浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

料峭也争春

——2023年纺织服装年度策略

行业评级：看好

2022年12月5日

分析师：马莉
执业证书编号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书编号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：邹国强
zouguoqiang@stocke.com.cn

投资要点

□ 品牌服饰：防疫优化+生活方式改变

1）短期：防疫政策优化利好

✓ **防疫优化，功能性品类需求将率先复苏：**服饰作为典型的场景消费品，防疫优化恢复场景+快递物流，运动户外板块和冬季保暖（波司登、家纺等）率先受益

✓ **零售整体增速恢复预计在23年3月下旬：**22Q1冷冬+春节较23年靠后带来高基数

✓ **股价修复当下围绕两条主线：**复盘20年及22年行业龙头标的表现，当下短期反弹行情围绕：1）运动及运动时尚：业绩韧性强、估值弹性大；2）低估值高分红、业绩表现有望领跑行业的家纺、休闲类标的

✓ **考虑短期反弹空间，推荐标的：**1）港股运动：李宁、安踏体育、特步国际、滔搏；2）功能性龙头：波司登；3）A股运动时尚：报喜鸟、比音勒芬；

2）中长期：运动及户外板块在消费品中仍是高速增长赛道

✓ 我国处在欧美90年代运动消费渗透率持续提升阶段，叠加全民健身、体育强国、户外发展等政策红利，运动户外板块仍是最佳投资赛道

✓ **推荐标的：** 1）港股运动：李宁、安踏体育、特步国际；2）户外：牧高笛；3）A股运动时尚：比音勒芬、报喜鸟

□ 纺织制造：全球品牌商去库存进行中，制造业需求拐点预计在23Q3

1）欧美品牌商普遍在22Q3迎来近5年库存高点，去库存预计在23年5-9月陆续完成

2）全球供应链订单实际修复预计在23Q3，但预期修复有望从23Q1末开始（经历圣诞季后品牌商库存有望看到环比下降）

3）**短期重点推荐：**盛泰集团、新澳股份

4）**中期重点推荐：**大客户订单增速修复逻辑：申洲国际、华利集团、健盛集团、维珍妮；市占率提升逻辑：伟星股份、台华新材

风险提示

品牌服装类公司风险提示

1. 点状疫情影响消费热情
2. 反常天气影响消费动力

纺织制造类公司风险提示

1. 欧美经济走弱影响供应链需求
2. 贸易摩擦带来出口需求下滑
3. 大宗商品价格波动带来的原材料成本波动
4. 人民币意外大幅升值

目录

CONTENTS

01 品牌服饰短期：防疫政策优化，怎么看复苏行情

02 品牌服饰长期：细分赛道成长，焦点仍在运动户外

03 品牌服饰重点标的及基本面及成长性分析

04 纺织制造板块：品牌商去库存，拐点留待23Q3

05 纺织制造重点标的及基本面及成长性分析

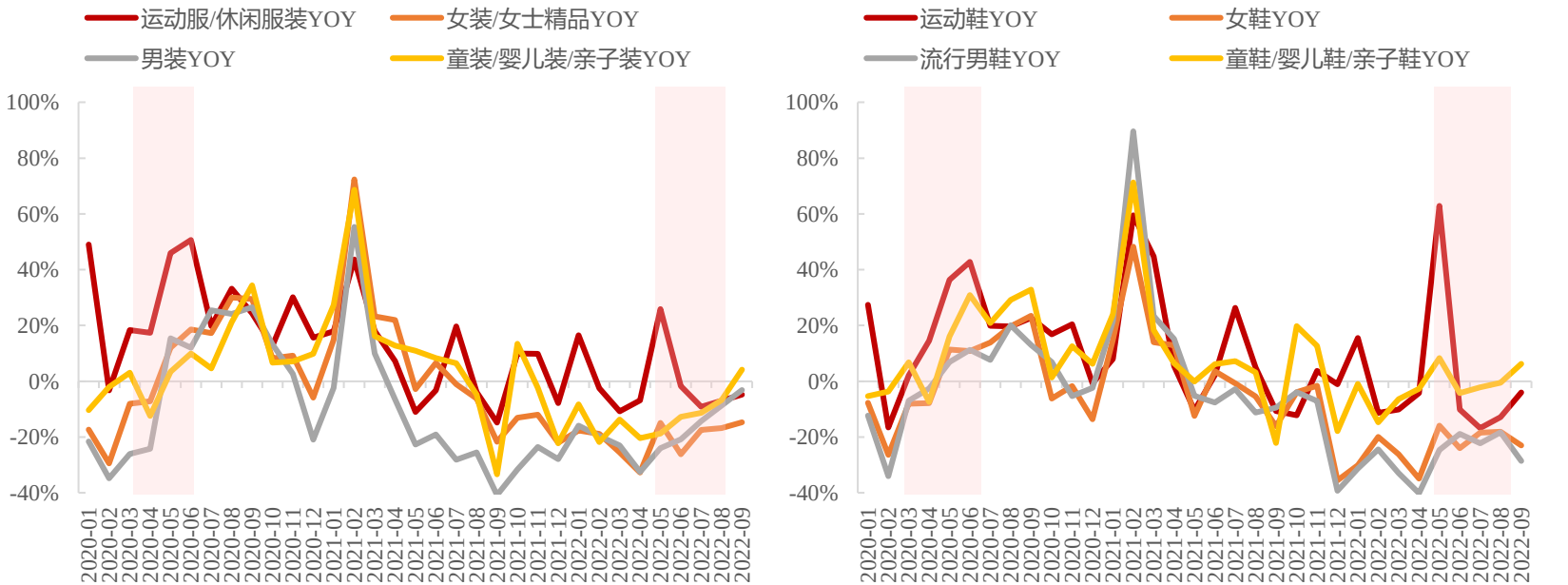
01

品牌服饰：短期防疫政策优化 怎么看复苏行情？

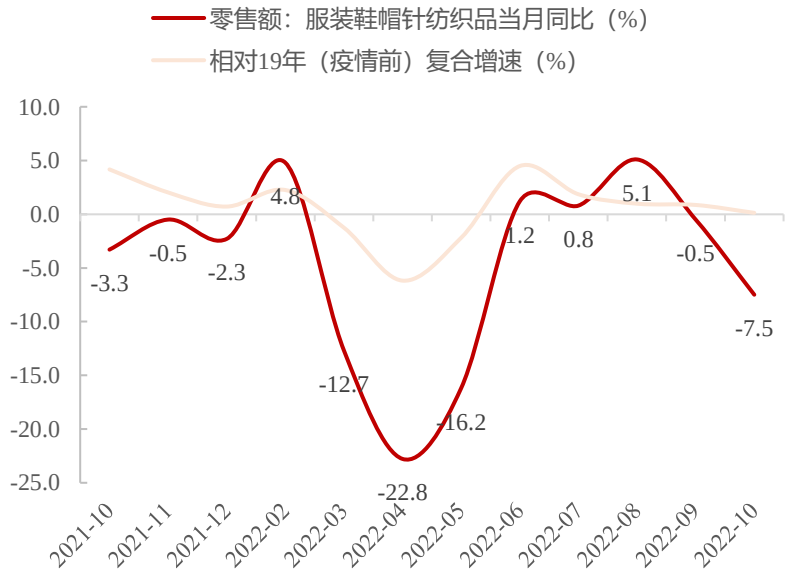
需求的复苏：防疫优化利好场景修复，功能性产品需求领先复苏

- **防疫政策优化利好品牌服饰线下场景及发货渠道修复：**1）线下消费场景复苏：疫情期间部分门店处于临时关闭状态；2）发货渠道通畅：电商及加盟渠道发货都高度依赖快递通畅程度，防疫优化利于促进电商成交以及渠道商提货
- **功能性品类仍将率先复苏：**考虑到消费场景修复同时消费力需要缓慢修复，因此在初期领先复苏的仍将是需求较为刚性的功能性产品，叠加近期全国降温，预计需求修复以运动户外板块和冬季保暖（波司登、家纺等）为先
- **行业社零恢复增长的时间点预计在23年3月下旬：**考虑：1）22Q1冷冬+春节较23年靠后带来高基数；2）消费力恢复需要时间（消费者收入需要缓慢恢复），考虑低基数在3月下旬出现（22年3月下旬开始上海疫情），预计零售表现的显著改善在23年3月前后出现

图：天猫+京东单月分品类收入YOY，20年3-5月及22年6-8月来看，功能性品类率先复苏



图：近12个月服装社零当月同比及相对19年复合增速



数据来源：数据威，国家统计局，浙商证券研究所

估值的修复节奏：复盘20年，估值修复领先业绩修复一个季度左右

□复盘20年估值修复过程，运动持续领先，A股赛道龙头也有不错表现

✓**股价反弹领先基本面1个季度**：复盘20年疫情，大部分品牌服饰虽然5、6月才陆续实现零售流水回正，但股价3月底已实现止跌回升

✓**运动反弹速度快、力度大**：安踏/李宁/特步反弹速度明显快于其他细分子行业，反弹幅度也显著高于其他细分子行业

表：2020年新冠疫情后品牌服饰代表性标的反弹情况

分类	代码	公司	最大市值(亿元)	最大市值出现时间	最大市值对应PE	最小市值(亿元)	最小市值出现时间	最小市值对应PE	最大市值相对最小市值上涨空间	20Q1收入增速	20Q2收入增速	20Q3收入增速	20Q4收入增速
港股运动	2020.HK	安踏体育	2,806	2020/12/30	54	1,124	2020/3/19	22	150%	安踏20%-25%下滑 FILA中单位数下滑 其他高单位数下滑	安踏低单位数下滑 FILA低双位数增长 其他25%-30%增长	安踏低单位数增长 FILA20%-25% 其他50%-55%	安踏低单位数增长 FILA25%-30% 其他55%-60%
	2331.HK	李宁	1,117	2020/12/31	66	364	2020/3/18	21	207%	高双位数下降	中单位数下降	中单位数增长	中双位数增长
	1368.HK	特步国际	99	2020/1/17	19	49	2020/3/19	10	102%	20%~25%跌幅	低单位数跌幅	中单位数增长	高单位数增长
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	103	2020/7/14	21	56	2020/3/23	11	84%	-11.1%	27.0%	42.2%	45.3%
	002154.SZ	报喜鸟	51	2020/3/6	14	31	2020/2/4	9	64%	-16.0%	10.1%	20.0%	38.4%
休闲	603877.SH	太平鸟	203	2020/11/3	28	66	2020/2/3	9	207%	-16.7%	25.6%	22.3%	32.2%
	002563.SZ	森马服饰	276	2020/1/3	34	171	2020/3/23	21	61%	-33.5%	-27.0%	-26.3%	-5.3%
	600398.SH	海澜之家	355	2020/1/3	20	255	2020/6/29	14	39%	-36.8%	-8.2%	-7.3%	-15.1%
高端女装	603587.SH	地素时尚	116	2020/11/10	18	80	2020/6/8	13	45%	-30.1%	9.7%	9.0%	38.1%
	603808.SH	歌力思	60	2020/10/26	13	34	2020/4/28	8	75%	-34.1%	-37.2%	-14.0%	-15.4%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	113	2020/11/3	19	66	2020/2/3	11	73%	-21.9%	-2.9%	11.9%	12.9%
	002327.SZ	富安娜	74	2020/11/9	14	54	2020/2/3	10	36%	-2.0%	1.0%	4.6%	5.7%
	603365.SH	水星家纺	47	2020/7/9	17	34	2020/3/23	12	36%	-20.0%	1.7%	0.9%	13.7%

注：港股采用季度流水增速

数据来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

估值的修复空间：反弹中的估值上下限

□通过2022年复盘则可以看出：

✓**业绩预期的变化：**预期波动最小的是港股运动，其次是羽绒服、运动时尚、家纺，波动最大的是休闲、高端女装

✓**估值修复的弹性：**大部分龙头在1月或2月初达到年内最高市值，在10月达到年内最低市值，观察各标的估值的情况，可以看出港股运动、运动时尚、波司登估值的弹性明显高于休闲、女装及家纺行业

表：品牌服饰代表性标的2022年情况

分类	代码	标的	2022收入预期（亿元）			2022归母净利预期（亿元）			2022全年								当前市值（亿元）	较底部反弹幅度	当前市值相对最大市值
			年初Wind一致预期	当前Wind一致预期	差距	年初Wind一致预期	当前Wind一致预期	差距	最大市值（亿元）	最大市值出现时间	最大市值对应22PE	最小市值（亿元）	最小市值出现时间	最小市值对应22PE	最大市值相对最小市值上涨空间	最大PE相对最小PE			
港股运动	2020.HK	安踏体育	580.3	564.9	2.7%	99.0	80.0	23.7%	2862	2022/2/10	29	1712	2022/10/31	21	67%	35%	2435	42%	18%
	2331.HK	李宁	260.7	250.0	4.3%	45.7	42.0	8.8%	1767	2022/2/11	39	973	2022/10/31	23	82%	67%	1481	52%	19%
	1368.HK	特步国际	121.2	120.0	1.0%	10.9	10.2	7.3%	333	2022/7/8	30	167	2022/11/3	16	100%	86%	237	42%	40%
	6110.HK	滔搏	398.5	121.0	229.3%	33.4	11.2	198.2%	446	2022/2/17	13	225	2022/10/31	20	98%	-34%	334	48%	34%
	3813.HK	宝胜国际	289.0	122.0	136.9%	11.0	12.2	-9.9%	57	2022/2/7	5	19	2022/10/27	2	200%	233%	38	100%	50%
羽绒服	3998.HK	波司登	191.5	187.0	2.4%	27.2	24.0	13.3%	478	2022/7/7	18	278	2022/3/15	12	72%	51%	380	36%	26%
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	29.1	32.3	-9.9%	7.7	8.0	-3.5%	153	2022/3/1	20	114	2022/9/19	14	34%	39%	148	30%	4%
	002154.SZ	报喜鸟	55.4	48.1	15.1%	6.5	5.4	21.1%	83	2022/1/12	13	50	2022/10/25	9	66%	37%	61	21%	37%
休闲	603877.SH	太平鸟	137.3	96.3	42.6%	12.6	3.3	287.8%	139	2022/1/6	11	75	2022/10/28	23	86%	-52%	93	24%	50%
	603518.SH	锦泓集团	51.7	47.5	8.7%	4.4	2.3	88.8%	37	2022/1/7	9	21	2022/10/10	9	77%	-6%	25	18%	49%
	002563.SZ	森马服饰	186.0	143.0	30.1%	18.5	7.4	149.0%	217	2022/1/7	12	120	2022/10/28	16	81%	-27%	141	18%	54%
	600398.SH	海澜之家	244.5	202.8	20.6%	33.9	22.4	51.2%	286	2022/1/11	8.42	177	2022/10/28	8	61%	7%	223	26%	28%
高端女装	603587.SH	地素时尚	34.2	25.9	32.4%	8.5	5.3	61.7%	97	2022/1/10	11	65	2022/10/31	12	49%	-8%	75	15%	29%
	603808.SH	歌力思	27.6	25.2	9.4%	4.2	1.8	141.4%	55	2022/1/4	13	30	2022/10/28	17	82%	-25%	35	17%	55%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	65.5	56.7	15.6%	8.4	6.5	28.7%	134	2022/1/10	16	79	2022/10/31	12	70%	32%	91	15%	48%
	002327.SZ	富安娜	37.8	33.2	14.0%	7.3	5.8	25.6%	79	2022/1/12	11	53	2022/10/25	9	47%	17%	60	12%	32%
	603365.SH	水星家纺	41.5	39.5	4.9%	4.3	3.3	29.4%	48	2022/1/17	11	32	2022/10/31	10	48%	15%	36	12%	33%

注：最大市值对应PE使用最大市值除以年初Wind一致预期计算，最小市值对应PE使用最小市值除以当前Wind一致预期计算，以反映考虑了业绩实际情况后市场给予各标的的估值水准
数据来源：Wind，浙商证券研究所

02

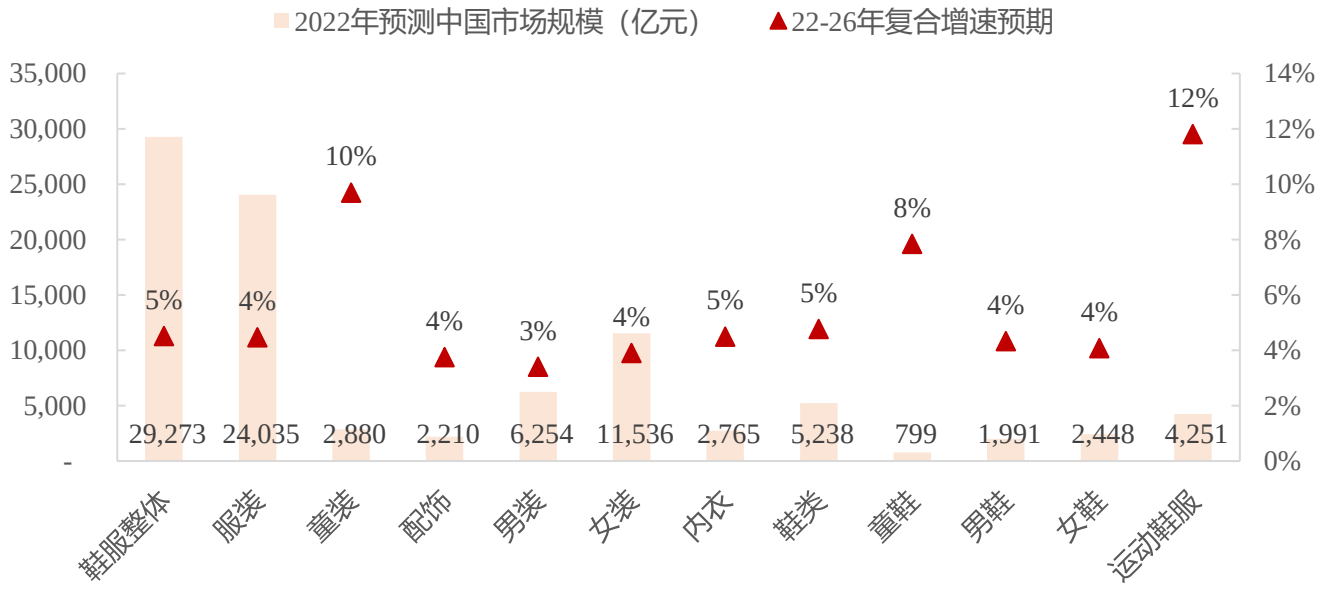
品牌服饰：中长期成长看点仍在运动户外赛道

中期成长视角之运动：运动鞋服仍是最景气服装赛道

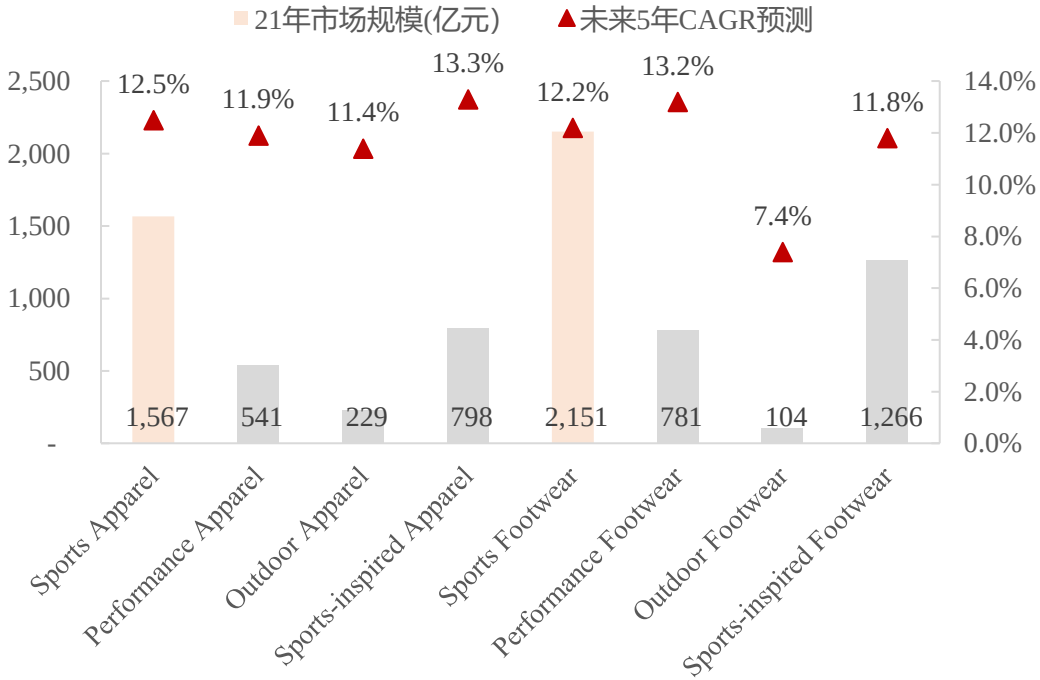
口未来5年运动鞋服仍是服装领域最景气赛道：

- ✓ 行业增速高：未来4年复合增速超过10%的子行业仅有运动及童装
- ✓ 而在运动细分品类中，鞋类发展潜力最大的是专业性鞋履（21年市场规模781亿，未来5年复合增速13.2%；服装发展潜力最大的是运动时尚服（21年市场规模798亿，未来5年复合增速13.3%）

图：中国各服装细分市场规模及增速预期



图：中国运动鞋服细分市场规模及增速预期

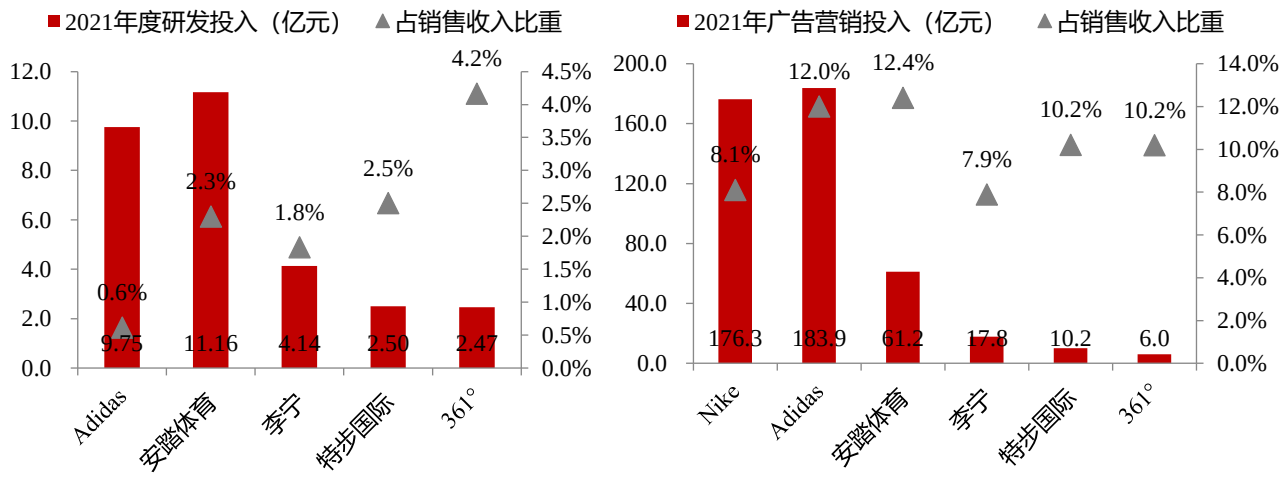


数据来源：欧睿咨询，浙商证券研究所

中期成长视角之运动：国货市占率上升势明显

- 从中国运动鞋服品牌市占率来看：
  - ✓ **龙头市占率持续提升**：考虑到研发积累和营销资源的高度垄断性，龙头马太效应明显，从品牌角度看，CR10过去10年从58.8%提升到78.3%，从公司角度看，CR10过去10年从61.9%提升到83.9%
  - ✓ **国货市占率持续向上**：尤其21年新疆棉事件后，安踏、李宁、特步作为头部品牌实现市占率明显提升，FILA受益新疆棉事件中表态及时，市占率也有上升；而与此同时，Nike、Adidas市占率首当其冲受到影响；该现象也持续至2022年

图：运动龙头研发及广告营销投入



表：中国运动鞋服市场市占率（按公司）（%）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	Nike	16.9	17.4	18.0	19.5	21.2	22.4	23.1	23.9	25.9	25.2
2	安踏体育	7.2	7.4	8.6	9.9	10.4	11.0	12.9	14.6	15.2	16.2
3	Adidas	13.4	15.1	15.0	15.5	16.4	18.6	19.4	19.0	17.3	14.8
4	李宁	7.3	6.6	6.6	6.9	6.6	6.2	6.0	6.5	6.8	8.2
5	Skechers	0.4	0.5	0.6	1.8	3.0	3.9	4.9	5.3	5.9	6.6
6	特步国际	7.9	6.3	6.6	6.3	5.6	4.5	4.7	4.8	4.6	4.8
7	361度	5.8	4.3	4.3	4.3	4.2	3.8	3.1	2.9	2.7	2.6
8	VF集团	1.4	1.8	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
9	New Balance	1.6	2.6	3.6	3.9	3.9	3.0	2.2	1.8	1.6	1.8
10	Puma	-	-	-	-	-	-	1.7	1.9	2.0	1.8
	其他	38.1	38.0	34.6	30.0	26.9	24.8	20.3	17.5	16.1	16.1

表：中国运动鞋服市场市占率（按品牌）（%）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	Nike	13.7	14.0	14.3	15.5	16.9	18.1	18.7	18.8	20.0	19.1
2	Adidas	13.3	15.0	14.8	15.3	16.1	18.3	19.2	18.8	17.1	14.6
3	安踏	6.5	6.4	7.0	7.8	8.1	8.4	9.0	9.1	8.6	9.3
4	李宁	7.3	6.6	6.6	6.9	6.6	6.2	6.0	6.5	6.8	8.2
5	FILA	0.7	1.0	1.6	2.1	2.3	2.6	3.8	5.5	6.6	6.9
6	Skechers	0.4	0.5	0.6	1.8	3.0	3.9	4.9	5.3	5.9	6.6
7	特步	7.9	6.3	6.6	6.3	5.6	4.5	4.7	4.8	4.6	4.8
8	Jordan	1.1	1.0	1.3	1.5	2.0	2.0	2.2	3.1	3.6	4.0
9	361度	5.8	4.3	4.3	4.3	4.2	3.8	3.1	2.9	2.7	2.6
10	Converse	2.1	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.2	2.2
	其他	41.2	42.5	40.5	36.1	32.9	29.9	26.2	23.1	21.9	21.7

数据来源：欧睿咨询，公司公告，浙商证券研究所

中期成长视角之运动：新疆棉事件后国货资源优势在中长期得到延续

21/3/24新疆棉事件影响延续至今，顶级运动员、顶级明星资源更倾向合作国产品牌

✓ 典型案例：1）近期国内含金量较高的马拉松赛事前三选手基本都是由国产品牌李宁、特步、安踏赞助，破3跑者中本土跑鞋占比也显著提升；2）顶流明星转会，如王一博21年由Nike转投安踏

表：近期重要马拉松赛事前三选手成绩及破三选手穿着跑鞋

北京马拉松		
级别	国际田联金标赛事	
时间	2022/11/6	
主赞助商	Adidas	
成绩前三选手情况		
	男子	女子
第1名用鞋	特步160X3.0PRO	李宁飞电3ULTRA
用时	2:14:34	2:28:57
第2名用鞋	安踏C202GT2.0	安踏C202GTPRO
用时	2:19:11	2:30:44
第3名用鞋	特步160X3.0	AdidasadizeroadiosPro3
用时	2:21:26	2:33:05
破3小时跑者穿着跑鞋情况		
	品牌	破3跑者穿着率
1	Nike	44.1%
2	Adidas	36.7%
3	乔丹	6.3%
4	特步	4.6%
5	李宁	2.6%
6	Saucony	1.6%
7	Asics	0.9%
8	安踏	0.9%
9	Kalenji	0.5%
10	NewBalance	0.2%
10	HOKAONEONE	0.2%
10	PEAK	0.2%
10	PUMA	0.2%
10	ALTRA	0.2%

杭州马拉松		
级别	国际田联金标赛事	
时间	2022/11/20	
主赞助商	李宁	
成绩前三选手情况		
	男子	女子
第1名用鞋	安踏C202GTPRO	李宁飞电3ULTRA
用时	2:17:17	2:33:47
第2名用鞋	李宁飞电3ULTRA	安踏C202GTPRO
用时	2:17:26	2:39:24
第3名用鞋	361°飞飚	安踏骇浪PB
用时	2:17:34	2:40:31
破3小时跑者穿着跑鞋情况		
	品牌	破3跑者穿着率
1	Nike	33.0%
2	李宁	27.2%
3	特步	23.9%
4	乔丹	3.9%
5	鸿星尔克	3.6%
6	必迈	2.5%
7	361°	2.1%
8	Adidas	1.0%
9	安踏	0.6%
9	Saucony	0.6%
11	海尔斯	0.5%
11	Asics	0.5%
13	UA	0.3%
14	赤脚	0.2%

上海马拉松		
级别	国际田联白金标赛事	
时间	2022/11/27	
主赞助商	Nike	
成绩前三选手情况		
	男子	女子
第1名用鞋	特步160XPRO	NikeZoomXVaporfly NEXT%2
用时	2:16:04	2:28:17
第2名用鞋	李宁飞影PE3.0	SkechersGorunSpeedFreek
用时	2:16:06	2:33:03
第3名用鞋	NBFuelCellSCElitev3	李宁飞电3ULTRA
用时	2:16:06.128	2:33:18
破3小时跑者穿着跑鞋情况		
	品牌	破3跑者穿着率
1	Nike	46.3%
2	特步	23.0%
3	Adidas	9.5%
4	乔丹	6.0%
5	李宁	5.7%
6	鸿星尔克	2.9%
7	Saucony	2.6%
8	NewBalance	1.1%
9	361°	1.1%
10	必迈	0.6%
11	PUMA	0.3%
12	SKECHERS	0.3%
13	多威	0.3%
14	遮挡品牌	0.3%

厦门马拉松		
级别	国际田联白金标赛事	
时间	2022/11/27	
主赞助商	特步	
成绩前三选手情况		
	男子	女子
第1名用鞋	特步160X3.0PRO	安踏C202GT2.0
用时	2:13:53	2:36:14
第2名用鞋	安踏C202GTPRO	匹克UP302.0Elite
用时	2:13:57	2:41:16
第3名用鞋	特步160X3.0PRO	安踏C202GTPRO
用时	2:14:08	2:41:46
破3小时跑者穿着跑鞋情况		
	品牌	破3跑者穿着率
1	特步	53.8%
2	乔丹	10.0%
3	Nike	9.7%
4	361°	8.5%
5	安踏	6.2%
6	鸿星尔克	2.8%
7	匹克	2.1%
8	必迈	1.0%
9	Adidas	0.5%
9	Saucony	0.5
9	李宁	0.5%
12	Asics	0.3%
13	HOKAONEONE	0.3%
14	马孔多	0.3%

数据来源：微博、悦跑圈、跑野、浙商证券研究所

中期成长视角之运动：22年来看国货运动表现持续优于海外

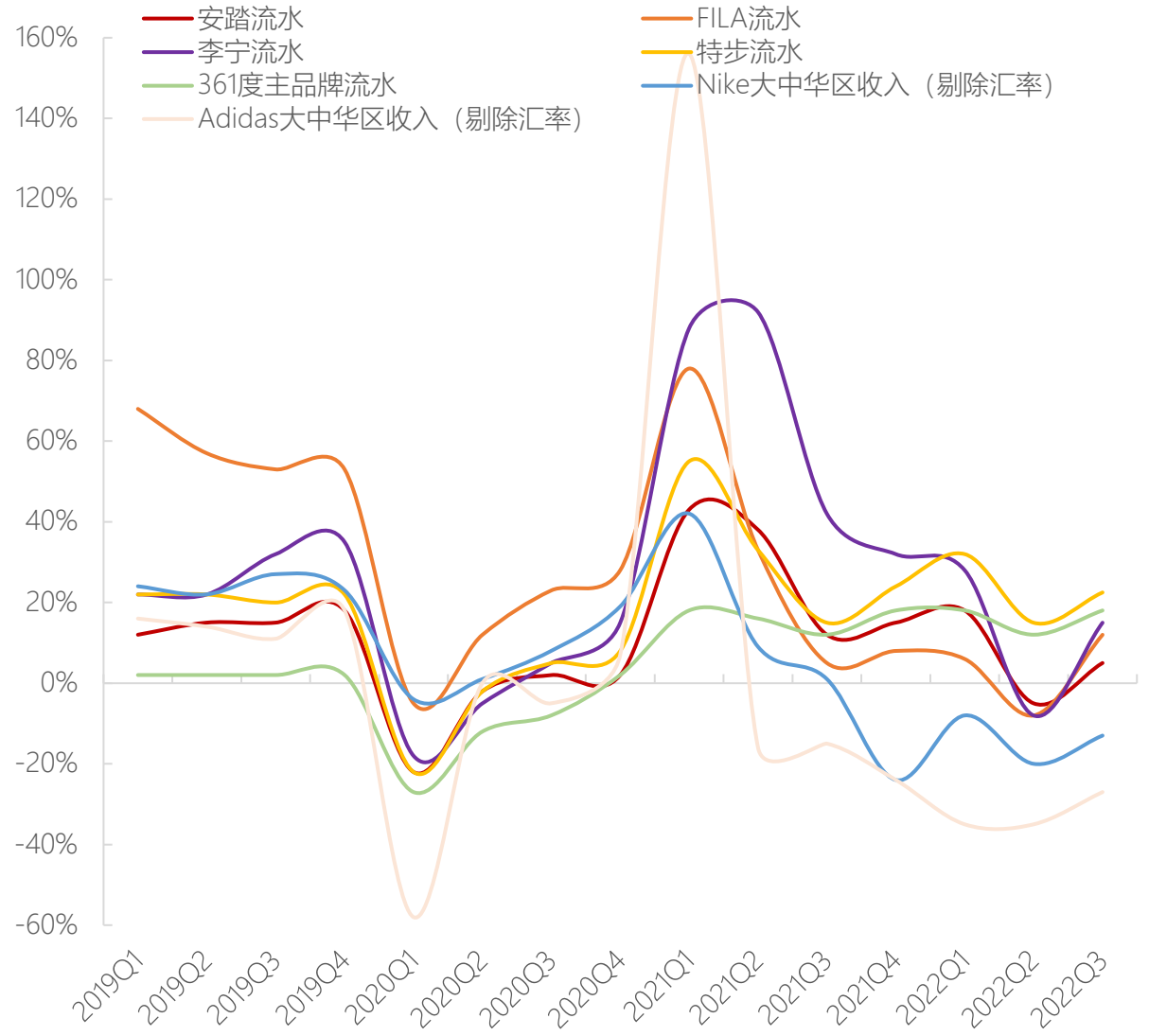
- **上半年及三季度疫情冲击+高基数下，国货表现仍然好于Nike、Adidas，库销比也维持较好：**

✓ **上半年来看，海外品牌受影响程度持续大于国货：**安踏/FILA/Descente及Kolon/李宁/特步/361度流水分别实现中单位数/低单位数/30%-35%/8%/20%-25%/中双位数增长，相对于国际品牌主要中国零售商近期的表现（滔搏12-2月销售下滑高双位数，3-5月20%-30%高段下滑，宝胜国际1-6月销售下滑25%）体现出明显韧性

✓ **三季度来看，海外品牌修复程度低于国货：**安踏/FILA/李宁/特步/361流水分别增长中单位数/低双位数/中双位数/20%-25%/高双位数，滔搏6-8月单位数下滑，宝胜7-9月下滑8.5%，而Nike和Adidas大中华区报表收入同期分别下滑13%和27%

✓ **Q3开始各品牌库销比承压：**截至22/9/30,安踏/FILA/李宁/特步分别在5X+/7X+/4X+/接近5X水平，较自身正常水平加深半个月到一个月不等，李宁继续领跑行业；预计22Q4及23Q1仍在清库存周期，除Nike预计3月完成大中华区清库存外，其他海外品牌亦有明显清库压力，国货需凭借持续产品创新、灵活折扣政策及供应链调整保持市场优势

图：运动服饰单季度流水表现&Nike、Adidas大中华区季度收入增速



数据来源：各公司公告、公开业绩发布会、浙商证券研究所

- **疫情之下，本地游、周边游成为主流，新户外玩法频繁出圈 。**以2022年国庆假期为例，本地周边游游客占比达63%，同比上升24pct，其中露营、桨板、滑雪、飞盘、陆冲等小众、潮酷的玩法最为出圈。
- **Q4户外景气度持续高涨，期待明年旺季后表现。**从双十一期间数据来看，户外露营依然是最火爆的赛道之一：根据各家战报，挪客全网GMV破1亿（+120%），牧高笛全网GMV超8000万（+180%），骆驼露营装备销售额增速达380%。
- **户外政策规划频出，供给侧完善推动长期健康成长。**11月以来，发改委、文旅部、体育总局等相继发布《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》、《关于推动露营旅游休闲健康有序发展的指导意见》，对产业布局、基础设施、赛事活动等提出全方位支持。随着供给侧完善，户外运动的体验感大幅提升，将推动越来越多人将其作为日常社交、亲子活动、亲近自然的“生活方式” 。
- **中长期行业增长空间广阔，本土品牌迎来机遇。**截止2021年底，我国户外运动参与率10%左右，距离欧美50%以上仍有较大差距，此外，发展初期我国大量参与人群为体验式初级玩家，无论参与频次还是人均消费与欧美国家存在差距，长期增长空间广阔。本土品牌在性价比、供应链快反、电商运营及新媒体营销上较海外品牌更具优势，有望在市场爆发期抢占更多份额，继续看好牧高笛为代表的户外标的的成长表现。

表：户外运动相关标的

	上市公司	12/9市值（亿元）	2021收入（亿元）	YOY	2022收入（亿元）	YOY	2023收入（亿元）	YOY	2024收入（亿元）	YOY	2022归母净利润（亿元）	YOY	22PE	2023归母净利润（亿元）	YOY	23PE	2024归母净利润（亿元）	YOY	24PE
原材料	华生科技	21.3	6.4	74.2%	3.2	-50.0%	3.9	20.9%	4.6	18.8%	0.8	-55.1%	26.3	1.0	21.0%	21.8	1.2	21.4%	17.9
	台华新材	96.9	42.6	70.2%	40.8	-4.2%	57.3	40.5%	76.8	34.0%	4.0	-14.6%	24.5	6.3	57.9%	15.5	8.8	40.6%	11.0
成品制造	浙江自然	47.0	8.4	44.9%	10.4	23.1%	12.8	23.9%	15.7	22.5%	2.6	18.1%	18.1	3.3	26.2%	14.4	4.0	23.3%	11.7
	浙江正特	33.7	12.4	36.3%	15.2	22.6%	18.5	21.4%	21.4	15.7%	1.4	29.2%	24.2	1.8	30.2%	18.6	1.9	3.6%	18.0
	嘉益股份	32.2	5.9	64.7%	11.2	91.9%	13.8	23.2%	16.8	21.4%	2.2	173.1%	14.3	2.6	16.3%	12.3	3.1	19.7%	10.3
	哈尔斯	30.0	23.9	60.1%	28.9	20.8%	35.2	22.0%	41.6	18.3%	2.4	80.4%	12.3	2.8	13.8%	10.8	3.1	10.5%	9.8
	星华新材	30.9	7.9	27.3%	8.1	1.6%	10.4	29.7%	13.3	27.8%	1.1	-22.2%	29.5	1.6	47.6%	20.0	2.0	28.4%	15.6
	共创草坪	92.9	23.0	24.4%	26.7	16.1%	33.3	24.5%	41.0	23.4%	4.8	25.9%	19.4	6.0	25.8%	15.4	7.4	23.6%	12.5
品牌零售	牧高笛	43.3	9.2	43.6%	14.8	60.1%	18.9	27.5%	25.9	37.3%	1.6	100.1%	27.5	2.2	41.1%	19.5	3.2	43.2%	13.6
	探路者	72.5	12.4	36.2%	14.8	18.9%	17.8	20.1%	22.8	28.4%	0.6	6.9%	124.4	1.1	94.0%	64.1	1.7	49.0%	43.0
	三夫户外	20.1	5.6	18.8%	6.1	9.4%	9.5	56.6%	11.6	22.1%	0.2	/	100.7	0.7	250.0%	28.8	0.8	18.6%	24.3

数据来源：Wind，浙商证券研究所；牧高笛、台华新材为浙商研究所预测，其余标的为wind一致预测

03

品牌服饰
重点个股
基本面及成长性分析

重点子版块标的盈利预测、估值及股息率

表：品牌服饰重点标的估值表

子版块	股票代码	上市公司	12/9市值(亿元)	收入（亿元）			收入YOY			归母净利（亿元）			归母净利YOY			PE			21年现金分红比例	估算股息率
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
运动服饰	2020.HK	安踏体育	2,435	565.0	640.9	724.1	14.5%	13.4%	13.0%	80.1	95.2	109.9	3.7%	18.9%	15.4%	30.4	25.6	22.2	37%	1.2%
	2331.HK	李宁	1,481	271.3	322.3	380.8	20.2%	18.8%	18.1%	45.8	57.1	67.8	14.1%	24.8%	18.8%	32.4	25.9	21.8	29%	0.9%
	1368.HK	特步国际	237.1	128.4	145.5	167.8	28.2%	13.3%	15.3%	10.9	12.9	15.1	20.2%	18.1%	17.2%	21.7	18.4	15.7	59%	2.7%
	1361.HK	361度*	63.2	68.9	79.2	90.4	14.4%	14.9%	14.2%	7.21	8.3	9.5	19.8%	15.4%	14.7%	8.8	7.6	6.6	0%	0.0%
	6110.HK	滔搏*	333.7	316.1	355.5	395.7	-0.8%	12.5%	11.3%	23.8	27.8	31.4	-2.7%	16.8%	13.0%	14.0	12.0	10.6	103%	7.4%
羽绒服	3998.HK	波司登	379.8	185.5	213.9	245.6	14.4%	15.3%	14.9%	24.0	28.8	34.1	16.3%	19.9%	18.5%	15.8	13.2	11.1	77%	4.9%
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	147.6	32.2	38.6	46.0	18.3%	20.0%	19.1%	8.01	10.1	12.4	28.3%	26.1%	22.3%	18.4	14.6	11.9	27%	1.5%
	002154.SZ	报喜鸟	60.6	46.8	53.9	61.6	5.1%	15.2%	14.3%	5.40	6.3	7.2	16.3%	16.6%	14.8%	11.2	9.6	8.4	124%	11.1%
户外	603908.SH	牧高笛	43.3	14.8	18.9	25.9	60.1%	27.5%	37.3%	1.57	2.2	3.2	100.1%	41.1%	43.2%	27.5	19.5	13.6	76%	2.8%
防疫	300888.SZ	稳健医疗	323.2	101.5	119.6	137.5	26.3%	17.8%	15.0%	15.42	18.6	21.7	24.4%	20.4%	16.8%	21.0	17.4	14.9	30%	1.5%
休闲	002563.SZ	森马服饰	141.4	144.6	159.8	176.6	-6.2%	10.5%	10.5%	7.46	12.1	15.5	-49.8%	61.7%	28.5%	19.0	11.7	9.1	136%	7.2%
	603877.SH	太平鸟	92.7	93.6	103.9	114.3	-14.3%	11.0%	10.1%	2.51	4.7	6.6	-62.9%	87.3%	39.8%	10.1	19.7	14.1	42%	4.2%
	603518.SH	锦泓集团*	25.1	47.5	55.0	62.8	9.9%	15.7%	14.1%	2.32	3.1	3.7	3.6%	35.3%	17.8%	10.8	8.0	6.8	0%	0.0%
男装	600398.SH	海澜之家	223.3	197.1	217.4	241.2	-2.4%	10.3%	11.0%	22.05	25.2	28.3	-11.5%	14.2%	12.3%	10.1	8.9	7.9	88%	8.7%
	1234.HK	中国利郎*	41.4	36.6	40.6	44.7	7.9%	11.0%	10.1%	6.07	6.9	7.6	29.6%	14.0%	9.8%	6.8	6.0	5.5	71%	10.4%
高端女装	603587.SH	地素时尚	74.8	25.9	29.4	33.0	-10.7%	13.5%	12.4%	5.09	6.9	7.8	-26.2%	36.1%	12.0%	14.7	10.8	9.6	70%	4.7%
	301088.SZ	戎美股份*	41.2	10.1	13.7	17.1	15.9%	35.7%	25.0%	1.79	2.5	3.1	10.1%	37.4%	27.3%	23.0	16.7	13.1	25%	1.1%
	603808.SH	歌力思*	35.4	25.2	29.1	33.5	7.6%	15.3%	15.4%	1.76	3.2	4.2	-46.4%	81.6%	30.1%	20.1	11.1	8.5	28%	1.4%
	003016.SZ	欣贺股份	38.6	18.6	21.5	25.1	-11.6%	15.6%	16.9%	1.75	2.7	3.6	-39.1%	54.5%	34.9%	22.1	14.3	10.6	89%	4.0%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	90.8	55.9	62.7	69.9	-3.0%	12.2%	11.5%	6.36	7.7	8.9	-10.8%	21.3%	15.1%	14.3	11.8	10.2	141%	9.9%
	002327.SZ	富安娜	59.7	32.6	36.5	40.7	2.6%	12.0%	11.4%	5.77	6.4	7.3	5.7%	11.2%	13.9%	10.3	9.3	8.2	91%	8.8%
	603365.SH	水星家纺*	35.9	39.5	44.3	50.0	4.0%	12.1%	12.8%	3.30	4.0	4.6	-14.5%	21.1%	15.7%	10.9	9.0	7.8	34%	3.2%

注：带*为Wind一致预期，其余为浙商证券研究所预测

03 安踏体育：主品牌稳健，多品牌矩阵抓住细分市场机会

□ **公司核心亮点：**国货运动第一龙头，多品牌矩阵满足细分专业运动需求，集团市占率跑赢Adidas

□ **22表现复盘：**

✓ **22H1超预期盈利表现：**收入259.7亿（+13.8%），考虑JV亏损归母净利35.9亿（-6.6%），不考虑JV亏损归母净利37.7亿（10.0%），收入利润均超市场预期，超预期主要来自安踏集团报表收入在DTC促进下增长超预期、其他品牌盈利能力提升及AMEAS扭亏

✓ **Q3流水符合预期，折扣稳定，库存环比略有加深**

- **安踏品牌：流水符合预期，折扣稳定。**22Q3流水增长中单位数，大货折扣7.4折（同比持平），儿童折扣7.6折（同比改善3pp），库销比略超5X（环比略有加深，与国庆及双十一备货有关）
- **FILA：电商领跑，折扣及略有加深。**22Q3流水增长低双位数，其中电商增速高达65%，弥补线下疫情对客流的影响；全渠道折扣7.5折（加深2pp，但正价店保持8.5-8.6折），库销比7-8X，环比加深
- **其他品牌：KOLON受益露营表现亮丽。**22Q3DESCENTE流水增长35%+，KOLON受益露营热潮流水增长55%+，其中线上线下增速双双超过50%，9-10月线下单店月店效突破50w

✓ 10-11月线下面临疫情压力，但线上双十一集团增长达到30%，继续领跑行业

□ **23年来看预算偏谨慎：**预算编纂正在进行中，考虑消费环境及健康增长会较为谨慎，安踏及FILA品牌中长期流水规模目标不变，但23单年增速弱于赢领计划（赢领计划目标安踏18%-25%流水复合增长）

□ **盈利预测：**考虑22H2消费环境及23年预算情况，我们下调盈利预测，预计2022/23/24年公司归母净利同比+4%/19%/15%至80/95/110亿元，对应PE30/26/22X；短期运动服饰整体受消费环境影响呈现业绩增长波动，但中长期安踏成熟的多品牌矩阵仍有利于其实现竞争优势巩固及市占率的持续提升，继续看好

风险提示：疫情影响零售表现，海外消费环境波动影响合营公司业绩

表：安踏主品牌表现一览（单位：亿元）

	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
安踏品牌收入	**157.49**	**240.12**	**105.78**	**134.34**	**133.60**
YOY	-9.75%	52.47%	56.09%	49.73%	26.30%
其中：DTC（20年8月开始）	**14.63**	**85.54**	**37.03**	**48.51**	**66.40**
YOY	0.00%	484.69%	/	231.58%	79.31%
电子商务	**50.88**	**82.21**	**36.09**	**46.12**	**45.69**
YOY	0.00%	61.58%	70.40%	55.29%	26.60%
传统批发	**91.98**	**72.37**	**32.66**	**39.71**	**21.51**
YOY	0.00%	-21.32%	-29.90%	-12.51%	-34.14%
安踏毛利润	**70.35**	**125.28**	**55.87**	**69.41**	**73.58**
YOY	-2.30%	78.08%	97.98%	64.75%	31.70%
安踏毛利率	44.67%	52.17%	52.82%	51.67%	55.07%
安踏营业利润	**45.27**	**51.45**	**24.47**	**26.98**	**29.42**
YOY	-3.19%	13.65%	35.57%	-0.88%	20.23%
安踏营业利润率	28.74%	21.43%	23.13%	20.08%	22.02%

表：FILA品牌表现一览（单位：亿元）

	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
FILA收入	**174.50**	**218.22**	**108.27**	**109.95**	**107.77**
YOY	18.14%	25.05%	51.38%	6.77%	-0.46%
FILA毛利润	**120.92**	**153.94**	**78.30**	**75.64**	**73.95**
YOY	16.24%	27.31%	55.36%	7.26%	-5.56%
FILA毛利率	69.30%	70.54%	72.32%	68.79%	68.62%
FILA营业利润	**44.94**	**53.39**	**31.43**	**21.96**	**24.26**
YOY	11.71%	18.80%	77.97%	-19.50%	-22.81%
FILA营业利润率	25.75%	24.47%	29.03%	19.97%	22.51%

表：其他品牌（DESCENTE、KOLON、KINGKOW、SPRANDI)表现一览（单位：亿元）

	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
其他品牌收入	**23.13**	**34.94**	**14.07**	**20.87**	**18.28**
YOY	35.43%	51.06%	90.14%	32.68%	29.92%
其他品牌毛利润	**15.24**	**24.82**	**9.92**	**14.90**	**13.56**
YOY	44.33%	62.86%	107.97%	42.31%	36.69%
其他品牌毛利率	65.89%	71.04%	70.50%	71.39%	74.18%
其他品牌营业利润	**1.95**	**6.44**	**2.95**	**3.49**	**3.95**
其他品牌营业利润率	8.43%	18.43%	20.97%	16.72%	21.61%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	49,328	56,497	64,086	72,406
同比（%）	38.9%	14.5%	13.4%	13.0%
归母净利润（百万元）	7,720	8,009	9,523	10,991
同比（%）	49.6%	3.7%	18.9%	15.4%
每股收益（元）	2.86	2.96	3.52	4.06
P/E	31.5	30.4	25.6	22.2

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

03 李宁：国货领军龙头，发力专业产品矩阵，库存压力轻

- **公司核心亮点：**国货领军龙头，21H2开始发力专业产品，超轻19初现成果，库存管控严格，渠道压力轻
- **22年回顾：**
  - ✓ **22H1专业产品发力明显：**2022上半年疫情压力下流水+8%，收入124.1亿（+21.7%），归母净利21.9亿（+11.6%），展现过去3年经营效率提升下公司对消费环境变化越来越成熟、灵活的应对；从去年开始公司着力向渠道推动专业运动产品的铺货及营销，22年取得明显成效，22H1篮球、跑步系列流水分别增长30%/10%，其中超轻19跑鞋目前销量已接近200万双（全年销量目标300万双），成为现象级产品；
  - ✓ **Q3增速符合预期，电商、直营领跑：**全平台来看Q3零售流水实现中双位数增长，分品类来看，篮球好于跑步、跑步好于其他，22Q3零售折扣率6.5-7.0折，同比有低单位数加深，库销比略高于4，同比小幅度加深（疫情影响）但仍是国货最佳
  - ✓ **Q4特殊舆论事件叠加疫情影响短期承压：**10-11月疫情影响线下客流，叠加特殊舆论事件硬性，双十一增速为双位数水准，但受益一直以来对售罄率的严格管理，库存压力相对同行并不显著
- **中长期发展规划：**产品上持续发力专业性，在篮球、跑步产品持续创新并推动专业高端产品占比提升，同时在滑板、滑雪、女装等细分品类加强布局；渠道持续推动大店策略并督促经销商与直营渠道管理标准看齐；供应链推动供应商升级及提效
- **盈利预测及投资建议：**
  - ✓ Q4虽全行业面临清库挑战，但李宁库存压力相对较轻，预计公司22/23/24年归母净利46/57/68亿元，同比+14%/25%/19%，对应当前PE32/26/22X。虽短期疫情带来流水及折扣率波动，但公司库销比较为健康，中长期仍是在品牌声量、产品口碑及业绩增长上最值得期待的大众运动品牌之一，估值具备吸引力，继续推荐
- **风险提示：**疫情影响零售表现，特殊舆论事件影响零售表现

表：分渠道销售数据（百万元）

		2018	2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
中国市场								
	加盟	**4,908.59**	**6,865.47**	**6,924.89**	**10,857.27**	**4,593.59**	**6,263.68**	**5,901.21**
	YOY	15.72%	39.87%	0.87%	56.79%	47.75%	64.15%	28.47%
	收入占比	46.7%	49.5%	47.9%	48.1%	45.0%	50.6%	47.6%
	直营	**3,132.25**	**3,619.97**	**3,267.28**	**5,011.05**	**2,516.28**	**2,494.76**	**2,786.98**
	YOY	14.97%	15.57%	-9.74%	53.37%	88.47%	29.12%	10.76%
	收入占比	29.8%	26.1%	22.6%	22.2%	24.7%	20.2%	22.5%
	电商	**2,217.80**	**3,120.67**	**4,047.95**	**6,410.53**	**2,964.96**	**3,445.57**	**3,534.30**
	YOY	32.94%	40.71%	29.71%	58.36%	77.66%	44.83%	19.20%
	收入占比	21.1%	22.5%	28.0%	28.4%	29.1%	27.8%	28.5%
国际市场		**248.66**	**269.40**	**216.85**	**293.44**	**121.76**	**171.68**	**186.18**
YOY		3.78%	8.34%	-19.50%	35.32%	79.08%	15.33%	52.91%
收入占比		2.4%	1.9%	1.5%	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%
总收入		**10,510.90**	**13,869.63**	**14,456.97**	**22,572.28**	**10,196.58**	**12,375.70**	**12,408.67**
YOY		18.45%	31.95%	4.23%	56.13%	64.97%	49.54%	21.69%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	**22,572.3**	**27,134.3**	**32,232.0**	**38,077.9**
YOY	56.13%	20.21%	18.79%	18.14%
营业利润（百万元）	**5,136.4**	**5,590.1**	**7,130.5**	**8,495.5**
YOY	133.90%	8.83%	27.56%	19.14%
营业利润率	22.76%	20.60%	22.12%	22.31%
经常性净利润（百万元）	**4,010.9**	**4,575.2**	**5,709.9**	**6,781.1**
YOY	136.15%	14.07%	24.80%	18.76%
净利率	17.77%	16.86%	17.72%	17.81%
归母净利润（百万元）	4,010.9	4,575.2	5,709.9	6,781.1
YOY	136.15%	14.07%	24.80%	18.76%
每股收益（元）	1.53	1.75	2.18	2.59
P/E	**36.9**	**32.4**	**25.9**	**21.8**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

03 特步国际：马拉松赛事带动品牌声量向上，库存健康化为重要课题

公司核心亮点：跑步领域领军品牌，高性价比叠加充分下沉市场覆盖带动流水韧性

特步品牌：22年流水持续领跑，Q3库存压力凸显

- ✓ 22H1流水增长20%-25%领跑行业，Q3维持了20%-25%的高增速，其中电商超过30%，童装接近50%
- ✓ **Q3开始库存压力有所体现：**零售折扣率：7.0-7.5折，与Q2类似；库存周转周期：4.5-5个月，环比增加半个月左右
- ✓ **10-11月零售承压，但马拉松赛事恢复后品牌声量持续提升：**10-11月行业整体零售表现承压，但双十一特步仍有接近30%增长表现，展现高性价比产品的竞争力；同时11-12月各金标马拉松赛事陆续恢复，特步赞助选手多次拔得头筹，160X系列跑鞋影响力再度提升

新品牌：符合前期指引，持续高增

- ✓ SauconyQ3继续翻倍增长，23年初将开始开设加盟店；Merrell受益户外热度，Q3流水亦有接近翻倍增长
- ✓ K-SWISS国内门店已达到10家，部分门店店效超过50w
- ✓ 中报给出的JV（Saoucony及Merrell）收入增长60%-70%、K-swiss及Palladium收入增长30%的全年指引继续可以完成，4个新品牌合计亏损不超过去年（1.5亿元）

23年指引偏谨慎：

- ✓ Q4及23年情况暂不明朗，若主品牌Q4清库情况不理想，可能需要调整总代理23年订单增速以保证渠道健康
- ✓ 预计22/23/24年归母净利同增20%/18%/17%至10.9/12.9/15.1亿元，对应当前市值估值22/18/16X，考虑估值性价比，维持“买入”评级

风险提示：新品牌减亏不及预期、疫情影响零售

表：特步国际旗下各品牌矩阵情况（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
大众运动（特步品牌）						
收入	**7,706.7**	**7,101.1**	**8,841.3**	**3,597.1**	**5,244.2**	**4,897.6**
YOY		-7.9%	24.5%	12.4%	34.5%	36.2%
毛利润	**3,375.0**	**2,761.5**	**3,664.4**	**1,494.3**	**2,170.1**	**2,066.8**
YOY		-18.2%	32.7%	15.3%	48.1%	38.3%
毛利率	43.8%	38.9%	41.4%	41.5%	41.4%	42.2%
营业利润	**1,386.0**	**1,106.3**	**1,607.6**	**771.1**	**836.5**	**1,007.5**
YOY		-20.2%	45.3%	31.9%	60.4%	30.7%
营业利润率	18.0%	15.6%	18.2%	21.4%	16.0%	20.6%
时尚运动（K.SWISS和Palladium）						
收入	**465.9**	**999.1**	**970.9**	**461.9**	**509.0**	**629.5**
YOY		114.4%	-2.8%	0.7%	-5.8%	36.3%
毛利润	**171.0**	**407.0**	**432.6**	**200.7**	**231.9**	**250.7**
YOY		138.0%	6.3%	8.1%	4.7%	24.9%
毛利率	36.7%	40.7%	44.6%	43.5%	45.6%	39.8%
营业利润	**-46.5**	**-103.8**	**-87.7**	**-40.5**	**-47.2**	**-53.7**
营业利润率	-10.0%	-10.4%	-9.0%	-8.8%	-9.3%	-8.5%
专业运动（Saucony和Merrell）						
收入	**10.1**	**71.7**	**201.0**	**75.9**	**125.1**	**156.5**
YOY		609.9%	180.3%	289.9%	139.5%	106.2%
毛利润	**4.4**	**29.9**	**80.9**	**34.4**	**46.5**	**69.3**
YOY		579.5%	170.7%	359.2%	107.6%	101.2%
毛利率	43.6%	41.7%	40.3%	45.4%	37.2%	44.3%
营业利润	**-7.5**	**-30.0**	**-40.2**	**-10.7**	**-29.5**	**-3.3**
营业利润率	-74.3%	-41.8%	-20.0%	-14.1%	-23.6%	-2.1%
公司合计						
收入	**8,182.7**	**8,171.9**	**10,013.2**	**4,134.9**	**5,878.3**	**5,683.6**
YOY		-0.1%	22.5%	12.4%	30.8%	37.5%
毛利润	**3,550.4**	**3,198.4**	**4,177.9**	**1,729.4**	**2,448.5**	**2,386.8**
YOY		-9.9%	30.6%	16.1%	43.2%	38.0%
毛利率	43.4%	39.1%	41.7%	41.8%	41.7%	42.0%
营业利润	**1,234.0**	**918.2**	**1,396.2**	**683.6**	**712.6**	**921.7**
YOY		-25.6%	52.1%	36.5%	70.7%	34.8%
营业利润率	15.1%	11.2%	13.9%	16.5%	12.1%	16.2%

注：2019年8月，特步以2.6亿美金从韩国衣恋集团全资收购K.SWISS和Palladium为全球业务
2019年3月，特步与美国Wolverine集团成立合资公司（各出资1.55亿元），经营Saucony和Merrell品牌大中华区业务

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

03 波司登：FY23中报亮丽，短期挑战不改竞争力

- **公司核心亮点：**羽绒服第一龙头，轻薄产品补充SKU矩阵、灵活供应链管理保证库存健康，面对零售环境考验盈利能力依旧稳定
- **23财年复盘：中报亮丽，10-11月暂遇挑战**
- ✓ **羽绒服业务疫情压力下盈利能力逆势上行：**22年4-9月公司收入61.8亿（+14.1%），归母净利7.3亿（+15.0%），其中羽绒服业务收入38.6亿（+10.2%），毛利率63.6%（+2.2pp），与上财年渠道售罄率高，本年度清货任务轻，新货销售占比高，零售折扣率表现佳有关；营业利润7.95亿（+41.4%），营业利润率20.6%（+4.6pp），来自门店运营效率提升及有节制的广告营销投入
- ✓ **分品牌看羽绒服业务：波司登主品牌盈利亮眼。**波司登品牌4-9月收入35.3亿（+8.2%），毛利率66.5%（+3.9pp），来自新货销售占比提升；雪中飞品牌收入1.74亿（+29.4%），高速增长来自线上品牌授权分销及直播新零售战略的成功，毛利率46.4%（-3.0pp），下降来自促销引流让利；冰洁品牌收入0.37亿（+10.8%），毛利率25.8%（+5.2pp），来自直营收入占比提升
- ✓ **10-11月暂遇挑战，但12月降温后增速回升：**由于10-11月线下疫情硬性客流，叠加气温明显高于21年同期，波司登10-11月流水增长遭遇挑战，但进入12月随气温下降流水增速再次向上，考虑到公司灵活的快反体系和领先的市场地位，在严峻消费环境下仍有望保持优秀零售折扣及售罄率表现
- ✓ **中长期规划：**目前处于波司登新三年计划的第二年，公司发力于产品矩阵的持续创新、价位带的完整覆盖（千元以下由雪中飞抢夺市场）、渠道形象及效率进一步提升以及童装市场的发展，以巩固和提升自身市占率水平
- **盈利预测：**预计FY23/24/25净利润24.0/28.8/34.1亿元，增速为16%/20%/18%，对应估值16/13/11X。虽然疫情反复致消费环境承压，但我们认为随着新三年战略的持续推进，波司登作为行业第一龙头有望持续提升产品竞争力，同时当前估值具备充足安全垫，维持“买入”评级，当下坚定看好。
- **风险提示：**疫情恶化超出预期，消费者偏好变化超出预期

表：公司财务三表概况及分业务表现收入及营业利润表现（单位：百万元）

		2020	2021	2022	2022H1	2022H2	2023H1
		2020/3/31	2021/3/31	2022/3/31	2021/9/30	2022/3/31	2022/9/30
品牌羽绒服							
	收入	9,513	10,899	13,223	3,473	9,750	3,857
	YOY	24.2%	14.6%	21.3%	16.2%	23.3%	10.2%
	毛利率	59.8%	63.7%	65.7%	61.1%	67.3%	63.6%
	营业利润	1,524	2,131	2,348	565	1,783	795
	YOY	9.6%	39.9%	10.2%	19.1%	7.6%	41.4%
	营业利润率	16.0%	19.6%	17.8%	16.3%	18.2%	20.6%
OEM							
	收入	1,611	1,536	1,901	1,428	473	1,895
	YOY	17.8%	-4.7%	23.8%	16.2%	54.0%	32.7%
	毛利率	18.5%	19.6%	18.6%	19.1%	17.1%	20.4%
	营业利润	207	187	216	204	12	316
	YOY	41.1%	-9.5%	15.7%	17.5%	-8.6%	54.4%
	营业利润率	12.8%	12.2%	11.4%	14.3%	2.5%	16.7%
女装							
	收入	983	947	904	416	487	340
	YOY	-18.2%	-3.7%	-4.5%	1.0%	-8.8%	-18.3%
	毛利率	74.4%	72.6%	72.4%	73.6%	71.4%	66.2%
	营业利润	82	113	55	24	30	-37
	YOY	-45.5%	38.8%	-51.7%	-40.7%	-58.0%	-251.9%
	营业利润率	8.3%	12.0%	6.1%	5.9%	6.2%	-10.9%
多元化							
	收入	84	145	186	72	114	88
	YOY	-46.2%	72.7%	28.3%	129.4%	116.8%	22.2%
	毛利率	-16.4%	0.1%	25.70%	28.2%	24.1%	26.9%
	营业利润	34	-50	20	-4	24	-4
	营业利润率	23.2%	-59.7%	11.0%	-5.2%	21.2%	-4.9%
公司合计							
收入		12,191	13,517	16,214	5,390	10,824	6,180
YOY		17.4%	10.9%	20.0%	15.6%	22.2%	14.1%
归母净利		1,203	1,710	2,062	638	1,424	734
YOY		22.6%	42.1%	20.6%	31.4%	16.4%	15.0%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入（百万元）	16,214	18,547	21,385	24,563
同比（%）	19.95%	14.39%	15.30%	14.86%
归母净利润（百万元）	2,062	2,398	2,876	3,407
同比（%）	20.63%	16.26%	19.94%	18.46%
每股收益（元）	0.19	0.22	0.26	0.31
P/E	18.4	15.8	13.2	11.1

数据来源：公司公告，浙商证券研究所预测

03 比音勒芬：盈利能力持续提升，强势成长尽显龙头风采

- **公司核心亮点：**公司凭借自身精准的产品卡位，与日益成熟的品宣打法，在百货渠道竞争力突出，在男装楼层销售排名稳居前列。目前单店店效仍在上行通道，强产品力支撑渠道优秀盈利能力，渠道开店意愿强，空间仍然广阔。

- **品牌向上势能显著，盈利能力持续提升，存货周转持续优化**

✓ Q1-3累计实现收入/归母净利润22.3/5.7亿元，同比增速+13.0%/+24.9%，存货绝对值+12.9%，与收入增速高度匹配；存货周转天数自同期的360天下降35天至325天。

✓ 单Q3实现收入/归母净利润9.2/2.8亿元，同比增长+20.1%/+30.4%，净利率提升2.4pp，其中，毛利率稳中略升至77.8%（yoy+0.03pp）；期间费用率同比下降0.89pp，资产减值损失（主要为存货减值）同比-21.4%，预计与库龄结构改善有关。

- **22年复盘：高客户粘性+渠道结构带来强韧性，增速持续领跑行业**

✓ **Q1超预期，Q2率先反弹，Q3增速领跑。**22Q1公司在次新店贡献与产品力推动下，实现收入/归母净利润+30%/+41%。Q2受外部扰动收入/归母净利润低双位数下滑，但凭借优秀产品力带动的高客户粘性、以及 2-3 线市场为主的渠道结构，在 6、7 月公司率先实现显著正向零售增长，反弹速度及力度领跑同业；单Q3伴随外部环境环比改善，实现收入/归母净利润+20%/+30%，增速持续领跑。

✓ **Q4展望：强势增长有望延续。**由于公司核心消费群体以2-5线中高收入中青年男性为主，具备较稳定的消费能力与较高的粘性，疫情对于低线城市受影响程度较小，我们预计公司依然能够显著优于同行的经营韧性，预计全年渠道数量有望增长180家。

- **中长期业绩增长：单店店效仍在上行通道，渠道开店空间广阔，高端运动系列值得期待。**1）单店店效仍在上行通道：公司 目前正价店终端零售店效在 400-500 万之间，对比 lululemon 等可比同业公司提升空间充分；2）渠道开店意愿强，空间仍然广阔：公司加盟商营业利润率可达到 20%+，在男装领域表现突出，公司现有门店数量 1125 家，较成熟男装平均 2000+以上数量具备充足空间。3）以高尔夫球系列为代表的高端运动系列在新韩国设计师主导下产品变化显著、订货会反响极好， 8 月起秋冬线上市正式面世，进一步提升高端人群触达。

- **盈利预测与投资建议：**我们认为公司通过持续深耕运动时尚领域，打造了精准的产品定位并持续进行多元化的品宣投入，带动渠道质量持续提升、高速增长同时营运周转效率提升势头也非常明显，未来成长空间充分，预计公司 22~24 年归母净利润 8.0/10.1/12.4 亿，对应增速 28.3%/26.1%/22.3%，对应 PE18/15/12X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情反复；行业竞争激烈

表：比音勒芬单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2021Q1-3	2022Q1-3
利润表									
营业收入	**622.63**	**586.93**	**759.01**	**751.42**	**810.42**	**502.82**	**911.55**	**1968.57**	**2224.79**
YOY	48.47%	23.65%	11.70%	2.97%	30.16%	-14.33%	20.10%	25.10%	13.02%
营业成本	145.94	140.36	199.29	148.57	198.65	122.48	239.10	485.59	560.23
毛利润	**476.69**	**446.57**	**559.72**	**602.85**	**611.77**	**380.34**	**672.45**	**1482.98**	**1664.56**
YOY	72.80%	28.02%	12.94%	3.67%	28.34%	-14.83%	20.14%	32.38%	12.24%
毛利率	76.56%	76.09%	73.74%	80.23%	75.49%	75.64%	73.77%	75.33%	74.82%
营业税金及附加	5.43	5.03	5.25	8.25	7.71	4.72	6.29	15.71	18.72
期间费用	**286.94**	**349.1**	**268.31**	**398.16**	**346.19**	**307.21**	**314.15**	**904.35**	**967.55**
YOY	71.21%	28.56%	0.31%	3.19%	20.65%	-12.00%	17.08%	27.98%	6.99%
期间费用率	46.09%	59.48%	35.35%	52.99%	42.72%	61.10%	34.46%	45.94%	43.49%
销售费用	**229.32**	**294.87**	**223.93**	**292.93**	**280.3**	**252.79**	**256.44**	**748.12**	**789.53**
销售费用率	36.83%	50.24%	29.50%	38.98%	34.59%	50.27%	28.13%	38.00%	35.49%
管理费用	**36.84**	**29.94**	**33.51**	**55.98**	**43.65**	**37.05**	**37.79**	**100.29**	**118.48**
管理费用率	5.92%	5.10%	4.41%	7.45%	5.39%	7.37%	4.15%	5.09%	5.33%
研发费用	**17.28**	**21.23**	**17.26**	**27.61**	**25.32**	**21.08**	**24.26**	**55.77**	**70.66**
研发费用率	2.78%	3.62%	2.27%	3.67%	3.12%	4.19%	2.66%	2.83%	3.18%
财务费用	**3.5**	**3.06**	**-6.39**	**21.64**	**-3.08**	**-3.71**	**-4.34**	**0.17**	**-11.13**
财务费用率	0.56%	0.52%	-0.84%	2.88%	-0.38%	-0.74%	-0.48%	0.01%	-0.50%
资产减值损失	6.89	3.82	53.42	14.55	11.69	7.12	41.90	64.14	60.71
营业利润	**183.54**	**105.73**	**247.06**	**201.42**	**260.77**	**86.61**	**323.76**	**536.33**	**671.14**
YOY	63.57%	34.60%	11.43%	18.82%	42.08%	-18.08%	31.05%	30.03%	25.14%
营业利润率	29.48%	18.01%	32.55%	26.81%	32.18%	17.22%	35.52%	27.24%	30.17%
利润总额	**183.54**	**106.5**	**244.25**	**198.37**	**259.77**	**86.58**	**323.08**	**534.3**	**671.13**
YOY	63.69%	38.06%	10.26%	13.79%	41.53%	-18.70%	32.27%	30.06%	25.61%
减：所得税	33.01	11.66	30.58	32.88	47.08	4.45	44.41	75.25	95.95
所得税率	17.99%	10.95%	12.52%	16.58%	18.12%	5.14%	13.75%	14.08%	14.30%
净利润	**150.54**	**94.84**	**213.67**	**165.49**	**212.69**	**82.13**	**278.67**	**459.05**	**573.49**
YOY	55.10%	47.70%	14.04%	10.21%	41.28%	-13.40%	30.42%	31.67%	24.93%
净利率	24.18%	16.16%	28.15%	22.02%	26.24%	16.33%	30.57%	23.32%	25.78%
归母净利润	**150.54**	**94.84**	**213.67**	**165.49**	**212.69**	**82.13**	**278.67**	**459.05**	**573.49**
YOY	55.10%	47.70%	14.04%	10.20%	41.28%	-13.40%	30.42%	31.66%	24.93%
资产负债表									
应收票据及应收账款	**281.47**	**291.03**	**283.43**	**279.72**	**241.62**	**227.83**	**230.5**	**283.43**	**230.5**
YOY	3.35%	24.66%	14.24%	-7.09%	-14.16%	-21.72%	-18.67%	14.24%	-18.67%
存货	**566.64**	**563.46**	**610.56**	**660.21**	**653.56**	**635.73**	**689.17**	**610.56**	**689.17**
YOY	-13.79%	-10.00%	-1.19%	8.64%	15.34%	12.83%	12.88%	-1.19%	12.88%
现金流量表									
经营性现金流量净额	**366.32**	**87.62**	**233.01**	**210.57**	**466.61**	**50.45**	**273.68**	**686.95**	**790.74**
/净利润	243.34%	92.39%	109.05%	127.24%	219.39%	61.43%	98.21%	149.65%	137.88%
投资性现金流量净额	51.77	36.34	-167.55	-104.32	-282.88	45.27	-257.45	-79.44	-495.07
筹资性现金流量净额	9.5	-10.94	-164.99	-58.6	-35.5	-0.47	-173.65	-166.43	-209.61
现金及等价物净增加额	**427.59**	**113.02**	**-99.52**	**47.65**	**148.23**	**95.25**	**-157.42**	**441.08**	**86.05**

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,719.99	3,217.97	3,861.70	4,601.16
同比（%）	18.1%	18.3%	20.0%	19.1%
归母净利润（百万元）	624.54	801.03	1010.13	1235.28
同比（%）	25.2%	28.3%	26.1%	22.3%
每股收益（元/股）	1.13	1.40	1.77	2.16
P/E（倍）	23.6	18.4	14.6	11.9

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

03 报喜鸟：经营韧性凸显，盈利能力持续向好

- **公司核心亮点：**多元品牌运营，手握运动时尚品牌哈吉斯+商务休闲男装报喜鸟+职业装宝鸟三大细分领域龙头，在董事长回归后的新三年规划指引下，公司有望实现产品力与品牌力双重提升、单店店效步入上行通道，开店计划稳步推进。

- **店效提升+积极费用控制下，净利率持续提升**

✓ Q1-Q3累计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为30.4亿/3.8亿/3.1亿元，同比增长+2.2%/+4.7%/+1.8%。

✓ 单Q3实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为10.4亿/1.2亿元/1.1亿元，同比增速分别为4.5%/13.8%/33.4%，毛利率同比提升0.4pct，主要来自双主品牌正价店折扣同比小幅提升与宝鸟优质客户比例提升。

- **22年复盘：双主品牌韧性凸显，团购业务表现亮眼**

✓ **Q1开局亮眼，Q2-Q3外部压力下双主品牌韧性凸显。**由于公司渠道大多数集中于一二线城市核心商圈，且华东地区渠道占比超40%，在本轮疫情受疫情影响较大，但公司积极动态管理下22Q2双主品牌收入仅小幅下滑低单，宝鸟受益于团购阳光化趋势H1收入+37%。Q3伴随外部环境缓和，预计哈吉斯收入增速回归高双，报喜鸟预计增长低单位数，

✓ **Q4政府补贴有望产生积极利润影响：**展望Q4，尽管疫情对于终端零售依然存在影响，但我们认为公司已形成较强的客户粘性与稳定的价格体系，经营韧性充分。同时，根据公司10/14日发布的政府补贴公告，目前Q4政府补贴已受到超2767万，考虑到去年Q4全季政府补贴金额为193万元，预计政府补贴有望对Q4利润贡献乐观增量。

- **中长期业绩增长：店效持续上行，渠道扩张稳步推进。**报喜鸟受益于董事长回归后的年轻化改革，21年后持续释放红利；哈吉斯所处赛道高景气+品牌势能持续向上，21年与22Q1均实现双位数增长。在21年年末公司提出新三年规划指引下，预计22-25年公司双主品牌每年新开60-70店铺，加强中西部与三线城市布局.我们预计截至22Q3，报喜鸟累计新开门店数量已接近60家，哈吉斯累计新开门店数量已接近40家，虽疫情波动使得门店H1关闭较多，但公司在门店扩张上规划稳步推进。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司22/23/24年实现收入46.8/53.9/61.6亿元，同比增速5%/15%/14%，预计实现归母净利润5.4/6.3/7.2亿，对应增速16%/17%/15%，对应当前PE仅11/10/8X，具备充足向上空间，维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情恶化超出预期；消费需求变化；

表：报喜鸟单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-3
利润表								
营业收入	**995.16**	**980.08**	**997.69**	**1478.43**	**1157.44**	**838.35**	**1042.47**	**3038.26**
YOY	53.59%	35.14%	12.47%	-3.21%	16.31%	-14.46%	4.49%	2.20%
营业成本	327.06	325.88	377.47	575.6	396.57	313.06	390.13	1099.77
毛利润	**668.10**	**654.20**	**620.22**	**902.83**	**760.87**	**525.29**	**652.34**	**1938.49**
YOY	65.42%	53.56%	14.64%	-12.33%	13.89%	-19.70%	5.18%	-0.21%
毛利率	**67.13%**	**66.75%**	**62.17%**	**61.07%**	**65.74%**	**62.66%**	**62.58%**	**63.80%**
期间费用	**449.02**	**544.70**	**484.43**	**688.03**	**527.88**	**443.45**	**474.71**	**1446.05**
期间费用率	45.12%	55.58%	48.56%	46.54%	45.61%	52.90%	45.54%	47.59%
销售费用	**374.49**	**425.35**	**379.9**	**584.86**	**439.15**	**369.72**	**383.7**	**1192.57**
销售费用率	37.63%	43.40%	38.08%	39.56%	37.94%	44.10%	36.81%	39.25%
管理费用	**61.82**	**103.93**	**86.13**	**76.95**	**75.73**	**68.41**	**78.76**	**222.9**
管理费用率	6.21%	10.60%	8.63%	5.20%	6.54%	8.16%	7.56%	7.34%
研发费用	**14.92**	**15.08**	**18.55**	**26.98**	**18.17**	**17.78**	**19.26**	**55.22**
研发费用率	1.50%	1.54%	1.86%	1.82%	1.57%	2.12%	1.85%	1.82%
财务费用	**-2.21**	**0.34**	**-0.15**	**-0.76**	**-5.17**	**-12.46**	**-7.01**	**-24.64**
财务费用率	-0.22%	0.03%	-0.02%	-0.05%	-0.45%	-1.49%	-0.67%	-0.81%
营业利润	**231.48**	**100.93**	**137.65**	**155.08**	**258.91**	**77.28**	**164.84**	**501.03**
YOY	178.72%	27.31%	-21.49%	-12.92%	11.85%	-23.43%	19.75%	6.64%
营业利润率	23.26%	10.30%	13.80%	10.49%	22.37%	9.22%	15.81%	16.49%
利润总额	**232.28**	**97.26**	**140.3**	**145.98**	**257.47**	**82.28**	**161.05**	**500.8**
YOY	179.92%	25.95%	-20.58%	-17.03%	10.84%	-15.40%	14.79%	6.54%
减：所得税	50.03	17.14	27.83	41.41	51.84	20.41	34.35	106.6
所得税率	21.54%	17.62%	19.84%	28.37%	20.13%	24.81%	21.33%	21.29%
净利润	**182.25**	**80.12**	**112.47**	**104.57**	**205.63**	**61.87**	**126.7**	**394.2**
YOY	189.19%	42.61%	-20.09%	-19.63%	12.83%	-22.78%	12.65%	5.16%
净利率	**18.31%**	**8.17%**	**11.27%**	**7.07%**	**17.77%**	**7.38%**	**12.15%**	**12.97%**
归母净利润	**180.94**	**81.05**	**105.11**	**97.26**	**205.76**	**59.02**	**119.67**	**384.45**
YOY	177.90%	58.92%	-15.64%	-22.68%	13.72%	-27.18%	13.85%	4.73%
扣非归母净利润	**155.41**	**69.39**	**84.00**	**105.05**	**166.66**	**35.81**	**112.01**	**314.48**
YOY	199.49%	90.79%	-21.91%	3.95%	7.23%	-48.39%	33.35%	1.84%
扣非归母净利率	15.62%	7.08%	8.42%	7.11%	14.40%	4.27%	10.74%	10.35%
资产负债表								
应收票据及应收账款	**552.36**	**574.52**	**616.1**	**574.44**	**609.45**	**625.88**	**724.59**	**724.59**
YOY	17.02%	31.51%	15.18%	4.82%	10.34%	8.94%	17.61%	17.61%
存货	**935.48**	**992.56**	**1200.17**	**1149.31**	**1087.63**	**1107.41**	**1282.17**	**1282.17**
YOY	-6.65%	1.96%	8.61%	19.10%	16.26%	11.57%	6.83%	6.83%
现金流量表								
经营性现金流量净额	**20.21**	**88.74**	**28.3**	**482.21**	**-92.7**	**74.66**	**19.57**	**1.53**
/净利润	11.09%	110.76%	25.16%	461.14%	-45.08%	120.67%	15.45%	0.39%
投资性现金流量净额	-130.38	81.2	142.69	141.77	-251.69	-15.91	-149.86	-417.46
筹资性现金流量净额	-31.64	68.1	-223.29	530.6	83.86	-286.46	-259.03	-461.63
现金及等价物净增加额	**-141.93**	**237.72**	**-52.21**	**1154.55**	**-260.54**	**-227**	**-388.67**	**-876.21**

盈利预测预估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4451.4	4678.2	5389.0	6159.4
同比（%）	17.5%	5.1%	15.2%	14.3%
归母净利润（百万元）	464.4	539.9	629.3	722.4
同比（%）	26.7%	16.3%	16.6%	14.8%
每股收益（元/股）	0.32	0.37	0.43	0.50
P/E（倍）	13.0	11.2	9.6	8.4

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

03 家纺三龙头：销售及毛利率展现韧性，高分红低估值属性突出

- **作为慢消费品类，家纺龙头在疫情扰动下持续展现韧性**
  - ✓ 整体来看，罗莱由于总部位于上海、直营集中于北上广深，受疫情影响较大；水星家纺电商收入增长领跑；富安娜加盟发货表现出现。
  - ✓ 分季度来看，Q2为压力最大季度，7月随着疫情好转，终端销售明显恢复，但8月之后全国多地疫情反复，销售再次承压。
  - ✓ 家纺三龙头均坚持高毛利品牌战略，持续优化渠道及产品结构，因此毛利率均保持稳定甚至逆势上行。
- **罗莱生活：** Q1-Q3收入37.2亿元（-7.0%），归母净利润3.9亿元（-20.2%）。由于直营门店集中于北上广深区域，预计下滑幅度略大于加盟及线上。10月以来公司各渠道恢复情况良好，保持原有开店计划不变，预计Q4收入增速有望回正。预计22-24年归母净利6.4/7.7/8.9亿元，同比-11%/+21%/+15%，对应PE为13/11/10倍。
- **富安娜：** Q1-Q3收入19.8亿元（-0.4%），归母净利润3.3亿元（+3.2%）。预计电商及直营持平略降，加盟和团购家居分别中单位数/低单位数增长，主要得益于公司自19年以来持续优化加盟终端库存以及更加积极的加盟政策。净利率同比提升0.5pct至16.5%，以利润率为导向的高质量增长战略持续兑现。预计22-24年归母净利 5.8/6.4/7.3 亿元，同比增长 6%/11%/14%，对应PE为10/9/8倍。
- **水星家纺：** Q1-Q3收入25.0亿元（+1.7%），归母净利润1.8亿元（-27.0%）。预计电商各季度均为双位数增长，线下Q3降幅亦较上半年明显缩窄，带动Q3整体增速率先回正。受益于产品结构升级，Q3毛利率环比提升4.4pct至40.5%创历史新高；但广告投入增加及高费用率电商占比提升导致净利率出现波动。在Q4疫情不确定之下，较高的电商占比将形成较强保障，根据Wind一致预期，预计22-24年归母净利3.4/4.0/4.7亿元，同比增长-13%/20%/16%，对应PE为10/9/8倍。

表：家纺三龙头2022H1收入按渠道拆分（单位：百万元）

	罗莱生活（家纺部分）	水星家纺	富安娜
家纺业务收入	**1808**	**1642**	**1335**
YOY	-10.3%	1.4%	2.1%
电商收入	**627**	**913**	**565**
YOY	-8.7%	13.3%	-6.4%
占比	34.7%	55.6%	40.8%
直营收入	**136**	（线下收入）**729**	**333**
YOY	-20.5%	-10.3%	0.4%
占比	7.5%	44.4%	25.0%
加盟收入	**814**		**331**
YOY	-4.9%		12.3%
占比	45.0%		24.8%
其他收入	**238**		**107**
YOY	-23.3%		-11.5%
占比	13.2%		8.0%

表：家纺龙头分季度业绩表现（单位：百万元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
罗莱生活							
营业收入	**1,319**	**1,207**	**1,472**	**1,761**	**1,286**	**1,096**	**1,336**
YOY	47.7%	19.2%	9.0%	6.5%	-2.5%	-9.2%	-9.27%
归母净利润	**183**	**100**	**209**	**222**	**159**	**63**	**169**
YOY	156.1%	3.9%	7.0%	-0.2%	-12.8%	-36.3%	-18.93%
水星家纺							
营业收入	**718**	**901**	**837**	**1,343**	**806**	**836**	**855**
YOY	49.1%	31.5%	11.8%	20.0%	12.3%	-7.2%	2.21%
归母净利润	**79**	**85**	**86**	**136**	**85**	**22**	**76**
YOY	91.1%	58.2%	10.2%	33.9%	7.4%	-73.9%	-11.92%
富安娜							
营业收入	**628**	**681**	**681**	**1,190**	**671**	**665**	**647**
YOY	22.8%	15.5%	13.8%	1.3%	6.8%	-2.3%	-5.02%
归母净利润	**93**	**117**	**107**	**229**	**105**	**106**	**116**
YOY	21.5%	28.6%	0.1%	-5.4%	13.8%	-9.7%	8.23%

股票代码	上市公司	市值（亿元）	收入（亿元）				收入YOY			归母净利（亿元）				归母净利YOY			PE		
			2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002293.SZ	罗莱生活	90.8	57.6	55.9	62.7	69.9	-3.0%	12.2%	11.5%	7.1	6.36	7.7	8.9	-10.8%	21.3%	15.1%	14.3	11.8	10.2
002327.SZ	富安娜	59.7	31.8	32.6	36.5	40.7	2.6%	12.0%	11.4%	5.5	5.77	6.4	7.3	5.7%	11.2%	13.9%	10.3	9.3	8.2
603365.SH	水星家纺*	35.9	38.0	39.5	44.3	50.0	4.0%	12.1%	12.8%	3.9	3.30	4.0	4.6	-14.5%	21.1%	15.7%	10.9	9.0	7.8

数据来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

03 牧高笛：内销业务高景气趋势有望持续，中长期成长空间广阔

- **公司核心亮点：**露营帐篷代工及品牌龙头，在帐篷制造领域已有二十多年积累，深度绑定迪卡侬等全球优质客户，2020年后成功抓住“精致露营”趋势，在量价齐升、品类拓展的驱动下，自有品牌收入持续高增长。
- **22年回顾：“大牧”驱动高增长，利润率整体上行，Q3有所波动**

✓ Q1-Q3累计收入11.6亿（+60.0%），归母净利1.30亿（+82.3%），扣非归母净利1.32亿（+115.6%） 。其中外销业务6.3亿（+22%），延续前两年20%以上高增长；内销业务5.2亿（+152%），主要是由露营装备品牌“大牧”驱动：电商/分销团购渠道分别增长209%/249%；而户外鞋服品牌“小牧”均为线下门店，受疫情影响较大，前三季度直营/加盟分别下滑3%/23%。

✓ Q1-Q3毛利率27.7%（+3.3pct）主要系毛利率更高的内销占比从28%提升至45%，以及大牧的产品力和品牌力持续提升。净利率11.3%（+1.4pct）其中Q2由于内销收入快速增长摊薄固定费用而快速提升，Q3由于海运费、外汇波动、市场推广费增加等原因，短暂波动至5.9%。

- **Q4展望：外销订单预期不变，内销延续高景气态势。**外销业务预计延续Q3趋势，全年20%增速预期不变；内销业务10月以来预计延续100%以上增长，双十一期间线上增速达180%。预计Q3利润率扰动因素有明显改善。
- **中长期展望：外销短暂面临下行压力，内销成长空间广阔。**根据8-11月谈单情况，由于海外客户下单谨慎，预计明年外销订单面临下滑压力；而国内露营行业尚处发展初期，公司持续加码品牌推广投入，有利于在行业快速发展初期抢占市场份额（目前仍以新客为主要增长动力），预计内销持续高增长。
- **盈利预测：**Q3由于外汇、海运等原因增厚的费用多为短期影响，预计Q4会有明显改善。预计22-24年公司归母净利为1.6/2.2/3.2亿元，同比增长100%/41%/43%，对应PE为28/20/14倍。作为兼具行业β以及个体α的露营装备龙头，维持“买入”评级。
- **风险提示：**外销订单不及预期；国内疫情反复；露营景气度回落

表：牧高笛收入按渠道拆分（单位：百万元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	21Q1-3	22Q1-3
营业收入	**209.78**	**327.77**	**186.3**	**199.4**	**327.39**	**539.89**	**290.59**	**723.85**	**1157.87**
YOY	25.7%	58.4%	36.4%	50.7%	56.1%	64.7%	56.0%	41.8%	60.0%
毛利率	25.9%	22.9%	25.2%	26.5%	25.5%	28.3%	29.0%	24.4%	27.7%
OEM/ODM（外销）	**162.9**	**251.8**	**103.1**	**99.1**	**234.4**	**283.2**	**113.8**	**517.8**	**631.3**
YOY	14.0%	52.6%	11.5%	22.2%	43.9%	12.5%	10.3%	29.3%	22.0%
占比	77.6%	76.8%	55.3%	49.7%	71.6%	52.5%	39.1%	71.5%	54.5%
毛利率	23.5%	19.3%	17.9%	19.9%	21.5%	20.5%	16.7%	20.4%	20.2%
自主品牌（内销）	**46.9**	**75.7**	**83.2**	**100.3**	**92.9**	**253.0**	**172.7**	**205.8**	**518.6**
YOY	95.3%	81.5%	88.5%	95.8%	98.2%	234.4%	107.5%	87.3%	152.0%
占比	22.4%	23.1%	44.7%	50.3%	28.4%	46.9%	59.4%	28.4%	44.8%
毛利率	34.4%	34.5%	34.2%	33.1%	35.6%	36.1%	35.4%	34.3%	35.8%
线上销售	**13.5**	**28.8**	**28.6**	**37.7**	**29.5**	**117.9**	**71.6**	**70.9**	**219.1**
YOY	231.5%	67.9%	94.5%	215.0%	119.2%	309.4%	150.7%	97.3%	209.2%
毛利率	36.7%	41.4%	40.8%	39.1%	41.2%	39.0%	40.5%	40.2%	39.8%
线下销售	**33.4**	**46.9**	**54.6**	**62.6**	**63.4**	**135.1**	**101.0**	**134.9**	**299.5**
YOY	67.6%	90.9%	85.5%	59.5%	89.7%	188.2%	84.9%	82.5%	122.0%
毛利率	33.4%	30.3%	30.8%	29.5%	33.0%	33.5%	31.8%	31.3%	32.8%
直营店	**5.9**	**6.4**	**3.9**	**11.7**	**6.4**	**5.4**	**3.7**	**16.1**	**15.6**
YOY	36.8%	55.0%	-18.8%	21.3%	9.6%	-15.1%	-3.9%	22.2%	-3.4%
毛利率	50.6%	48.1%	56.0%	49.0%	48.6%	56.0%	53.1%	50.9%	52.2%
加盟店	**14.8**	**12.6**	**20.5**	**10.5**	**12.1**	**7.1**	**17.9**	**48.0**	**37.1**
YOY	24.3%	-16.4%	66.3%	-18.8%	-18.6%	-43.5%	-13.0%	21.8%	-22.7%
毛利率	32.2%	36.5%	31.4%	40.9%	33.8%	31.3%	20.1%	33.0%	26.7%
分销及团购	**12.7**	**27.9**	**30.2**	**40.4**	**44.9**	**122.5**	**79.5**	**70.8**	**246.9**
YOY	242.4%	420.6%	145.3%	142.3%	252.9%	339.3%	162.8%	231.1%	248.5%
毛利率	27.0%	23.4%	27.1%	20.8%	30.6%	32.7%	33.4%	25.6%	32.5%

注：22年大牧首家线下直营店开业，计入分销及团购渠道
线上线下渠道统计口径有变动，同比增速数值与公告数据略有偏差

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	**923.3**	**1478.1**	**1885.3**	**2588.5**
同比（%）	43.6%	60.1%	27.5%	37.3%
归母净利润（百万元）	**78.6**	**157.3**	**222.0**	**318.0**
同比（%）	71.0%	100.1%	41.1%	43.3%
每股收益（元）	1.18	2.36	3.33	4.77
P/E	**55.1**	**27.5**	**19.5**	**13.6**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

04

纺织制造板块：品牌商去库存拐点留待23Q3

纺织制造：Q3全球品牌商库存压力凸显，拐点预计在23Q2后出现

- 欧美品牌商普遍在22Q3迎来近5年库存高点，去库存预计在23年5-9月陆续完成
- 全球运动供应链订单实际修复预计在23Q3，但预期修复有望从23Q1末开始（经历圣诞季后品牌商库存有望看到环比下降）

图：重点海外运动品牌公司存货过去12个季度增长情况

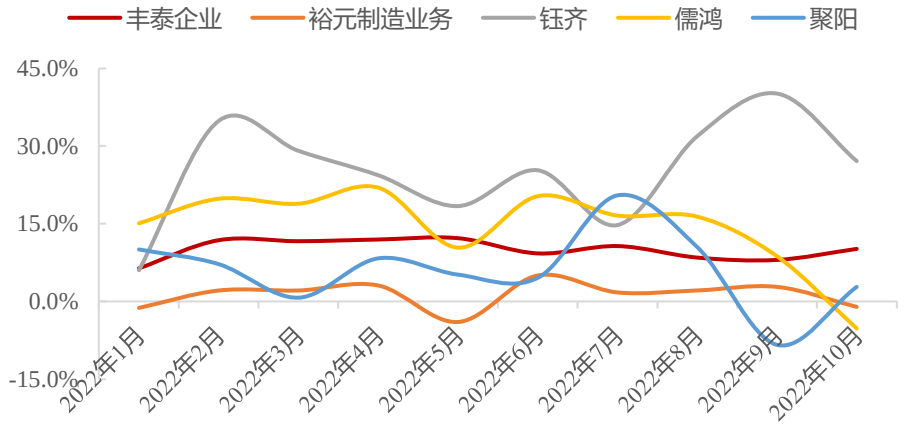
Nike					Adidas					Lululemon					SKECHERS					PUMA					VF集团				
季度报表	收入（亿美元）	收入YOY	存货（亿美元）	存货YOY	季度报表	收入（亿欧元）	收入YOY	存货（亿欧元）	存货YOY	季度报表	收入（亿美元）	收入YOY	存货（亿美元）	存货YOY	季度报表	收入（亿美元）	收入YOY	存货（亿美元）	存货YOY	季度报表	收入（亿欧元）	收入YOY	存货（亿欧元）	存货YOY	季度报表	收入（亿美元）	收入YOY	存货（亿美元）	存货YOY
2019-11-30	103.26	10%	61.99	15%	2019-12-31	58.38	12%	40.85	19%	2020-02-02	13.97	20%	5.19	28%	2019-12-31	13.31	23%	10.70	24%	2019-12-31	14.79	21%	11.10	21%	2019/12/28	33.85	-14%	15.65	-16%
2020-02-29	101.04	5%	58.07	7%	2020-03-31	43.81	-26%	43.34	32%	2020-05-03	6.52	-17%	6.26	41%	2020-03-31	12.42	-3%	9.86	33%	2020-03-31	13.00	-1%	11.30	25%	2020/3/28	21.02	-35%	12.94	-33%
2020-05-31	63.13	-38%	73.67	31%	2020-06-30	33.52	-39%	52.13	46%	2020-08-02	9.03	2%	6.73	36%	2020-06-30	7.29	-42%	10.28	20%	2020-06-30	8.31	-32%	12.89	21%	2020/6/27	10.76	-53%	14.03	-16%
2020-08-31	105.94	-1%	67.05	15%	2020-09-30	55.61	-13%	46.76	27%	2020-11-01	11.17	22%	7.71	23%	2020-09-30	13.01	-4%	10.53	18%	2020-09-30	15.83	7%	12.22	7%	2020/9/26	26.08	-23%	14.35	-24%
2020-11-30	112.43	9%	60.90	-2%	2020-12-31	49.14	-16%	43.97	8%	2021-01-31	17.30	24%	6.47	25%	2020-12-31	13.25	0%	10.17	-5%	2020-12-31	15.20	3%	11.38	3%	2020/12/26	29.72	-12%	10.76	-31%
2021-02-28	103.57	3%	66.93	15%	2021-03-31	52.68	20%	39.38	-9%	2021-05-02	12.26	88%	7.33	17%	2021-03-31	14.28	15%	10.67	8%	2021-03-31	15.49	19%	12.24	8%	2021/4/3	25.83	23%	10.62	-18%
2021-05-31	123.44	96%	68.54	-7%	2021-06-30	50.77	51%	40.54	-22%	2021-08-01	14.51	61%	7.90	17%	2021-06-30	16.58	127%	10.57	3%	2021-06-30	15.89	91%	13.89	8%	2021/7/3	21.95	104%	12.17	-13%
2021-08-31	122.48	16%	66.99	0%	2021-09-30	57.52	3%	36.64	-22%	2021-10-31	14.50	30%	9.44	22%	2021-09-30	15.51	19%	12.30	17%	2021-09-30	19.00	20%	13.64	12%	2021/10/2	31.98	23%	14.65	2%
2021-11-30	113.57	1%	65.06	7%	2021-12-31	51.37	5%	40.09	-9%	2022-01-30	21.29	23%	9.66	49%	2021-12-31	16.48	24%	14.71	45%	2021-12-31	17.67	16%	14.92	31%	2022/1/1	36.24	22%	12.87	20%
2022-02-28	108.71	5%	77.00	15%	2022-03-31	53.02	1%	45.42	15%	2022-05-01	16.13	32%	12.75	74%	2022-03-31	18.20	27%	14.50	36%	2022-03-31	19.12	23%	16.18	32%	2022/4/2	28.25	9%	14.19	34%
2022-05-31	122.34	-1%	84.20	23%	2022-06-30	55.96	10%	54.83	35%	2022-07-31	18.68	29%	14.62	85%	2022-06-30	18.68	13%	15.64	48%	2022-06-30	20.02	26%	19.84	43%	2022/7/2	22.62	3%	23.41	92%
2022-08-31	126.87	4%	96.62	44%	2022-09-30	64.08	11%	63.15	72%	2022-10-30	18.57	28%	17.42	85%	2022-09-30	18.78	21%	17.79	45%	2022-09-30	23.54	24%	23.50	72%	2022/10/1	30.81	-4%	27.50	88%

数据来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

纺织制造：Q3全球品牌商库存压力凸显，拐点预计在23Q2后出现

- 从品类来看，休闲品类库存压力小于运动，因此从22Q4及23Q1来看，以休闲为主要客户群体的供应商订单相对平稳
- 从主流台资制造龙头月度数据来看，如果与疫情前的2019年订单比较，从复合增速来看鞋类的稳健程度明显好于服装

图：中国台湾各鞋服制造龙头各月份订单相对2019年复合增速



图：重点海外休闲品牌公司存货过去12个季度增长情况

迅销集团					PVH					Indietx					Ralph Lauren					H&M					HANDSBRANDS				
季度报表	收入(亿日元)	收入YOY	存货(亿日元)	存货YOY	季度报表	收入(亿美元)	收入YOY	存货(亿美元)	存货YOY	季度报表	收入(亿欧元)	收入YOY	存货(亿欧元)	存货YOY	季度报表	收入(亿美元)	收入YOY	存货(亿美元)	存货YOY	季度报表	收入(亿欧元)	收入YOY	存货(亿欧元)	存货YOY	季度报表	收入(亿美元)	收入YOY	存货(亿美元)	存货YOY
2019-11-30	6,235	-3%	4,246	-6%	2020/2/2	24.80	5%	16.16	-7%	10/31/2019	70	9%	34.34	-5%	2019/12/28	17.51	1%	9.05	-1%	11/30/2019	617	9%	378	0%	2019/12/28	17.51	-1%	19.06	-7%
2020-02-29	5,850	-6%	3,539	-7%	2020/5/3	12.57	-44%	15.61	-3%	01/31/2020	84.66	10%	22.69	-16%	2020/3/28	12.74	-15%	7.36	-10%	02/29/2020	549	8%	372	-7%	2020/3/28	13.16	-17%	19.64	-12%
2020-05-31	3,364	-39%	3,807	21%	2020/8/2	15.31	-32%	16.42	-12%	04/30/2020	33.03	-44%	26.29	-10%	2020/6/27	4.88	-66%	7.73	-22%	05/31/2020	287	-50%	400	-1%	2020/6/27	17.39	-1%	19.58	-12%
2020-08-31	4,639	-1%	4,175	2%	2020/11/1	20.14	-17%	14.84	-16%	07/31/2020	47.3	-31%	21.58	-19%	2020/9/26	11.94	-30%	8.87	-12%	08/31/2020	509	-19%	421	0%	2020/9/26	18.08	-3%	21.71	3%
2020-11-30	6,198	-1%	4,041	-5%	2021/1/31	19.96	-20%	14.17	-12%	10/31/2020	60.52	-14%	30.67	-11%	2020/12/26	14.33	-18%	8.66	-4%	11/30/2020	525	-15%	382	1%	2021/1/2	18.01	3%	14.91	-22%
2021-02-28	5,831	0%	3,546	0%	2021/5/2	19.81	58%	14.51	-7%	01/31/2021	63.17	-25%	23.22	2%	2021/3/27	12.87	1%	7.59	3%	02/28/2021	401	-27%	370	-1%	2021/4/3	15.08	15%	14.90	-24%
2021-05-31	4,952	47%	3,447	-9%	2021/8/1	22.22	45%	14.21	-13%	04/30/2021	49.42	50%	27.69	5%	2021/6/26	13.76	182%	8.03	4%	05/31/2021	465	62%	359	-10%	2021/7/3	17.51	1%	15.31	-22%
2021-08-31	4,349	-6%	3,949	-5%	2021/10/31	22.08	10%	13.80	-7%	07/31/2021	69.94	48%	25.63	19%	2021/9/25	15.04	26%	9.28	5%	08/31/2021	556	9%	369	-12%	2021/10/2	17.90	-1%	16.30	-25%
2021-11-30	6,274	1%	4,051	0%	2022/1/30	23.14	16%	13.49	-5%	10/31/2021	73.89	22%	36.5	19%	2021/12/25	18.15	27%	9.29	7%	11/30/2021	568	8%	373	-2%	2022/1/1	17.52	-3%	15.84	6%
2022-02-28	5,916	1%	3,503	-1%	2022/5/1	20.07	1%	13.90	-4%	01/31/2022	83.91	33%	30.42	31%	2022/4/2	15.23	18%	9.77	29%	02/28/2022	492	23%	393	6%	2022/4/2	15.76	5%	18.20	22%
2022-05-31	5,461	10%	3,517	2%	2022/7/31	20.31	-9%	16.90	19%	04/30/2022	67.42	36%	35.17	27%	2022/7/2	14.91	8%	11.78	47%	05/31/2022	545	17%	415	16%	2022/7/2	15.13	-14%	20.91	37%
2022-08-31	5,360	23%	4,859	23%	2022/10/30	21.45	-3%	18.21	32%	07/31/2022	81.03	16%	36.72	43%	2022/10/1	15.80	5%	12.61	36%	08/31/2022	575	3%	471	28%	2022/10/1	16.71	-7%	21.36	31%

数据来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

05

纺织制造
重点个股
基本面及成长性分析

重点子版块标的盈利预测、估值及股息率

表：纺织制造重点标的估值表

子版块	股票代码	上市公司	12/9 市值(亿元)	收入（亿元）			收入YOY			归母净利（亿元）			归母净利YOY			PE			21年现金分红比例	估算股息率
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
运动	2313.HK	申洲国际	1,164	273.0	314.0	359.3	14.5%	15.0%	14.4%	45.1	56.1	68.1	33.6%	24.5%	21.5%	25.8	20.8	17.1	59%	2.3%
	300979.SZ	华利集团	624	207.5	236.4	272.1	18.8%	13.9%	15.1%	32.9	37.1	42.8	19.1%	12.8%	15.1%	19.0	16.8	14.6	46%	2.4%
纱线长丝	2678.HK	天虹纺织*	54.2	273.5	290.3	319.6	5.1%	6.1%	10.1%	19.27	20.4	21.8	-25.9%	6.1%	6.7%	2.8	2.7	2.5	30%	10.6%
	603055.SH	台华新材	96.9	40.8	57.3	76.8	-4.2%	40.5%	34.0%	4.0	6.3	8.8	-14.6%	57.9%	40.6%	24.5	15.5	11.0	32%	1.3%
	601339.SH	百隆东方*	85.8	84.3	93.9	103.0	8.4%	11.3%	9.8%	13.6	13.5	14.6	-0.6%	-0.7%	8.1%	6.3	6.3	5.9	54%	8.5%
	002042.SZ	华孚时尚	58.3	176.4	194.3	221.1	5.6%	10.1%	13.8%	3.87	6.5	7.4	-32.1%	67.4%	13.7%	15.1	7.7	7.9	54%	3.6%
	603889.SH	新澳股份	41.0	40.6	46.1	52.0	17.7%	13.5%	12.9%	3.9	4.6	5.4	29.9%	18.4%	16.8%	10.6	8.9	7.6	51%	4.9%
面料	605189.SH	富春染织*	24.0	22.6	31.6	40.4	4.0%	39.5%	28.1%	1.9	2.6	3.3	-19.1%	36.3%	28.4%	12.7	9.4	7.3	38%	2.9%
	002726.SZ	鲁泰A*	99.0	174.9	222.3	260.2	-10.4%	27.1%	17.0%	0.7	2.2	3.7	-111.2%	196.0%	69.4%	134.7	45.5	26.9	0%	0.0%
成衣	605138.SH	盛泰集团	68.2	62.1	72.1	83.4	20.4%	16.1%	15.8%	4.50	5.4	6.8	54.3%	21.0%	24.5%	15.2	12.5	10.1	41%	2.7%
	603558.SH	健盛集团	33.7	24.2	29.7	34.6	18.0%	22.5%	16.7%	3.0	3.7	4.6	79.9%	24.4%	22.4%	11.2	9.0	7.4	34%	3.0%
	2199.HK	维珍妮	45.3	81.0	90.4	100.6	-2.9%	11.5%	11.2%	3.4	5.7	6.9	-34.6%	66.3%	22.5%	13.3	8.0	6.5	33%	2.5%
辅料	002003.SZ	伟星股份	110.6	38.2	44.4	51.1	13.7%	16.4%	15.1%	5.8	6.8	7.8	28.2%	17.4%	16.2%	19.2	16.4	14.1	89%	4.6%
出行户外	300577.SZ	开润股份	40.3	24.6	30.1	36.0	7.6%	22.2%	19.7%	1.13	2.0	2.5	-37.5%	75.1%	27.4%	35.8	20.4	16.0	13%	0.4%
	605180.SH	华生科技*	21.3	3.2	3.9	4.6	-50.0%	20.9%	18.8%	0.8	1.0	1.2	-55.1%	21.0%	21.4%	26.3	21.8	17.9	55%	2.1%
	300993.SZ	玉马遮阳	34.7	5.6	6.7	8.3	7.0%	20.6%	22.9%	1.7	2.0	2.5	21.9%	16.4%	23.6%	20.3	17.4	14.1	19%	0.9%
	605155.SH	西大门	19.0	6.0	7.8	9.9	28.9%	30.0%	26.5%	1.1	1.4	1.8	21.8%	30.3%	28.9%	17.5	13.4	10.4	30%	1.7%

注：华利集团仅计算年末分红（年中分红为针对20年分红）
注：维珍妮市值及业绩单位为港币，其余标的为人民币
注：带*为Wind一致预期，其余为浙商证券研究所预测

05 华利集团：大客户增长持续领跑，静待品牌客户需求拐点带动估值修复

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- **公司核心亮点：**全球第二大运动鞋供应商，凭借出色的品控、交期及积极的产能扩张（尤其擅长跑鞋、运动时尚鞋款）受到Nike为代表的大客户青睐，作为核心扶植供应商订单保持量价齐升态势
- **分客户看增长：第一大客户Nike继续领跑，新品牌放量迅速**
  - ✓ Q1-Q3前五大客户收入占比91.7%，其他新客户收入12.8亿（+45.1%），Nike在体量和增速上持续领跑。
  - ✓ 单Q3来看，Nike、PUMA、UA订单收入增速分别达到36%/31%/61%，其他新品牌增速也达到了220%，但DECKERS收入-10%，与UGG品牌订单波动有挂，VF订单-6%，与21H2的高基数有关。
- **22年复盘：二三季度超预期高增，四季度订单偏谨慎**
  - ✓ **Q1-Q3受益大客户订单鞋款复杂度提升持续量价齐升：**累计收入153.7亿（+21.7%），归母净利24.5亿（+22.5%），扣非归母净利24.0亿（+20.3%），Q1-Q3销量1.69亿双（+10.0%），美元ASP+7.8%，人民币ASP+10.6%；同时本年度新产能基本来自已有工厂爬坡，叠加所得税率下降，净利率维持在16%高位
  - ✓ **Q4订单预期偏谨慎：**Q4来看主要生产23夏季鞋款首单，考虑经济形式，欧美客户普遍为防止库存上升进行了较为谨慎的首单下单，因此Q4增速预计较Q3将有放缓。
- **中长期增长：印尼及越南新产能储备充分，静待品牌客户去库存完成。**公司未来3-4年已有两期印尼工厂及多家越南工厂产能储备，从23年来看预计印尼1期及越南3家新工厂将根据订单需求陆续投产，因此虽短期全球需求因品牌商清库存承压，但华利作为龙头受影响程度仍显著低于同业
- **盈利预测与投资建议：**23年来看，Q1订单压力仍然较大（处于清库存阶段的客户较多），Q2后景气度恢复程度需要跟踪海外品牌清库存进度，保持谨慎乐观，预计公司22/23/24年归母净利32.9/37.1/42.8亿元，同比+19%/13%/15%，当前PE19/17/15X，期待23Q2品牌商陆续完成库存正常化，届时行业需求拐点及制造龙头估值修复值得期待，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响产能发挥，汇率意外波动影响增速

表：华利集团收入按客户拆分（单位：百万元）

	2021	22Q1-Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
总收入(百万元)	**17,470**	**15,374**	**3,702**	**4,492**	**4,440**	**4,836**	**4,124**	**5,774**	**5,475**
YOY	25.40%	21.68%			31.48%	33.45%	11.39%	28.55%	23.33%
剔除汇率增长	34.09%	18.54%					14.13%	24.84%	15.69%
销量（万双）	**21,087**	**16,865**	**4,775**	**5,347**	**5,212**	**5,753**	**5,114**	**6,351**	**5,400**
YOY	29.5%	10.0%			45.0%	26.93%	7.09%	18.79%	3.60%
前五大客户收入	**16,010**	**14,093**	**3,299**	**4,171**	**4,282**	**4,259**	**3,780**	**5,345**	**4,969**
YOY	28.18%	19.93%			39.96%	29.20%	14.57%	28.14%	16.05%
占比	91.64%	91.67%	89.10%	92.85%	96.44%	88.07%	91.65%	92.56%	90.75%
客户一	**6,181**	**5,839**	**1,321**	**1,494**	**1,607**	**1,759**	**1,588**	**2,065**	**2,186**
YOY	34.43%	32.03%			79.17%	26.08%	20.23%	38.21%	35.99%
占比	35.38%	37.98%	35.68%	33.26%	36.20%	36.38%	38.51%	35.76%	39.92%
客户二	**3,763**	**3,067**	**592**	**1,049**	**1,105**	**1,017**	**649**	**1,424**	**994**
YOY	47.53%	11.71%			40.28%	52.00%	9.64%	35.72%	-9.98%
占比	21.54%	19.95%	15.99%	23.35%	24.88%	21.03%	15.74%	24.66%	18.16%
客户三	**3,208**	**2,729**	**761**	**794**	**897**	**756**	**849**	**1,037**	**842**
YOY	6.02%	11.25%			-7.39%	24.92%	11.58%	30.61%	-6.16%
占比	18.37%	17.75%	20.56%	17.68%	20.21%	15.63%	20.60%	17.96%	15.38%
客户四	**1,893**	**1,609**	**475**	**480**	**448**	**491**	**468**	**555**	**586**
YOY	17.89%	14.76%			35.90%	28.76%	-1.48%	15.74%	30.94%
占比	10.84%	10.47%	12.83%	10.68%	10.08%	10.16%	11.35%	9.61%	10.70%
客户五	**965**	**850**	**150**	**354**	**225**	**236**	**225**	**264**	**361**
YOY	35.86%	16.57%			193.59%	-3.89%	50.32%	-25.54%	60.45%
占比	5.52%	5.53%	4.04%	7.89%	5.07%	4.88%	5.46%	4.57%	6.59%
其他客户收入	**1,460**	**1,281**	**403**	**321**	**158**	**577**	**344**	**430**	**506**
YOY	1.32%	45.08%			-50.23%	76.21%	-14.64%	33.84%	220.28%
占比	8.36%	8.33%	10.90%	7.15%	3.56%	11.93%	8.35%	7.44%	9.25%
集团毛利率	27.2%	25.9%	29.3%	28.0%	26.5%	25.6%	25.6%	26.8%	25.1%
归母净利	**2,768**	**2,446**	**577**	**714**	**707**	**771**	**648**	**914**	**884**
YOY	47.3%	22.5%	42.3%	93.2%	30.1%	37.4%	12.4%	28.0%	25.1%
净利率	15.8%	15.9%	15.6%	15.9%	15.9%	15.9%	15.7%	15.8%	16.1%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	**17469.6**	**20754.9**	**23642.3**	**27212.7**
同比（%）	25.4%	18.8%	13.9%	15.1%
归母净利润（百万元）	**2767.9**	**3291.5**	**3713.8**	**4275.5**
同比（%）	47.3%	18.9%	12.8%	15.1%
每股收益（元）	2.37	2.82	3.18	3.66
P/E	**22.6**	**19.0**	**16.8**	**14.6**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

05 申洲国际：H2暂时保持谨慎预期，静待海外品牌客户景气度拐点

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- **公司核心亮点：**Nike、Adidas、Uniqlo、Puma全球第一大成衣供应商，垂直一体化优势突出，产能利用率回升有望带动盈利能力回升
- **分客户看增长：国内客户成为重要增长动力**

✓ 22H1订单来看，Nike/Adidas/Puma +32%/+15%/+24%，Uniqlo-1.2%（休闲、内衣需求走弱），国内品牌客户订单高增，其中安踏+130%，李宁+90%；预计22H2Nike、Adidas等运动客户订单体现压力，但Uniqlo订单有望好转。

- **22年复盘：**

✓ **22H1汇兑收益带动利润正增长：**22H1收入135.9亿，+19.6%；其中产能扩张带动销售数量增长13%，原材料价格上升带动人民币ASP增长6.6%，美元ASP增长6%；毛利30.7亿，-9.1%；归母净利23.7亿，+6.3%，毛利率承压下归母净利正增长主要受益人民币贬值带来的汇兑收益。

✓ **对22H2保持谨慎指引。**产量方面：6月开始各品牌商公布库存正常化（上半年供应链及船期恢复导致集中到货，而消费环境承压）计划，由此公司22H2国内产能利用率同比下降，预计H2量增慢于H1，在单位数水准，其中Q3预计双位数增长（去年Q2海外停产、基数低）,Q4小幅增长（基数高、订单暂未完全明朗）。毛利率方面，相比22H1的22.6%将改善，来自人民币贬值、原材料价格回落。

- **23年海外产能积极释放，但23H1国内产能利用率可能仍有压力。**柬埔寨及越南新工厂贡献下产能有望15%增长，但考虑品牌商库存正常化进程，23H1国内产能利用率预计仍将有小幅度影响
- **盈利预测和估值：**预计22/23/24年归母净利45/56/68亿元，同比+34%/24%/21%，对应PE 26/21/17X，短期来看产销量波动主要来自Nike、Adidas中国区终端需求承压带来的清库存压力（对供应链采购更谨慎），中长期来看将继续凭借垂直一体化优势推进在已有客户市场份额（包括前四大客户以及安踏、李宁、特步、Lululemon、Ralph Lauren等订单快速成长的客户）持续提升，期待23年大客户景气度回升，“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响订单，原材料及汇率波动影响成本

表：收入按主要客户拆分（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
Nike	**67.81**	**61.68**	**70.77**	**33.70**	**37.07**	**44.39**
YOY	8.34%	-9.03%	14.73%	11.96%	17.38%	31.70%
/总收入	29.92%	26.78%	29.68%	29.64%	29.71%	32.65%
Adidas	**50.36**	**50.31**	**49.31**	**22.09**	**27.22**	**25.36**
YOY	26.23%	-0.11%	-1.98%	-10.03%	5.68%	14.81%
/总收入	22.22%	21.84%	20.68%	19.43%	21.82%	18.66%
Uniqlo	**45.01**	**57.17**	**47.00**	**24.42**	**22.58**	**24.12**
YOY	16.32%	27.01%	-17.79%	21.79%	-39.18%	-1.23%
/总收入	19.86%	24.83%	19.71%	21.48%	18.10%	17.75%
Puma	**24.56**	**25.72**	**33.37**	**15.04**	**18.33**	**18.70**
YOY	15.91%	4.74%	29.72%	39.45%	22.71%	24.39%
/总收入	10.84%	11.17%	13.99%	13.23%	14.69%	13.76%
前四大客户合计	**187.74**	**194.89**	**200.45**	**95.25**	**105.20**	**112.57**
/总收入	82.8%	84.6%	84.1%	83.79%	84.32%	82.82%
总收入	**226.65**	**230.31**	**238.45**	**113.69**	**124.76**	**135.93**
YOY	8.19%	1.61%	3.54%	11.09%	-2.50%	19.56%
毛利率	30.34%	31.24%	24.28%	29.66%	19.38%	22.55%
归母净利	**50.95**	**51.07**	**33.72**	**22.26**	**11.45**	**23.67**
YOY	10.37%	2.50%	-33.66%	-10.57%	-55.82%	6.37%
净利率	21.88%	22.07%	14.14%	19.58%	9.18%	17.42%

表：申洲国际驱动因素拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	**238.45**	**272.98**	**313.98**	**359.25**
YOY	3.54%	14.48%	15.02%	14.42%
毛利率	24.28%	24.61%	27.59%	28.68%
营业利润	**39.60**	**53.90**	**65.95**	**79.78**
YOY	-29.47%	36.10%	22.37%	20.97%
营业利润率	16.61%	19.74%	21.01%	22.21%
净利润	**33.72**	**45.05**	**56.08**	**68.11**
YOY	-33.98%	33.63%	24.48%	21.45%
净利润率	14.14%	16.50%	17.86%	18.96%
PE	**34.5**	**25.8**	**20.8**	**17.1**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所预测

05 健盛集团：越南产能储备充足，无缝盈利能力持续上行

公司核心亮点：全球棉袜及无缝服装龙头制造商，棉袜业务定位中高端市场，通过一体化产业链及越南产能布局绑定头部服装品牌，增速及利润率稳定性强；无缝业务已走出客户调整周期，伴随着越南产能释放有望实现较高增长，同时利润率快速上行。

22年回顾：Q2业绩创历史新高，Q3收入高基数上承压

✓ Q1-Q3累计收入18.2亿（+19.5%），归母净利2.69亿（+48.3%），扣非归母净利2.65亿（+54.3%）。其中，预计棉袜收入12.2亿（+6%），毛利率延续21年以来31%左右的高水平；预计无缝收入6.0亿（+61%），毛利率由低双位数上行至高双位数，净利率由中个位数上行至低双位数。

✓ **分季度来看：**Q1/Q2公司收入分别增长29%/45%，随着越南疫情管控放开、越南产能利用率稳步提升，公司通过新品类开发等与老客户的绑定关系持续加深，同时无缝国内外新客户拓展成效显著；此外，由于21H2以来的多轮提价及人民币贬值，棉袜价增贡献超过10%。Q3收入下滑8%，棉袜及无缝均受到外需疲软影响，其中棉袜在去年高基数上下滑中双位数，无缝预计增长中双位数，增速较上半年放缓明显。

Q4仍面临需求端压力，棉袜增速有望回正。预计持续受到欧美终端消费疲软影响，收入规模预计与Q3相近，其中棉袜在基数回落之下预计重回正增长，无缝延续增长趋势。

中长期展望：棉袜稳健增长，无缝成长趋势明确

✓ 棉袜为低单价必需品，具有较强韧性，短期波动主要系客户调整库存，预计随着下游库存逐步降低，出货节奏将恢复正常。上半年未受大环境影响时，优衣库、Adidas等大客户均展现可观成长性，国内客户开拓亦较为顺利。

✓ 无缝方面，公司通过加强新产品设计开发，推动优衣库、DELTA增长超预期，由单一客户波动带来的不确定性较以往明显降低。目前越南工厂产能储备充足，后续可根据订单情况快速响应，同时盈利能力仍有较大提升空间。

盈利预测及投资建议：预计22-24年归母净利润3.0/3.7/4.6亿元，同比增长80%/24%/23%，对应PE为11/9/7倍。公司棉袜业务稳健、无缝成长趋势明确，当前估值具备性价，维持“买入”评级。

风险提示：海外需求不及预期，国内疫情反复

表：健盛集团收入按业务拆分（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
营业收入	**1,577.5**	**1,780.4**	**1,582.5**	**2,051.7**	**910.9**	**1,140.8**	**1,254.1**
YOY	38.6%	12.9%	-11.1%	29.7%	25.1%	46.5%	37.7%
毛利率	27.9%	29.2%	20.1%	26.8%	27.8%	26.0%	27.7%
归母净利润	**206.4**	**273.3**	**-527.7**	**167.2**	**108.2**	**59.1**	**188.3**
YOY	57.0%	32.4%	/	/	96.4%	/	74.0%
净利率	13.1%	15.4%	-33.3%	8.2%	11.9%	5.2%	15.0%
棉袜	**1,015.9**	**1,104.2**	**1,059.9**	**1,502.8**	**674**	**829**	**811**
YOY	9.9%	8.7%	-4.0%	41.8%	27.7%	55.8%	20.3%
毛利率	26.1%	27.5%	22.5%	31.2%			
净利润					**97.5**		**133.4**
YOY					114.0%		36.9%
净利率					14.5%		16.5%
无缝服饰	**547.9**	**640.1**	**478.5**	**501.7**	**237**	**265**	**443**
YOY	191.8%	16.8%	-25.2%	4.8%	18.5%	-5.0%	86.9%
毛利率	32.0%	32.8%	14.3%	11.7%			
净利润					**10.7**		**54.8**
YOY					11.5%		413.0%
净利率					4.5%		12.4%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	**2051.7**	**2421.8**	**2965.9**	**3462.6**
同比（%）	29.7%	18.0%	22.5%	16.7%
归母净利润（百万元）	**167.2**	**300.9**	**374.4**	**458.4**
同比（%）	-131.7%	79.9%	24.4%	22.5%
每股收益（元）	0.43	0.77	0.95	1.17
P/E	**20.2**	**11.2**	**9.0**	**7.4**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

05 台华新材：业绩短期承压，期待终端回暖与新产能投放共振

- **公司核心亮点：**锦纶产业链一体化制造龙头，大陆稀缺的民用锦纶66及再生锦纶生产商，80%以上的良品率领先行业，使公司拥有极强议价能力，大规模扩产布局有望率先承接己二腈国产化后、锦纶66降价带动的下游市场需求快速增长。

- **22年回顾：客户普遍下单谨慎，能源成本及新项目前期投入扰动利润**

✓ Q1-Q3累计收入30.1亿元（-1.9%），归母净利3.0亿元（-21.2%），扣非归母净利2.1亿元（-41.8%）。其中Q1-Q3单季度收入分别同比+28%/+0%/-22%，Q2以来终端消费受国内疫情及海外通胀等影响，下游客户为控制库存，下单普遍较为谨慎。其中锦纶长丝由于差异化优势突出，受影响相对较小，始终保持满产满销；坯布与成品面料受影响较大，分别体现为产销率/产能利用率下滑至70%左右。

✓ 前三季度23.1%（-3.3pct），扣非净利率6.9%（-4.8pct），主要系今年以来能源成本（电价、煤价）处于高位、疫情之下物流成本明显提升，而需求端疲软导致公司无法充分提价以转嫁成本；此外，淮安项目提前储备员工及新产品研发，导致相关费用增加较多。

- **Q4需求端依旧疲软，成本费用仍处高位：**下游客户仍处于去库存周期，预计Q4公司订单延续Q3的疲软趋势，能源成本短时间内仍处于高位，同时预计纱线价格由于需求不足而环比下降，预计Q4利润端仍面临一定压力。

- **中长期展望：产业趋势不变，期待终端回暖与新产能投放共振。**随着己二腈国产化推进，锦纶66与锦纶6价差快速缩窄，预计未来锦纶66渗透率提升将更为顺畅，若明年终端回暖，将释放较大的补库需求。公司淮安建设项目正有序推进，预计明年年中将投产首期6万吨66及2万吨再生产能，有望较好承接需求端回暖，成本转嫁能力及控费能力亦有望得到明显改善。

- **盈利预测及投资建议：**预计公司22-24归母净利4.0/6.3/8.8亿，同比增长-15%/58%/41%，对应PE为25/16/11X。公司作为国内锦纶产业链一体化龙头，受益于锦纶 66、再生锦纶渗透率提升，有望展现较高成长性，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动；国内疫情反复；新客户拓展不及预期

表：台华新材收入按业务拆分（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	**2,974.3**	**2,690.6**	**2,501.1**	**4,256.6**	**2,048.4**
YOY	9.0%	-9.5%	-7.0%	70.2%	11.4%
毛利率	25.2%	23.4%	21.8%	25.5%	24.6%
归母净利润	**344.6**	**195.9**	**119.7**	**463.7**	**239.4**
YOY	-6.0%	-43.2%	-38.9%	287.3%	-8.4%
净利率	11.6%	7.3%	4.8%	10.9%	11.7%
锦纶长丝	**894.6**	**784.5**	**841.1**	**1,797.4**	**1,013.3**
YOY	20.3%	-12.3%	7.2%	113.7%	
毛利率	14.4%	19.5%	21.3%	24.2%	
锦纶坯布	**950.8**	**807.6**	**666.4**	**1,113.2**	**388.8**
YOY	-10.4%	-15.1%	-17.5%	67.0%	
毛利率	28.6%	24.3%	22.0%	31.6%	
涤纶坯布	**106.5**	**114.8**	**101.5**	**77.9**	涤纶和锦纶坯布为合并数据
YOY	138.4%	7.7%	-11.6%	-23.2%	
毛利率	19.4%	17.2%	15.3%	9.3%	
锦纶成品面料	**533.5**	**472.5**	**427.1**	**631.0**	**594.1**
YOY	22.4%	-11.4%	-9.6%	47.8%	
毛利率	40.1%	31.9%	29.3%	28.9%	
涤纶成品面料	**394.0**	**431.7**	**364.2**	**443.0**	涤纶和锦纶成品面料为合并数据
YOY	9.3%	9.6%	-15.6%	21.6%	
毛利率	20.7%	19.2%	15.0%	19.2%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	**4256.6**	**4079.9**	**5731.6**	**7678.4**
同比（%）	70.2%	-4.2%	40.5%	34.0%
归母净利润（百万元）	**463.7**	**396.0**	**625.4**	**879.6**
同比（%）	287.3%	-14.6%	57.9%	40.7%
每股收益（元）	0.53	0.44	0.65	0.85
P/E	**20.9**	**24.5**	**15.5**	**11.0**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

05 盛泰集团：短期订单韧性突出，中长期降本提效趋势明确

- **公司核心亮点：**高档针织梭织一体化制造商，凭借领先面料研发能力、全球化产能布局、一体化和智能化生产能力，与拉夫劳伦、优衣库、Lacoste等优质客户深度绑定，目前持续推进国内外双循环产能布局及智能化建设，降本提效潜力巨大。

- **22年回顾：优衣库等海外客户增长良好，国内订单短暂承压**

✓ 22年随着海外疫情趋于缓和、物流恢复及产能逐步释放，订单情况良好，Q1-Q3累计收入43.5亿元（+21.2%），其中Q1-Q3单季度收入分别同比+31%/+21%/+15%。分客户来看， 优衣库由于针织成衣订单增量较大，占比从21年的11%提升至上半年的16%，其他海外客户亦保持稳健增长，国内客户FILA等受疫情影响占比下滑。

✓ 21年由于棉价暴涨、疫情导致生产及海运不畅、空运费增加较多，扣非净利润下滑34%，22年上述压制利润的因素逐渐消除，叠加产能利用率提升、产品调价落地以及智能制造系统加大投用，利润率快速修复，前三季度归母净利3.1亿元（+33.8%），扣非归母净利3.0亿元（+128%）。

- **Q4延续良好增长势头，利润端弹性更大：**目前公司在手订单约6个月，预计Q4延续前三季度良好的增长态势，由于去年Q4确认约6000万空运费拉低利润，今年该部分影响消除，预计Q4利润率保持Q3的较好水平。

- **全球化扩产+国内需求复苏+品类延伸+智能化提效，业绩增长空间显著**

✓ 短期来看，IPO募投项目及可债转项目已陆续投产，中长期来看，河南基地储备土地尚有巨大建设空间，海外将持续推进越南、柬埔寨产能建设，订单承接能力将逐步提升。

✓ 订单端来看，短期随着国内疫情好转，需求有望复苏；长期向老客户延伸品类（如优衣库从梭织向针织延伸、国内客户由面料延伸至成衣），想象空间较大。

✓ 公司持续推进智能化建设、向低成本地区转移以及资产负债结构改善后财务费用有望进一步降低，预计利润率将稳步提升。

- **盈利预测及投资建议：**公司作为全球化布局的针梭织一体化制造商，绑定全球优质客户，随着国内外产能扩张、效率提升，预计公司22-24年实现归母净利润4.50/5.44/6.77亿元，同比增长54%/21%/25%，对应PE为15/13/10倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动风险，全球贸易政策变动风险，疫情反复导致订单减少

表：盛泰集团收入按品类和客户拆分（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	**5290.4**	**5569.7**	**4702.3**	**5157.5**	**2845.0**
YOY		5.3%	-15.6%	9.7%	24.8%
毛利率	19.1%	19.9%	20.0%	15.9%	19.1%
归母净利润	**235.0**	**268.8**	**293.0**	**291.4**	**196.0**
YOY		14.4%	9.0%	-0.6%	12.2%
净利率	4.4%	4.8%	6.2%	5.6%	6.9%
针织成衣	**1507.9**	**1848.3**	**1702.8**	**2283.2**	**1248.0**
YOY	48.1%	22.6%	-7.9%	34.1%	
梭织成衣	**2354.7**	**2271.1**	**1457.3**	**1488.0**	**1015.7**
YOY	-2.8%	-3.6%	-35.8%	2.1%	
针织面料	**289.6**	**444.1**	**430.0**	**552.2**	**206.7**
YOY	59.0%	53.3%	-3.2%	28.4%	
梭织面料	**500.0**	**446.9**	**383.6**	**429.4**	**199.2**
YOY	5.7%	-10.6%	-14.2%	11.9%	
纱线	**376.7**	**377.6**	**318.3**	**262.1**	**125.0**
YOY	19.2%	0.2%	-15.7%	-17.6%	
前五大客户合计采购额	**2,816.38**	**3,078.98**	**2,507.94**	**2,729.54**	**1,599.33**
收入占比	53.23%	55.28%	53.33%	52.92%	56.22%
第一名	**拉夫劳伦**	**拉夫劳伦**	**Uniqlo**	**拉夫劳伦**	**Uniqlo**
采购金额	1,214.74	1,113.22	662.20	789.38	463.13
占比	22.96%	19.99%	14.08%	15.31%	16.28%
第二名	**Uniqlo**	**Uniqlo**	**拉夫劳伦**	**Uniqlo**	**拉夫劳伦**
采购金额	682.01	741.44	554.99	564.93	421.21
占比	12.89%	13.31%	11.80%	10.95%	14.81%
第三名	**Lacoste**	**Lacoste**	**Lacoste**	**Lacoste**	**Lacoste**
采购金额	380.54	463.63	527.64	545.29	311.30
占比	7.19%	8.32%	11.22%	10.57%	10.94%
第四名	**伊藤忠**	**FILA**	**FILA**	**FILA**	**HUGO BOSS**
采购金额	277.28	425.63	500.92	515.42	215.64
占比	5.24%	7.64%	10.65%	9.99%	7.58%
第五名	**FILA**	**上海和兆**	**上海和兆**	**HUGO BOSS**	**PVH**
采购金额	261.82	335.05	262.18	314.52	188.05
占比	4.95%	6.02%	5.58%	6.10%	6.61%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	**5157.5**	**6209.0**	**7205.8**	**8340.8**
同比（%）	9.7%	20.4%	16.1%	15.8%
归母净利润（百万元）	**291.4**	**449.5**	**543.9**	**677.4**
同比（%）	-0.6%	54.3%	21.0%	24.5%
每股收益（元）	0.52	0.81	0.98	1.22
P/E	**22.7**	**15.2**	**12.5**	**10.1**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

05 伟星股份：Q3业绩表现稳健，优质供应链依然稀缺

- **公司核心亮点：**公司系国内辅料行业龙头，钮扣业务全球第一，拉链业务全球第二。13 年起公司持续聚焦智能化改造与全球化拓展，已步入自身红利释放期。短期将受益竞争对手反应迟钝所带来的业绩具备弹性；中长期海外布局+产品/工艺改良有望持续向上替代 YKK。

- **表现显著优于同行，外贸增速显著好于内贸**

✓ Q1-Q3累计实现收入/归母净利润28.2亿元/5.2亿元，同比增速+18.8%/+30.3%。在外部经营环境波动情况下依然保持稳健增长态势，订单结构来看，外贸明显好于内贸。

✓ Q3单季度实现收入/归母净利润9.9亿元/2.1亿元，同比增速+11.5%/+28.2%。若剔除财务费用率汇兑收益与管理费用中股权激励摊销影响，预计净利润依然实现双位数以上增长。

- **22年复盘：规模效应对毛利率影响显著，汇兑损益贡献可观利润增量**

✓ **上半年业绩超预期，Q3受行业景气度影响增速趋缓。**22H1公司拉链/纽扣增速分别为+13%/+29%，毛利率+1.3pp/+1.5pp，规模效应与优质客户占比提升带来量价齐升局面；直接出口/内贸增速+37%/+19%,表现显著优于同行，持续验证向上替代逻辑。Q3受行业景气度下行影响，客户价格敏感性提升，毛利率小幅回落0.7pp，收入增速放缓至低双位数。

✓ **Q4短期压力尤存，定增加速产能扩张彰显信心。**需要提示的是，下游客户下单依然趋于谨慎，且22Q4基数较高，我们预计短期收入端依然存在一定压力。但我们认为，全球通膨+疫情阴影+地缘政治频发背景下，优质的供应链依然系稀缺资源。11月公司发布定增预案，计划募资不超过12亿的资金用于公司国内扩产与技改与越南厂区建设，抓紧战略布局良机、逆势扩张彰显公司发展信心。

- **中长期业绩增长：优质供应链稀缺性显著，海外产能投放+智能改造有望加速客户替代。**中长期来看，产能角度，海外的孟加拉工业园三期的投入和越南工业园的在建进程持续推进，国内产能新工业园持续扩建，原有产能加强技改；制造角度，智能制造的优化将不断提升生产效率，快反优势日趋显著；多重维度的优化有望持续加速公司对YKK的客户替代进程。

- **盈利预测及估值：**公司作为全球综合规模最大、品类最为齐全的服饰辅料企业之一，在辅料生产领域沉淀三十余年，近十年来积极求变成果步入放量红利释放期，已具备向上挑战YKK的能力。我们预计 22/23/24 收入分别增长 14%/16%/15%至 38.2/44.4/51.1 亿元，归母净利润分别为 5.8/6.8/7.8 亿元，同比增长 28%/17%/16%。当前市值对应PE 为 19/16/14X。公司在辅料生产领域竞争优势明显，继续推荐，维持“买入”评级。

- **风险提示：**材料价格波动的风险；疫情加剧、疫情反复的风险；生产安全风险；

表：伟星股份单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	21Q1-3	22Q1-3
利润表									
营业收入	**541.4**	**941.35**	**888.08**	**984.84**	**723.19**	**1105.38**	**989.88**	**2370.83**	**2818.44**
YOY	33.46%	30.25%	29.13%	44.83%	33.58%	17.42%	11.46%	30.54%	18.88%
营业成本	343.56	551.79	514.28	670.32	449.02	649.13	579.96	1409.62	1678.11
毛利润	**197.84**	**389.56**	**373.80**	**314.52**	**274.17**	**456.25**	**409.92**	**961.21**	**1140.33**
YOY	39.41%	37.48%	34.33%	18.29%	38.58%	17.12%	9.66%	36.63%	18.63%
毛利率	**36.54%**	**41.38%**	**42.09%**	**31.94%**	**37.91%**	**41.28%**	**41.41%**	**40.54%**	**40.46%**
期间费用	**142.94**	**160.41**	**183.68**	**251.07**	**196.40**	**163.16**	**168.55**	**487.04**	**528.11**
期间费用率	26.40%	17.04%	20.68%	25.49%	27.16%	14.76%	17.03%	20.54%	18.74%
销售费用	**54.45**	**47.49**	**72.5**	**87.18**	**59.54**	**57.69**	**73.56**	**174.44**	**190.79**
销售费用率	10.06%	5.04%	8.16%	8.85%	8.23%	5.22%	7.43%	7.36%	6.77%
管理费用	**65.02**	**71.47**	**70.35**	**105.95**	**93**	**78.78**	**87.51**	**206.85**	**259.3**
管理费用率	12.01%	7.59%	7.92%	10.76%	12.86%	7.13%	8.84%	8.72%	9.20%
研发费用	**24.63**	**35.06**	**37.54**	**41.38**	**36.62**	**39.82**	**37.19**	**97.23**	**113.62**
研发费用率	4.55%	3.72%	4.23%	4.20%	5.06%	3.60%	3.76%	4.10%	4.03%
财务费用	**-1.16**	**6.39**	**3.29**	**16.56**	**7.24**	**-13.13**	**-29.71**	**8.52**	**-35.6**
财务费用率	-0.21%	0.68%	0.37%	1.68%	1.00%	-1.19%	-3.00%	0.36%	-1.26%
营业利润	**53.36**	**222.36**	**192.48**	**59.34**	**78.79**	**289.98**	**247.36**	**468.2**	**616.14**
YOY	55.48%	-13.64%	53.21%	32.66%	47.66%	30.41%	28.51%	12.16%	31.60%
营业利润率	9.86%	23.62%	21.67%	6.03%	10.89%	26.23%	24.99%	19.75%	21.86%
利润总额	**50.62**	**221.61**	**190.85**	**52.71**	**76.93**	**290.12**	**247.11**	**463.08**	**614.16**
YOY	49.28%	-13.94%	52.80%	24.70%	51.98%	30.91%	29.48%	11.23%	32.63%
减：所得税	7.99	30.69	26.9	4.83	10.97	44.42	39.69	72.27	95.07
所得税率	15.78%	13.85%	14.09%	9.16%	14.26%	15.31%	16.06%	15.61%	15.48%
净利润	**42.63**	**190.92**	**163.95**	**47.88**	**65.96**	**245.71**	**207.42**	**397.5**	**519.09**
YOY	85.19%	-14.34%	67.04%	-6.30%	54.73%	28.70%	26.51%	15.54%	30.59%
净利率	**7.87%**	**20.28%**	**18.46%**	**4.86%**	**9.12%**	**22.23%**	**20.95%**	**16.77%**	**18.42%**
归母净利润	**44.94**	**191.72**	**162.61**	**49.38**	**65.22**	**246.65**	**208.42**	**399.26**	**520.28**
YOY	96.16%	-14.53%	65.41%	-2.66%	45.13%	28.65%	28.17%	15.55%	30.31%
资产负债表									
应收票据及应收账款	**366.28**	**518.69**	**502.17**	**427.39**	**390.66**	**504.78**	**426.56**	**502.17**	**426.56**
YOY	-21.28%	31.27%	40.80%	31.58%	6.66%	-2.68%	-15.06%	40.80%	-15.06%
存货	**476.71**	**537.77**	**537.77**	**549.85**	**675.49**	**601.09**	**555.1**	**537.77**	**555.1**
YOY	1.55%	30.71%	48.81%	61.94%	41.70%	11.77%	3.22%	48.81%	3.22%
现金流量表									
经营性现金流量净额	**(81.50)**	**108.33**	**293.85**	**313.76**	**(70.00)**	**300.89**	**336.29**	**449.90**	**567.18**
/净利润	-191.18%	56.74%	179.23%	655.30%	-106.12%	122.46%	162.13%	113.18%	109.26%
投资性现金流量净额	-61.83	-66.4	-125.75	-242.94	-132.87	-220.77	-194.05	45.97	-547.69
筹资性现金流量净额	43.46	-49.45	-60.45	-95.03	91.94	95.86	-16.98	-224.77	170.82
现金及等价物净增加额	**-100.5**	**-10.02**	**109.65**	**-38.23**	**-113.3**	**193.34**	**151.53**	**268.94**	**231.57**

数据来源：Wind，浙商证券研究所

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	**3,356**	**3,815**	**4,441**	**5,111**
(+/-)	**34.44%**	**13.70%**	**16.40%**	**15.09%**
净利润	**449**	**575**	**675**	**784**
(+/-)	**13.22%**	**28.16%**	**17.44%**	**16.17%**
每股收益（元）	**0.56**	**0.55**	**0.65**	**0.76**
P/E	**24.6**	**19.2**	**16.4**	**14.1**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

05 新澳股份：前瞻布局彰显龙头自信，Q4有望淡季不淡

- **公司核心亮点：**公司系全球毛精纺纱线龙头，拥有全球超4000+中高端品牌优质客户基础，20年进行以产促销改革效果显著。公司19年底整合全球最大羊绒资产（~2500吨产能，全球市占率超10%），在羊毛业务协同背景下有望逐步获得下游客户认可，成为第二增长曲线。
- **业绩创历史新高，前瞻布局彰显龙头信心。**
  - ✓ 22年Q1-3实现营业收入/归母净利润31.2亿元/3.4亿元，同比增速+15.5%/+31.9%。
  - ✓ 单Q3实现收入/归母净利润10.1亿元/0.95亿元，同比增速+6.3%/+14.2%，归母净利率同比提升0.65pp，逆境之下凸显龙头韧性。
- **毛精纺纱线维持较高盈利水位，羊绒纱线业务开拓市场**
  - ✓ **22H1业绩连创历史新高，Q3逆势加码生产彰显龙头信心。1）羊毛业务：**22年以来，以产促销改革红利持续释放。H1在去年高基数上持续价量提升态势（销量+6.5%，单吨价格+5.4%），毛利率同比去年增加3.15个百分点，且Q2环比Q1+2.43pp。虽8月起羊毛价格小幅回落，但盈利水平依然优秀，预计单Q3量保持稳定或微增态势。**2）羊绒业务：**持续加码市场推广力度，产销规模持续放量。H1粗纺纱线量+42.8%，单吨价格+6.5%，Q3预计依然量增高单位数。由于尚处前期市场开拓阶段，盈利水平仍较低，但逐季环比盈利能力持续改善。
  - ✓ **Q4来看，当前接单持续向好，下游信心逐步恢复。**Q4为惯例淡季，主要生产全年的尾单、补单以及部分电商快反单，前期基数较低。目前来自海外的客户订单依然保持乐观的增长，来自内贸的客户电商快反订单下单积极，9-11月订单收入有望保持高速增长。公司以产促销的前瞻布局、逆势加码生产效果逐步在Q3中下旬显现效果，在行业整体情绪悲观、备货不充足背景下以优质的产品获得客户的认可，加速市场份额抢占。
- **中长期增长：羊毛业务趋于稳健，羊绒业务伴随产品质量提升+管理赋能，有望贡献可观利润增量。**1）羊毛业务：中长期维度来看，公司将稳步推进产能扩张与外协战略合作，保持稳健增长。2）羊绒业务：产品持续优化，管理持续赋能。公司持续加码研发投入，打造差异化、功能性的高附加值绒产品，未来理想毛利率有望高达20+%；同时，公司管理团队目前持续加强宁夏产生产优化，未来伴随规模效应与管理赋能，净利率有望达10%以上。借力公司羊毛业务客户基础与渠道优势，双业务有望实现协同。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 22/23/24 年归母净利润同比增长 29%18%/17%至 3.87/4.59/5.36 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为11/9/8X。我们相信，22 年作为新澳三十年成立周年后新起点，成长性值得期待，考虑到行业出清后龙头份额有望加速提升，行业高景气度有望持续，具备长足潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动过大风险；扩产不及预期；

表：新澳股份单季度财务摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-3	2021Q1-3
利润表									
营业收入	**636.98**	**1122.97**	**945.51**	**740.03**	**893.32**	**1226.15**	**1005.49**	**3124.96**	**2705.46**
YOY	30.46%	90.83%	47.11%	33.65%	40.24%	9.19%	6.34%	15.51%	57.34%
营业成本	512.92	892.63	780.48	602.58	734.51	981.64	807.96	2524.11	2186.03
毛利润	**124.06**	**230.34**	**165.03**	**137.45**	**158.81**	**244.51**	**197.53**	**600.85**	**519.43**
YOY	81.56%	142.85%	99.87%	40.79%	28.01%	6.15%	19.69%	15.67%	111.36%
毛利率	**19.48%**	**20.51%**	**17.45%**	**18.57%**	**17.78%**	**19.94%**	**19.65%**	**19.23%**	**19.20%**
期间费用	**58.22**	**76.72**	**66.89**	**82.56**	**65.21**	**68.58**	**81.59**	**215.38**	**201.83**
期间费用率	9.14%	6.83%	7.07%	11.16%	7.30%	5.59%	8.11%	6.89%	7.46%
销售费用	**13.36**	**12.88**	**16.41**	**21.19**	**13.92**	**16.2**	**20.67**	**50.78**	**42.65**
销售费用率	2.10%	1.15%	1.74%	2.86%	1.56%	1.32%	2.06%	1.62%	1.58%
管理费用	**23.7**	**24.74**	**21.95**	**32.64**	**24.88**	**26.92**	**28.47**	**80.28**	**70.39**
管理费用率	3.72%	2.20%	2.32%	4.41%	2.79%	2.20%	2.83%	2.57%	2.60%
研发费用	**18.11**	**34.03**	**22.66**	**20.99**	**21.56**	**26.52**	**32.44**	**80.52**	**74.80**
研发费用率	2.84%	3.03%	2.40%	2.84%	2.41%	2.16%	3.23%	2.58%	2.76%
财务费用	**3.05**	**5.07**	**5.87**	**7.74**	**4.85**	**-1.06**	**0.01**	**3.8**	**13.99**
财务费用率	0.48%	0.45%	0.62%	1.05%	0.54%	-0.09%	0.00%	0.12%	0.52%
营业利润	**61.12**	**147.39**	**99.59**	**44.81**	**86.12**	**201.34**	**116.34**	**403.81**	**308.1**
YOY	-21.50%	400.99%	670.22%	-35.07%	40.90%	36.60%	16.82%	31.06%	156.30%
营业利润率	9.60%	13.13%	10.53%	6.06%	9.64%	16.42%	11.57%	12.92%	11.39%
加：营业外收入	0.36	1.45	0.09	0.25	0.06	1.38	0.48		
减：营业外支出	0	0.07	0.32	-0.07	0.01	0.22	2.34		
利润总额	**61.48**	**148.76**	**99.36**	**45.13**	**86.18**	**202.5**	**114.48**	**403.17**	**309.6**
YOY	-20.49%	398.36%	658.47%	-25.31%	40.18%	36.13%	15.22%	30.22%	157.42%
减：所得税	7.87	19.37	10.94	3.45	11.08	26.51	13.19	50.78	38.18
所得税率	12.80%	13.02%	11.01%	7.64%	12.86%	13.09%	11.52%	12.60%	12.33%
净利润	**53.61**	**129.4**	**88.42**	**41.68**	**75.1**	**176**	**101.3**	**352.39**	**271.43**
YOY	-18.91%	367.82%	536.57%	-21.90%	40.09%	36.01%	14.57%	29.83%	152.09%
净利率	**8.42%**	**11.52%**	**9.35%**	**5.63%**	**8.41%**	**14.35%**	**10.07%**	**11.28%**	**10.03%**
归母净利润	**50.43**	**122.18**	**83.56**	**42.10**	**74.34**	**168.04**	**95.40**	**337.77**	**256.17**
YOY	-21.85%	361.93%	592.87%	-13.05%	47.41%	37.53%	14.17%	31.85%	148.61%
资产负债表									
应收票据及应收账款	**347.96**	**476.4**	**408.47**	**264.54**	**410.27**	**562.03**	**491.58**	**491.58**	**408.47**
YOY	49.19%	74.88%	32.04%	2.04%	17.91%	17.97%	20.35%	20.35%	32.04%
存货	**1060.94**	**1415.08**	**1484.98**	**1497.35**	**1563.87**	**1584.07**	**1579.1**	**1579.1**	**1484.98**
YOY	16.83%	62.77%	90.91%	75.62%	47.40%	11.94%	6.34%	6.34%	90.91%
现金流量表									
经营性现金流量净额	**-144.74**	**-253.77**	**19.77**	**257.74**	**-76.8**	**59.91**	**275.26**	**258.37**	**-378.74**
/净利润	-269.99%	-196.11%	22.36%	618.38%	-102.26%	34.04%	271.73%	73.32%	-139.54%
投资性现金流量净额	50.03	-56.73	28.36	-48.34	-22.24	-37.75	-31.44	-91.43	21.66
筹资性现金流量净额	2.78	306.42	-49.75	-79.06	-52.96	1.3	165.63	113.97	259.45
现金及等价物净增加额	**-92.13**	**-7.77**	**-3.38**	**122.5**	**-153.11**	**23.41**	**408.89**	**279.19**	**-103.28**

盈利预测与估值	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	**3445.5**	**4057.1**	**4605.0**	**5197.5**
同比（%）	51.57%	17.75%	13.50%	12.87%
归母净利润（百万元）	**298.3**	**387.4**	**458.8**	**536.1**
同比（%）	96.93%	29.89%	18.43%	16.85%
每股收益（元）	0.58	0.76	0.90	1.05
P/E	**13.7**	**10.6**	**8.9**	**7.6**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

05 维珍妮：上半财年如期高增，静待景气度拐点

公司核心亮点：公司系全球最大贴身内衣IDM制造商，以卓越的技术水平、敏锐的创新触觉深度合作L Brands、Uniqlo、Nike、Adidas、UA等全球领先品牌，在运动品牌开发女性市场的大趋势下，公司成为各大品牌的首选供应商。

上半财年如期高增，优质供应链稀缺性凸显

✓ FY23财年H1收入增长13.1%至46.2亿港元；毛利率提升1.3pct至25.3%；净利润+23.1%至3.13亿港币，净利率为6.8%（同比提升0.6pct）；

✓ 剔除使用权益法入账的联营公司的经营亏损及重组成本后，经调整净利润为3.63亿港元（同比+33.5%），经调整净利率达7.9%（同比+1.2pct）

各业务板块上半财年表现出色，外部环境压力拖累下半年订单

① 贴身内衣：H1收入+5.5%至24.6亿港币，占比53.4%；下半财年欧美地区需求转弱，日本地区依然保持增长势头，预计将出现小幅双位数下滑。

② 运动产品（包括运动Bra+leggings）：H1在运动热潮下表现强劲，收入+43.2%至14.8亿港币，占比32.2%；虽下半财年因主要客户下单趋于保守，但全年依然有望实现双位数增长。

③ 消费电子配件业务：H1受益于零售市场复苏，收入同比+11.0%至2.58亿港币，占比5.6%；下半财年受主要客户订单调整原因，预计有所下滑。但伴随新的VR产品投放，明年有望实现明显恢复。

④ 鞋类产品：H1受益于独家合作伙伴良好销售表现，收入同比+13.5%至1.9亿港币，占比4.2%。下半财年订单因主要合作伙伴下单趋缓出现调整，目前公司正接触新合作伙伴以分散客户集中风险。

✓ 受外部环境拖累，公司下半财年订单短期承压，但23年6月预订单已相较23年Q1明显好转，且个别产品种类明显增多，如santoni订单Q2环比Q1增长一倍；内衣订单已开始逐步追单。

中长期增长：越南产能爬坡顺利，效率提升显著肇庆一期预计如期投产。截至FY23上半财年期末，越南工厂对于集团产能贡献超80%，越南厂区员工人数39300人，其中本地员人数占比超85%，效率持续爬坡，预计对FY23H1整体毛利率提升的1.3pct贡献达1pct（因FY23H1原材料价格较为平稳）。目前肇庆厂区目前一期已建设完毕，预计23年中投入运营。

盈利预测与估值：我们预计公司FY23/24/25年收入同比变化-2.9%/+11.6%/+11.2%至81.0/90.4/100.6亿港元，归母净利润同比变化-34.6%/+66.3%/+22.5%至3.4/5.7/6.9亿港元。根据2022年11月31日公司市值对应FY23-25年PE分别为13/8/6X。公司在相关领域壁垒突出，成长路径清晰，继续维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动过大风险；扩产不及预期；

表：维珍妮分品类收入及盈利能力拆分

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2021H1	FY2022H1	FY2023H1
总收入（百万HKD）	**6341**	**5974**	**8347**	**2522**	**4089**	**4624**
YOY	1.2%	-5.8%	39.7%	-19.5%	62.1%	13.1%
集团毛利率	**22.7%**	**20.7%**	**24.5%**	**19.3%**	**24.0%**	**25.3%**
胸围及贴身内衣						
收入	**5061**	**3968**	**4716**	**1521**	**2336**	**2464**
销售占比	79.8%	66.4%	56.5%	60.3%	57.1%	53.3%
YOY	3.8%	-21.6%	18.8%	-41.1%	53.6%	5.5%
毛利	1184	835	1189	299	570	653
毛利率(%)	**23.4%**	**21.1%**	**25.2%**	**19.7%**	**24.4%**	**26.5%**
功能性运动类产品						
收入	**602**	**789**	**2191**	**391**	**1036**	**1484**
销售占比	9.5%	13.2%	26.2%	15.5%	25.3%	32.1%
YOY	-29.8%	30.9%	177.7%	92.7%	165.2%	43.2%
毛利	113	137	514	67	243	358
毛利率(%)	**18.7%**	**17.3%**	**23.5%**	**17.2%**	**23.5%**	**24.1%**
胸杯及其他模压产品						
收入	**677**	**568**	**417**	**232**	**193**	**213**
销售占比	10.7%	9.5%	5.0%	9.2%	4.7%	4.6%
YOY	27.5%	-16.2%	-26.6%	-32.8%	-16.9%	10.3%
毛利	144	128	98	51	45	50
毛利率(%)	**21.3%**	**22.6%**	**23.5%**	**22.0%**	**23.5%**	**23.4%**
鞋类						
收入			**363**		**171**	**194**
销售占比			4.3%		4.2%	4.2%
YOY						13.5%
毛利			83		39	43
毛利率(%)			**23.0%**		**1.0%**	**0.9%**
制造及销售电子消费产品及相关配件						
收入			**496**		**233**	**258**
销售占比			5.9%		5.7%	5.6%
YOY			/		/	11.0%
毛利			125		58	65
毛利率(%)			**25.2%**		**25.0%**	**25.0%**
净利润	**290**	**126**	**521**	**-32**	**254**	**313**
YOY	2.7%	-56.7%	314.8%	-122.9%	-884.2%	23.1%
净利率	**4.6%**	**2.1%**	**6.2%**	**-1.3%**	**6.2%**	**6.8%**

盈利预测与估值	**FY2022**	**FY2023E**	**FY2024E**	**FY2025E**
营业收入（百万元）	**8346.7**	**8104.2**	**9040.1**	**10056.6**
同比（%）	39.71%	-2.91%	11.55%	11.24%
归母净利润（百万元）	**520.7**	**340.6**	**566.4**	**693.7**
同比（%）	314.83%	-34.59%	66.31%	22.48%
每股收益（元）	0.43	0.28	0.46	0.57
P/E	**8.7**	**13.3**	**8.0**	**6.5**

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

投资评级与免责声明

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1.买 入：相对于沪深300指数表现＋20%以上；

2.增 持：相对于沪深300指数表现＋10%～＋20%；

3.中 性：相对于沪深300指数表现－10%～＋10%之间波动；

4.减 持：相对于沪深300指数表现－10%以下。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业评级与免责声明

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn