增长 9.95%；归母净利润为 97.11 亿元、同比增长 1.46%。

图 25：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

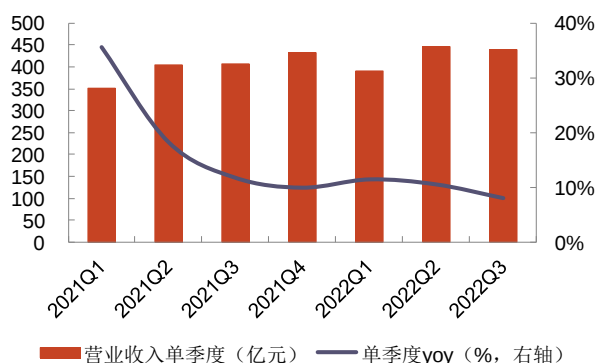
图 26：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

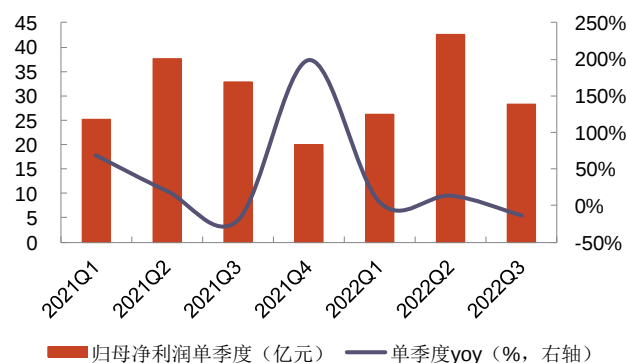
拆分季度之间的变化来看，2022Q1~Q3 行业收入分别同比+11.46%、+10.54%、+8.05%，归母净利润分别同比+3.87%、+13.19%、-13.89%，22Q3 环比 Q2 业绩增速放缓与外需走弱、疫情影响下内需不振有关。

图 27：2021Q1~2022Q3 单季度纺织制造行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

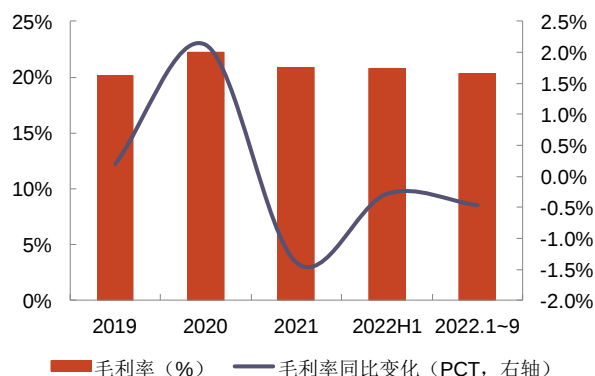
图 28：2021Q1~2022Q3 单季度纺织制造行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

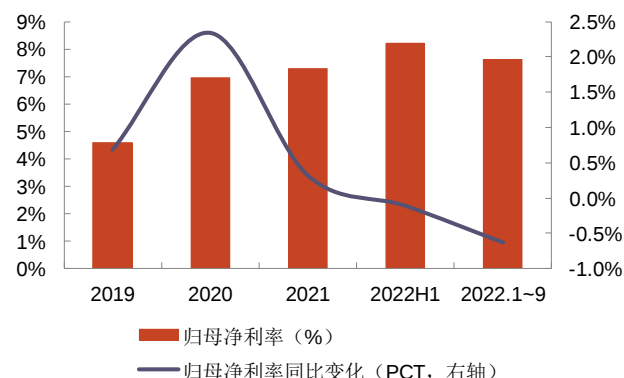
盈利能力方面，纺织制造行业前三季度毛利率、归母净利率同比均有所下降。前三季度纺织制造行业毛利率为 20.29%、同比下降 0.47PCT；归母净利率为 7.60%、同比下降 0.64PCT。

图 29：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业毛利率及变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 30：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业归母净利率及变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.2.2、子行业分析：前三季度丝麻织品、毛纺、产业用纺织品收入增速领先

从子行业体量上来看，棉纺织、服装制造收入占比较大，前三季度收入各占 33%、18%。其中棉纺织子行业包含华孚时尚、百隆东方、鲁泰等，合计收入增幅低于总体，且归母净利润呈现同比下滑；服装制造龙头华利集团前三季度收入、归母净利润分别同比+21.68%、+22.46%，22Q1~Q3 收入分别同比+11.39%、+28.55%、+23.33%，Q3 收入增速较 Q2 略有放缓、但仍保持了理想水平，归母净利润分别同比+12.40%、+27.99%、+25.07%。

