浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

2023年纺织服装行业风险排雷手册

——年度策略报告姊妹篇

行业评级：看好

2022年12月12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

引言

浙商证券研究所认为2023资本市场【凝“新”聚力，“大”有可为】。

“新”——制造强国背景下强链补链、能源革命、数字经济等“新”领域将精彩绽放！

“大”——处于价值底的传统“大”蓝筹股有望迎来新生！

作为年度策略的姊妹篇，浙商研究同步推出各个行业“风险排雷手册”，

换位思考年度策略最大的软肋，主动揭示市场误判的风险，前瞻研判行业最大的困难。

特别强调，风险排雷绝不是看空，而是为了更好做多，运用逆向思维强化2023年度策略观点。

目录

CONTENTS

01 年度策略风险排雷

年度策略 | 经营风险 | 政策风险 | 误判风险 | 其他风险

02 重点个股风险排雷

推荐个股风险排雷 | 热门个股风险排雷

03 风险提示

01

年度策略
风险排雷

年度策略

经营风险

政策风险

误判风险

其他风险

行业观点：品牌看反弹，制造待拐点

（1）年度策略观点：

□ 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

✓ 服饰作为典型的场景消费品，防疫优化恢复场景+快递物流

✓ **功能性品类需求将率先复苏：**运动户外板块和冬季保暖（波司登、家纺等）率先受益

✓ **零售增速恢复在23年3月下旬：**22Q1冷冬+春节较23年靠后带来高基数；

✓ **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

✓ **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：全球品牌商去库存尚未结束

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）中期重点关注：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

（2）成立关键假设：

1. 疫情政策优化趋势持续，全国线下商业体客流正常化、电商及加盟渠道快递流通顺畅
2. 欧美经济运行正常，消费需求平稳恢复，海外品牌商库存23Q2恢复正常
3. 中美贸易摩擦恶化导致关税增加
4. 人民币汇率无剧烈波动

（3）成立最大软肋：

1. 疫情防控趋势各地分化，消费恢复不及预期，影响线下客流及电商和加盟发货
2. 欧美经济承压，渠道及品牌商库存清理不及预期，影响供应链订单
3. 美国再提加征关税，品牌商采购需求集中转向东南亚及其他海外地区，影响国内厂商订单价格及产能利用率
4. 人民币大幅度升值，影响出口型企业接单及毛利率

1.2 经营风险：防疫政策优化中需求恢复不及预期

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

经营风险

1. **发生概率：低概率**
2. **出现时点：** 23Q1
3. **判断依据：**1）22Q1是冷冬，且2/1过春节，23Q 1/21过春节，且今年明显气候偏暖，不利好冬装销售；2）消费力恢复需要时间（消费者收入需要缓慢恢复）
4. **作用机理：** 23Q1流水表现低迷→Q1甚至上半年收入增速平淡→费用负杠杆效应仍然存在→利润率修复不及预期→估值22Q4已率先修复，基本面若未跟上估值预计将出现明显震荡
5. **影响程度：**

- **经营端：**参考22年情况，年初和年末预期变动体现了有/无疫情影响加重情况下市场对业绩预期的差距，其中运动影响最为轻微，休闲装和高端女装影响最为剧烈
- **行情端：**参考22年情况，年初对全年疫情管控良好、消费复苏有积极预期，10月则是全年最为悲观的时刻（线下流水下滑也较为严重），期间PE的波动幅度基本能达到50%-100%

6. **跟踪方法：**行业及上市公司月度零售数据跟踪

表：品牌服饰代表性标22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）			全年						
			Wind一致预期 2022/4/30	当前Wind一致预期 2022/4/30	差距	Wind一致预期 2022/4/30	当前Wind一致预期 2022/4/30	差距	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
港股运动	2020.HK	安踏体育	571.58	564.36	1.3%	85.51	81.76	4.6%	2862	2022/2/10	33	1712	2022/10/31	21	67%
	2331.HK	李宁	270.37	270.72	-0.1%	47.58	46.97	1.3%	1767	2022/2/11	37	973	2022/10/31	21	82%
	1368.HK	特步国际	126.55	128.77	-1.7%	11.74	10.98	6.8%	333	2022/7/8	28	167	2022/11/3	15	100%
羽绒服	3998.HK	波司登	188.49	186.78	0.9%	25.37	24.26	4.6%	478	2022/7/7	19	278	2022/3/15	11	72%
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	33.16	32.33	2.6%	8.07	8.00	0.9%	153	2022/3/1	19	114	2022/9/19	14	34%
	002154.SZ	报喜鸟	51.11	48.15	6.2%	5.75	5.41	6.4%	83	2022/1/12	14	50	2022/10/25	9	66%
休闲	603877.SH	太平鸟	122.90	96.29	27.6%	8.04	3.25	147.3%	139	2022/1/6	17	75	2022/10/28	23	86%
	002563.SZ	森马服饰	168.67	142.96	18.0%	16.26	7.43	118.9%	217	2022/1/7	13	120	2022/10/28	16	81%
	600398.SH	海澜之家	218.36	202.00	8.1%	26.96	22.39	20.4%	286	2022/1/11	11	177	2022/10/28	8	61%
高端女装	603587.SH	地素时尚	32.44	25.86	25.4%	7.78	5.26	47.9%	97	2022/1/10	12	65	2022/10/31	12	49%
	603808.SH	歌力思	27.18	25.22	7.8%	3.89	1.76	121.2%	55	2022/1/4	14	30	2022/10/28	17	82%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	64.14	56.42	13.7%	8.09	6.50	24.4%	134	2022/1/10	17	79	2022/10/31	12	70%
	002327.SZ	富安娜	35.84	33.19	8.0%	6.24	5.79	7.7%	79	2022/1/12	13	53	2022/10/25	9	47%
	603365.SH	水星家纺	42.40	39.50	7.3%	4.31	3.30	30.6%	48	2022/1/17	11	32	2022/10/31	10	48%

数据来源：Wind，浙商证券研究所

数据来源：Wind，浙商证券研究所。

1.3 政策风险：中美贸易摩擦的风险

政策风险

1. **发生概率：** 中等概率
2. **出现时点：**未知，如果出现可能在23后半年或者24年上半年（关系到美国2024总统大选）
3. **判断依据：**拜登几次在关税政策上反复，特朗普已宣布加入2024美国大选竞争，两党都需要通过对华策略争取选票，重要手段之一就是关税
4. **作用机理：**中美贸易摩擦加征关税→海外品牌商倾向规避在中国下订单→制造商转向国内接单，需求边际减弱，量价齐降/承担关税成本 →产能利用率下降影响毛利率→制造企业销售和管理费用刚性，净利率下滑幅度大于毛利率→市场担忧中长期增长潜力，影响估值水平
5. **影响程度：**

- **经营端：**参考2018年中美贸易摩擦，当时大部分我国企业已经完成了全球产能布局，因此主要是中国区产能订单受到影响；
- **行情端：**参考2018年中美贸易摩擦，估值方面调整也较为明显

6. **跟踪方法：**持续关注拜登对贸易政策态度；了解品牌客户下单时对生产地的偏好变化

表：2018年中美贸易摩擦对出口型企业业绩及估值影响

代码	标的	当前市值	收入预期（亿元）			归母净利预期（亿元）			2018年市值（亿元）			2018年市值（亿元）	
			2018/4/30 Wind一致预期	2018年实际	差距	2018/4/30 Wind一致预期	2018年实际	差距	最大	最小	差距	最高	最低
2678.HK	天虹纺织	54.2	186.05	191.56	3.0%	13.17	11.63	-11.7%	112	66	69%	9.6	5.7
002042.SZ	华孚时尚	58.3	165.87	142.18	-14.3%	8.57	7.52	-12.3%	141	70	101%	18.7	9.3
601339.SH	百隆东方	85.8	64.64	59.52	-7.9%	5.84	4.38	-25.1%	86	70	23%	19.7	16.0
603558.SH	健盛集团	33.7	16.27	15.63	-4.0%	2.29	2.06	-9.8%	56	30	87%	27.2	14.5
2199.HK	维珍妮	45.3	68.91	62.63	-9.1%	5.72	2.82	-50.7%	78	41	91%	27.8	14.5
002003.SZ	伟星股份	110.6	30.37	26.77	-11.8%	4.32	3.10	-28.1%	74	51	47%	24.0	16.3
603889.SH	新澳股份	41.0	28.17	25.57	-9.2%	2.52	1.99	-20.9%	63	32	96%	31.7	16.1
300577.SZ	开润股份	40.3	17.76	20.38	14.7%	1.99	1.74	-12.5%	99	61	64%	57.0	34.8

数据来源：Wind，浙商证券研究所。

1.4 误判风险：户外市场景气度不及预期的风险

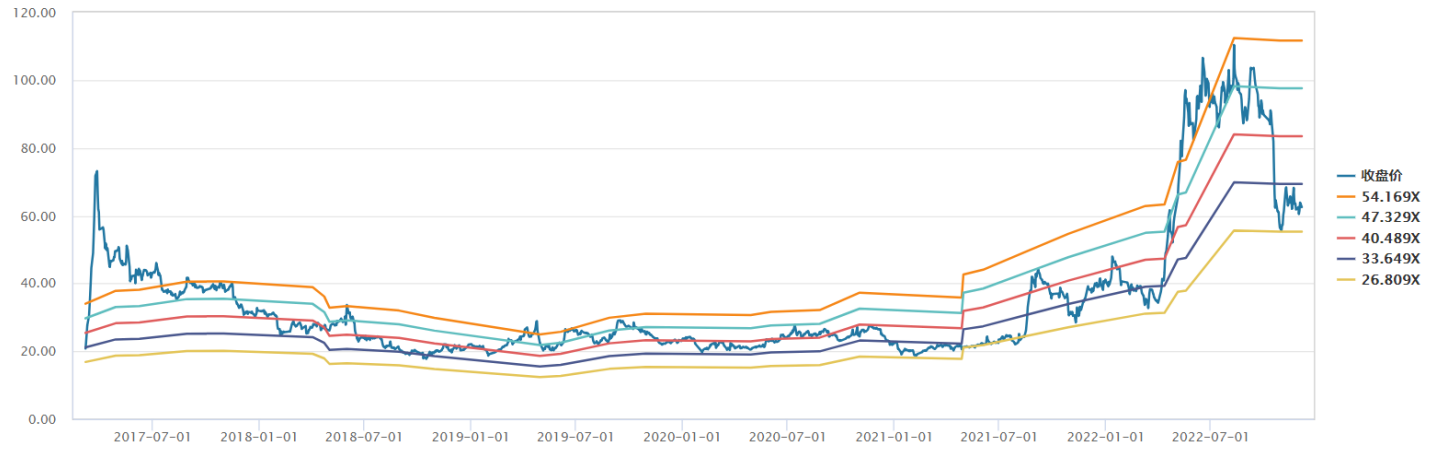
误判风险

1. **发生概率：** 极低概率
2. **出现时点：**23Q1
3. **判断依据：**露营为代表的户外消费市场从21H2伴随疫情后出行受限开始爆发热度并持续了1年以上，如果未来防疫政策优化出行自由度提升，周末及节假日出行选择增加，可能会影响该市场的增速
4. **作用机理：**防疫政策优化后出行自由度逐步提升→周末及小长假出行选择增加，消费者娱乐预算被分散→露营为代表的户外运动增速回落→龙头业绩增速及估值受影响
5. **影响程度：**

- **经营端：**行业增速下降，龙头收入增速下降盈利能力提升速度放缓，但考虑到渗透率的提升，仍然会实现快于行业平均的增长；
- **行情端：**在行业增速下降的背景下，龙头增速中枢预期下降，估值可能回落至30X以下（参考牧高笛18-20年估值）

6. **跟踪方法：**关注挪客、牧高笛、骆驼等龙头企业电商销售高频数据，尤其在3-5月及9-11月旺季增长数据趋势是否得到维持

图：牧高笛PE BAND18-20年集中在30X以下



数据来源：Wind，浙商证券研究所

02

重点个股风险排雷

推荐个股风险排雷

热门个股风险排雷

2.1 推荐个股风险排雷：品牌商清库存进度不及预期的风险

- **申洲国际（代码：2313.HK）**
- **一句话概括推荐逻辑：**Nike、Adidas、Uniqlo、Puma全球核心成衣供应商，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
- **盈利预测及评级：**预计22/23/24年归母净利45/56/68亿元，同比+34%/25%/22%，对应PE 22/18/15X，“买入”评级
- **提示需要关注的风险：**大客户清库存进度不及预期的风险

a. **风险描述：**由于欧美通胀导致消费承压+东南亚供应链集中发货导致22Q3开始各海外品牌商库存高企，影响下单积极性，如果各客户去库存不及预期，则可能23年接单仍将面临压力

b. **判断依据：**申洲80%以上订单来自4家大客户，因此若客户去库存进度不及预期，则可能影响23年申洲接单

c. **发生概率：**低概率

d. **影响路径：**品牌商库存清理进度不及预期→申洲作为主供应商订单增速修复延迟→收入增速下调→产能利用率不足，影响毛利率→影响净利率

e. **影响程度：**可能影响国内产能利用率的恢复进度，从而影响销量增长及影响毛利率恢复

f. **检测指标：**1）Nike、Adidas、Uniqlo、PUMA、李宁、安踏等核心客户的清库存进度（跟踪国内及海外龙头季报及业绩发布会评论）；2）公司整体接单景气度的定期跟踪

g. **预警方法：**1）品牌商在季度业绩发布会反映欧美需求异常或清库存不及预期；2）新产能投产延迟或者反映产能利用率不及预期

热门个股风险排雷：消费需求恢复不及预期的风险

- **太平鸟（代码：603877.SH）**
- **一句话概括推荐逻辑：国产快时尚领军龙头，内部持续探索改革提效**
- **提示需要关注的风险：消费需求恢复不及预期的风险**
- **风险描述：**新十条发布后疫情防控措施持续优化，但消费力需要缓慢恢复，因此从行业来看可能有需求恢复相对缓慢的风险

a. **判断依据：**服装作为可选消费，除偏功能性需求外（例如运动、防寒），时尚类需求的修复可能相对滞后

b. **发生概率：** 低概率

c. **影响路径：**行业需求缓慢恢复→公司流水恢复→零售折扣率的恢复及库存改善需要时间→收入增速和盈利能力改善需要时间

d. **影响程度：**考虑22年全年低基数，预计公司23年仍取得恢复性增长，但若消费力整体恢复较慢，则公司的收入增速和利润率恢复可能需要逐季逐步体现

e. **检测指标：**1）流水跟踪；2）零售折扣及库存跟踪

f. **预警方法：**1）流水增速放缓；2）零售折扣及库存改善程度不明显

03 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**：疫情点状复发将影响线下客流及快递通畅程度
2. **天气影响消费动力**：若夏秋出现较严重的台风或汛情将影响相应区域线下门店营业，以及冬季天气偏暖可能影响高单价服装动销

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**：若欧美需求下行，海外品牌商去库存不及预期，采购更加谨慎，将影响供应链需求修复进度
2. **贸易摩擦带来出口需求下滑**：若短期与出口国出现贸易摩擦，可能造成订单向东南亚或其他地区转移，对我国纺织制造业出口需求造成负面影响
3. **大宗商品价格波动带来的原材料成本波动**：参考2011年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。
4. **汇率意外波动**：若人民币意外大幅升值，在多数出口订单以美元计价的情况下，可能影响出口型公司的报表收入增速以及毛利率表现

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

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

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