东兴证券 DONGXING SECURITIES

纺织服装行业2023年投资策略：复苏与分化并存，运动户外景气持续

2022 年 11 月 30 日

看好/维持

纺织服装 | 行业报告

分析师	刘田田	电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	常子杰	电话：010-66554040 邮箱：changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080005
研究助理	沈逸伦	电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121050014

投资摘要：

回顾市场表现：根据申万行业划分，A股纺织服装 22 年整体股价表现较为疲软，截止 11 月 18 日板块下跌 16.32%，但仍跑赢沪深 300 指数。分板块看，服装家纺、纺织制造、饰品板块分别下跌 17.67%、14.02%、16.24%，纺织制造表现相对较好一点。港股方面，非必需消费品板块整体下跌幅度较大，且跌幅超过恒生指数。虽然股价有所下跌，但是 A 股纺织服装的整体估值仍然处在较为稳定的水平，港股方面，由于基本面和流动性的双重压力，服装服饰业标的估值均明显回落。

基本面方面：2022 年，品牌服装家纺，在疫情反复下消费恢复速度缓慢；纺织制造，上半年纺织出口景气度较高，下半年回落明显，目前面临下游高库存。

2023 年我们看好三条主线：一是品牌服装家纺的恢复和分化；二是制造的去库存与优秀制造崛起；三是户外运动的持续景气。

分板块看：

一、品牌服装家纺：短期看需求恢复，精准防控政策变化利于线下消费复苏，带动服装动销回暖。品牌服装家纺的销售仍然以线下为主，因此过去三年服装家纺公司的收入随着疫情的状态而波动，各公司的变动趋势大致相同，但增速上有所差异。**中长期看渠道变迁与品牌成长，**线上渗透率接近天花板，但线上平台多元化趋势确定。长期看品牌成长能力，线上流量获取与私域运营能力强及线下赋能经销商的能力极为重要，通过产品的提升和营销的配合提升品牌势能。

投资建议：短期建议关注存货周转天数较为健康，进而恢复更快的公司。2022 年前三季度太平鸟/报喜鸟/比音勒芬库存周转天数分别为 42/111/159 天，均低于或持平于疫情前 2019 年同期水平。长期建议关注有增长空间的品牌或公司。当下服装家纺公司的增长主要来源于三个维度：1）处于赛道景气，跟随行业规模扩容，主要是运动服饰赛道，代表公司为比音勒芬。2）品牌势能处于上升期的，其品牌理念和设计符合年轻消费者偏好，如报喜鸟、嘉曼服饰旗下的哈吉斯。3）品牌矩阵打造较好，有接力品牌的公司。

二、纺织制造：短期看库存去化。统计主要纺织制造企业的出口占比依然较高，即外需对制造端景气度影响大。观察出口数据，进入到下半年尤其是三季度以来出口情况低迷阶段。2022 年外需及内需受到诸多扰动，进入到下半年后下游品牌及渠道端的库存较高，因此库存的去化成为纺织制造端最重要的影响因素，我们预计去库存将在 22Q4 和 23Q1 持续，预计 23Q1 后将进入补库。**长期看格局及赛道。**一是生产端的各种挑战，使得全球鞋服供应链格局发生着变化，加速了供应商的整合，疫情之下品牌方对供应链的反应能力要求更高，垂直一体化和有研发和成本优势的企业，将受益于行业整合。二是赛道来讲，运动鞋服发展前景较好。欧睿数据显示过去及未来几年，运动行业仍保持着双位数的增长，具备增长优势。

投资建议：一是关注以优质产能和优秀管理，绑定下游优质客户的制造企业，包括华利集团、申洲国际，关注健盛集团、伟星新材。二是建议关注优质纺织原材料供应商，推荐台华新材，关注鲁泰 A、百隆东方。

三、户外运动：欧美等发达国家户外运动整体发展时间悠久，已形成较强的户外文化，美国以及德国、英国等欧洲国家，户外运动参与率基本都在 50%以上。近两年我国的运动参与率有着快速的提升，但是与发达国家参与率比仍然有差距。**消费者的诉求变化，及疫情对出行习惯的改变，是户外运动的主要催化。当代年轻人对于户外运动的诉求，除了锻炼身体与追求挑战，更多的转向了放松愉悦身心以及社交。疫情催化了出行习惯的变化，周边游或成主要游玩方式。**

①户外装备，最看好露营相关。露营是目前国内发展最好的户外项目。参考美国露营文化成熟，是美国户外运动中市场规模最大的子板块。国内露营文化在疫情催化下迅速普及。投资建议：重点推荐在细分品类有显著技术及品牌优势的公司，如浙江自然、牧高笛。

②运动鞋服，国产运动品牌仍处在机会期。一方面由于国产品牌的产品力和品牌力在拉升，产品线日益完善；另一方面，由于新疆棉等事件催化，国际品牌在中国区形象受损，至今仍未恢复增长。基于主观和客观的条件，目前国产品牌处在发展的机会期。制造端，在运动服饰领域，头部品牌的优秀产品力实现离不开优秀供应商，因此优秀的制造商也会分享成长。投资建议：重点推荐国产运动龙头，李宁、安踏体育，以及优秀运动制造商华利集团、申洲国际。

风险提示：疫情控制时间较长，消费能力持续不振，各行业相关风险等。

行业重点公司盈利预测与评级

子行业	股票简称	股票代码	EPS				PE				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
运动	李宁☆	2331.HK	1.53	1.83	2.20	2.61	30.74	25.75	21.37	18.05	强烈推荐
	安踏体育☆	2020.HK	2.86	3.10	3.93	4.71	27.48	25.37	20.00	16.68	强烈推荐
	比音勒芬	002832.SZ	1.13	1.40	1.75	2.11	22.43	17.18	13.78	11.38	
	申洲国际☆	2020.HK	2.24	3.01	3.67	4.53	40.06	18.28	15.01	12.15	强烈推荐
	华利集团☆	300979.SZ	2.37	2.95	3.61	4.39	18.86	15.68	12.81	10.52	推荐
户外	牧高笛	603908.SH	1.18	2.45	3.55	4.72	35.21	25.42	17.5	13.16	
	浙江自然☆	605080.SH	2.17	2.71	3.58	4.45	20.04	16.06	12.15	9.78	推荐
男装、女装	波司登☆	3998.HK	0.19	0.23	0.26	0.31	15.67	12.58	10.77	9.19	推荐
	报喜鸟	002154.SZ	0.32	0.37	0.45	0.53	13.19	9.82	8.12	6.78	
纺织制造	健盛集团	603558.SH	0.43	0.81	1.00	1.22	7.68	10.45	8.5	6.96	
	伟星股份	002003.SZ	0.56	0.56	0.66	0.79	22.8	17.66	15.03	12.61	

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于iFinD一致预期；东兴证券研究所

目录

1. 年度回顾：基本面和市场表现整体低迷 5
1.1 市场表现，A+H 均较为低迷 5
1.2 基本面回顾：品牌动销低迷，制造较为景气但现阶段面临高库存 6
2. 展望 2023：三条变化主线 7
3. 服装家纺：短期看恢复，长期有所分化 8
4. 纺织制造：短期看库存去化，长期仍看好运动品类制造 9
5. 户外运动，装备及鞋服大有可为 12
5.1 户外运动风起 12
5.2 户外装备，最看好露营相关 14
5.3 运动鞋服，品牌和制造均有机会 15
6. 重点公司盈利预测及估值 18
7. 风险提示 18

表格目录

表 1： 2019 年以来主要服装家纺品牌库存周转天数 9
表 2： 主要纺织制造企业出口收入占比情况 10
表 3： 主要国际品牌期末库存同比情况 10
表 4： 近两年国家出台的支持户外产业的政策文件 13
表 5： 户外装备按项目&公司分览 14
表 6： 2021 年来主要运动品牌的流水增速 15
表 7： 安踏体育与特步国际部分运营指标汇总 16
表 8： 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值 18

插图目录

图 1：年初至今 A 股纺织服装行业指数（SW）表现 5
图 2：年初至今港股非必需消费指数（港交所分类）表现 5
图 3：李宁 PE Band（港元，倍） 5
图 4：安踏体育 PE Band（港元，倍） 5
图 5：社会零售总额增速及服装类增速（单位：%） 6
图 6：社会零售总额增速及服装类增速（单位：%） 6
图 7：主要的品牌服饰 2019 年以来各季度收入增速 8
图 8：主要的家纺品牌 2019 年以来各季度收入增速 8

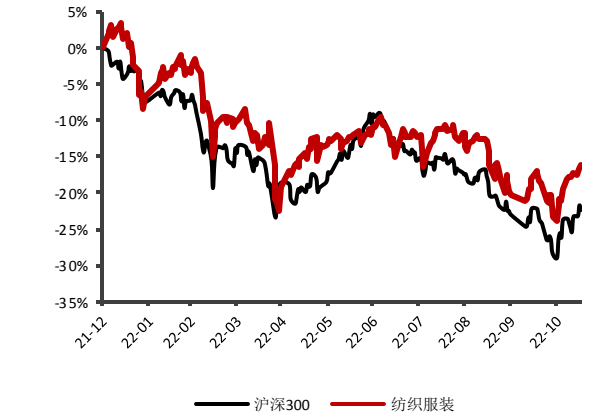
图 9：棉花及化纤价格近期有所回落 11
图 10：环渤海动力煤:综合平均价格(5500K)仍在较高位置 11
图 11：中间价:美元兑人民币 11
图 12：中国运动服饰行业增速仍较其他细分行业具备优势（单位：%） 12
图 13：户外项目涉及的用品 13
图 14：户外用品的份额分布 13
图 15：Nike 公司大中华区收入增速 16
图 16：Adidas 公司大中华区收入增速 16
图 17：李宁的渠道存货 16
图 18：李宁的存货结构 16
图 19：申洲国际：毛利率及净利率 17
图 20：华利集团的毛利率及净利率 17
图 21：裕元工业今年以来制造板块月度同比增速 18
图 22：儒鸿今年以来月度同比增速 18

1. 年度回顾：基本面和市场表现整体低迷

1.1 市场表现，A+H 均较为低迷

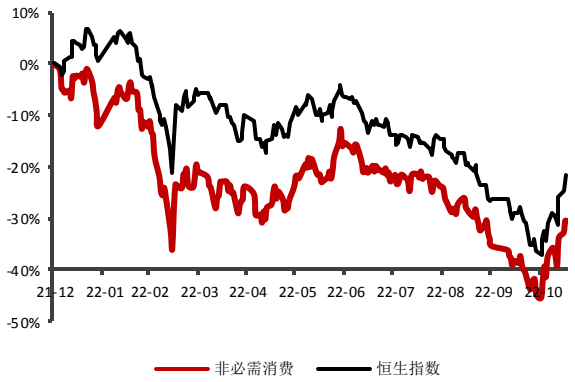
回顾年初至今市场表现：根据申万行业划分，A 股纺织服装今年整体股价表现较为疲软，截止 11 月 18 日板块下跌 16.32%，但仍跑赢沪深 300 指数。分板块看，服装家纺、纺织制造、饰品板块分别下跌 17.67%、14.02%、16.24%，纺织制造表现相对较好一点。港股方面，非必需消费品板块整体下跌幅度较大，且跌幅超过恒生指数。

图 1：年初至今 A 股纺织服装行业指数（SW）表现



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

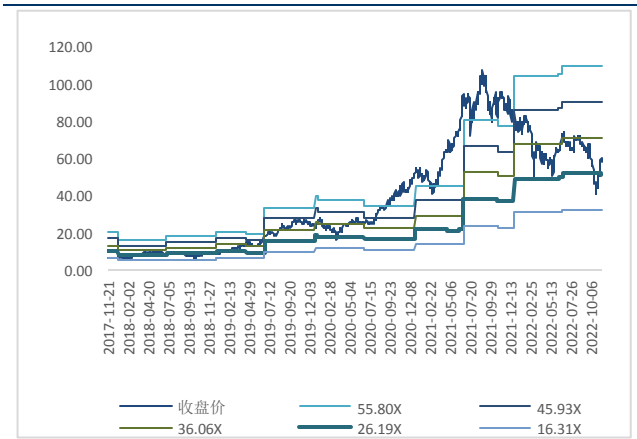
图 2：年初至今港股非必需消费指数（港交所分类）表现



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

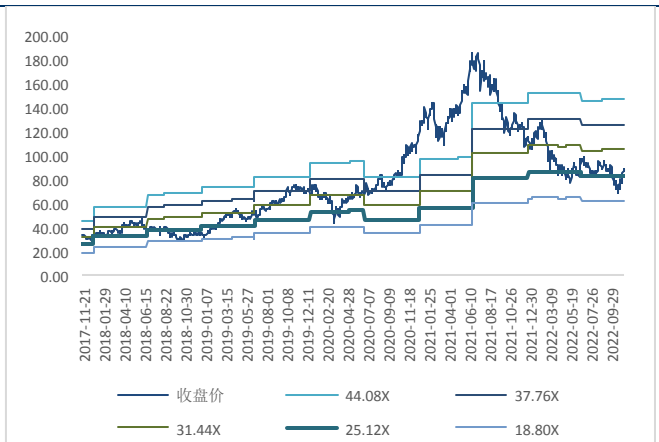
估值方面，港股估值回落明显。虽然股价有所下跌，但是 A 股纺织服装的整体估值仍然处在较为稳定的水平，截止 11 月 18 日，纺织服装的 PE（TTM）为 30.36 倍，其中服装家纺 PE 为 39.56，由于业绩受到线下消费疲软的影响估值被动抬升，纺织制造 PE 为 19.84 倍，估值较年初有所消化。港股方面，由于基本面和流动性的双重压力，服装服饰业标的估值均明显回落，以李宁、安踏体育为例，截止 11 月 18 日动态市盈率分别为 29.67 倍及 26.65 倍，回落至 2020 年疫情爆发后的低点位置。

图 3：李宁 PE Band（港元，倍）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 4：安踏体育 PE Band（港元，倍）



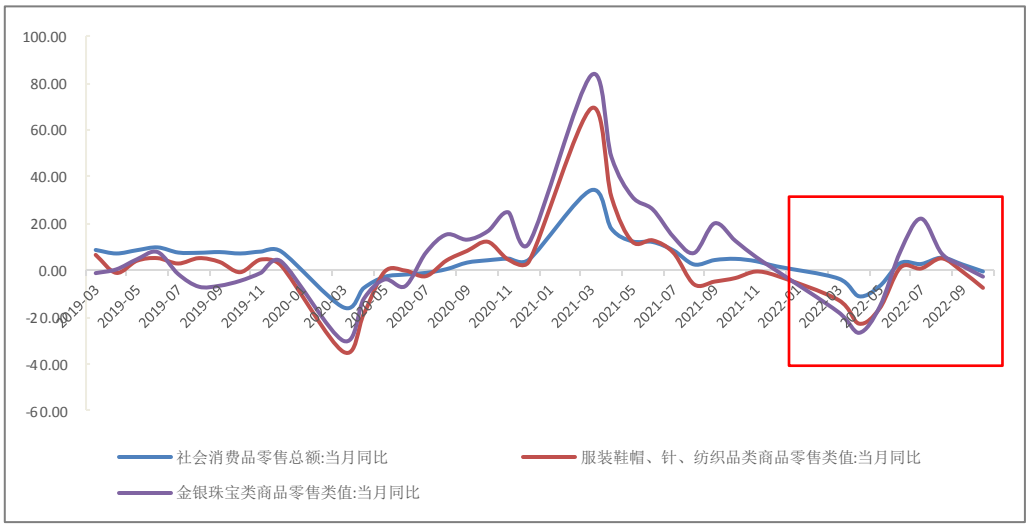
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 基本面回顾：品牌动销低迷，制造较为景气但现阶段面临高库存

品牌服装家纺：疫情反复，消费恢复速度缓慢。国家统计局数据，1-10 月社零总额/服装针纺类/珠宝类零售额累计值同比分别+0.6%/-4.40%/+1.70%，整体表现较为疲软。分月度来看：3-5 月份因为局部地区疫情反复以及去年同期基数升高同比下滑明显。6-9 月份增速转正，消费有所恢复但是恢复的速度较慢。至 10 月份，压力有所增大，增速再次转负。

上市公司业绩方面：前三季度 SW 服装家纺（经调整后）收入 1142 亿元，同比下滑 5%；净利润 41 亿元，同比下滑 48%。受疫情影响，部分线下门店无法正常营业、零售客流减少成为影响业绩的主要原因。同时，原材料、物流、门店运营成本高企也侵蚀了公司利润。

图 5：社会零售总额增速及服装类增速（单位：%）

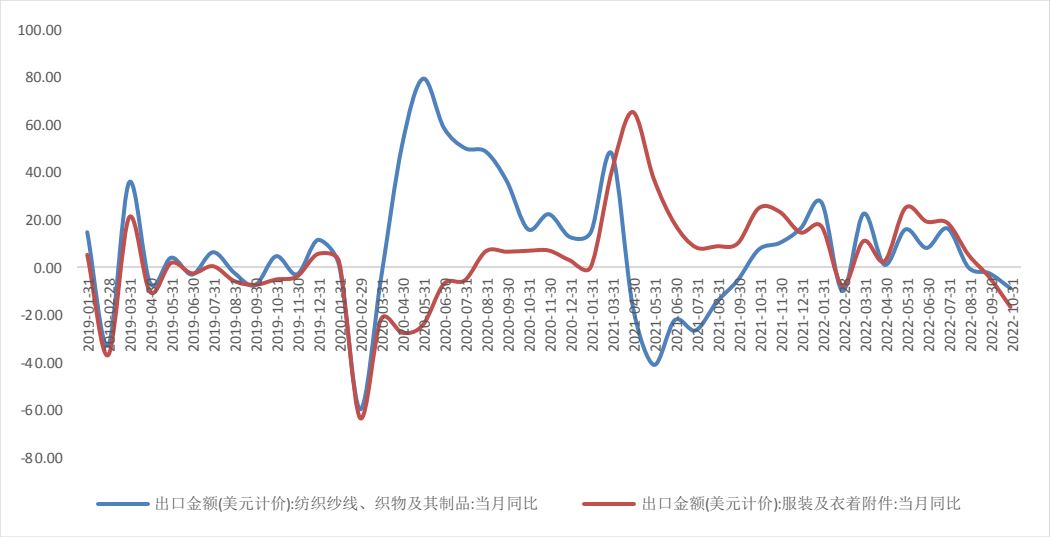


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

纺织制造：上半年纺织出口景气度较高，下半年回落明显。中国纺织品服装出口按美元计：2022 年 1-10 月，纺织服装累计出口 2732.5 亿美元，增长 6.5%，其中纺织品出口 1256.6 亿美元，增长 6.8%，服装出口 1475.9 亿美元，增长 6.2%。分月度看，上半年出口增速较高，至 8 月份增速开始明显回落，10 月中国纺织服装出口 250.2 亿美元，下降 13.6%，环比下降 10.8%。

上市公司业绩方面：前三季度 SW 纺织制造板块收入 970 亿元，同比+8%；净利润 73.8 亿元，同比下滑 3%。板块整体营收增长稳健，得益外需整体较好，上游制造企业订单景气，业绩方面由于原材料价格上行及能源价格高企，导致利润率有所降低。

图 6：社会零售总额增速及服装类增速（单位：%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 展望 2023：三条变化主线

总体需求方面，国内疫情的防控是现阶段较为重要的影响因素，但是常态化和正常化将是大趋势。11 国务院联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，进一步优化调整疫情防控措施。密接管理方面，密接管理措施包括隔离天数和风险区域划分都趋向于宽松化；入境管理方面，取消入境航班熔断机制，入境登机前 48 小时核酸调整为 1 次，入境人员“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”；管理侧重方面，推进疫苗接种及治疗药物储备，医疗资源部署更加强调开放前的准备工作和开放后的治疗措施。虽然短期消费仍然承压，但是国内提升精准防疫，有助于降低散发疫情对国内经济活动抑制作用，带动消费的复苏。尤其此前被抑制的服务业需求有望逐步释放；国内扩内需、稳增长政策措施加快落地，消费支持措施效果继续释放，有望带动国内消费复苏步伐加快。

需求结构，消费者结构决定了需求结构，不管是国内还是海外，运动仍是年轻人的追求。随着 Z 时代年轻消费者逐渐成为消费主力，以及中产阶级的扩大和低线城市对于品质生活的追求等共同作用下，符合核心消费群体生活方式升级所需的细分赛道将持续成长，运动户外休闲便是符合当下年轻人审美和追求的一种生活方式。

基于需求的恢复和消费倾向，以及结合当前的估值水平，我们推荐关注三条主线：

主线一、品牌修复与分化

2023 年将是经济整体修复的一年，消费尤其是线下消费将有效恢复。回看过去两年，服装家纺的动销与疫情的反复直接相关，虽略有差异但各公司间变动趋势趋同。从消费结构看，Z 世代消费群体个性强，为了赢得更多消费者的认知和认可，服装家纺品牌线上线下及公域+私域的全渠道营销对于品牌方来说就十分必要。线上流量虽渐趋饱和，但是平台多元化发展为品牌发展提供新的机会，线下传播渠道与触达方式也出现了新的形式，品牌对于线下经销商的赋能变得十分重要。

主线二、制造去库存与优秀企业崛起

需求端，外需仍然是纺织制造重要的来源，从出口情况看，下游需求疲软及高库存是未来两个季度最重要的影响因素，因此短期下游的库存去化将是行业最重要的变化因素。生产端，人工成本的上升和疫情管控，对于工厂提出了更高的要求，品牌新势力的崛起也创造着新的机遇。在 ESG 标准要求更为提升的环境下，国内纺织企业，加速提升自动化水平，加速清洁能源的替代使用，中国作为全球纺织制造中心的地位不会改变，优秀制造的崛起将继续进行。

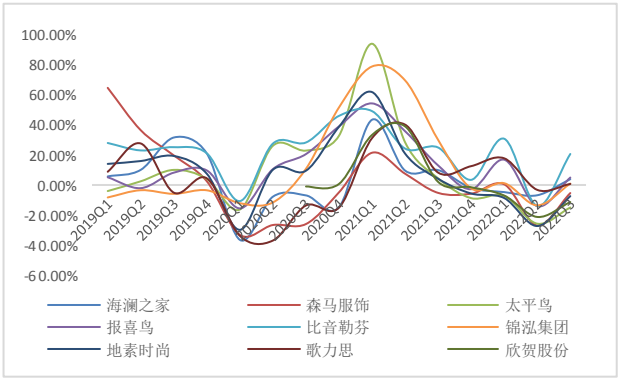
趋势三、户外运动持续景气

对标欧美，我国户外参与率提升空间大。欧美等发达国家户外运动整体发展时间悠久，已形成较强的户外文化，美国以及德国、英国等欧洲国家，户外运动参与率基本都在 50%以上。与欧美相比，我国户外运动起步较晚，参与率和产业规模仍有较大差距，近两年我国的运动参与率有着快速的提升，根据《全民健身计划（2021—2025 年）》，我国经常参加体育锻炼人数比例达到 37.2%，但是与发达国家参与率比仍然有差距。从户外产业规模看，根据 Statista 数据，2019 年美国、欧洲仅线上户外用品零售额就分别达到 178 亿美元、155 亿美元，而我国户外用品产业规模仍然有很大发展空间。消费者的诉求变化，及疫情对出行习惯的改变，是户外运动的主要催化，2023 年这些催化因素将继续发挥效应带动户外运动的景气。

3. 服装家纺：短期看恢复，长期有所分化

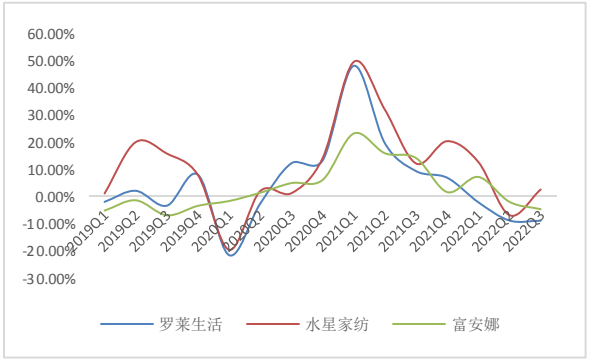
短期看需求，防控政策变化利于线下消费复苏，带动服装动销回暖。品牌服装家纺的销售仍然以线下为主，因此过去三年服装家纺公司的收入随着疫情的状态而波动，各公司的变动趋势大致相同，但增速上有所差异。主要的品牌服饰方面，收入波动节奏类似，但其中比音勒芬和报喜鸟相对波动幅度要小一些。主要的家纺品牌方面，由于家纺的模式与服装略有差别，即期货占比、经销占比较服装要高，因此波动幅度较服装略小。但是整体上，服装家纺仍然明显受到疫情状况影响，未来随着疫情精准管控和逐步的放开，我们认为线下消费的正常化也将带动整个服装家纺销售的正常化。

图 7：主要的品牌服饰 2019 年以来各季度收入增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 8：主要的家纺品牌 2019 年以来各季度收入增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

中期看渠道变迁，线上渗透率接近天花板，线上平台多元化趋势确定。星图数据指出，今年综合电商交易额 9340 亿元，同比增长 2.9%，考虑退单率较高实际情况应为下滑。综合电商格局方面，第一波预售期中，天猫占比 61%，京东占比 34%，其他传统电商仅占 5%。直播电商平台情况较好，抖音逆袭成为最大的直播电商，直播电商红利和上线货架电商的防守，带来了新增量。在今年 1 到 9 月，抖音已经占据直播生态的 41%，快手占据 32.5%，点淘（淘宝直播平台）占据 27.5%。直播电商的双十一的格局从去年的点淘>快手>抖音，转

变为抖音>点淘>快手。

长期看品牌成长能力，产品是基础，线上流量获取与私域运营能力强及线下赋能经销商是重要条件。在年轻消费群体当道的现在，产品理念符合年轻人对于潮流、品质的追求是品牌基本能力。渠道方面，社交电商和直播电商使得线上的格局发生变化，越来越多的品牌更加注重流量的获取和运营。线上方面：头部主播对于品牌招新率较高，也有利于带来单品销量的爆发，但是带来的客户留存率和回购率却较低。品牌方因此逐步完善的自身的店铺直播体系，从而带来更好的拉新留存，提升复购。线下方面，品牌方更加注重对线下经销商的赋能，注重经销商 O2O 能力的打造。优秀的品牌能够做到全域营销，在更广范围、更高频次上触及消费者。

投资建议：

短期建议关注存货周转天数较为健康，进而恢复更快的公司。2022 年前三季度太平鸟/报喜鸟/比音勒芬库存周转天数分别为 42/111/159 天，均低于或持平于疫情前 2019 年同期水平。再面临线下消费不畅的情况下，以上几家公司保持着较为健康的库存状况，一方面显示了其运营水平较高，另一方面也预示着待消费复苏来临之际，其业绩的向上弹性将较好。

表1： 2019 年以来主要服装家纺品牌库存周转天数

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
海澜之家	579.90	531.76	543.92	501.39	439.45	332.66	361.49	388.94	229.65	265.84	286.08	288.95	264.55	335.51	345.53
森马服饰	1014.66	1303.40	1560.69	998.34	668.65	820.42	873.22	1079.78	1943.84	2168.67	844.81	994.20	432.69	692.84	719.42
太平鸟	43.12	52.07	55.28	49.20	40.70	42.24	41.28	35.09	24.30	33.34	34.95	26.52	26.59	34.05	**41.55**
报喜鸟	125.42	107.20	110.82	83.24	174.79	116.64	121.69	94.55	110.23	98.12	99.16	92.44	103.14	102.37	**110.92**
比音勒芬	146.91	168.44	174.83	160.69	230.77	197.80	191.57	171.56	131.37	142.99	153.01	147.57	148.56	147.35	**159.35**
锦泓集团	125.12	132.72	138.48	145.98	189.87	183.56	175.05	157.03	137.55	148.85	147.74	140.03	147.16	134.99	143.23
朗姿股份	185.26	185.19	181.32	155.21	245.16	197.39	181.68	143.81	160.17	155.99	164.06	127.05	169.33	170.45	182.16
地素时尚	275.99	289.72	304.50	296.76	390.96	323.68	276.53	210.65	295.08	286.21	309.81	243.49	277.95	295.66	**270.41**
歌力思	218.34	237.19	236.12	179.03	236.66	213.04	206.74	165.95	168.29	185.43	199.19	167.96	191.61	207.71	**213.86**
欣贺股份	--	--	--	152.47	--	153.68	--	127.84	134.75	163.53	170.66	127.56	151.57	189.18	176.46

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

长期建议关注有增长空间的公司。当下服装家纺品牌的增长主要来源于三个维度：1）处于赛道景气，跟随行业规模扩容，主要是运动服饰赛道，代表公司为比音勒芬。2）品牌势能处于上升期的，其品牌理念和设计符合年轻消费者偏好，如报喜鸟、嘉曼服饰旗下的哈吉斯、哈吉斯 kids。3）品牌矩阵打造较好，有接力品牌的公司。

4. 纺织制造：短期看库存去化，长期仍看好运动品类制造

纺织制造的出口占比仍高，外需对制造端景气度影响大，目前较为低迷。统计主要纺织制造企业的出口占比，虽然近三年来略有下降（2019 年-2020 年出口占比分别为 41.14%、38.46%、38.26%），但是依然占较高比重。考虑到很多企业为中间环节，最终目的地还是出口的部分，该比重更高。因此外需的景气度对纺织制造端的景气度极为重要。下表为主要的纺织制造企业出口收入占比，可见外销对于公司整体业绩的影响较大。观察纺织及服装的出口数据，进入到下半年尤其是三季度以来出口情况低迷阶段。

表2： 主要纺织制造企业出口收入占比情况

公司	2019年	2020年	2021年
华利集团	99.79%	99.72%	99.78%
华孚时尚	14.87%	9.11%	13.07%
百隆东方	49.69%	57.93%	60.65%
鲁泰A	60.07%	49.23%	50.49%
孚日股份	64.98%	62.33%	62.55%
台华新材	17.14%	12.92%	14.15%
伟星股份	25.41%	24.29%	27.08%
健盛集团	87.77%	85.69%	86.90%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

短期看库存去化和原材料价格及人民币汇率。

1、库存：2022年外需及内需受到诸多扰动，进入到下半年后下游品牌及渠道端的库存较高，因此库存的去化成为纺织制造端最重要的影响因素。以收入体量最大的Nike、Adidas为例，Nike截至8.31日的期末库存同比上升44%;Adidas截至9.30日的期末库存上升了72%。各品牌的高库存情况影响了新订单的下单积极性，各代工厂今年下半年的订单增速预计承压。但随着各品牌继续积极调整供应和需求，对于业务表现和库存管理的实施预计将在未来1-2个季度有明显效果，纺织制造端的景气回升预计在明年一季度后显现。

表3： 主要国际品牌期末库存同比情况

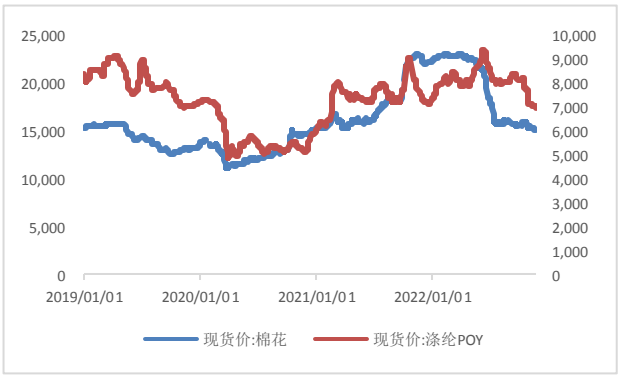
类型	公司名称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
运动	NIKE	15%	-7%	0%	7%	15%	23%	**44%**
	Adidas	-9%	-22%	-22%	-9%	15%	35%	**72%**
	Puma	8%	8%	12%	31%	0%	43%	**72%**
	Under Armour	-9%	-26%	-21%	-9%	-3%	8%	29%
	Lululemon	17%	17%	22%	49%	74%	85%	
	Asics	-2%	-11%	-11%	-9%	8%	18%	
	Skechers	8%	3%	17%	45%	36%	48%	42%
户外&休闲	VF（North Face）	-13%	2%	20%	34%	34%	**92%**	**88%**
	Deckers	-11%	5%	31%	80%	82%	83%	45%
	维密	-22%	-19%	4%		37%	46%	
快时尚	Inditex（Zara）	5%	19%	19%	31%	27%	43%	
	H&M group	-1%	-10%	-12%	-2%	6%	16%	28%
	迅销（优衣库）	0%	-9%	-5%	0%	-1%	2%	
	GAP	14%	7%	2%	-1%	34%	37%	

资料来源：彭博、东兴证券研究所

2、成本及汇率，压力仍在、边际缓解。过去两年，包括棉花、化纤在内的原材料价格持续上行，遇到需求不振的时节则价格传导不畅。自2022年下半年以来，棉花及化纤价格明显回落，或将环节纺织制造端的原材料成本压力。能耗成本方面，动力煤的价格持续在高位，将继续对能耗较高的纺织企业形成压力。汇率方面，由于人民币对美元自22Q2开始持续贬值，因此Q3、Q4出口企业的汇兑收益明显，预计明年该因素将消

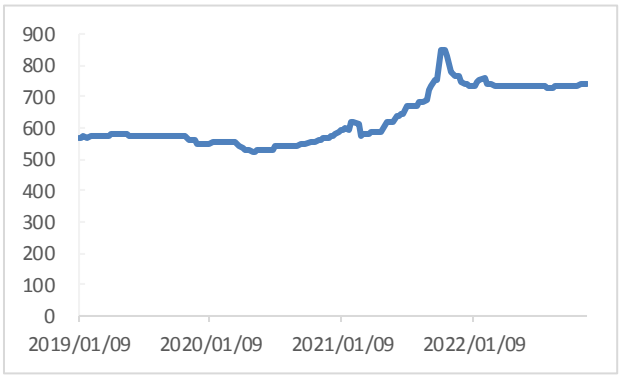
除。

图 9：棉花及化纤价格近期有所回落



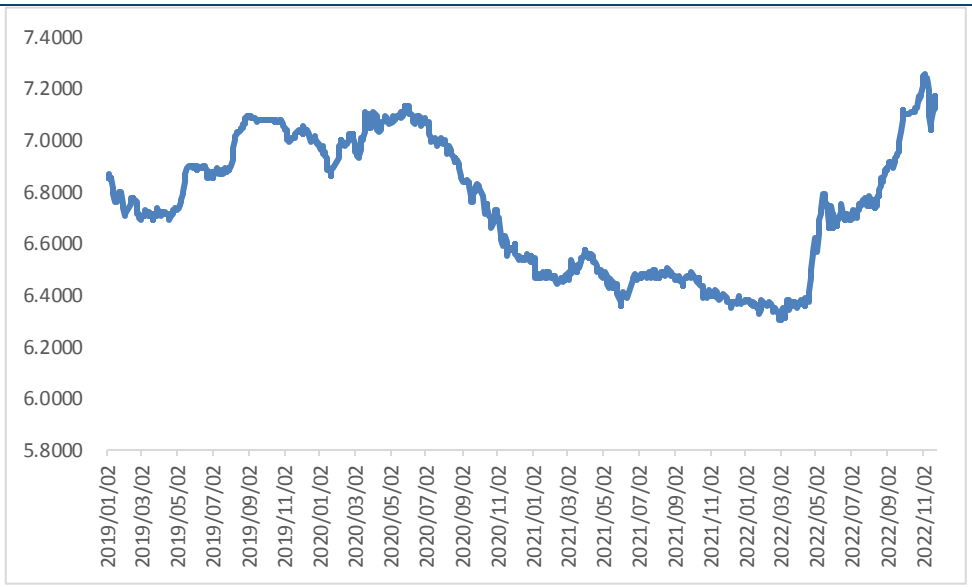
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 10：环渤海动力煤:综合平均价格(5500K)仍在较高位置



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 11：中间价:美元兑人民币



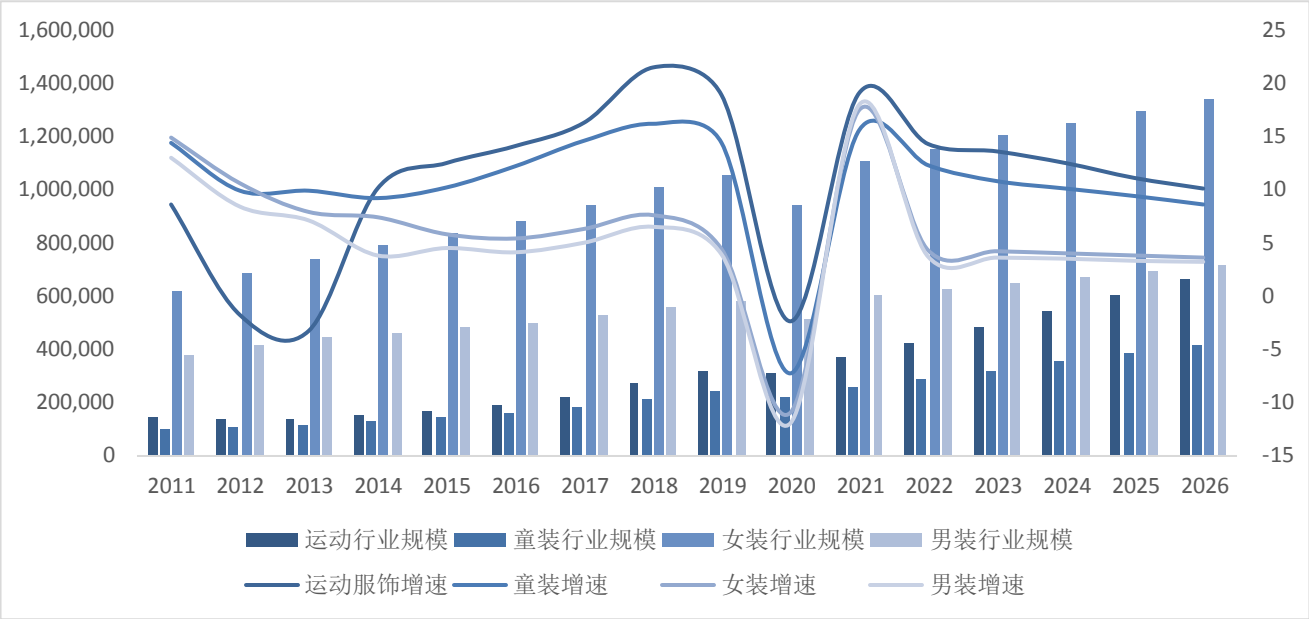
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

长期看格局及赛道。

1、全球鞋服供应链格局发生着变化。生产端，人工成本的持续上升和疫情管控，对于工厂提出了更高的要求，品牌新势力的崛起也创造着新的机遇。在 ESG 标准要求更为提升的环境下，工厂对于员工、环境保护的效用也决定了工厂能否可持续的发展。国内纺织企业加速提升自动化水平，加速清洁能源的替代使用。我们认为，中国作为全球纺织制造中心的地位不会改变，在考验之间优秀的纺织制造企业与优秀品牌的绑定关系也将继续加深。

2、赛道来讲，运动鞋服发展前景较好。欧睿数据显示，运动服饰行业增速仍然有明显优势，过去及未来几年，运动行业仍保持着双位数的增长。与发达国家对比，我们运动人群的占比及运动服饰在服装中的占比仍低，当前阶段是我们运动行业快速发展的阶段。三大因素驱动行业发展，运动人群上升和穿着场景拓宽带来量的提升，消费升级带来价的增长，整个运动行业量价齐升，增长动力足。

图 12：中国运动服饰行业增速仍较其他细分行业具备优势（单位：%）



资料来源：通联数据，东兴证券研究所

投资建议：推荐以优质产能和优秀管理，绑定下游优质客户的制造企业。疫情强化了我国纺织制造企业在全球产业链上的优势地位，未来份额提升可期。疫情加速了供应商的整合，疫情之下品牌方对供应链的反应能力要求更高，垂直一体化和有研发和成本优势的企业，将受益于行业整合。**建议关注优质纺织原材料供应商，提升行业地位，**关注百隆东方、华孚时尚，台华新材。百隆与华孚是国内领先的色纺纱生产企业，随着技术的积累和产品升级，份额有望提升，同时公司在行业内有较强的话语权，尤其在原材料价格上涨和维持高位的期间，盈利优势明显。台华新材深耕锦纶材料的研发，再生锦纶和锦纶 66 的产能释放，助力公司开启新的成长周期。

5. 户外运动，装备及鞋服大有可为

5.1 户外运动风起

对标欧美，我国户外参与率提升空间大。欧美等发达国家户外运动整体发展时间悠久，已形成较强的户外文化，美国以及德国、英国等欧洲国家，户外运动参与率基本都在 50%以上。与欧美相比，我国户外运动起步较晚，参与率和产业规模仍有较大差距，近两年我国的运动参与率有着快速的提升，根据《全民健身计划（2021—2025 年）》，我国经常参加体育锻炼人数比例达到 37.2%，但是与发达国家参与率比仍然有差距。从户外产业规模看，根据 Statista 数据，2019 年美国、欧洲仅线上户外用品零售额就分别达到 178 亿美元、155 亿美元，而我国户外用品产业规模仍然有很大发展空间。

消费者的诉求变化，及疫情对出行习惯的改变，是户外运动的主要催化。

当代年轻人对于户外运动的诉求，除了锻炼身体与追求挑战，更多的转向了放松愉悦身心以及社交。从近两年发展较快的活动，如精致露营、滑雪等都是兼具社交与休闲的运动，同时年轻消费群体也愿意为“悦己”消费支付更多，因而在户外运动的鞋服及装备方面更加追求精致。

疫情催化了出行习惯的变化，周边游或成主要游玩方式。疫情防控过程中，很多省市对跨省出游有着较多限制，加之疫情形势多变，年轻旅行者们也迅速找到了更加方便和安全的国内游和周边游来释放自己的旅行需求。大部分年轻消费者对出境游和国内游的态度冷热分明。大家对出境游的计划都放在半年甚至更久之后，但对于国内游则倾向上更为加重。年轻人倾向于通过安全性、私密性和自由性都更高的自驾形式游览周边，这也进一步催化了户外产业的发展。

户外运动的政策支持，是重要的有利条件。近两年，体育产业的政策文件出台较多，2021 年出台的《全民健身计划（2021—2025 年）》是体育产业新的五年规划里重要文件，规划了到 2025 年全国体育产业总规模达到 5 万亿元。而近日出台的《户外运动产业发展规划》聚焦于户外运动。《规划》首次明确全国户外运动产业的空间布局，提出构建“五区三带”的空间布局，形成重点项目突出、比较优势显著、区域融合互动的发展格局（详见附表）。从支持方式上，《规划》提出，切实落实国家支持体育产业发展的各类税费优惠政策，鼓励各地充分利用现有资金渠道，支持户外运动产业发展。**《规划》文件对于重点发展的户外项目、项目的空间布局、支持措施上都更加的具体及具备可实施性，对产业的提振作用将更加明显。**

表4： 近两年国家出台的支持户外产业的政策文件

文件	颁布机构	颁发时间	主要内容及目标
全民健身计划（2021-2025 年）	国务院	2021.8	到 2025 年，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，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，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。
《关于印发“十四五”旅游业发展规划的通知》	国务院	2021.12	推动更多城市将旅游休闲作为城市基本功能，充分考虑游客和当地居民的旅游休闲需要，科学设计布局旅游休闲街区，合理规划建设环城市休闲度假带，推进绿道、骑行道、游憩道、郊野公园等建设，提升游客体验，为城乡居民“微度假”、“微旅游”创造条件。
《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》	体育总局、发展改革委等八部门	2022.11	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。

资料来源：官方网站、东兴证券研究所

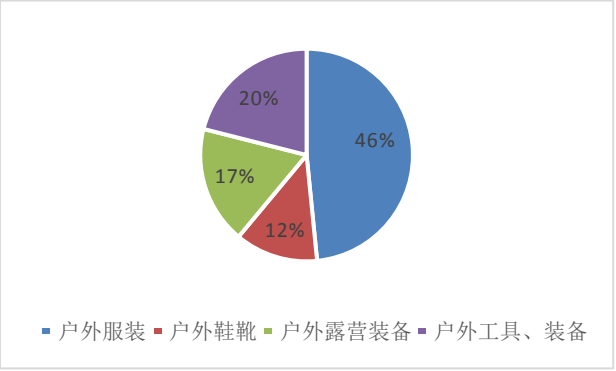
户外活动涉及到装备和鞋服两个方面。根据 COCA 数据，我国户外用品的市场结构中，户外服装、户外鞋靴占据 46%和 12%份额，占比超过一半，户外工具、露营装备和 20%和 17%。

图 13：户外项目涉及的用品

图 14：户外用品的份额分布

类别	产品
服装类	衣、裤等
鞋靴类	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等
背包类	登山包、旅行包、骑行包、背架包等
装备类	帐篷、睡袋、垫子、帷帐等
配件及器械类	配件包括岩点、冰锥、手表、GPS、炉具、灯具、刀具、绳索、登山杖、头盔、安全带、运动巾等；
	器械包括自行车、船艇类、滑翔伞等
户外休闲家具	户外桌椅、遮阳伞

资料来源：COCA，东兴证券研究所



资料来源：COCA，东兴证券研究所

5.2 户外装备，最看好露营相关

户外项目类别较多，各项目对应的用品市场规模有所差异。制造环节可以分为两类，一是原材料制造环节中功能性原料或零部件生产企业，以及大众项目产品制造企业，如台华新材、久祺股份、浙江永强，其市场规模尚可，容易形成规模效应。二是，功能性属性较强，适应范围相对窄的少数在细分品类，其对生产技术要求较高，具备技术优势的公司能建立强壁垒，获取较高的利润率，如浙江自然、华生科技。**品牌商**方面，户外运动在海外流行多年，海外品牌占据专业市场，但国内部分品牌凭借近两年国内市场的快速发展及自己技术沉淀和积累也体现出优势，最典型的是露营帐篷的龙头牧高笛。**零售商**方面，海外零售商基本都依靠全品类大门店的模式实现高收入，而国内零售商三夫户外等当前规模较小。

表5： 户外装备按项目&公司分览

项目	产品	公司	目前市值（亿元）	21 年营收（亿元）	21 年利润（亿元）	21 年出口占比	行业空间	
							美国参与率	潜在空间
露营	充气床垫	浙江自然	67	8.42	2.20	80%	露营参与率 15.8%，青少年参与率 24.4%	户外床垫需求以欧美为主，市场需求量约 4000 万张（浙江自然作为户外床垫龙头市占率约不到 7%）
	帐篷	牧高笛	44	9.23	0.79	67%		预测 2027 年中国露营设备市场将达到 159 亿美元，目前市场为 94 亿美元
骑行	自行车、助力电动车	久祺股份	56	37.10	2.05	99%	骑行参与率 17.3%，青少年参与率 27.6%	全球自行车存量 1.5 亿辆。增量来自于欧美助力电动车发展，其渗透率有望分别达到 50%和 30%，合计量超过 2000 万台，规模超过 120 亿美元
水上运动	划水板等	华生科技	22	6.43	1.80	13%(内销客户以出口为主)	划水板 1.2%渗透率	水上运动用品规模 460 亿美元，其中充气式产品规模 34 亿美元，滑水板品类的规模在 5-10 亿美元左右。
户外家具（建筑）	户外火炉	雅艺科技	27	4.48	0.94	98%	欧美别墅比例为 60-70%	2025 年全球 14 亿美元，欧美为主
	户外桌椅	浙江永强	79	81.51	1.25	93%		
	遮阳产品	玉马遮阳	29	5.20	1.40	70%		预计到 2025 年，我国功能性遮阳产品销售额可达 500 亿元。国内渗透率 5%，欧美渗透率 70%

资料来源：各公司公告，Outdoor Industry Association，东兴证券研究所

露营是目前国内发展最好的户外项目。

- **参考美国露营文化成熟，是美国户外运动中市场规模最大的子板块。**根据 Outdoor Industry Association 数据，近年来美国露营参与率始终维持在接近 14%的水平，2020 年疫情继续有所提升。露营兼具休闲与社交属性，同时参与门槛较低，因此参与度较高。美国露营项目的费用 达 1668.62 亿美

元，人均年露营花费 3995 美元。我国露营市场发展潜力较大，参考 2020 年美国露营参与率估算，我国潜在露营人群 1.81 亿人，露营装备市场规模潜力巨大。

- **国内露营文化在疫情催化下迅速普及。**疫情爆发后远途出行受限，短途出游成了主要选择，我国露营风潮随之兴起。携程数据显示，2020 年长三角一带的家庭游订单同比增长 206%；今年十一期间，飞猪平台露营预定量环比超 13 倍。其中年轻的 95 后是最偏好露营的群体，较强的社交属性和较低的参与门槛是年轻人积极参与露营的主要原因。我们认为年轻人的高参与度对于家庭游的拉动以及户外文化的普及都有着关键的作用，未来露营有望维持快速发展。露营营地旁一般都建有山道、健步道、鱼塘等设施，露营的火爆也能为为其他户外活动引流。

投资建议：我们推荐关注生产制造环节中的两类公司：1）在细分品类有显著技术优势的公司。如浙江自然、华生科技，分别在 TPU 床垫和拉丝气垫材料上技术壁垒稳固，有望随户外运动的普及以及下游的拓展持续获取高质量成长。2）具备规模效应且有品类进化空间的公司。如久祺股份，深耕自行车市场二十余年，渠道与产业链整合能力俱佳，有望依靠自主品牌发展、助力电动车品类的拓展以及远期国内市场的开发，持续获得成长。

5.3 运动鞋服，品牌和制造均有机会

品牌端：

国产品牌仍处在机会期。一方面由于国产品牌的产品力和品牌力在拉升，产品线日益完善；另一方面，由于新疆棉等事件催化，国际品牌在中国区形象受损，至今仍未恢复增长。基于主观和客观的条件，目前国产品牌处在发展的机会期。

四家运动品牌公司零售流水在高基数状态下依然保持较好，国牌份额提升明显。今年以来，运动服饰品牌进入高基数阶段，但是各家截止三季度仍然取得了较好的累计增长，分季度来看，除了 Q3 李宁、安踏的主要品牌因基数甚高出现了同比下滑，其他均为正增长。分公司看，整体向好情况下具体也有所不同：安踏体育主品牌稳健，FILA 增速回落，但是其他品牌各季度均保持 20%以上增速；李宁品牌基数效应最明显，但是三季度增速已恢复较高水平。特步、361 度各季度均实现增长，主要系其在下沉市场的占比更高，在疫情对一二线城市形成扰动的时候表现更为稳健。而国际品牌以 Nike、Adidas 为例，今年以来在大中华区增速仍然为负，对比之下国产主要品牌的份额提升明显。

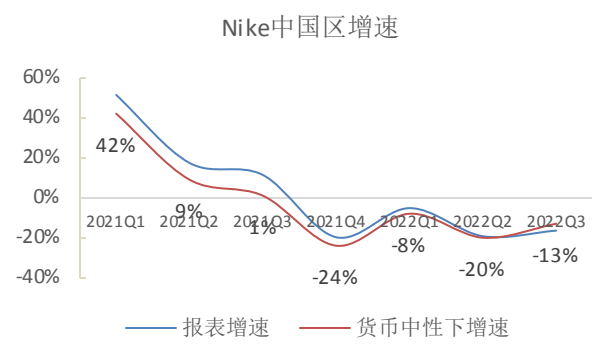
表6： 2021 年来主要运动品牌的流水增速

品牌	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安踏	40-45%	35-40%	10-20%低段	10-20%中段	10-20%高段	*中单位数下降*	中单位数
FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	*高单位数下降*	10-20%低段
安踏其他品牌	115%-120%	70%-75%	35%-40%	30%-35%	40%-45%	20%-25%	40%-45%
李宁	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	30%-40%低段	20%-30%高段	*10%-20%低段下降*	10%-20%中段
特步	55%	30%-35%	中双位数	20%-25%	30%-35%	中双位数	20%-25%
361 度	高双	15%-20%	低双	高双	高双	低双位数	中双位数
361 童装	20%-25%	30%-35%	15%-20%	25%-30%	20%-25%	20%-25%	20%-25%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

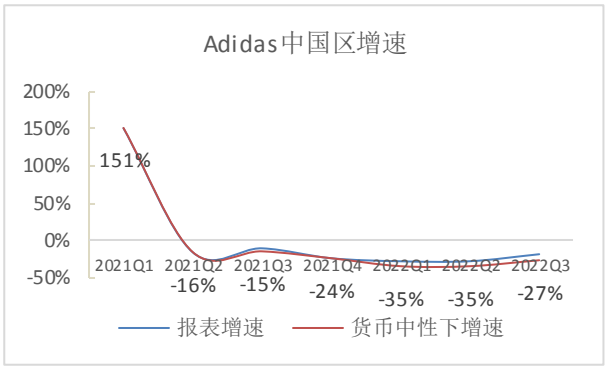
注：绿色为同比下滑的区间

图 15：Nike 公司大中华区收入增速



资料来源：彭博，东兴证券研究所

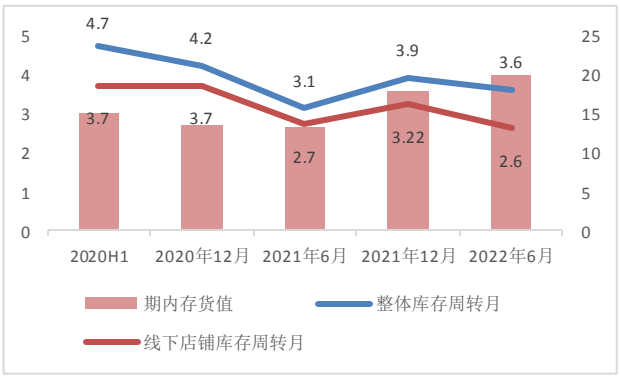
图 16：Adidas 公司大中华区收入增速



资料来源：彭博，东兴证券研究所

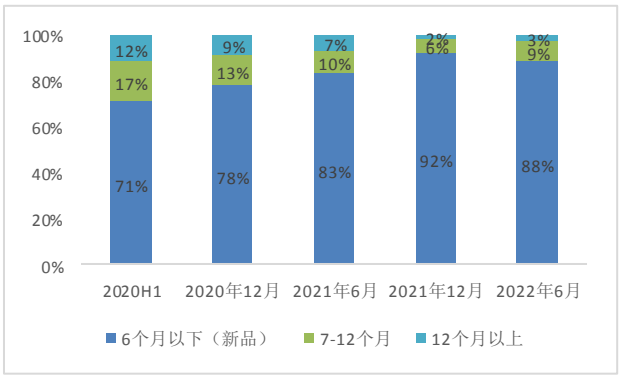
运营指标显示短期的反复，预计库存水平在年底恢复正常。在运营方面，我们关注的重点指标有库存周转情况、零售折扣等情况。从近期数据看，主要公司整体保持良好的运营水平，但是在最近 1-2 个季度库存出现边际上升，零售折扣有所加深。我们认为与二季度以来重点城市的疫情有关，待消费整体恢复正常后，指标也将有所恢复。

图 17：李宁的渠道存货



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 18：李宁的存货结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表7： 安踏体育与特步国际部分运营指标汇总

项目	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
安踏零售折扣	73	约 74	约 74	74	73	75	75
FILA 零售折扣	77-78	正价 86 折	76-77 折，正价 86 折	76 折，正价 86 折	75	75	74-75 折，正价 8.5-8.6
安踏库销比	5	5	5	5 以下	5	5+	5+
FILA 库销比	6	6	6-7	6-7	6-7	7+	7-8
特步零售折扣	7-75 折	75-8 折	75-8 折	75-8 折	75	7-7.5	7-7.5
特步存货周转	四个半月	四个月	四个月	四个月	4	4.5-5	4.5-5

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

国产运动品牌继续致力于优化渠道结构、提高渠道效率，运营水平在服装行业居前。为了改善渠道，国产品牌采取了一系列措施，减少分销层级、加强分销商管理、布局线上电商等，建立线上线下一体化运营模式。安踏目前致力于 DTC 模式改革，DTC 门店运营效率提升明显。李宁着力打造“肌肉型”企业，从产品策划到库存管理的闭环管理，显著提升了运营能力，存货周转速度更快、新品售罄率更高，公司健康可持续发展可期。

制造端：

在运动服饰领域，头部品牌的优秀产品力实现离不开优秀供应商。NIKE、Adidas 等头部品牌其产品拥有优秀的功能性和耐久性，产品的优秀品质与上游的面料厂家和服装制造厂商密不可分。其中，申洲国际及华利集团作为我国代表性体育鞋服制造厂商，以其优秀的 ODM 开发能力和高效的制造生产能力与头部品牌建立了深厚的战略合作。纺织制造行业走向整合，头部企业优势明显。中国纺织制造自 90 年承接全球的产业转移，发展至今亦面临新的挑战。在成本要素价格上升、贸易环境不确定性增加的背景下，大企业在研发、质量、交期、环保等各方面都具备优势，能与品牌商进行更长远的合作，实现可持续的发展。在此背景下，申洲、华利集团等优秀制造企业也通过规模优势，不断升级自己的研发和制造实力。**疫情发生以来申洲国际、华利集团的毛利率和净利率仍然保持着较好的水平，充分体现了优秀制造的韧性。**

图 19：申洲国际：毛利率及净利率

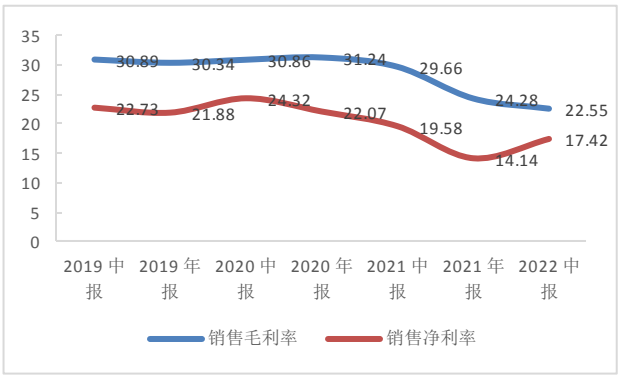
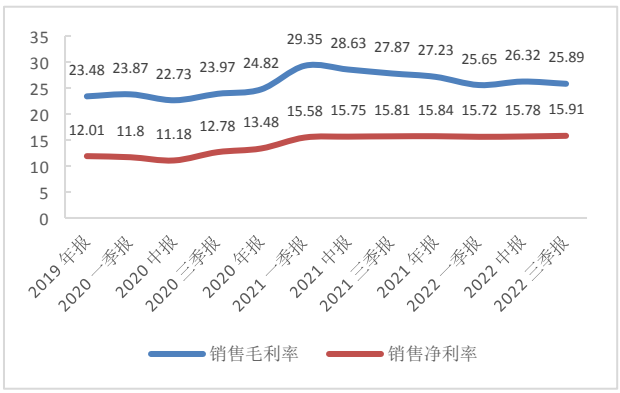


图 20：华利集团的毛利率及净利率

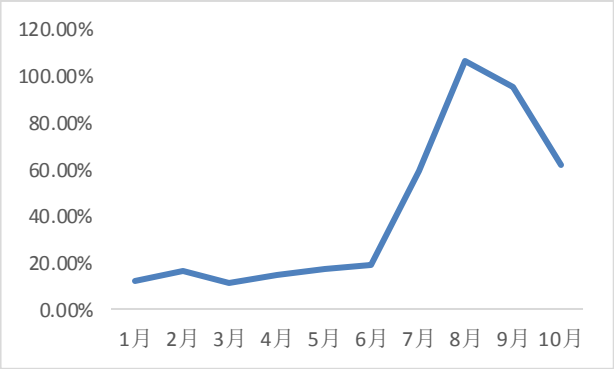


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

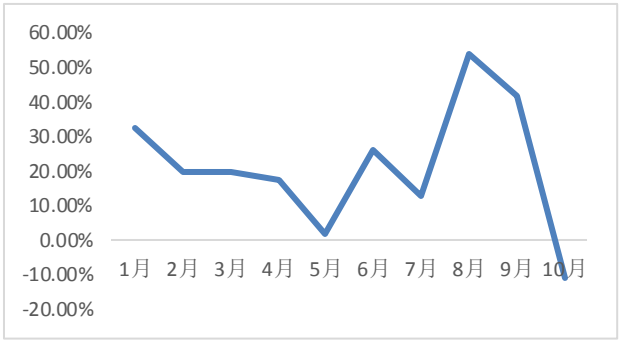
短期看，运动制造面临下游库存压力，预计去库存持续至 23 年一季度。主要的运动服饰品牌由于过去几个季度交货延迟，以及美国加息背景下需求面临下行，导致近一个季度的期末库存较高。预计 22Q4 和 23Q1 仍然处在去库存的阶段，预计 22Q1 结束后能进入到补库存阶段。从运动制造商的月度数据观察，三季度结束以后接单压力有所增加。裕元工业的制造板块三季度因为去年越南工厂关闭基数较低，但是进入 10 月增速出现回落；儒鸿 10 月份收益增速已转负。从目前趋势看各企业未来两个季度业绩有所承压，但是预计 23Q2 将有所缓解。

图 21：裕元工业今年以来制造板块月度同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 22：儒鸿今年以来月度同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

投资建议：建议关注国产品牌龙头李宁，运动与户外品牌集成者安踏体育，高端运动休闲品牌比音勒芬。制造端继续推荐申洲国际、华利集团，建议关注健盛集团。

6. 重点公司盈利预测及估值

表8： 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值

子行业	股票简称	股票代码	EPS				PE				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
运动	李宁*	2331.HK	1.53	1.83	2.20	2.61	30.74	25.75	21.37	18.05	强烈推荐
	安踏体育*	2020.HK	2.86	3.10	3.93	4.71	27.48	25.37	20.00	16.68	强烈推荐
	比音勒芬	002832.SZ	1.13	1.40	1.75	2.11	22.43	17.18	13.78	11.38	
	申洲国际*	2020.HK	2.24	3.01	3.67	4.53	40.06	18.28	15.01	12.15	强烈推荐
	华利集团*	300979.SZ	2.37	2.95	3.61	4.39	18.86	15.68	12.81	10.52	推荐
户外	牧高笛	603908.SH	1.18	2.45	3.55	4.72	35.21	25.42	17.5	13.16	
	浙江自然*	605080.SH	2.17	2.71	3.58	4.45	20.04	16.06	12.15	9.78	推荐
男装、女装等	波司登*	3998.HK	0.19	0.23	0.26	0.31	15.67	12.58	10.77	9.19	推荐
	报喜鸟	002154.SZ	0.32	0.37	0.45	0.53	13.19	9.82	8.12	6.78	
纺织制造	健盛集团	603558.SH	0.43	0.81	1.00	1.22	7.68	10.45	8.5	6.96	
	伟星股份	002003.SZ	0.56	0.56	0.66	0.79	22.8	17.66	15.03	12.61	

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于 iFinD 一致预期；东兴证券研究所

7. 风险提示

疫情控制时间较长，消费能力持续不振，各行业相关风险等。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士。2019年7月加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责造纸、包装、电子烟等研究方向。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年4月加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他销售轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：
强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。
行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：
看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526