从收入及利润端增速的绝对值水平来看，前三季度各子行业收入同比均实现不同程度的增长，其中丝麻织品、毛纺、产业用纺织品、服装制造增速领先，分别同比+16.35%、+16.10%、+15.85%、+14.98%；归母净利润端毛纺、其他制造、服装制造、辅料增速领先，分别同比+37.14%、+19.68%、+19.50%、+14.09%。单三季度棉纺织、印染、毛皮收入增速较 Q2 提升，其余子行业收入增速受内外需影响同比均有放缓、化纤转为同比下滑。

图 31：2021 年以来纺织制造子行业收入同比增速

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
棉纺织	13.92%	5.92%	4.65%	11.11%	1.38%	2.21%
服装制造	17.93%	16.74%	14.98%	10.26%	22.27%	11.92%
其他制造	7.61%	14.61%	10.81%	17.44%	12.20%	3.30%
产业用纺织品	-28.15%	12.54%	15.85%	-2.74%	30.57%	23.09%
印染	53.69%	2.67%	9.07%	3.99%	1.35%	20.41%
毛纺	23.31%	20.41%	16.10%	24.97%	17.32%	8.90%
丝麻织品	23.52%	19.13%	16.35%	21.63%	16.98%	11.35%
辅料	37.48%	18.90%	12.22%	29.92%	12.28%	1.27%
化纤	66.28%	16.10%	2.33%	35.01%	4.05%	-18.75%
毛皮	19.06%	-11.75%	8.11%	-8.80%	-13.33%	46.68%
合计	12.91%	10.97%	9.95%	11.46%	10.54%	8.05%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 32：2021 年以来纺织制造子行业归母净利润增速情况

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
棉纺织	154.33%	6.44%	-11.61%	8.76%	5.21%	-42.74%
服装制造	99.75%	22.37%	19.50%	11.37%	31.31%	14.57%
其他制造	2460.83%	19.68%	19.68%	19.82%	19.54%	19.67%
产业用纺织品	-67.53%	-4.60%	-7.82%	-37.71%	47.11%	-16.69%
印染	-1.02%	-19.45%	-11.56%	-2.91%	-30.04%	4.63%
毛纺	107.36%	86.64%	37.14%	166.72%	66.36%	-17.19%
丝麻织品	-50.35%	-27.36%	-43.56%	106.46%	-51.47%	-156.79%
辅料	-3.70%	20.79%	14.09%	37.12%	16.67%	4.25%
化纤	293.77%	-2.13%	-15.88%	16.10%	-12.94%	-46.61%
毛皮	186.21%	-69.27%	-68.53%	-100.04%	-64.50%	-67.17%
合计	18.07%	9.45%	1.46%	3.87%	13.19%	-13.89%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 33：2021 年以来纺织制造子行业毛利率及变化 (PCT)

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9毛利率
棉纺织	3.44%	2.02%	0.81%	15.37%
服装制造	1.79%	-1.90%	-1.64%	26.54%
其他制造	0.13%	-1.66%	-0.86%	14.59%
产业用纺织品	-14.40%	-3.22%	-1.19%	36.03%
印染	-4.64%	-0.85%	-1.33%	10.94%
毛纺	1.80%	0.00%	0.09%	23.69%
丝麻织品	-0.36%	-2.27%	-2.38%	14.63%
辅料	-1.29%	-0.14%	-0.95%	38.62%
化纤	3.29%	-2.94%	-2.92%	22.84%
毛皮	13.92%	-9.83%	-10.12%	16.43%
合计	-1.40%	-0.29%	-0.47%	20.29%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 34：2021 年以来纺织制造子行业归母净利率及变化 (PCT)

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9归母净利率
棉纺织	3.72%	0.03%	-1.04%	5.64%
服装制造	4.58%	0.59%	0.49%	12.84%
其他制造	2.38%	0.25%	0.42%	5.64%
产业用纺织品	-13.78%	-2.23%	-2.79%	10.87%
印染	-2.66%	-1.07%	-0.89%	3.82%
毛纺	3.06%	3.26%	1.28%	8.36%
丝麻织品	-3.67%	-1.62%	-1.57%	1.48%
辅料	-4.38%	0.20%	0.22%	13.39%
化纤	6.03%	-2.15%	-2.13%	9.84%
毛皮	22.10%	-7.81%	-8.66%	3.56%
合计	0.32%	-0.11%	-0.64%	7.60%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2、化妆品行业

2.1、行业总览：前三季度收入、归母净利润同比+9%、-30%

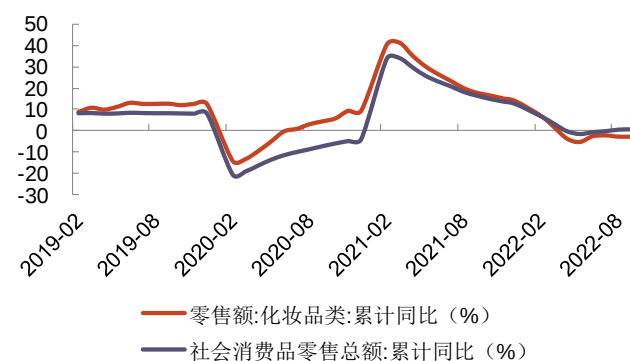
2022 年前三季度化妆品零售额受到疫情扰动，1~9 月累计同比下滑 2.70%。逐月来看，3~5 月在疫情影响下，线下物流发货受阻、消费者消费信心亦受到一定影响，化妆品零售额分别同比-6.30%、-22.30%、-11.00%；6~7 月随着疫情逐步受控，化妆品零售额同比增速亦有所改善，分别同比+8.10%、+0.70%；8~9 月进入销售淡季，化妆品销售额同比转为下滑，分别同比-6.40%、-3.10%。

图 35：2019 年 1 月~2022 年 9 月化妆品零售额单月同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

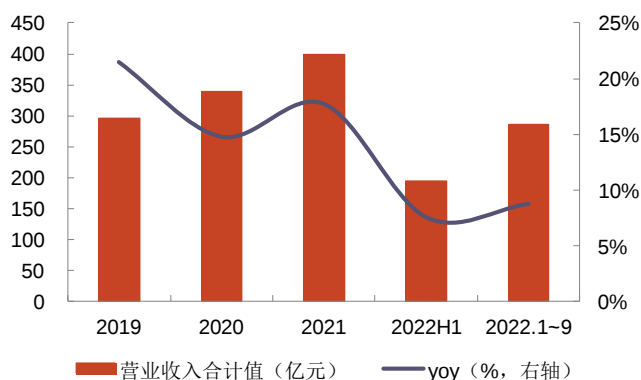
图 36：2019 年 1 月~2022 年 9 月化妆品零售额累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

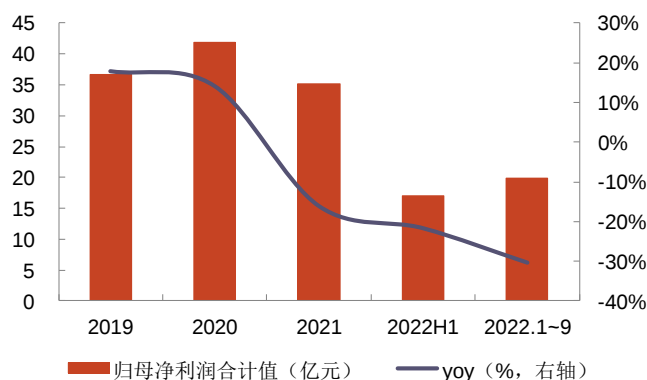
我们统计了化妆品行业分属于 4 个子行业的 12 家上市公司，2022 年前三季度化妆品行业营业收入为 287.11 亿元、同比增长 8.77%；归母净利润为 19.91 亿元、同比下滑 30.44%。前三季度在疫情背景下化妆品行业上市公司之间表现分化，品牌商贝泰妮、华熙生物、珀莱雅以及制造商科思股份业绩表现相对较优，收入和归母净利润同比均实现较快增长，而上海家化、丸美股份、壹网壹创、名臣健康、丽人丽妆等公司业绩均有承压。

图 37：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

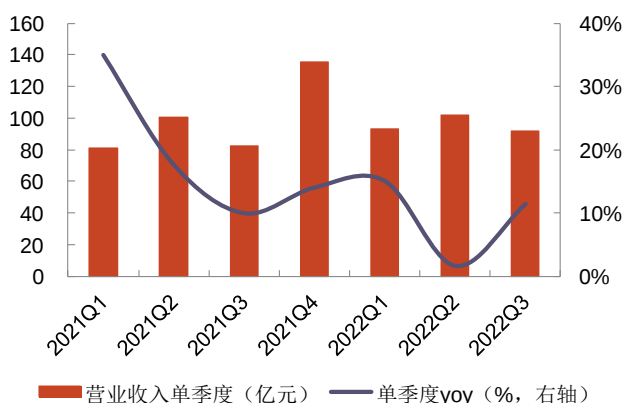
图 38：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

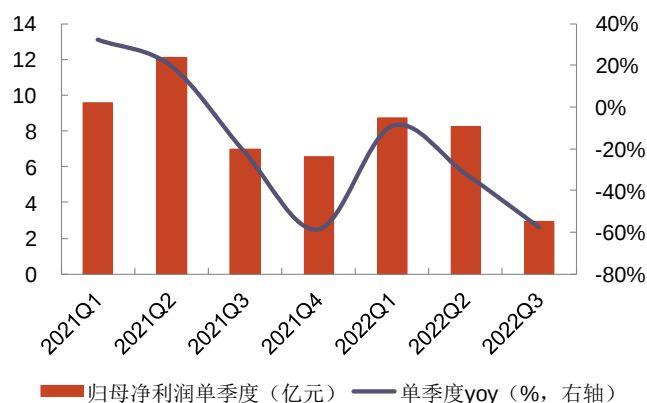
从单季度的表现来看，2022Q1~Q3 行业收入分别同比+15.03%、+1.59%、+11.40%，归母净利润分别同比-8.97%、-31.87%、-57.45%。单三季度行业收入同比增速加快，主要系随着疫情逐步受控，各公司生产及销售端转好贡献；归母净利润同比降幅有所扩大，主要系青松股份等公司出现亏损所致。

图 39：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 40：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2、子行业分析：前三季度美妆品牌商收入表现亮眼

从子行业体量上来看，收入体量从大到小依次为美妆品牌商、制造商公司、代运营公司、个护公司，前三季度收入占比分别为 73%、12%、11%、4%。其中美妆品牌商中包含珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化、水羊股份、丸美股份；制造商公司为青松股份、科思股份；代运营公司中包含丽人丽妆、壹网壹创；个护公司包含名臣健康和拉芳家化。

从收入及利润端增速的绝对值水平来看，前三季度仅美妆品牌商收入及利润端同比实现增长，分别同比+14.12%、+13.02%，其他子行业代运营公司、制造商公司以及个护公司收入和利润端同比均为下滑，收入端分别同比-0.50%、-3.61%、-11.25%；利润端压力更大，分别同比-274.88%、-76.73%、-76.13%。

单三季度收入端方面，美妆品牌商收入增速同比+12.18%、较 Q2 的 7.75%提速，制造商公司、代运营公司以及个护公司收入同比增速均转正，分别同比+16.77%、+4.05%、+3.37%；**利润端方面**，美妆品牌商归母净利润增速环比 Q2 转正、同比+26.59%，制造商公司以及代运营公司利润端降幅环比扩大，个护公司利润端增速环比转为下滑。

图 41：2021 年以来化妆品子行业营业收入增速情况

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
美妆品牌商	30.36%	15.04%	14.12%	24.20%	7.75%	12.18%
制造商公司	-1.84%	-7.56%	-0.50%	-1.26%	-12.94%	16.77%
代运营公司	-10.32%	-6.51%	-3.61%	0.34%	-11.43%	4.05%
个护公司	10.86%	-18.22%	-11.25%	-24.29%	-11.91%	3.37%
合计	17.72%	7.58%	8.77%	15.03%	1.59%	11.40%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 42：2021 年以来化妆品子行业归母净利润增速情况

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
美妆品牌商	24.25%	7.57%	13.02%	26.50%	-8.08%	26.59%
制造商公司	-224.76%	-104.36%	-274.88%	-102.28%	-106.63%	-965.44%
代运营公司	13.54%	-66.52%	-76.73%	-33.86%	-80.14%	-102.15%
个护公司	-7.61%	-52.02%	-76.13%	-101.16%	2.08%	-191.35%
合计	-16.15%	-21.75%	-30.44%	-8.97%	-31.87%	-57.45%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 43：2021 年以来化妆品子行业毛利率及变化（PCT）

