

## 疫情拖累恢复进程，压力之下上游仍具高确定性

2022 年 11 月 06 日

► **纺织服装板块整体回顾：**1) 社零：7-8 月疫情缓解提供更多消费场景，9 月区域性疫情打断恢复进程。由于 7-8 月疫情形势好转明显，先前由于封控被抑制的需求得以释放，7-8 月社零数据同比转好；但 9 月发生在四川、深圳等地的区域性疫情再次打断了恢复进程，倚重线下渠道的鞋服纺织品销售受到明显影响，2022 年 7-9 月社零同比增速分别为+0.80%/+5.10%/-0.50%。2) 行业收入/业绩：疫情反复对行业盈利能力恢复造成一定阻碍。我们选取申万纺服行业标的作为纺服板块研究对象，整体来看，疫情压力下行业公司总营收保持正增长，但净利润出现明显下滑，且下滑幅度较 2022H1 有一定加深，2022 年 Q1-Q3 纺织服饰板块整体收入 2416.16 亿元/yoy+4.0%；归母净利润 137.48 亿元/yoy-17.9%。3) 板块内部表现分化：2022 年 Q1-Q3 户外、纺织制造赛道持续领跑行业，上游较下游更具稳定性。2022 年 Q1-Q3 归母净利润增速：户外 (yoy+24%) > 纺织制造 (yoy+20%) > 家纺 (yoy-10%) > 男装 (yoy-13%) > 女装 (yoy-55%)。22Q3 归母净利润增速：男装 (yoy+29%) > 纺织制造 (yoy+15%) > 家纺 (yoy-10%) > 户外 (yoy-48%) > 女装 (yoy-52%)。

► **下游品牌板块：户外&运动品牌持续领跑行业。**1) 运动品牌：具备增长韧性，运动童装潜力充足：①主品牌流水：22Q3 安踏/FILA/李宁/特步/361 度品牌流水分别增长中单位数/10-20%低段/10-20%中段/20%-25%/中双位数。②运动童装流水：22Q3 安踏儿童/FILA KIDS/李宁 YOUNG/特步儿童/361 度儿童分别增长高单位数/双位数/50%+/50%+/20-25%，在消费环境偏弱的背景下依然保持较高增长。2) 户外运动：夏季极端天气略影响终端消费，但行业长期增长潜力充足。2022Q1-Q3 年户外领军公司整体收入为 33.78 亿元，同比增 23.22%；整体归母净利润为 2.95 亿元，yoy+23.96%。3) 家纺板块：业绩跌幅收窄，疫情回稳后 Q4 拐点可期。2022 Q1-Q3 年家纺板块公司收入 81.98 亿元，yoy-2.91%；实现归母净利润 9.02 亿元，yoy-14.78%。4) 男女装：Q3 男装利润增速回正，女装修复程度尚不足，主要受毛利率下滑及费用率上升影响。

► **纺织制造板块：需求端：**受海外市场需求下行等因素影响，纺服产品 9 月出口同比、环比增速下降，但 2022Q1-Q3 累计出口量同比仍为正增长，随 Q4 消费旺季到来，环比或将得以改善。**原材料端：**国内外棉价双走低，内外棉价倒挂局面延续，但价差逐渐缩小。外部环境压力下，布局海外产能龙头公司在稳定产能扩张、多元客户储备等因素推动下，依然具备增长确定性。

► **投资建议：**1) 推荐具备高客户粘性、收入增长将有望迎来边际改善的高尔夫休闲男装龙头**比音勒芬**；推荐即将进入产品销售旺季的国内羽绒服龙头**波司登**；2) 推荐下半年受益于“人民币贬值+产能释放+疫情好转”三重利好的上游服装辅料生产商**伟星股份**、运动鞋代工公司**华利集团**；3) 推荐受益于户外精致露营风潮兴起的“帐篷代工+品牌”双轮驱动的优质标的**牧高笛**；4) 推荐消费韧性强、高分红属性显著的家纺板块优质标的**罗莱生活**。

► **风险提示：**下游消费需求疲软；原材料价格大幅波动；国内疫情反复。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码        | 简称   | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | 评级 |
|-----------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
|           |      |           | 2021A   | 2022E | 2023E | 2021A  | 2022E | 2023E |    |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 23.86     | 1.09    | 1.41  | 1.77  | 22     | 17    | 13    | 推荐 |
| 3998.HK   | 波司登  | 3.39      | 0.19    | 0.22  | 0.26  | 18     | 15    | 13    | 推荐 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 9.86      | 0.43    | 0.55  | 0.65  | 23     | 18    | 15    | 推荐 |
| 300979.SZ | 华利集团 | 47.15     | 2.37    | 2.80  | 3.24  | 20     | 17    | 15    | 推荐 |
| 603908.SH | 牧高笛  | 61.29     | 1.18    | 2.09  | 3.37  | 52     | 29    | 18    | 推荐 |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 9.69      | 0.85    | 0.82  | 0.94  | 11     | 12    | 10    | 推荐 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价；港币汇率为 0.93)

## 推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 辛泽熙

执业证书：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

## 相关研究

1. 纺服周观点：安踏李宁波司登霸榜“双十一”，海口国际免税城开业带动全岛销售-2022/11/01
2. 纺服周观点：海口国际免税城开业在即，M AIA ACTIVE 首家旗舰店落地上海新天地-2022/10/17
3. 纺服周观点：纺织服装行业 22Q3 业绩前瞻：疫情缓解寒露将至，纺服板块业绩边际好转可期-2022/10/05
4. 纺服周观点：中国香港防疫措施调整，On 昂跑加速布局中国市场-2022/09/25
5. 纺服周观点：中秋时节露营热度依旧，龙头运动品牌持续加码研发-2022/09/19

# 目录

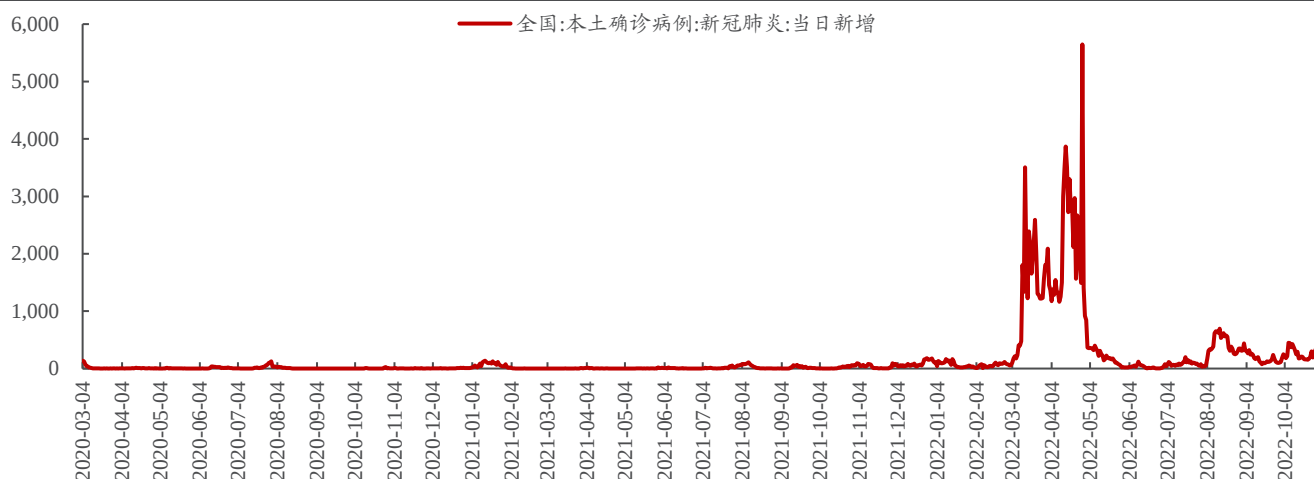
|                                                 |           |
|-------------------------------------------------|-----------|
| <b>1 纺织服装板块：9 月疫情扰动下游品牌，上游制造具备较高确定性</b>         | <b>3</b>  |
| 1.1 7-8 月消费向好，9 月打断恢复进程                         | 3         |
| 1.2 疫情反复对行业盈利能力恢复造成一定阻碍                         | 4         |
| <b>2 服饰品牌：板块表现分化，细分赛道增速可观</b>                   | <b>6</b>  |
| 2.1 运动品牌：品牌具备增长韧性，运动童装潜力充足                      | 6         |
| 2.2 户外运动：夏季极端天气略影响终端消费，行业长期增长潜力仍具               | 7         |
| 2.3 家纺板块：业绩跌幅收窄，疫情回稳后 Q4 拐点可期                   | 13        |
| 2.4 男女装：Q3 男装利润增速回正，女装修复程度尚不足                   | 15        |
| <b>3 纺织制造：外因短期扰动市场，静待下游需求复苏</b>                 | <b>26</b> |
| 3.1 板块表现：Q3 原材料价格小幅波动后继续走低，内外棉价差倒挂局面延续，纺织产品出口承压 | 26        |
| 3.2 标的：业绩表现略有分化，龙头公司韧性彰显                        | 28        |
| <b>4 投资建议</b>                                   | <b>37</b> |
| 4.1 行业投资建议                                      | 37        |
| <b>5 风险提示</b>                                   | <b>38</b> |
| <b>插图目录</b>                                     | <b>39</b> |
| <b>表格目录</b>                                     | <b>40</b> |

# 1 纺织服装板块：9 月疫情扰动下游品牌，上游制造具备较高确定性

## 1.1 7-8 月消费向好，9 月打断恢复进程

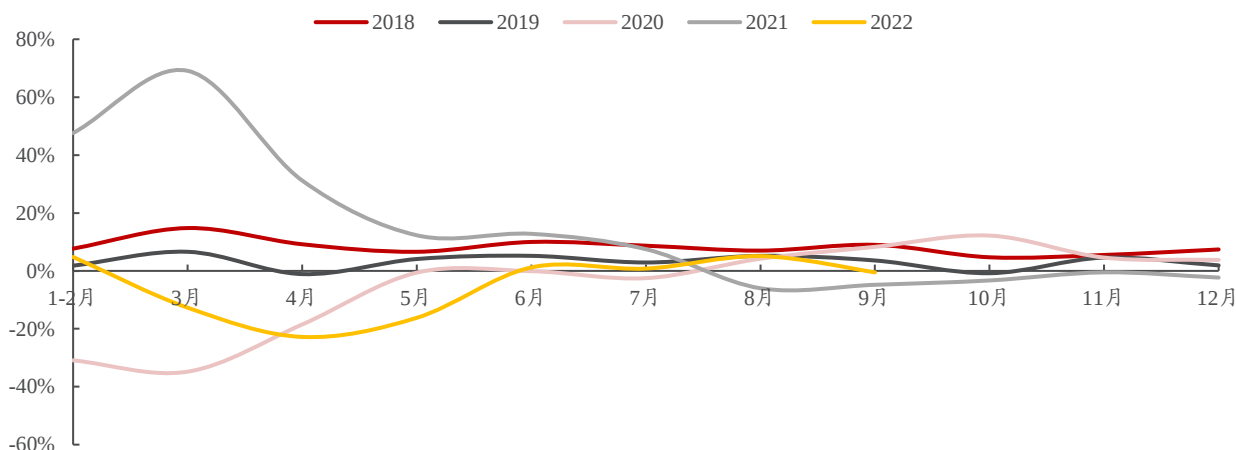
7-8 月疫情缓解提供更多消费场景，9 月区域性疫情打断恢复进程。由于 7-8 月疫情形势好转明显，先前由于封控被抑制的需求得以释放，7-8 月社零数据同比转好；但 9 月发生在四川、深圳等地的区域性疫情再次打断了恢复进程，倚重线下渠道的鞋服纺织品销售受到明显影响，2022 年 7-9 月社零同比增速分别为 +0.80%/+5.10%/-0.50%

图1：2022 年 Q3 仍有区域性疫情反复（单位：人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2018-2022 年服装鞋帽针纺织品类社零当月同比数据：7-8 月数据向好，9 月疫情影响依然明显

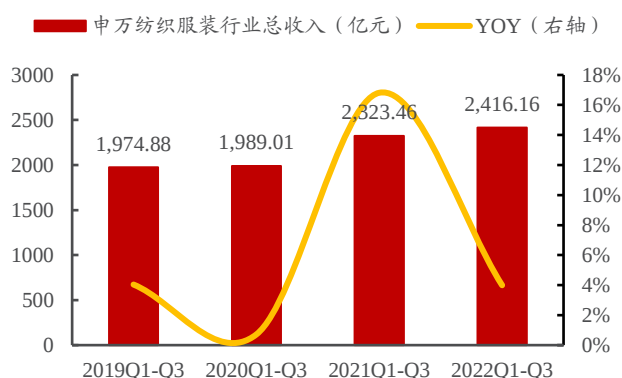


资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 疫情反复对行业盈利能力恢复造成一定阻碍

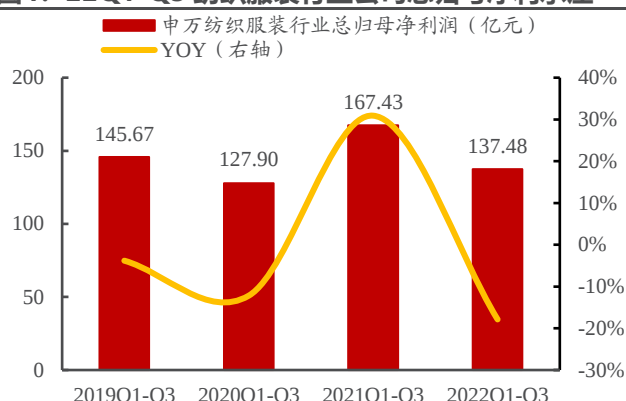
疫情压力下, 纺织服装行业公司总收入依然保持增长。我们选取申万纺服行业标的作为纺服板块研究对象, 整体来看, 疫情压力下行业公司总营收保持正增长, 但净利润出现明显下滑, 2022 年 Q1-Q3 纺织服饰板块整体收入 2416.16 亿元/yoy+4.0%, 整体归母净利润 137.48 亿元/yoy-17.9%, 降幅较 2022 年 H1 (-12.3%) 有一定幅度加深。

图3: 22Q1-Q3 纺织服装行业公司总收入同比略增



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 22Q1-Q3 纺织服装行业公司总归母净利承压



资料来源: wind, 民生证券研究院

我们选取纺服子板块中的龙头公司进行分析, 板块表现分化明显:

**2022 年 Q1-Q3 户外赛道持续领跑行业, 纺织制造较下游品牌更具稳定性。**

① 2022 年 Q1-Q3 营收增速: 户外 (yoy+34%) > 纺织制造 (yoy+21%) > 家纺 (yoy-3%) > 男装 (yoy-3%) > 女装 (yoy-13%);

② 2022 年 Q1-Q3 归母净利润增速: 户外 (yoy+24%) > 纺织制造 (yoy+20%) > 家纺 (yoy-10%) > 男装 (yoy-13%) > 女装 (yoy-55%)。

**2022 年 Q3 收入端户外、纺织制造持续靓丽, 男装公司净利润明显恢复**

① 2022Q3 收入增速: 户外 (yoy+28%) > 纺织制造 (yoy+17%) > 男装 (yoy+2%) > 家纺 (yoy-5%) > 女装 (yoy-12%);

② 2022Q3 归母净利润增速: 男装 (yoy+29%) > 纺织制造 (yoy+15%) > 家纺 (yoy-10%) > 户外 (yoy-48%) > 女装 (yoy-52%)。

**表1：2022Q1-Q3/2022Q3 纺织服装上市公司营收及归母净利润数据**

| 板块       | 股票代码      | 公司   | 2022 年 Q1-Q3  |             | 2022 年 Q1-Q3  |             | 2022Q3       |             | 2022Q3        |             |
|----------|-----------|------|---------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|
|          |           |      | 收入<br>(亿元)    | YoY         | 归母净利润<br>(亿元) | YoY         | 收入<br>(亿元)   | YOY         | 归母净利润<br>(亿元) | YOY         |
| 女装       | 603877.SH | 太平鸟  | 62.23         | -16%        | 1.53          | -72%        | 20.27        | -15%        | 0.19          | -87%        |
|          | 603808.SH | 歌力思  | 17.46         | 4%          | 0.82          | -67%        | 5.75         | 0%          | 0.31          | -46%        |
|          | 603587.SH | 地素时尚 | 17.19         | -15%        | 3.75          | -32%        | 6.18         | -8%         | 1.24          | -25%        |
|          | 合计        |      | <b>96.88</b>  | <b>-13%</b> | <b>6.10</b>   | <b>-55%</b> | <b>32.20</b> | <b>-12%</b> | <b>1.74</b>   | <b>-52%</b> |
| 男装       | 002832.SZ | 比音勒芬 | 22.25         | 13%         | 5.73          | 25%         | 9.12         | 20%         | 2.79          | 30%         |
|          | 600398.SH | 海澜之家 | 136.75        | -3%         | 17.49         | -15%        | 41.59        | 3%          | 4.74          | 19%         |
|          | 002029.SZ | 七匹狼  | 22.62         | -5%         | 0.97          | 10%         | 8.14         | -3%         | 0.07          | 16%         |
|          | 601566.SH | 九牧王  | 19.51         | -10%        | -1.15         | -320%       | 6.64         | -14%        | -0.55         | 21%         |
|          | 合计        |      | <b>201.14</b> | <b>-3%</b>  | <b>23.05</b>  | <b>-13%</b> | <b>65.49</b> | <b>2%</b>   | <b>7.04</b>   | <b>29%</b>  |
| 户外       | 603908.SH | 牧高笛  | 11.58         | 60%         | 1.30          | 82%         | 2.91         | 56%         | 0.17          | -5%         |
|          | 605080.SH | 浙江自然 | 8.03          | 21%         | 1.99          | 9%          | 1.68         | -1%         | 0.25          | -45%        |
|          | 002780.SZ | 三夫户外 | 3.61          | 4%          | -0.34         | -111%       | 1.24         | 26%         | -0.18         | -4%         |
|          | 合计        |      | <b>23.22</b>  | <b>34%</b>  | <b>2.95</b>   | <b>24%</b>  | <b>5.82</b>  | <b>28%</b>  | <b>0.24</b>   | <b>-48%</b> |
| 家纺       | 002293.SZ | 罗莱生活 | 37.18         | -7%         | 3.92          | -20%        | 13.36        | -9%         | 1.69          | -19%        |
|          | 002327.SZ | 富安娜  | 19.82         | 0%          | 3.28          | 3%          | 6.47         | -5%         | 1.16          | 8%          |
|          | 603365.SH | 水星家纺 | 24.98         | 2%          | 1.83          | -27%        | 8.55         | 2%          | 0.76          | -12%        |
|          | 合计        |      | <b>81.98</b>  | <b>-3%</b>  | <b>9.02</b>   | <b>-15%</b> | <b>28.38</b> | <b>-5%</b>  | <b>3.61</b>   | <b>-10%</b> |
| 纺织<br>制造 | 002003.SZ | 伟星股份 | 28.18         | 19%         | 5.20          | 30%         | 9.90         | 11%         | 2.08          | 28%         |
|          | 300979.SZ | 华利集团 | 153.74        | 22%         | 24.46         | 22%         | 54.75        | 23%         | 8.84          | 25%         |
|          | 603558.SH | 健盛集团 | 18.17         | 19%         | 2.69          | 48%         | 5.63         | -8%         | 0.80          | 10%         |
|          | 300577.SZ | 开润股份 | 21.60         | 37%         | 0.70          | -54%        | 8.41         | 44%         | 0.20          | -63%        |
|          | 2313.HK   | 申洲国际 | 0.00          | 0%          | 0.00          | 0%          | -            | -           | -             | -           |
|          | 605189.SH | 富春染织 | 16.17         | 7%          | 1.40          | -14%        | 5.75         | -2%         | 0.20          | -66%        |
|          | 603889.SH | 新澳股份 | 31.25         | 16%         | 3.38          | 32%         | 10.05        | 6%          | 0.95          | 14%         |
|          | 合计        |      | <b>269.12</b> | <b>21%</b>  | <b>37.82</b>  | <b>20%</b>  | <b>94.49</b> | <b>17%</b>  | <b>13.08</b>  | <b>15%</b>  |

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 服饰品牌：板块表现分化，细分赛道增速可观

### 2.1 运动品牌：品牌具备增长韧性，运动童装潜力充足

各运动品牌 Q3 流水均有不同程度增长，童装/电商渠道增速优异。

1) 安踏体育：22Q3 安踏品牌/FILA/其他品牌流水分别实现同比中单位数、10-20%低段、40-45%增长。安踏品牌中，安踏大货/儿童/电商分别同比增长中单位数/高单位数/高单位数；FILA 品牌中，FILA 大货/儿童/FUSION 分别同比增长中单位数/双位数/双位数；其他品牌中：迪桑特同比增长 35%+、可隆体育同比增长 55%+。

2) 李宁：22Q3 李宁 (不含李宁 young) 全渠道流水同比增长 10-20%中段，其中直营渠道/批发渠道/电商渠道分别同比增长 20-30%低段/10-20%低段/20-30%中段。22Q3 李宁 young 流水同增 50%+，预计未来童装生意占比将提升至 10%。

3) 特步国际：22Q3 特步主品牌全渠道零售流水同比增长 20%-25%，其中：主品牌电商/童装流水分别同比增长 30%+/50%+。

4) 361 度：22Q3 361 度主品牌/童装/电商平台分别同比增长中双位数/20-25%/约 45%。

各品牌童装增速跑赢主品牌，赛道潜力明确。2022 年 Q3 安踏儿童/FILA KIDS/李宁 YOUNG/特步儿童/361 度儿童分别同比增长高单位数/双位数/50%+/50%+/20-25%，在外部消费环境偏弱的背景下依然保持较高增长，可见童装赛道的潜力较为可观。

表2：各品牌 Q3 流水同比增长情况

| 品牌/渠道       | 流水增速     | 品牌/渠道         | 流水增速     | 品牌/渠道 | 流水增速   | 品牌/渠道    | 流水增速   |
|-------------|----------|---------------|----------|-------|--------|----------|--------|
| 安踏品牌        | 中单位数     | 李宁 (不含 YOUNG) | 10-20%   | 特步主品牌 | 20-25% | 361 度主品牌 | 中双位数   |
| 安踏大货        | 中单位数     | 李宁 YOUNG      | 50%+     | 特步儿童  | 50%+   | 361 度儿童  | 20-25% |
| 安踏儿童        | 高单位数     | 电商            | 20-30%中段 | 主品牌电商 | 30%+   | 主品牌电商    | 约 45%  |
| 安踏电商        | 高单位数     | 直营            | 20-30%低段 | -     | -      | -        | -      |
| FILA 品牌     | 10-20%低段 | 批发            | 10-20%低段 | -     | -      | -        | -      |
| FILA 大货     | 中单位数     | -             | -        | -     | -      | -        | -      |
| FILA Kids   | 双位数      | -             | -        | -     | -      | -        | -      |
| FILA FUSION | 双位数      | -             | -        | -     | -      | -        | -      |
| 其他品牌        | 40-45%   | -             | -        | -     | -      | -        | -      |
| 迪桑特         | 35%+     | -             | -        | -     | -      | -        | -      |
| 可隆体育        | 55%+     | -             | -        | -     | -      | -        | -      |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

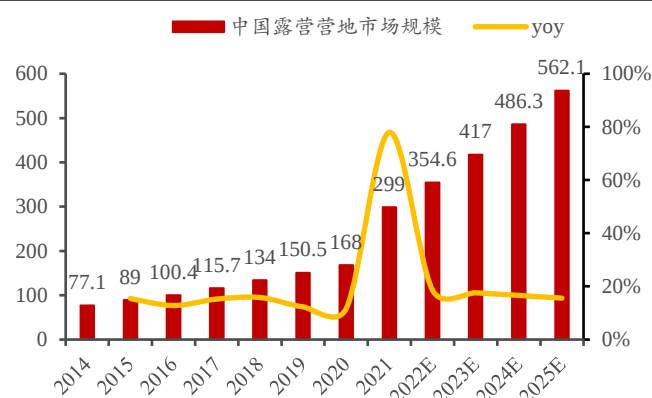
## 2.2 户外运动：夏季极端天气略影响终端消费，行业长期增长潜力仍具

### 2.2.1 板块表现

2020 年前露营市场规模稳步提升，预计未来疫情好转后进入发展快车道。

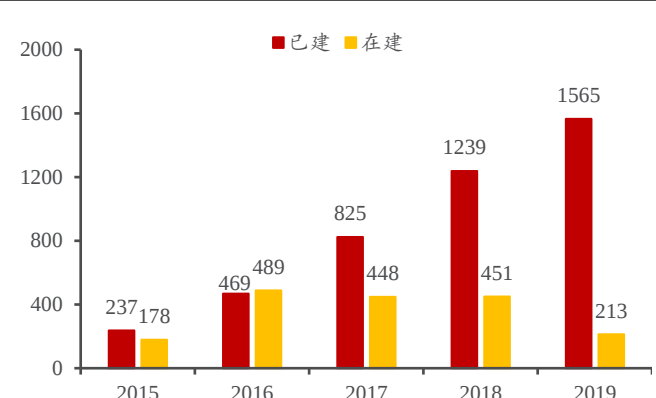
2019 年露营地市场规模超 150 亿元，2020 年同比增速相对放缓，预计未来疫情好转后行业将以更快速度扩容。根据艾媒咨询的数据，2014-2020 年间中国露营地市场由 77.1 亿元增长至 168.0 亿元，6 年间 CAGR 约为 13.86%。根据艾媒咨询的预测，2021 年中国露营地市场规模约为 299.0 亿元/YoY+77.98%，到 2025 年预计可达 562.1 亿元，预计未来 4 年间 CAGR 约为 17.09%。

图5：中国露营地市场规模持续高增（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图6：我国汽车房车露营地数量情况（单位：家）



资料来源：露营天下，民生证券研究院

2022Q1-Q3 户外板块收入、归母净利润增速均有不同程度放缓，但长期增长

逻辑依旧具备。2022Q1-Q3 年户外领军公司整体收入为 33.78 亿元，yoy+23.22%；归母净利润为 2.95 亿元，yoy+23.96%，整体表现向好。

2022Q3 受国内高温天气+外需走弱影响，板块增速受到一定影响。2022Q3

户外用品品牌整体营收为 5.82 亿元，yoy+28.22%，归母净利润为 0.24 亿元，yoy-48.44%，各公司盈利能力均有不同程度下滑。

表3：2022 年 Q1-Q3 户外上市公司营收及归母净利润数据

| 公司名称 | 2022Q1-Q3 营收 (亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化 (pct) | 2022Q1-Q3 归母净利润 (亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化 (pct) |
|------|-------------------|---------|--------------|----------------------|---------|--------------|
| 牧高笛  | 11.58             | 59.96   | 18.14        | 1.30                 | 82.35   | 38.15        |
| 浙江自然 | 8.03              | 20.82   | -25.97       | 1.99                 | 8.84    | -34.51       |
| 三夫户外 | 3.61              | 3.99    | -21.51       | -0.34                | 110.86  | 29.01        |
| 总计   | 23.22             | 33.78   | -6.22        | 2.95                 | 23.96   | -17.61       |

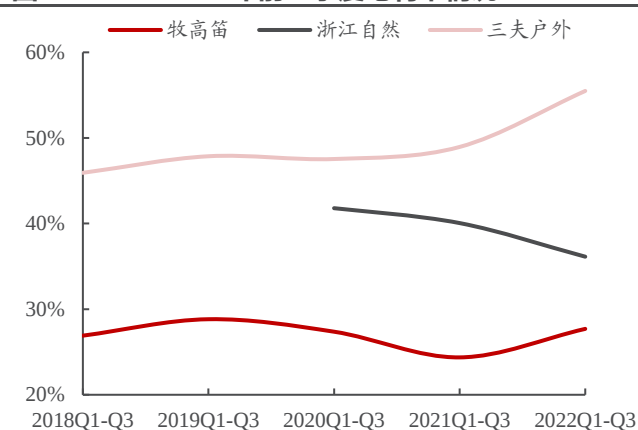
资料来源：wind，民生证券研究院

**表4：2022Q2 户外用品上市公司营收及归母净利润数据**

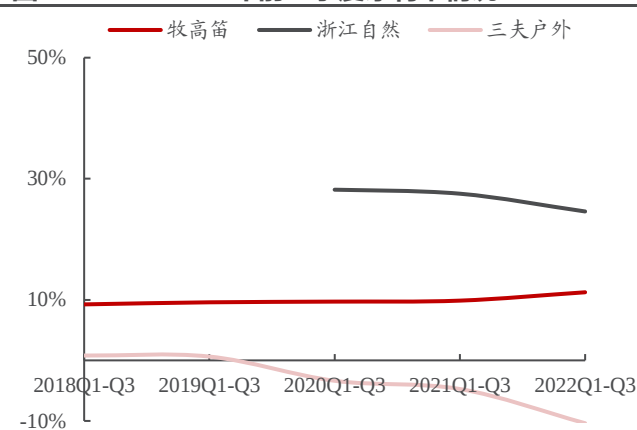
| 公司名称 | 2022Q3 营收<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化 (pct) | 2022Q3 归母净利润<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化 (pct) |
|------|-------------------|---------|--------------|----------------------|---------|--------------|
| 牧高笛  | 2.91              | 55.98   | 19.58        | 0.17                 | -5.00   | -56.79       |
| 浙江自然 | 1.68              | -1.19   | -54.41       | 0.25                 | -45.44  | -84.79       |
| 三夫户外 | 1.24              | 26.37   | 16.54        | -0.18                | -3.68   | -654.80      |
| 总计   | 5.82              | 28.22   | -6.66        | 0.24                 | -48.44  | -57.31       |

资料来源：wind，民生证券研究院

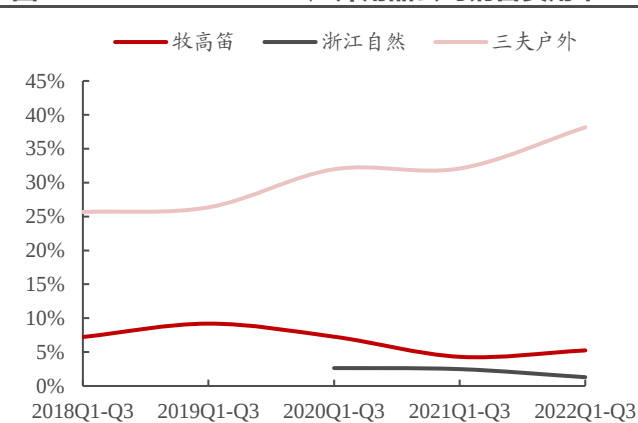
**龙头品牌盈利能力持续增长。**毛利率方面，2022 年 Q1-Q3 牧高笛/浙江自然/三夫户外毛利率为 27.70%/36.13%/55.49%，yoy+3.33/-3.93/+6.54pcts。销售费用率方面，2022 年 Q1-Q3 牧高笛/浙江自然/三夫户外销售费用率为 5.25%/1.29%/38.16%，yoy+0.94/-1.19/+6.08pcts。净利率方面，2022 年 Q1-Q3 牧高笛/浙江自然/三夫户外净利率为 11.25%/24.60%/-10.38%，yoy+1.38/-2.94/-5.65pcts，其中三夫户外净利率下降源于公司在 Q3 计提大额资产减值损失。

**图7：2018-2022 年前三季度毛利率情况**


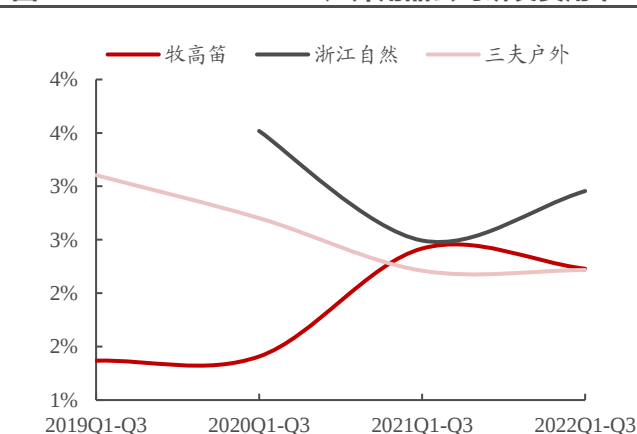
资料来源：wind，民生证券研究院

**图8：2018-2022 年前三季度净利率情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图9：2018H1-2022H1 户外用品公司销售费用率**


资料来源：wind，民生证券研究院

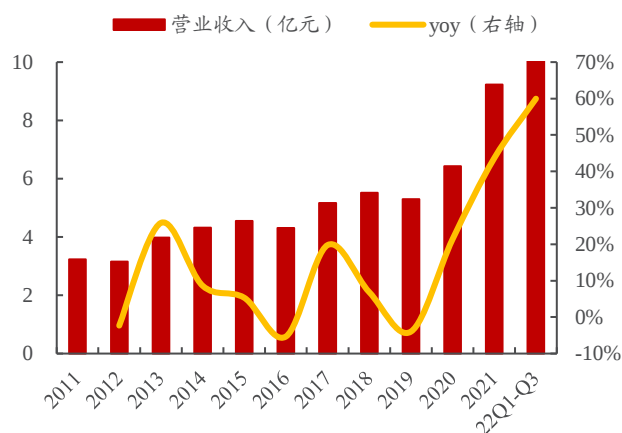
**图10：2018H1-2022H1 户外用品公司研发费用率**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2.2 牧高笛：2022H1 业绩表现亮眼，近十年公司持续高增

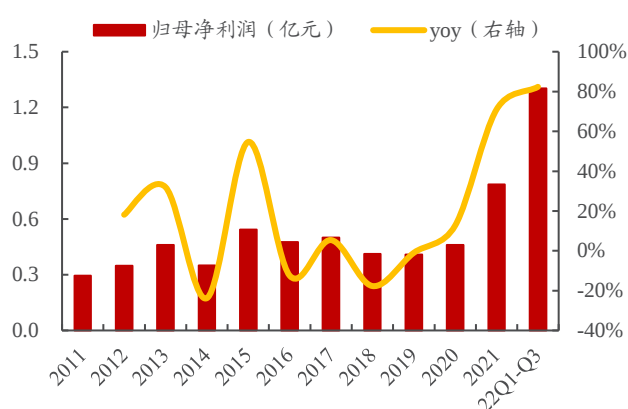
牧高笛发布 2022 年三季度业绩报告。2022Q1-Q3 公司实现收入 11.58 亿元/yoy+59.96%；实现归母净利润 1.30 亿元/yoy+82.35%，业绩持续高质量增长。2022Q1-Q3 外销/内销品牌业务分别实现收入 6.31/5.19 亿元，同比分别增长 21.98%/152.02%。分单季度来看，2022 年 Q3 公司实现收入 2.91 亿元/yoy+55.98%；实现归母净利润 0.17 亿元/yoy-5.00%。

图11：2011-2022Q3 收入及增速



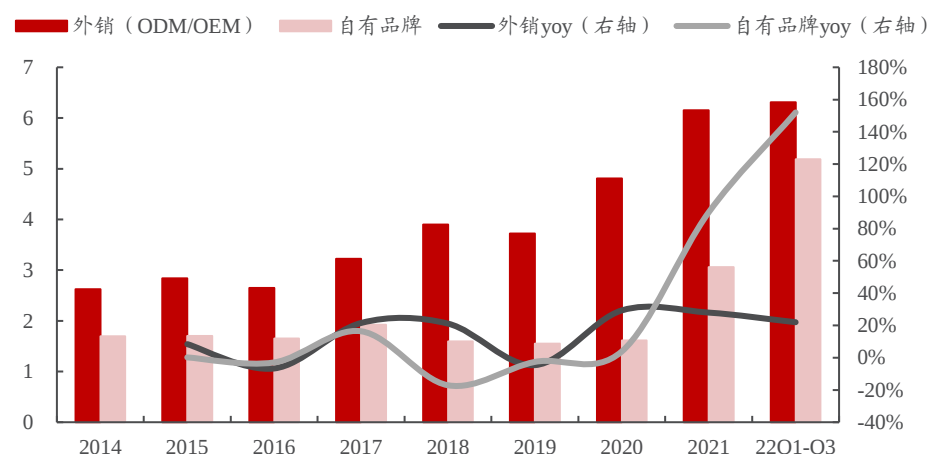
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2011-2022Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2014-2022Q3 年自有品牌与外销业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

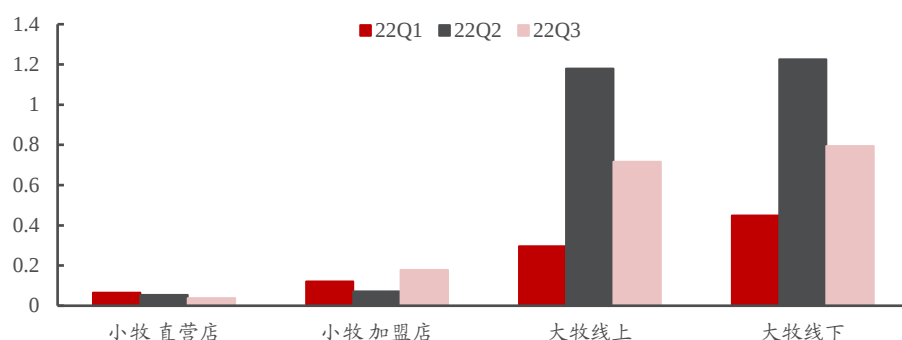
注：2021 年的代工业务中包括其他业务，其它业务占比极低，可忽略

**内销业务：大牧略受极端气温影响但高增速不改，小牧降幅环比明显缩窄。**

2022 年 Q1-Q3 大牧实现收入 4.66 亿元/yoy+228.86%，小牧实现收入 0.53 亿元/yoy-17.87%。

(1) 大牧依然保持翻倍以上增长。分渠道看，2022 年 Q1-Q3 大牧线下/电商渠道分别实现收入 2.47/2.19 亿元，同比分别+280%/+186%；分季度看，大牧 Q1/Q2/Q3 分别实现收入 0.74/2.40/1.51 亿元，同比分别增长 184%/345%/146%，Q3 增速环比有所放缓，我们考虑可能源于本年夏季极端高温天气频发，影响露营消费需求。

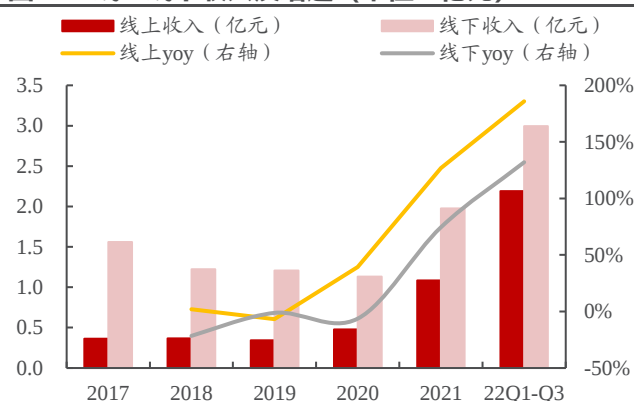
图14：大牧、小牧 2022 年 Q1-Q3 收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

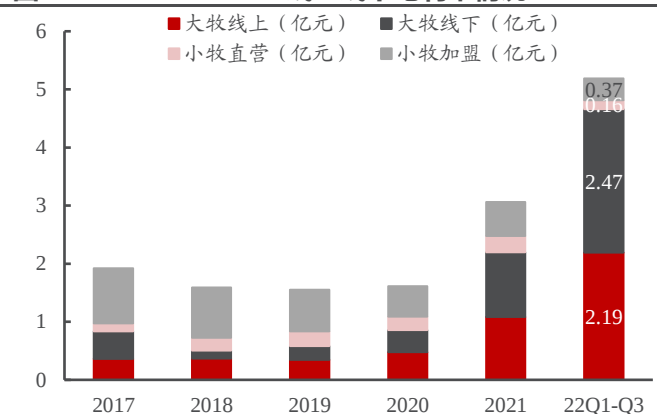
(2) 小牧受疫情&净关店影响，但已出现边际好转。分经营模式看，2022Q1-Q3 小牧直营/加盟分别实现收入 0.16/0.37 亿元，同比分别-3%/-23%，直营/加盟门店今年分别净闭店 6/12 家；分季度看，小牧 2022Q1/Q2/Q3 分别实现收入 0.19/0.13/0.22 亿元，同比分别-11%/-42%/-1%，环比降幅收窄，疫情缓解带来线下业务边际好转机会。

图15：线上线下收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：2017-2022H1 线上线下毛利率情况



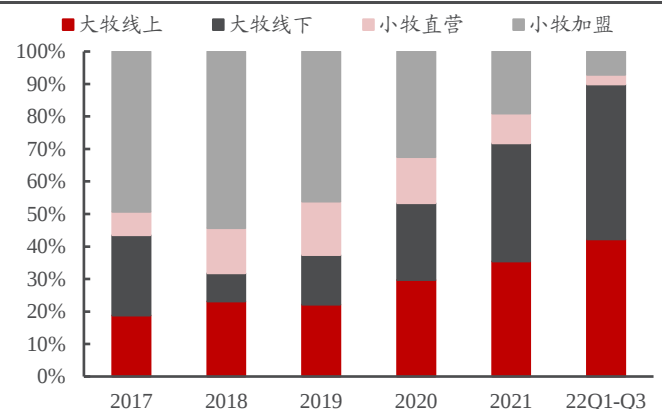
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**外销业务：进入销售淡季增速有所放缓。**2022Q1-Q3 外销 (OEM/ODM) 实现收入 6.31 亿元，同比增长 21.98%，分季度看，2022Q1/Q2/Q3 分别实现收入 2.34/2.83/1.14 亿元，同比分别增长 44%/12%/11%，公司出口业务季节性较为明显，下半年进入销售淡季，增速环比有所放缓。

**盈利端：短期因素叠加影响 Q3 净利端表现。**①大牧：Q4 大促的虹吸效应或对 Q3 大牧线上销售产生一定影响，公司为提前布局“双十一”导致 Q3 市场推广

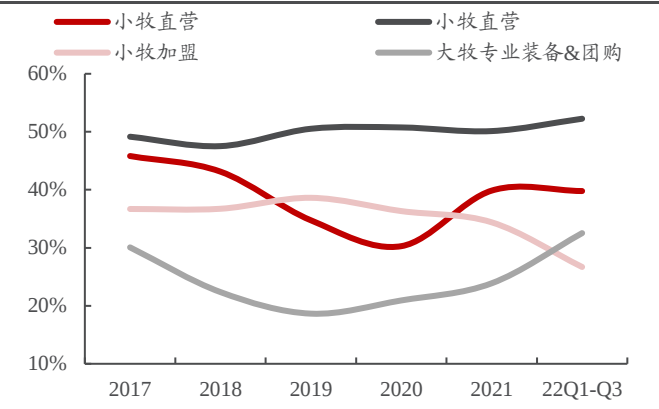
费用同比增长。②小牧：公司在 Q3 对于小牧库存进行两年一次的清理导致一定亏损，鉴于清库存的频率较低，该因素不具备持续影响力。③外销：Q3 受外汇远期合约、运费同比增长影响净利润表现，相关影响因素在 Q4 或有所缓解。综上，待以上短期因素于 Q4 消除、轻装上阵，净利润或可重新回归高增长趋势。

图17：内销渠道收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：品牌内销各渠道毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**Q3 线上数据略有波动，看好 Q4 大促销表现。**牧高笛品牌 7-9 月淘系平台（淘宝+天猫）销售额同比增速分别为 154%/89%/64%，8-9 月极端气温对于出行的热度的影响较为显著，且大促虹吸效应对 9 月的销售或产生一定影响，我们认为可期待“双十一”大促公司销售放量。根据魔镜数据，在“露营/野炊装备”类目下，截至 10 月 30 日牧高笛品牌预售额达 394 万元、排名第三，公司于露营赛道中的品牌力可见一斑。

图19：截至 10 月 30 日，牧高笛露营品类预售额排名第三

2022年双11预售天猫全类目榜单（含一级、二级、三级和叶子类目）

\* 关于数据准确度请看底部数据说明

| 露营/野炊装备           |            | 2022-10-30 累计(只含第一轮) |        |
|-------------------|------------|----------------------|--------|
| 品牌名称              | 预售额 (¥)    | 预售量                  | 均价 (¥) |
| 1 camel/骆驼        | 11,781,331 | 29,195               | 404    |
| 2 naturehike      | 6,578,553  | 9,065                | 726    |
| 3 mobi garden/牧高笛 | 3,941,448  | 10,513               | 375    |

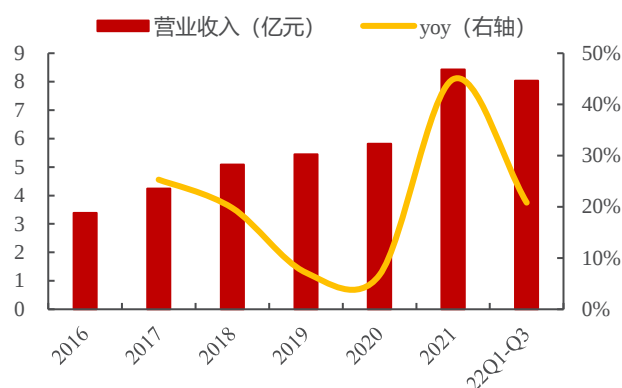
资料来源：魔镜市场情报，民生证券研究院

## 2.2.3 浙江自然：外需偏弱+汇率波动影响短期表现

**汇率波动影响短期业绩表现。**2022Q1-Q3，公司实现收入 8.03 亿元，yoy+20.83%；实现归母净利润 1.99 亿元，yoy+8.84%。拆分单季度来看，2022

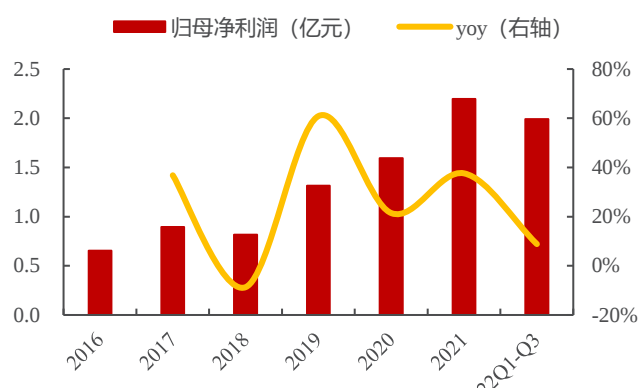
年 Q3 实现收入 1.68 亿元, yoy-1.19%, 收入略有下滑主要源于: (1) 海外在高通胀下需求略弱, 进入去库存周期、(2) 同期 2021 年 Q3 为高基数 (同增 53%)。2022 年 Q3 实现归母净利润 0.25 亿元, yoy-45.44%, 归母净利润下滑明显主要源于 Q3 汇率波动明显, 导致远期外汇合约浮亏、交易性金融资产公允价值明显下降, 但该因素为非经营性损益, 2022 年 Q3 扣非归母净利润为 0.40 亿元, yoy+2.67%。

图20: 2016-2022Q3 收入及增速



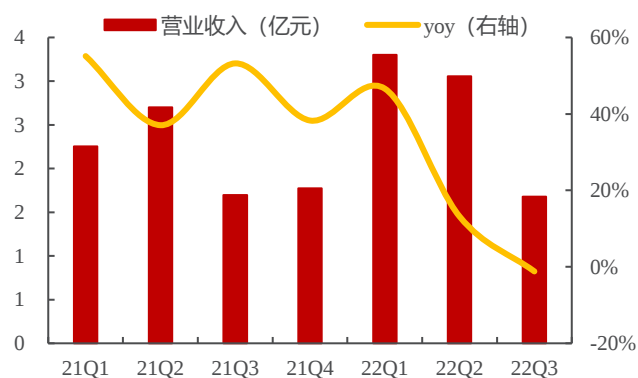
资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2016-2022Q3 归母净利润及增速



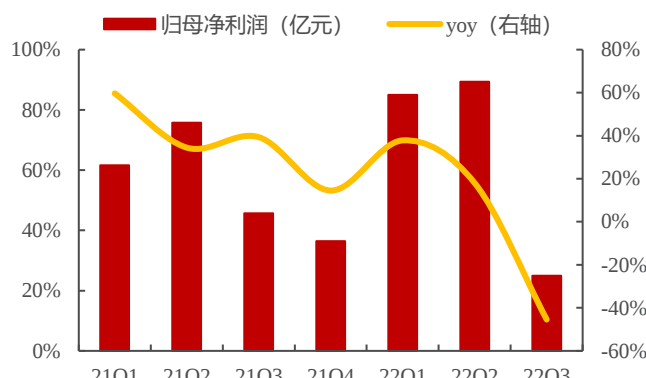
资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 2021Q1-2022Q3 收入及增速



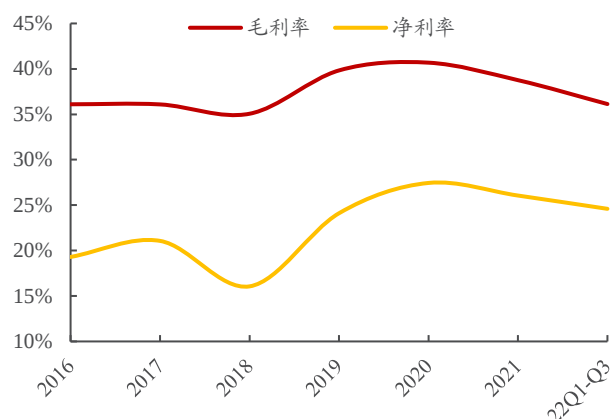
资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2021Q1-2022Q3 归母净利润及增速

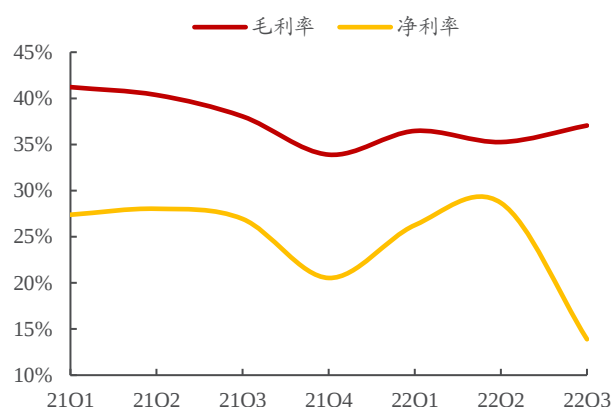


资料来源: wind, 民生证券研究院

**毛利率趋于稳定, 短期汇率波动影响净利率表现。**2022 年 Q1-Q3 毛利率为 36.13%, yoy-3.93pcts; 净利率为 24.80%, yoy-2.73pcts。2021 年 Q1-Q3 公司毛利率分别为 36.47%/35.26%/37.05%, 同比分别-4.75/-5.10/-0.99pcts, Q3 的毛利率下滑幅度有一定程度缩窄; 2022 年 Q1-Q3 公司净利率分别为 26.26%/28.67%/13.89%, 同比分别-1.13/+0.64/-13.04pcts, Q3 汇率波动显著影响净利率表现。

**图24：2016-2022Q1-3 毛利率与净利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图25：2021Q1-2022Q3 分季度毛利率与净利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 家纺板块：业绩跌幅收窄，疫情回稳后 Q4 拐点可期

### 2.3.1 家纺板块表现

家纺板块受疫情影响，2022Q1-3 收入及利润均有下跌。2022Q1-3 家纺板块公司收入 81.98 亿元，同比下滑 2.91%；实现归母净利润 9.02 亿元，同比下滑 14.78%；分季度看，家纺板块单 Q3 收入同比-5.09%，归母净利润同比-10.17%。

**Q3 跌幅显著小于 H1，环比改善势头显现。**板块单 Q3 收入增速环比 H1 改善+1.81pct；罗莱生活、富安娜、水星家纺单 Q3 归母净利润 YOY 增速环比 H1 分别改善+17.38 pct、+17.92 pct、+62.04 pct。

目前全国主要城市疫情回稳，叠加电商大促+秋冬更迭+婚庆潮等时节因素，Q1-3 弱市后复苏可期。

**表5：2022Q1-3 家纺板块营收及归母净利润数据**

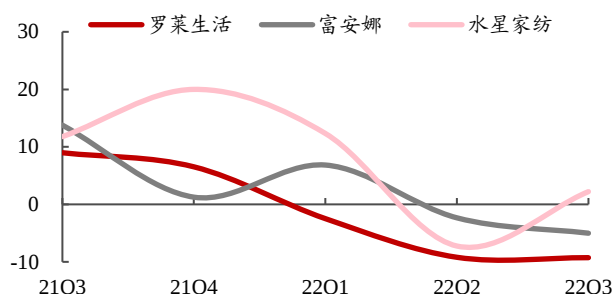
| 公司名称 | 2022Q1-3 营收<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) | 2022Q1-3 归母净利<br>润 (亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) |
|------|---------------------|---------|-----------------|-------------------------|---------|-----------------|
| 罗莱生活 | 37.18               | -7.01   | -29.78          | 3.92                    | -20.18  | -55.72          |
| 富安娜  | 19.82               | -0.36   | -17.46          | 3.28                    | 3.24    | -12.25          |
| 水星家纺 | 24.98               | 1.69    | -26.54          | 1.83                    | -27.01  | -71.44          |
| 总计   | 81.98               | -2.91   | -25.80          | 9.02                    | -14.78  | -45.41          |

资料来源：wind，民生证券研究院

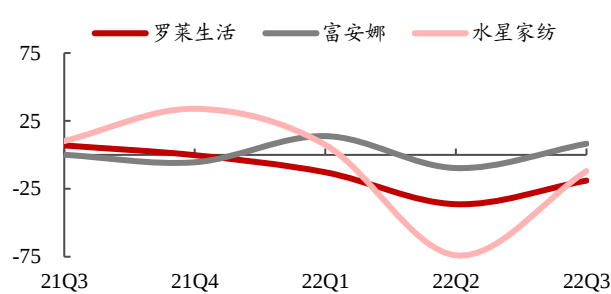
**表6: 2022Q3 家纺板块营收及归母净利润数据**

| 公司名称 | 2022Q3 营收<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) | 2022Q3 归母净利润<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) |
|------|-------------------|---------|-----------------|----------------------|---------|-----------------|
| 罗莱生活 | 13.36             | -9.27   | -18.24          | 1.69                 | -18.94  | -25.90          |
| 富安娜  | 6.47              | -5.02   | -18.79          | 1.16                 | 8.22    | 8.15            |
| 水星家纺 | 8.55              | 2.21    | -9.56           | 0.76                 | -11.91  | -22.10          |
| 总计   | 28.38             | -5.09   | -15.90          | 3.61                 | -10.17  | -15.85          |

资料来源: wind, 民生证券研究院

**图26: 家纺公司季度营收 yoy 增长率 (%)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

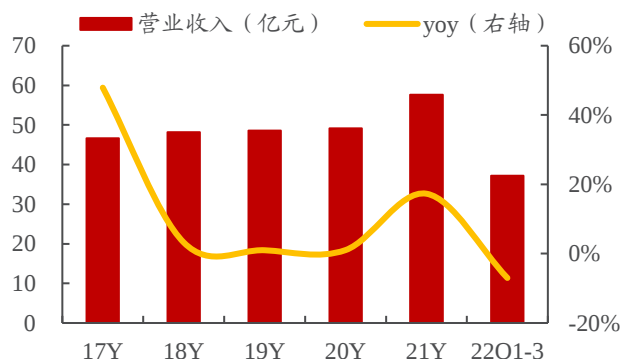
**图27: 家纺公司季度归母净利 yoy 增长率 (%)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

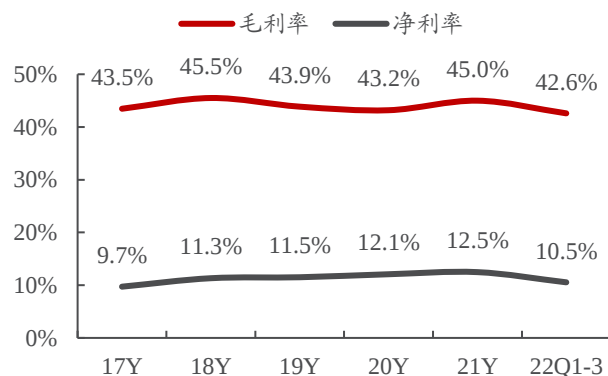
### 2.3.2 罗莱生活: 受疫情影响业绩短期承压, 静待 Q4 旺季终端复苏

**受疫情影响明显, 公司业绩短期承压。**2022 年前三季度公司实现营业收入 37.18 亿元, yoy-7.01%; 归母净利润 3.92 亿元, yoy-20.18%; 拆分单季度, 2022Q3 公司实现营业收入 13.36 亿元, yoy-9.27%; 归母净利润 1.69 亿元, yoy-18.94%。2022 年第三季度公司业绩受疫情影响有所波动。

**Q3 期间费用率提升, 盈利能力短期承压。**①**毛利率:** 2022 年前三季度毛利率为 42.59%, yoy-0.73pcts; 22Q3 毛利率为 41.28%, yoy-0.67pcts, 毛利率小幅下滑。②**费用率:** 22Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 20.93%/4.91%/1.61%/-0.47%, yoy+5.16/-2.41/-0.37/-0.27pcts。③**净利率:** 2022 年前三季度净利率为 10.54%, yoy-1.79pcts; 22Q3 净利率为 12.65%, yoy-1.51pcts, 公司盈利能力短期承压。

**图28：2017-2022Q3 罗莱生活营业收入及增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图29：2017-2022Q3 罗莱生活归母净利润及增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**渠道扩张稳步推进，存货水平有待改善。**2021 年开始公司发力渠道建设，截至 2022H1，公司直营门店 268 家，较 2021H1 末净增 18 家；加盟门店 2250 家，较 2021H1 净增 226 家。我们认为，随着下游需求回暖，未来公司将继续以江浙沪为发展重心，拓展未覆盖区域的成熟加盟商，维持良好净开店增速。存货方面，截至 2022Q3 公司存货为 16.38 亿元/yoy+23.24%，存货周转天数为 186.67 天，同比增 39.8 天，公司营运能力下降。

**短期来看，受疫情扰动公司业绩承压，期待 Q4 消费回暖业绩修复。**拆分单季度看，2022Q1/Q2/Q3 分别实现营收 12.86/10.96/13.36 亿元，yoy-2.49%/-9.20%/-9.27%。Q3 营收增速较上半年下降主要系疫情影响：1) 江浙沪等主要销售地区疫情反复影响线下渠道；2) 电商渠道因疫情产生发货问题。考虑 Q4 在双十一大促活动、家纺必需品换季需求等因素的推动下，公司业绩有望修复。

**长期来看，“高产品品质+智能化产业链”巩固行业领先地位。**公司成立以来，始终坚持推出“超柔床品”，以超强产品力树立床品品质新标准，2022 年 9 月公司举办的“丝路寻柔”大秀更是将超柔床品带向世界，品牌与产品的影响力提升。与此同时，公司加速推进南通“智慧产业园”建设，实现全链条智能化转型，保障订单快速交付，截至 2022Q3 公司在建工程较 22 年初增 42%。我们认为，随着产品力和生产制造能力的提升，公司将继续领跑行业，实现长期成长。

## 2.4 男女装：Q3 男装利润增速回正，女装修复程度尚不足

### 2.4.1 男装板块

**男装板块 Q3 复苏较好，收入端同比小降，利润端增速回正。**从营收来看，2022 Q1-3 整体营收 290.56 亿元，较去年同期降 5.36%；从归母净利润来看，2022 Q1-3 整体利润为 25.76 亿元，较去年同期降 28.25%。

单 Q3 整体营收为 98.51 亿元，同比小幅下滑 0.52%；归母净利润为 8.71 亿元，同比增长 5.60%，复苏势头良好。板块中比音勒芬、海澜之家、七匹狼成绩亮眼，归母净利同比增速分别达到 30.42%/19.19%/16.43%，环比 Q2 提升+16.38/+3.30/+99.81pct。

**表7：2022Q1-3 男装板块营收及归母净利润数据**

| 公司名称 | 2022Q1-3 营收<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) | 2022Q1-3 归母净利润<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) |
|------|---------------------|---------|-----------------|------------------------|---------|-----------------|
| 比音勒芬 | 22.25               | 13.02   | -12.09          | 5.73                   | 24.93   | -6.73           |
| 海澜之家 | 136.75              | -3.40   | -23.59          | 17.49                  | -14.56  | -73.26          |
| 七匹狼  | 22.62               | -5.09   | -14.69          | 0.97                   | 9.71    | -38.50          |
| 九牧王  | 19.51               | -10.17  | -33.54          | -1.15                  | -319.93 | -238.97         |
| 森马   | 89.43               | -10.76  | -16.80          | 2.71                   | -71.21  | -407.85         |
| 总计   | 290.56              | -5.36   | -20.19          | 25.76                  | -28.25  | -92.19          |

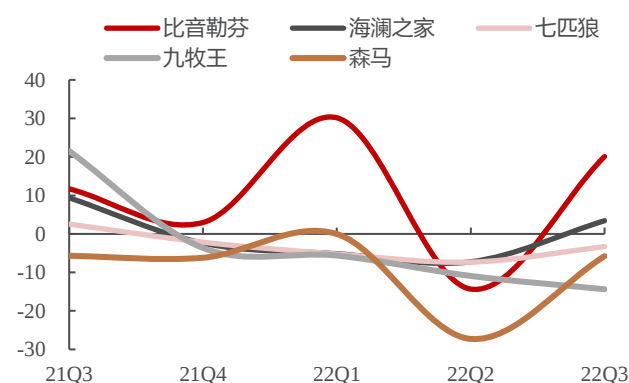
资料来源：wind，民生证券研究院

**表8：2022Q3 男装板块营收及归母净利润数据**

| 公司名称 | 2022Q3 营收<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) | 2022Q3 归母净利润<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) |
|------|-------------------|---------|-----------------|----------------------|---------|-----------------|
| 比音勒芬 | 9.12              | 20.10   | 8.40            | 2.79                 | 30.42   | 16.38           |
| 海澜之家 | 41.59             | 3.43    | -5.97           | 4.74                 | 19.19   | 3.30            |
| 七匹狼  | 8.14              | -3.31   | -5.85           | 0.07                 | 16.43   | 99.81           |
| 九牧王  | 6.64              | -14.37  | -35.89          | -0.55                | -20.77  | 179.03          |
| 森马   | 33.02             | -5.79   | -0.10           | 1.67                 | -39.82  | -82.67          |
| 总计   | 98.51             | -0.52   | -4.42           | 8.71                 | 5.60    | 6.28            |

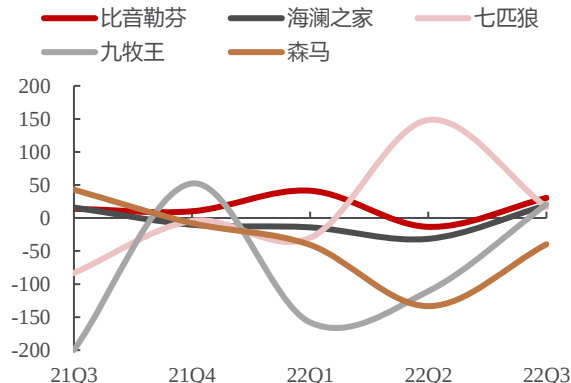
资料来源：wind，民生证券研究院

**图30：男装公司季度营收 yoy 增长率 (%)**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图31：男装公司季度归母净利 yoy 增长率 (%)**

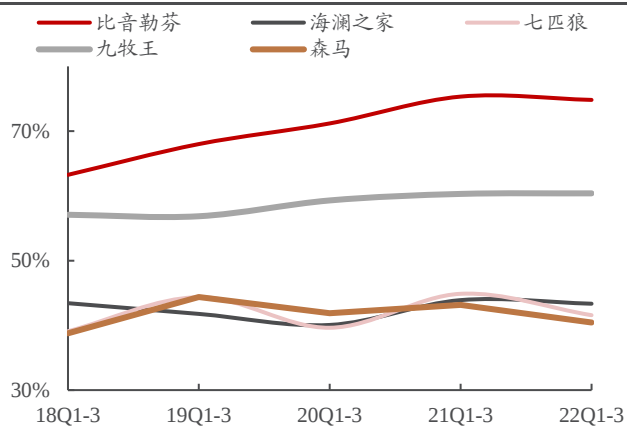


资料来源：wind，民生证券研究院

从盈利能力来看，毛利率方面，2022Q1-3 男装板块毛利率小幅下降，平均毛利率为 52.11%，较 2021 Q1-3 同比下降 1.4pcts；净利率方面，受近几年公司费用率提升，男装板块平均净利率呈下滑影响，2022Q1-3 男装板块平均净利率为

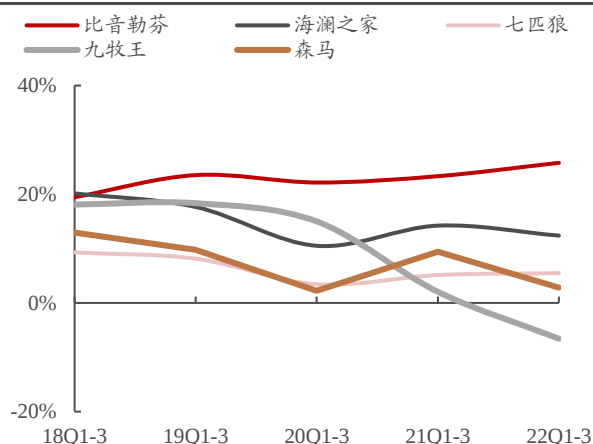
7.97%，较 2021 Q1-3 同比下滑 2.85pcts。

图32：2018-2022Q3 男装销售毛利率表现



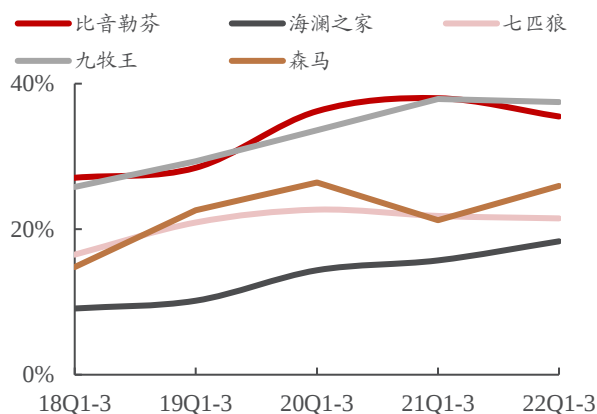
资料来源：wind，民生证券研究院

图33：2018-2022Q3 男装销售净利率表现



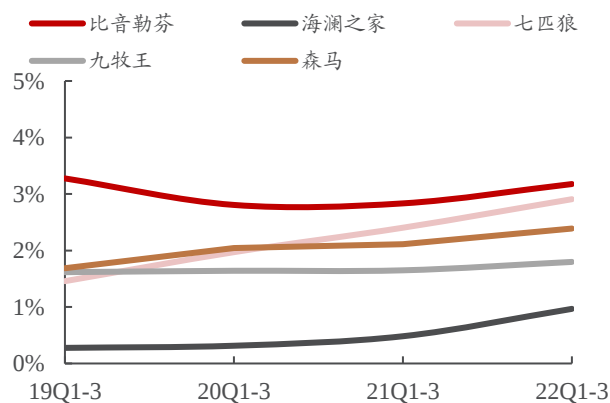
资料来源：wind，民生证券研究院

图34：2018-2022Q3 男装销售费用率表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：2018-2022Q3 男装研发费用率表现



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.4.2 女装板块

**2022Q1-3 女装延续下滑业绩，利润端承压较重。**2022Q1-3 女装品牌整体营收为 96.88 亿元，yoy-12.76%；其中歌力思逆势增长，实现营收 17.46 亿元，yoy+4.35%。利润端 2022Q1-3 年女装品牌整体归母净利润为 6.10 亿元，yoy-54.93%，盈利能力显著下滑。

**环比来看，业绩跌幅较 Q2 收窄，改善程度尚有不足。**女装品牌单 Q3 整体营收为 32.20 亿元，yoy-11.50%，降幅较 Q2 环比收窄 11.37pct；归母净利润为 1.74 亿元，yoy-52.33%，降幅较 Q2 环比收窄 38pct。

**表9：2022Q1-3 女装板块营收及归母净利润数据**

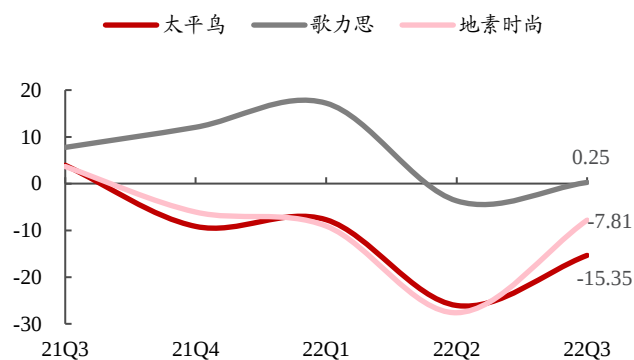
| 公司名称 | 2022Q1-3 营收<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) | 2022Q1-3 归母净利润<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) |
|------|---------------------|---------|-----------------|------------------------|---------|-----------------|
| 太平鸟  | 62.23               | -16.00  | -50.20          | 1.53                   | -72.45  | -150.99         |
| 歌力思  | 17.46               | 4.35    | -19.89          | 0.82                   | -66.51  | -37.87          |
| 地素时尚 | 17.19               | -15.04  | -38.93          | 3.75                   | -32.37  | -49.36          |
| 总计   | 96.88               | -12.76  | -43.40          | 6.10                   | -54.93  | -75.03          |

资料来源：wind，民生证券研究院

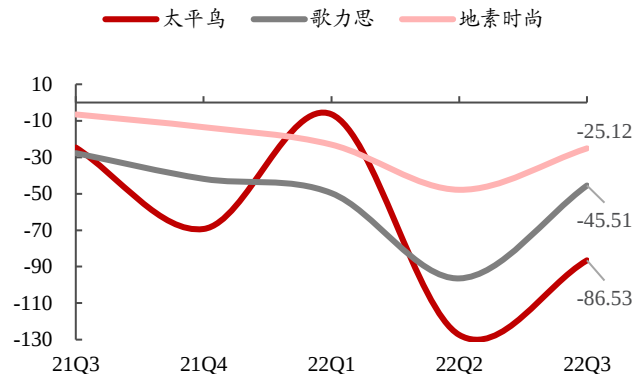
**表10：2022Q3 女装板块营收及归母净利润数据**

| 公司名称 | 2022Q3 营收<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) | 2022Q3 归母净利润<br>(亿元) | Yoy (%) | 增速同比变化<br>(pct) |
|------|-------------------|---------|-----------------|----------------------|---------|-----------------|
| 太平鸟  | 20.27             | -15.35  | -19.28          | 0.19                 | -86.53  | -61.87          |
| 歌力思  | 5.75              | 0.25    | -7.50           | 0.31                 | -45.51  | -17.75          |
| 地素时尚 | 6.18              | -7.81   | -11.46          | 1.24                 | -25.12  | -18.60          |
| 总计   | 32.20             | -11.50  | -15.96          | 1.74                 | -52.33  | -34.31          |

资料来源：wind，民生证券研究院

**图36：女装公司季度营收 yoy 增长率 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图37：女装公司季度归母净利 yoy 增长率 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**结构上，疫情下毛利走低+销售及管理费用增长为主要拖累因素。**

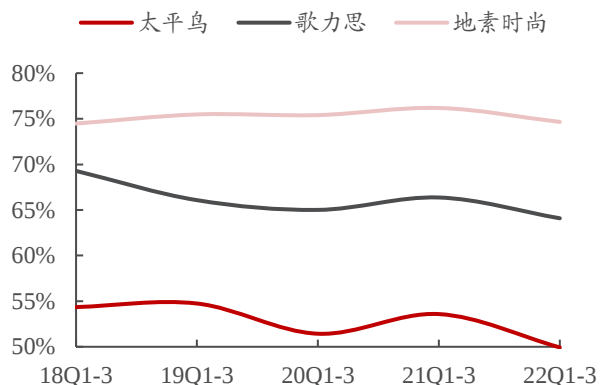
**毛利率：**2022Q1-3 疫情导致线上渠道占比提升、折扣促销增加、物流成本上升、供应链时效放缓等，品牌商毛利率略有下滑。2022Q1-3 太平鸟/歌力思/地素时尚毛利率为 49.93%/64.09%/74.65%，yoy-3.65/-2.28/-1.53pcts；

**费用率：**品牌加大渠道布局+优化调整，销售及管理费用率显著上升。2022 Q1-3 太平鸟/歌力思/地素时尚销售费用率为 37.82%/45.78%/39.74%，yoy+1.77/+7.00/+5.95pcts；管理费用率为 8.66%/11.83%/9.96%，

yoy+0.82/+1.28/+2.62pcts。

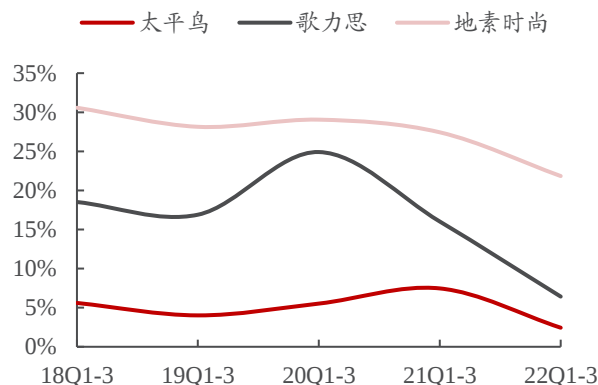
**净利率：**费用端拖累净利水平。2022 Q1-3 太平鸟/歌力思/地素时尚净利率为 2.44%/6.42%/21.84%，yoy-5.02/-9.60/-5.60pcts。

图38：2018-2022Q3 女装公司销售毛利率表现



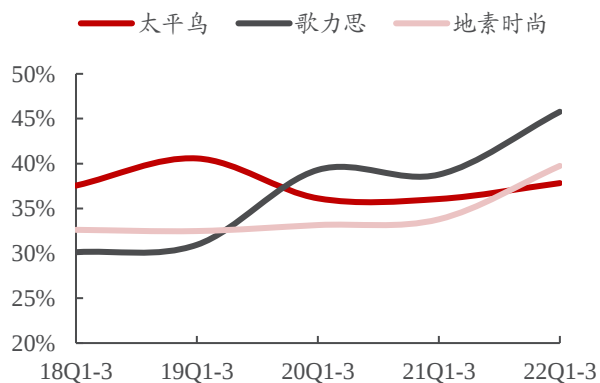
资料来源：wind，民生证券研究院

图39：2018-2022Q3 女装公司销售净利率表现



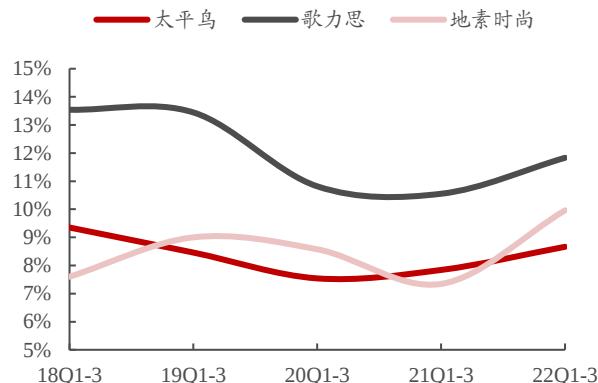
资料来源：wind，民生证券研究院

图40：2018-2022Q3 女装公司销售费用率表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图41：2018-2022Q3 女装公司管理费用率表现

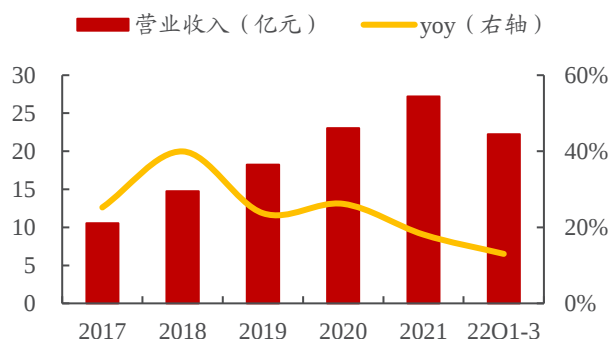


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.4.3 比音勒芬：业绩大踏步前进，用行动证明需求韧性

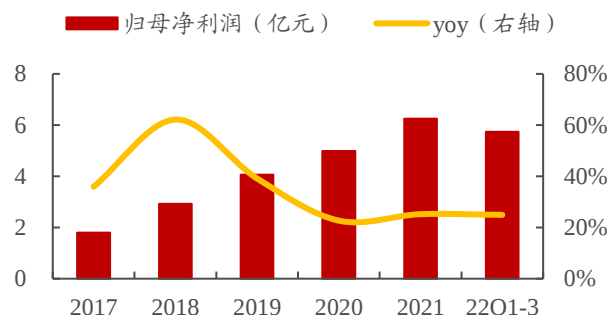
**比音勒芬业绩大踏步前进，用行动证明需求韧性。**2022 年前三季度公司实现营业收入 22.25 亿元，yoy+13.02%；归母净利润 5.73 亿元，yoy+24.93%；拆分单季度，2022Q3 公司实现营业收入 9.12 亿元，yoy+20.10%；归母净利润 2.79 亿元，yoy+30.42%。2022 年第三季度公司业绩实现明显逆转。

图42：2017-2022Q3 比音勒芬营业收入变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图43：2017-2022Q3 比音勒芬归母净利润变化情况

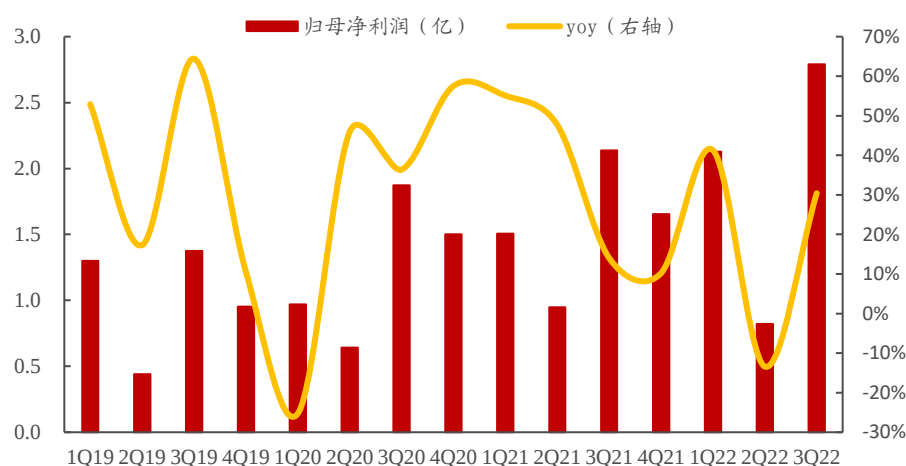


资料来源：wind，民生证券研究院

**2022Q3 优秀的业绩表现主要受供给、需求两方推动。**供给端，首先公司持续推出优质商品，卡位秋装上新节奏，用国潮、运动、高尔夫等系列产品提升消费者转化；其次在终端门店层面，公司积极推动门店布局，触达低线市场消费者。需求端，首先公司的消费者基本为具有一定消费实力的“高净值客户”，因此该部分消费者在社交、换季等时点均有较强的置装需求，该部分中高端男装的消费需求并不会轻易消散；同时比音勒芬始终致力于构建消费者与导购之间的链接，利用私域流量激活消费者，进而在疫情后实现消费的快速反弹。

**三季度国内疫情依然存在，当前公司收入表现仍未达到“完全体”。**分拆月份观察，2022年7月以及8月份，国内疫情形势较为稳定，但是当9月份时，国内的四川、深圳等地均出现了疫情抬头。这部分区域性的疫情自9月初延续至了9月中下旬，对居民的线下消费产生了非常明显的影响。比音勒芬作为国内全渠道布局的男装品牌，在四川、重庆、深圳均有一定量的门店布局，因此公司销售也受到了疫情影响。换言之比音勒芬在2022年三季度的表现仍处于“爬坡期”，业绩端仍有较大潜力。

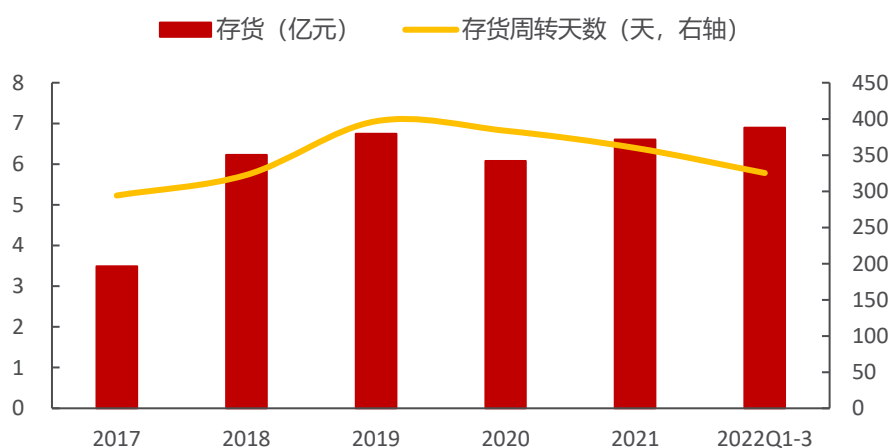
图44：2019Q1-2022Q3 比音勒芬归母净利润变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

**门店端经营改善叠加品牌焕新，2023 年经营端亮点满满。**门店端：首先在今年的疫情情况下，商务出行受到一定干扰，因此公司旗下的以机场店、高铁店为基础的枢纽店的销售情况或也受到一定程度拖累，以虹桥高铁站店为例，2022 年 Q2 上海疫情期间处于闭店状态。但是随着国内防疫逐步精准，2023 年公司枢纽店或将迎来业绩修复；此外，受疫情影响，2022 年部分男装门店选择撤柜或搬离原址，因此我们认为公司在未来终端店铺的选址以及面积要求上，或处于更优势地位。品牌端，公司于 2022 年三季度已经开始推动“比音勒芬高尔夫”系列门店的建设，“高尔夫”品牌或将有效触达更年轻以及更热爱运动的新客群，丰富公司品牌矩阵。

图45：比音勒芬存货及存货周转天数情况



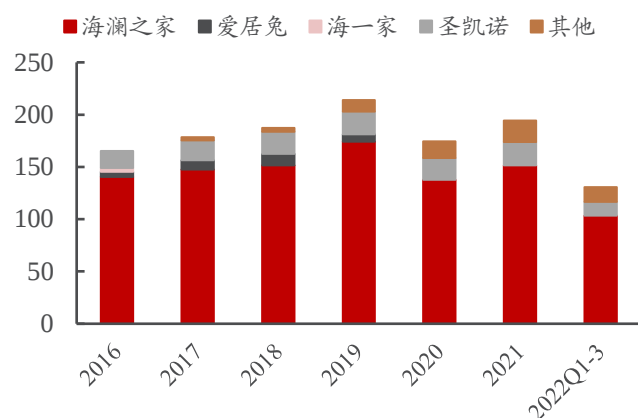
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.4.4 海澜之家：线上增长环比持续加速，线下改善空间仍具

**线上增长环比持续加速，线下改善空间仍具。**2022 年 Q1-Q3 公司实现营收 136.75 亿元/yoy-3.40%，实现归母净利润 17.49 亿元/yoy-14.56%。拆分单季度来看，2022 年 Q3 实现营收 41.59 亿元/yoy+3.43%，实现归母净利润 4.74 亿元/yoy+19.19%，收入净利端均已呈现好转趋势。

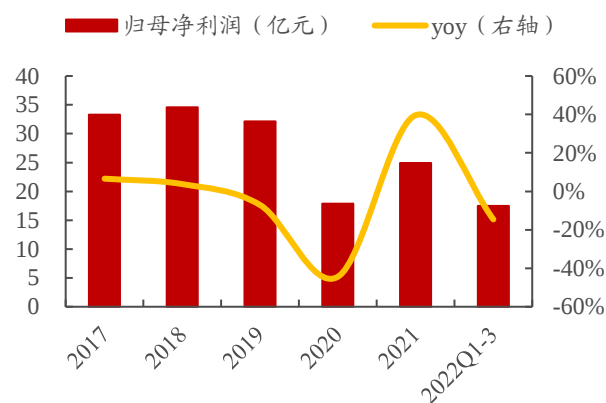
**Q3 主品牌增速转正，其他品牌增速亮眼。**分品牌来看，2022 年 Q1-Q3 海澜之家系列/圣凯诺/其他品牌分别实现收入 103.50/12.98/14.09 亿元，分别同比-4.35%/-12.55%/+9.21%；拆分单季度来看，2022 年 Q3 海澜之家系列/圣凯诺/其他品牌分别实现收入 29.44/4.20/5.09 亿元，同比分别 +4.13%/-20.59%/+18.37%，由于公司除圣凯诺由于结算时间差异影响导致销售有一定幅度下滑外，主品牌海澜之家系列呈现增长趋势，其他品牌高增长主要来自童装品牌驱动。门店方面，海澜之家系列/其他品牌门店较年初分别净增长 109 家（直营+170 家/加盟-61 家）、80 家（直营+105 家/加盟-25 家），直营渠道拓店速度较快主要源于公司着力布局购物中心渠道，该渠道内门店以直营店为主。

图46：2016-2022Q3 分品牌营收（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

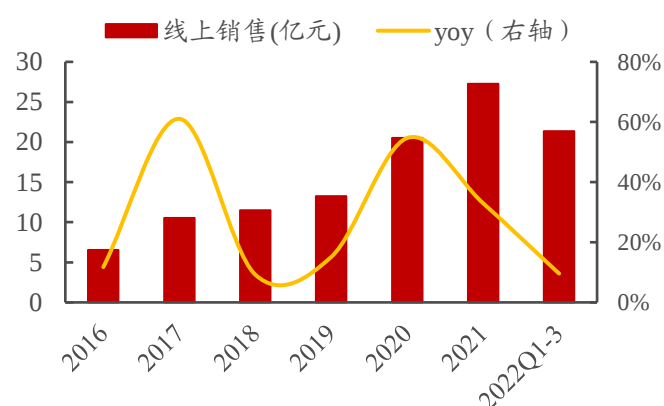
图47：2017-2022Q3 海澜之家归母净利润变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

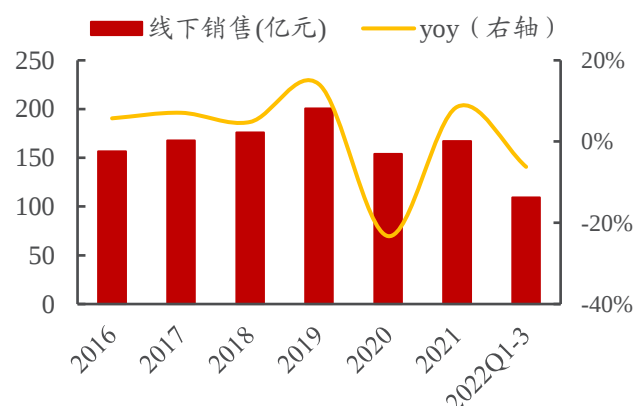
**线上渠道同比增长逐季加速，线下渠道仍有恢复空间。**分渠道来看，2022年Q1-Q3 线下/线上分别实现收入 109.20/21.37 亿元，分别同比-6.23%/+9.59%；拆分单季度来看，2022年Q3 线下/线上分别实现收入 31.06/7.67 亿元，分别同比-0.81%/+17.11%。Q3 公司线下销售基本与同期持平，虽然7-8月疫情缓解后线下消费需求迅速回补，但9月成都、深圳等多地疫情抬头拖累9月销售表现，因此品牌销售仍有向上恢复空间；线上销售呈现出逐季加速的趋势，Q1-Q3 线上收入同比增速分别为-6.33%/+15.44%/+17.11%，或可期待品牌于Q4大促销继续放量。

图48：2016-2022Q3 海澜之家线上销售额变化



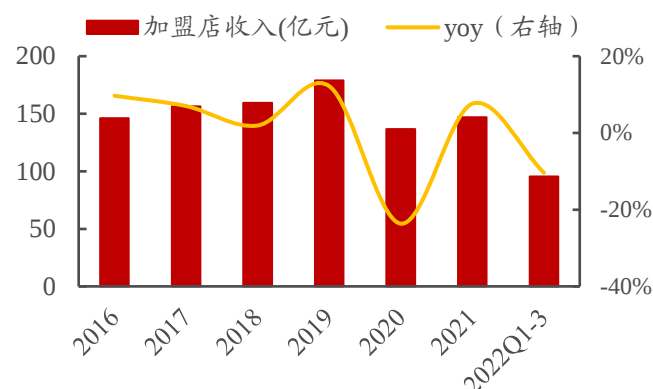
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图49：2016-2022 Q3 海澜之家线下销售额变化



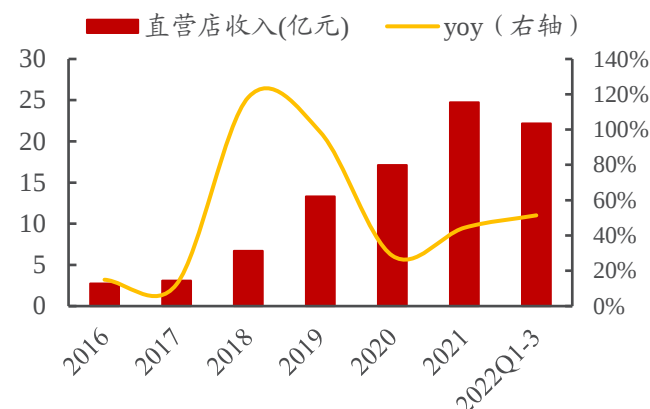
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图50：2016-2022Q3 海澜之家旗下加盟店收入变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

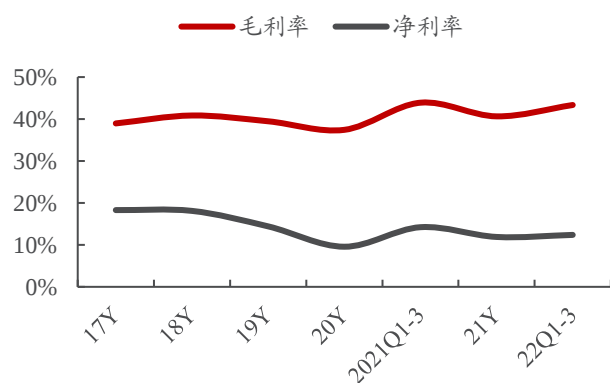
图51：2016-2022Q3 海澜之家旗下直营店收入变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

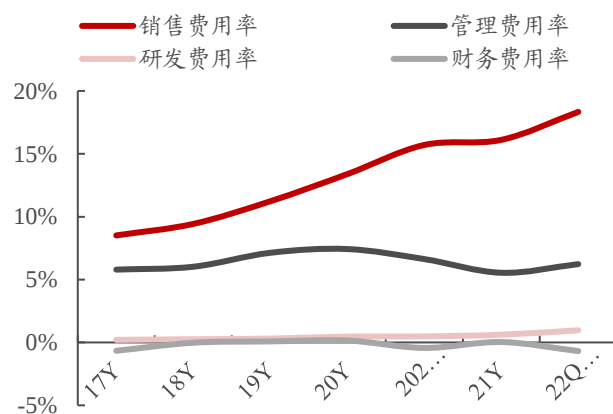
**盈利水平小幅波动，线下渠道影响仍存。**2022 年 Q1-Q3 公司毛利率为 43.34%/yoy-0.56%，净利率为 12.38%/yoy-1.84pct，期间费用率 23.87%/yoy+1.97%；单季度来看，2022 年 Q3 公司毛利率为 42.05%/yoy-2.61pct，净利率 10.97%/yoy+1.27pct，主要源于公司费用率管控较优，2022 年 Q3 期间费用率为 23.48%/yoy-3.66pct。毛利率下滑的主因仍来自线下渠道，2022 年 Q1-Q3 公司线下/线上渠道毛利率分别为 45.56%/40.25%，同比分别-1.01/+2.82pct，考虑线下渠道成本较为刚性，疫情封控导致闭店将短期影响毛利率表现。

图52：2017-2022Q3 海澜之家毛利率/净利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图53：2017-2022Q3 海澜之家期间费用率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

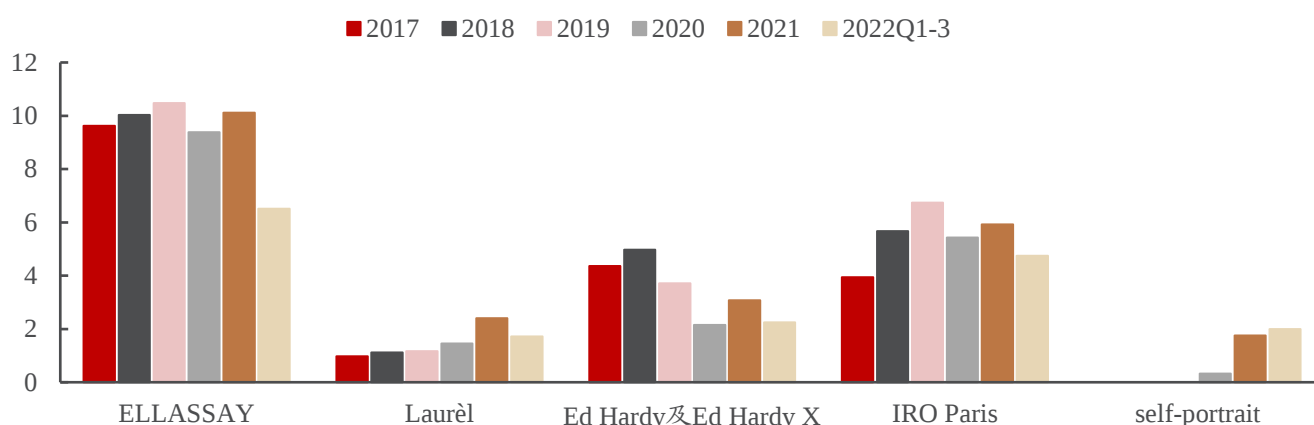
## 2.4.5 歌力思：逆势投入渠道拓展，新品牌 self-portrait 高速增长

**女装需求疲软下，公司积极投入渠道拓展，营收同比正增长。**2022Q1-3 公司收入为 17.46 亿元，yoy+4.35%，主因公司持续投入渠道，Q3 净开店 37 家+多品牌矩阵发力共同推动收入增长。

**利润承压，主要系新开直营+疫情+国际环境变化带来的费用增长。**2022Q1-3 公司归母净利润为 0.82 亿元，yoy-66.51%，主要受北上广深疫情期间门店及人员费用、新开直营店铺费用、海外业务费用上升、IRO paris 品牌规划投入等多因素综合影响。

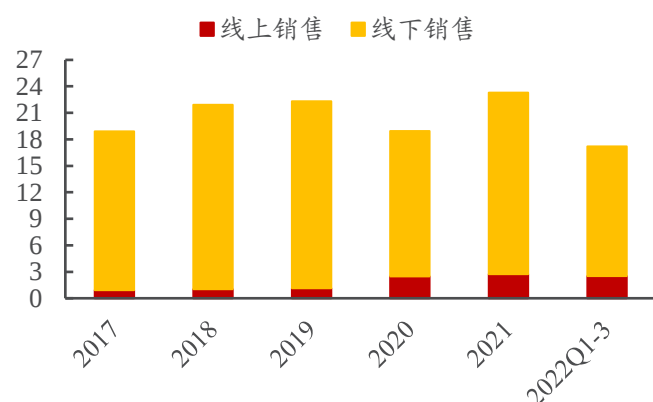
**分品牌看：主品牌收入小幅下滑，成长期品牌高速增长，品牌矩阵优势凸显。**ELLASSAY、IROParis、EdHardy 三大品牌贡献主要收入，其中公司原创主品牌 ELLASSAY 为第一大收入来源，2022Q1-3 收入 6.51 亿元，yoy-5.62%；新品牌增速强劲，self-portrait 品牌表现远超其他品牌，2022 Q1-3 收入 1.99 亿元，yoy+63.49%，IROParis、EdHardy、Laurèl 收入各 4.75/2.24/1.72 亿元，yoy+4.95%/+0.67%/+4.85%，多品牌矩阵全面发力。

图54：2017-2022Q1-3 歌力思各品牌收入情况（单位：亿元）



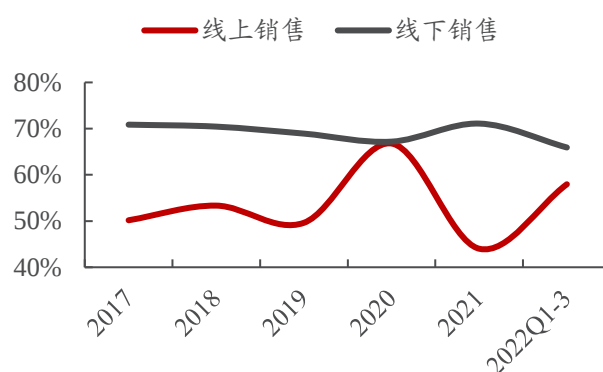
资料来源：wind，民生证券研究院

图55：歌力思线上线下收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图56：2017-2022H1 歌力思线上线下毛利率情况

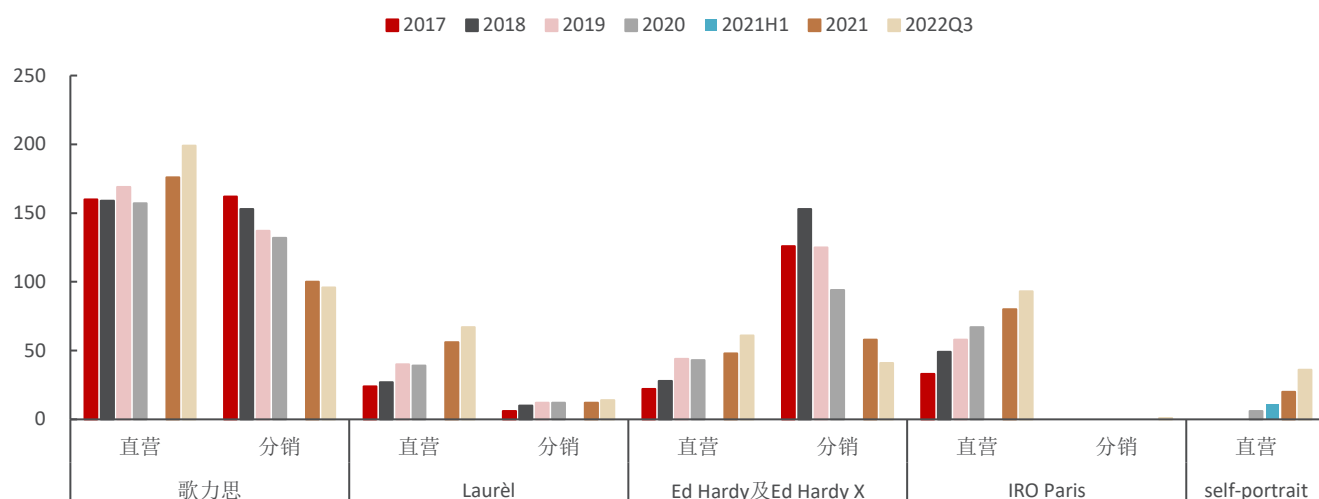


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**分渠道看：①线上渠道高增，收入贡献率 14.5%，较 2021 年提升 2.83pct。**店铺经营受疫情影响的情况下，公司积极通过社群营销、线上各平台发力等方式促进销售 2022Q1-3 线上收入 2.50 亿元，yoy+37.85%；**②线下直营渠道积极扩张，**

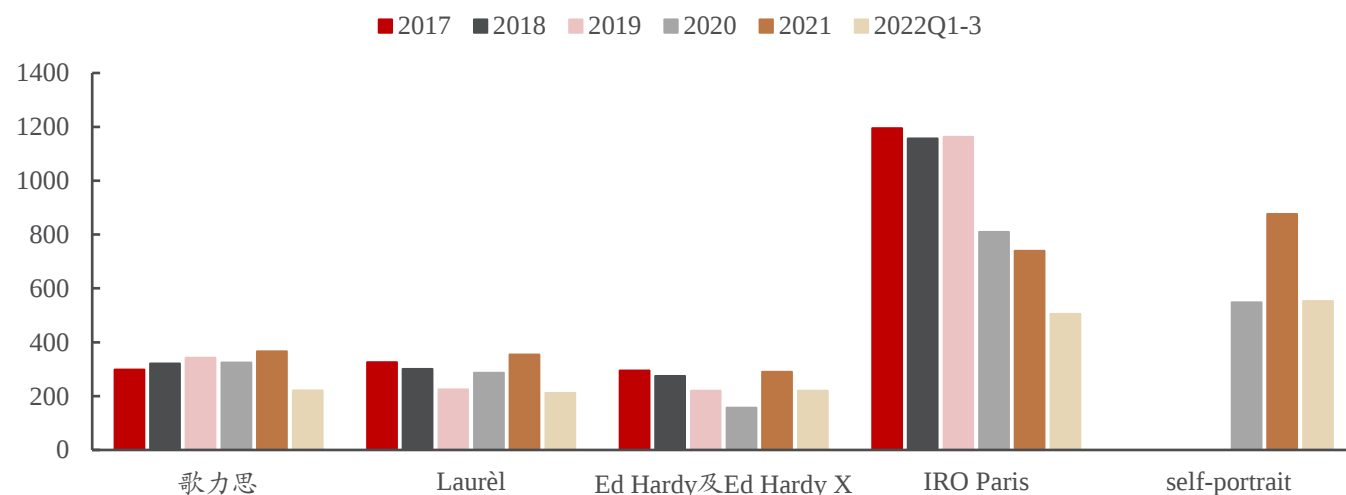
直营店铺数量较年初净增加 76 家。单 Q3, ELLASSAY /selfportrait /LAUREL/IRO /EdHardy 及 EdHardyX 品牌直营门店净增 12/6/4/8/13 家, 直营渠道整体收入 13.85 亿元, yoy+12.42%, 占主营业务收入的 80.45%, 直营拓店和线上渠道良好表现共驱业绩增长。

图57: 2017-2022Q3 歌力思各品牌门店数量 (单位: 家)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图58: 2017-2022Q1-3 歌力思各品牌店效 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

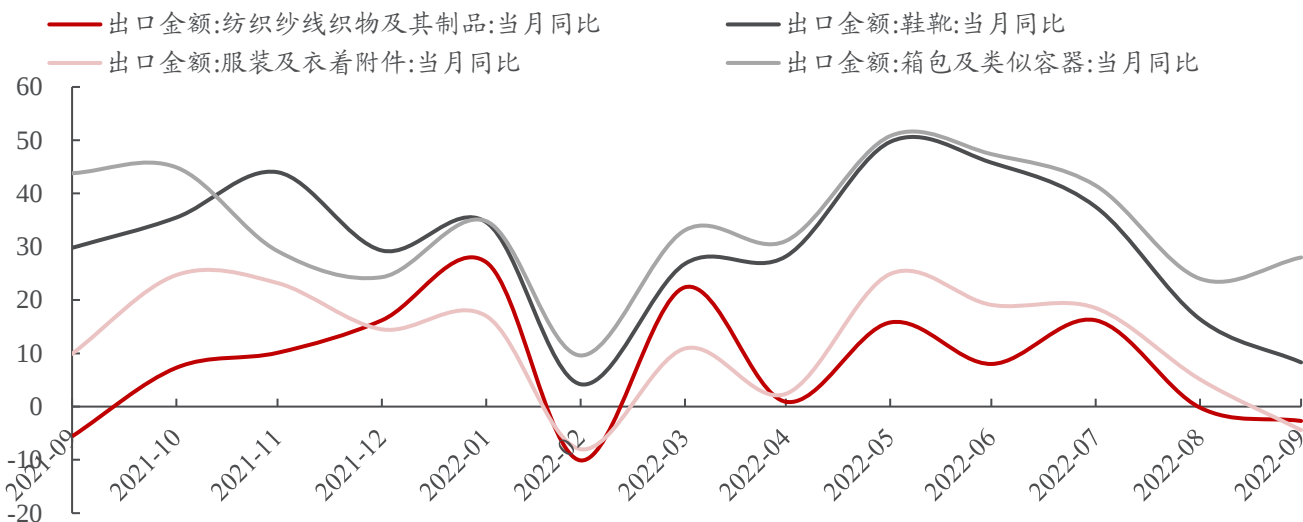
**品牌端横向扩张+线上下垂直深耕——公司在弱市中保持定力, 坚定投入, 巩固核心竞争力。**随着疫情回稳, 消费逐步复苏, 公司有望基于线下“门店数+店效”双提升, 线上“品牌力+渠道”双升级实现收入增长, 并摆脱费用端包袱, 实现利润提升。

## 3 纺织制造：外因短期扰动市场，静待下游需求复苏

### 3.1 板块表现：Q3 原材料价格小幅波动后继续走低，内外棉价差倒挂局面延续，纺织产品出口承压

海外需求下行等因素致国内纺服出口呈下滑态势。2020 年由于国内疫情先于海外得到控制，生产供应端优势凸显，但 2021 年海外“共存”策略下、生产制造逐步放开。2022 年 3 月国内疫情局部扩散，在严格防疫的管理下，国内生产、物流端受直接影响导致出口金额同比增速明显下滑，但随 5 月疫情逐渐好转，出口增速呈现向好趋势。8-9 月受海外需求疲软、化纤和棉类纺织原材料价格下降等因素影响，国内纺织服装出口增速转负。国内纺织制造业在疫情背景下，尾部公司出清，强者恒强的格局更加清晰。同时，因当前订单外流的趋势明确，具备海外产能布局的公司将有望承接更多订单、拥抱增长机会。

图59：2021-2022 年 9 月纺服出口当月同比情况 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

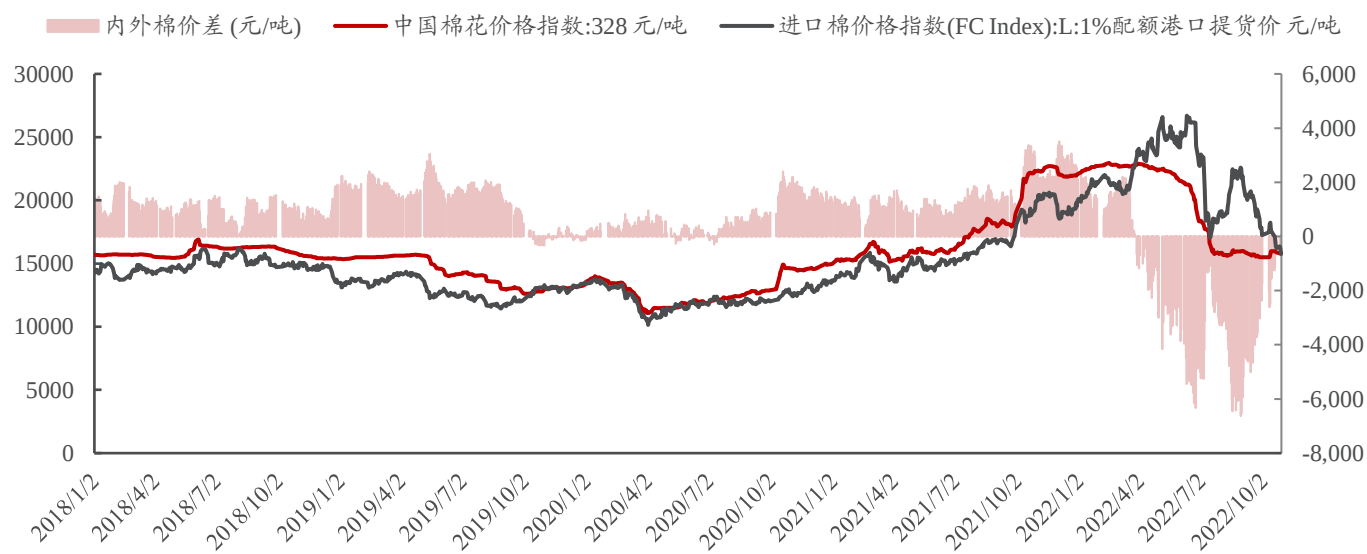
原材料价格走低，其中外棉价格大幅下跌，内外棉价差倒挂形势缓解。

(1) 根据 Cotlook 指数，2022Q3 棉价大幅回落。可见棉价自 2020 年开始上涨，于 2022 年 5 月达到 2018 年以来最高点后出现明显下行趋势。截至 2022 年 10 月 28 日，Cotlook 指数已降至 92.5 元/磅，较 2022 年 5 月 5 日最高价降 -46.67%。

(2) 外棉价格创今年最低，内外棉价差收窄。①2022 年 3 月末至 6 月末，出现内外棉价倒挂情况，内外棉价差不断扩大，主要源于国内棉花库存偏高、下游需求略弱，同时海外美棉种植区发生干旱天气、印度豁免棉花进口关税，市场对于海外市场棉花供应偏紧的预期大幅推升国际棉价。② 2022 年 6 月末至 9 月初，内外棉价差短期回落后继续增大，主要源于 6 月美联储加息引发衰退担忧，大宗

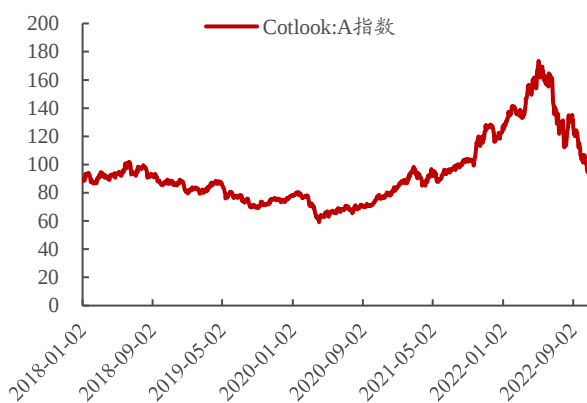
商品价格明显下滑，但 8 月美棉主产区严重干旱致产量降低再次拉升外棉价格，同时国内存在新棉增产预期、内棉价格稳定，导致内外棉价差进一步扩大。③9 月下旬美联储持续加息落地，叠加 USDA 上调美棉产量等因素的作用，国际棉价快速下跌，同时国内纺织服装市场迎来传统旺季、内棉价格小幅提升，内外棉价差持续收窄。

图60：内外棉价差显著收窄



资料来源：wind，民生证券研究院

图61：Cotlook 指数走势：22 年 5 月中旬后明显下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图62：美元兑人民币汇率：22 年 Q3 人民币加速贬值

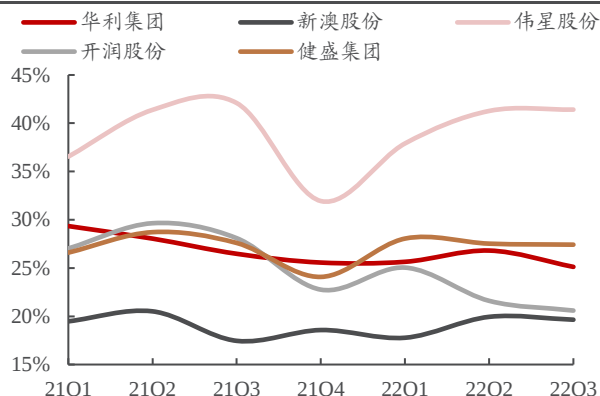


资料来源：wind，民生证券研究院

**22 年 Q3 公司盈利能力小幅下降，汇率变动增厚利润缓解部分压力。**从毛利率来看，华利集团/新澳股份/伟星股份/开润股份/健盛集团五家公司 2021Q1-Q4 的毛利率算数平均值分别为 27.80%/29.66%/28.34%/24.58%；2022Q1-Q3 毛利率算数平均值分别为 26.89%/27.43%/26.84%，同比分别 -0.91/-2.23/-1.50pcts，下滑幅度缩小。从净利率来看，华利集团/新澳股份/伟星股份/开润股

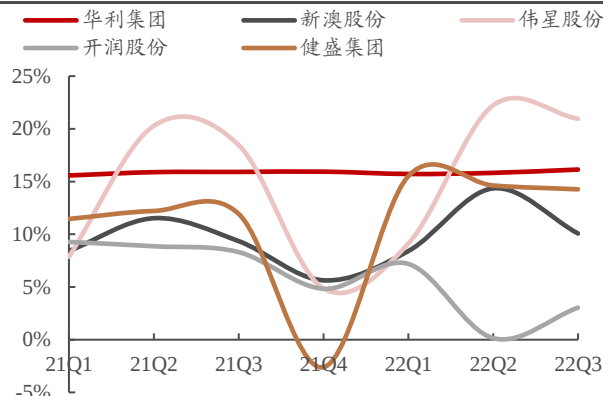
份 / 健盛集团 2021Q1-Q4 净利率算数平均值分别为 10.52%/13.75%/12.79%/5.73%；2022Q1-Q3 净利率算数平均值分别为 11.19%/13.44%/12.89%，同比分别+0.67/-0.32/+0.10pcts，2022 年 Q3 人民币贬值，有助于增厚利润，显著缓冲毛利端下滑对于公司的影响。

图63：部分上游纺织公司分季度毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图64：部分上游纺织公司分季度净利率情况



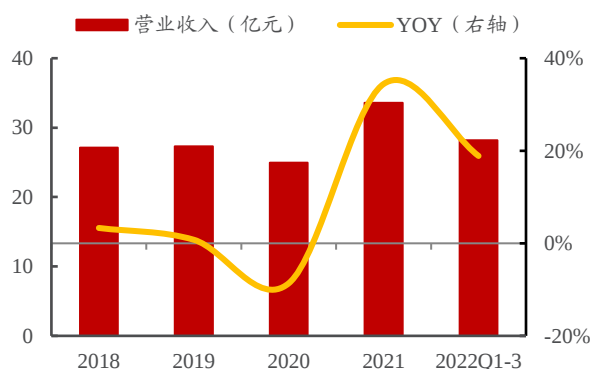
资料来源：wind，民生证券研究院

## 3.2 标的：业绩表现略有分化，龙头公司韧性彰显

### 3.2.1 伟星股份：短期因素无碍长期优势，新兴需求或将萌发

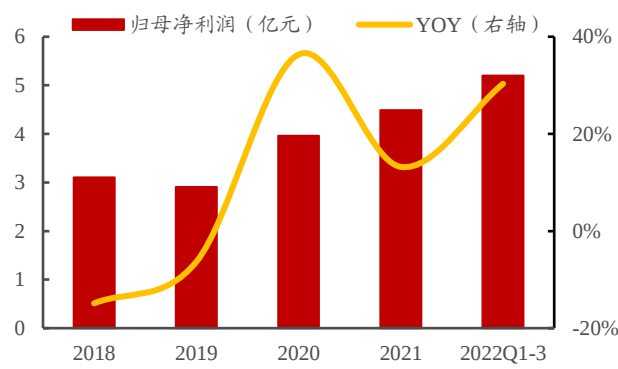
**伟星股份披露 2022 年三季报。**伟星股份 2022 三季报显示，2022 年 Q1-Q3 公司主营收入为 28.18 亿元，同比上升 18.88%；归母净利润 5.2 亿元，同比上升 30.31%；扣非净利润 5.03 亿元，同比上升 29.55%；拆分单季度，2022 年 Q3，公司单季度主营收入 9.9 亿元，同比上升 11.46%；单季度归母净利润 2.08 亿元，同比上升 28.17%；单季度扣非净利润 2.02 亿元，同比上升 29.93%；公司单三季度毛利率为 41.41%，环比第二季度提升 0.14pcts。

图65：伟星股份营收情况



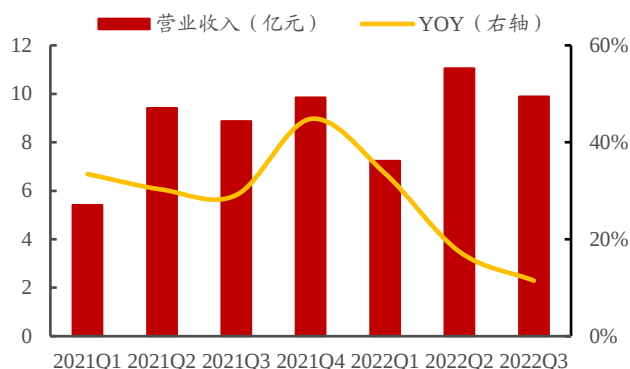
资料来源：wind，民生证券研究院

图66：伟星股份归母净利润情况



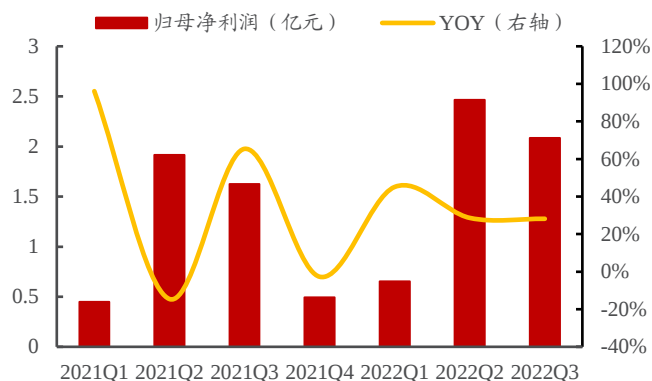
资料来源：wind，民生证券研究院

图67：2022 年 Q3 营收同比增速放缓



资料来源：wind，民生证券研究院

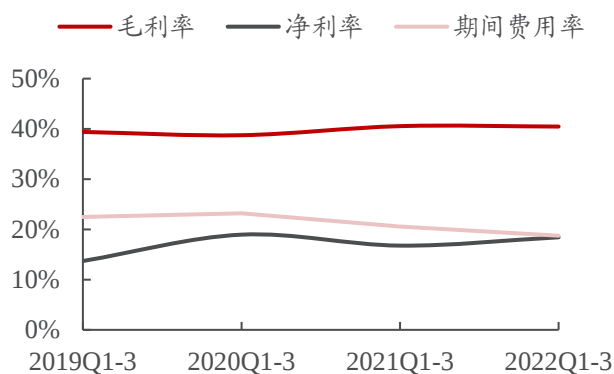
图68：2022 年 Q3 归母净利润同比维持高增速



资料来源：wind，民生证券研究院

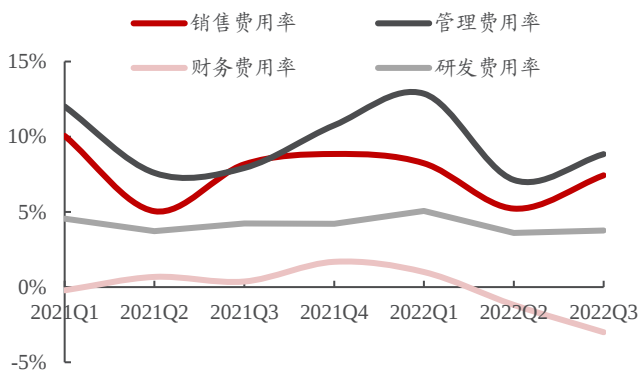
**受汇率变动影响财务费用优化明显，助力利润上行。**2022 年 Q3 公司财务费用为-0.3 亿元，较上年同期的 0.03 亿元相比大幅减少，财务费用变动的主要原因是 2022 年国际汇率变动幅度较大，公司海外业务结算受到相应影响。2022 年 Q3 公司取得了汇兑净收益，而上年同期为汇兑净损失，这也使得本季度公司归母净利润得到一定增厚。与此同时 2022 年 Q3 公司管理费用率为 8.84%，环比去年同期提升 0.92pcts，我们认为提升的主要原因或为公司在本报告期内结转了股权激励费，进而拉高管理费用率。

图69：伟星股份整体毛利率水平较为稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

图70：伟星股份分季度费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

**Q3 营收增速放缓是短期情况，行业竞争是一场“马拉松”。**2022 年 Q3 公司收入端受到一定影响，增速较 2022 年第一及第二季度略有下滑。我们认为这主要是由于国内服饰整体库存较高，线下消费活力不足所致，同时由于公司善于快速应对客户需求并出货，所以终端情况对公司的业绩影响反应较为直接。从长期视角观察，目前公司在产品力、供应链能反应速度、品牌溢价方面都处于上升通道，当前全球服装辅料行业仍在出清过程中，因此短期的因素扰动并不会对公司的长期竞争价值产生干扰。

**运动鞋服产业正进入新一轮周期，新兴需求或将萌发。**“消化库存”是各大运动鞋服品牌在 2022 年下半年及 2023 年上半年的重点运营目标之一，当库存消化

完成后，新一轮需求周期往往会再次拉升服装上游景气度。与此同时，国际以及国内服装品牌都有极强的优化供应链诉求，力求通过与更优秀的公司合作以提升公司运营效率，因此我们认为新兴诉求正在萌发，伟星股份长期仍有极大业务发展空间。目前公司在国内及海外均积极投产，越南工业园一期项目有望于 2024 年初建成投产，为公司收入规模扩张提供有力保障。

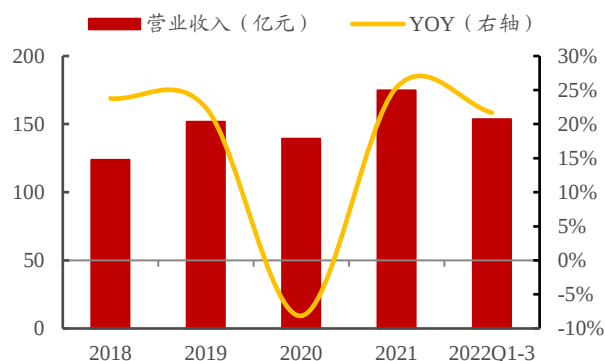
**表11：伟星股份产能情况**

|        | 2021 年 H1                    | 2022 年 H1                     |
|--------|------------------------------|-------------------------------|
| 总产能    | 钮扣 50.50 亿粒，拉链 3.25 亿米       | 钮扣 58.00 亿粒，拉链 4.25 亿米        |
| 产能利用率  | 67.88%                       | 57.97%                        |
| 在建工厂情况 | 孟加拉工业园三期工程、越南工业园项目、邵家渡工业园项目等 | 孟加拉工业园三期工程、邵家渡工业园、潍坊工业园、越南工业园 |

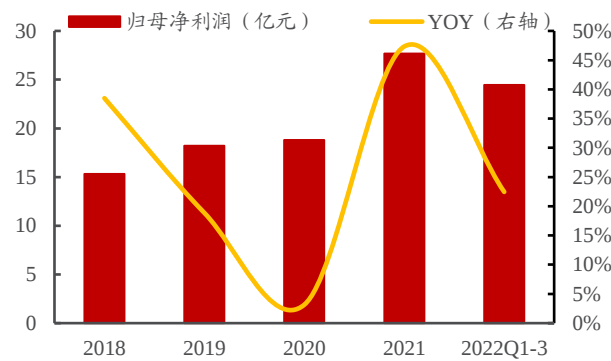
资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.2.2 华利集团：营收利润稳健增长，静待运动鞋服需求新周期

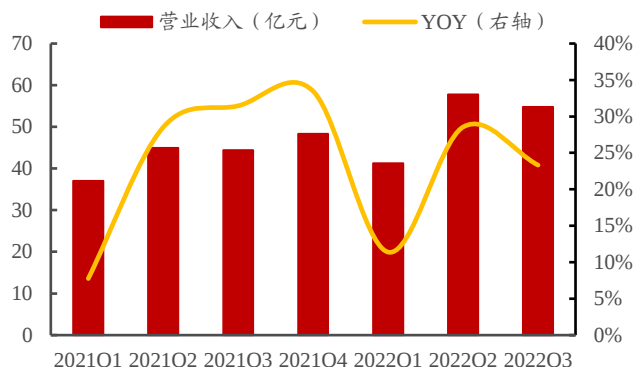
**华利集团发布 2022 年三季度报告。**公司 2022 年 Q1-Q3 实现营收 153.74 亿元，同比上升 21.68%；归母净利润 24.46 亿元，同比上升 22.46%；扣非净利润 24.03 亿元，同比上升 20.32%；拆分单季度，2022 年第三季度，公司主营收入 54.75 亿元，同比上升 23.33%；单季度归母净利润 8.84 亿元，同比上升 25.07%；单季度扣非净利润 8.73 亿元，同比上升 24.96%。鞋履销量端，2022 年前三季度公司销量为 1.69 亿双，同比上升 10.21%，其中三季度销量为 0.54 亿双，同比上升 4.26%。在各大运动鞋服品牌整体库存水平较高的背景下，公司在 2022 年三季度依然实现了稳健的增长。

**图71：华利集团营业收入情况**


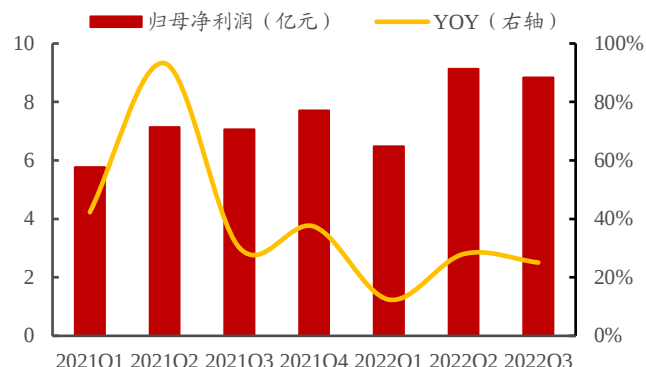
资料来源：wind，民生证券研究院

**图72：华利集团归母净利润情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

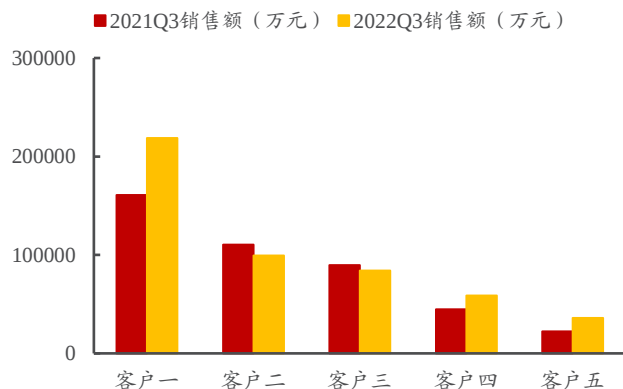
**图73：华利集团 2022 年 Q3 收入同比维持高增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

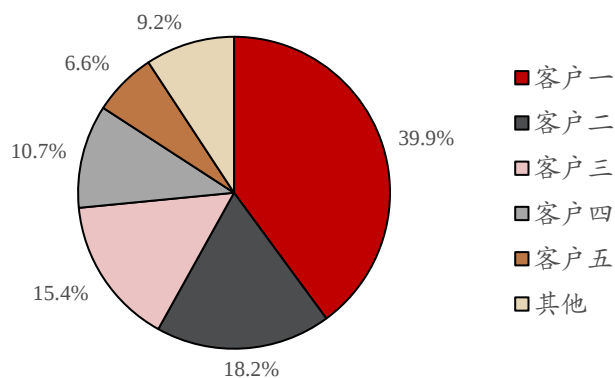
**图74：华利集团 2022 年 Q3 归母净利润同比维持高增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**客户绑定程度持续深化，产品升级有条不紊。**公司下游客户需求整体较为稳定，2022 年三季度前五大客户销售收入分别为 21.86 亿元 (yoy+35.99%)、9.94 亿元 (yoy+9.98%)、8.42 亿元 (yoy-6.16%)、5.86 亿元 (yoy+30.94%)、3.61 亿元 (yoy+60.45%)。其中客户一与客户五营收增长强劲，我们认为华利与这两大客户的合作，或存在着订单量的提升以及产品工艺的升级，从而可以抵消掉短期内客户二及客户三的需求下滑。长期看，华利自身的生产工艺仍在不断提升，对运动鞋服品牌的吸引力亦将持续提升，本报告期内下滑的订单在未来回补是极大概率事件。

**图75：前五大客户销售额变动**


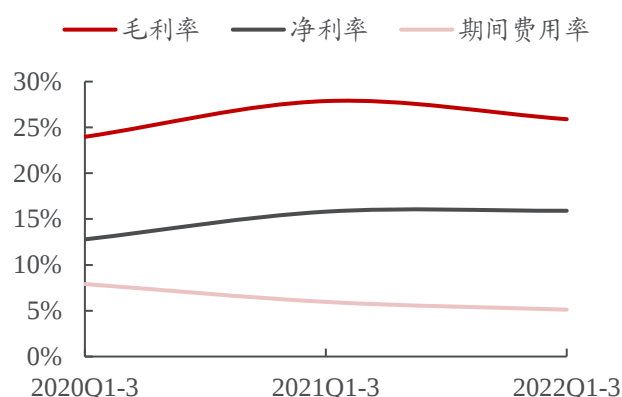
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图76：2022 年 Q3 前五大客户销售额占比**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

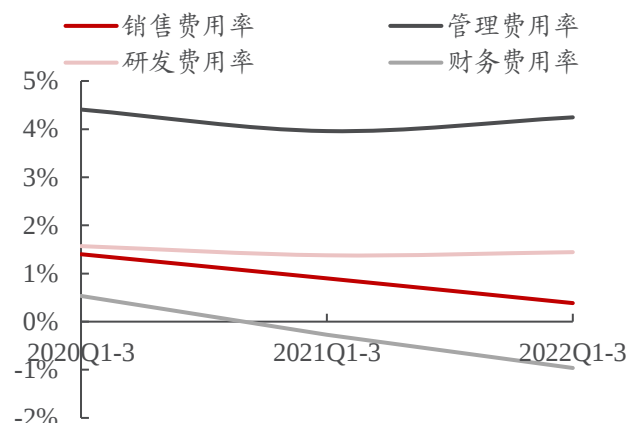
**毛利率微幅变动，或因为新工厂及新产品仍处于爬坡期。**2022 年 Q3 公司毛利率为 25.12%，较 2022 年 Q2 的 26.81%相比产生一定变动。我们认为毛利率变动的原因，或是因为公司在三季度接收到了需要新工艺生产的订单，这部分订单从试产到量产的过程中，员工需要经历一个逐步熟练的过程，因此从结构化的角度上看，公司这部分产品的毛利率仍有提升空间。与此同时目前公司部分新工厂仍处于生产爬坡期，未来效率仍有提升可能。

图77：华利集团毛利率、净利率、期间费率情况



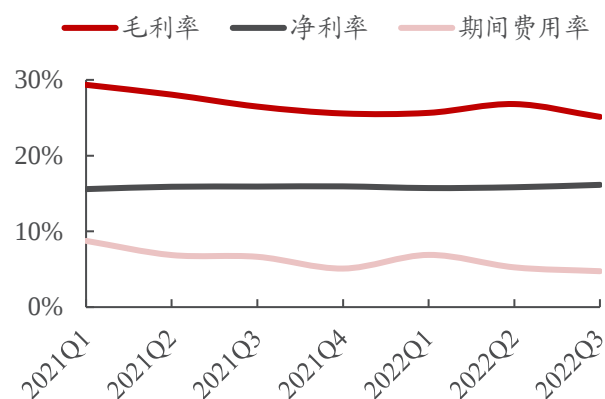
资料来源：wind，民生证券研究院

图78：华利集团各项费用率情况



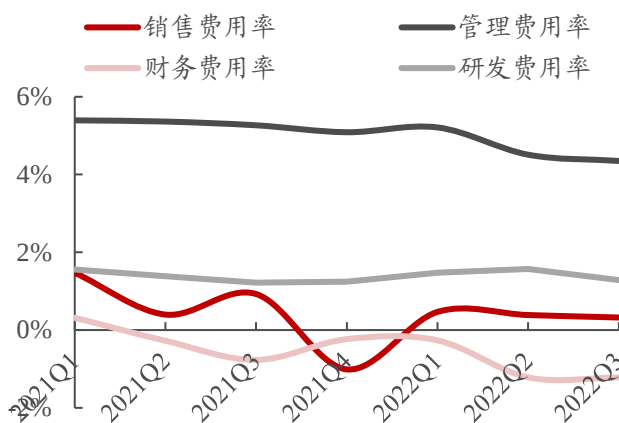
资料来源：wind，民生证券研究院

图79：华利集团分季度毛利率、净利率、期间费率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图80：华利集团分季度各项费用率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

**长期观察，2023 年或将出现两轮订单利好。**2022 年三季度，受制于宏观经济影响，各大运动鞋服品牌库存均处于较高水平，这对上游制造端的景气度产生一定压制。我们认为，各大品牌的去库存周期或于 2023 年 Q2 逐步结束，那么届时上游生产端的订单将有明显抬头。同时 2024 年作为奥运年，2024 年春夏款新品或将于 2023 年 Q3 进行下单生产。因此对于华利集团而言，2023 年公司或出现两轮订单利好。

**未来产能仍将稳定释放，长期确定性依然显著。**越南、缅甸、印尼产能扩张稳步进行，其中：（1）越南：2021 年新工厂产能爬坡顺利，2022 年将持续贡献可观产能，同时 2023 年越南仍将有多多个新工厂投产；（2）印尼：公司预计一期工厂将于 2023 年开始贡献产能；（3）缅甸：缅甸工厂目前已恢复建设，产能扩张将成为公司增收的有利保障。

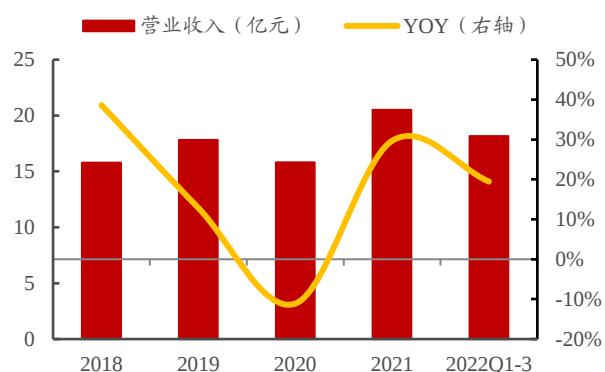
**表12：华利集团产能情况**

|          | 2021H1              | 2022H1                    |
|----------|---------------------|---------------------------|
| 总产能 (万双) | 10,060              | 11,594                    |
| 总产量 (万双) | 9,750               | 11,026                    |
| 产能利用率    | 96.92%              | 95.10%                    |
| 在建工厂情况   | 在越南、缅甸扩建、新建厂房及附属工程。 | 在越南、缅甸、印度尼西亚扩建、新建厂房及附属工程。 |

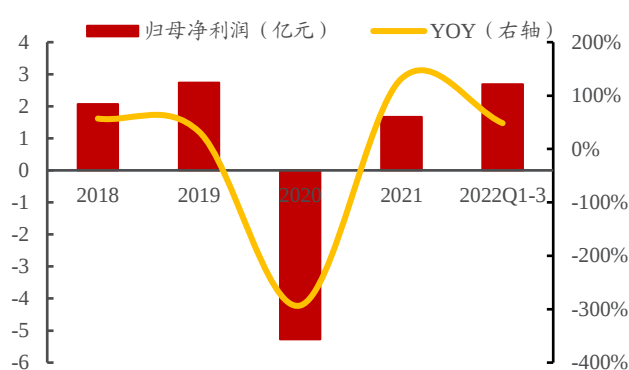
资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.2.3 健盛集团：高基数下棉袜业务增速下滑，无缝业务长期增长趋势明确

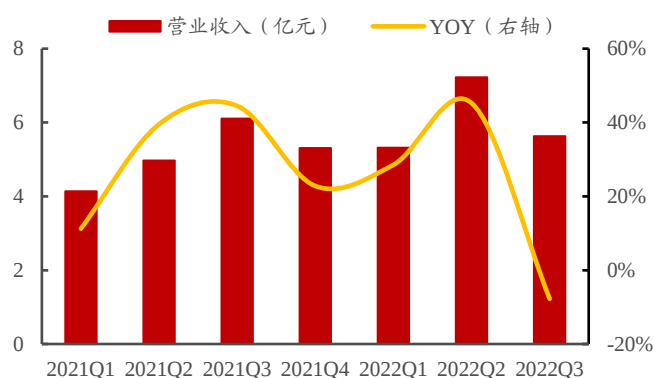
健盛集团发布 2022 年三季报。2022Q1-3 公司实现营业收入 18.17 亿元，yoy+19.46%；归母净利润 2.69 亿元，yoy+48.28%。2022Q3 公司实现营业收入 5.63 亿元，yoy-7.73%；归母净利润 0.80 亿元，yoy+10.11%。

**图81：健盛集团营业收入情况**


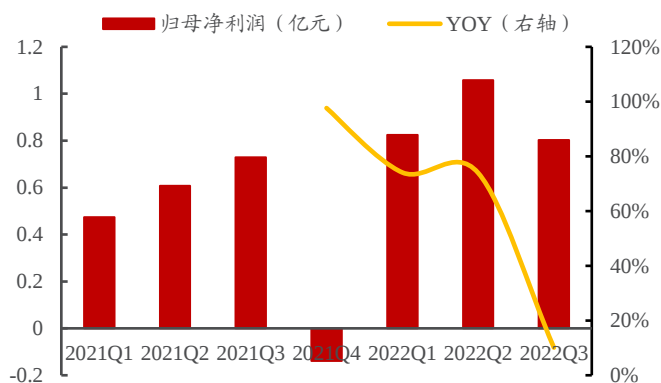
资料来源：wind，民生证券研究院

**图82：健盛集团归母净利润情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图83：健盛集团分季度收入情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

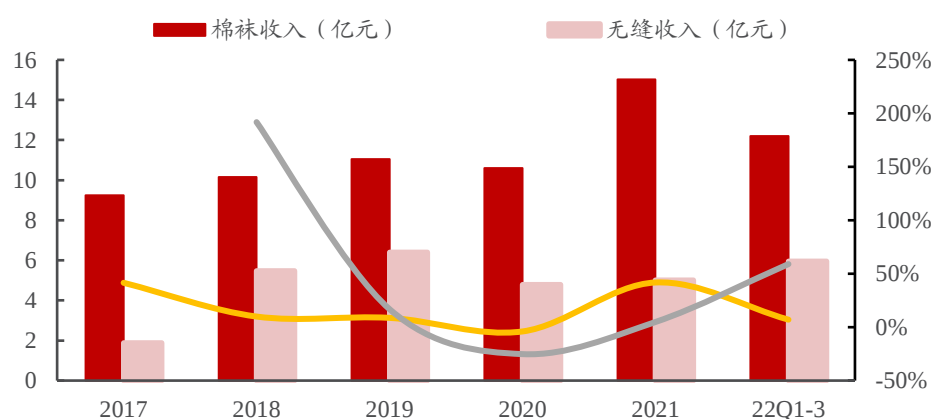
**图84：健盛集团分季度归母净利润情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

**优质客户带动棉袜产品单价提升，Q3 订单减少影响短期业绩增速。**2022Q1-3 棉袜业务实现销售收入 12.2 亿元，同比增长 7%；实现扣非利润 1.06 亿元，同比增长 18%；产品单价为 4.48 元/双，yoy+12%。具体到 2022Q3，公司棉袜业务营收为 4.1 亿元，yoy-14%；单价增长到 4.98 元/双。22Q3 业务收入下滑拉低全年业绩增速，考虑棉袜业务客户结构稳定，未来公司将深化与优衣库等高客单价客户的合作，产品单价或将进一步提升，我们认为公司棉袜业务仍有较大提升空间。

**客户拓张推动无缝业务收入同比高增。**2022Q1-3 无缝业务实现销售收入 5.96 亿元，yoy+59%；实现扣非利润 0.59 亿元；产品单价为 24.19 元/件，yoy+1%。具体到 2022Q3，公司无缝业务营收为 1.5 亿元，yoy+16%；单价增 13%至 25 元/件。重点客户方面，部分公司重点客户保持较高增速，优衣库/Delta 收入增速分别约为 200%/+50%+。毛利率方面，受淡旺季、海外客户需求下滑等因素影响，无缝业务毛利率小幅下滑，2022Q3 无缝业务毛利率为 16.4%。

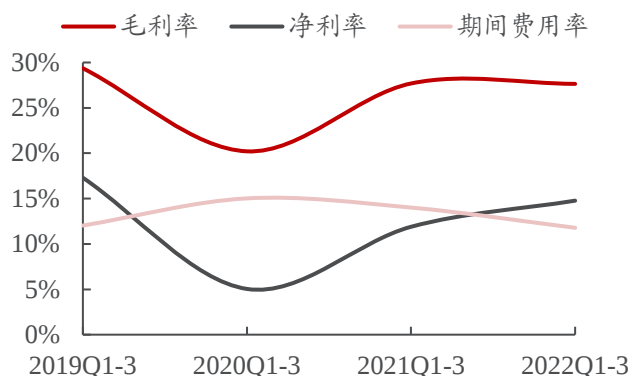
**图85：健盛集团棉袜、无缝业务收入情况**



资料来源：wind，民生证券研究院

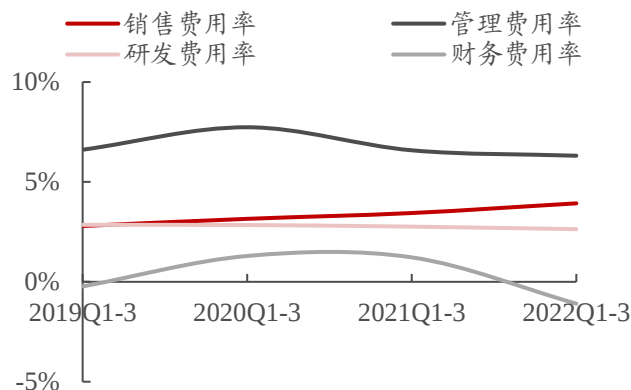
**公司盈利能力改善明显。**2022Q1-3 公司毛利率 27.65%，yoy-0.04pcts；净利率 14.77%/yoy+2.88pcts；2022Q3 公司毛利率 27.42%/yoy-0.18pcts；净利率为 14.26%/yoy+2.33pcts。2022Q1-3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.93%/6.31%/2.64%/-1.09%，同比分别+0.49/-0.27/-0.13/-2.31pcts，销售费用率增长主要源于本期销售业务员增加以及薪资调整，财务费用率明显下降主要源于汇率变动导致汇兑收益增长。

图86：2022 年 Q1-3 期间费用率下降推升净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图87：因汇兑收益增长，财务费率明显下降



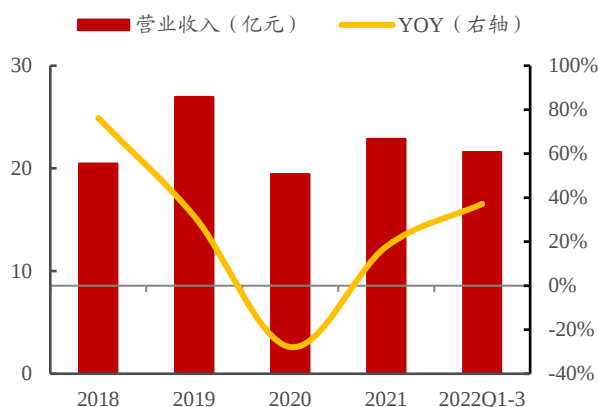
资料来源：wind，民生证券研究院

我们认为，22Q4 公司棉袜业务有望恢复增长，无缝业务或将继续维持高增长态势。棉袜业务 22Q3 营收因 21Q3 客户集中出货导致的高基数收入水平以及客户库存水平提升等因素而同比下滑，随着 Q4 下游换季衣物需求的增加，客户库存水平有望降低，棉袜业务或将恢复稳健增长。无缝产品持续开发新客户和新产品，市场空间较大，同时越南无缝工厂产能建设的持续推进提升产品生产能力，公司无缝业务高增长趋势明确。

### 3.2.4 开润股份：收入增长超预期，盈利能力待增强

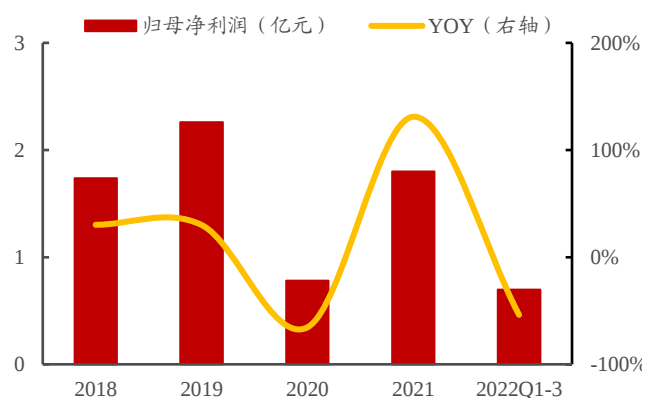
开润股份发布 2022 年三季报。公司 2022 年 Q1-3 实现营收 21.60 亿元/yoy+37.19%，实现归母净利润 0.70 亿元/yoy-53.84%；2022Q3 实现营收 8.41 亿元/yoy+43.85%，实现归母净利润 0.20 亿元/yoy-62.82%。

图88：开润股份营业收入情况



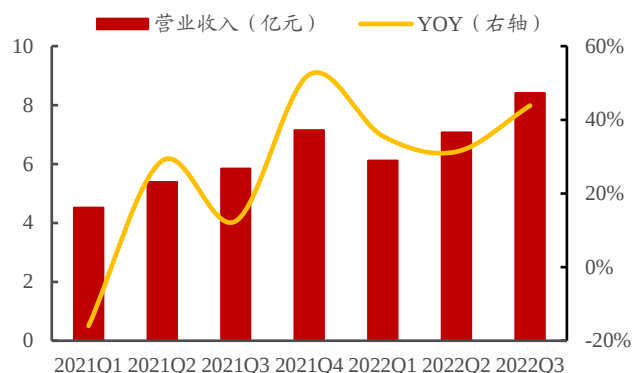
资料来源：wind，民生证券研究院

图89：开润股份归母净利润情况



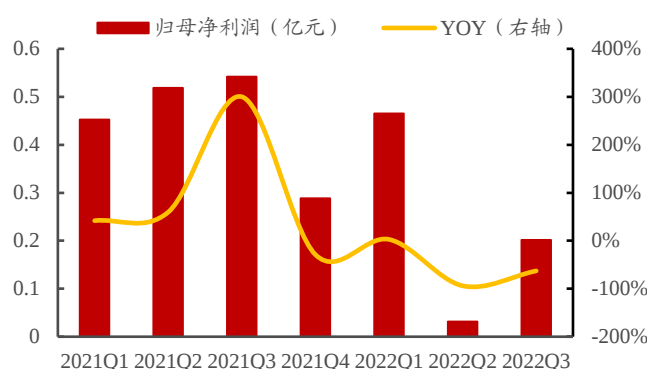
资料来源：wind，民生证券研究院

图90：2022 年 Q3 开润股份收入增速稳健提升



资料来源：wind，民生证券研究院

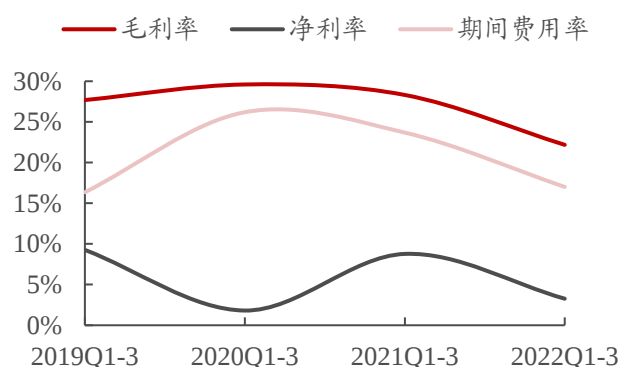
图91：2022 年 Q3 开润股份归母净利润触底反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

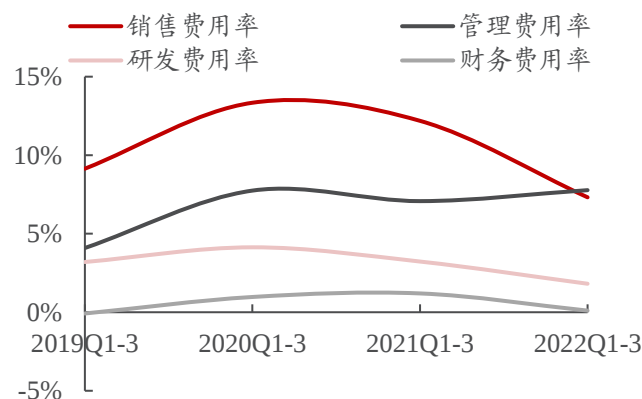
**多因素导致公司盈利能力承压。**公司 2022Q1-3 毛利率/净利率分别为 22.18%/3.27%，同比分别-6.13/-5.51pcts，公司 2022Q3 毛利率/净利率分别为 20.59%/3.04%，同比分别-7.50/-5.27pcts，毛利率、净利率承压主因公司 2C 业务毛利率下滑。公司 2022Q1-3 期间费用率为 17.01%，同比-6.68pcts，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.32%/7.77%/1.81%/0.10%，同比分别-4.87/+0.70/-1.41/-1.09pcts，其中，管理费率上升主因管理人员人力成本增加，财务费率下降主要源于汇兑收益增长，期间费用率下降致净利率下滑幅度低于毛利率。

图92：2022 年 Q1-3 净利率下滑幅度小于毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图93：2022 年 Q1-3 期间费用率大幅下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 投资建议

### 4.1 行业投资建议

1) 推荐具备高客户粘性、收入增长将有望迎来边际改善的高尔夫休闲男装龙头**比音勒芬**；推荐即将进入产品销售旺季的国内羽绒服龙头**波司登**；2) 推荐下半年受益于“人民币贬值+产能释放+疫情好转”三重利好的上游服装辅料生产商**伟星股份**、运动鞋代工公司**华利集团**；3) 推荐受益于户外精致露营风潮兴起的“帐篷代工+品牌”双轮驱动的优质标的**牧高笛**；4) 推荐消费韧性强、高分红属性显著的家纺板块优质标的**罗莱生活**。

表13：纺织行业重点关注个股

| 证券代码      | 证券简称 | 股价<br>(元) | EPS   |       |       | PE    |       |       | (21-23年) | 22年 | 评级 |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-----|----|
|           |      |           | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E | CAGR-2   | PEG |    |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 23.86     | 1.09  | 1.41  | 1.77  | 22    | 17    | 13    | 27%      | 0.6 | 推荐 |
| 3998.HK   | 波司登  | 3.39      | 0.19  | 0.22  | 0.26  | 18    | 15    | 13    | 17%      | 0.9 | 推荐 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 9.86      | 0.43  | 0.55  | 0.65  | 23    | 18    | 15    | 23%      | 0.8 | 推荐 |
| 300979.SZ | 华利集团 | 47.15     | 2.37  | 2.80  | 3.24  | 20    | 17    | 15    | 17%      | 1.0 | 推荐 |
| 603908.SH | 牧高笛  | 61.29     | 1.18  | 2.09  | 3.37  | 52    | 29    | 18    | 69%      | 0.4 | 推荐 |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 9.69      | 0.85  | 0.82  | 0.94  | 11    | 12    | 10    | 5%       | 2.3 | 推荐 |

资料来源：Wind, 民生证券研究院

注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价，港币汇率为 0.93

## 5 风险提示

- 1) **下游消费需求疲软**：国内疫情反复，海外高通胀、政治等因素影响下可能导致下游需求偏弱，将直接影响品牌商业绩表现，间接影响上游生产商接单订单；
- 2) **原材料价格大幅波动**：原材料价格大幅波动将可能影响公司盈利能力；
- 3) **国内疫情反复**：疫情反复将影响我国公司正常经营活动的展开。

## 插图目录

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2022 年 Q3 仍有区域性疫情反复 (单位: 人)                          | 3  |
| 图 2: 2018-2022 年服装鞋帽针纺织品类社零当月同比数据: 7-8 月数据向好, 9 月疫情影响依然明显 | 3  |
| 图 3: 22Q1-Q3 纺织服装行业公司总收入同比略增                              | 4  |
| 图 4: 22Q1-Q3 纺织服装行业公司总归母净利承压                              | 4  |
| 图 5: 中国露营营地市场规模持续高增 (单位: 亿元)                              | 7  |
| 图 6: 我国汽车房车露营地数量情况 (单位: 家)                                | 7  |
| 图 7: 2018-2022 年前三季度毛利率情况                                 | 8  |
| 图 8: 2018-2022 年前三季度净利率情况                                 | 8  |
| 图 9: 2018H1-2022H1 户外用品公司销售费用率                            | 8  |
| 图 10: 2018H1-2022H1 户外用品公司研发费用率                           | 8  |
| 图 11: 2011-2022Q3 收入及增速                                   | 9  |
| 图 12: 2011-2022Q3 归母净利润及增速                                | 9  |
| 图 13: 2014-2022Q3 年自有品牌与外销业务收入及增速 (单位: 亿元)                | 9  |
| 图 14: 大牧、小牧 2022 年 Q1-Q3 收入情况 (单位: 亿元)                    | 10 |
| 图 15: 线上线下收入及增速 (单位: 亿元)                                  | 10 |
| 图 16: 2017-2022H1 线上线下毛利率情况                               | 10 |
| 图 17: 内销渠道收入占比                                            | 11 |
| 图 18: 品牌内销各渠道毛利率                                          | 11 |
| 图 19: 截至 10 月 30 日, 牧高笛露营品类预售额排名第三                        | 11 |
| 图 20: 2016-2022Q3 收入及增速                                   | 12 |
| 图 21: 2016-2022Q3 归母净利润及增速                                | 12 |
| 图 22: 2021Q1-2022Q3 收入及增速                                 | 12 |
| 图 23: 2021Q1-2022Q3 归母净利润及增速                              | 12 |
| 图 24: 2016-2022Q1-3 毛利率与净利率                               | 13 |
| 图 25: 2021Q1-2022Q3 分季度毛利率与净利率                            | 13 |
| 图 26: 家纺公司季度营收 yoy 增长率 (%)                                | 14 |
| 图 27: 家纺公司季度归母净利 yoy 增长率 (%)                              | 14 |
| 图 28: 2017-2022Q3 罗莱生活营业收入及增速                             | 15 |
| 图 29: 2017-2022Q3 罗莱生活归母净利润及增速                            | 15 |
| 图 30: 男装公司季度营收 yoy 增长率 (%)                                | 16 |
| 图 31: 男装公司季度归母净利 yoy 增长率 (%)                              | 16 |
| 图 32: 2018-2022Q3 男装销售毛利率表现                               | 17 |
| 图 33: 2018-2022Q3 男装销售净利率表现                               | 17 |
| 图 34: 2018-2022Q3 男装销售费用率表现                               | 17 |
| 图 35: 2018-2022Q3 男装研发费用率表现                               | 17 |
| 图 36: 女装公司季度营收 yoy 增长率 (%)                                | 18 |
| 图 37: 女装公司季度归母净利 yoy 增长率 (%)                              | 18 |
| 图 38: 2018-2022Q3 女装公司销售毛利率表现                             | 19 |
| 图 39: 2018-2022Q3 女装公司销售净利率表现                             | 19 |
| 图 40: 2018-2022Q3 女装公司销售费用率表现                             | 19 |
| 图 41: 2018-2022Q3 女装公司管理费用率表现                             | 19 |
| 图 42: 2017-2022Q3 比音勒芬营业收入变化情况                            | 20 |
| 图 43: 2017-2022Q3 比音勒芬归母净利润变化情况                           | 20 |
| 图 44: 2019Q1-2022Q3 比音勒芬归母净利润变化情况                         | 20 |
| 图 45: 比音勒芬存货及存货周转天数情况                                     | 21 |
| 图 46: 2016-2022Q3 分品牌营收 (单位: 亿元)                          | 22 |
| 图 47: 2017-2022Q3 海澜之家归母净利润变化情况                           | 22 |
| 图 48: 2016-2022Q3 海澜之家线上销售额变化                             | 22 |
| 图 49: 2016-2022 Q3 海澜之家线下销售额变化                            | 22 |
| 图 50: 2016-2022Q3 海澜之家旗下加盟店收入变化                           | 23 |
| 图 51: 2016-2022Q3 海澜之家旗下直营店收入变化                           | 23 |
| 图 52: 2017-2022Q3 海澜之家毛利率/净利率变化                           | 23 |
| 图 53: 2017-2022Q3 海澜之家期间费用率变化                             | 23 |
| 图 54: 2017-2022Q1-3 歌力思各品牌收入情况 (单位: 亿元)                   | 24 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 55: 歌力思线上线下收入情况 (单位: 亿元)            | 24 |
| 图 56: 2017-2022H1 歌力思线上线下毛利率情况        | 24 |
| 图 57: 2017-2022Q3 歌力思各品牌门店数量 (单位: 家)  | 25 |
| 图 58: 2017-2022Q1-3 歌力思各品牌店效 (单位: 万元) | 25 |
| 图 59: 2021-2022 年 9 月纺服出口当月同比情况 (%)   | 26 |
| 图 60: 内外棉价差显著收窄                       | 27 |
| 图 61: Cotlook 指数走势: 22 年 5 月中旬后明显下降   | 27 |
| 图 62: 美元兑人民币汇率: 22 年 Q3 人民币加速贬值       | 27 |
| 图 63: 部分上游纺织公司分季度毛利率情况                | 28 |
| 图 64: 部分上游纺织公司分季度净利率情况                | 28 |
| 图 65: 伟星股份营收情况                        | 28 |
| 图 66: 伟星股份归母净利润情况                     | 28 |
| 图 67: 2022 年 Q3 营收同比增速放缓              | 29 |
| 图 68: 2022 年 Q3 归母净利同比维持高增速           | 29 |
| 图 69: 伟星股份整体毛利率水平较为稳定                 | 29 |
| 图 70: 伟星股份分季度费用率                      | 29 |
| 图 71: 华利集团营业收入情况                      | 30 |
| 图 72: 华利集团归母净利润情况                     | 30 |
| 图 73: 华利集团 2022 年 Q3 收入同比维持高增速        | 31 |
| 图 74: 华利集团 2022 年 Q3 归母净利同比维持高增速      | 31 |
| 图 75: 前五大客户销售额变动                      | 31 |
| 图 76: 2022 年 Q3 前五大客户销售额占比            | 31 |
| 图 77: 华利集团毛利率、净利率、期间费率情况              | 32 |
| 图 78: 华利集团各项费用率情况                     | 32 |
| 图 79: 华利集团分季度毛利率、净利率、期间费率情况           | 32 |
| 图 80: 华利集团分季度各项费用率情况                  | 32 |
| 图 81: 健盛集团营业收入情况                      | 33 |
| 图 82: 健盛集团归母净利润情况                     | 33 |
| 图 83: 健盛集团分季度收入情况                     | 33 |
| 图 84: 健盛集团分季度归母净利润情况                  | 33 |
| 图 85: 健盛集团棉袜、无缝业务收入情况                 | 34 |
| 图 86: 2022 年 Q1-3 期间费用率下降推升净利率        | 35 |
| 图 87: 因汇兑收益增长, 财务费率明显下降               | 35 |
| 图 88: 开润股份营业收入情况                      | 35 |
| 图 89: 开润股份归母净利润情况                     | 35 |
| 图 90: 2022 年 Q3 开润股份收入增速稳健提升          | 36 |
| 图 91: 2022 年 Q3 开润股份归母净利触底反弹          | 36 |
| 图 92: 2022 年 Q1-3 净利率下滑幅度小于毛利率        | 36 |
| 图 93: 2022 年 Q1-3 期间费用率大幅下滑           | 36 |

## 表格目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 重点公司盈利预测、估值与评级                         | 1  |
| 表 1: 2022Q1-Q3/2022Q3 纺服上市公司营收及归母净利润数据 | 5  |
| 表 2: 各品牌 Q3 流水同比增长情况                   | 6  |
| 表 3: 2022 年 Q1-Q3 户外上市公司营收及归母净利润数据     | 7  |
| 表 4: 2022Q2 户外用品上市公司营收及归母净利润数据         | 8  |
| 表 5: 2022Q1-3 家纺板块营收及归母净利润数据           | 13 |
| 表 6: 2022Q3 家纺板块营收及归母净利润数据             | 14 |
| 表 7: 2022Q1-3 男装板块营收及归母净利润数据           | 16 |
| 表 8: 2022Q3 男装板块营收及归母净利润数据             | 16 |
| 表 9: 2022Q1-3 女装板块营收及归母净利润数据           | 18 |
| 表 10: 2022Q3 女装板块营收及归母净利润数据            | 18 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| 表 11: 伟星股份产能情况 .....   | 30 |
| 表 12: 华利集团产能情况 .....   | 33 |
| 表 13: 纺织行业重点关注个股 ..... | 37 |

## 分析师承诺

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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

## 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 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026