

行业研究

拨云见日复苏可期，本土品牌提质增长

——纺织服装行业 2023 年年度投资策略

要点

行情与估值回顾：2022年1月1日~11月28日A股纺织服装行业累计下跌17.67%，排名申万一级行业中的第17名、位居全行业中游，子行业中纺织制造和服装家纺分别-15.98%、-18.42%。行业估值方面，截至2022年11月28日A股纺织服装行业、子行业纺织制造、服装家纺PE (ttm) 为22倍、21倍、22倍，估值分位数分别为19.94%、15.48%、28.91%。港股代表纺织服装公司行情表现方面，2022年1月1日~11月28日港股纺织服装行业市值超千亿的龙头公司安踏体育、李宁跌幅分别为27.99%、35.48%、均跑输同期恒生指数，制造龙头申洲国际跌幅为53.56%。估值方面，代表公司中除特步国际外，其余公司安踏体育、李宁、申洲国际、波司登、滔搏11月28日估值均处于历史35%以下的分位数水平。

行业业绩回顾：品牌服饰：前三季度行业合计收入、归母净利润同比-6.48%、-50.28%，Q3 分别-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，户外、箱包 22Q3 收入端延续较快增长，高端服饰、内衣收入增速环比 Q2 均已转正。**纺织制造：**前三季度行业合计收入、归母净利润同比+9.95%、+1.46%，Q3 分别+8.05%、-13.89%，三季度收入增长放缓、利润端出现下滑。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。

年度策略：拨云见日复苏可期，本土品牌提质增长。疫情逐步受控下消费温和复苏，我们建议关注几大消费趋势和可能的机会：1) 继续看好政策助力下运动服饰行业持续景气，随着体育消费升级，我国运动项目正在走向多元化、细分化，新兴项目存发展潜力。当前国际龙头大中华区销售仍呈疲态，国内龙头在科技加持下加速品牌革新升级、锐意提升市场份额。2) 随着经济发展和民族文化自信增强，年轻一代消费者更加偏好购买国产品牌，国潮崛起趋势依旧，国产运动龙头把握机遇，对渠道议价能力上升、购物中心布局增加。3) 从疫情影响的当期、期后来看，复盘2020年疫情后品牌服饰各子行业的业绩表现，运动服饰、高端服饰、户外复苏较早、韧性较强。展望明年，随着疫情受控、线下消费日渐复苏，线下以及购物中心占比高的公司将展现出更强的业绩复苏弹性；同时消费支持政策有望提振消费信心，利好大众消费市场。4) 纺织制造行业短期在内需不振、外需走弱的背景下或面临订单压力，但全球化布局的龙头长期竞争优势不改、期待度过波折继续稳健增长。5) 高股息率的股票具有一定防御属性、吸引力上升。

投资建议：下游品牌服饰：下游品牌服饰方面，10月社零数据走弱，近期各地疫情形势仍较严峻、阻挡了线下客流和消费意愿的恢复进度，正值四季度冬装销售旺季，结合刚落幕的“双11”电商大促情况，预计近期零售端仍较为疲软，期待在疫情防控逐步显效的背景下行业销售进一步修复、盈利能力和库存亦得到改善，2023年我们认为服装作为典型可选品类将迎来需求反弹、同时在2022年低基数的背景下业绩端亦有望迎来较大幅度的修复。我们继续建议从长期赛道和品牌力的角度，推荐运动服饰龙头，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**比音勒芬**、羽绒服龙头**波司登**、家纺龙头**罗莱生活**等。

上游纺织制造：短期受国内疫情反复影响内需压力仍存，外需方面出口数据10月走弱，海外经济和消费需求的不确定性仍存，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，长期推荐**华利集团、申洲国际、伟星股份**。再从股息回报的角度建议关注纺服高股息率、低估值的稳健型标的（见附表）。

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等。

纺织和服装 增持（维持）

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

联系人：朱洁宇

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

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 年三季度总结 (2022-11-06)

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)

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)

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)

需求扰动拖累三季度销售，优质公司不改长期竞争力——纺织服装&化妆品&医美行业 2021 年三季度总结 (2021-11-09)

国潮趋于常态化，赛道为基、能力为梁——纺织服装&化妆品&医美行业 2022 年年度投资策略 (2021-10-25)

纺织服装行业重点推荐公司盈利预测与估值表

证券名称	证券代码	股价 (元人民币)	市值 (亿元人民币)	EPS (元)				PE				21~24年3年 CAGR	PEG	投资评级	
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			本次	变动
安踏体育	2020.HK	74.37	2018.10	2.86	3.03	3.86	4.85	26	25	19	15	19%	1.28	买入	维持
李宁	2331.HK	50.13	1315.13	1.53	1.74	2.17	2.61	33	29	23	19	19%	1.49	买入	维持
特步国际	1368.HK	7.29	192.10	0.34	0.41	0.49	0.64	21	18	15	11	23%	0.78	买入	维持
比音勒芬	002832.SZ	24.05	137.26	1.09	1.41	1.77	2.12	22	17	14	11	25%	0.69	买入	维持
罗莱生活	002293.SZ	9.83	82.56	0.85	0.76	0.94	1.09	12	13	10	9	9%	1.50	买入	维持
波司登	3998.HK	3.04	331.25	0.19	0.22	0.26	0.3	16	14	12	10	16%	0.84	买入	维持
华利集团	300979.SZ	46.20	539.15	2.37	2.84	3.31	3.9	19	16	14	12	18%	0.90	买入	维持
申洲国际	2313.HK	57.64	866.52	2.24	3.19	3.83	4.75	26	18	15	12	28%	0.63	买入	维持
伟星股份	002003.SZ	9.93	102.99	0.43	0.54	0.64	0.75	23	18	16	13	20%	0.90	买入	维持

注：上表中波司登 EPS 和 PE 对应的为 2023~2025 财年的盈利预测数据；

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28；汇率按 1HKD=0.9164RMB 换算

目 录

1、行情与估值回顾	7
2、行业业绩回顾.....	9
2.1、品牌服饰行业	9
2.1.1、行业总览：前三季度收入、归母净利润同比-6%、-50%	9
2.1.2、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
2.2、纺织制造行业	11
3、品牌服饰行业：国货崛起趋势不改，疫后复苏弹性可期.....	12
3.1、运动服饰行业长期景气，继续看好国货品牌加速崛起	13
3.1.1、运动服饰行业前景广阔，政策助推行业持续景气	13
3.1.2、运动项目走向多元化、细分化，新兴项目存发展潜力	16
3.1.3、国际龙头销售表现疲弱，国内龙头锐意提升市场份额	19
3.2、国潮崛起趋势延续，国货品牌把握机遇、焕新升级.....	22
3.3、后疫情时代存结构性机会，期待后续复苏弹性	25
3.3.1、20 年疫情后业绩复盘：运动服饰、高端服饰、户外韧性强.....	25
3.3.2、线下、购物中心占比高的品牌复苏弹性可期.....	26
3.3.3、消费支持政策提振消费信心，利好大众消费市场	26
4、纺织制造行业：短期存外需扰动，长期制造龙头优势不改	27
4.1、上半年出口增长平稳，下半年随外需回落增速放缓.....	27
4.2、近期多数国际品牌销售平淡、库存高企，外需走弱.....	28
4.3、上半年内外棉高位震荡，6 月以来棉价呈回落	29
5、高股息类标的提供稳健回报	30
6、投资建议.....	30
7、重点推荐公司.....	31
7.1、安踏体育 (2020.HK)	31
7.2、李宁 (2331.HK)	32
7.3、特步国际 (1368.HK)	33
7.4、比音勒芬 (002832.SZ)	34
7.5、罗莱生活 (002293.SZ)	35
7.6、波司登 (3998.HK)	36
7.7、华利集团 (300979.SZ)	37
7.8、申洲国际 (2313.HK)	38
7.9、伟星股份 (002003.SZ)	39
8、风险分析.....	40
附录.....	41

图目录

图 1: 2022 年初至今 A 股纺织服装板块累计涨跌幅.....	7
图 2: 2022 年初至今 A 股纺织服装板块子行业累计涨跌幅.....	7
图 3: 2022 年初至今申万一级行业累计涨跌幅.....	7
图 4: 2010 年初至今 A 股纺织服装及子行业纺织制造、服装家纺 PE 估值走势 (ttm)	7
图 5: A 股纺织服装及子行业当前估值所处的历史分位数水平	8
图 6: 港股代表纺织服装行业上市公司 2022 年初至今累计涨跌幅走势	8
图 7: 港股代表纺织服装行业上市公司 2017 年初至今 PE 估值走势 (ttm)	8
图 8: 港股代表纺织服装行业上市公司当前估值所处的历史分位数水平.....	8
图 9: 2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业营业收入及增速	9
图 10: 2019 年~2022 年前三季度品牌服饰行业归母净利润及增速.....	9
图 11: 2021 年以来品牌服饰子行业收入同比增速.....	11
图 12: 2021 年以来品牌服饰子行业归母净利润同比增速	11
图 13: 2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业营业收入及增速	11
图 14: 2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业归母净利润及增速.....	11
图 15: 2021Q1~2022Q3 单季度纺织制造行业营业收入及增速	12
图 16: 2021Q1~2022Q3 单季度纺织制造行业归母净利润及增速.....	12
图 17: 2021 年以来纺织制造子行业收入同比增速	12
图 18: 2021 年以来纺织制造子行业归母净利润增速情况	12
图 19: 2019 年 1 月~2022 年 10 月服装零售额单月同比增速.....	13
图 20: 2019 年 1 月~2022 年 10 月服装零售额累计同比增速.....	13
图 21: 按零售额计 2007 年~2026E 我国运动服饰行业市场规模及增速.....	13
图 22: 我国服装及子行业规模年复合增速	13
图 23: 2007~2021 年中美日韩人均运动服饰消费金额 (美元)	14
图 24: 2020 年中美体育运动参与率对比	14
图 25: 2021 年及 2022H1 品牌服饰及子行业收入同比增速.....	14
图 26: 2021 年及 2022H1 品牌服饰及子行业归母净利润同比增速.....	14
图 27: 社交媒体声量较高的运动项目以及提及次数增幅 (2018 年 VS 近 12 个月)	17
图 28: 我国年轻人群运动爱好发展趋势	17
图 29: 未来有望成为主流关注的户外运动项目	17
图 30: 抖音 2022 年“921 好物节”运动户外产品成交额同比增速.....	18
图 31: 2022 年“双十一”期间运动细分行业线上零售数据表现	18
图 32: 抖音平台用户一年之中参加户外活动不同频次的用户占比 (%)	18
图 33: 2022 年京东“618”大促户外露营相关品类成交额同比增速.....	18
图 34: 2018 年~2022 年 1~9 月牧高笛收入及归母净利润表现.....	19
图 35: 2021Q1~2022Q3 迪桑特、可隆合计零售流水同比增速	19
图 36: 2012~2021 年按零售额计我国运动服饰市场各品牌份额情况 (%)	19
图 37: 2012~2021 年按零售额计我国运动服饰市场各公司份额情况 (%)	19
图 38: Nike 品牌 FY20Q1~FY23Q1 大中华收入同比增速	20
图 39: Adidas 公司 FY19Q1~FY22Q3 大中华区收入同比增速.....	20

图 40: 2019H1~2022H1 国内运动服饰品牌收入同比增速	20
图 41: 2022 年和 2021 年天猫“双十一”运动户外行业榜单变化	20
图 42: 2021 年 1 月~2022 年 10 月国内运动服饰品牌天猫官方旗舰店销售均价变化 (元)	21
图 43: 国内外运动龙头运动鞋天猫旗舰店价格带对比	21
图 44: 国产运动服饰品牌代表跑鞋基本属性分析	21
图 45: 2022 年柏林马拉松男女前三名跑鞋榜	22
图 46: 2022 年尤金世锦赛女子马拉松前四跑鞋榜	22
图 47: 2021 年“国潮”关注群体年龄分布情况	22
图 48: 不同代际的人群民族自豪感调研得分	22
图 49: 中国年轻人群购买运动品牌的倾向	23
图 50: 中国年轻人群购买的国潮运动品牌	23
图 51: “2022 年全球最有价值的 50 个服饰品牌”榜单中上榜的国产品牌	23
图 52: 我国全球品牌 50 强在发达国家市场的知名度	23
图 53: 2020 年 10 月~2022 年 10 月国内与国际运动服饰代表品牌月店效走势 (万元/月)	24
图 54: 安踏、李宁、特步月店效占 Nike 月店效的百分比水平	24
图 55: 安踏品牌购物中心门店数量占比	25
图 56: 李宁品牌购物中心流水占比同比提升幅度	25
图 57: 2020Q1~2022Q3 品牌服饰子行业收入同比增速	25
图 58: 2020Q1~2022Q3 运动服饰品牌流水同比增速	25
图 59: 2021 年品牌服饰子行业收入同比增速及相较 2019 年的增幅	26
图 60: 2021 年品牌服饰子行业归母净利润同比增速及相较 2019 年的增幅	26
图 61: 2020~2022 年前三季度购物中心场日均客流变化及同比增速	26
图 62: 2022 年前三季度各线级城市市场日均客流及同比增速	26
图 63: 相较 2017 年, 我国 2021 年“购买的大多数商品会经常使用”的受访者比例大幅上升	27
图 64: 我国消费者购买商品时最主要考虑哪些因素	27
图 65: 2021 年 3 月~2022 年 10 月纺织服装出口额单月同比增速 (%)	27
图 66: 2021 年 3 月~2022 年 10 月纺织服装出口额累计同比增速 (%)	27
图 67: 国际运动服饰公司各季度收入同比增速	28
图 68: 国际运动服饰公司近年来库存周转天数	28
图 69: 国际运动服饰公司近年来库存同比增速	28
图 70: 国际运动服饰公司近年来收入同比增速	28
图 71: 2015 年以来国内外棉花价格走势	29
图 72: 2020 年以来国内外棉纱价格走势	29
图 73: 2018 年以来美元兑人民币中间价走势	29
图 74: 2010 年以来各季度美元兑人民币中间价以及鲁泰 A 毛利率走势	29

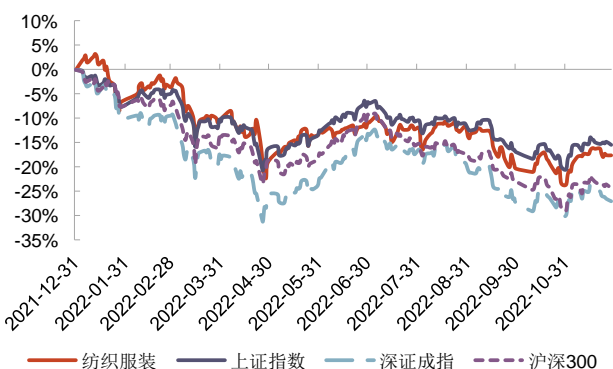
表目录

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: 我国发放体育消费券的部分地区梳理	15
表 3: 《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》主要内容	15
表 4: 我国体育产业相关政策梳理	16
表 5: 天猫 2022 年“双十一”期间服装及化妆品销售 TOP10 品牌（统计天猫 10 月 31 日~11 月 11 日数据）	24
表 6: 纺织服装行业 2019~2021 年的年平均股息率排名前 20 的个股	30
表 7: 安踏体育盈利预测与估值简表	32
表 8: 李宁盈利预测与估值简表	33
表 9: 特步国际盈利预测与估值简表	34
表 10: 比音勒芬盈利预测与估值简表	35
表 11: 罗莱生活盈利预测与估值简表	36
表 12: 波司登盈利预测与估值简表	37
表 13: 华利集团盈利预测与估值简表	38
表 14: 申洲国际盈利预测与估值简表	39
表 15: 伟星股份盈利预测与估值简表	40
表 16: 纺织服装行业覆盖公司盈利预测与估值表	41

1、行情与估值回顾

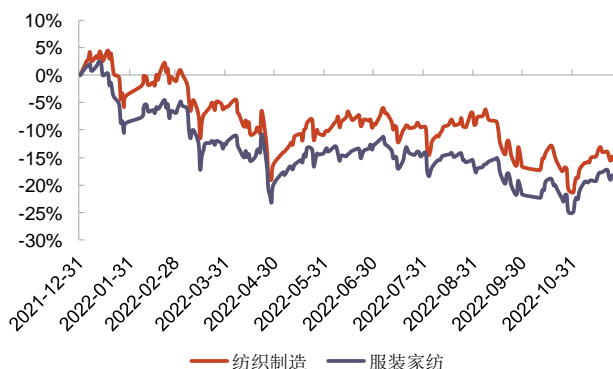
2022年1月1日~2022年11月28日A股纺织服装行业累计下跌17.67%，排名申万一级行业中的第17名、位居全行业中游，子行业中纺织制造和服装家纺分别-15.98%、-18.42%。行业估值方面，截至2022年11月28日A股纺织服装行业PE (ttm) 为22倍，子行业纺织制造、服装家纺分别为21倍、22倍，纺织服装、纺织制造、服装家纺行业2010年以来的历史均值水平分别为30倍、34倍、28倍，当前估值均低于历史平均水平，处于历史19.94%、15.48%、28.91%的分位数水平。

图 1：2022 年初至今 A 股纺织服装板块累计涨跌幅



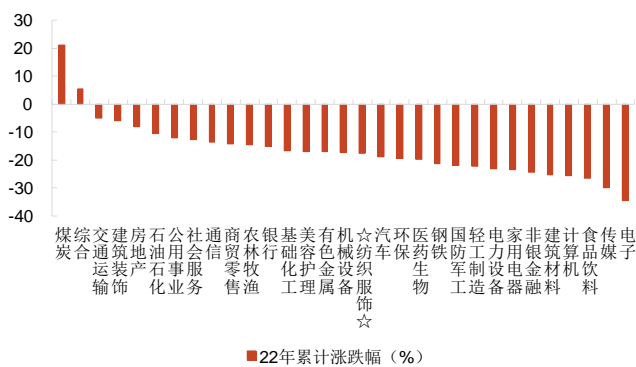
注：股价日期截至2022年11月28日，下同
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：2022 年初至今 A 股纺织服装板块子行业累计涨跌幅



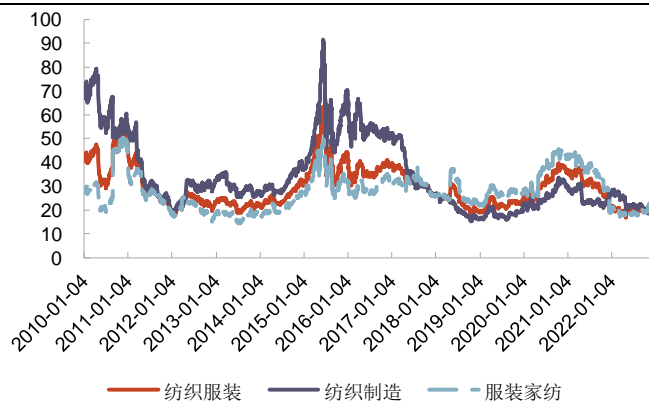
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图3：2022年初至今申万一级行业累计涨跌幅



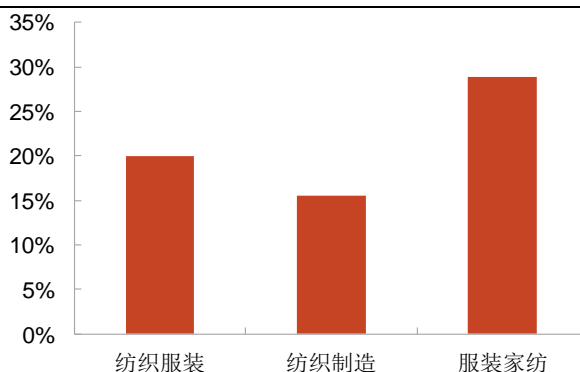
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图4：2010年初至今A股纺织服装及子行业纺织制造、服装家纺PE估值走势 (ttm)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：A 股纺织服装及子行业当前估值所处的历史分位数水平

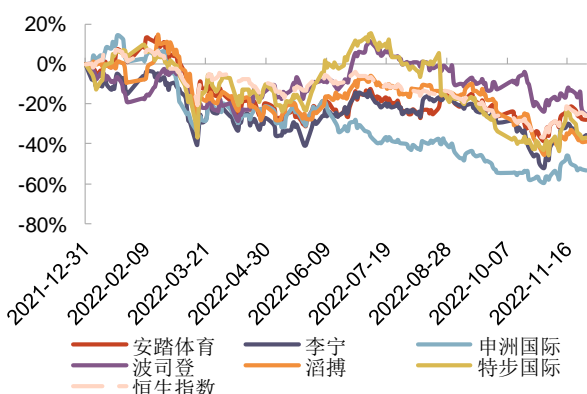


注：历史分位数水平统计区间为2010年1月4日~2022年11月28日
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

港股代表纺织服装公司行情表现方面，2022年1月1日~2022年11月28日港股纺织服装行业市值超千亿的龙头公司安踏体育、李宁跌幅分别为27.99%、35.48%、均跑输同期恒生指数累计涨跌幅(-25.68%)，制造龙头申洲国际跌幅为53.56%。

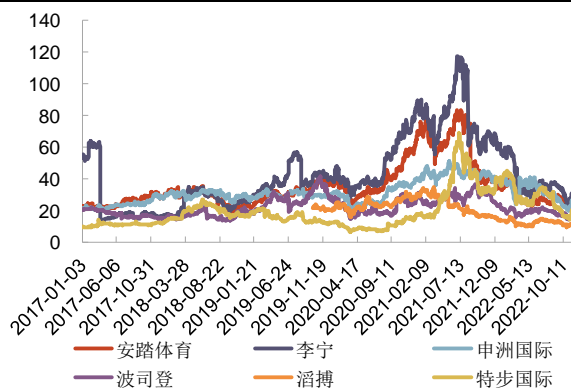
估值方面，代表公司安踏体育、李宁、申洲国际、波司登、滔搏、特步国际2022年11月28日PE (ttm) 分别为25倍、29倍、23倍、15倍、11倍、17倍，估值均低于2017年以来历史平均水平，处于历史20.14%、27.11%、9.97%、5.99%、5.11%、53.66%分位数水平。

图6：港股代表纺织服装行业上市公司2022年初至今累计涨跌幅走势



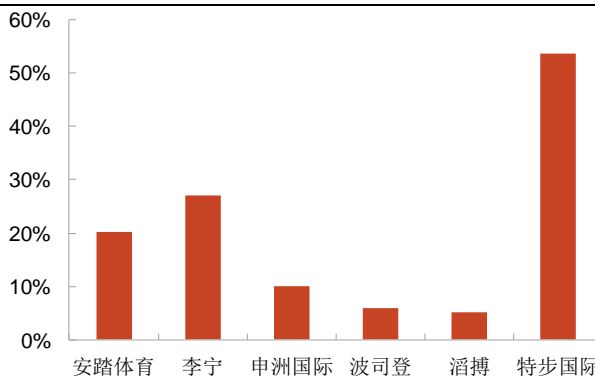
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图7：港股代表纺织服装行业上市公司2017年初至今PE估值走势 (ttm)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：港股代表纺织服装行业上市公司当前估值所处的历史分位数水平



注：历史分位数水平统计区间为2017年1月3日~2022年11月28日
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

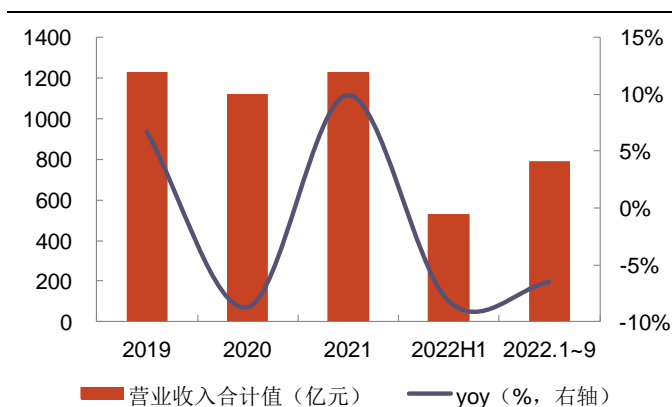
2、行业业绩回顾

2.1、品牌服饰行业

2.1.1、行业总览：前三季度收入、归母净利润同比-6%、-50%

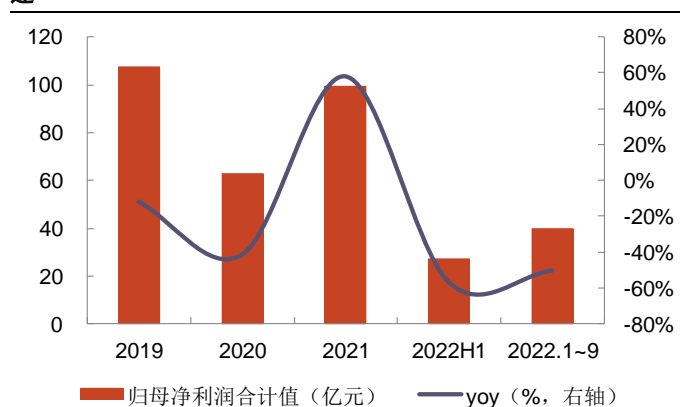
我们统计了品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股合计 34 家公司，2022 年前三季度行业收入及归母净利润在疫情影响下同比下滑，降幅与上半年相比均有收窄。2022 年前三季度品牌服饰行业合计营业收入为 789.36 亿元、同比下滑 6.48%，归母净利润 39.96 亿元、同比下滑 50.28%。

图 9：2019 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 10：2019 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 收入及利润端同比均为下滑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，此外，在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。但随着疫情逐步受控，22Q3 行业收入及利润端降幅环比 22Q2 均有收窄。

2.1.2、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。

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	
单季度流水表现									
安踏体育	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 11：2021 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 12：2021 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%

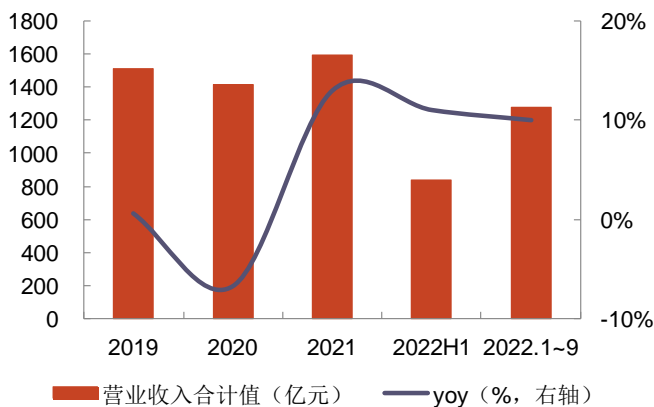
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2、纺织制造行业

行业总览：前三季度收入、归母净利润同比+10%、+1%

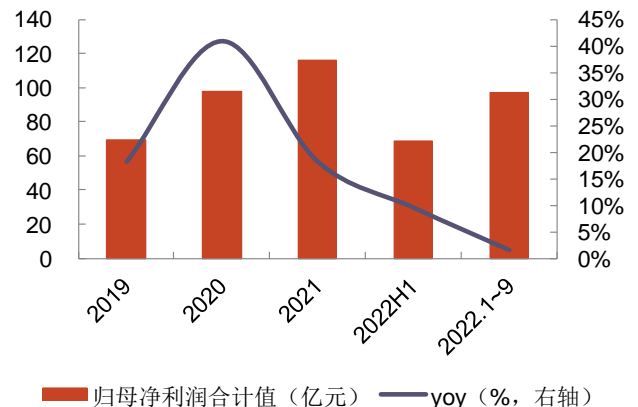
我们统计了纺织制造行业分属于 10 个子行业的 A 股合计 53 家公司，2022 年前三季度纺织制造行业营业收入为 1277.09 亿元、同比增长 9.95%；归母净利润为 97.11 亿元、同比增长 1.46%。

图 13：2019 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

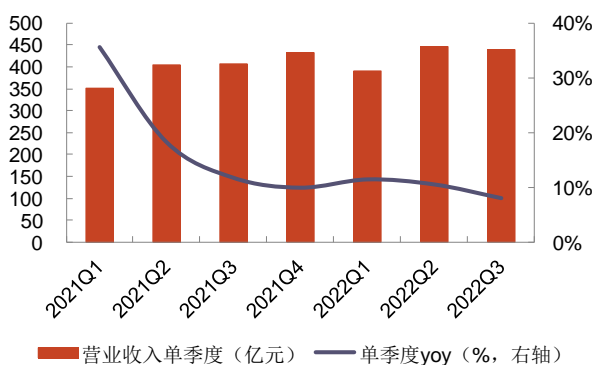
图 14：2019 年~2022 年前三季度纺织制造行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

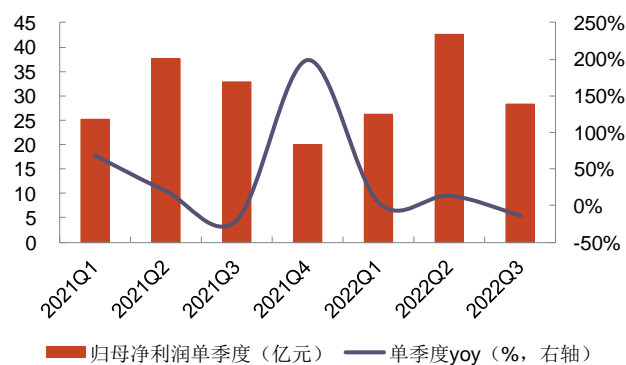
拆分季度之间的变化来看，2022Q1~Q3 行业收入分别同比+11.46%、+10.54%、+8.05%，归母净利润分别同比+3.87%、+13.19%、-13.89%，22Q3 环比 Q2 业绩增速放缓与外需走弱、疫情影响下内需不振有关。

图 15: 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 16: 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

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 17: 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 18: 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%

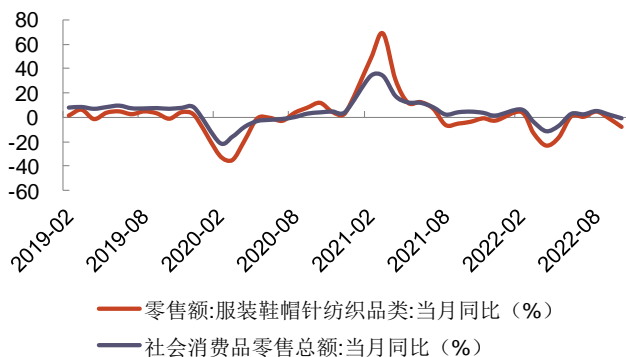
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

3、品牌服饰行业: 国货崛起趋势不改, 疫后复苏弹性可期

2022 年以来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,1~10 月统计局社零数据中的服装零售额累计同比-4.40%。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

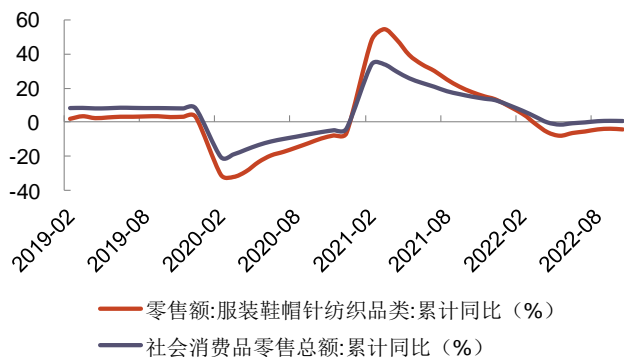
下服装零售额同比增速呈现温和改善、弱复苏，单月分别同比+1.20%、+0.80%、+5.10%；9月随着疫情反复，服装零售额增速转为下滑、单月同比-0.50%；10月受“双十一”大促虹吸效应影响，服装零售额单月同比-7.50%。

图 19：2019 年 1 月~2022 年 10 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 20：2019 年 1 月~2022 年 10 月服装零售额累计同比增速



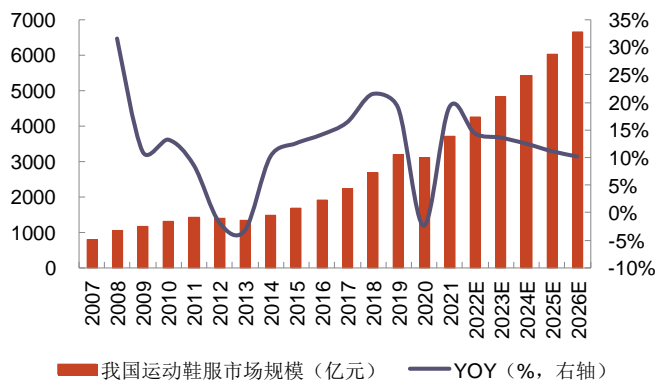
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.1、运动服饰行业长期景气，继续看好国货品牌加速崛起

3.1.1、运动服饰行业前景广阔，政策助推行业持续景气

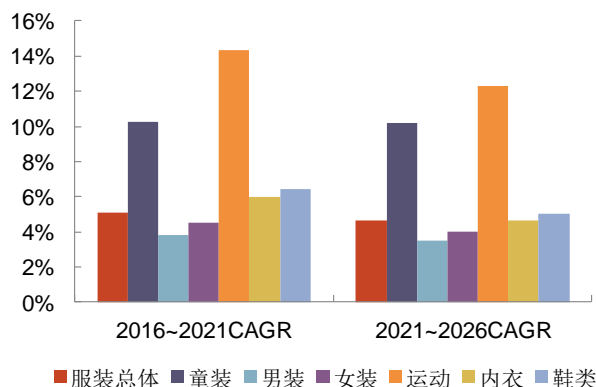
我国运动服饰行业是服装行业里增速最高、景气度最好的子行业。根据 Euromonitor 统计，按零售额计，2021 年我国运动服饰行业规模为 3718.20 亿元，2016~2021 年年复合增速为 14.32%、明显高于服装行业总体的 5.09%，在服装总体中的渗透率为 13.36%（相较于 2016 年提升了 4.59PCT）。除了 2010~2013 年行业调整期外，运动服饰行业增速均高于服装行业总体。根据 Euromonitor 预测，2021~2026 年我国运动服饰行业规模年复合增速为 12.31%（服装行业总体为 4.66%），延续高景气、且继续领跑服装行业总体。从细分品类来看，2016~2021 年、2021~2026 年（预测）运动服饰的年复合增速亦明显领先于服装行业其他细分品类。

图 21：按零售额计 2007 年~2026E 我国运动服饰行业市场规模及增速



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

图 22：我国服装及子行业规模年复合增速

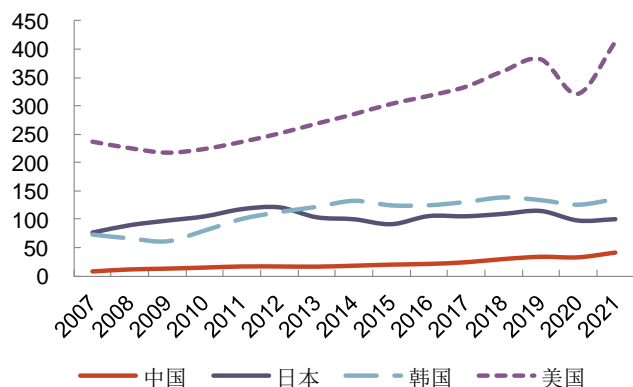


资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

我国人均运动服饰消费金额以及运动参与率均不及美国，未来存较大提升空间。我国人均运动服饰消费金额从 2016 年 20.80 美元提升至 2021 年 40.40 美元，2016~2021 年年复合增速为 14.20%。但与发达国家相比，2021 年我国人均运动

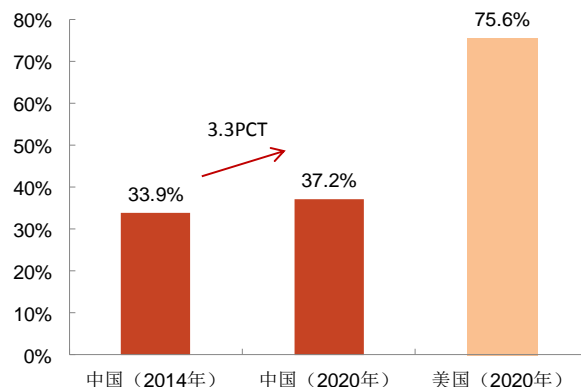
服饰支出仅约为美国的1/10、韩国的1/3、日本的1/2。因此，未来随着消费升级我国运动服饰人均支出存在较大的提升潜力。此外，2020年我国居民体育运动参与率为37.20%、较2014年提升3.30PCT，但与2020年美国体育运动参与率75.60%相比仍有较大差距。

图 23：2007~2021 年中美日韩人均运动服饰消费金额（美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

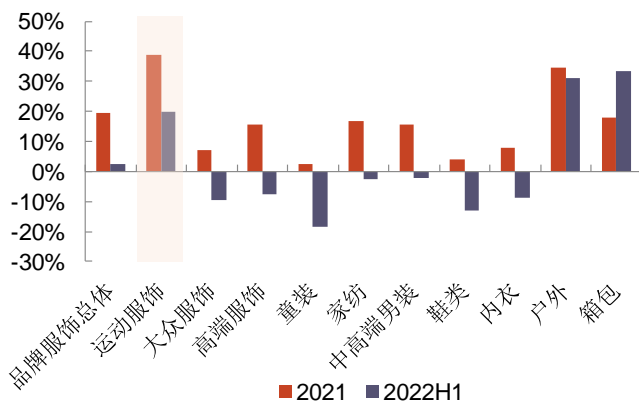
图 24：2020 年中美体育运动参与率对比



资料来源：国家体育总局、美国体育健康产业协会，光大证券研究所整理

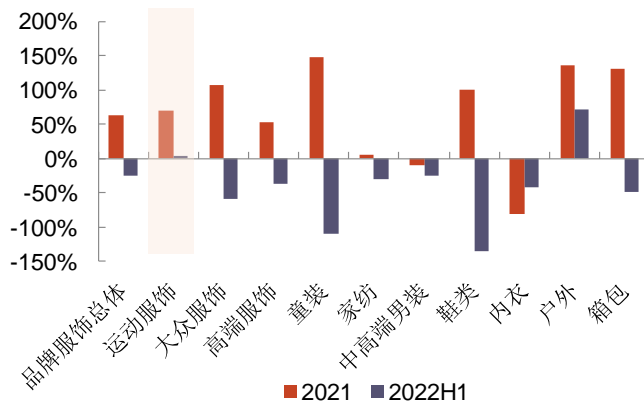
运动服饰行业在上半年疫情扰动下依然展现出不错的经营韧性。收入端来看，2022年上半年运动服饰行业收入同比增长19.71%、在子行业中增速居于前列，亦高于品牌服饰行业总体2.58%的增速；利润端来看，2022年上半年运动服饰行业归母净利润同比增长4.35%，而品牌服饰行业总体同比下滑24.61%、疫情致使多数子行业利润承压。我们认为运动服饰行业长期有望保持高景气度，疫情扰动下，业绩恢复速度亦快于品牌服饰其他子行业。

图 25：2021 年及 2022H1 品牌服饰及子行业收入同比增速



注：统计品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股及 H 股合计 45 家上市公司；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 26：2021 年及 2022H1 品牌服饰及子行业归母净利润同比增速



注：统计品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股及 H 股合计 45 家上市公司；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

体育产业相关政策从多维度作出指引、助推行业持续景气。2022 年上半年在国内疫情呈多点散发的趋势下，国家体育总局等政府机构亦出台相关支持政策，助力企业走出疫情影响、提升居民进行体育运动的热情。例如，7 月国家体育总局出台《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》，从加大助企纾困力度和加大体育产品供给两个维度提出 15 条共 42 项具体举措；上海体育总局发布《关于支持体育企业抗击疫情加快恢复发展的实施细则》、出台 10 项措施助企纾困。此外，今年以来我国多地区发放体育消费券，激发体育消费市场活力，进一步提升和带动群众体育消费水平和消费动力。

表 2：我国发放体育消费券的部分地区梳理

地区	体育消费券
湖北	2022 年 7 月 8 日至 12 月 31 日“惠动湖北”体育消费券分 2 轮 4 批次投放，消费券券面为：10 元、20 元、40 元、80 元、120 元。
河北	6 月 10 日河北省 2022（第三届）体育消费季启动，安排体育消费券 500 万元，对群众在指定场馆的健身活动消费进行补贴，补贴比例最高 50%。
北京	携手京东举办第三届“8.8 北京体育消费节”，发放总价值为千万元的消费券。
上海	自 2022 年 7 月 25 日起上海发放体育消费券，安排资金约 2000 万元，并陆续推出游泳、冰雪运动、羽毛球、助老等针对特定运动项目、特定人群的专项体育消费券，以满足市民多样化健身需求。
青岛	2022 年 10 月 27 日至 11 月 30 日青岛体育局开展 2022 年惠工体育消费券发放活动，面向全市职工会员派发万张惠工体育消费券，涵盖日常健身、场地使用、培训课程三大品类 340 余项，每位职工最高可享 1200 元优惠补贴。
杭州	2022 年 9 月 23 日至 10 月 7 日杭州市体育局定于杭州亚运会倒计时一周年之际发放第二期迎亚运全民健身大礼包（体育消费券），发放总额为 200 万元，共 5 万个红包。
中山	2022 年 8 月 8 日中山市“体育惠民，乐动中山”促消费活动将正式启动，中山将分三次向市民派发 200 万元的体育消费券，最高补贴额度达 50 元，有望带动全市 30 万人投入到全民健身运动。

资料来源：国家体育总局、各地区体育局，光大证券研究所整理

另外，我国亦出台了关于青少年体育运动的相关政策，进一步提高了青少年参与体育运动的积极性。例如，2022 年 7 月国家体育总局办公厅、教育部办公厅与国家发展改革委办公厅联合发布《关于提升学校体育课后服务水平，促进中小学生健康成长的通知》，引导支持体校、体育俱乐部等专业力量进入校园开展课后体育服务，促进“双减”政策落到实处，通过多方聚力促进青少年健康成长。

2022 年 11 月国家体育总局联合国家发展改革委等七部门共同印发了《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》，指出到 2025 年户外运动产业总规模超 3 万亿元，该《规划》是对此前 2014 年《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（即“46 号文”）、2021 年《全民健身计划（2021-2025 年）》以及 2016 年《冰雪运动发展规划》的承接和引申。

表 3：《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》主要内容

主要目标	
到 2025 年，户外运动产业高质量发展成效显著，基本形成供给与需求有效对接、产业与生态协调发展、产品与服务品牌彰显、业态与模式持续创新的发展格局。户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长， 户外运动产业总规模超过 3 万亿元	
到 2035 年，户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全，成为促进人民群众身心健康、提升获得感和幸福感、推进体育产业高质量发展和体育强国建设的重要力量	
六大任务	具体内容
优化户外运动产业发展环境	推动自然资源向户外运动开放、推进户外运动装备器材便利化运输、搭建户外运动产业发展平台
完善户外运动产业发展布局	促进区域户外运动产业协调发展、优化重点项目空间布局，加强户外运动场地设施建设、 到 2025 年建设各类户外运动营地 1 万个
优化户外运动产业结构	推进户外运动服务业提质增效、加快户外运动用品制造业转型升级、推动户外运动与其他行业融合发展
丰富户外运动产品供给	提升户外赛事与节庆活动品质、 到 2025 年打造 100 个全国知名的户外运动赛事与节庆活动品牌 ，丰富户外健身休闲产品、优化露营产品供给，培育户外运动市场主体、 到 2025 年培育一批具有自主品牌、创新能力及竞争实力的户外运动龙头企业
释放户外运动消费潜力	加强户外运动技能培训、完善户外运动消费政策、创新户外运动消费新场景、新模式、新业态
强化户外运动服务支持	推进户外运动人才培养， 到 2025 年力争户外运动管理人才达到十万名，具备专业户外运动技能和服务水平的户外运动从业者达百万名，熟练掌握户外运动技能的深度参与者达千万名 ，加强户外运动安全防控、健全户外运动救援体系、建立户外运动产业统计制度与标准体系

资料来源：国家体育总局，光大证券研究所整理

表 4：我国体育产业相关政策梳理

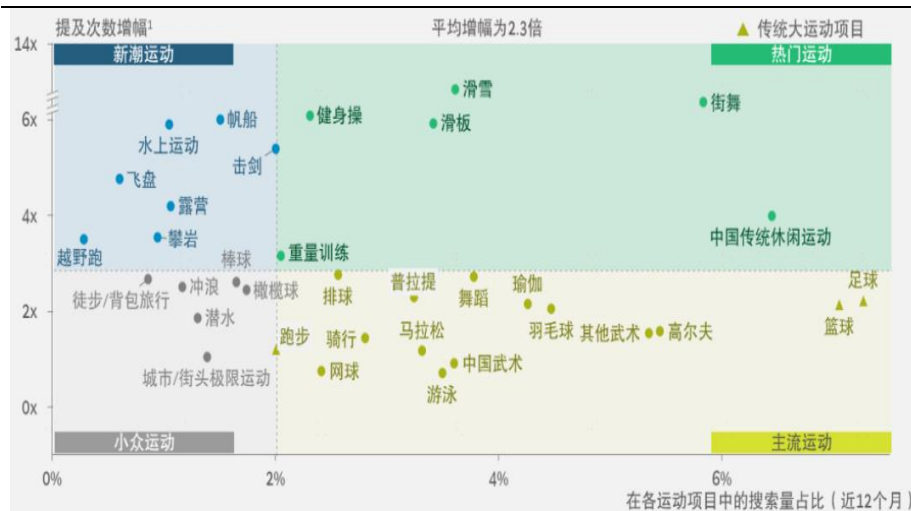
政策名称	颁布机构	时间	具体内容
《关于加快发展体育产业的指导意见》	国务院	2010 年	大力发展体育健身市场，做大做强体育用品业
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（即“46 号文”）	国务院	2014 年	到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产业总规模超过 5 万亿元
《关于印发全民健身计划（2016-2020 年）的通知》	国务院	2016 年	到 2020 年，体育消费总规模达到 1.5 万亿元，全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源
《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	国务院	2016 年	到 2025 年，基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局，健身休闲产业总规模达到 3 万亿元
《体育产业发展“十三五”规划》	国家体育总局	2016 年	到 2020 年体育产业总规模超过 3 万亿元人民币，从业人员数超过 600 万人，产业增加值在国内生产总值中的比重达 1.0%
《冰雪运动发展规划》	国家体育总局	2016 年	到 2025 年，直接参加冰雪运动的人数超过 5000 万，并“带动 3 亿人参与冰雪运动”，到 2020 年我国冰雪产业总规模达到 6000 亿元，到 2025 年我国冰雪产业总规模达到 1 万亿元
《国务院办公厅关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	国务院	2018 年	到 2025 年，体育竞赛表演产业总规模达到 2 万亿元，推出 100 项具有较大知名度的体育精品赛事，打造 100 个具有自主知识产权的体育竞赛表演品牌
《国务院办公厅关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	国务院	2019 年	深化“放管服”改革，释放发展潜能；完善产业政策，优化发展环境；促进体育消费，增强发展动力
《体育强国建设纲要》	国务院	2019 年	到 2035 年，体育治理体系和治理能力实现现代化，全民健身更亲民、更便利、更普及，经常参加体育锻炼人数达到 45% 以上，人均体育场地面积达到 2.5 平方米，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例超过 92%
《体育赛事活动管理办法》	国家体育总局	2019 年	从赛事活动的申办与审批、组织、服务等方面对体育赛事举办提出更精确的要求
《2020 年全国体育政策法规规划工作要点》	国家体育总局	2020 年	强化思想理论武装；认真编制体育规划；全面推进体育改革；加强体育法制建设；制定相关体育政策；狠抓文件督察落实；调研会议安排
《全民健身计划（2021-2025 年）》	国务院	2021 年	到 2025 年，我国经常参加体育锻炼人数占比达到 38.5%，县、乡镇、行政村三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员 2.16 名，我国体育产业总规模达到 5 万亿元
《“十四五”体育发展规划》	国家体育总局	2021 年	5 年内努力实现以下主要目标：全民健身水平达到新高度；竞技体育实力再上新台阶；青少年体育发展进入新阶段；体育产业发展形成新成果；体育文化建设取得新进展等
《关于体育助力稳经济促消费激活活力的工作方案》	国家体育总局	2022 年	从加大助企纾困力度和加大体育产品供给两个维度提出落实纾困政策、减免相关费用、加快资金执行、优化政府采购、降低融资成本、加大示范支持、加大赛事供给等 15 条共 42 项具体措施
《关于提升学校体育课后服务水平，促进中小学生学习健康成长的通知》	国家体育总局办公厅、教育部办公厅与国家发展改革委	2022 年	坚持挖潜创新，不断丰富学校体育课后服务内容；统筹整合资源，推动专业力量参与体育课后服务；扩大场地供给，为学生课余锻炼创造良好条件；强化组织保障，形成工作合力
《关于支持体育企业抗击疫情加快恢复发展的实施细则》	上海市体育局	2022 年	出台 10 项措施助企纾困，分别是：减免承租公共体育场馆租金、给予体育企业纾困资金补贴、持续配送体育消费券、发放体育场所防疫物资补贴、支持体育彩票销售等
《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》	国家体育总局、国家发展改革委等七部门	2022 年	到 2025 年，户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过 3 万亿元

资料来源：中国政府网、国家体育总局，光大证券研究所整理

3.1.2、运动项目走向多元化、细分化，新兴项目存发展潜力

运动项目走向多元化、细分化，新兴项目存发展潜力。随着居民收入水平的提高、体育消费升级以及体育项目多元化发展，越来越多的年轻消费者开始投入到更加细分的新兴体育运动中，例如瑜伽、普拉提、攀岩、冰雪运动、露营等。同时《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》出台亦在带动行业走向多元化发展、丰富增长极。根据波士顿咨询，目前足球、篮球仍为市场主流运动项目，但滑雪、街舞、健身操、帆船、滑板、水上运动、露营等项目在社交媒体上提及次数增幅较高。根据波士顿咨询，其预测街舞、滑板、瑜伽以及飞盘在未来 1~2 年内有望成为主流关注项目，冲浪、攀岩、越野跑、江河运动在未来 3~5 年内有望成为主流关注项目，总体来看，新兴运动项目具备成长潜力，消费群体有望进一步拓宽。

图 27：社交媒体声量较高的运动项目以及提及次数增幅（2018 年 VS 近 12 个月）



注：近 12 个月为 2021 年 8 月~2022 年 8 月；增幅为近 12 个月的社交媒体提及次数/2018 年的社交媒体提及次数
资料来源：波士顿咨询《新需求、新社群、新文化、新卖点，再造 7000 亿运动鞋服市场增长飞轮》

图 28：我国年轻人群运动爱好发展趋势



资料来源：波士顿咨询《新需求、新社群、新文化、新卖点，再造 7000 亿运动鞋服市场增长飞轮》

图 29：未来有望成为主流关注的户外运动项目

1-2年成为主流关注	
街舞/流行舞	滑板
瑜伽	飞盘
3-5年成为主流关注	
冲浪	攀岩
越野跑	江河运动

资料来源：波士顿咨询《新需求、新社群、新文化、新卖点，再造 7000 亿运动鞋服市场增长飞轮》

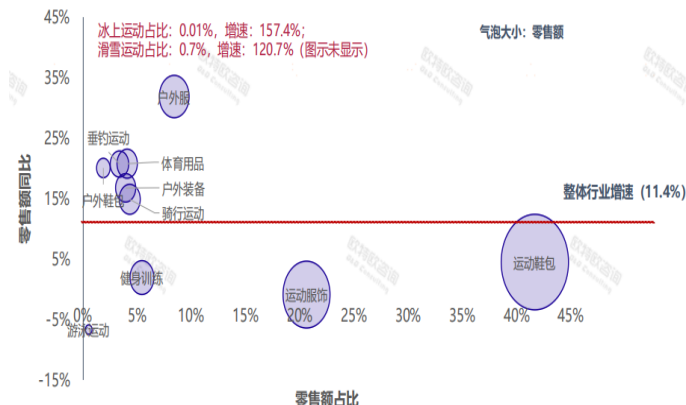
户外产品线上销售提速、热度抬升。根据抖音电商数据，2022 年“抖音 921 好物节”期间，抖音电商运动户外相关产品成交额同比增长 156%，今年刘畊宏“毬子操”持续带动消费者居家健身的热情，适合居家运动的瑜伽垫、跳绳在活动期间成交额分别同比增长 335%、199%，随着飞盘、户外露营进入更多人的视野，飞盘、露营成交额同比增速达 883%、1596%。根据欧特欧咨询，今年“双十一”期间运动行业中冰雪运动热度高涨，冰上运动、滑雪运动产品线上成交额同比增速分别达 157%、121%，同时后疫情时代，消费者更加青睐近距离的周边运动，户外服类目线上成交额同比增速超 31%，骑行、垂钓、体育用品、户外装备、户外鞋包行业线上成交额增速加快。

图 30: 抖音 2022 年“921 好物节”运动户外产品成交额同比增速



资料来源:《“抖音 921 好物节”数据报告》

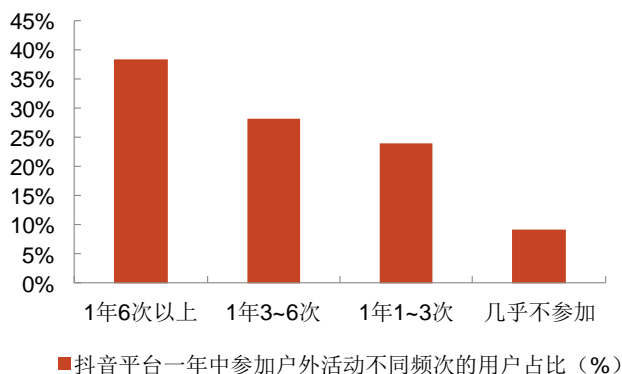
图 31: 2022 年“双十一”期间运动细分行业线上零售数据表现



注: 包含天猫、京东、抖音三个平台的销售数据
资料来源: 欧特欧咨询《2022 年双十一新趋势发展报告》

细分项目中, 2020 年以来在疫情催化下户外露营逐渐进入大众视野。根据《2022 年抖音电商十大潮流生活趋势报告》, 过去一年 42.2% 的抖音用户将户外休闲运动作为重要的娱乐放松方式, 有 38.5% 的用户表示一年会安排 6 次以上户外休闲活动, 在每年都会参加户外活动的用户中, 16.8% 的用户会选择露营。根据《百度&京东: 2022 年 618 消费趋势洞察报告》, 便携桌椅床、帐篷/垫子、野餐用品在京东“618”大促期间成交额分别同比增长 541%、165%、142%。户外露营现已成为当下消费者喜爱的、热门的假日与周末休闲生活方式。我国露营人群与频次的增加促使户外露营装备行业的市场需求快速增长。

图 32: 抖音平台用户一年之中参加户外活动不同频次的用户占比 (%)



■ 抖音平台一年中参加户外活动不同频次的用户占比 (%)

注: 统计时间为 2022 年 2 月, 样本量共计 2843 人
资料来源:《抖音电商&算数: 2022 年抖音电商十大潮流生活趋势报告》

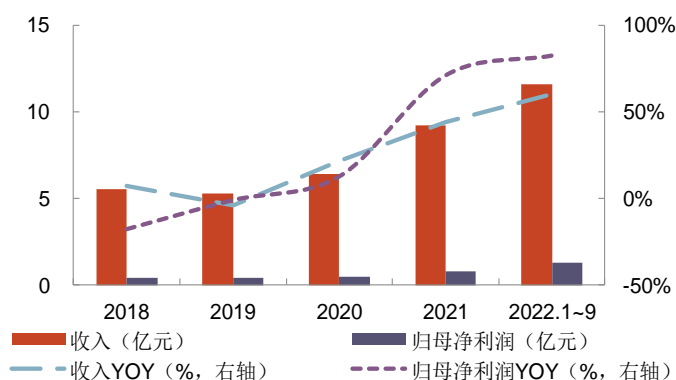
图 33: 2022 年京东“618”大促户外露营相关品类成交额同比增速



资料来源:《百度&京东: 2022 年 618 消费趋势洞察报告》

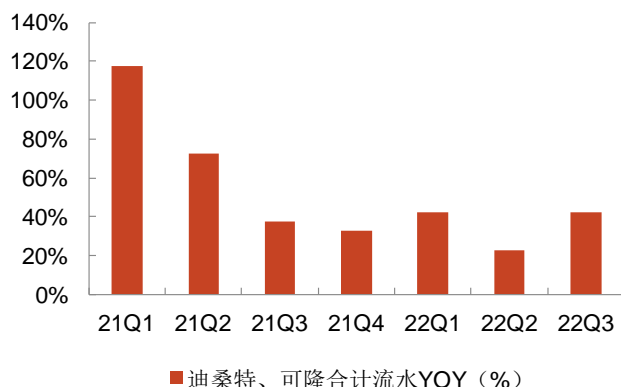
伴随着运动形式走向多元化、细分化, 布局新兴运动项目的运动服饰品牌亦取得不错的销售表现。例如, 露营装备代表品牌牧高笛 2020 年以来业绩快速增长, 2022 年前三季度收入和归母净利润分别同比增长 59.96%、82.35%; 安踏体育旗下迪桑特和可隆体育分别布局滑雪、露营领域, 2022 年前三季度销售表现亮眼、受疫情影响较小, 2022Q1~Q3 零售流水合计分别同比增长 40~45%、20~25%、40~45%。

图 34: 2018 年~2022 年 1~9 月牧高笛收入及归母净利润表现



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 35: 2021Q1~2022Q3 迪桑特、可隆合计零售流水同比增速



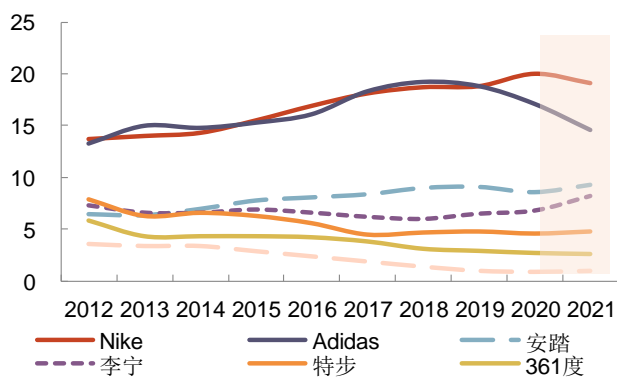
注: 流水同比增速取公告披露区间的中间值;
资料来源: 安踏体育公告, 光大证券研究所整理

3.1.3、国际龙头销售表现疲弱，国内龙头锐意提升市场份额

一方面，我们看到部分优秀国产品牌的份额提升。近年来国潮崛起趋势、叠新疆棉事件契机，2021 年国产运动服饰龙头份额实现提升、而国际龙头有所下降；按零售额计，国产龙头安踏、李宁、特步品牌份额 2021 年分别同比提升 0.7PCT、1.4PCT、0.2PCT 至 9.3%、8.2%、4.8%，而国际龙头 Nike、Adidas 品牌份额分别同比下降 0.9PCT、2.5PCT 至 19.1%、14.6%。总体来看，国产龙头通过把握国潮崛起机遇，积极提升产品力、品牌力，市场份额有望进一步巩固提升。

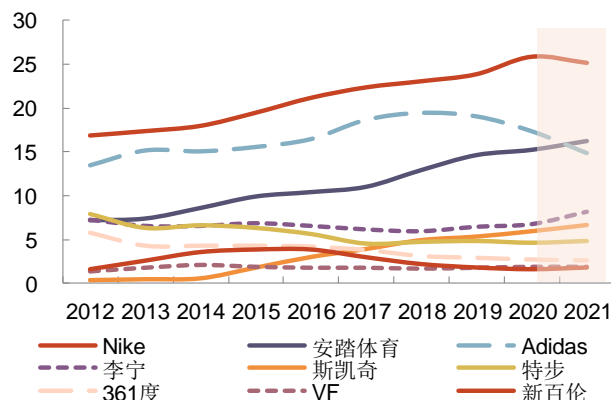
另一方面，我们看到国产运动服饰公司积极布局多品牌、拓展第二增长曲线、覆盖多个细分市场，从而提升了整体的公司份额。按零售额计，2021 年 Nike 公司在中国市场的份额为 25.2%、位列第 1 名，而安踏体育在多品牌战略推动下 2021 年超越 Adidas 成为我国运动服饰市场第二大公司，市占率达 16.2%、相较 2017 年提升 5.2PCT，旗下品牌斐乐 2021 年品牌市占率为 6.9%、相较 2017 年提升 4.3PCT、排名也上升至第 5 名，2021 年我国运动服饰品牌份额 TOP5 中安踏体育公司已占据 2 席。

图 36: 2012~2021 年按零售额计我国运动服饰市场各品牌份额情况 (%)



注: 上图总均指品牌份额;
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

图 37: 2012~2021 年按零售额计我国运动服饰市场各公司份额情况 (%)

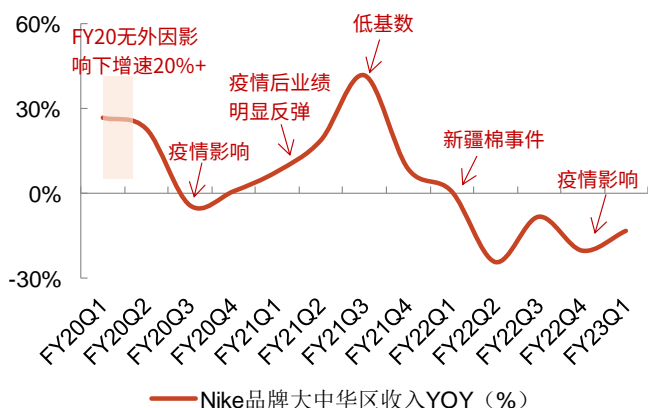


注: 上图均指各公司总份额, 如安踏体育为多品牌集团, 此处表示其公司总份额;
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

自 2021 年新疆棉事件以来, Nike 和 Adidas 大中华区销售表现较为低迷、收入增速暂未有明显回升。其中, Nike 在 FY21Q4、FY22Q1 受新疆棉事件影响大中华区收入同比增速分别放缓至 9%、1%, 此后 Nike 大中华区收入增速已连续四个季度同比下滑, 2022 年上半年受疫情影响, 其于截至 5 月 31 日的 FY22Q4

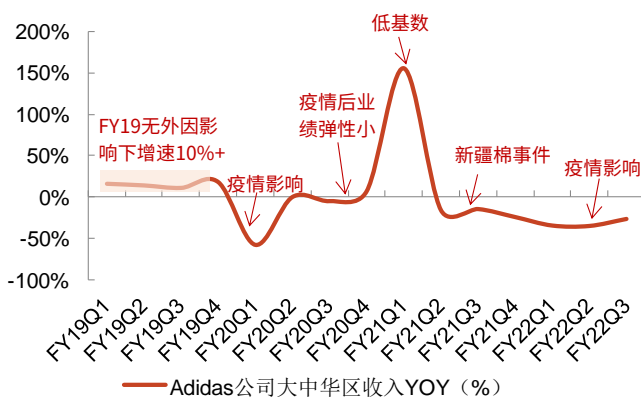
收入同比下滑 20%，FY23Q1 收入增速仍未恢复、同比下滑 13%；Adidas 已连续六个季度大中华区收入同比下滑，在截至 9 月 30 日的前三个季度 FY22Q1~Q3，其收入同比下滑 35%、35%、27%。

图 38: Nike 品牌 FY20Q1~FY23Q1 大中华收入同比增速



注: Nike 财年区间为 6 月 30 日~次年 5 月 31 日;
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

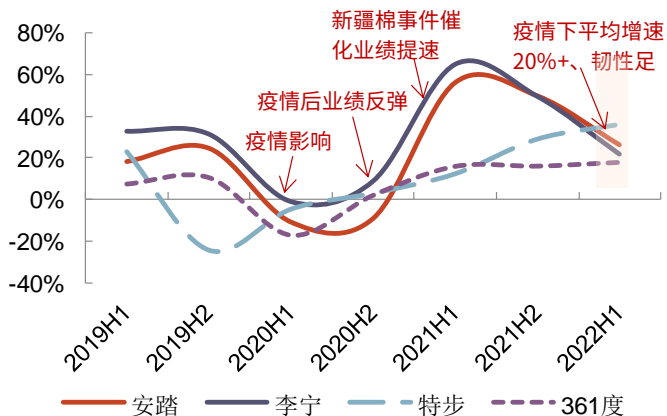
图 39: Adidas 公司 FY19Q1~FY22Q3 大中华区收入同比增速



注: Adidas 财年区间为 1 月 1 日~12 月 31 日;
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

对比来看, 国产运动服饰龙头抓住国潮机遇、乘势而上。新疆棉事件发生的当期, 2021 年上半年以来国产运动服饰龙头收入平均增速在 20%左右。2022 年上半年全国疫情虽呈多点散发, 但国产龙头收入平均增速仍超 20%、远超 Nike、Adidas, 体现了较强的经营韧性。与此同时, 从 2022 年“双十一”天猫榜单来看, 按成交额排名, 虽然耐克仍继续蝉联第 1 名, 但国产品牌安踏、李宁表现好于阿迪达斯, 位列第 3、4 名, 且特步排名上升 1 名至第 9 名, 鸿星尔克今年新上榜、位列第 10 名。

图 40: 2019H1~2022H1 国内运动服饰品牌收入同比增速



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

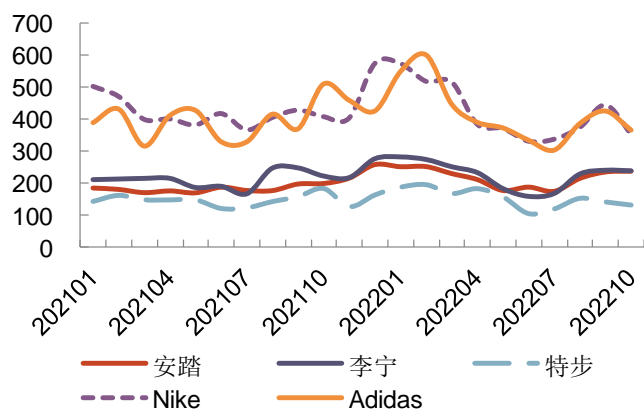
图 41: 2022 年和 2021 年天猫“双十一”运动户外行业榜单变化

排名	2022 年“双十一”	2021 年“双十一”
1	耐克	耐克
2	斐乐 ↑+3	安踏
3	安踏 ↓-1	李宁
4	李宁 ↓-1	阿迪达斯
5	阿迪达斯 ↓-1	斐乐
6	JORDAN	斯凯奇
7	新百伦	新百伦
8	斯凯奇	JORDAN
9	特步 ↑+1	彪马
10	鸿星尔克	特步

注: 上表中品牌按成交额排名;
资料来源: 天下网商, 光大证券研究所整理

国内运动龙头价格带上探、与国际龙头价差逐渐缩小。国内外运动龙头均价对比来看, 2021 年以来国内龙头安踏、李宁品牌销售均价均有提升, 2022 年 10 月单月销售均价相较 2021 年 1 月分别提升 27%、13%, 而 Nike、Adidas 由于销售疲弱、库存增加、折扣力度加大, 单月销售均价分别下降 30%、6%。与此同时, 国内运动龙头在科技驱动下积极推新, 拔高产品价格带、彰显品牌专业形象, 目前安踏、李宁运动鞋价格带已上探至近 2000 元、与国际龙头的差距在逐渐缩小。

图 42: 2021 年 1 月~2022 年 10 月国内运动服饰品牌天猫官方旗舰店销售均价变化 (元)



资料来源: 久谦数据, 光大证券研究所整理

图 43: 国内外运动龙头运动鞋天猫旗舰店价格带对比



注: 产品单价统计时间为 2022-11-16;

资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店, 光大证券研究所整理

国产运动服饰品牌在科技加持下推出尖端产品、不断优化品牌形象。在跑鞋方面, 近年来国产品牌在专业属性较强的碳板跑鞋上发展势头较为强劲, 在体育赛事中亦接连斩获佳绩。例如, 在 2022 年柏林马拉松中阿贝特穿着尚未上市的李宁飞电 3.0 ULTRA 夺得男子季军, 这是国产品牌首次登上六大马拉松之一的领奖台; 2022 年尤金世锦赛女子马拉松中厄立特里亚选手穿着特步 160X 2.0 跑鞋取得第四名的成绩。

国产品牌愈发注重打造自身的核心技术, 通过技术驱动产品力的提升, 例如, 特步于 2022 年 9 月 5 日在品牌发布会上推出了新一代冠军版跑鞋 160X 3.0 PRO, 其采用全球首创 PISA 超临界发泡技术, 价格带进一步上探至 1299 元, 且与 Nike Air Zoom Alphafly NEXT%相比, 特步 160X 3.0 PRO 减震、耐磨、湿态介面止滑性能分别提升 6%、21%、12%; 李宁䨻轻弹科技应用于旗下飞电、绝影、越影系列, 其中飞电 2.0 ELITE 价格带上探至 2099 元。

图 44: 国产运动服饰品牌代表跑鞋基本属性分析

基本属性	特步 160X 系列	李宁䨻系列
中底技术	动力巢PB→PISA超临界发泡技术	䨻轻弹科技
技术亮点	PISA发泡比传统的EVA、PU、ETPU回弹效果更好	相较于ETPU材料轻60%、能量回弹高达80%
碳板类型	T700超跑级全掌碳板	全掌异构碳板
定价 (元)	1199→999→999→1299	飞电系列: 438→1169→1793; 绝影系列: 899→1699; 越影: 899
产品升级	160Xpro→160X2.0→160X3.0→160X3.0pro	飞电discovery/飞电challenger/飞电2.0 ELITE; 绝影essential/绝影; 越影2.0 PRO
产品图		

注: 单价统计时间为 2022-11-21;

资料来源: 天猫旗舰店, 光大证券研究所整理

图 45：2022 年柏林马拉松男女前三名跑鞋榜



资料来源：跑野大爆炸

图 46：2022 年尤金世锦赛女子马拉松前四跑鞋榜

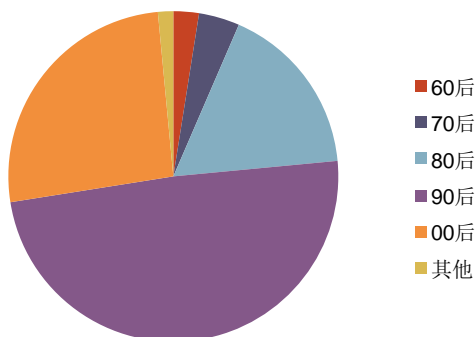


资料来源：跑野大爆炸

3.2、 国潮崛起趋势延续，国货品牌把握机遇、焕新升级

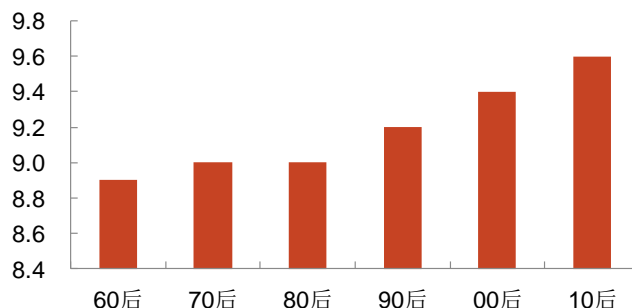
随着我国经济发展和民族文化自信的增强，越来越多年轻一代消费者偏好购买国产品牌。当前 Z 世代逐渐成为消费主力，其民族自信心更强、对“国潮”的关注度更高，国潮品牌的渗透率将得到提升。在消费偏好方面，根据艾瑞咨询调研显示，我国约 73% 的年轻人群在购买运动装备时更加偏好国产运动品牌，其中李宁、安踏、鸿星尔克、特步等主流国潮品牌受到年轻人群的欢迎；从消费者的角度来看，我国年轻人群认为国潮运动品牌具备产品质量好、蕴含中华文化价值观、专业、具有创新精神、潮流感十足等特点。

图 47：2021 年“国潮”关注群体年龄分布情况



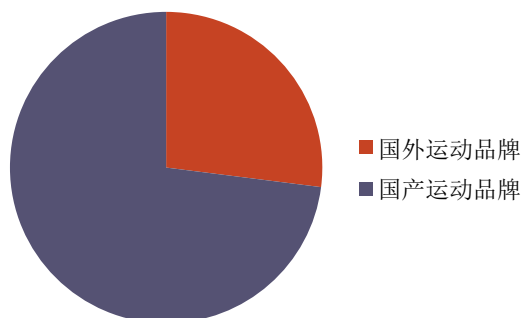
资料来源：观潮新消费《2021 国潮新消费产业洞察报告》

图 48：不同代际的人群民族自豪感调研得分



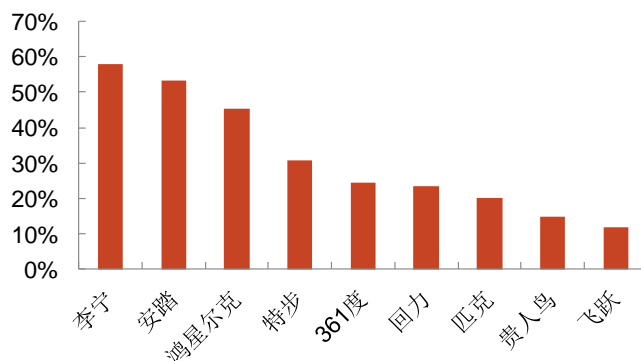
资料来源：观潮新消费《2021 国潮新消费产业洞察报告》

图 49：中国年轻人群购买运动品牌的倾向



注：样本量共计 3271 人，于 2022 年 2 月通过消费者在线调研获得；
资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国年轻人群运动发展白皮书》

图 50：中国年轻人群购买的国潮运动品牌



注：样本量共计 3271 人，于 2022 年 2 月通过消费者在线调研获得；
资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国年轻人群运动发展白皮书》

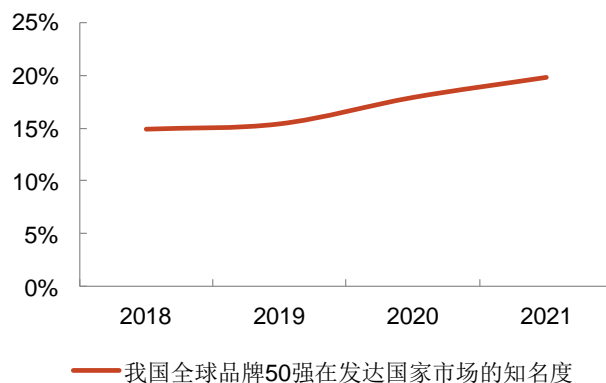
国潮崛起趋势成为常态化，国货品牌把握机遇、加速革新。根据 Brand Finance 发布的“2022 年全球最有价值的 50 个服饰品牌”，国产品牌中安踏、李宁、波司登分别位列第 17、44、48 名，与去年名次相比，安踏持平、李宁为新上榜品牌、波司登排名上升一名。根据普华永道统计，我国前 50 强全球品牌在发达国家市场的知名度逐年上升，2021 年相较于 2018 年上升 4.9PCT。

图 51：“2022 年全球最有价值的 50 个服饰品牌”榜单中上榜的国产品牌

上榜品牌	排名	较去年名次变化
	17名	持平
	44名	新上榜
	48名	上升1名

资料来源：Brand Finance，光大证券研究所整理

图 52：我国全球品牌 50 强在发达国家市场的知名度



资料来源：普华永道《2021 年全球消费者洞察调研中国报告》

今年天猫“双十一”大促期间，国产优质细分龙头亦表现不俗。从服装各类目榜单来看，按成交额排名，运动户外类目上榜的国产品牌数量增加 1 席，除安踏、李宁、特步外，今年鸿星尔克新上榜、位列第 10 名；女装类目中波司登超越优衣库位列第 1 名；母婴亲子类目中巴拉巴拉继续强势、蝉联第 1，超越国际品牌 Nike 儿童。

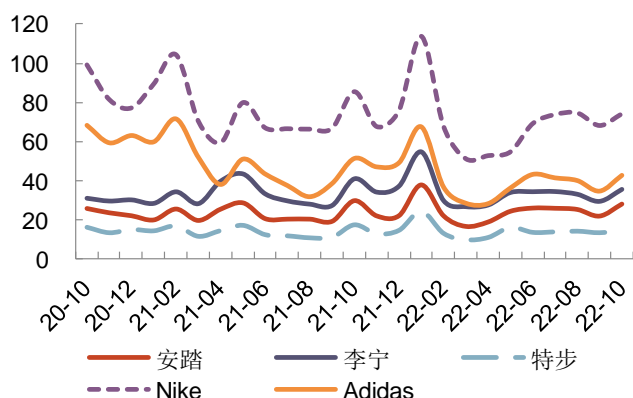
表 5: 天猫 2022 年“双十一”期间服装及化妆品销售 TOP10 品牌 (统计天猫 10 月 31 日~11 月 11 日数据)

	运动户外	女装	男装	母婴亲子	家居百货	内衣
1	耐克	波司登 ↑+3	优衣库	巴拉巴拉	罗莱 ↑+1	蕉内
2	斐乐 ↑+3	优衣库	波司登	babycare	水星 ↓-1	ubras
3	安踏 ↓-1	伊芙丽	太平鸟男装	耐克儿童旗舰店	博洋家纺	优衣库
4	李宁 ↓-1	moco	杰克琼斯	嫫熙	富安娜	有棵树
5	阿迪达斯 ↓-1	only	GXG	好孩子	好太太	曼妮芬 ↑+2
6	JORDAN	ur	森马	安踏儿童 ↓-1	梦洁 ↓-1	内外
7	新百伦	TeenieWeenie ↑+2	海澜之家	davebella	LOVO ↑+1	维密
8	斯凯奇	veromoda	GAP	耐克旗舰店	sidanda	红豆
9	特步 ↑+1	ochirly	雅戈尔 ↑+1	Huggies 好奇	双立人	恒源祥
10	鸿星尔克	三彩	hazzys	优衣库	佳帮手	爱慕

注: 服装行业浅底色表示国内上市公司旗下品牌; 箭头表示今年与去年“双十一”榜单相比排名变化情况;
资料来源: 天下网商, 光大证券研究所整理

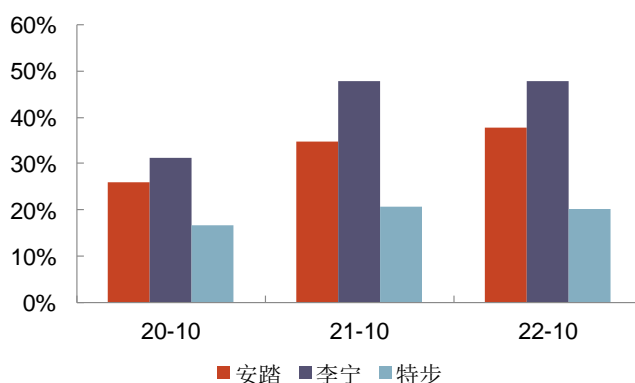
从线下渠道表现来看, 国内外运动服饰品牌的店效差距有所缩小。根据久谦数据, 2020 年 10 月以来国内运动服饰品牌月店效波动较小, 而 Nike、Adidas 月店效有较为明显地下降, 2022 年 10 月较 2020 年 10 月分别下降 25%、37%。此外, 以 Nike 为基准, 2020 年 10 月安踏、李宁、特步月店效分别为 Nike 的 26%、31%、17% (此处系简单对比, 未考虑门店大小、类型、位置等实际差异), 而 2022 年 10 月该比重分别提升至 38%、48%、20%, 亦显示国产龙头与国际品牌的店效差距在缩小。

图 53: 2020 年 10 月~2022 年 10 月国内与国际运动服饰代表品牌月店效走势 (万元/月)



注: 久谦数据统计的为大众点评中显示的各品牌店铺的店效情况, 品牌总体实际水平仍需以官方披露为准, 下同;
资料来源: 久谦数据, 光大证券研究所整理

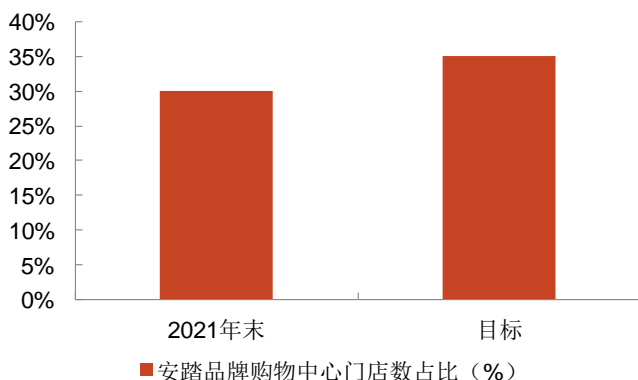
图 54: 安踏、李宁、特步月店效占 Nike 月店效的百分比水平



注: 上图统计安踏、李宁、特步各品牌月店效/Nike 月店效水平;
资料来源: 久谦数据, 光大证券研究所整理

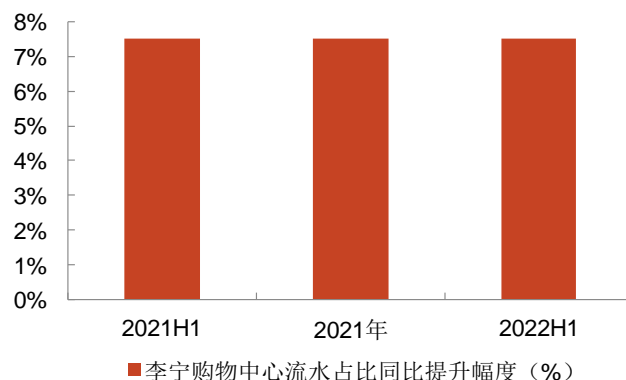
国产运动龙头亦在增加购物中心门店布局、优化渠道质量。例如, 安踏品牌截至 2021 年末购物中心门店数量占比接近 30%, 其计划未来购物中心门店数量占比将提升至 35%左右; 李宁品牌 2021 年上半年以来, 购物中心流水贡献持续提升, 2021H1、2021 年全年以及 2022H1 购物中心流水贡献同比均提升高单位数。总体来看, 伴随着国潮崛起, 国货品牌未来在购物中心的议价能力有望得到提升。与此同时, 以多品牌集团安踏体育为例, 其主品牌安踏在入驻购物中心时可以与 FILA、迪桑特、始祖鸟等其他品牌一起组合向商场议价, 进而享受到更加优质的渠道资源。

图 55: 安踏品牌购物中心门店数量占比



资料来源: 草根调研, 光大证券研究所整理

图 56: 李宁品牌购物中心流水占比同比提升幅度



注: 上图中数据取公告区间的中位值, 公告为高单位数水平;
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

3.3、后疫情时代存结构性机会, 期待后续复苏弹性

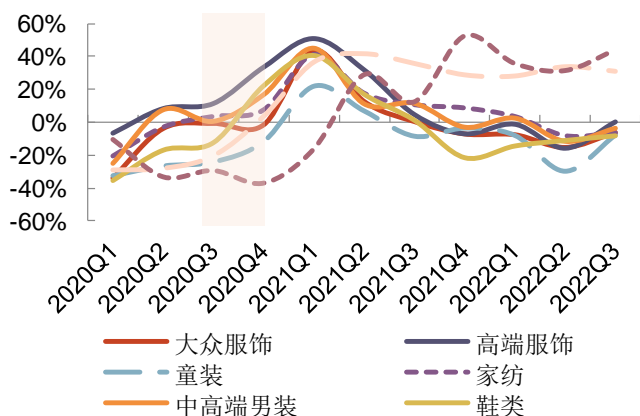
3.3.1、20 年疫情后业绩复盘: 运动服饰、高端服饰、户外韧性强

复盘品牌服饰子行业 2020 年以来疫情后的业绩表现:

2020 年上半年疫情后, 子行业运动服饰、高端服饰、家纺、中高端男装展现出较强的经营韧性、在 2020Q3~Q4 收入便已恢复增长, 而大众服饰、童装、鞋类、箱包受疫情影响程度较大、恢复速度较慢, 2020Q3~Q4 收入降幅逐步收窄、后续逐渐恢复增长。

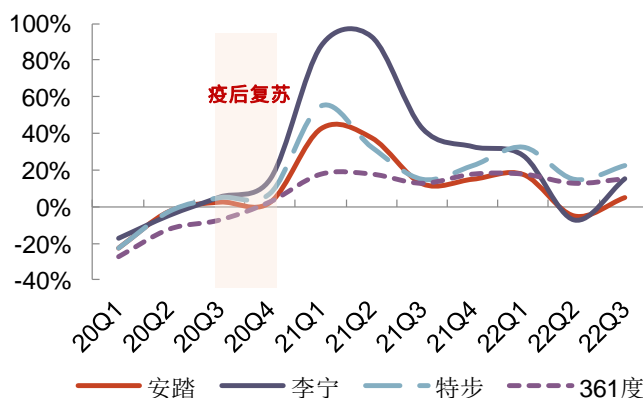
2021 年业绩复苏弹性方面, 运动服饰、高端服饰、户外 2021 年收入和归母净利润同比增速均展现出较快的反弹幅度。其中, 运动服饰主要受益于赛道的高景气度和龙头公司的相对较强的品牌力和经营能力; 高端服饰主要基于高端消费需求韧性较强; 户外主要受益于后疫情时代, 消费者更加注重参加户外活动、加强体育锻炼。

图 57: 2020Q1~2022Q3 品牌服饰子行业收入同比增速



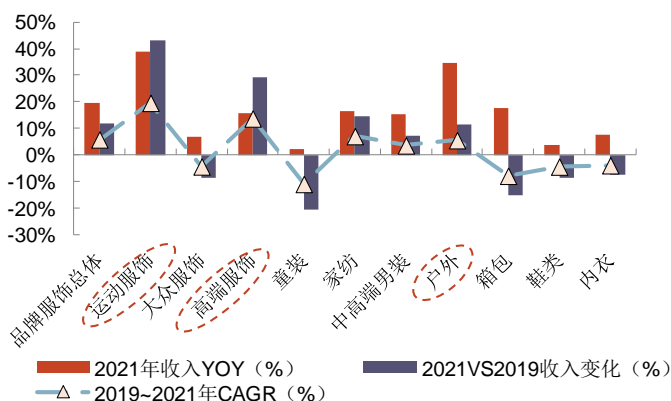
注: 统计品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股合计 34 家公司; 浅底色表示 2020Q3~Q4 子行业之间复苏进程已出现分化;
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 58: 2020Q1~2022Q3 运动服饰品牌流水同比增速



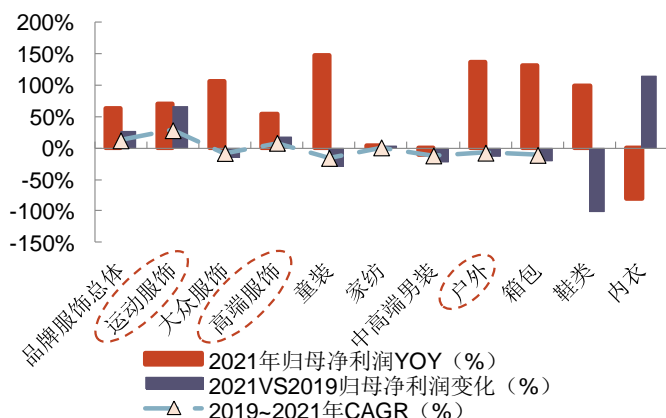
注: 此处取公告零售流水区间的中位值;
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

图 59: 2021 年品牌服饰子行业收入同比增速及相较 2019 年的增幅



注: 统计品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股及 H 股合计 45 家上市公司; 资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 60: 2021 年品牌服饰子行业归母净利润同比增速及相较 2019 年的增幅



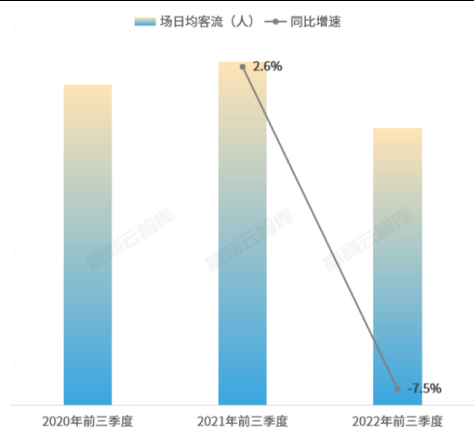
注: 统计品牌服饰行业分属于 10 个子行业的 A 股及 H 股合计 45 家上市公司; 鞋类 21 年归母净利润亏损、内衣 19 年归母净利润亏损, 故此未计算两个子行业 19-21 年的年复合增速; 资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

3.3.2、线下、购物中心占比高的品牌复苏弹性可期

高线城市前三季度受疫情影响较大, 后续复苏弹性可期。根据赢商大数据统计, 2022 年前三季度其监测的 5625 家 3 万平方米以上的购物中心客流同比下滑 7.5%, 单三季度购物中心场日均客流环比增长 22.2%。分城市级别来看, 2022 年前三季度商业五线城市客流表现最好、同比增长 1.2%, 而商业一线城市由于上半年疫情反复影响客流降幅最大、同比下滑 13.1%, 但相比上半年 23.8% 的降幅已明显收窄。

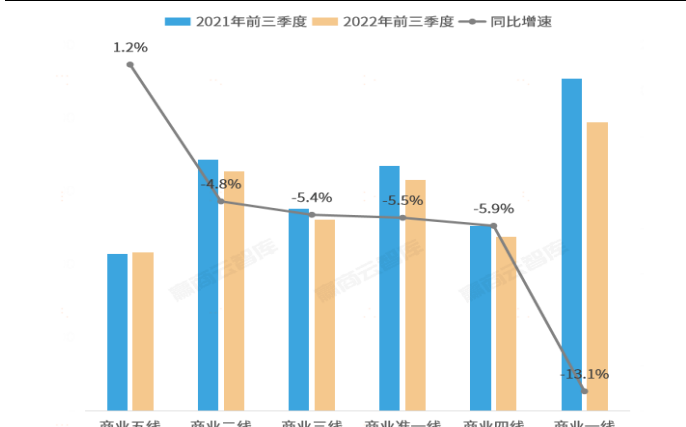
相比于下沉市场, 高线城市的购物中心具备庞大且稳固的消费基本盘, 客流韧性更强, 在疫情影响减退后有望实现快速复苏, 因此线下、购物中心占比高的品牌疫情后的复苏弹性相对较大。

图 61: 2020~2022 年前三季度购物中心场日均客流变化及同比增速



注: 统计时间为 2022 年前三季度; 因疫情原因, 2022 年 3-5 月客流数据不包括上海; 统计范围为全国商业建筑面积在 3 万平方米以上的已开业购物中心; 上图数据来自第三方赢商大数据统计报告, 纵轴无刻度, 此处主要简单观察不同年份、不同城市客流对比, 下同; 资料来源: 赢商大数据《2022 年前三季度客流报告》

图 62: 2022 年前三季度各线级城市市场日均客流及同比增速



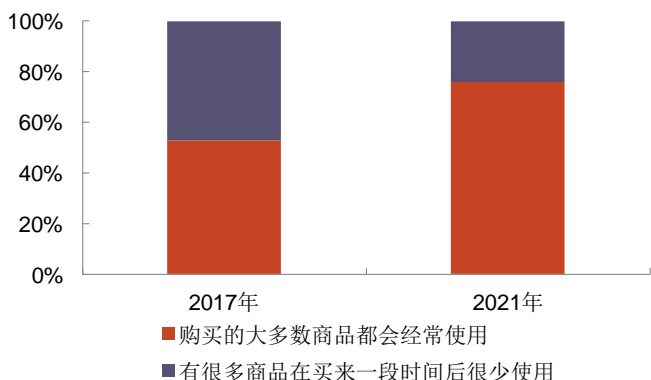
资料来源: 赢商大数据《2022 年前三季度客流报告》

3.3.3、消费支持政策提振消费信心, 利好大众消费市场

消费相关提振政策带动消费热情、利好大众消费市场。今年以来各地政府通过发放消费券的形式刺激消费需求。例如, 上海于 2022 年 8 月至 11 月发放总额 10 亿元的“爱购上海”消费券, 助力消费回升; 成都从 2022 年 10 月 1 日起, 开展 2022 “烟火成都”消费券促消费活动, 发放 4 亿元消费券。

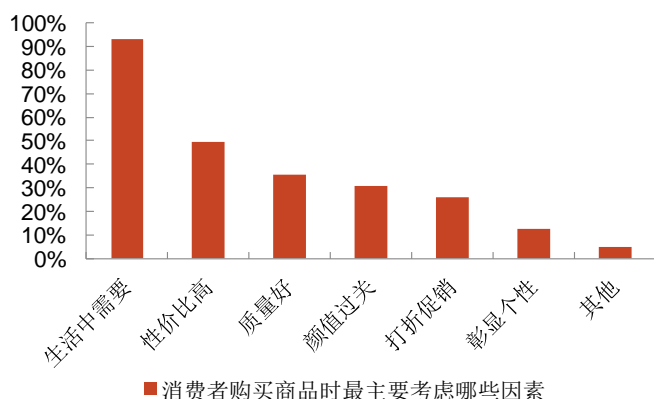
消费者青睐理性消费、趋于选择更具性价比的品牌。根据消费日报发布的“2021年五大消费热词”，攒钱、平替、理性位列其中，近年来我国年轻消费群体的消费观念日益成熟，消费逐渐趋于理性，冲动消费、大额消费的现象逐步减少。埃森哲《2022中国消费者洞察》显示疫情影响下，消费者消费观念更加克制、务实，2021年近八成的受访者“购买的大多数商品都会经常使用”、该比例相较2017年提高近两成。此外，CBNData《2021青年消费调查报告》显示，我国消费者购买商品时最主要考虑生活中需要、性价比高、质量好等因素。

图 63：相较 2017 年，我国 2021 年“购买的大多数商品会经常使用”的受访者比例大幅上升



资料来源：埃森哲《2022中国消费者洞察》

图 64：我国消费者购买商品时最主要考虑哪些因素



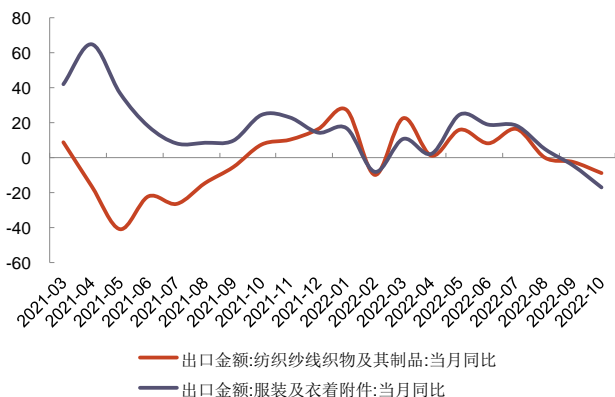
注：统计时间为 2021 年 6 月 15 日；
资料来源：CBNData《2021青年消费调查报告》

4、纺织制造行业：短期存外需扰动，长期制造龙头优势不改

4.1、上半年出口增长平稳，下半年随外需回落增速放缓

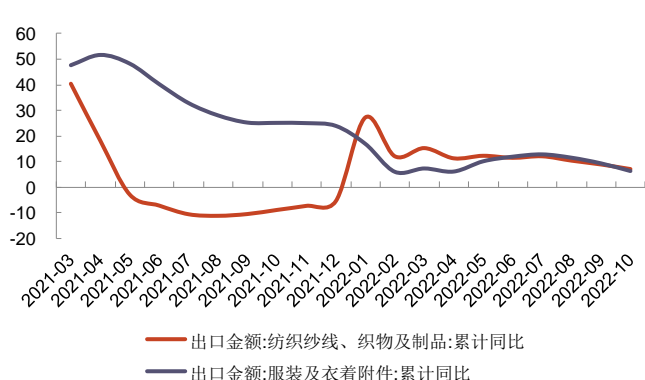
纺织服装出口势头出现回落。2022年1~10月纺织品、服装出口额累计分别同比增长6.90%、6.40%，其中1~7月我国纺织制造出口额整体呈稳健增长趋势，8~10月纺织品出口额单月同比增速逐月走弱，10月纺织品、服装出口额分别同比下滑9.05%、16.93%。

图 65：2021 年 3 月~2022 年 10 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 66：2021 年 3 月~2022 年 10 月纺织服装出口额累计同比增速 (%)



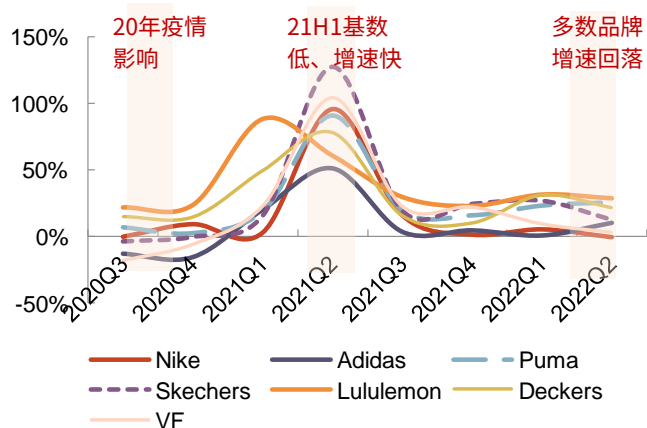
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.2、 近期多数国际品牌销售平淡、库存高企，外需走弱

多数国际运动服饰公司近期销售表现平淡、库存高企，海外需求走弱。统计国际运动服饰代表公司 2020 年下半年以来的各季度收入增速：2020 年在疫情影响下收入出现下滑，2021 年上半年在疫情逐步受控以及低基数的背景下、收入增速明显回升，2021 年下半年收入增速回归正常，进入 2022 年上半年多数公司收入增速放缓。例如，按固定汇率计，Nike 公司在截至 8 月 31 日的最近两个季度收入分别同比+3%、+10%，Adidas 公司在截至 9 月 30 日的最近两个季度收入分别同比+4%、+4%。

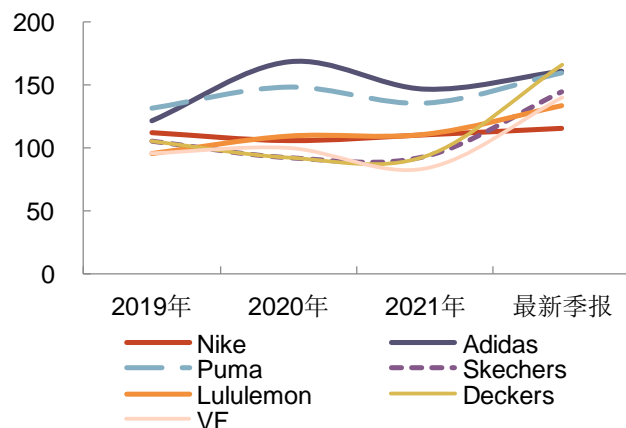
随着销售表现走弱，多数国际运动服饰公司库存高企、存货周转天数提升，整体呈现库存同比增速提升、收入同比增速放缓趋势。例如，Nike 公司在截至 8 月 31 日的库存同比上涨 44%、最新季度 FY23Q1 收入按固定汇率计算同比增长 10%；Adidas 公司在截至 9 月 30 日的库存同比上涨 72%、最新季度 FY22Q3 收入按固定汇率计算同比增长 4%。总体来看，在外需走弱以及国际品牌库存高企的背景下，以海外客户为主导的制造商下半年订单或有承压，我们期待后续随着品牌端库存不断消化，制造商订单积极改善。

图 67：国际运动服饰公司各季度收入同比增速



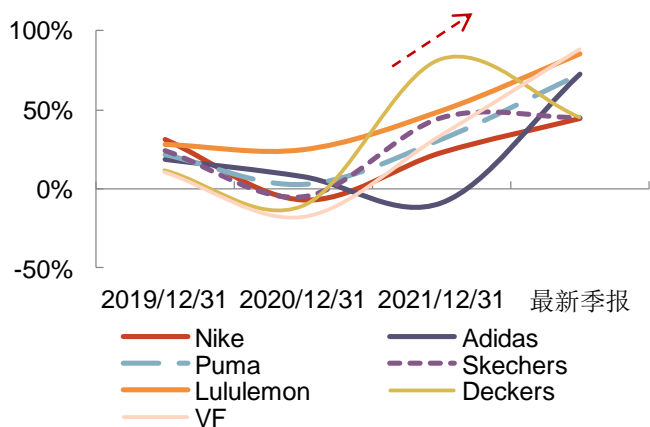
注：各公司财年区间不完全相同，选取接近图中横坐标轴的季度数据进行匹配；资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

图 68：国际运动服饰公司近年来库存周转天数



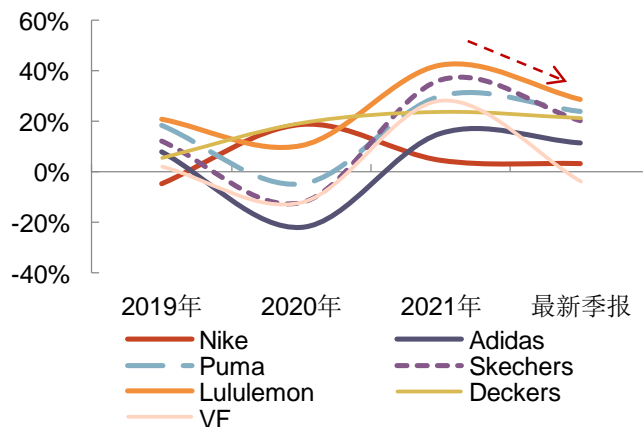
注 1：各公司财年区间不完全相同，选取接近图中横坐标轴的年度数据进行匹配，下同；注 2：Nike 最新季报为 FY23Q1、Adidas 最新季报为 FY22Q3、Puma 最新季报为 FY22Q3、Skechers 最新季报为 FY22Q3、Lululemon、Deckers、VF 最新季报均为 FY23Q2，下同；资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

图 69：国际运动服饰公司近年来库存同比增速



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

图 70：国际运动服饰公司近年来收入同比增速



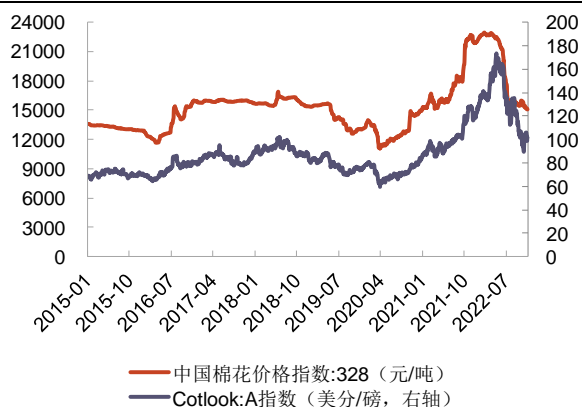
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

4.3、上半年内外棉高位震荡，6月以来棉价呈回落

棉花价格方面，2022年1~5月国内外棉价呈高位震荡趋势，6月以来受供需关系影响有所回落。截至2022年11月25日国内328价格指数、国外Cotlook A价格指数同比分别-33.36%、-20.38%，较年初分别-32.03%、-18.95%。2022年11月25日国内328价格指数、国外Cotlook A价格指数分别为1.51万元/吨、101.35美分/磅。

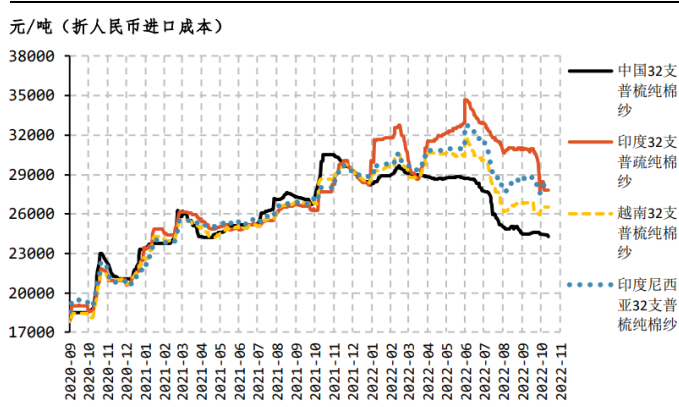
与此同时，2022年6月以来我国棉纱、坯布价格亦有所回落，截至2022年11月28日我国32支纯棉普梳纱、32支纯棉斜纹布价格较年初分别累计-18.82%、-29.21%。同时，据中国棉花网统计，6月以来印度、越南、印度尼西亚棉纱价格与我国棉纱价格呈现同步下跌趋势。

图 71：2015 年以来国内外棉花价格走势



注：统计时间截至 2022-11-25；
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

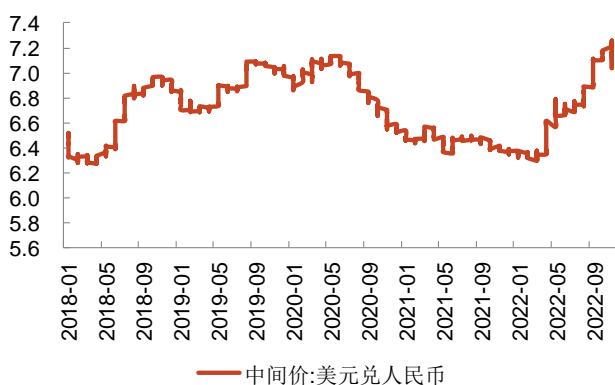
图 72：2020 年以来国内外棉纱价格走势



注：统计时间截至 2022 年 10 月；
资料来源：中国棉花网

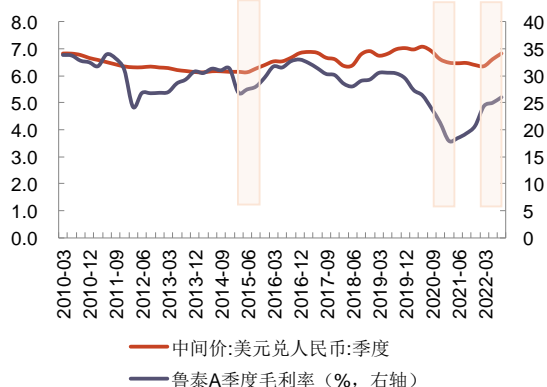
汇率方面，2022年5月以来人民币兑美元汇率呈现贬值趋势，截至2022年11月28日，人民币兑美元汇率较年初累计贬值12.26%、同比贬值12.01%。人民币贬值利好纺织制造企业出口收入增加以及毛利率提升。例如，鲁泰A出口业务占比较大（2022年上半年收入贡献为66%），前三季度业绩逆势强劲增长，收入和归母净利润分别同比增长45.97%、181.58%，复盘来看，在2020年9月~2021年6月人民币升值期间，其毛利率呈现下降趋势；在2015年6月~2016年3月人民币贬值期间，其毛利率水平有所提升，且2022年前三季度受益于人民币贬值等因素作用，鲁泰A毛利率同比提升6.74PCT至26.04%，财务费用率因汇兑收益增加也相应同比下降4.63PCT。

图 73：2018 年以来美元兑人民币中间价走势



注：统计日期截至 2022-11-28；
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 74：2010 年以来各季度美元兑人民币中间价以及鲁泰 A 毛利率走势



注：统计日期截至 2022-09-30；浅底色表现人民币升值或贬值期间鲁泰 A 毛利率明显变化阶段；
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5、高股息类标的提供稳健回报

2022年以来，国内外需求端均受到外部事件和不确定性干扰，未来纺织服装行业表现仍需关注国内外宏观经济与整体的消费需求走势。在此背景下，高股息率的股票具有一定防御属性、吸引力上升。我们梳理了申万和中信一级纺织服装行业的个股2019~2021年的年平均股息率，其中从高到底排名前五个的个股分别为江南布衣、中国利郎、森马服饰、天虹纺织、奥康国际，2019~2021年的年平均股息率均超过5%。

表6：纺织服装行业2019~2021年的年平均股息率排名前20的个股

代码	证券简称	所属行业	总市值 (亿元人民币)	近三年平均股息率 (%)	近三年平均股利支付率 (%)	2021年净利率 (%)	2021年 ROE (%)
3306.HK	江南布衣	女装	34.80	12.93	78.57	15.68	40.42
1234.HK	中国利郎	男装	40.39	12.23	75.84	13.81	12.78
002563.SZ	森马服饰	童装	134.97	9.65	83.94	9.70	12.85
2678.HK	天虹纺织	棉纺织	51.91	8.64	30.57	10.33	30.00
603001.SH	奥康国际	鞋类	25.38	7.90	702.93	1.16	0.96
002293.SZ	罗莱生活	家纺	82.56	7.80	76.83	12.55	17.09
002327.SZ	富安娜	家纺	57.23	7.73	84.05	17.35	15.00
603839.SH	安正时尚	女装	26.97	7.67	131.28	2.41	2.59
600398.SH	海澜之家	男装	206.48	7.29	63.09	11.97	17.37
601566.SH	九牧王	男装	46.89	6.74	108.92	6.05	4.71
603587.SH	地素时尚	女装	70.29	6.39	64.87	24.04	19.16
600177.SH	雅戈尔	男装	295.32	6.27	33.66	40.77	16.40
002763.SZ	汇洁股份	内衣	30.87	6.20	91.44	11.67	14.26
2232.HK	晶苑国际	服装制造	57.26	6.10	36.14	6.93	13.30
002394.SZ	联发股份	棉纺织	23.11	5.14	12.64	4.53	4.87
603365.SH	水星家纺	家纺	34.37	4.91	46.65	10.20	15.45
601339.SH	百隆东方	棉纺织	80.25	4.74	54.59	17.73	16.24
0551.HK	裕元集团	服装制造	135.34	4.73	38.26	1.64	2.88
603116.SH	红蜻蜓	鞋类	30.08	4.47	258.23	1.93	0.67
002154.SZ	报喜鸟	男装	52.83	4.42	30.35	10.88	12.57

注：近三年平均股息率与股利支付率按照2019~2021年三年平均计算，股价时间为2022-11-28；资料来源：Wind，光大证券研究所整理

6、投资建议

下游品牌服饰方面，10月社零数据走弱，近期各地疫情形势仍较严峻、阻挡了线下客流和消费意愿的恢复进度，正值四季度冬装销售旺季，结合刚落幕的“双11”电商大促情况，预计近期零售端仍较为疲软，期待在疫情防控逐步显效的背景下行业销售进一步修复、盈利能力和库存亦得到改善，2023年我们认为服装作为典型可选品类将迎来需求反弹、同时在2022年低基数的背景下业绩端亦有望迎来较大幅度的修复。我们继续建议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顺利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，短期受国内疫情反复影响内需压力仍存，外需方面出口数据10月走弱，海外经济和消费需求的不确定性仍存，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，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（详见附表）。

7、重点推荐公司

7.1、安踏体育（2020.HK）

公司为国产运动鞋服品牌龙头，旗下拥有主品牌安踏、FILA、SPRANDI、DESCENTE、KOLON SPORT 等品牌，2022 年上半年安踏品牌、FILA、其他品牌收入各占 52%、42%、7%。另外其亦通过合营公司持有 Amer sports、拥有始祖鸟、Salomon 等品牌。上半年公司电商业务收入占比为 29%，线下门店方面，截至 6 月末，安踏品牌（含儿童）、FILA、迪桑特、可隆门店数各为 9223 家、2021 家、182 家、153 家。

2022 年上半年实现营业收入 259.65 亿元人民币、同比增长 13.8%，归母净利润（包括合营公司 AMER 影响）35.88 亿元、同比下滑 6.6%，不包括合营公司影响的归母净利润为 37.66 亿元、同比下滑 10.0%。收入分品牌来看，安踏品牌、FILA、其他品牌上半年收入分别同比+26.3%、-0.5%、+29.9%；分渠道来看，电商业务上半年收入同比增长 20.6%，推算线下业务合计同比增长 11.3%。

利润率指标方面，上半年毛利率同比下降 1.2PCT 至 62.0%；经营利润率同比下降 3.6PCT 至 22.3%；归母净利率（不包括 AMER 影响）同比下降 3.8PCT 至 14.5%，归母净利率（包括合营公司 AMER 影响）同比下降 3.0PCT 至 13.8%。

零售流水方面，2022 年单三季度公司旗下各品牌零售表现相较二季度均有改善，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。

三季度在疫情反复、消费疲弱等外因扰动下，流水表现相较二季度改善、总体符合公司预期。国庆假期后半段全国多地天气转冷带动秋冬季产品销售，各品牌在假期期间流水均有增长。四季度“双十一”大促公司以流水作为首要目标，加大库存消化力度、以期年底库存水平回归正常。“双十一”大促成绩方面，按成交额排名，主品牌安踏、FILA 在天猫平台运动户外类目中分别位列第 3、2 名，相较去年同期排名分别下降 1 名、提升 3 名；在抖音平台分别位列第 2、5 名。

我们继续看好公司作为国产多品牌体育用品龙头于逆境下彰显经营的稳健性和抗风险能力，长期战略明确、多品牌多点发力，维持公司 22~24 年盈利预测，对应 22~24 年 EPS 分别为 3.03、3.86、4.85 元，22、23 年 PE 分别为 25 倍、19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致终端零售持续疲软或线下客流恢复不及预期；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育或者 AMER 盈利改善不及预期。

表7：安踏体育盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	35,512	49,328	56,767	68,531	80,996
营业收入增长率	4.7%	38.9%	15.1%	20.7%	18.2%
净利润 (百万元)	5,162	7,720	8,209	10,468	13,167
净利润增长率	-3.4%	49.6%	6.3%	27.5%	25.8%
EPS (元)	1.91	2.86	3.03	3.86	4.85
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.5%	26.7%	24.6%	27.0%	29.0%
P/E	39	26	25	19	15
P/B	7.8	6.3	5.5	4.7	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28，港币汇率采用 11 月 28 日 1HKD=0.9164RMB 计算

7.2、李宁 (2331.HK)

公司为国产运动鞋服龙头品牌，采取“单品牌、多品类、多渠道”的发展策略，聚焦篮球、跑步、健身、羽毛球及运动生活五大核心品类。2022 年上半年公司经销、直营店、电商收入各占 48%、23%、29%，截至 6 月末，公司线下总门店数共计 7112 家，其中李宁品牌、李宁 YOUNG 品牌分别为 5937 家、1175 家；李宁品牌再细分来看，零售、经销门店分别为 1265 家、4672 家。

2022 年上半年公司实现营业收入 124.09 亿元人民币、同比增长 21.7%，归母净利润 21.89 亿元、同比增长 11.6%。分品类来看，上半年收入中鞋类、服装、器材及配件各占 55%、40%、6%，收入分别同比+47.1%、-3.1%、+37.4%。分渠道来看，上半年经销、直营店、电商收入分别同比+28.5%、+10.8%、+19.2%。其中直营收入增速放缓主要系上半年受上海、深圳等多个大城市疫情影响，以布局都市为主的直营渠道经营受到冲击；经销收入增速较快主要系经销商订货量增加，同时随着二季度后期疫情的恢复，公司向渠道布局新品以加快促进流水恢复；电商渠道增长保持良好态势。

零售流水方面，2022 年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。

“双十一”大促期间李宁品牌在运动品牌中名次靠前，按成交额排名，其在天猫平台运动户外类目中排名第 4 名、相较去年同期排名下降 1 名；在抖音平台位列第 3 名。我们长期继续看好公司作为我国运动鞋服龙头，受益于政策推动以及国潮消费趋势和高景气运动鞋服赛道，持续深耕各品类的专业产品、强化市场份额。

下半年目前虽然疫情和整体消费环境仍不明朗、但期待需求端逐步好转、消费信心修复，同时公司面临的高基数效应将减弱。公司将继续坚持稳健的经营策略，着眼长期、重视库存管理和各环节的可持续发展。我们维持公司 22~24 年盈利预测，按最新股本计算，对应 22~24 年 EPS 分别为 1.74、2.17、2.61 元，22 年、23 年 PE 分别为 29 倍、23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端零售持续疲软；渠道库存恶化；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用管控不当。

表8：李宁盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,457	22,572	26,613	31,874	37,633
营业收入增长率	4.2%	56.1%	17.9%	19.8%	18.1%
净利润（百万元）	1,698	4,011	4,552	5,705	6,838
净利润增长率	13.3%	136.1%	13.5%	25.3%	19.9%
EPS（元）	0.65	1.53	1.74	2.17	2.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.9%	25.2%	23.7%	24.5%	24.2%
P/E	77	33	29	23	19
P/B	14.4	5.9	4.9	4.0	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28，港币汇率采用 11 月 28 日 1HKD=0.9164RMB 计算

7.3、特步国际（1368.HK）

公司为国内领先的多品牌体育用品公司，旗下拥有大众运动品牌特步，以及时尚运动品牌盖世威和帕拉丁、专业运动品牌索康尼和迈乐。上半年大众运动、时尚运动、专业运动收入占比分别为 86%、11%、3%。截至 22 年 6 月末，大众运动中特步主品牌门店数共计 6251 家，特步儿童门店数共计 1480 家；时尚运动品牌盖世威、帕拉丁在亚太区分别拥有 50 家、71 家直营店；专业运动品牌索康尼、迈乐在国内门店数分别为 46 家、7 家。

2022 年上半年公司实现营业收入 56.84 亿元人民币、同比增长 37.5%，归母净利润 5.90 亿元、同比增长 38.4%。分品牌来看，上半年大众运动、时尚运动、专业运动收入分别同比增长 36.2%、36.3%、106.4%，其中大众运动中特步儿童表现亮眼、收入同比增长 83.7%。

零售流水方面，22Q3 特步主品牌零售流水（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。

四季度“双十一”大促期间特步主品牌以去库存为主要目标，以使得总体库存水平回归健康。从“双十一”大促成绩来看，公司总体线上全渠道累计成交额为 9.1 亿元、同比增长约 30%，其中特步主品牌累计成交额为 7.9 亿元、同比增长 23%，特步儿童同比增长 37%，小品牌方面索康尼、迈乐、帕拉丁分别同比增长 95%、184%、53%。此外，按成交额排名，“双十一”大促期间特步主品牌亦位列天猫运动户外类目第 9 名、抖音第 10 名。

总体来看，我们认为短期波动不改公司品牌势能长期向上，公司坚持“五五计划”目标不改，预计到 2025 年特步主品牌收入达到 200 亿元、四个新品牌的总收入目标为 40 亿元，我们继续看好公司多品牌战略持续推进，主品牌形象不断升级、小品牌逐步成长。我们维持公司 22~24 年盈利预测，按最新股本计算，对应 EPS 为 0.41、0.49、0.64 元，22、23 年 PE 为 18 倍、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致终端零售持续疲软或者恢复不及预期；库存积压；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓；费用投入不当、小品牌培育不及预期。

表 9：特步国际盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,172	10,013	12,888	15,580	19,953
营业收入增长率	-0.1%	22.5%	28.7%	20.9%	28.1%
净利润（百万元）	513	908	1,085	1,303	1,680
净利润增长率	-29.5%	77.1%	19.5%	20.1%	29.0%
EPS（元）	0.19	0.34	0.41	0.49	0.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.1%	11.5%	13.0%	14.7%	17.6%
P/E	37	21	18	15	11
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28，港币汇率采用 11 月 28 日 1HKD=0.9164RMB 计算

7.4、比音勒芬（002832.SZ）

公司坚持高端时尚运动鞋服品牌定位，实施多品牌发展战略，目前旗下拥有比音勒芬和威尼斯狂欢节品牌。比音勒芬品牌定位于高尔夫运动和时尚休闲生活相结合的细分市场；威尼斯狂欢节品牌定位于度假旅游服饰蓝海市场。2022 年上半年公司电商、直营、加盟收入占比分别为 6%、73%、21%，截至 6 月末，公司拥有 1125 家终端销售门店，其中直营店 544 家、加盟店 581 家。

2022 年前三季度公司实现营业收入 22.25 亿元、同比增长 13.02%，归母净利润 5.73 亿元、同比增长 24.93%，扣非净利润 5.34 亿元、同比增长 24.67%。分季度来看，22Q1~22Q3 公司单季度收入分别同比+30.16%、-14.33%、+20.10%，归母净利润分别同比+41.29%、-13.40%、+30.42%。22Q2 受疫情影响公司业绩出现下滑，22Q3 随着疫情逐步受控，公司业绩展现出较强的复苏势头、同比实现较快增长。

三季度在国内部分地区仍有疫情反复影响以及消费整体需求偏弱弱的背景下，公司虽然以线下渠道销售为主（22H1 线下收入占 94%），但收入、归母净利润逆势实现较快增长。公司作为高端运动时尚休闲龙头、所处赛道景气度较高，定位精英人群，客群黏性高、需求受疫情影响相对较小，整体经营韧性突出。回顾 2020 年，一季度疫情影响较严重，但公司于 20Q2 收入便恢复了 27% 的快速增长；22 年从三季报来看，公司亦呈现了较早且强劲的复苏势头。

2022 年上半年疫情背景下公司仍净拓店 25 家，期待下半年疫情缓解背景下公司扩张加速，且疫情加速经营不佳的中小品牌、国际品牌出清，公司品牌力突出、业绩韧性强，在渠道中的议价能力亦有望增强、提高渠道质量。另外，公司在机场及高铁站均有门店布局，随着疫后出行逐步修复，线下销售仍可期待进一步复苏。

长期以来，公司持续通过内生外延多方面驱动业绩高增长，四季度期待旺季下公司销售表现继续强势。截至 22 年 9 月末公司账上资金共计 28 亿元，资金充足、抗风险能力强。我们维持公司 22~24 年盈利预测，对应 22~24 年 EPS 分别为 1.41、1.77、2.12 元，22、23 年 PE 分别为 17 倍、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端消费疲软、存货积压、行业竞争加剧、费用管控不当。

表10: 比音勒芬盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2303	2720	3239	3991	4724
营业收入增长率	26.17%	18.09%	19.09%	23.20%	18.38%
净利润 (百万元)	499	625	806	1009	1209
净利润增长率	22.68%	25.20%	29.07%	25.13%	19.85%
EPS (元)	0.87	1.09	1.41	1.77	2.12
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.64%	19.24%	19.27%	20.27%	20.45%
P/E	28	22	17	14	11
P/B	5.2	4.1	3.3	2.8	2.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-11-28

7.5、罗莱生活 (002293.SZ)

公司聚焦以床上用品为主的家纺业务, 集研发、设计、生产、销售于一体, 覆盖高端市场 (廊湾、莱克星顿、内野)、中高端市场 (罗莱、罗莱儿童) 和大众消费市场 (乐蜗LOVO、恐龙) 的多品牌产品。上半年公司家纺主业、家具 (美国 LEXINGTON) 收入分别占比76%、24%, 其中家纺主战线上、直营、加盟、其他渠道收入占公司总收入的比重各为26%、6%、34%、10%。截至6月末, 公司门店合计2518家, 其中直营、加盟门店各为268家、2250家。

公司 2022 年前三季度实现营业收入 37.18 亿元、同比下滑 7.01%, 归母净利润 3.92 亿元、同比下滑 20.18%, 扣非净利润 3.69 亿元、同比下滑 20.30%。分季度来看, 22Q1~22Q3 公司单季度收入分别同比-2.49%、-9.20%、-9.27%, 归母净利润分别同比-12.81%、-36.32%、-18.94%。22Q3 收入端下滑主要受国内疫情反复影响, 但利润端降幅较 Q2 已有所收窄。

收入增长拆分来看, 单三季度收入下滑主要来自国内家纺业务, 美国家具业务收入为小幅下滑。国内家纺业务再分渠道来看, 线上收入同比单位数下滑, 线下收入同比双位数下滑, 其中直营业务 8 月以来受到部分一二线城市疫情封控影响、同比下滑; 加盟业务下滑幅度相对较小; 团购业务受客户订单量减少影响同比下滑。

前三季度公司业绩受到疫情不利影响, 虽然公司收入同比下滑、但加盟高端零售额仍有一定增长。外部不确定环境下公司坚定执行战略规划, 保持稳定的开店速度、积极抢占市场份额, 单三季度公司新开门店数量达 100 家左右、与上半年新开店数量持平, 预计四季度将继续保持扩张节奏。“双十一”大促期间, 公司旗下品牌表现亮眼, 罗莱主品牌线上全渠道成交额共计 5.4 亿元、同比增长 12%, 按成交额排名, 罗莱、LOVO 分别位列天猫家居百货类目第 1、7 名, 相较去年同期排名均上升 1 名。我们维持公司 22~24 年盈利预测, 22~24 年 EPS 分别为 0.76、0.94、1.09 元, 22、23 年 PE 分别为 13 倍、10 倍, 高分红、低估值属性, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内外疫情致终端消费疲软或短期物流障碍; 电商增速放缓或流量成本上升; 线下渠道拓展不及预期; 控费不当; 汇率波动影响 LEXINGTON 业绩。

表11：罗莱生活盈利预测与估值简表

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,910.64	5,760.01	5,684.09	6,550.08	7,341.96
营业收入增长率	1.04%	17.30%	-1.32%	15.24%	12.09%
净利润（百万元）	584.99	713.21	640.77	788.40	919.39
净利润增长率	7.13%	21.92%	-10.16%	23.04%	16.62%
EPS（元）	0.70	0.85	0.76	0.94	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.64%	17.57%	15.25%	17.38%	18.76%
P/E	14	12	13	10	9
P/B	2	2	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-28

7.6、波司登（3998.HK）

公司专注羽绒服领域，旗下羽绒服品牌包括波司登、雪中飞、冰洁等，其中波司登品牌羽绒服连续 27 年全国销量遥遥领先。截至 2022 年 9 月末的 2022/2023 上半财年业绩，实现营业收入 61.80 亿元、同比增 14.1%，归母净利润 7.34 亿元、同比增 15.0%。

分业务来看，2022/23 上半财年公司主业品牌羽绒服、贴牌加工、女装、多元化服装收入占比分别为 62.4%、30.7%、5.5%、1.4%，收入分别同比+10.2%、+32.7%、-18.3%、+22.2%。其中贴牌加工业务收入增速较快主要系现有客户订单稳定增长、新增客户订单揽入贡献；女装业务收入下滑主要系疫情影响所致。

占主导的品牌羽绒服业务再拆分：1) 按品牌，主品牌波司登、雪中飞、冰洁、其他收入占品牌羽绒服业务的比重分别为 91.3%、4.5%、1.0%、3.2%，收入分别同比+8.2%、+29.4%、+11.0%、+61.2%。其中主品牌波司登在疫情干扰下增长稳健，小品牌发展存在亮点，雪中飞实现较快增长主要系其持续发力线上业务贡献，冰洁实现稳健增长主要系大力收缩线下代理、转型发展线上渠道，并快速调整产品布局、定位高性价比羽绒服贡献。

2) 按渠道，自营、批发、其他（系羽绒服产品相关原材料销售等）收入占品牌羽绒服业务的比重分别为 31.6%、65.2%、3.2%，收入分别同比+3.0%、+12.2%、+61.2%。

3) 分线上线下来看，公司全品牌线上销售收入约为 9.16 亿元、同比增 29.6%，其中品牌羽绒服线上渠道实现收入 8.72 亿元、同比增 32.0%，在羽绒服业务收入中占比达到 22.6%；女装业务线上收入 0.42 亿元、同比增 1.4%，在女装业务中占比达到 12.4%。推算品牌羽绒服业务线下销售同比增约 5%。

4) 线下门店方面，截至 2022 年 9 月末公司羽绒服业务共拥有门店 3670 家、较 2022 年 3 月末净减少 139 家（-3.6%）；其中分经营模式来看，自营和经销门店分别为 1563 家（-9.4%）、2107 家（+1.2%）；分品牌来看，波司登、雪中飞、冰洁品牌门店分别为 3390 家（-2.7%）、277 家（+0.7%）、3 家（-94.0%）。

未来公司将努力夯实波司登全球领先地位，布局中端雪中飞等羽绒服业务，稳固并拓展市场份额。此外截至 2022 年 9 月末，公司账上资金达到 77.86 亿元（现金及现金等价物+到期日超过三个月的定期存款+已抵押银行存款+其他金融资产），抗风险能力较强。我们维持公司 23~25 财年盈利预测，对应 23~25 财年 EPS 为 0.22、0.26、0.30 元人民币，23 财年和 24 财年 PE 分别为 14 倍、12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响终端消费疲软、极端天气、业务改革投入效果不及预期。

表 12：波司登盈利预测与估值简表

指标	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入（百万元）	13,517	16,214	18,381	21,505	24,731
营业收入增长率	10.9%	20.0%	13.4%	17.0%	15.0%
净利润（百万元）	1,710	2,062	2,341	2,795	3,242
净利润增长率	42.1%	20.6%	13.5%	19.4%	16.0%
EPS（元）	0.16	0.19	0.22	0.26	0.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.2%	16.9%	18.3%	20.8%	22.9%
P/E	19	16	14	12	10
P/B	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28，港币汇率采用 11 月 28 日 1HKD=0.9164RMB 计算

7.7、华利集团（300979.SZ）

公司是全球领先的运动鞋专业制造商，主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务，主要产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等。2022 年前三季度公司实现营业收入 153.74 亿元、同比增长 21.68%，归母净利润 24.46 亿元、同比增长 22.46%，扣非净利润 24.03 亿元、同比增长 20.32%。

由于公司业务主要是以美元报价和结算，合并报表以人民币计价，扣除人民币对美元汇率变动的影响后，2022 年前三季度营业收入同比增长 18.54%，净利润同比增长 19.29%。

分季度来看，22Q1~22Q3 公司单季度收入分别同比增长 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增长 12.40%、27.99%、25.07%。另外公司 22Q1~22Q3 归母净利率分别为 15.72%、15.82%、16.14%，保持平稳向好趋势。

品牌客户方面，前三季度前五大客户收入合计占比为 92%、同比下降 1PCT，主要系新客户如 On、新百伦、亚瑟士占比上升，前五大客户合计收入同比+20%（人民币口径，下同），收入占比分别为 38%、20%、18%、10%、6%，其中第一大客户收入增长超过 30%、Q3 增长提速、占比进一步提升；客户四、五随着公司产能分配增加、其增速 Q3 亦有提升。

分量价来看，前三季度公司销售运动鞋 1.69 亿双、同比增长 9.99%，美元单价同比提升近 8%。结合上半年量价同比分别 13%、近 7% 的增长，单三季度销量增速有所放缓、单价增速提升，主要与公司产品结构变化、部分运动鞋生产的复杂程度上升有关。

2022 年以来公司各季度业绩实现稳健增长，老客户市场份额不断巩固提升，新客户亦在积极拓展、未来有望实现放量。同时公司积极推进产能扩张，预计明年上半年越南、印尼地区将有新工厂投产，贡献产能增量。短期部分品牌客户库存高企、存在清库存动作，以及在欧美通胀影响下海外需求存在不确定性，公司订单或将受到扰动；同时公司正处于新品牌磨合期、新工厂产能爬坡期，毛利率端预计将维持平稳。

长期而言，我们认为公司作为高景气赛道运动领域的头部制造商，客户结构优质、多元，与客户合作紧密深入，且产能亦在稳步扩张，在波动环境中抗风险能力以及业绩稳健性更优。短期公司收入或受外因扰动，但长期核心竞争力不改、增长仍可期待。我们维持公司 22~24 年盈利预测，对应 22~24 年 EPS 分别为 2.84、3.31、3.90 元，对应 22、23 年 PE 分别为 16 倍、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求疲软、品牌客户库存积压影响公司接单；人工成本上升；汇率大幅波动。

表13：华利集团盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,931.14	17,469.58	20,740.88	23,864.62	27,710.60
营业收入增长率	-8.14%	25.40%	18.73%	15.06%	16.12%
净利润（百万元）	1,878.59	2,767.86	3,315.51	3,857.73	4,552.84
净利润增长率	3.16%	47.34%	19.79%	16.35%	18.02%
EPS（元）	1.61	2.37	2.84	3.31	3.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.72%	25.33%	25.59%	24.64%	24.14%
P/E	29	19	16	14	12
P/B	8	5	4	3	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-28

7.8、申洲国际（2313.HK）

公司为全球最大的纵向一体化针织服装制造商之一，系国际一流服装品牌耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA 的核心供应商。2022 年上半年公司实现营业收入 135.93 亿元人民币、同比增长 19.6%；归母净利润 23.67 亿元、同比增长 6.3% 好于我们预期。

公司收入上半年实现较快增长主要来自：柬埔寨及越南产能扩张贡献以及客户需求增长；原材料价格上升带动产品单价提升，分拆量价来看，上半年销量、人民币单价分别同比+13%、+6.6%。

公司上半年归母净利润同比增长主要来自汇兑收益贡献，上半年产生汇兑收益共计 6.17 亿元、而去年同期为汇兑亏损。如果剔除政府补助以及汇兑损益影响，上半年公司净利润同比下滑约 25.5%。利润端同比下滑主要系上半年成本上涨以及宁波工厂因疫情影响停产、费用刚性，致使毛利率同比下降 7.1PCT。

分品类来看，上半年收入中运动类、休闲类、内衣类、其他针织品（包含口罩等）各占 78.6%、15.4%、4.5%、1.5%，收入分别同比+32.4%、-5.4%、-22.0%、-33.1%。其中运动类产品增长主要由于欧洲和美国市场运动类服装订单需求上升；休闲类产品下滑主要由于中国和日本市场休闲类服装需求下降所致；内衣类产品下滑主要由于日本市场的内衣采购需求下降所致；其他针织品下滑主要系口罩收入减少所致。

分地区来看，上半年国内销售占收入的 23.7%、收入同比-2.5%，主要由于国际品牌在我国市场的订单需求下降。国外市场中欧洲、美国、日本、其他市场各占总收入的 24.5%、20.0%、12.0%、19.8%，收入分别同比+55.3%、+54.6%、-18.9%、+25.1%。其他市场销售同比较快增长主要系销往澳大利亚、墨西哥等市场的运动类服装增加贡献。

公司前四大客户（Nike/Adidas/彪马/优衣库）上半年收入占比为 82.8%、同比下降 1.0PCT，收入合计同比增长约 18%，其中 Nike、彪马、adidas 增速较高，优衣库略下滑；国内品牌收入占比为 9.3%、相较去年同期的 5.7%有明显提升，主要系安踏/李宁/特步增速较快贡献。

长期来看，公司国外柬埔寨和越南工厂的产能扩张步伐正稳步推进，随着国内外需求改善以及客户库存逐步得到消化，公司预计明年产能双位数增长可期。未来我们继续看好公司作为针织制造龙头长期竞争优势不改，持续推进产能扩张步伐、加强产品和研发创新、强化在核心客户中的份额占比、践行可持续发展理念。同时截至 22 年 6 月末公司扣除借款后净现金资产仍有近 58 亿，资金实力强劲、抗风险能力强。我们维持公司 22~24 年盈利预测，对应 22~24 年 EPS 分别为 3.19、3.83、4.75 元，22 年、23 年 PE 分别为 18 倍、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国外疫情影响超预期致公司生产开工受到不利影响，产能利用率和扩产不及预期；棉价或汇率大幅波动。

表14：申洲国际盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	23,031	23,845	27,034	31,163	35,690
营业收入增长率	1.6%	3.5%	13.4%	15.3%	14.5%
净利润（百万元）	5,107	3,372	4,797	5,761	7,138
净利润增长率	0.2%	-34.0%	42.3%	20.1%	23.9%
EPS（元）	3.40	2.24	3.19	3.83	4.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.5%	12.2%	16.5%	18.2%	21.6%
P/E	17	26	18	15	12
P/B	3.2	3.1	2.9	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间2022-11-28，港币汇率采用11月28日1HKD=0.9164RMB计算

7.9、伟星股份（002003.SZ）

公司是国内综合规模最大、品类最齐全的服饰辅料企业，专业从事纽扣、拉链、金属制品、塑胶制品、织带、绳带和标牌等服装及箱包辅料产品的研发、生产与销售。2022年上半年分产品来看，公司纽扣、拉链、其他服饰辅料、其他业务收入各占总收入的比重为39%、57%、3%、2%；分地区来看，公司国内、国际业务收入各占总收入的比重为71%、29%；分产能来看，公司国内、国外产能占比为85%、15%。

公司2022年前三季度实现营业收入28.18亿元、同比增长18.88%，归母净利润5.20亿元、同比增长30.31%，扣非净利润5.03亿元、同比增长29.55%。分季度来看，22Q1~22Q3公司单季度营业收入分别同比增长33.58%、17.42%、11.46%，归母净利润分别同比增长45.13%、28.65%、28.17%，收入端增速环比放缓主要系Q3受疫情影响国内外下游服装消费需求疲软，以及行业去库存现象较为普遍，公司需求相应受到影响所致。

收入分地区来看，单三季度国际业务增速快于国内，主要系国际业务基数相对较低、且公司国际化战略亦在持续推进、着力扩张，国内销售受行业低迷和去库存影响、压力相对更大；分业务来看，拉链增速快于纽扣，主要系拉链应用场景更加广泛、市场空间更大。

公司于2022年11月22日发布非公开发行股票预案，拟向不超过35名特定投资者非公开发行不超过3.11亿股股票，募集资金不超过12亿元，募集资金将用于“年产9.7亿米高档拉链配套织带搬迁及服饰辅料技改项目（一期）”、“年产2.2亿米高档拉链扩建项目”、“越南服装辅料生产项目”以及补充流动资金，募集资金拟投金额分别为4.20亿元、3.06亿元、3.24亿元、1.50亿元。

此次定增通过扩充拉链产品产能、发力布局拉链配套织带等品类，有利于公司提升在高端拉链市场的竞争力，并有利于公司提高智能化水平、加快公司生产响应速度、强化快反优势、推进绿色工厂，进而提升公司综合竞争实力。另外越南产能加速布局有助于对接海外源头品牌客户需求，继续深化全球化战略，持续提升品牌全球影响力。

长期以来，公司作为辅料龙头，国内外产能扩张稳步推进，并注重为客户提供一站式服务，以优质服务取胜，实现市场份额巩固和提升。短期虽然国内外需求受疫情、宏观经济等因素影响存在不确定性，但后续期待需求恢复及公司持续稳步扩张产能，公司业绩实现持续、稳步增长。我们维持公司22~24年盈利预测，22~24年EPS分别为0.54、0.64、0.75元，22、23年PE分别为18倍、16倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求疲软，致公司接单和毛利率受损；产能扩张不及预期；原材料价格上涨、运费上涨、劳动力成本提升；汇率波动。

表15：伟星股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,496	3,356	3,872	4,493	5,117
营业收入增长率	-8.65%	34.44%	15.38%	16.05%	13.87%
净利润（百万元）	396	449	558	661	774
净利润增长率	36.34%	13.22%	24.32%	18.43%	17.23%
EPS（元）	0.38	0.43	0.54	0.64	0.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.74%	16.66%	19.56%	21.69%	23.70%
P/E	26	23	18	16	13
P/B	3.1	2.9	3.6	3.4	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2022-11-28

8、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

表 16: 纺织服装行业覆盖公司盈利预测与估值表

证券名称	证券代码	股价 (元人民币)	市值 (亿元人民币)	EPS (元)				PE				21~24 年 3 年 CAGR	PEG	投资评级	
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			本次	变动
安踏体育	2020.HK	74.37	2018.10	2.86	3.03	3.86	4.85	26	25	19	15	19%	1.28	买入	维持
李宁	2331.HK	50.13	1315.13	1.53	1.74	2.17	2.61	33	29	23	19	19%	1.49	买入	维持
特步国际	1368.HK	7.29	192.10	0.34	0.41	0.49	0.64	21	18	15	11	23%	0.78	买入	维持
比音勒芬	002832.SZ	24.05	137.26	1.09	1.41	1.77	2.12	22	17	14	11	25%	0.69	买入	维持
罗莱生活	002293.SZ	9.83	82.56	0.85	0.76	0.94	1.09	12	13	10	9	9%	1.50	买入	维持
波司登	3998.HK	3.04	331.25	0.19	0.22	0.26	0.3	16	14	12	10	16%	0.84	买入	维持
华利集团	300979.SZ	46.20	539.15	2.37	2.84	3.31	3.9	19	16	14	12	18%	0.90	买入	维持
申洲国际	2313.HK	57.64	866.52	2.24	3.19	3.83	4.75	26	18	15	12	28%	0.63	买入	维持
伟星股份	002003.SZ	9.93	102.99	0.43	0.54	0.64	0.75	23	18	16	13	20%	0.90	买入	维持
361 度	1361.HK	2.98	61.58	0.29	0.35	0.4	0.47	10	9	7	6	17%	0.49	买入	维持
森马服饰	002563.SZ	5.01	134.97	0.55	0.31	0.42	0.56	9	16	12	9	1%	26.83	买入	维持
海澜之家	600398.SH	4.78	206.48	0.58	0.5	0.59	0.69	8	10	8	7	6%	1.60	买入	维持
百隆东方	601339.SH	5.35	80.25	0.91	0.92	0.94	1.04	6	6	6	5	5%	1.28	买入	维持
太平鸟	603877.SH	17.07	81.33	1.42	0.62	1.11	1.45	12	28	15	12	1%	39.37	增持	维持
歌力思	603808.SH	8.86	32.70	0.82	0.45	0.9	1.11	11	20	10	8	11%	1.85	增持	维持
朗姿股份	002612.SZ	20.63	91.28	0.42	0.22	0.45	0.55	49	94	46	38	9%	9.97	增持	维持
稳健医疗	300888.SZ	67.49	287.84	2.91	3.51	4.4	5.16	23	19	15	13	21%	0.91	增持	维持
富安娜	002327.SZ	6.90	57.23	0.66	0.69	0.8	0.91	10	10	9	8	11%	0.88	增持	维持
开润股份	300577.SZ	15.03	36.04	0.75	0.50	0.86	1.14	20	30	18	13	15%	2.00	增持	维持
天虹纺织	2678.HK	5.65	51.91	2.93	2.1	2.22	2.46	2	3	3	2	-6%	-0.48	增持	维持
华孚时尚	002042.SZ	3.17	53.91	0.34	0.34	0.39	0.45	9	9	8	7	10%	0.95	增持	维持
鲁泰 A	000726.SZ	8.00	61.10	0.39	1.01	1.04	1.15	21	8	8	7	43%	0.18	增持	维持
滔搏	6110.HK	3.96	245.51	0.39	0.36	0.42	0.46	10	11	9	9	6%	1.94	增持	维持
际华集团	601718.SH	3.06	134.38	-0.04	0.09	0.12	0.15	—	34	26	20	—	—	增持	维持

注: 上表中波司登和滔搏 EPS 和 PE 对应的为 2023~2025 财年的盈利预测数据;

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-11-28; 汇率按 1HKD=0.9164RMB 换算

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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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