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9毛利率
美妆品牌商	1.19%	1.35%	1.15%	66.84%
制造商公司	-11.04%	-9.70%	-4.28%	15.36%
代运营公司	0.32%	-10.27%	-12.92%	31.01%
个护公司	6.62%	-8.33%	-13.49%	38.44%
合计	1.83%	-0.27%	-0.68%	55.70%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 44：2021 年以来化妆品子行业归母净利率及变化（PCT）

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9归母净利率
美妆品牌商	-0.59%	-0.74%	-0.10%	10.67%
制造商公司	-29.09%	-11.56%	-18.64%	-11.88%
代运营公司	2.93%	-9.09%	-10.92%	3.48%
个护公司	-2.19%	-6.91%	-10.01%	3.68%
合计	-3.55%	-3.26%	-3.91%	6.94%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

详细分析子行业层面：

美妆品牌商：22Q3 行业淡季下，产品力突出的品牌商收入增速环比放缓

疫情扰动下美妆品牌商各公司之间前三季度业绩表现分化。部分产品力、品牌力突出的公司前三季度业绩增长亮眼，单三季度在行业淡季、疫情反复以及消费信心疲弱的背景下收入端增速环比二季度有所放缓，但部分公司盈利能力提升、经营效率进一步改善。其中贝泰妮前三季度收入、归母净利润分别同比+37.05%、+45.62%，22Q3 分别同比+20.65%、+35.49%，Q3 归母净利率同比提升 1.58PCT 至 14.46%；珀莱雅前三季度收入、归母净利润分别同比+31.53%、+35.96%，22Q3 分别同比+22.07%、+43.55%，虽收入端有所放缓但盈利能力提升明显、Q3 归母净利率同比提升 2.22PCT 至 14.85%；华熙生物前三季度收入、归母净利润分别同比+43.43%、+21.99%，22Q3 分别同比+28.76%、+4.86%，Q3 利润端受政府补助同比减少影响增速放缓。

其他品牌公司方面，上海家化前三季度收入、归母净利润分别同比-8.17%、-25.51%，主要系公司总部位于上海，二季度生产及销售端受疫情影响较大所致，22Q3 收入及利润端增速环比 Q2 均转正、现改善，分别同比+1.17%、+15.55%；丸美股份前三季度在主品牌转型期间以及疫情影响下收入、归母净利润分别同比+0.53%、-15.49%，22Q3 收入及利润端分别同比+23.72%、扭亏，较 Q2 改善；水羊股份前三季度收入、归母净利润分别同比+0.91%、-18.88%，22Q3 分别同比-4.38%、-37.37%，收入端降幅环比 Q2 已有收窄。

其他子行业：受疫情影响业绩均有不同程度下滑，22Q3 收入增速已现改善

制造商公司前三季度收入同比-0.50%、归母净利润同比转亏。其中化学防晒剂制造商科思股份业绩表现靓丽，前三季度收入、归母净利润分别同比+68.00%、+127.42%，22Q3 收入及利润端增速环比 Q2 进一步加快，分别同比+82.53%、+324.77%；青松股份前三季度收入同比-19.61%，22Q3 收入同比-3.71%、环比 Q2 降幅收窄，但 Q3 归母净利润大额亏损 4.99 亿元，主要系受疫情、行业监管政策以及宏观经济等不利因素叠加影响，子公司诺贝尔净利润表现不及预期，Q3 公司对其 4.53 亿元的商誉全部计提减值损失所致。

代运营公司前三季度收入、归母净利润分别同比-3.61%、-76.73%。其中壹网壹创和丽人丽妆 22Q3 收入端表现均有改善，壹网壹创收入同比+57.69%环比提速、丽人丽妆收入同比-16.15%降幅收窄，但二者利润端均仍有承压，Q3 壹网壹创利润同比降幅较 Q2 扩大、丽人丽妆亏损较 Q2 增加。

个护公司前三季度收入、归母净利润分别同比-11.25%、-76.13%。其中名臣健康 22Q3 收入同比+27.29%增长提速、归母净利润同比转亏；拉芳家化 22Q3 收入、归母净利润分别同比-12.38%、+72.42%、环比 Q2 收入及利润端表现均有改善。

3、投资策略

3.1、纺织服装行业

从三季报情况来看，**品牌服饰行业方面**：前三季度疫情背景下行业收入及利润端同比均为下滑，单三季度随着疫情逐步受控，行业收入及利润端同比降幅均已收窄。子行业中运动服饰表现出了较强的景气度和韧性、国产龙头品牌 Q3 流水增长环比 Q2 呈现修复和提速的态势，户外、箱包三季度收入延续较快增长，高端服饰、内衣三季度收入增速环比转正，其余子行业收入降幅已有收窄。**纺织制造行业方面**：前三季度行业收入及利润端实现稳健增长，Q3 收入增速较 Q2 有所放缓、归母净利润转为同比下滑，表明内外需不振已经开始体现；其中龙头公司华利集团业绩表现稳健，子行业中丝麻织品、毛纺、产业用纺织品收入增速领先。

下游品牌服饰方面，三季度零售端虽然较二季度环比略有改善、呈现弱复苏态势，但多数公司利润端仍有压力。四季度冬装销售旺季来临，期待在疫情防控得当的背景下行业销售进一步得到提振、盈利能力和库存亦得到改善。从双十一预售表现来看，部分龙头公司初步取得良好战果。我们继续从长期赛道和品牌力的角度，推荐估值回调到位、零售流水端 Q3 现改善且复苏幅度领先于服装行业总体、细分品类景气度持续相对较高、长期逻辑仍然明确的运动服饰龙头，包括**安踏体育、李宁、特步国际**，同时在其他服装家纺领域我们推荐高端运动时尚代表、线下销售占比高的标的**比音勒芬**、羽绒服细分赛道龙头**波司登**、头部格局长期稳定且自身增长稳健的家纺龙头**罗莱生活**等。

上游纺织制造方面，三季度在内外需不振影响下行业总体收入增速有所放缓，人民币汇率贬值带来一定利好。短期海外需求不确定性仍存，部分下游品牌客户存在去库存压力，但我们认为全球化布局的纺织制造细分行业龙头长期逻辑不会受到短期波动的干扰，其抗风险能力、对客户的议价能力和不可替代性进而业绩的稳健性仍将较为突出，且在环保、可持续发展、社会责任等相关软实力的投入优势将更加凸显，长期继续推荐品牌客户合作深入、海外产能布局完备、抗风险能力较强的**华利集团、申洲国际、伟星股份**。再者，从股息回报的角度，我们建议关注纺织服装行业高股息率、低估值的稳健型标的。

3.2、 化妆品行业

从三季报情况来看，化妆品行业前三季度收入同比实现增长、利润端同比下滑。子行业中前三季度仅美妆品牌商收入、归母净利润同比实现稳健增长，其余子行业同比均有下滑。单三季度美妆品牌商收入增速环比加快、利润增速环比转正，美妆品牌商公司之间亦表现分化，其中，珀莱雅、贝泰妮等展现了较强的品牌影响力和抗风险能力，前三季度利润端取得亮眼成绩；上海家化、丸美股份、水羊股份利润表现仍有压力，但单三季度收入端增速环比均现改善。

近日双十一开启，护肤品类中部分国产品牌表现亮眼。相比去年，期待具有大单品和品牌影响力的国货进一步在双十一大战中抢占市场份额、达到较好的销售和盈利目标。我们维持前期观点，继续推荐积极提升产品力、运营能力强、已形成多个大单品系列、经营质量向好、多品类及多品牌战略布局清晰的**珀莱雅**，业绩高增长、细分龙头地位稳固、积极拓展新品类和功效、并积极加大品牌投入提升影响力、多品牌布局发力的敏感肌护肤龙头**贝泰妮**，另外建议关注老牌国货集团中报业绩利空消化、短期期待下半年销售复苏、长期受益行业监管趋严和研发合规导向的**上海家化**。

4、 风险分析

宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响服装及化妆品产品的消费需求；

行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；

电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升，影响品牌商的盈利能力；

劳动力成本、能源成本持续上升影响纺织制造企业利润；

原材料棉花等价格或者人民币汇率大幅波动；

中美贸易争端的处理进展不及预期，国内外疫情不及预期影响正常生产开工或运输等。

附录

品牌服饰行业相关指标

图 45：2021 年以来品牌服饰子行业存货周转天数及变化

子行业名称	2021	2022H1	2022.1~9	2022.1~9 存货周转天数
大众服饰	-17	37	16	262
高端服饰	-22	28	21	308
童装	-2	88	64	227
家纺	-19	9	18	205
中高端男装	-10	19	12	265
鞋类	-24	6	10	188
内衣	-2	70	37	377
户外	-29	1	-10	230
箱包	-22	-6	-23	88
合计	-15	34	21	245

注：表格中第 2~4 列指存货周转天数同比变化情况；第 5 列指 2022.1~9 存货周转天数
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 46：2021 年以来品牌服饰子行业应收账款周转天数及变化

子行业名称	2021	2022H1	2022.1~9	2022.1~9 应收账款周转天数
大众服饰	-1	2	3	33
高端服饰	-4	2	1	34
童装	-5	14	10	54
家纺	-7	-1	-2	33
中高端男装	-2	4	4	45
鞋类	-10	6	7	101
内衣	-3	-1	0	23
户外	-30	2	4	79
箱包	-5	4	3	71
合计	-5	4	3	44

注：表格中第 2~4 列指应收账款周转天数同比变化情况；第 5 列指 2022.1~9 应收账款周转天数
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 2：2022 年前三季度品牌服饰子行业期间费用率变化 (PCT)

子行业名称	期间费用率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	财务费用率
大众服饰	1.53%	1.67%	-0.23%	0.28%	-0.19%
高端服饰	4.88%	3.89%	0.91%	0.43%	-0.35%
童装	6.43%	4.48%	0.99%	0.39%	0.56%
家纺	2.24%	2.08%	-0.22%	0.45%	-0.07%
中高端男装	-1.47%	-0.28%	-0.44%	0.27%	-1.02%
鞋类	7.28%	5.96%	0.89%	0.32%	0.11%
内衣	2.09%	1.70%	-0.07%	0.56%	-0.10%
户外	-2.32%	-2.09%	0.75%	-0.24%	-0.74%
箱包	-6.68%	-4.87%	0.70%	-1.41%	-1.09%
合计	2.68%	2.24%	0.29%	0.33%	-0.18%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

纺织制造行业相关指标

图 47：2021 年以来纺织制造子行业存货周转天数及变化

子行业名称	2021	2022H1	2022.1~9	2022.1~9 存货周转天数
棉纺织	-3	28	18	148
服装制造	-10	-2	-2	84
其他制造	-2	4	9	115
产业用纺织品	23	8	6	94
印染	-36	5	-1	70
毛纺	-17	-18	-13	197
丝麻织品	-16	-15	-15	87
辅料	-8	9	1	90
化纤	-39	3	32	162
毛皮	5	79	5	259
合计	-7	10	7	121

注：表格中第 2~4 列指存货周转天数同比变化情况；第 5 列指 2022.1~9 存货周转天数
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 48：2021 年以来纺织制造子行业应收账款周转天数及变化

子行业名称	2021	2022H1	2022.1~9	2022.1~9 应收账款周转天数
棉纺织	-2	2	-1	34
服装制造	-6	3	-1	50
其他制造	-12	-7	3	75
产业用纺织品	24	-1	-3	57
印染	-5	4	2	20
毛纺	-23	-27	-22	82
丝麻织品	-10	2	-2	49
辅料	-15	-1	-1	49
化纤	-18	1	-3	56
毛皮	-11	18	13	64
合计	-4	0	-1	48

注：表格中第 2~4 列指应收账款周转天数同比变化情况；第 5 列指 2022.1~9 应收账款周转天数
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

化妆品行业相关指标

图 49：2021 年以来化妆品子行业存货周转天数及变化

子行业名称	2021	2022H1	2022.1~9	2022.1~9 存货周转天数
美妆品牌商	-14	14	14	152
制造商公司	-1	18	3	124
代运营公司	54	45	45	191
个护公司	-12	0	-22	123
合计	3	19	15	151

注：表格中第 2~4 列指存货周转天数同比变化情况；第 5 列指 2022.1~9 存货周转天数
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 50：2021 年以来化妆品子行业应收账款周转天数及变化

子行业名称	2021	2022H1	2022.1~9	2022.1~9 应收账款周转天数
美妆品牌商	-7	-2	-1	31
制造商公司	5	4	6	70
代运营公司	9	10	7	35
个护公司	16	19	11	79
合计	-2	0	0	38

注：表格中第 2~4 列指应收账款周转天数同比变化情况；第 5 列指 2022.1~9 应收账款周转天数
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 3：2022 年前三季度化妆品子行业期间费用率变化（PCT）

子行业名称	期间费用率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	财务费用率
美妆品牌商	-0.43%	-0.34%	-0.31%	0.65%	-0.43%
代运营公司	0.24%	-0.23%	0.99%	0.68%	-1.20%
制造商公司	-1.65%	-2.40%	1.08%	0.26%	-0.59%
个护公司	-4.37%	-6.28%	1.02%	1.45%	-0.56%
合计	0.31%	0.12%	0.11%	0.62%	-0.54%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

样本公司列表

表 4：品牌服饰行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司	行业	代码	公司
大众服饰	603196.SH	日播时尚	高端服饰	003016.SZ	欣贺股份	中高端男装	601566.SH	九牧王
	600400.SH	红豆股份		002832.SZ	比音勒芬		002029.SZ	七匹狼
	002269.SZ	美邦服饰		603808.SH	歌力思		002154.SZ	报喜鸟
	603877.SH	太平鸟		603587.SH	地素时尚	家纺	002397.SZ	梦洁股份
	600398.SH	海澜之家		002612.SZ	朗姿股份		002327.SZ	富安娜
	301088.SZ	戎美股份		603518.SH	锦泓集团		603365.SH	水星家纺
户外	002780.SZ	三夫户外	童装	603839.SH	安正时尚		002293.SZ	罗莱生活
	603908.SH	牧高笛		002762.SZ	金发拉比	鞋类	603958.SH	哈森股份
	300005.SZ	探路者		603557.SH	ST 起步		603608.SH	天创时尚
内衣	002763.SZ	汇洁股份		002875.SZ	安奈儿		603116.SH	红蜻蜓
	603511.SH	爱慕股份		002563.SZ	森马服饰		603001.SH	奥康国际
箱包	300577.SZ	开润股份						

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 5：纺织制造行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司	行业	代码	公司	行业	代码	公司
服装制造	300840.SZ	酷特智能	产业用纺织品	000955.SZ	欣龙控股	棉纺织	000850.SZ	华茂股份	其他制造	605180.SH	华生科技
	600107.SH	美尔雅		002516.SZ	旷达科技		002394.SZ	联发股份		002144.SZ	宏达高科
	002687.SZ	乔治白		300658.SZ	延江股份		002083.SZ	孚日股份		605080.SH	浙江自然
	600630.SH	龙头股份		603238.SH	诺邦股份		000726.SZ	鲁泰 A		300993.SZ	玉马遮阳
	002486.SZ	嘉麟杰		300888.SZ	稳健医疗		002087.SZ	新野纺织		003041.SZ	真爱美家
	002634.SZ	棒杰股份		300877.SZ	金春股份		601339.SH	百隆东方		600137.SH	浪莎股份
	603558.SH	健盛集团	丝麻织品	600156.SH	华升股份		002042.SZ	华孚时尚		605003.SH	众望布艺
	300979.SZ	华利集团		600232.SH	金鹰股份		600493.SH	凤竹纺织		300901.SZ	中胤时尚
	001234.SZ	泰慕士		002404.SZ	嘉欣丝绸		605138.SH	盛泰集团			
印染	605055.SH	迎丰股份	毛纺	301066.SZ	万事利	辅料	002098.SZ	浔兴股份			
	600448.SH	华纺股份		300918.SZ	南山智尚	毛皮	002003.SZ	伟星股份			
	600987.SH	航民股份		000982.SZ	中银绒业		002674.SZ	兴业科技			
化纤	603055.SH	台华新材		002193.SZ	如意集团	其他制造	603665.SH	康隆达			
	300819.SZ	聚杰微纤		600220.SH	江苏阳光		601718.SH	际华集团			
毛皮	002494.SZ	华斯股份		603889.SH	新澳股份		300591.SZ	万里马			

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 6：化妆品行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
美妆品牌商	688363.SH	华熙生物	代运营公司	605136.SH	丽人丽妆
	300957.SZ	贝泰妮		300792.SZ	壹网壹创
	603983.SH	丸美股份	个护公司	002919.SZ	名臣健康
	300740.SZ	水羊股份		603630.SH	拉芳家化
	603605.SH	珀莱雅	制造商公司	300132.SZ	青松股份
	600315.SH	上海家化		300856.SZ	科思股份

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE