

强于大市

纺织服饰行业 2023 年度策略

曙光在即，配置正当时

在疫情扰动、外需疲软的背景下，2022 年前三季度服装行业业绩承压。当前疫情反复预计会贯穿全年。展望 2023 年，我们对于疫情后续政策保有持续改善的预期，当前服装终端零售数据底部波动，2023 年销售或将出现改善。出口来看，我们判断将呈现前低后高的趋势。当前板块估值位于历史低位，未来建议重点关注复苏弹性大和稳增长标的、体育服饰和出口龙头。

- **年初以来纺织服饰板块指数承压但整体表现优于大盘。**截止至 2022 年 11 月 29 日，纺织服饰板块指数较 2022 年初以来下跌 15.97%，跑赢沪深 300 指数 6.13 pct。按细分板块，纺织制造板块指数相比 2021 年初下跌 14.49%，服装家纺板块指数相比 2022 年初下跌 16.65%。2022Q3 末纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为 2.39%，相比 2022 年初小幅下降 0.23pct。
- **受疫情反复影响，2022 年前三季度服装零售波动，Q4 持续承压。**2022 年是充满挑战的一年，贯穿全年的疫情反复持续不断的影响终端消费。除 1-2 月份，8 月份消费环境相对常态外，其余月份均受到影响。随着 9 月开始疫情出现反复，服装零售额有所波动。10 月服装零售额同比减少 7.5%，增速环比减少 7.0pct。1-10 月服装零售额同比降低 4.4%。11 月以来疫情影响仍在持续，冲击会延续到全年。展望 2023 年，在 2022 年销售低基数的背景下， 2023 年服装零售有望好于 2022 年，能否达到 2021 年全年服装零售水平取决于防疫政策的变化，从近期防疫政策不断精准和优化的背景下，我们对于 2023 年保持乐观的改善预期。
- **方向 1：疫情后周期防疫政策优化背景下我们推荐收入恢复弹性较好的服装企业和稳增长标的。**防疫政策持续优化利好线下消费复苏，大众休闲品牌和中高端女装龙头线下渠道布局完善，收入恢复弹性较好，业绩修复未来可期，重点推荐高弹性标的**太平鸟、海澜之家、森马服饰、歌力思、地素时尚、欣贺股份**；疫情期间，稳增长标的得益于自身品牌龙头优势及低频消费属性，营收稳健增长，随着疫情后周期线下消费回暖，品牌全渠道建设质效双升，未来有望延续较好态势，重点推荐稳增长标的**比音勒芬、报喜鸟、波司登。**
- **方向 2：体育服饰估值进入合理配置区间，推荐国内体育服饰龙头。**体育服饰行业仍处于快速发展期，行业格局不断优化，我们预计体育服饰板块短期有去库存压力，但库存问题长期来看是行业优化的催化剂，体育服饰龙头在强压的环境下有望进一步扩大市场份额。同时体育服饰板块估值进入合理配置区间，我们推荐国内体育服饰龙头**安踏体育、李宁、特步国际**和**361 度**。
- **方向 3：我们判断明年服装出口前低后高，看好海外需求复苏背景下纺织龙头表现。**纺织制造重点公司积极布局外海外产能，产能优势有望进一步释放。其中，2022 年 H1 申洲国际越南面料工厂扩建完成，新建柬埔寨和越南成衣工厂顺利推进；2022 年华利集团新建印尼、缅甸工厂，扩建越南工厂。此外，重点公司海外客户占比高，且形成深度战略合作关系，随着海外需求的逐渐复苏有望受益。在明年出口前低后高的背景下，重点推荐纺织龙头**华利集团、申洲国际、新澳股份**，建议关注**浙江自然**。
- **风险因素：**疫情后消费复苏不及预期，市场竞争加剧。

相关研究报告

《纺织服装行业点评:7 月服装零售环比波动，仍维持弱复苏趋势》20220821

《纺织服装行业点评：8 月服装零售复苏，龙头逆势高增长》20220918

《纺织服装行业点评：Q3 环比弱复苏，Q4 优选高成长赛道和低频消费属性龙头》20221017

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服饰

证券分析师：郝帅
(8610)66229231
shuai.hao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号 S1300521030002

证券分析师：丁凡
(8610)66229231
fan.ding@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号 S1300521090001

联系人：杨雨钦
(8610)66229231
yuqin.yang@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300121080061

目录

一、服装板块表现承压但整体优于大盘，基金持仓下降 5

二、疫情反复致服装板块波动，期待后续修复 6

2.1 全年服装零售持续受疫情影响，下半年出口承压 6
2.2 行业重点公司复盘：疫情冲击影响较大，男装及体育服饰龙头表现稳健 7

三、2023 年投资策略：曙光在即，配置正当时 15

3.1 优化防疫政策背景下，推荐高复苏弹性和稳增长标的 15
3.2 体育服饰估值进入合理配置区间，行业低谷加速结构优化 19
3.3 近期出口承压，预计 2023 年前低后高 21

四、投资建议 24

五、风险提示 25

图表目录

图表 1.2022 年初以来纺织服饰板块指数有所波动（截止至 2022 年 11 月 29 日）....5
图表 2.2022 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截止至 2022 年 11 月 29 日）.....5
图表 3.纺织服饰板块基金持股比例有所下降（截止至 2022 年 11 月 29 日）.....5
图表 4. 2022 年服装零售受疫情持续影响.....6
图表 5. 2022 年出口端呈现前高后低趋势.....7
图表 6. 女装板块 2022 前三季度受疫情影响较大（单位：亿元）.....8
图表 7. 女装板块盈利有所承压.....8
图表 8.女装板块存货周转天数普遍有所上升（单位：天）.....8
图表 9. 龙头前三季度业绩逆势增长(单位：亿元).....9
图表 10. 控费效果良好，龙头净利率稳健提升.....9
图表 11.主要男装公司存货周转水平保持稳定(单位：天).....10
图表 12.大众休闲品牌收入业绩承压 (单位：亿元).....10
图表 13. 折扣加大+刚性费用较多致盈利承压.....10
图表 14.大众休闲品牌存货周转短期受阻(单位：天).....11
图表 15.2022Q3 家纺公司业绩仍受疫情扰动 (单位：亿元).....11
图表 16. 家纺行业净利率有所承压（单位：亿元）.....11
图表 17.家纺龙头存货周转天数上升，总体可控 (单位：天).....12
图表 18.2022Q3 体育龙头流水改善明显.....12
图表 19. 体育服饰龙头盈利能力整体稳健（单位：亿元）.....12
图表 20.体育服饰龙头存货周转天数整体有所提升（单位：天）.....13
图表 21.纺织制造公司同比营收增速亮眼（单位：亿元）.....13
图表 22.控费效果良好，盈利水平整体提升（单位：亿元）.....14
图表 23.我国疫情防控政策持续优化.....15
图表 24.大众休闲品牌线下门店数量规模较大(单位：家).....16
图表 25.2022 前三季度大众休闲品牌受疫情冲击收入承压 (单位：亿元).....16
图表 26. 疫情改善期间大众休闲品牌收入恢复弹性较好 (单位：亿元).....16
图表 27.中高端女装以线下为主要销售渠道(单位：亿元).....17
图表 28. 疫情好转期间中高端女装受益于线下零售恢复 (单位：亿元).....17
图表 29.疫情期间稳增长标的收入增长较好(单位：亿元).....17
图表 30.歌力思、地素时尚、比音勒芬开展国际化合作的情况.....18
图表 31.服装龙头品牌在渠道端开展多项措施.....18
图表 32.服装龙头企业供应链改革措施.....18
图表 33. 体育服饰行业处于快速成长期.....19

图表 34. 体育服饰行业仍处于快速成长期 19
图表 35. 格局持续优化，国产品牌市占率提升 20
图表 36. 阿迪达斯大中华区收入增速趋缓（单位：亿欧元） 20
图表 37. 体育服饰行业库存周转天数整体提升（单位：天） 20
图表 38. 体育服饰行业库存周转天数整体提升（单位：天） 20
图表 39. 体育服饰板块估值进入合理配置区间（截至 2022 年 11 月 23 日） 21
图表 40. 2022 年 1-10 月纺织纱线织物及其制品出口增长 6.78%，服装及衣着附件增长 6.29% 21
图表 41. 海外龙头库存周转天数提高（单位：天） 22
图表 42. 海外龙头库存未来有望改善 22
图表 43. 近半年以来 328 棉价指数下行 22
图表 44. 近半年以来 Cotlook：A 指数下行 22
图表 45. 龙头公司盈利能力变动趋势与棉花均价走势有一定正相关性 23
图表 46. 龙头公司积极布局海外产能 23
图表 47. 龙头公司海外巨头客户占比高 23

一、服装板块表现承压但整体优于大盘，基金持仓下降

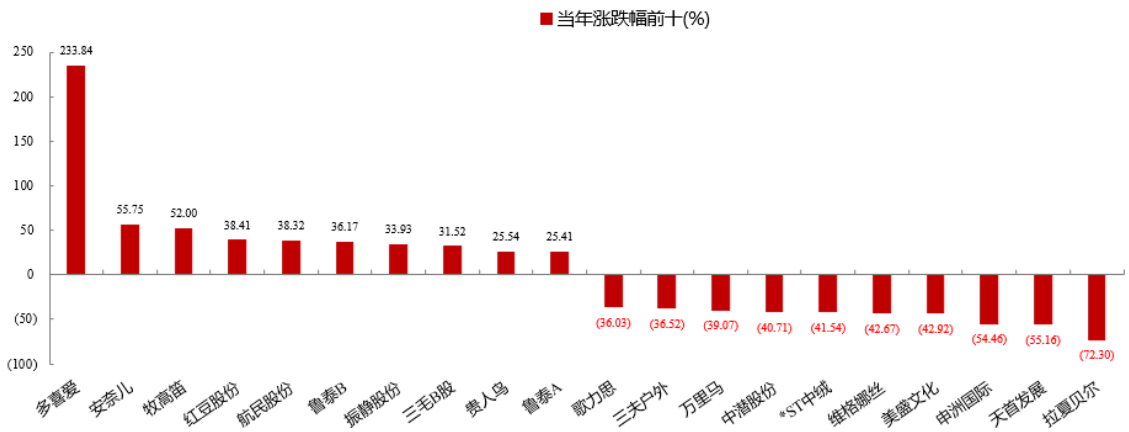
2022 年初以来纺织服饰板块指数承压但整体表现优于大盘，上游表现优于下游。截止至 2022 年 11 月 29 日，纺织服饰板块指数相较 2022 年初以来下跌 15.97%，跑赢沪深 300 指数 6.13pct。按细分板块，上游纺织制造板块指数相比 2022 年初下跌 14.49%，整体表现优于下游。下游服装家纺板块受疫情下需求不确定性增强、出口承压环境影响，指数相比 2022 年初下跌 16.65%。未来随着防疫政策优化背景下消费环境复苏，纺服板块整体表现有望提升。

图表 1.2022 年初以来纺织服饰板块指数有所波动（截止至 2022 年 11 月 29 日）

	2022 年初至今涨幅
纺织服饰	-15.97%
纺织制造	-14.49%
服装家纺	-16.65%
沪深 300	-22.10%

资料来源：万得，中银证券

图表 2.2022 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截止至 2022 年 11 月 29 日）



资料来源：万得，中银证券

纺织服饰板块持仓比例有所下降。2022Q3 末纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为 2.39%，相比 2022 年初小幅下降 0.23pct。分板块看，2022Q3 末服装家纺板块变动趋势相同，下降 0.62pct 至 2.43%。2022Q3 末纺织制造板块基金持仓比例略有上升，与年初相比增加 0.85pct 至 2.70%。

图表 3.纺织服饰板块基金持股比例有所下降（截止至 2022 年 11 月 29 日）

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
纺织服饰	2.62%	2.93%	2.62%	2.39%
纺织制造	1.85%	3.61%	2.14%	2.70%
服装家纺	3.05%	2.82%	2.99%	2.43%

资料来源：万得，中银证券

二、疫情反复致服装板块波动，期待后续修复

2.1 全年服装零售持续受疫情影响，下半年出口承压

受疫情反复影响，2022 年前三季度服装零售波动，Q4 持续承压。2022 年是充满挑战的一年，贯穿全年的疫情反复持续不断的影响终端消费。除 1-2 月份，8 月份消费环境相对常态外，其余月份均受到影响。随着 9 月开始疫情出现反复，服装零售额有所波动。10 月服装零售额同比减少 7.5%，增速环比减少 7.0pct。1-10 月服装零售额同比降低 4.4%。11 月以来疫情影响仍在持续，冲击会延续到全年。**展望 2023 年，在 2022 年销售低基数的背景下，2023 年服装零售有望好于 2022 年，能否达到 2021 年全年服装零售水平取决于防疫政策的变化，从近期防疫政策不断精准和优化的背景下，我们对于 2023 年保持乐观的改善预期。**

图表 4. 2022 年服装零售受疫情持续影响

时间	社零 当月同比%	社零 累计同比%	服装零售 当月同比%	服装零售 累计同比%	服装线上零售累计同比%
2020 年 1-2 月	-20.5	-20.5	-30.9	-30.9	-18.1
2020 年 3 月	-15.8	-19.0	-34.8	-32.2	-15.1
2020 年 4 月	-7.5	-16.2	-18.5	-29.0	-12.0
2020 年 5 月	-2.8	-13.5	-0.6	-23.5	-6.8
2020 年 6 月	-1.8	-11.4	-0.1	-19.6	-2.9
2020 年 7 月	-1.1	-9.9	-2.5	-17.5	-0.9
2020 年 8 月	0.5	-8.6	4.2	-15.0	1.1
2020 年 9 月	3.3	-7.2	8.3	-12.4	3.3
2020 年 10 月	4.3	-5.9	12.2	-9.7	5.6
2020 年 11 月	5.0	-4.8	4.6	-7.9	5.9
2020 年 12 月	4.6	-3.9	3.8	-6.6	5.8
2021 年 1-2 月	33.8	33.8	47.6	47.6	44.3
2021 年 3 月	34.2	33.9	69.1	54.2	39.6
2021 年 4 月	17.7	29.6	31.2	48.1	33.8
2021 年 5 月	12.4	25.7	12.3	31.9	28.2
2021 年 6 月	12.1	23.0	12.8	33.7	24.1
2021 年 7 月	8.5	20.7	7.5	29.8	21.6
2021 年 8 月	2.5	18.1	-6.0	24.8	19.4
2021 年 9 月	4.4	16.4	-4.8	20.6	15.6
2021 年 10 月	4.9	14.9	-3.3	17.4	14.1
2021 年 11 月	3.9	13.7	-0.5	14.9	11.1
2021 年 12 月	1.7	12.5	-2.3	12.7	8.3
2022 年 1-2 月	6.7	6.7	4.8	4.8	3.9
2022 年 3 月	-3.5	3.3	-12.7	-0.9	0.9
2022 年 4 月	-11.1	-0.2	-22.8	-6.0	-1.7
2022 年 5 月	-6.7	-1.5	-16.2	-8.1	-1.6
2022 年 6 月	3.1	-0.7	1.2	-6.5	2.4
2022 年 7 月	2.7	-0.2	0.8	-5.6	3.4
2022 年 8 月	5.4	0.5	5.1	-4.4	4.0
2022 年 9 月	2.5	0.7	-0.5	-4.0	4.7
2022 年 10 月	-0.5	0.6	-7.5	-4.4	5.3

资料来源：国家统计局，中银证券

2022 年出口端呈现前高后低趋势。2022 年初开始服装出口整体维持高增，主要系外需保持稳定，同时越南作为主要产能地，疫情爆发加剧了全球供应链产能资源的紧缺，而国内纺织企业受益于丰富的配套资源，回流订单增加。随着近期东南亚复工节奏加快，海外库存水平提升叠加海外加息背景下需求承压，服装出口有较大压力，从数据上看 8-10 月出口增速呈现快速下降趋势。**综合来看服装板块出口承压，海外需求仍存在不确定性，叠加去年高基数，出口增速短期内仍面临一定压力。**

图表 5. 2022 年出口端呈现前高后低趋势

时间	纺织纱线织物及其制品 yoy %	服装及衣着附件 yoy %
2020.1	0.8	2.3
2020.2	(59.9)	(63.5)
2020.3	(4.9)	(22.0)
2020.4	51.0	(27.7)
2020.5	79.2	(24.4)
2020.6	58.5	(7.1)
2020.7	50.0	(5.6)
2020.8	48.5	6.6
2020.9	36.0	6.4
2020.10	15.9	6.8
2020.11	22.2	6.9
2020.12	12.6	2.8
2021.1	14.6	0.0
2021.2	284.8	320.9
2021.3	8.6	42.3
2021.4	(16.6)	65.2
2021.5	(41.2)	37.1
2021.6	(22.4)	18.1
2021.7	(26.7)	8.3
2021.8	(14.8)	8.7
2021.9	(15.6)	9.9
2021.10	7.3	24.7
2021.11	10.1	23.2
2021.12	16.2	14.5
2022.1	27.1	17.0
2022.2	(10.1)	(8.0)
2022.3	22.4	10.9
2022.4	0.9	2.4
2022.5	15.8	24.9
2022.6	8.0	19.1
2022.7	16.2	18.5
2022.8	(0.2)	5.1
2022.9	(2.7)	(4.4)
2022.10	(9.0)	(16.8)

资料来源：海关总署，中银证券

2.2 行业重点公司复盘：疫情冲击影响较大，男装及体育服饰龙头表现稳健

2.2.1 女装：受疫情影响较大，期待费用率与存货等指标修复

女装板块 2022 年前三季度收入受疫情影响较大。从女装板块主要公司前三季度经营复盘来看，由于女装公司定位中高端，门店普遍位于一二线城市，并且由于直营门店占比较高，固定成本支出较多，因此前三季度受疫情影响较大。具体来看前三季度歌力思收入 17.46 亿元，同增 4.35%，多品牌矩阵驱动收入稳健增长。欣贺股份/地素时尚前三季度实现收入 13.04/17.19 亿元，同降 13.48%/15.04%，Q3 环比 Q2 降幅有所收窄。整体来看 2022 前三季度女装板块业绩受疫情影响较大，期待后续修复。

盈利有所承压，库存情况有望改善。疫情下服装折扣提升，前三季度女装毛利率有所下降，但从 Q3 单季来看，龙头公司毛利率基本企稳，折扣恢复至常态水平。疫情影响费用投放效果，女装板块 2022 前三季度费用率普遍提升较大。在毛利率下降，费用率提升背景下女装板块公司净利率普遍承压。展望未来 2022Q4 中高端女装公司费用支出仍有压力，主要来源于疫情反复背景下固定支出成本仍较高，Q4 净利率预计亦有压力。截止 2022Q3 末中高端女装公司存货周转天数同比有所上升，但较 2020Q3 末普遍更具韧性，整体库存仍处于相对可控范围之内。

图表 6. 女装板块 2022 前三季度受疫情影响较大（单位：亿元）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
安正时尚	营业收入	5.76	4.71	6.44	16.90
	yoy	（29.85%）	（34.45%）	（4.02%）	（23.51%）
	归母净利润	0.24	-0.05	0.26	0.45
	yoy	（70.24%）	（163.32%）	（30.51%）	（64.37%）
歌力思	营业收入	6.28	5.43	5.75	17.46
	yoy	17.20%	（3.69%）	0.25%	4.35%
	归母净利润	0.57	0.12	0.44	1.12
	yoy	（42.57%）	（88.96%）	（32.39%）	（58.17%）
地素时尚	营业收入	5.97	5.04	6.18	17.19
	yoy	（9.09%）	（27.63%）	（7.81%）	（15.04%）
	归母净利润	1.50	1.01	1.23	3.75
	yoy	（23.07%）	（47.85%）	（25.12%）	（32.37%）
锦泓集团	营业收入	10.80	7.66	8.60	27.07
	yoy	0.73%	（13.92%）	0.50%	（3.97%）
	归母净利润	0.41	（0.06）	0.36	0.72
	yoy	（56.54%）	（114.36%）	395.04%	（48.94%）
欣贺股份	营业收入	5.04	3.94	4.06	13.04
	yoy	（7.44%）	（21.62%）	（11.74%）	（13.48%）
	归母净利润	0.62	0.37	0.30	1.29
	yoy	（34.29%）	（62.21%）	（42.86%）	（47.27%）

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 女装板块盈利有所承压

		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
安正时尚	毛利率	50.60%	48.33%	53.25%	46.95%
	总费用率	41.16%	42.23%	42.77%	37.88%
	净利率	5.73%	2.67%	5.60%	4.05%
歌力思	毛利率	66.37%	64.09%	62.42%	64.59%
	总费用率	49.11%	58.15%	48.59%	58.47%
	净利率	16.02%	6.42%	11.24%	7.58%
地素时尚	毛利率	76.18%	74.65%	73.83%	72.38%
	总费用率	40.02%	47.46%	40.86%	45.89%
	净利率	27.43%	21.84%	24.60%	19.98%
锦泓集团	毛利率	70.48%	69.47%	69.44%	69.75%
	总费用率	63%	68.83%	67.61%	72.39%
	净利率	4.99%	2.65%	0.85%	4.20%
欣贺股份	毛利率	73.09%	70.04%	68.50%	70.29%
	总费用率	46.73%	52.98%	50.93%	57.60%
	净利率	16.28%	9.92%	11.49%	7.44%

资料来源：万得，中银证券

图表 8.女装板块存货周转天数普遍有所上升（单位：天）

	2020Q3	2021Q3	2022Q3
安正时尚	277	310	270
歌力思	288	284	314
地素时尚	227	180	221
锦泓集团	424	302	367
欣贺股份	574	416	448

资料来源：万得，中银证券

2.2.2 男装：收入韧性较高，行业呈现分化，龙头逆势增长

龙头前三季度收入逆势增长。回顾男装龙头 2022 年收入表现，整体保持稳健，Q2 单季度行业受疫情影响，收入有所下降。随后三季度主要男装公司收入业绩复苏，其中定位高端时尚运动服饰的比音勒芬线上线下渠道布局逐步完善，收入利润增速行业领先，前三季度收入同比逆势增长 13.02%至 22.25 亿元，彰显高成长性。报喜鸟录得收入 30.38 亿元，同比增长 2.20%。整体来看男装龙头收入保持稳健。

控费效果良好，男装龙头净利率稳健提升。疫情反复致折扣力度加大，对毛利率造成一定影响，但主要男装公司毛利率基本保持稳定。前三季度男装龙头公司精准控费成果显现，期间费用率均有明显改善。在费用优化背景下 2022 前三季度七匹狼、比音勒芬、报喜鸟净利率分别同增 0.35/2.49/0.36pct 至 5.52%/26.00%/13.09%，在疫情反复背景下体现了公司强大品牌力与经营韧性。

图表 9. 龙头前三季度业绩逆势增长(单位：亿元)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
七匹狼	营业收入	8.85	5.64	8.14	22.62
	yoy	（5.22%）	（7.34%）	（3.31%）	（5.09%）
	归母净利润	0.45	0.45	0.07	0.97
	yoy	（29.90%）	148.33%	16.43%	9.71%
九牧王	营业收入	7.66	5.21	6.64	19.51
	yoy	（5.62%）	（10.93%）	（14.37%）	（10.17%）
	归母净利润	-0.57	-0.03	-0.55	-1.15
	yoy	（158.06%）	（110.80%）	（20.77%）	（319.93%）
比音勒芬	营业收入	8.10	5.03	9.12	22.25
	yoy	30.16%	（14.33%）	20.10%	13.02%
	归母净利润	2.13	0.82	2.79	5.73
	yoy	41.29%	（13.40%）	30.42%	24.93%
报喜鸟	营业收入	11.57	8.38	10.42	30.38
	yoy	16.31%	（14.46%）	4.49%	2.20%
	归母净利润	2.06	0.59	1.20	3.84
	yoy	13.72%	（27.17%）	13.84%	4.73%

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 控费效果良好，龙头净利率稳健提升

		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
七匹狼	毛利率	44.87%	41.57%	49.98%	45.94%
	总费用率	29.07%	27.06%	27.73%	25.44%
	净利率	5.17%	5.52%	2.47%	1.89%
九牧王	毛利率	60.30%	60.39%	58.37%	59.80%
	总费用率	48.96%	48.74%	45.94%	42.85%
	净利率	2.07%	-6.64%	-9.71%	-10.19%
比音勒芬	毛利率	75.33%	74.82%	73.74%	73.77%
	总费用率	45.94%	43.49%	35.34%	34.46%
	净利率	23.51%	26.00%	28.15%	30.57%
报喜鸟	毛利率	65.34%	63.80%	62.17%	62.58%
	总费用率	49.72%	47.59%	48.55%	45.54%
	净利率	12.73%	13.09%	11.27%	12.15%

资料来源：万得，中银证券

图表 11.主要男装公司存货周转水平保持稳定(单位：天)

	2020Q3	2021Q3	2022Q3
七匹狼	232	218	213
九牧王	319	268	305
比音勒芬	385	339	325
报喜鸟	322	284	298

资料来源：万得，中银证券

2.2.3 大众休闲：受疫情冲击较大，短期边际改善，长期看防疫政策变化

疫情反复下大众休闲板块整体承压。2022 年大众休闲品牌整体受疫情影响较大，主要由于大众服饰对终端客流较为敏感，龙头企业收入、业绩均受到冲击，2022 年前三季度海澜之家/森马服饰/太平鸟分别实现营收 136.75/89.43/ 62.23 亿元，同比减少 3.40%/10.76%/16.00%。海澜之家持续加大购物中心直营门店开拓力度，加速布局新零售渠道，业绩恢复情况较好，Q3 单季收入与净利润同比增速转正。森马服饰/太平鸟 Q3 单季业绩降幅亦有收窄，呈现边际改善趋势，但随着 9 月开始疫情反复，大众休闲板块仍面临一定压力。

折扣加大+刚性费用较多致盈利承压。2022 前三季度森马服饰、太平鸟、海澜之家毛利率均有下降，疫情之下终端流量受限，大众服饰普遍采取加大折扣力度提高动销，保障终端库存水平和流水，预计 Q4 毛利率依旧有一定压力。费用率方面刚性费用较多导致费用率均有提升，但龙头公司通过精准控费、优化渠道结构等方式改善费用率水平，Q3 单季度较前三季度平均水平有明显优化。期末存货周转天数有所增加，主要是疫情下终端销售不畅所致，Q4 有去库存压力。

图表 12.大众休闲品牌收入业绩承压 (单位：亿元)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
海澜之家	营业收入	52.12	43.04	41.59	136.75
	yoy	（5.12%）	（7.24%）	3.43%	（3.40%）
	归母净利润	7.23	5.53	4.74	17.49
	yoy	（14.17%）	（31.58%）	19.19%	（14.56%）
森马服饰	营业收入	33.09	23.32	33.02	89.43
	yoy	（0.03%）	（27.28%）	（5.79%）	（10.76%）
	归母净利润	2.09	-1.05	1.67	2.71
	yoy	（40.74%）	（133.43%）	（39.82%）	（71.21%）
太平鸟	营业收入	24.64	17.33	20.27	62.23
	yoy	（7.74%）	（26.08%）	（15.35%）	（16.00%）
	归母净利润	1.90	-0.57	0.19	1.53
	yoy	（6.44%）	（127.41%）	（86.53%）	（72.45%）

资料来源：万得，中银证券

图表 13. 折扣加大+刚性费用较多致盈利承压

		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
海澜之家	毛利率	43.90%	43.34%	44.66%	42.05%
	总费用率	21.90%	23.87%	27.14%	23.48%
	净利率	14.31%	12.46%	9.69%	10.97%
森马服饰	毛利率	43.15%	40.42%	41.24%	39.19%
	总费用率	26.73%	32.85%	27.27%	29.95%
	净利率	9.50%	2.83%	8.01%	5.07%
太平鸟	毛利率	53.59%	49.93%	50.02%	45.88%
	总费用率	44.61%	47.32%	41.98%	43.59%
	净利率	7.51%	2.46%	5.96%	0.92%

资料来源：万得，中银证券

图表 14.大众休闲品牌存货周转短期受阻(单位：天)

	2020Q3	2021Q3	2022Q3
海澜之家	338	283	299
森马服饰	181	155	220
太平鸟	207	199	214

资料来源：万得，中银证券

2.2.4 家纺：疫情影响持续，期待后续修复

2022 年前三季度家纺公司业绩受疫情扰动。相比于服装企业，家纺零售由于其低频次消费属性，疫情家纺需求端影响不及服装，需求有波动但整体较为稳定，但受制于供应链物流方面等综合因素，家纺龙头在 Q2 单季业绩下降较大。前三季度三家主要家纺公司罗莱生活/富安娜/水星家纺收入同比变动-7.01%/-0.36%/1.69%至 37.18/19.82/24.98 亿元，从 Q3 情况看疫情影响仍在持续。

家纺行业净利率有所承压。2022 前三季度家纺龙头毛利率基本维持稳定，体现了即使行业处于逆势背景下，龙头家纺企业通过强品牌和产品，依旧可以维持中高端的定价水平。疫情影响费用投放效率，2022 前三季度罗莱生活、水星家纺费用率有所上升。毛利率波动，费用率提升至净利率小幅承压。富安娜前三季度净利率小幅提升，表现出较好业绩弹性，精细化运营叠加加盟商改革效果显现。从存货情况来看 2022Q3 期末，富安娜疫情下存货周转天数同比下降 11 天，运营质量不断优化，罗莱生活和水星家纺存货周转天数同比上升 40/18 天，主要系零售环境和物流影响，整体仍处于可控范围。

图表 15.2022Q3 家纺公司业绩仍受疫情扰动 (单位：亿元)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
罗莱生活	营业收入	12.86	10.96	13.36	37.18
	yoy	（2.49%）	（9.20%）	（9.27%）	（7.01%）
	归母净利润	1.59	0.63	1.69	3.92
	yoy	（12.81%）	（36.32%）	（18.94%）	（20.18%）
富安娜	营业收入	6.71	6.65	6.47	19.82
	yoy	6.84%	（2.34%）	（5.02%）	（0.36%）
	归母净利润	1.05	1.06	1.16	3.28
	yoy	13.82%	（9.70%）	8.22%	3.24%
水星家纺	营业收入	8.06	8.36	8.55	24.98
	yoy	12.32%	（7.25%）	2.21%	1.69%
	归母净利润	0.85	0.22	0.76	1.83
	yoy	7.36%	（73.95%）	（11.91%）	（27.01%）

资料来源：万得，中银证券

图表 16. 家纺行业净利率有所承压（单位：亿元）

		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
罗莱生活	毛利率	43.20%	42.59%	41.95%	41.28%
	总费用率	27.32%	29.02%	24.88%	26.98%
	净利率	12.41%	10.62%	14.24%	12.64%
富安娜	毛利率	55.13%	53.15%	53.03%	53.85%
	总费用率	35.40%	34.17%	32.78%	34.71%
	净利率	16.09%	16.66%	15.78%	17.98%
水星家纺	毛利率	38.62%	38.25%	38.97%	40.46%
	总费用率	26.38%	30.32%	26.35%	30.81%
	净利率	10.23%	7.36%	10.25%	8.84%

资料来源：万得，中银证券

图表 17.家纺龙头存货周转天数上升，总体可控(单位：天)

	2020Q3	2021Q3	2022Q3
罗莱生活	184	147	187
富安娜	305	258	247
水星家纺	182	164	182

资料来源：万得，中银证券

2.2.5 体育服饰：疫情不改体育行业高景气，短期有去库存压力，长期仍看好龙头稳健增长

体育服饰板块整体保持稳健。Q2 疫情影响进店客流，龙头收入有所波动，随着 7 月份开始体育板块进入修复过程，9 月疫情反复导致终端流水增长放缓不改 Q3 整体恢复趋势。展望 Q4 在疫情反复背景下线下零售仍有压力，但板块整体收入表现有望维持稳健。

盈利能力整体稳健，存货短期有压力。安踏体育、李宁、特步国际 H1 毛利率均有所下降，主要系疫情反复，零售折扣有所增加。待疫情影响减弱叠加体育龙头持续推进降本增效措施，毛利率有望逐步恢复。疫情反复影响体育龙头费用投放效果，但李宁、特步国际保持了良好的控费效果，安踏体育由于加大各品牌增加培育力度，和 DTC 人员工资增加，费用率有所增长。存货方面各大体育龙头受疫情影响，存货周转天数有所上升。李宁、361 度存货控制较好，周转天数整体保持稳定。特步国际与安踏体育存货周转天数上升较多。短期体育服饰行业有去库存压力，但长期仍看好龙头格局不断优化。

图表 18.2022Q3 体育龙头流水改善明显

	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安踏体育	安踏主品牌零售额较 2021 年同期相比录得 10-20%的高段正增长；FILA 品牌零售额较 2021 年同期相比录得中单位数的正增长；所有其他品牌零售额较 2021 年同期相比录得 40-45%的正增长	安踏主品牌零售额较 2021 年同期相比录得中单位数的负增长；FILA 品牌零售额较 2021 年同期相比录得高单位数的负增长；所有其他品牌零售额较 2021 年同期相比录得 20-25%的正增长	安踏主品牌零售额较 2021 年同期相比录得中单位数的正增长；FILA 品牌零售额较 2021 年同期相比录得 10-20%低段的正增长；所有其他品牌零售额较 2021 年同期增长；所有其他品牌零售额较 2021 年同期相比录得 40-45%的正增长
李宁	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 20%-30%低段增长	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 10%-20%低段下降	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 10%-20%中段增长
特步国际	特步主品牌零售销售（包括线上线下渠道）较 2021 年同期增长 30%–35%	特步主品牌零售销售（包括线上线下渠道）较 2021 年同期增长中双位数	特步主品牌零售销售（包括线上线下渠道）较 2021 年同期增长 20-25%
361 度	361° 主品牌零售额取得高双位数同比增长，童装品牌录得 20%-25 的同比增长，电商渠道录得 50%的同比增长	361° 主品牌零售额录得低双位数同比增长，童装品牌录得 20%-25%的同比增长，电商渠道录得 40%的同比增长	361° 主品牌零售额同比录得低中位数增长，童装品牌录得 20%-25%的同比增长，电商渠道录得 45%的同比增长

资料来源：万得，中银证券

图表 19. 体育服饰龙头盈利能力整体稳健（单位：亿元）

		2020	2021	2021H1	2022H1
安踏体育	毛利率	58.15%	61.64%	63.16%	62.04%
	销售+管理费用率	36.30%	41.93%	38.76%	42.90%
	净利率	15.64%	17.85%	16.63%	14.75%
李宁	毛利率	49.07%	53.03%	55.89%	49.97%
	销售+管理费用率	36.18%	32.11%	32.31%	31.44%
	净利率	11.73%	19.14%	17.69%	17.50%
特步国际	毛利率	39.14%	41.72%	41.82%	42.00%
	销售+管理费用率	31.66%	30.77%	30.39%	29.95%
	净利率	6.15%	10.14%	8.84%	10.31%
361 度	毛利率	37.87%	41.67%	41.83%	41.48%
	销售+管理费用率	27.40%	28.62%	22.55%	23.22%
	净利率	9.55%	14.89%	12.32%	16.23%

资料来源：万得，中银证券

图表 20.体育服饰龙头存货周转天数整体有所提升（单位：天）

	2020H1	2021H1	2022H1
安踏体育	134	116	145
李宁	84	53	54
特步国际	93	77	104
361 度	110	70	76

资料来源：各公司公告，中银证券

2.2.6 纺织制造：疫情不改龙头产能优势，盈利能力普遍有所提升

产能布局优势显著，疫情不改龙头长期内生增长。2022 前三季度主要上游纺织制造类企业受到国内外疫情的双重影响，产能和物流受到限制。龙头企业加强内部管理，迅速复工复产，面对外部环境压力，业绩依然保持增长趋势。华利集团 2022 前三季度收入同比增长 21.68%，其中 Q3 收入保持快速增长，展现较强韧性。色纺纱龙头华孚时尚前三季度网链业务保持稳健增长，同时大力推动数字化工业转型，新业务棉袜实现突破性进展，收入同增 4.61%至 133.02 亿元。毛精纺纱龙头新澳股份在疫情严控下仍保持稳健增长，前三季度收入同增 15.51%至 31.25 亿元，主营业务毛精纺纱保持稳健增长，同时羊绒业务加速发展。

控费效果良好，盈利水平整体提升。2022 前三季度上游纺织类企业在产能及运输方面受到疫情波及，但毛利率仍然维持稳定。纺织制造龙头在疫情下保持了良好的控费效果，鞋履专业制造商华利集团 2022 前三季度总费用率同降 0.86pct 至 5.11%，主要系公司会计政策调整促使费用下降。新澳股份总体费用率呈现下降趋势，2022 前三季度同比下降 0.56pct 至 6.90%，主要系定期存款利息收益和汇兑收益增加。在纺织制造龙头取得的良好控费效果以及毛利率稳中有升背景下净利率整体有提升趋势，百隆东方/新澳股份/健盛集团/华利集团前三季度净利率连续两年实现同比增长。综合来看，产能布局受疫情影响小，客户结构合理的公司在疫情背景下净利润率更有韧性。

图表 21.纺织制造公司同比营收增速亮眼（单位：亿元）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3
百隆东方	营业收入	19.75	19.89	17.63	57.27
	yoy	5.39%	(2.81%)	7.75%	3.07%
	归母净利润	3.45	4.32	2.62	10.38
	yoy	54.58%	31.91%	8.48%	31.16%
华孚时尚	营业收入	41.47	43.89	47.66	133.02
	yoy	7.87%	(6.82%)	14.55%	4.61%
	归母净利润	1.50	1.42	0.08	3.01
	yoy	14.36%	(16.42%)	(94.39%)	(32.51%)
新澳股份	营业收入	8.93	12.26	10.05	31.25
	yoy	40.24%	9.19%	6.34%	15.51%
	归母净利润	0.74	1.68	0.95	3.38
	yoy	47.40%	37.53%	14.17%	31.85%
健盛集团	营业收入	5.32	7.22	5.63	18.17
	yoy	28.54%	45.28%	(7.73%)	19.46%
	归母净利润	0.82	1.06	0.80	2.69
	yoy	74.10%	73.95%	10.11%	48.28%
华利集团	营业收入	41.24	57.74	54.75	153.74
	yoy	11.39%	28.55%	23.33%	21.68%
	归母净利润	6.48	9.14	8.84	24.46
	yoy	12.40%	27.99%	25.07%	22.46%

资料来源：万得，中银证券

图表 22.控费效果良好，盈利水平整体提升（单位：亿元）

		2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2021Q3	2022Q3
百隆东方	毛利率	22.14%	28.00%	25.22%	28.84%
	总费用率	8.35%	9.42%	10.07%	13.33%
	净利率	14.25%	18.13%	14.74%	14.84%
华孚时尚	毛利率	8.22%	7.29%	8.94%	4.15%
	总费用率	5.11%	5.13%	6.10%	6.04%
	净利率	3.65%	2.28%	3.61%	0.03%
新澳股份	毛利率	19.20%	19.23%	17.45%	19.65%
	总费用率	7.46%	6.90%	9.48%	11.35%
	净利率	10.03%	11.28%	9.35%	10.07%
健盛集团	毛利率	27.69%	27.65%	27.59%	27.42%
	总费用率	14.00%	11.79%	15.93%	14.58%
	净利率	11.89%	14.77%	11.94%	14.26%
华利集团	毛利率	27.87%	25.89%	26.47%	25.12%
	总费用率	5.97%	5.11%	6.65%	6.01%
	净利率	15.81%	15.91%	15.91%	16.14%

资料来源：万得，中银证券

三、2023 年投资策略：曙光在即，配置正当时

3.1 优化防疫政策背景下，推荐高复苏弹性和稳增长标的

3.1.1 疫情防控不断优化，线下消费有望企稳复苏

疫情防控政策持续优化，未来线下消费有望回暖。2022 年 11 月 11 日，国家卫健委发布《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》，公布了进一步优化疫情防控工作的二十条措施，其中，将密接隔离政策由“7+3”调整为“5+3”、不再判定密接的密接、取消入境航班熔断机制、纠正“一天两检”“一天三检”等做法。随着疫情防控政策逐步优化，服装消费作为对线下渠道依赖度较高的可选消费品，在线下消费场景恢复的情况下整体有望迎来稳定复苏阶段。

图表 23.我国疫情防控政策持续优化

日期	部门	具体政策规定	
2020/1/26	国家卫生健康委员会	密切接触者划分	1.**与病例共同居住、学习、工作，或其他有密切接触的人员**，如与病例近距离工作或共用同一教室或与病例在同一所房屋中生活。 2.**诊疗、护理、探视病例的医护人员、家属或其他与病例有类似近距离接触的人员**，如直接治疗及护理病例、到病例所在的密闭环境中探视病人或停留，病例同病室的其他患者及其陪护人员。 3.**与病例乘坐同一交通工具并有近距离接触人员**，包括在交通工具上照料护理过病人的人员，该病人的同行人员（家人、同事、朋友等），经调查评估后发现有可能近距离接触病人的其他乘客和乘务人员；
2020/5/11	国家卫生健康委员会	隔离管控措施	**密切接触者、入境人员**隔离管控时间严格按照**“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”**执行，集中隔离医学观察第 1、4、7、14 天进行核酸检测，解除隔离需双采双检 **密接的密接**隔离管控时间严格按照**“7 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”**执行，集中隔离医学观察第 1、4、7 天进行核酸检测 **疑似病例的判定条件**为有流行病学史中的任何 1 条，符合临床表现中任意 2 条或无明确流行病学史的，符合临床表现中的 3 条，需要采取相关观察措施 对设有发热门诊的医疗机构的环境和城市具有冷链食品批发销售的大型农批市场的环境需要定期开展核酸检测工作
		风险地区管理	**高风险区**实行足不出户、上门服务 **中风险区**实行足不出区、错峰取物 **低风险区**实行个人防护、绝不聚集 对近 7 天内有低风险区旅居史人员，要求完成 3 天 2 次检
2022/11/11	国家卫生健康委员会	**五个“调整”**	**密切接触者、入境人员**隔离管控措施调整为**“5 天集中隔离+3 天居家隔离”** **高风险外溢人员**“7 天集中隔离”调整为**“7 天居家隔离”** **风险区**由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类 **结束闭环作业的高风险岗位从业人员**“7 天集中隔离或 7 天居家隔离”调整为“5 天居家健康监测”
		一个“不再”	及时准确判定密切接触者，**不再判定密接的密接**
		一个“取消”	取消入境航班熔断机制，登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明
		一个“严禁”	地方党委和政府落实属地责任，严格执行国家统一防控政策，严禁随意封校停课、停工停产、未经批准阻断交通、随意采取“静默”管理、随意封控、长时间不解封、随意停诊等各类层层加码行为

资料来源：国家卫健委官网，中银证券

3.1.2 短期看反弹：高弹性标的收入预计较好，稳增长标的疫情后周期有望持续表现亮眼

疫情政策至关重要，在政策预期不断优化的趋势下，线下终端客流的复苏将是 2023 年零售恢复的主旋律，同时，伴随线下终端客流复苏，会刺激消费者在线下消费、出行的意愿。因此对终端客流敏单度较高的大众休闲服饰和固定开支较多的中高端女装将显著受益于客流复苏。

大众品牌线下门店布局广泛，后期收入恢复弹性有望较好。2022 前三季度国内疫情反复，疫情封控直接影响线下门店客流和门店运营效率。大众休闲品牌线下门店数量较多，受疫情扰动 2022Q1-Q3 营收普遍同比下滑。参考 2020-2021 年疫情改善期间，大众休闲龙头收入恢复情况较好，海澜之家、森马服饰营收逐步恢复，2021Q1 太平鸟/海澜之家/森马服饰收入同比高增 93.10%/42.77%/20.91%。预计随着 2023 年疫情防控政策不断优化，线下消费逐步改善，大众休闲龙头具有较好的收入恢复弹性。

图表 24.大众休闲品牌线下门店数量规模较大(单位：家)

	2020	2021	2022H1
太平鸟	4616	5214	4920
海澜之家	7381	7652	7718
森马服饰	8725	8567	8368

资料来源：各公司公告，中银证券

图表 25.2022 前三季度大众休闲品牌受疫情冲击收入承压 (单位：亿元)

	时间	2022Q1	2022Q2	2023Q3
太平鸟	营业收入	24.64	17.33	20.27
	Yoy	(7.74%)	(26.08%)	(15.35%)
森马服饰	营业收入	33.09	23.32	33.02
	Yoy	(0.03%)	(27.28%)	(5.79%)
海澜之家	营业收入	52.12	43.04	41.59
	Yoy	(5.15%)	(7.24%)	3.43%

资料来源：万得，中银证券

图表 26. 疫情改善期间大众休闲品牌收入恢复弹性较好(单位：亿元)

	时间	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
太平鸟	营业收入	18.34	23.04	38.66	26.70	23.45
	yoy	35.56%	22.34%	32.20%	93.10%	27.83%
海澜之家	营业收入	42.54	36.76	40.22	54.94	46.4
	yoy	(8.18%)	(7.35%)	9.39%	42.77%	9.08%
森马服饰	营业收入	29.96	37.16	57.55	33.10	32.06
	yoy	(26.95%)	(26.30%)	(5.28%)	20.91%	7.01%

资料来源：万得，中银证券

中高端女装线下收入占比高，预计将受益于线下零售恢复。2022H1 中高端女装龙头歌力思/地素时尚/欣贺股份线下收入占比分别达 84.39%/86.50%/74.01%，线下销售为其重要收入来源。疫情反复带来的长期封控及政策不明朗使得中高端女装零售终端销售不畅，客群消费意愿和消费频次降低。回顾 2020-2021 年疫情好转时期，中高端女装受益于线下零售恢复情况，收入增长较好，歌力思、欣贺股份营收逐步恢复，2021Q1 歌力思/地素时尚/欣贺股份收入同比高增 30.61%/61.08%/32.72%，2021Q2 延续较好的复苏态势。随着未来疫情防控优化措施不断推进，中高端女装品牌有望凭借其线下渠道端龙头优势和本地客群的高忠诚度，充分把握线下消费复苏趋势，持续推进线下门店形象升级，品牌服饰库存消化及业绩修复未来可期。

图表 27.中高端女装以线下为主要销售渠道(单位：亿元)

	时间	2020	2021	2022H1
歌力思	线下收入	16.45	20.55	9.75
	占比	86.85%	88.31%	84.39%
地素时尚	线下收入	21.92	25.07	9.51
	占比	85.63%	86.65%	86.50%
欣贺股份	线下收入	14.48	13.44	6.61
	占比	78.97%	73.29%	74.01%

资料来源：各公司公告，万得，中银证券

图表 28. 疫情好转期间中高端女装受益于线下零售恢复(单位：亿元)

	时间	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
歌力思	营业收入	4.04	5.32	6.16	5.36	5.64
	yoy	(37.23%)	(13.99%)	(15.37%)	30.61%	39.5%
地素时尚	营业收入	5.78	6.47	9.31	6.57	6.96
	yoy	9.69%	9.02%	38.14%	61.08%	20.34%
欣贺股份	营业收入	3.63	4.53	6.07	5.44	5.03
	yoy		(1.43%)	0.26%	32.72%	38.34%

资料来源：万得，中银证券

稳增长标的在疫情后周期将延续较好态势。在零售环境波动背景下，比音勒芬、波司登、报喜鸟等龙头公司依靠其赛道优势，高粘性、低频消费属性和优秀的产品营运能力，实现稳定增长。2022H1 比音勒芬/报喜鸟/波司登收入分别同比增长 8.57%/1.04%/14.09%至 13.13/19.96/61.80 亿元。随着未来线下消费场景逐步恢复，公司立足自身品牌优势，全渠道业务不断优化，线上线下协同发展，未来收入有望持续向好。

图表 29.疫情期间稳增长标的收入增长较好(单位：亿元)

	时间	2020	2021	2022H1
比音勒芬	营业收入	23.03	27.20	13.13
	yoy	26.17%	18.09%	8.57%
报喜鸟	营业收入	37.88	44.51	19.96
	yoy	15.74%	17.52%	1.04%
波司登	营业收入	135.17	162.14	61.80
	yoy	10.88%	19.95%	14.09%

资料来源：各公司公告，万得，中银证券

3.1.3 长期看竞争优势：服装龙头品牌、渠道、供应链优势不断强化，优势不断巩固

服装龙头品牌依托自身在设计、渠道以及供应链优势，保障业绩持续复苏。2022 年受疫情影响国内服装零售受到一定的冲击，随着未来疫情防控措施不断优化，服装龙头品牌将充分发挥其设计、渠道以及供应链优势，继续巩固龙头地位。

设计方面，国内品牌通过引进与海外设计团队合作、海外 IP 联名等手段推进品牌国际化建设。国内品牌一方面将引进海归设计师，与本土人才培养并重，一方面积极与海外 IP 联名合作，激发设计活力，提升品牌曝光度。服装龙头公司重视品牌国际化建设，与海外团队积极合作，有利于打造高端品质、潮流时尚的品牌形象，有效助力品牌势能提升。

图表 30.歌力思、地素时尚、比音勒芬开展国际化合作的情况

品牌	合作情况
歌力思	歌力思通过收购海外品牌，丰富公司的高级品牌内容。目前拥有德国高端女装品牌 Laurèl、法国设计师品牌 IRO Paris 的全球所有权以及美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 在大中华区（含港澳台）的所有权、英国当代时尚品牌 self-portrait 在中国大陆地区的所有权。
地素时尚	地素时尚注重集团品牌国际化及多样化建设。2022 年 3 月，d'zzit 品牌携代言人汪雅与《红秀 GRAZIA》进行深度内容合作；5 月，与神奇动物 IP 联名合作塑造魔法形象，精准向消费者诠释 DAZZLE 品牌英伦复古的品牌特性。
比音勒芬	比音勒芬广纳中英韩三国设计师，组建国际化研发团队。由国际知名设计师 SHIN YOUNGJU 担任品牌研发设计总监，打造高端时尚运动风格。前 GUCCI 印花设计总监 Agustina Sorrentini、韩国 BUM BUM Design Studio 主理人 JU BEOM LEE、法国殿堂级艺术家 SAFA SHINE 都是比音勒芬长期战略合作的设计师。

数据来源：各公司官网、各公司公告、中银证券

渠道方面，服装龙头品牌持续优化线下门店质量，积极发展线上新零售。服装龙头品牌依靠自身渠道优势，积极引流线上消费，发力电商渠道，同时优化线下门店质量。在新零售方面，疫情后众多服装龙头品牌加大电商直播布局，其依托自身电商渠道资源，抢占用户流量高地。线下门店方面，龙头公司持续进行优化，门店形象改造成为众多服装品牌近年来品牌升级与年轻化战略的重要部分，龙头品牌将继续巩固渠道端优势地位，从而提升触达消费者的效率。

图表 31.服装龙头品牌在渠道端开展多项措施

措施		具体内容
线下门店改造	歌力思	持续推进线下拓店计划，通过门店装潢翻新、伴手礼定制等方式升级门店体验，在北京与武汉知名商圈巡回进行中庭快闪店展览。
	波司登	以店态划分，除常规店外，聚焦核心城市商圈积极开设约 500 家旺季快闪店，并在不同店态的标杆门店中广泛推行畅销款，完善线下门店布局
线上电商加码	太平鸟	在小红书、抖音、微信生态圈小程序等社交媒体平台直播，并通过线上导购种草、KOL 穿搭分享与核心用户传播等途径进行矩阵化内容输出，全方位触达消费者
	歌力思	致力于打造以天猫店铺为基础，辐射京东、唯品会等公域平台，发力抖音直播带货，加码小程序获客拉新的电商体系
	比音勒芬	目前已开通天猫旗舰店、京东旗舰店和唯品会旗舰店，并通过抖音直播、小红书种草、微信小程序店铺等方式，成功建立全渠道销售布局

数据来源：各公司官网、各公司公告、中银证券

供应链方面，服装龙头品牌改革效果显著。服装龙头基于市场特点，从供应链各环节着手改良，提升供应链整体效率及灵活性，及时对市场变化作出快速反应。波司登、森马等品牌通过期货与现货结合的模式，订货时向供应商少量下单，结合销售情况灵活追单，以销定产，减少存货积压，打造畅销款拉升销售额。未来服装龙头公司将在供应链继续投入，不断升级，提升供应链整体效率，从而促进收入增长。

图表 32.服装龙头企业供应链改革措施

公司	改革措施
波司登	快反供应链：订货会投产不超过 30%期货，剩余 70%滚动下单 CDC 分布式部署：采用“CDC 直接分发门店”一级配送流程 物流管理系统 WMS 提升物流仓储灵活性
森马服饰	“供应商减半”策略，供应链集中化、优质化，SKU 下降 “期货制”改为期货加现货模式 降低库存风险，加速产品迭代 反季下单基本款，蓄能旺季翻单产品，优化产能分布
太平鸟	TOC 管理模式：以销定产，追单采购，做深畅销款，拉升销售业绩 门店 DRP 系统监控产品销售动态，高频 S&OP 会议协调下阶段产销 “云仓”数字化商品管理监控系统，线上线下一体化，灵活协调系统

数据来源：各公司公告、中银证券

疫情后周期防疫政策优化背景下我们推荐收入恢复弹性较好的服企和稳增长标的。防疫政策持续优化利好线下消费复苏，大众休闲品牌和中高端女装龙头线下渠道布局完善，收入恢复弹性较好，业绩修复未来可期，重点推荐高弹性标的**太平鸟、海澜之家、森马服饰、歌力思、地素时尚、欣贺股份**；疫情期间，稳增长标得益于自身品牌龙头优势及低频消费属性，营收稳健增长，随着疫情后周期线下消费回暖，品牌全渠道建设质效双升，未来有望延续较好态势，重点推荐稳增长标的**比音勒芬、报喜鸟、波司登。**

3.2 体育服饰估值进入合理配置区间，行业低谷加速结构优化

体育服饰行业目前仍处于快速成长期。受产业政策、消费升级等因素驱动，我国体育服饰行业保持快速增长，2021 年体育服饰行业规模达 3718 亿元，2014-2021 年的 CAGR 达 14.03%。从 2022 前三季度表现来看，体育服饰龙头依然保持了逆势增长。尤其是 Q3 单季疫情开始反复，体育龙头仍展现较好韧性，流水稳健增长，反映出目前体育服饰行业仍处于快速成长期。

图表 33. 体育服饰行业处于快速成长期

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国体育服饰行业规模（亿元）	1483	1669	1904	2215	2691	3199	3123	3718
同比增速	10.1%	12.5%	14.1%	16.3%	21.5%	18.9%	-2.4%	19.1%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 34. 体育服饰行业仍处于快速成长期

	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安踏体育	安踏主品牌零售额较2021年同期相比录得10-20%的高段正增长；FILA品牌零售额较2021年同期相比录得中单位数的正增长；所有其他品牌零售额较2021年同期相比录得40-45%的正增长	安踏主品牌零售额较2021年同期相比录得中单位数的负增长；FILA品牌零售额较2021年同期相比录得高单位数的负增长；所有其他品牌零售额较2021年同期相比录得20-25%的正增长	安踏主品牌零售额较2021年同期相比录得低中单位数的正增长；FILA品牌零售额较2021年同期相比录得10-20%低段的正增长；所有其他品牌零售额较2021年同期相比录得40-45%的正增长
李宁	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得20%-30%低段增长	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得10%-20%低段下降	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得10%-20%中段增长
特步国际	特步主品牌零售销售（包括线上线下渠道）较2021年同期增长30%–35%	特步主品牌零售销售（包括线上线下渠道）较2021年同期增长中双位数	特步主品牌零售销售（包括线上线下渠道）较2021年同期增长20-25%
361度	361°主品牌零售额取得高双位数同比增长，童装品牌录得20%-25的同比增长，电商渠道录得50%的同比增长	361°主品牌零售额录得低双位数同比增长，童装品牌录得20%-25%的同比增长，电商渠道录得40%的同比增长	361°主品牌零售额同比录得低中位数增长，童装品牌录得20%-25%的同比增长，电商渠道录得45%的同比增长

资料来源：万得，中银证券

格局持续优化，国产品牌市占率提升。近年国产体育服饰品牌市占率持续提升，安踏、李宁、特步国际和 361 度合计市占率从 2017 年 25.6%提升至 2021 年 31.8%。一方面本土头部企业通过积极赞助国际体育赛事发提升品牌影响力，同时积极拥抱新零售，多渠道助力收入稳健增长。另一方面国际品牌阿迪达斯受 H&M 事件以及大中华区运营效率下降等影响，市占率逐步下降。**随着国产体育服饰品牌不断提升影响力，我们预计行业格局将进一步优化。**

图表 35. 格局持续优化，国产品牌市占率提升

市占率（%）	2017	2018	2019	2020	2021
耐克	22.4	23.1	23.9	25.9	25.2
安踏	11.0	12.9	14.6	15.2	16.2
阿迪达斯	18.6	19.4	19.0	17.3	14.8
李宁	6.2	6.0	6.5	6.8	8.2
斯凯奇	3.9	4.9	5.3	5.9	6.6
特步国际	4.5	4.7	4.8	4.6	4.8
361 度	3.8	3.1	2.9	2.7	2.6

资料来源：万得，中银证券

图表 36. 阿迪达斯大中华区收入增速趋缓（单位：亿欧元）

	2017	2018	2019	2020	2021
收入	37.9	45.5	52.8	43.4	46.0
yoy	25.9%	20.0%	16.1%	-17.7%	5.9%

资料来源：万得，中银证券

库存水平提升，体育服饰板块遇到短期瓶颈。在疫情反复以及东南亚复工后集中供货等因素影响下体育服饰行业整体库存水平有所上升，除李宁整体存货保持稳健外，阿迪达斯 2022Q3 末存货周转天数同增 21 天，安踏体育，特步国际 2022H1 末存货周转天数分别同增 20 天/28 天。耐克 FY2023Q1 末存货周转天数同增 22 天。**我们预计在存货提升背景下 2022Q4 和 2023Q1 有去库存压力，从 2022 年双十一情况看龙头已初步完成清理库存的任务。综合来看，库存问题我们认为短期对行业有影响，但长期来看是行业长期优化的催化剂，体育服饰龙头在强压的环境下有望进一步扩大市场份额。**

图表 37. 体育服饰行业库存周转天数整体提升（单位：天）

	2021H1	2021Q3	2021	2022Q1	2022H1	2022Q3
阿迪达斯	153	139	145	145	157	160
安踏体育	116	-	125	-	145	-
李宁	53	-	53	-	54	-
特步国际	77	-	76	-	104	-

资料来源：万得，中银证券

图表 38. 体育服饰行业库存周转天数整体提升（单位：天）

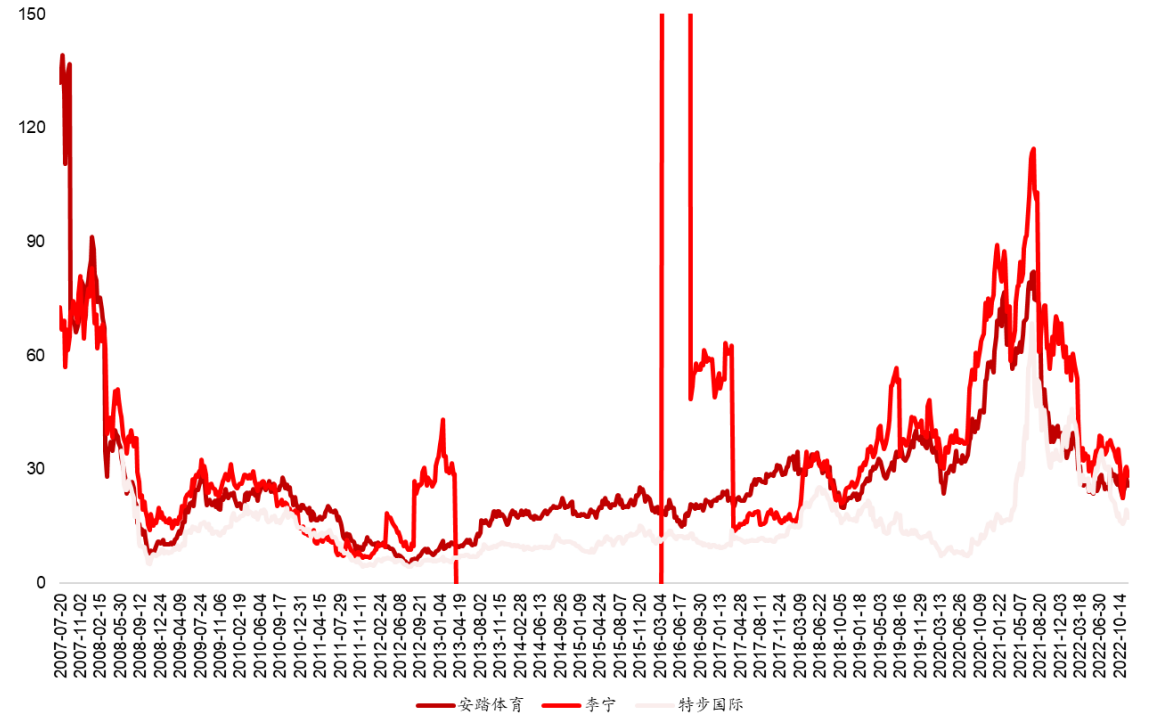
	FY2021	FY2022Q1	FY2022H1	FY2022Q3	FY2022	FY2023Q1
耐克	104	93	95	106	109	115

资料来源：万得，中银证券

注：耐克财年为上一年度的 6 月 1 日至下一年度的 5 月 31 日

估值进入合理配置区间，推荐国内体育服饰龙头。复盘体育服饰龙头 15 年股价，2008 年在北京奥运会的催化下体育服饰行业估值达到历史高点，安踏体育、李宁和特步国际期间最高估值（PE TTM）分别达到 137 倍、81 倍和 35 倍。随着 2010 年开始奥运会热度褪去，体育服饰行业进入调整期，各大龙头公司纷纷调整渠道与经营策略，行业估值于 2012 年底企稳回升，并保持了上升趋势。2020 年底在疫后需求复苏的背景下体育服饰行业估值大幅提升，安踏体育、李宁和特步国际期间最高估值（PE TTM）分别达到 82 倍、115 倍和 68 倍，之后体育服饰板块估值呈现下行趋势，主要系疫情反复影响居民消费意愿以及进店客流，截至 2022 年 11 月 23 日收盘安踏体育、李宁和特步国际估值分别为 26 倍、28 倍和 17 倍，目前已进入合理配置区间。

图表 39. 体育服饰板块估值进入合理配置区间（截至 2022 年 11 月 23 日）



资料来源：万得，中银证券

综合来看，我们预计体育服饰板块短期有去库存压力，但库存问题长期来看是行业优化的催化剂，体育服饰龙头在强压的环境下有望进一步扩大市场份额。同时体育服饰板块估值进入合理配置区间，我们推荐国产体育服饰龙头**安踏体育、李宁、特步国际和 361 度**。

3.3 近期出口承压，预计 2023 年前低后高

3.3.1 出口端近期承压，2023 年有望呈现前低后高趋势

2022Q3 以来纺织品及服饰出口下滑，预计 2023 年前低后高。2022Q3 以来我国纺织品服装出口同比下降，据海关总署数据，10 月我国纺织纱线织物及其制品出口金额为 113.69 亿美元，同比减少 9.0%；服装及衣着附件出口金额为 136.55 亿美元，同比减少 16.8%。出口下滑主要系海外加息致需求波动，以及俄乌冲突背景下供应链受到影响，同时海外库存水平提升。综合来看，在海外不确定因素下，纺织服饰板块出口近期承压。但展望 2023 年，美国加息已经进入尾声，服企库存消化周期预计在上半年结束，我们预计服装出口将呈现前低后高趋势。

图表 40. 2022 年 1-10 月纺织纱线织物及其制品出口增长 6.78%，服装及衣着附件增长 6.29%

	2018	2019	2020	2021	2022(1-10 月)
纺织纱线织物及其制品（亿美元）	1190.98	1201.99	1538.39	1452.03	1256.60
Yoy	8.50%	0.92%	27.99%	(5.61%)	6.78%
服装及衣着附件（亿美元）	1576.33	1513.68	1373.82	1702.63	1475.86
Yoy	0.27%	(3.97%)	(9.24%)	23.93%	6.29%

资料来源：海关总署，中银证券

图表 41. 海外龙头库存周转天数提高（单位：天）

	时间	2022Q1	2023Q1
NIKE	存货周转天数	93	115
	时间	2021Q3	2022Q3
Adidas	存货周转天数	139	160
	时间	2021Q2	2022Q2
GAP	存货周转天数	86	112

资料来源：各公司公告，中银证券

注：Nike 财报 2022Q3 为 2021.12.1.-2022.2.28.，2022Q4 为 2022.3.1.-2022.5.31.，2023Q1 为 2022.6.1.-2022.8.31.
Adidas 财报 2022Q1 为 2022.1.1-3.31，2022Q2 为 2022.4.1-6.30，2022Q3 为 2022.7.1-9.30.
GAP 财报 2021Q4 为 2021.11.1~2022.1.29，2022Q1 为 2022.2.1~2022.4.30，2022Q2 为 2022.5.1-2022.7.30

虽然当前海外龙头库存水平较高，但是我们对于海外龙头库存消化仍然较为乐观。海外龙头服装龙头公司 NIKE/Adidas/GAP 存货周转天数同比增加 22/21/26 天至 115/160/112 天，存货周转有所放缓，库存水平较高。但根据公司最新季报披露，各龙头公司将在未来积极采取手段促进库存消化、Adidas 计划在加大营销投入的同时促进线上业务进一步发展，NIKE 通过加强对经销商的支持力度促进库存消化，GAP 未来将致力于库存结构优化。各龙头公司库存消化战略布局清晰，未来整体存货情况预期较为积极。

图表 42. 海外龙头库存未来有望改善

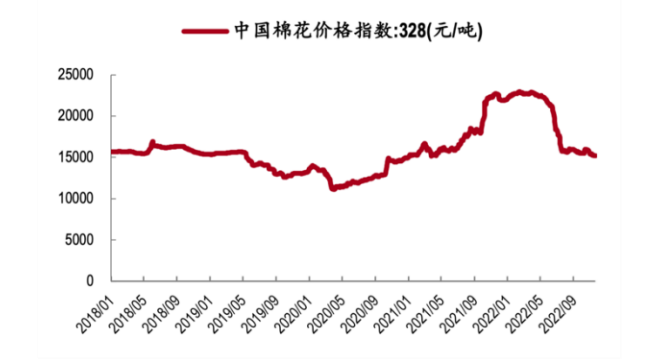
公司	未来展望
Adidas	未来进一步结合足球世界杯推出新产品；布局全渠道销售；打造不同消费场景，细分消费者市场；加大营销投入。
Nike	加强对经销商的支持力度，促进库存消化；促进线上业务进一步发展；加大产品创新投入。
GAP	未来将致力于优化库存结构；降低运营费用，提高净利率；继续执行“关闭 350 家门店计划”；增强旗下新品牌投入，新开 Athleta、Old Navy 等子品牌门店，促进多品牌布局。

资料来源：各公司公告，中银证券

3.3.2 原材料价格处于历史较低水平

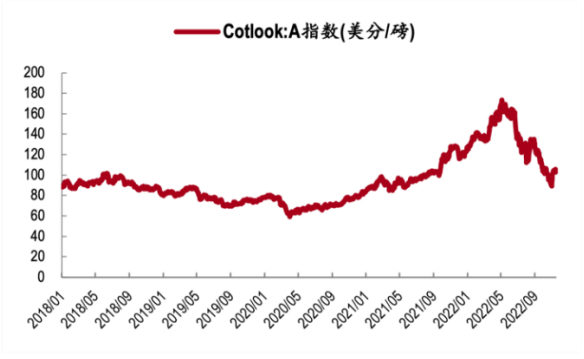
全球纺织原材料价格处于历史底部，预计 2023 年有所回升。2022 年 11 月 21 日中国棉花价格指数：328 为 15197 元/吨，较年初下跌 6910 元/吨；2022 年 11 月 10 日 Cotlook:A 指数为 105.4 美分/磅，较年初下跌 21.80 美分/磅，对比历史价格区间来看处于较低水平。

图表 43. 近半年以来 328 棉价指数下行



资料来源：万得，中银证券

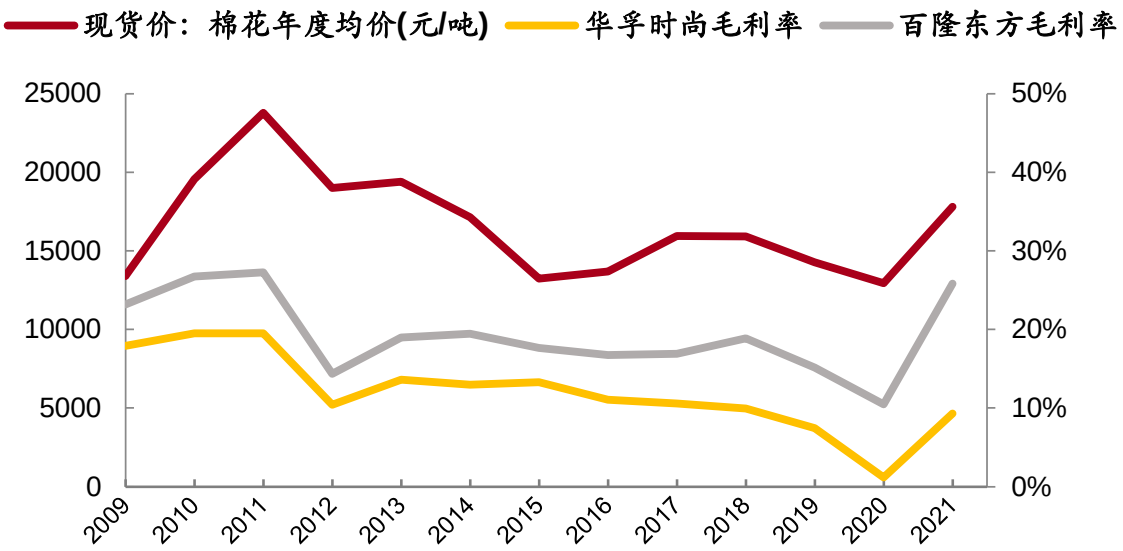
图表 44. 近半年以来 Cotlook：A 指数下行



资料来源：万得，中银证券

未来随着原材料价格有所回升，龙头公司盈利能力有望提高。历史上看，在棉价上行周期中，纺织龙头的盈利能力显著提升，龙头公司盈利能力与棉花年度均价走势存在正相关性。随着 2023 年海外龙头库存消化，收入进一步复苏，以及内需企稳回升，原材料价格回升，棉价上涨将有效带动纺织龙头利润释放，盈利能力有望提高。

图表 45. 龙头公司盈利能力变动趋势与棉花均价走势有一定正相关性



资料来源：万得，中银证券

3.3.3 看好海外产能布局完善的纺织制造龙头

完善海外布局，海外巨头客户高占比，龙头公司有望表现较好。纺织制造重点公司积极布局外海外产能，产能优势有望进一步释放。其中，2022 年 H1 申洲国际越南面料工厂扩建完成，新建柬埔寨和越南成衣工厂顺利推进；2022 年华利集团新建印尼、缅甸工厂，扩建越南工厂。此外，重点公司海外客户占比高，且形成深度战略合作关系，随着海外需求的逐渐复苏有望受益。在明年出口前低后高的背景下，重点推荐纺织龙头**华利集团**、**申洲国际**、**新澳股份**、**开润股份**，建议关注**浙江自然**。

图表 46. 龙头公司积极布局海外产能

公司	海外产能布局情况
华利集团	截止 2022 年中报，公司海外产能占比 100%。（主要位于越南，在多米尼加也有小型工厂。）
申洲国际	截止 2021 年年报，公司海外产能占比约 55%（位于越南和柬埔寨），国内产能占比约 45%。
华孚时尚	截止 2022 年中报，公司海外占比占比 14%（位于越南），国内产能占比 86%。
百隆东方	截止 2021 年年报，公司海外产能占比约 60%（位于越南）。
新澳股份	2020 年公司 4200 万元拍得英国邓肯 100%股权，产能约 250 吨羊绒。
浙江自然	目前越南生产基地已经投产，在柬埔寨的工厂处于建设期。

资料来源：各公司公告，中银证券

图表 47. 龙头公司海外巨头客户占比高

公司	主要客户	前五大客户占比
华利集团	前五大客户为 Nike、DECKERS、VF、Puma、Under Armour。	92.18%(2022H1)
申洲国际	前四大客户为 Nike、UNIQLO、Adidas、PUMA。	87.48%(2021 年报)
百隆东方	主要客户为 UNIQLO、MUJI、Nike、Aidas、安踏、李宁等。	40.76%(2021 年报)
浙江自然	主要客户为迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等。	44.20%(2021 年报)
开润股份	主要客户为 Nike、小米、迪卡侬、VF、戴尔、惠普等。	55.98%(2021 年报)

资料来源：各公司公告，中银证券

四、投资建议

1）疫情后周期防疫政策优化背景下我们推荐收入恢复弹性较好的服企和稳增长标的。防疫政策持续优化利好线下消费复苏，大众休闲品牌和中高端女装龙头线下渠道布局完善，收入恢复弹性较好，业绩修复未来可期，重点推荐高弹性标的**太平鸟、海澜之家、森马服饰、歌力思、地素时尚、欣贺股份**；疫情期间，稳增长标得益于自身品牌龙头优势及低频消费属性，营收稳健增长，随着疫情后周期线下消费回暖，品牌全渠道建设质效双升，未来有望延续较好态势，重点推荐稳增长标的**比音勒芬、报喜鸟、波司登。**

2）体育服饰估值进入合理配置区间，推荐国内体育服饰龙头。体育服饰行业仍处于快速发展期，行业格局不断优化，我们预计体育服饰板块短期有去库存压力，但库存问题长期来看是行业优化的催化剂，体育服饰龙头在强压的环境下有望进一步扩大市场份额。同时体育服饰板块估值进入合理配置区间，我们推荐国内体育服饰龙头**安踏体育、李宁、特步国际和 361 度**。

3）明年服装出口前低后高，看好海外需求复苏背景下纺织龙头表现。看好海外龙头品牌去库存顺利推进，海外出口订单有望在下半年出现改善。此外，重点公司海外客户占比高，且形成深度战略合作关系，随着海外需求的逐渐复苏有望受益。在明年出口前低后高的背景下，重点推荐纺织龙头**华利集团、申洲国际、新澳股份**、建议关注**浙江自然**。

五、风险提示

1）疫情后消费复苏不及预期。

受疫情影响消费下滑，若疫情后消费恢复情况不及预期，将导致社会消费品零售及服装销售承压，影响公司销售增长。

2）市场竞争加剧。

国内外品牌纷纷发力线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%(-20%)；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371