

# 纺织品和服装行业研究

买入（维持评级）

## 行业中期年度报告

证券研究报告

纺织服装组

分析师:杨欣(执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

## 至暗已过，复苏在望

### 投资逻辑与投资建议

- 防控优化背景下哪些板块受益？**我们预计出行链相关免税板块将率先迎来修复拐点，其次为可选属性较强的服饰消费。判断依据如下：**1) 受损程度来看**，Q2 一线城市疫情、Q3 海南全岛封控导致赴岛客流严重下滑（4 月赴岛客流同比-77%，且 9~10 月海口、三亚航班数同比下降 100%），免税板块业绩承压；品牌服饰 Q2 线下客流、电商物流受较大压制，但疫情扩散以高线城市为主，四五线及以下城市受损有限；且单个城市封锁对全国性品牌整体生意影响幅度有限。**2) 复苏速度来看**，参考过去几轮疫情后海南客流修复节奏（2021 年 9 月赴岛客流取得翻倍增长），受益于防控政策的优化，近距离餐饮娱乐及长途出行链条修复更为直接、迅速，叠加元旦、春节等节假日催化，22 年 Q2 以来大量延滞的出行需求有望得到快速释放。而品牌服饰作线下客流受疫情磨合期影响复苏相对缓慢，且消费意愿的回升往往慢于居民收入回升，因此恢复预计略滞后于必选消费与出行链条。纺织制造端预计随海外需求回升、品牌去库存结束迎来拐点，恢复弹性最小且恢复速度慢于国内品牌端。**3) 细分板块来看**，运动服饰具备刚需属性，叠加疫情放开激发运动需求预计领先恢复；其次参考海外疫后各品类修复顺序，中高端服饰定位高收入人群受宏观经济影响小，且与线下场景关联度高，一旦客流复苏向上弹性较高。从市场表现来看，当前免税、品牌预期逐渐修复，随出行、消费场景改善迎来右侧布局机会，明年基本面落地有望带动板块估值进一步上行；纺织制造当前估值处于低位，但复盘历史我们认为板块行情有望先于业绩迎来向上拐点。
- 免税：短期反弹确定性高，关注龙头竞争力提升。**今年疫情为免税板块最大扰动因素，赴岛客流持续较低位，其中疫情最严重的 4 月/9 月赴岛客流、离岛免税购物人数下滑 50%以上。12.5 海南防疫优化政策开启，相关通告发布 1h 内三亚酒店预订量环比增 3 倍以上，且海口/三亚机场未来一周计划航班量同比提升 30%以上；本轮政策松绑极大程度催化消费者赴岛意愿，延滞需求加速释放叠加旺季来临，离岛免税销售边际改善确定性高。中长期来看，免税龙头卡位优质进出岛渠道，在采购、租金环节议价优势凸显，叠加标杆项目落地形成规模协同，充分受益于离岛扩容与竞争格局改善。**具体标的方面，建议关注中国中免。**
- 品牌服饰：关注场景与客流修复，优选高需求优质标的。**1~10 月服饰零售额累计下滑 4%、受损幅度大于其他消费品，线下客流为影响单店表现主要外部因素（运动/中高端线下营收占比 70%/85%+）。**1) 运动服饰：**政策推动叠加疫情放开下运动需求提升，运动板块扩容趋势明确；运动鞋服格局改善，国产龙头凭借产品力、渠道力优势带动份额持续提升（安踏、李宁 2020 年以来市占率提升 2 Pct+）。若明年线下客流恢复较好，刚性需求释放带动头部运动品牌进店客流及消费转化率率先反弹，销售恢复下折扣、库销比等指标逐步改善。**2) 中高端服饰：**参考海外疫情放开后各品类恢复情况，高端品牌业绩反弹速度、反弹力度均领先于其他板块，主要系其定位高收入客群，受疫情冲击有限且复购粘性高，预计充分受益于场景修复取得较快反弹，且叠加线下办公场景修复为中高端商务服饰需求增长带来有利催化。**具体标的方面，建议关注李宁、比音勒芬、歌力思。**
- 纺织制造：关注海外去库存与需求拐点，棉价回升利好盈利改善。**1H22 我国纺织服装出口受益于海外需求保持高景气，2H 受库存集中到货叠加终端需求放缓影响，出口订单回落；棉价大幅下跌导致纺企利润收缩。明年棉价有望重回上升通道、终端需求回升有望增厚上游纺企业绩。中游代工龙头供应链稳定性强、且在规模、交期等方面领先，中长期订单向优质供应商集中趋势不改；预计海外品牌明年 Q2 迎来库存去化拐点，终端预期转向乐观带动订单回升，叠加全球产能布局同步推进，中长期龙头优势逐步显现。**具体标的建议关注富春染织、台华新材。**

### 风险提示

- 疫情反复、汇率波动、越南人力成本上涨、提价不及预期、免税政策调整。

## 内容目录

1、优先关注防疫优化受益板块——免税、服饰消费.....	5
2、免税：短期反弹高确定性，关注龙头竞争力提升.....	7
2.1、复盘：疫情反复形成扰动，离岛免税韧性有所体现.....	7
2.2、短期看客流复苏，长期看免税扩容与竞争格局优化.....	9
3、品牌服饰：关注场景与客流修复，优选高需求优质标的.....	11
3.1、复盘：客流受损拖累店效表现，渠道调整、效益提升为品牌主旋律.....	11
3.2、运动服饰：需求回升+格局改善，国产龙头壁垒突出.....	12
3.3、中高端服饰：海外为鉴，需求坚韧+场景修复，板块弹性较高.....	14
3.4、客流不同程度修复下，品牌服饰业绩弹性几何？.....	17
4、纺织板块看好棉价回升，制造板块看好出口恢复.....	20
4.1、复盘：出口边际承压，棉价持续下行.....	20
4.2、关注上游盈利改善，需求传导、产能同步提升.....	21
4.3、关注海外去库存拐点，优质制造龙头扩产持续.....	23
5、投资建议.....	24
6、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1： 细分板块重点公司分季度营收、业绩及 yoy（亿元，%）.....	5
图表 2： 2023E 免税、纺服细分板块标的归母净利增速（%）.....	6
图表 3： 2022E~2024E 免税、纺服细分板块标的归母净利复合增速（%）.....	6
图表 4： 历史上申洲国际市场表现先于基本面迎来拐点（元，%）.....	7
图表 5： 细分板块重点公司市场表现及估值（%）.....	7
图表 6： 疫情以来赴岛旅游客流情况（万人，%）.....	8
图表 7： 离岛免税购物人数及增速（万人，%）.....	8
图表 8： 2019~2022 年离岛免税购物金额（亿元）.....	8
图表 9： 离岛免税人均消费额、人均件数呈现增长趋势（元，件）.....	8
图表 10： 北京首都机场国际航班客流量（万人）.....	9
图表 11： 上海机场国际旅客吞吐量（万人）.....	9
图表 12： 海口美兰/三亚凤凰机场历史实际航班同比（%）.....	9
图表 13： 海南防疫政策放松后三亚凤凰机场计划航班量高于去年同期（架）.....	9
图表 14： 2022 年 9 月以来国际客流有所回升（万人）.....	10
图表 15： 北美、欧洲、亚太地区国际航班 RPK 当月同比（%）.....	10

图表 16:	赴岛各渠道客流吞吐量及中国中免覆盖潜在客流量占比 (万人, %)	10
图表 17:	中国中免海南离岛免税经营面积及增速 (万平方米, %)	10
图表 18:	2022 年服装零售额波动幅度大于社零整体 (%)	11
图表 19:	2022 年 1~11 月主要消费品零售额累计增速 (%)	11
图表 20:	运动服饰营收同比 2019 年增速 (%)	11
图表 21:	中高端服饰营收同比 2019 年增速 (%)	12
图表 22:	大众服饰营收同比 2019 年增速 (%)	12
图表 23:	各品牌线下收入占比 (%)	12
图表 24:	各品牌门店数量变动情况 (%)	12
图表 25:	各品牌单店店效增长情况 (%)	12
图表 26:	头部国产运动品牌市场份额提升 (%)	13
图表 27:	头部运动品牌中华区营收增速 (%)	13
图表 28:	运动鞋品牌集中度有所提升 (%)	13
图表 29:	2020 年以来体育户外利好政策梳理	14
图表 30:	国产运动品牌分季度零售流水表现	14
图表 31:	我国高端服饰规模增长快于服饰行业整体 (%)	15
图表 32:	我国服饰/高端服饰 CR8 变化趋势 (%)	15
图表 33:	分品类重点品牌北美地区收入同比去年增速 (%)	15
图表 34:	各地区单日新增确诊病例及防控政策放开时间线 (人)	16
图表 35:	中高端商务品牌 Hugo Boss 各地区营收随疫情放开显著增长 (%)	16
图表 36:	高尔夫人群中高收入客群占比大	17
图表 37:	购买比音勒芬品牌客群年龄分布	17
图表 38:	公司大部分品牌 22 年 Q1~3 营收保持正增长 (%)	17
图表 39:	公司逆势拓店, 净门店数保持增长 (家)	17
图表 40:	品牌服饰渠道运营跟踪指标	18
图表 41:	疫情不同恢复程度下运动服饰龙头收入测算 (百万元, %)	19
图表 42:	疫情不同恢复程度下中高端服饰龙头收入测算 (百万元, %)	19
图表 43:	22 年纺织品出口金额当月值及同比 (亿美元, %)	20
图表 44:	22 年服装出口金额当月值及同比 (亿美元, %)	20
图表 45:	美国服装及配饰零售库存及同比增速 (亿美元, %)	20
图表 46:	美国服装及配饰零售额及同比增速 (亿美元, %)	20
图表 47:	国内外棉价走势 (元/吨, 美元/磅)	21
图表 48:	郑棉指数收盘价变动趋势 (点)	21
图表 49:	纱线库存天数与往年对比 (天)	21
图表 50:	坯布库存天数与往年对比 (天)	21

图表 51: 富春染织毛利率与棉价变动相关性较高 (%) .....	22
图表 52: 22 年 Q1~3 富春染织利润端承压 (亿元, %) .....	22
图表 53: 富春染织产能梳理 (万吨, 万米, %) .....	22
图表 54: 淮安项目梳理及满产后外销部分预计贡献收入 .....	22
图表 55: 我国锦纶 66 产能情况 (万吨, %) .....	23
图表 56: 当前 PA66 价格为 PA6 价格的 1.5~3 倍 (元) .....	23
图表 57: 2020 年以后 Adidas 供应商数量逐渐减少 (家) .....	23

## 1、优先关注防疫优化受益板块——免税、服饰消费

板块之间业绩分化较为明显，免税、品牌服饰板块受损程度较高。2022年以来受到国内各地疫情封控影响，终端客流受到较大程度压制，免税零售、品牌服饰销售受到直接影响；海外疫后需求显著恢复，叠加海外多地供应链受损，我国中上游纺织制造企业优质、稳定产能稀缺性优势明显，带动订单增长。

具体来看，3月起深圳、上海疫情相继爆发拖累，Q1中免、以及大部分品牌服饰收入、利润增速转负。Q2上海实行封控政策导致海南客流严重受损（4月/5月赴岛客流分别下滑77%/55%），中免营收/归母净利润同比降幅继续加深至38%/45%；品牌业绩承压，但降幅出现分化，运动服饰基本保持正向增长，中高端服饰中比音勒芬收入/业绩降幅在15%以内，业绩韧性突出。Q3海南疫情封控导致中免业绩继续承压，国内多地疫情仍有散发趋势，但封控时间缩短、范围缩小导致客流受损程度收窄，品牌服饰业绩环比有所改善。

图表1：细分板块重点公司分季度营收、业绩及yoy（亿元，%）

		收入			收入端yoy			利润端			利润端yoy			
		1Q22	2Q22	3Q22	1Q22	2Q22	3Q22	1Q22	2Q22	3Q22	1Q22	2Q22	3Q22	
免税零售	中国中免	167.8	108.7	117.1	-7%	-38%	-16%	25.6	13.7	6.9	-10%	-45%	-78%	
	王府井	33.1	24.3	27.2	33%	10%	17%	3.8	0.0	0.3	43%	-98%	-69%	
品牌服饰	运动服饰	李宁	125.1			22%			21.9			12%		
		安踏体育	267.9			16%			35.9			-7%		
		特步国际	57.1			37%			5.9			38%		
		361度	37.2			18%			5.5			37%		
	中高端服饰	比音勒芬	8.1	5.0	9.1	30%	-14%	20%	2.1	0.8	2.8	41%	-13%	30%
		歌力思	6.3	5.4	5.7	17%	-4%	0%	0.5	0.0	0.3	-50%	-96%	-46%
		地素时尚	6.0	5.0	6.2	-9%	-28%	-8%	1.5	1.0	1.2	-23%	-48%	-25%
		欣贺股份	5.0	3.9	4.1	-7%	-22%	-12%	0.6	0.4	0.3	-34%	-62%	-43%
		锦泓集团	10.8	7.7	8.6	1%	-14%	0%	0.4	-0.1	0.4	-57%	-114%	395%
		报喜鸟	11.6	8.4	10.4	16%	-14%	4%	2.1	0.6	1.2	14%	-27%	14%
	大众服饰	森马服饰	33.1	23.3	33.0	0%	-27%	-6%	2.1	-1.0	1.7	-41%	-133%	-40%
		太平鸟	24.6	17.3	20.3	-8%	-26%	-15%	1.9	-0.6	0.2	-6%	-127%	-87%
		海澜之家	52.1	43.0	41.6	-5%	-7%	3%	7.2	5.5	4.7	-14%	-32%	19%
		台华新材	9.5	11.0	9.6	28%	0%	-22%	1.1	1.2	0.6	17%	-24%	-50%
纺织制造	原材料及纺织	盛泰集团	13.7	14.7	15.1	31%	20%	15%	0.6	1.3	1.2	43%	2%	97%
		华孚时尚	41.5	43.9	47.7	8%	-7%	15%	1.5	1.4	0.1	14%	-16%	-94%
		百隆东方	19.8	19.9	17.6	5%	-3%	8%	3.4	4.3	2.6	55%	32%	8%
		鲁泰A	15.8	17.5	18.8	59%	43%	39%	1.6	2.3	3.0	114%	197%	222%
	代工制造	华利集团	41.2	57.7	54.8	11%	29%	23%	6.5	9.1	8.8	12%	28%	25%
		健盛集团	5.3	7.2	5.6	29%	45%	-8%	0.8	1.1	0.8	74%	74%	10%
		伟星股份	7.2	11.1	9.9	34%	17%	11%	0.7	2.5	2.1	45%	29%	28%
		乔治白	2.5	3.2	3.2	12%	8%	-8%	0.1	0.4	0.3	-9%	1%	-45%
		申洲国际	136.1			20%			23.7			6%		
		裕元集团	47.7			-2%			1.8			3%		
晶苑国际	12.5			17%			0.8			18%				

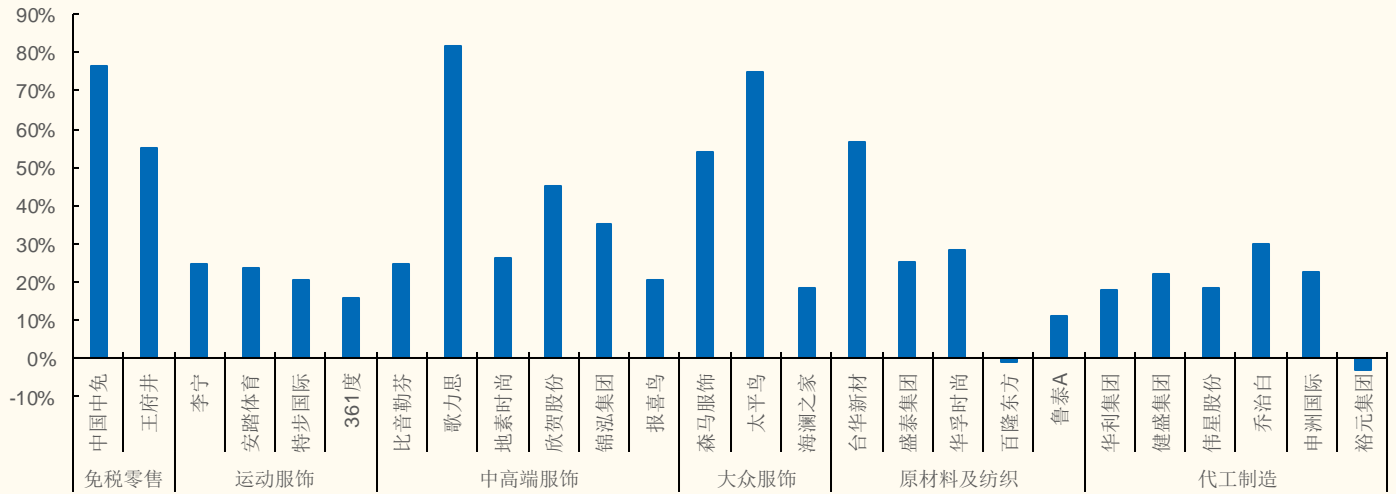
来源：Wind，国金证券研究所

与出行链相关的免税板块预计率先迎来修复拐点，品牌服饰作为可选消费略晚于必选修复，上游纺织制造企业修复依赖于欧美经济复苏、存货去化，预计滞后于国内消费修复；其中品牌服饰板块中运动服饰、中高端服饰预计相对较快恢复。具体判断依据如下：

- 1) 从受损程度来看，Q2深圳、上海等城市封控对出行客流带来直接影响，而一线城市赴海南旅游占比较高导致离岛免税受损严重（4月赴岛客流/离岛购物游客数分别同比-77%/-56%）；8月起海南疫情加剧，全岛封闭、且离岛免税经营体部分暂停线下营业导致免税板块Q3业绩继续承压。品牌服饰Q2线下客流，电商物流受到较大压制，但疫情扩散以高线城市为主，四五线及以下城市受损有限；且单个城市封锁对全国性品牌整体生意影响幅度有限，因此受损程度弱于免税；纺织制造受益于22H1海外需求高景气，订单增长稳健，虽下半年环比走弱，但受损程度相对较小。
- 2) 从复苏速度来看，参考过去几轮疫情后海南客流修复节奏（2021年9月赴岛客流取得翻倍增长），我们认为受益于防控政策的优化，近距离餐饮娱乐及长途出行链条修复更为直接、迅速，叠加元旦、春节等节假日催化，Q2以来大量延滞的出行需求有望得到快速释放。而品牌服饰线下客流受疫情磨合期影响复苏相对缓慢，且消费意愿的回升往往慢于居民收入回升，因此恢复预计略滞后于必选消费与出行链条。纺织制造端预计随海外需求回升、品牌去库存结束迎来拐点，恢复弹性最小且恢复速度慢于国内品牌端。
- 3) 品牌服饰细分板块间排序：运动服饰→中高端服饰→大众服饰。运动服饰具备刚需属

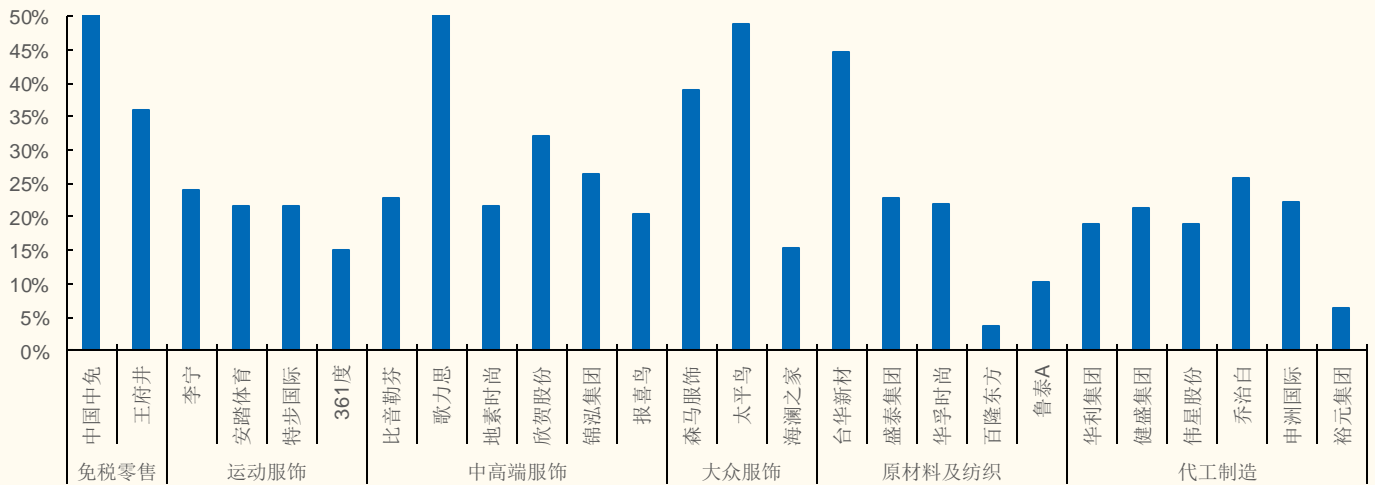
性，叠加疫情放开激发运动及健康生活方式需求，预计率先恢复；其次参考海外疫后各品类修复顺序，中高端服饰定位高收入人群受宏观消费力影响小、且与线下场景关联度更加直接，一旦客流复苏修复弹性较高。

图表2: 2023E 免税、纺服细分板块标的归母净利增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (采用 Wind 一致预测)

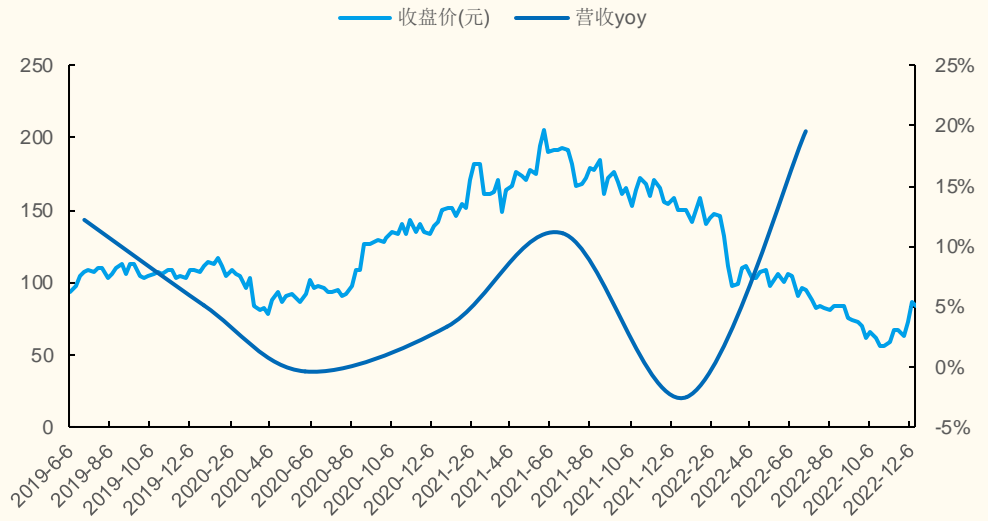
图表3: 2022E~2024E 免税、纺服细分板块标的归母净利复合增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (采用 Wind 一致预测)

免税、品牌服饰迎来右侧行情，纺织制造板块估值仍处于低位。从市场表现来看，免税及品牌服饰板块受疫情波动影响估值承压；11月以来随着20条防控优化政策陆续落地，终端客流修复预期改善，显著带动出行、消费相关板块估值先于基本面回升，迎来右侧布局时点。截至2022年12月12日，餐饮旅游指数(SW)估值已回归至97.67%分位值，但纺织服装指数(SW)估值尚处于历史36.41%分位值，仍有较大修复空间。随着23年Q1需求改善、板块业绩修复，预计将迎来新一轮基本面驱动行情。纺织制造板块预期、基本面尚未得到修复，但考虑到行业特性，下游品牌下单优化通常先于代工企业出货收入增长1~2个季度，且股价亦会提前有所表现，预计明年H1板块估值将迎来触底回升。

图4: 历史上申洲国际市场表现先于基本面迎来拐点 (元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图5: 细分板块重点公司市场表现及估值 (%)

		PE			PEG			年初至今涨跌幅	年初至今估值折价/溢价	PE-TTM所处历史分位值	
		22E	23E	24E	22E	23E	24E				
免税零售	中国中免	46	30	25	-2.8	0.4	0.8	1%	111%	93%	
	王府井	34	27	22	-1.0	0.5	1.2	12%	-28%	44%	
品牌服饰	运动服饰	李宁	30	25	21	2.1	1.1	0.9	-20%	-42%	56%
		安踏体育	19	16	13	5.2	1.0	1.0	-11%	-11%	77%
		特步国际	9	7	7	0.9	0.8	0.6	-32%	-56%	80%
		361度	18	14	12	0.4	0.5	0.5	-16%	-41%	31%
		比音勒芬	20	11	8	0.6	0.6	0.6	-1%	-19%	17%
	中高端服饰	歌力思	14	11	9	-0.5	0.1	0.3	-34%	58%	64%
		地素时尚	18	12	10	-0.6	0.4	0.5	-15%	10%	39%
		欣贺股份	11	8	7	-0.8	0.3	0.5	-8%	54%	74%
		锦泓集团	11	9	8	3.0	0.2	0.4	-41%	93%	38%
		报喜鸟	20	13	10	0.7	0.4	0.4	-8%	0%	15%
	大众服饰	森马服饰	27	16	12	-0.4	0.2	0.4	-24%	31%	39%
		太平鸟	11	9	8	-0.5	0.2	0.5	-31%	131%	81%
海澜之家		23	14	11	-1.0	0.5	0.6	-6%	-2%	12%	
纺织制造	原材料及纺织	台华新材	15	12	10	-8.9	0.3	0.3	-26%	-23%	63%
		盛泰集团	11	8	7	0.3	0.5	0.4	-7%	-15%	6%
		华孚时尚	6	6	6	-0.8	0.3	0.5	-27%	-60%	10%
		百隆东方	8	8	7	-11.0	-9.1	0.7	3%	-43%	2%
		鲁泰A	20	17	14	0.1	0.7	0.7	20%	-63%	4%
	代工制造	华利集团	10	8	7	1.0	0.9	0.7	-35%	-49%	16%
		健盛集团	18	15	13	0.1	0.4	0.3	-29%	-208%	0%
		伟星股份	12	9	7	0.6	0.8	0.6	3%	-21%	42%
		乔治白	25	21	17	2.6	0.3	0.3	-6%	-1%	13%
		申洲国际	7	7	6	0.7	0.9	0.8	-41%	-18%	88%
裕元集团	-	-	-	-	-2.1	0.4	-11%	-52%	10%		
晶苑国际	-	-	-	-	-	-	-4%	-26%	10%		

来源: Wind, 国金证券研究所 (图表为截至 2022 年 12 月 22 日收盘价)

## 2、免税：短期反弹高确定性，关注龙头竞争力提升

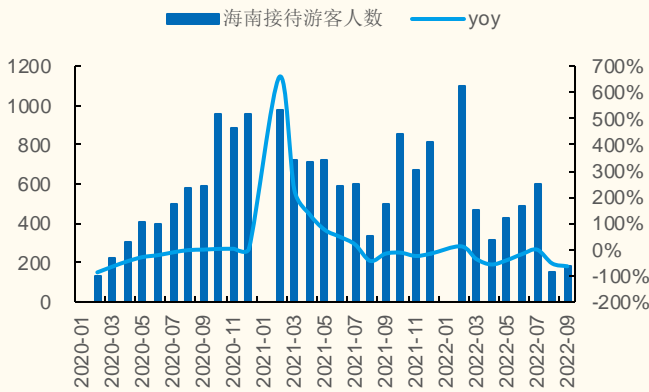
### 2.1、复盘：疫情反复形成扰动，离岛免税韧性有所体现

#### 1) 离岛免税

2022 年以来先后受制于上海、海南封控，海南旅游客流量处于低位，其中疫情最严重的 4 月、9 月赴岛客流、离岛免税购物人数同比降幅达 50% 以上。

图表 6: 疫情以来赴岛旅游客流情况 (万人, %)

图表 7: 离岛免税购物人数及增速 (万人, %)



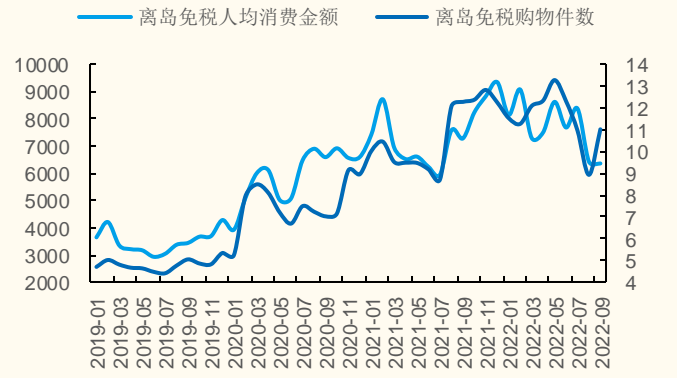
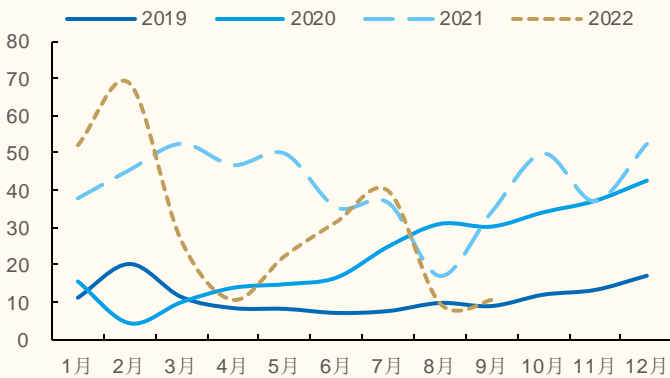
来源: 海南省统计局, 国金证券研究所

来源: 海口海关, 国金证券研究所

2020 年 7 月离岛免税政策放宽, 提升离岛购物额度至每人每年 10 万元, 并取消单件商品 8000 元限额规定; 政策出台后离岛免税购物金额显著提升, 2020/2021 年离岛免税分别实现 274.8/494.7 亿元, 分别同增 104%/80%, 且人均消费额、人均件数呈现增长趋势, 购物转化率从 4.5% 提升至近 10%。另外, 2020 年海发控、海旅投、王府井陆续获免税经营牌照并落地离岛免税项目, 政策催化、免税经营体数量与规模增长带动离岛免税持续扩容, 并有效促进消费转化与客单提升。

图表 8: 2019~2022 年离岛免税购物金额 (亿元)

图表 9: 离岛免税人均消费额、人均件数呈现增长趋势 (元, 件)



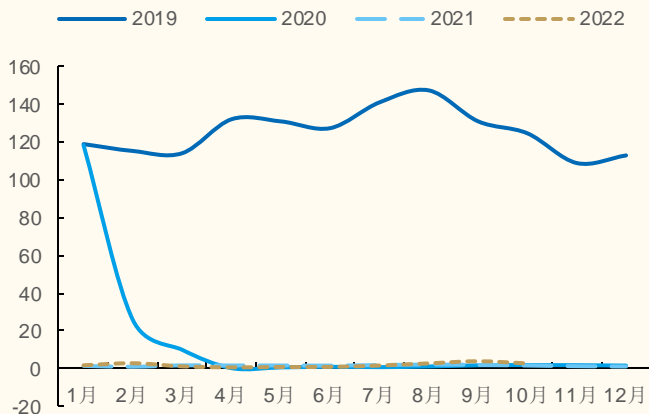
来源: 海口海关, 国金证券研究所

来源: 海口海关, 国金证券研究所

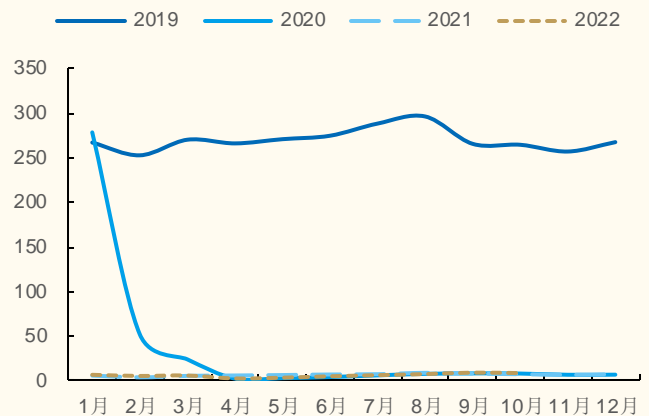
## 2) 出入境免税

疫情发生以来我国严格管控出入境, 国际航班客流严重受损。以我国航班数最多、承载旅客容量最大的北京机场、上海机场为例, 2020 年疫情发生以后两机场客流锐减, 至今北京首都机场客流仅达 2.7 万人、恢复至 2019 年同期 2.1% 水平, 上海国际旅客吞吐量仅达 8.7 万人、恢复至 2019 年同期 3.3% 水平。出入境客流严重受损导致出入境免税经营受到拖累, 2021 年中免机场免税收入下滑至 168.8 亿元, 占总收入比重下滑至 25% 左右。

图表10: 北京首都机场国际航班客流量(万人)



图表11: 上海机场国际旅客吞吐量(万人)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3) 有税零售

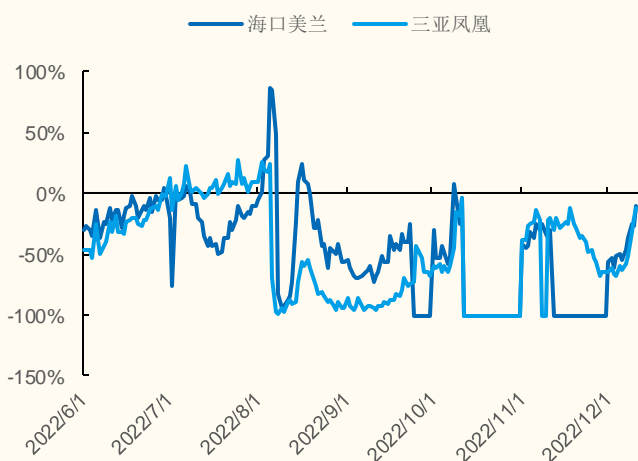
购物中心规模增长放缓, 客流受损拖累销售。近年来我国购物中心数量及体量增长同步放缓, 2021年一二线/非一二线城市购物中心数量分别达到3778/2158家, 总体量为48832万平方米, 同比增长11%, 增速较2012年下降近17 Pct, 反映零售业逐步从快速扩张过渡到注重效益提升阶段。疫情严控导致百货、购物中心等销售承压, 其中2022年3~5月全国百家大型零售商销售额同比下滑20%+。

### 2.2、短期看客流复苏, 长期看免税扩容与竞争格局优化

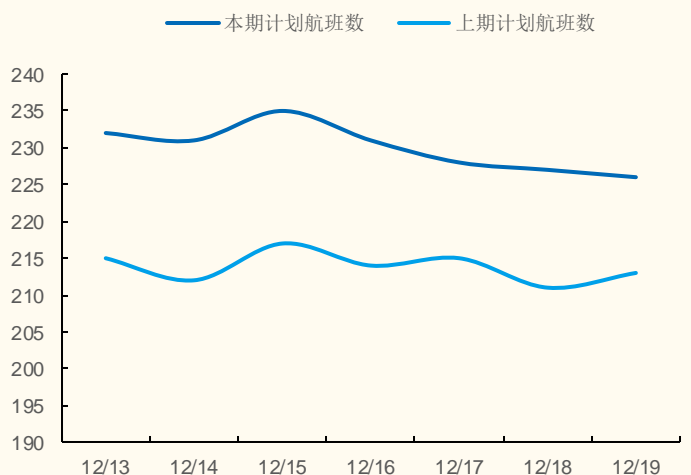
短期: 海南防疫优化政策开启, 旺季离岛销售可期

12月5日海南海口、三亚、儋州等多个市县出台防疫管控优化公告, 不再对省外人员分类管理。通告发布1小时内, 三亚酒店预订量环比高增三倍。跟踪航班数据来看, 海南防疫政策松绑后海口美兰、三亚凤凰机场未来一周计划航班量相较于去年同期有30%以上增长。参考过去疫情放开后客流复苏节奏, 我们认为本轮三亚疫情管控政策放开极大程度提升消费者赴岛意愿, 8月以来因海南疫情封控延滞的消费需求有望得到快速释放, 客流复苏叠加旺季开启, 年底及春节离岛免税销售有望得到改善。

图表12: 海口美兰/三亚凤凰机场历史实际航班同比(%)



图表13: 海南防疫政策放松后三亚凤凰机场计划航班量高于去年同期(架)



来源: 航班管家, 国金证券研究所

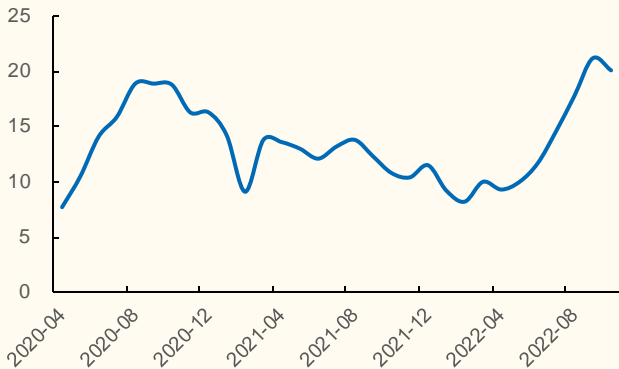
来源: 航班管家, 国金证券研究所

中期: 出入境复苏提振机场免税, 标杆项目落地助力离岛扩容

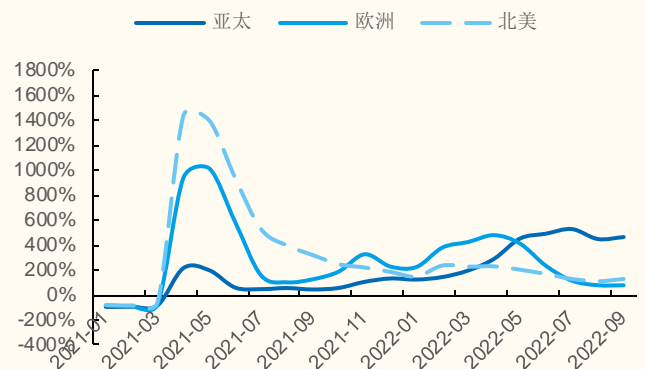
2011-19年我国国际航线客运量从2095万人提升至7422万人, 年复合增速达到15.1%, 增长稳健; 疫情发生后受制于我国出入境客流断崖式下滑, 2021年全年国际客流仅为148万人, 达到19年的2%左右水平。2022年9月以来随着出入境政策放宽, 国际航线旅客量已恢复至疫情以来最高水平, 9月/10月国际航线客流分别达21.2/20.1万人, 但仅达到2019年的3%左右水平; 参考其他国家管控放开后国际航线复苏势头强劲, 22年9月北美、

欧洲国际航班已经恢复至 19 年 90 以上%水平，我国相较于其他国家国际航班恢复较为滞后，但随着疫苗接种普及，2023 年我国出入境管控有望逐步放开，而公司拥有我国国际客流最大机场的免税运营权，有望充分受益于国际客流回暖。

图表 14: 2022 年 9 月以来国际客流有所回升 (万人)



图表 15: 北美、欧洲、亚太地区国际航班 RPK 当月同比 (%)



来源: 中国民用航空局, 国金证券研究所

来源: IATA, 国金证券研究所

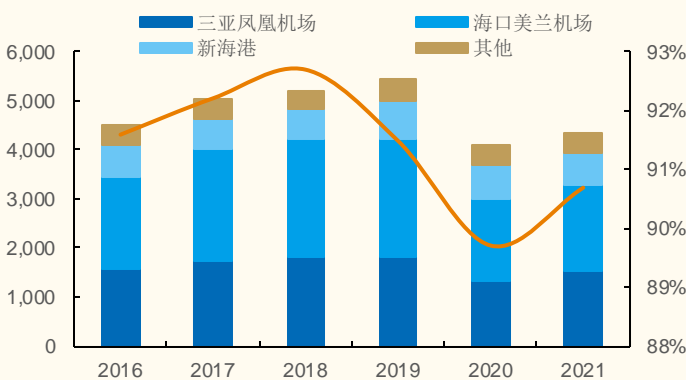
离岛免税进一步扩容，三亚国际免税城成功经验有望继续复制。中免标杆项目海口国际免税城于 10 月底开业，该项目建筑面积达 93 万平方米，涵盖免税/有税商业、高档办公、高档酒店等六大地块，开业当日进店人数超过 4.4 万、销售额超过 6000 万元，且带动海南 11 家离岛免税店总销售额超 7 亿元。另外，2023 年王府井免税城、海棠湾一期 2 号地陆续投入运营，有望成为赴岛客流催化剂，为离岛消费增长贡献动能。

龙头在渠道方面卡位优质流量入口，且不断巩固规模、运营全方位优势，并在采购、品牌合作、租金等环节把握议价权，“渠道→获客→规模→效益提升”形成正向循环链条，中长期核心壁垒不断加固。个股方面，建议关注多渠道布局、标杆项目与出入境恢复下反弹确定性较高的免税龙头中国中免，以及首个免税项目即将落地贡献增量的零售百货龙头王府井。

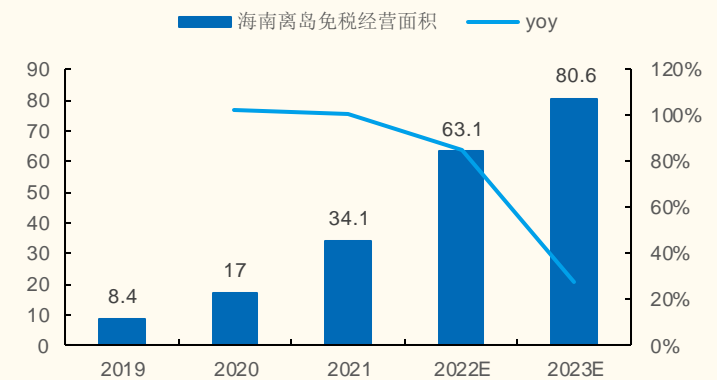
■ 中国中免

多业态协同下规模差异化竞争力凸显，中长期份额有望进一步提升。1) 渠道：把握进出岛流量必经之地，通过海口/三亚机场、海口免税城实现 90%以上赴岛客流触达；三亚国际免税城地理位置优越，且一期 2 号地、三期项目陆续落地有望实现免税购物、高端精品消费流量闭环，不断加强区域竞争力。2) 运营：海口国际免税城项目中 YSL、PRADA、Burberry 等多个高奢品牌入驻，促进高质量扩容的同时带动盈利提升。

图表 16: 赴岛各渠道客流吞吐量及中国中免覆盖潜在客流量占比 (万人, %)



图表 17: 中国中免海南离岛免税经营面积及增速 (万平方米, %)



来源: Wind, 三亚市统计局, 中国民用航空局, 海口市交通运输和港航管理局,

来源: 公司港股招股说明书, 各公司公告, 国金证券研究所

国金证券研究所

■ 王府井

存量零售业务积极转型，优化传统百货并增加购物中心、奥莱占比，盈利能力有望改善。另外，公司首个离岛免税业务预计 2023 年 1 月落地万宁首创奥莱，长期经营能力、差异

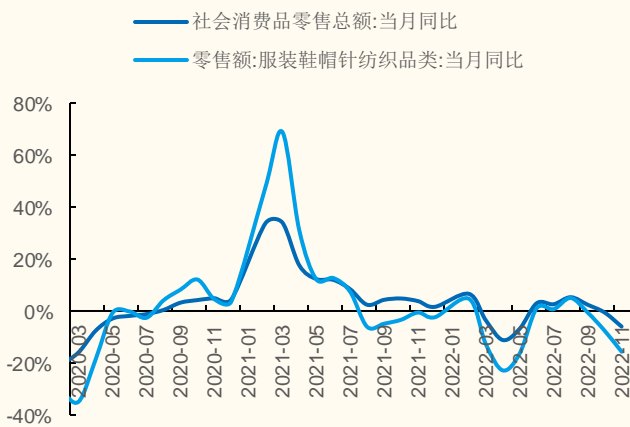
化定位客群优势下，有望充分受益于海南客流恢复，中长期有望成为公司第二成长极。经测算，若明年客流恢复至100%/80%水平，带动存量业务分别同增25%/20%，免税业务预计分别贡献11.3/10.1亿元。

### 3、品牌服饰：关注场景与客流修复，优选高需求优质标的

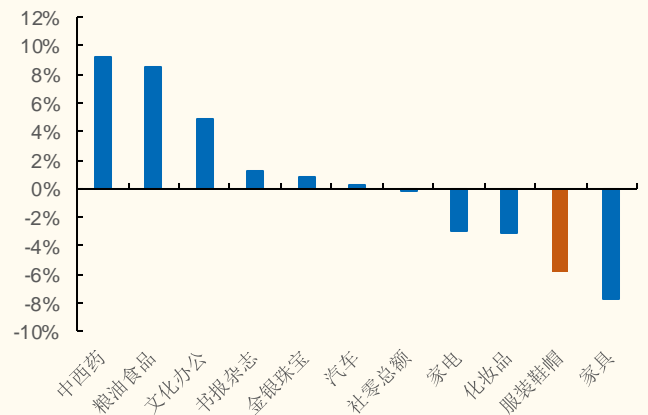
#### 3.1、复盘：客流受损拖累店效表现，渠道调整、效益提升为品牌主旋律

2022年1~10月我国社会消费品零售额同比增长1%，其中Q1~Q3分别同比+3.3%/-4.6%/+3.5%，Q2受上海封控影响较大，Q3环比改善后，10月社零受疫情加剧影响再度转负。其中服饰作为可选品类需求波动较大，且线下渠道占比高，受客流收缩影响，疫情期间受损幅度大于其他主要消费品；2022年1~11月服饰零售额累计同比下滑6%，其中Q1/Q2/Q3分别同比-0.9%/-11.6%/+3.2%。

图表18：2022年服装零售额波动幅度大于社零整体（%）



图表19：2022年1~11月主要消费品零售额累计增速（%）

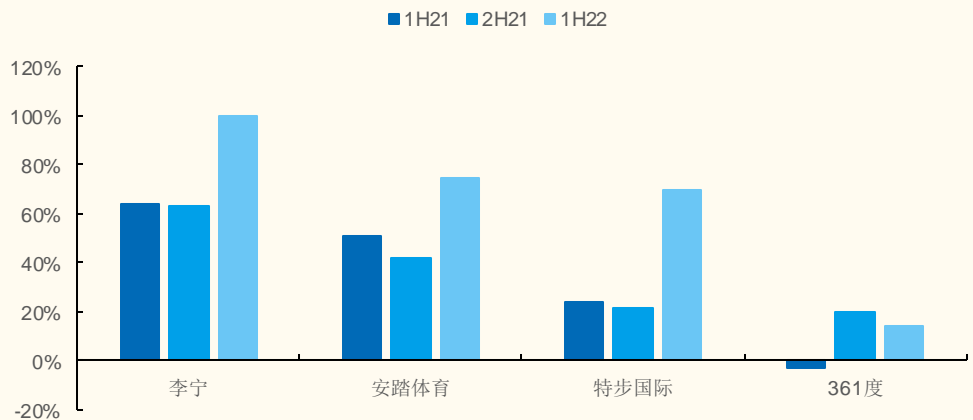


来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

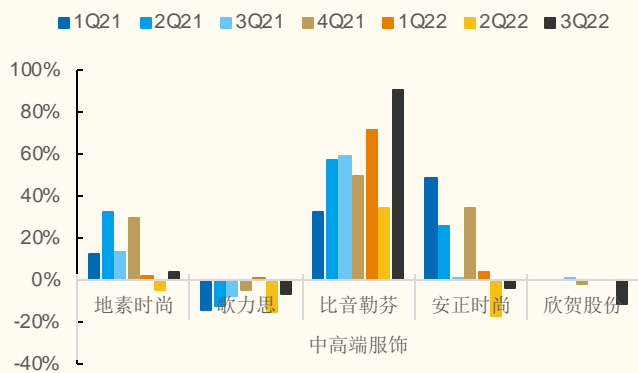
从受损程度来看，运动服饰需求韧性较强，中高端、大众服饰品牌之间有所分化。受各地疫情封控影响，品牌终端销售受到压制，但运动鞋服具备刚需属性，且头部品牌在技术、渠道壁垒优势突出，可替代性较弱，1H22 李宁/安踏体育/特步国际/361度较1H19 分别同增100%/75%/70%/14%，增长好于其他细分板块。中高端、大众品牌之间分化较大，例如比音勒芬、太平鸟2022年Q1~Q3收入相较于2019年同期均有所增长。

图表20：运动服饰营收同比2019年增速（%）

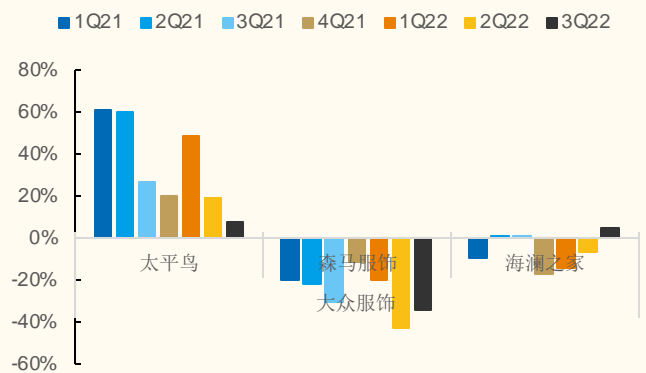


来源：Wind，国金证券研究所

图表21: 中高端服饰营收同比 2019 年增速 (%)



图表22: 大众服饰营收同比 2019 年增速 (%)

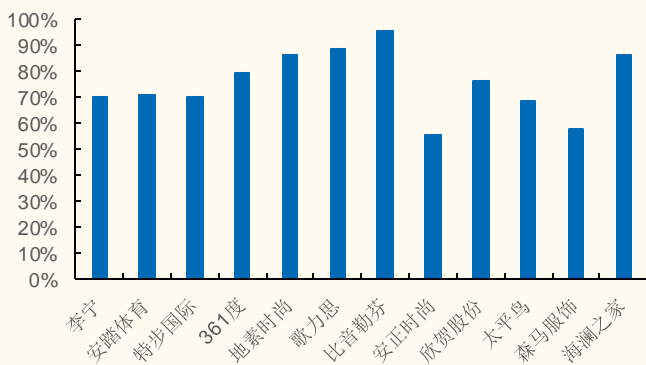


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

线下客流为扰动各品牌单店店效主要因素，渠道调整、效益提升为逆势下经营主旋律。从营收结构来看，中高端服饰线下收入占比 85%以上，较大程度依赖线下消费场景，其次运动服饰线下占比 70%左右，但由于头部国产运动品牌产品力、品牌力健康向上且单店经营效率较高，店效正向增长部分冲淡客流下滑带来的影响。疫情扰动下各品牌注重门店数量及位置调整，在核心商圈、优质购物中心开设大店、标杆店，并优化效益较差店铺，各板块拓店速度较疫情前有所放缓。

图表23: 各品牌线下收入占比 (%)



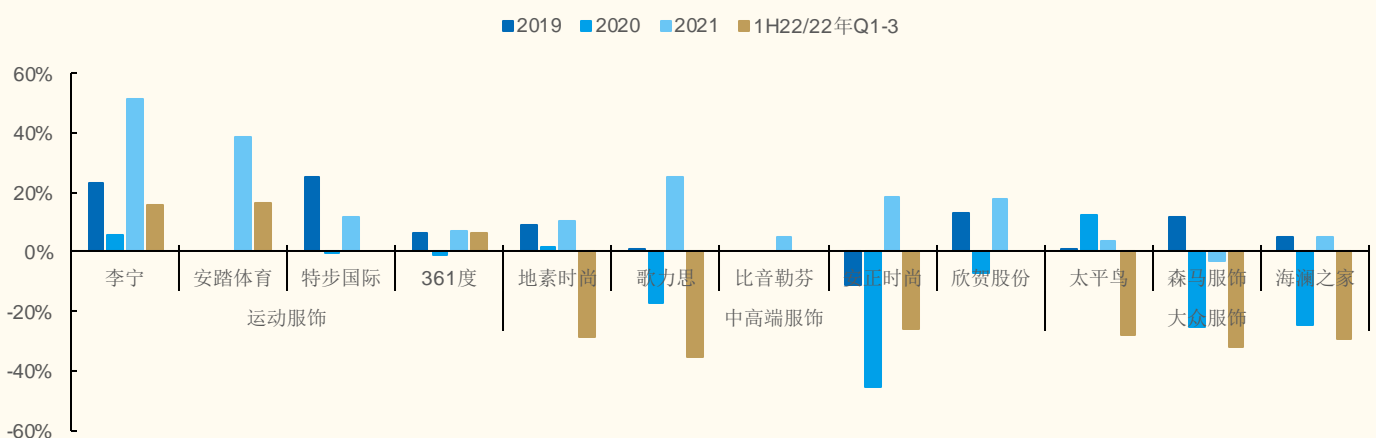
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表24: 各品牌门店数量变动情况 (%)

品牌	品牌	2019	2020	2021	22年 Q1-3
		运动服饰	李宁	6%	-8%
	安踏体育	6%	-5%	-4%	-4%
	特步国际	2%	-6%	2%	4%
	361度	0%	-6%	2%	4%
中高端服饰	地素时尚	3%	5%	4%	-4%
	歌力思	1%	-6%	0%	0%
	比音勒芬	17%	10%	12%	2%
	安正时尚	11%	133%	-7%	-8%
	欣贺股份	-5%	-8%	-5%	-3%
大众服饰	太平鸟	-2%	3%	13%	-4%
	森马服饰	8%	-9%	-2%	-5%
	海澜之家	9%	2%	4%	4%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表25: 各品牌单店店效增长情况 (%)



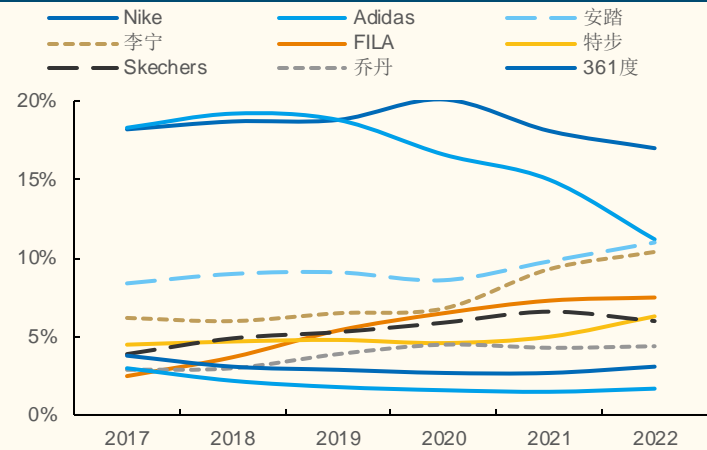
来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (运动服饰标的为港股, 2022 年对应上半年业绩)

### 3.2、运动服饰: 需求回升+格局改善, 国产龙头壁垒突出

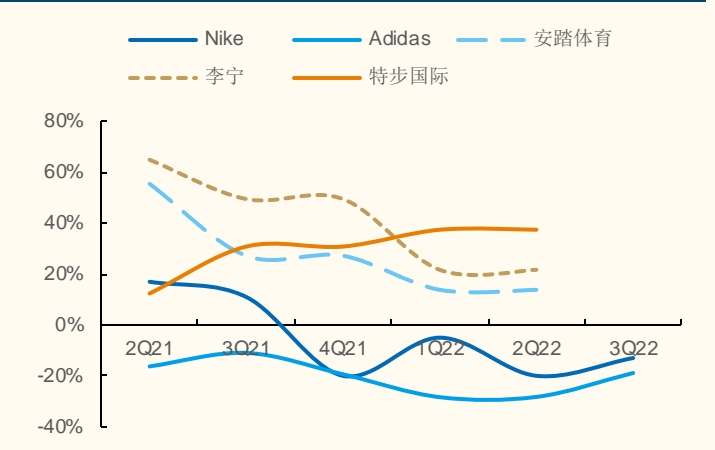
运动服饰行业格局改善, 国产龙头份额提升、逆势下业绩韧性较强。根据 Euromonitor,

2020年以来我国运动鞋服行业竞争格局不断优化，其中TOP2品牌Nike、Adidas近3年市占率分别下滑3.1Pct、5.4Pct至17%、11.2%；而国产龙头旗下品牌在核心科技创新、产品设计营销等方面持续发力，带动份额不断提升，2022年安踏/李宁/FILA/特步市占率分别为11%/10.4%/7.5%/6.3%，其中安踏、李宁2020年以来份额提升幅度超2Pct。另外，自2021起国产品牌营收保持优质增长，而海外品牌受新疆棉舆论催化、产品迭代缓慢以及供应链受损等多重因素影响，在华营收有所承压。

图表26：头部国产运动品牌市场份额提升（%）



图表27：头部运动品牌中华区营收增速（%）

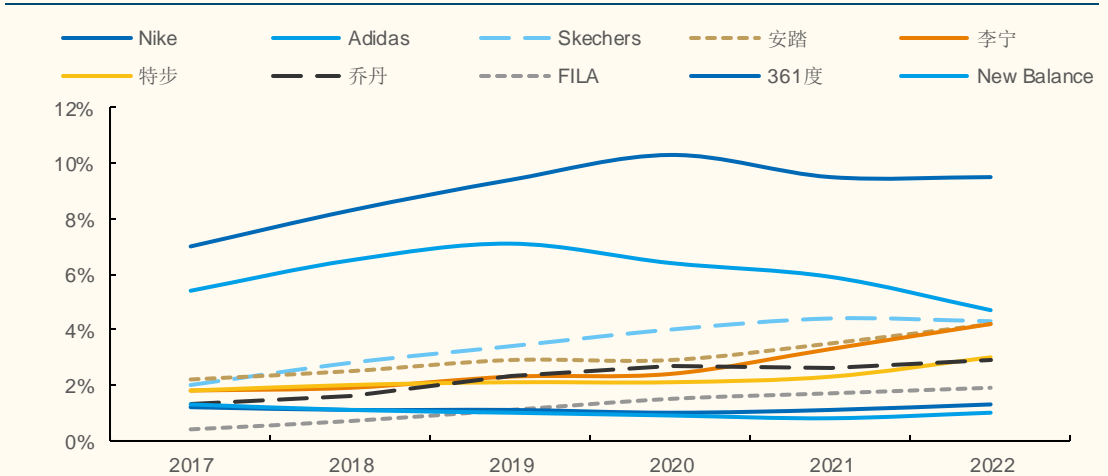


来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所（国内运动龙头仅披露至1H22营收增速）

运动鞋壁垒相对突出、品牌可替代性较低，而我国头部运动品牌李宁、安踏等重点发力功能性跑鞋、篮球鞋赛道，并凭借核心科技与产品迭代实现从追随到引领的转化，份额持续向上。2020年以来头部海外品牌运动鞋份额有所下滑，Nike、Adidas市占率下滑1Pct+。而国产品牌把握疫情下功能性细分赛道结构性机会，安踏、李宁、特步合计市占率提升至11.4%（较2020年提升4Pct）。

图表28：运动鞋品牌集中度有所提升（%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所（该市占率已统计包括运动鞋、皮鞋、休闲鞋在内所有鞋品类）

利好政策出台，运动户外市场扩容趋势明确。2021年《全民健身计划2021~2025年》、《“十四五”体育发布规划》相继出台，明确2025年目标经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，县、乡、行政村三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖，带动全国体育产业总规模达到5万亿元。22年11月八部门联合印发《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》，明确将持续增加户外运动设施数量、大幅提升普及程度，至2025年户外运动产业总规模超过3万亿元；并提出将丰富户外运动产品供给与露营场地打造。相关政策相继出台，促进运动户外行业不断扩容，带动运动服饰需求增长。

图表29：2020年以来体育户外利好政策梳理

政策名称	发布时间	发布机构	主要内容
《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	2020年3月	国家发展改革委员会	(1) 推动文化和旅游、体育等领域服务标准制修订与试点示范；(2) 促进教育、文化和旅游、体育等服务消费线上线下融合发展，拓展服务内容，扩大服务覆盖面。
《全民健身计划（2021—2025年）》	2021年7月	国务院办公厅	到2025年，使各运动项目参与人数持续提升，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员2.16名，带动全国体育产业总规模达到5万亿元。
《关于全面加强和改进新时代学校卫生与健康教育工作的意见》	2021年9月	教育部	《意见》提出，要增加体育锻炼时间。提倡中小学生在放学后先进行20分钟左右的身体活动。据悉，国家将完善投入机制，加强新时代学校卫生与健康教育工作经费保障，纳入学校年度预算。鼓励社会资金、公益机构支持学校卫生与健康教育，多渠道增加投入。
《“十四五”体育发展规划》	2021年10月	国家体育总局	规划指出，落实全民健身国家战略，坚持举国体制与市场机制相结合构建竞技体育发展新模式。促进青少年体育健康发展。坚持供需两端发力，推动体育产业高质量发展。强化体育领域思想引领，促进体育文化健康繁荣发展。坚持合作共赢开放战略，构建体育对外交往新格局。
《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》	2022年11月	国家体育总局、国家发改委等八部门	明确将持续增加户外运动设施数量、大幅提升普及程度，至2025年户外运动产业总规模超过3万亿元。并将丰富户外运动产品供给，至2025年将打造100个全国知名的户外运动赛事与节庆活动品牌，并支持室内攀岩馆、室内滑冰滑雪场等市内培训场景建设，鼓励开放郊野公园提供露营服务，在城市郊野、农村等建设更多露营地，满足群众就近露营需求。

来源：中国体育报，国家体育总局，国金证券研究所

疫情重塑居民健康生活意识，户外运动场景修复助推板块回升。疫情发生后居民对健康生活重视程度显著提升，据《新冠疫情消费者行为态度影响与趋势报告》显示，49.9%受访人群在疫情结束以后表示希望加强运动锻炼。而伴随着疫情防控解绑，大规模体育赛事、户外活动等逐步恢复，叠加跑鞋、运动鞋、户外服饰等功能属性显著，预计将充分受益。

运动服饰龙头在核心科技、渠道及营销资源方面优势显著，且门店运营、库存管理等方面较优，Alpha属性凸显。若明年线下客流恢复较好，刚性需求释放带动头部运动品牌进店客流及消费转化率率先反弹，销售恢复下折扣、库销比等指标逐步改善；若疫情及消费场景恢复有限，线下客流仍受限且居民消费意愿较为低迷，国产运动龙头相较之下经营韧性较强，业绩有望保持增长。

图表30：国产运动品牌分季度零售流水表现

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
李宁	全渠道	80-90%高段	90%-100%低段	40-50%低段增长	30-40%低段	20%-30%高段	同降高单位数	10%-20%中段增长
	主品牌	40-45%	35-40%	10-20%低双位数	25%-30%增长	10-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长
安踏体育	FILA	75-80%	30-35%	中单位数增长	高单位数	中单位数增长	高单位数下滑	10%-20%低段增长
	户外品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40%-45%	20-25%增长	40%-45%增长
特步国际	零售流水	55%	30%-35%	中双位数增长	20%-25%	30%-35%	中双位数增长	20%-25%增长
361度	大货	高双位数增长	15-20%增长	低双位数增长	20-25%	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长
	童装	20-30%低段增长	30-35%	15-20%	25-30%	-	20-25%增长	20%-25%增长

来源：各公司公告，国金证券研究所

建议关注科技研发迭代带动产品力持续向上，且折扣、库销等指标保持行业领先的李宁。

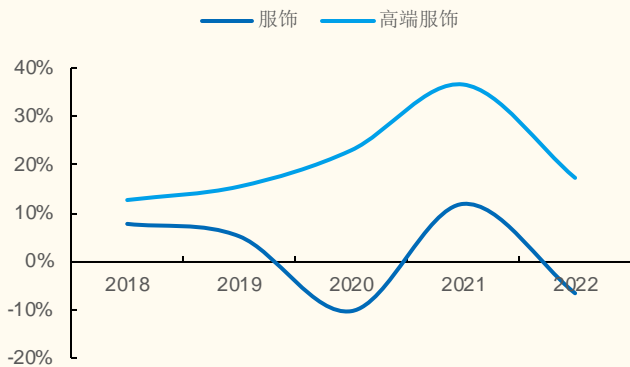
经营方面，李宁全渠道同店销售实现高单位数增长，其中在ASP及连带率提升带动下直营/加盟店分别同增中单位数/高单位数；今年以来公司净开166家门店至6101家，其中直营/批发门店净+179家/-13家，坚持开大店、开好店策略，优化渠道结构提升店效。公司延续高质量运营，存货周转天数略高于4个月但库龄结构改善，叠加折扣仅同比加深约低单位数，效益仍在行业保持领先。

产品方面，公司不断升级露核心中底科技并应用到产品迭代中，Q3鞋子占比进一步提升，反映品牌专业性能在消费者中认可度持续提升；其中带动篮球鞋、跑鞋等科技属性较强核心品类表现尤为突出，延续上半年亮眼增速。

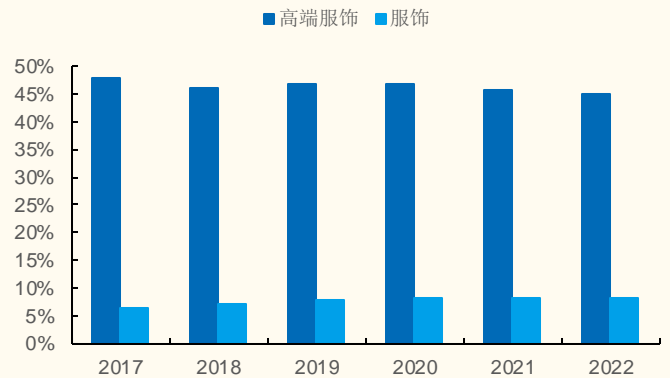
### 3.3、中高端服饰：海外为鉴，需求坚韧+场景修复，板块弹性较高

疫情背景下，我国高端服饰行业保持韧性，2022年行业规模实现17.3%增长；且由于头部服饰品牌在设计、品质、品牌文化和理念方面具备领先优势，品牌核心客群购买力、品牌粘性较强，CR8维持在45%以上，集中度远高于大众服饰。

图表31：我国高端服饰规模增长快于服饰行业整体（%）



图表32：我国服饰/高端服饰 CR8 变化趋势（%）

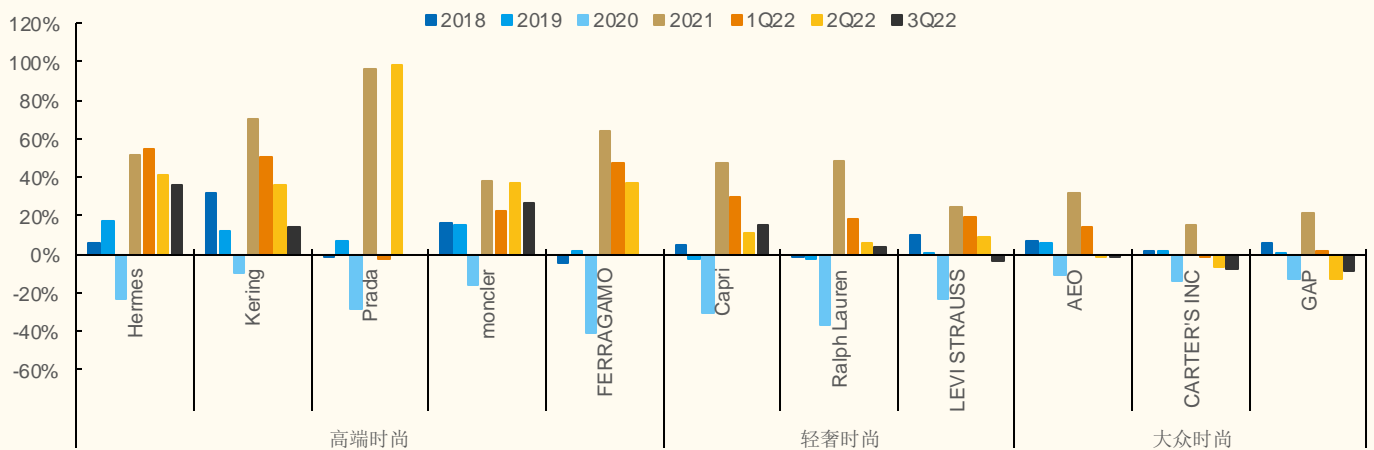


来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

参考北美地区服饰各细分板块表现，高端品牌疫后较快实现反弹，且销售修复力度较大。2020 年受宏观消费形势影响，高端品牌营收端有所受损，同比降幅普遍达 20%以上；从 2021 年初开始，美国、加拿大疫情管控逐步放松，客流恢复带动服饰品牌业绩出现反弹，其中高端品牌较大众品牌反弹更快、反弹力度更大，且在 22 年 Q3 需求逐渐疲软背景下依然保持增长，韧性凸显。

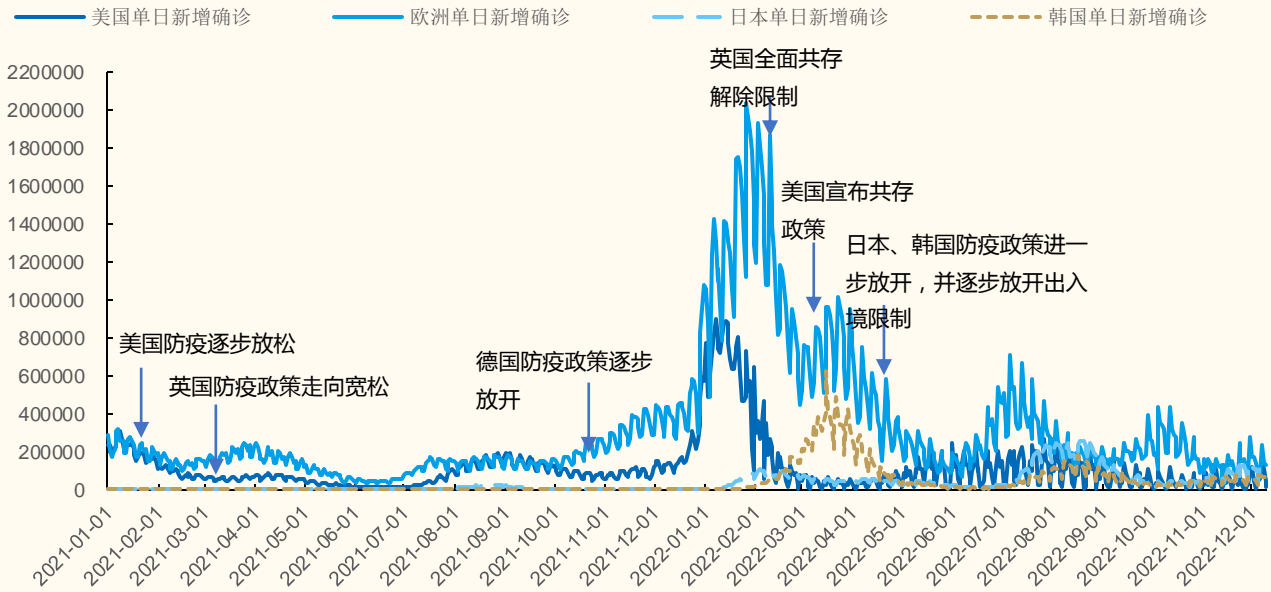
图表33：分品类重点品牌北美地区收入同比去年增速（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

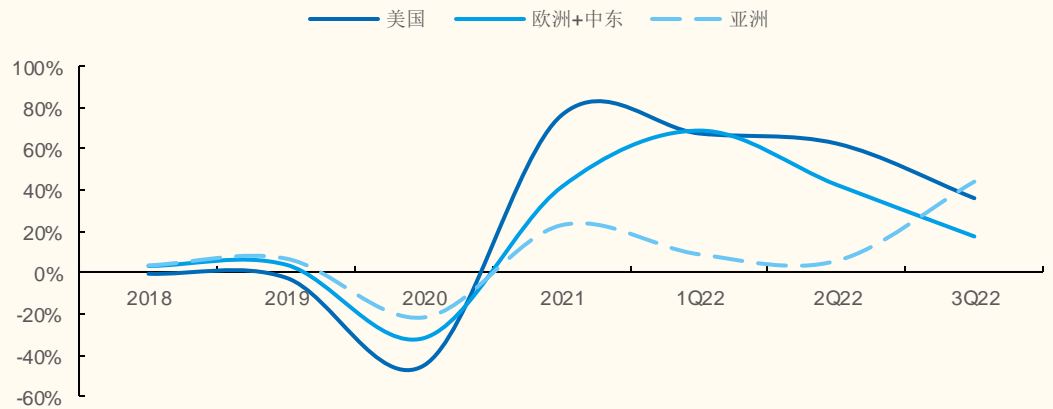
办公场景修复为中高端商务服饰需求增长带来有利催化。参考各国疫情放开节奏，防控政策逐渐放开后线下办公、商务社交等场景出现明显修复迹象，带动相关服饰销售好转。以全球知名商务奢侈品牌 Hugo Boss 为例，该品牌在美收入随防控放开显著回正，2021 年营收同增 76.3%，且 2022 年 Q1~Q3 分别同增 68%/63%/36%，刚需支撑下延续高增。而欧洲+中东地区收入增速峰值出现在 22 年 Q1，防疫宽松催化业绩增长规律得到验证；当前随着日本、韩国于 22 年 5 月后逐步放开，3Q22 亚洲营收同增 44.2%、较 1H 提升显著。

图表 34: 各地区单日新增确诊病例及防控政策放开时间线 (人)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 中高端商务品牌 Hugo Boss 各地区营收随疫情放开显著增长 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

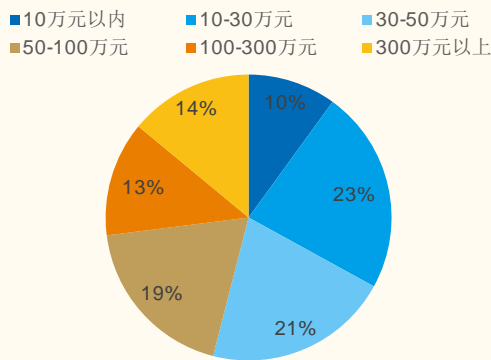
中高端服饰品牌主要定位高收入客群, 受疫情冲击有限; 叠加中高端服饰凭借多年在设计、面料等方面维持高品质, 客群复购粘性较高, 预计充分受益于线下办公、社交场景修复, 取得较快反弹。具体标的方面, 建议关注定位高收入男性客群、业绩兼具韧性及成长性的比音勒芬, 聚焦商务办公场景、刚性需求显著的报喜鸟, 以及逆势下积极拓店、客流回暖后反弹确定性较高的歌力思。

■ 比音勒芬

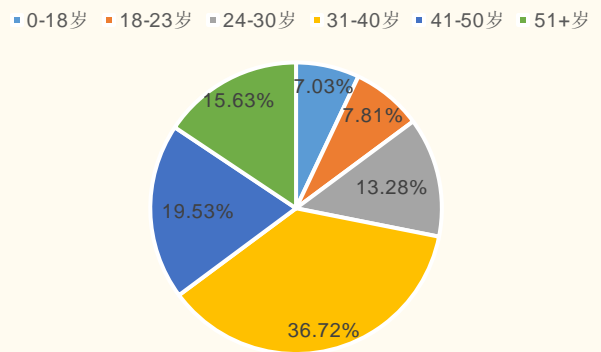
品牌从高尔夫差异化切入高端服饰赛道, 核心客群定位 25~40 岁高收入男性, 多年以来坚持高品质、高品位、高科技和创新的“三高一新”产品设计研发理念, 产品剪裁设计、功能面料使用、以及时尚度把控方面积累较强优势, 把握核心消费群体对服装穿着的差异化需求, 客户粘性高、复购率高。

公司自 2022 年起重点发力高尔夫赛道, 产品方面高尔夫线 SKU 数量翻倍, 渠道方面预计全年新增 30~40 家高尔夫专卖店, 且营销上加深与专业赛事合作, 巩固自身独特高尔夫基因的同时不断强化与核心客群之间粘性, 有望助力公司突破业务天花板。

图表36: 高尔夫人群中高收入客群占比大



图表37: 购买比音勒芬品牌客群年龄分布



来源: 朝向白皮书, 国金证券研究所

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

### ■ 报喜鸟

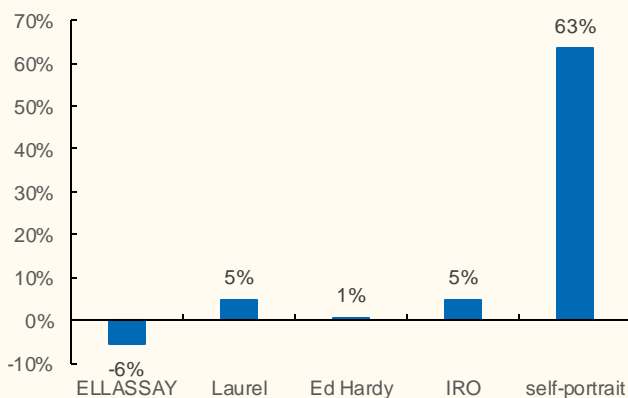
公司两大主要品牌在风格、价格带、核心客群方面有所差异, 其中自有品牌报喜鸟定位中高端商务男装, 目标客群为 30~50 岁较高收入商务人士, 代理品牌哈吉斯定位中高档休闲装, 目标客群为 25~40 岁时尚都市精英; 两大品牌合计贡献公司 70% 收入, 且得益于单店效益驱动, 公司 2017~21 年营收实现 14% 复合增长。短期来看, 由于公司产品更多适用于商务办公场景, 有望受益于疫情放开带来相关需求增长; 中长期来看, 报喜鸟、哈吉斯分别占男装市场 0.4%、0.3% 左右份额, 与同类型品牌相比市占率仍有提升空间。

### ■ 歌力思

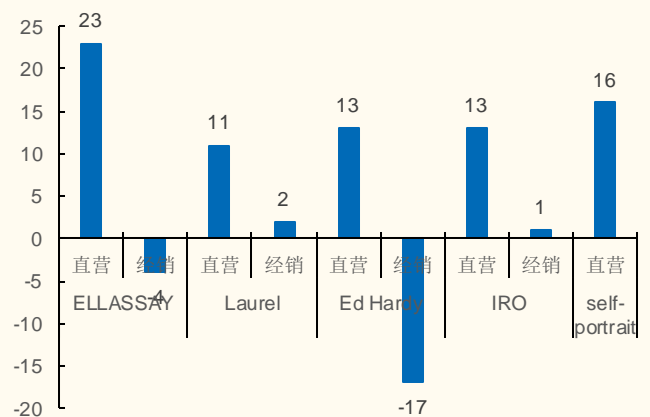
逆势下保持优质增长, 渠道拓店促进规模与份额提升。22 年 Q1~3 多品牌发力下营收同增 4.4%, 其中 SP 同比高增 63%、增长领先, Laurel、IRO 等品牌在消费整体疲软, 上海、深圳等高线城市疫情封控背景下依然实现 5% 左右增长, 产品力及品牌韧性突出。渠道方面, 公司策略性保持净拓店以保证规模增长, 今年以来主品牌/Laurel/Ed Hardy/IRO/SP 分别净开 19/13/-4/14/16 家门店, 主要布局一线城市优质商圈, 客流回升带动单店店效迅速改善与份额提升。

外延收购战略不断深化, 打造多品牌差异化矩阵。2015 年至今公司已成功收购、培育多个品牌, 其中 2020 年新收购 SP 品牌目前单店店效已达千万元, 反映公司承接整合能力不断提高。当前主品牌/Laurel/Ed Hardy/IRO/SP 占比 38%/10%/13%/28%/12%, 多品牌共同发力有望提升公司抗风险能力、拉长品牌成长周期; 参考海外同类别品牌 Sandro、Maje 等营收及开店规模, 中长期公司发展空间充足。

图表38: 公司大部分品牌 22 年 Q1~3 营收保持正增长 (%)



图表39: 公司逆势拓店, 净门店数保持增长 (家)



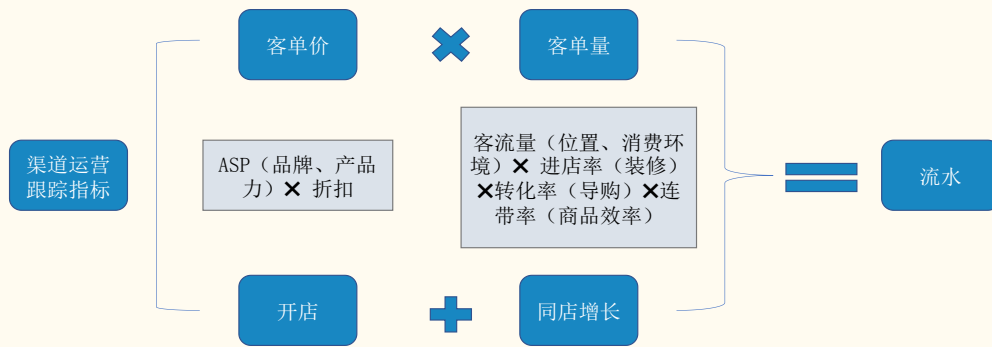
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.4、客流不同程度修复下, 品牌服饰业绩弹性几何?

拆解服饰消费要素来看, 服装销售环境的最主要因素包括客流量 (与门店位置等有关)、进店率、转化率、连带率等, 线下放开进店客流提升, 而随着社交、运动场景恢复, 居民消费意愿回升预计带动转化率与连带率提升, 从而共同促进店效提升; 叠加部分品牌在 2022 年逆势中积极布局门店, 预计客流恢复后销售弹性更高。

图表40：品牌服饰渠道运营跟踪指标



来源：国金证券研究所测算

考虑到客流为影响服饰销售最主要的β因素之一，我们将客流恢复作为疫情复苏程度的直观指标。以下我们主要基于三大细分板块的修复逻辑，并结合品牌自身竞争力以及行业变化趋势，分别对板块重点公司在明年客流100%恢复、80%恢复、60%恢复情况下业绩表现进行测算。根据不同恢复程度，我们对测算模型核心变量作出如下假设：

- 1) 单店店效：疫情政策不同将对进店客流带来直接影响，且随着居民消费力、消费意愿回升，客单量提升下库存、折扣改善。若疫情100%恢复，我们预计带动2023年单店店效提升20%以上；若疫情恢复至60%/80%，预计单店店效分别增长低单位数/低双位数左右。
- 2) 门店数量：不同疫情水平下品牌在新开店策略、门店建设以及新店爬坡进度方面有所差异。若疫情100%恢复，以22年Q1-3净开店数作为基准，预计2023年新开店数较22年Q1-3 +25%以上；若疫情恢复至60%/80%，预计2023年新开店数较22年Q1-3增0%~5%/5%~20%。

对于运动服饰板块具体标的不同恢复程度下的业绩测算如下：

李宁：运动科技研发实力较强，产品力向上带动吊牌价、客单量等指标提升，且折扣、库存比等保持行业领先；若明年疫情100%恢复，预计2023年门店净拓店300家以上，且自营/批发单店店效提升20%，带动总营收+28%。若明年疫情恢复至60%、80%水平，预计净拓店110~160家，单店店效提升5%~15%，带动总营收提升分别提升21%、24%。

安踏体育：旗下主品牌以奥运科技赋能品牌成长，重点发力跑鞋、篮球鞋等专业品类，“赢领计划”带动下充分受益于全民运动与户外扩容，疫情100%恢复假设下23年营收预计同增24%。FILA在逆势下依然保持高零售质量，主力客群消费力预计恢复较快，疫情100%/80%/60%恢复程度下，预计分别同增17%/12%/10%。迪桑特、可隆、始祖鸟等所处户外赛道优且自身品牌力强劲，相对受疫情影响程度有限。

特步国际：主品牌多年深耕跑鞋领域、专业性突出，且逆势下渠道拓展与升级同步推进，若疫情100%/80%/60%恢复，2023年主品牌收入分别同增26%/22%/18%。专业运动板块发展势头强劲，若疫情100%恢复预计30%增长。

图表41：疫情不同恢复程度下运动服饰龙头收入测算（百万元，%）

	若100%恢复				若恢复至80%			若恢复至60%		
	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>李宁</b>										
总营收	22667	26081	33472	41424	26081	32236	39170	26081	31470	37770
yoy	57%	15%	28%	24%	15%	24%	22%	15%	21%	20%
自营零售	5010	6079	8011	9896	6079	7685	9332	6079	7260	8636
yoy	53%	21%	32%	24%	21%	26%	21%	21%	19%	19%
批发	10853	12165	15663	19452	12165	14813	17833	12165	14412	17058
yoy	57%	12%	29%	24%	12%	22%	20%	12%	18%	18%
电商	6413	7696	9542	11642	7696	9542	11642	7696	9542	11642
yoy	58%	20%	24%	22%	20%	24%	22%	20%	24%	22%
<b>安踏体育</b>										
总营收	49328	54977	68229	81871	54977	65251	75638	54977	63381	72389
yoy	39%	11%	24%	20%	11%	19%	16%	11%	15%	14%
主品牌	24012	27374	35038	42747	27373.68	33396	39407	27374	32301	37469
yoy	52%	14%	28%	22%	14%	22%	18%	14%	18%	16%
FILA	21822	23131	27064	30853	23131.32	25907	28498	23131	25444	27989
yoy	25%	6%	17%	14%	6%	12%	10%	6%	10%	10%
其他品牌	3494	4472	6127	8272	4472	5948	7733	4472	5635	6931
yoy	51%	28%	37%	35%	28%	33%	30%	28%	26%	23%
<b>特步国际</b>										
总营收	10013	12216	15271	18633	12216	14831	17400	12216	14313	16411
yoy	23%	22%	25%	22%	22%	21%	17%	22%	17%	15%
大众运动	8841	10786	13591	16717	10786	13159	15528	10786	12728	14637
yoy	25%	22%	26%	23%	22%	22%	18%	22%	18%	15%
时尚运动	971	922	996	1026	922	987	1017	922	941	969
yoy	-3%	-5%	8%	3%	-5%	7%	3%	-5%	2%	3%
专业运动	338	507	684	890	507	684	856	507	644	805
yoy	68%	50%	35%	30%	50%	35%	25%	50%	27%	25%

来源：国金证券研究所测算

中高端服饰品牌主要定位高收入客群，自身购买力受疫情冲击有限；叠加中高端服饰凭借多年在设计、面料等方面维持高品质，客群粘性较高。其中：

歌力思：逆势下坚定拓店策略，预计将充分受益于客流回暖带来份额提升。2022年Q1-3公司净增58家门店，其中直营/加盟分别净+76/-18家至456/152家；若2023年疫情100%好转，预计收入端同比增长约20%。

比音勒芬：公司作为高端运动休闲龙头，高质量产品与精准营销深度绑定高消费力男性客群，且门店多位于高质量购物中心，客流受疫情影响相对有限。今年起品牌重点发力高尔夫赛道，全年预计新增30~40家高尔夫专营店。若明年疫情100%恢复，预计公司营收同增25%。

波司登：今年重磅推出轻薄羽绒新品，将羽绒与卫衣、针织等元素结合，拉长旺季销售的同时预计带动轻薄款营收占比提升5 Pct。另外，波司登坚定品牌引领战略，品牌/渠道/供应链全面升级共促量价齐增。若2023年疫情100%恢复，预计FY23~24营收同增17%。

图表42：疫情不同恢复程度下中高端服饰龙头收入测算（百万元，%）

公司营收	若100%恢复				若恢复至80%			若恢复至60%		
	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
歌力思	2363	2528	3034	3549	2528	2932	3343	2528	2831	3143
yoy	20%	7%	20%	17%	7%	16%	14%	7%	12%	11%
比音勒芬	2720	3051	3814	4577	3051	3661	4430	3051	3539	4141
yoy	18%	12%	25%	20%	12%	20%	21%	12%	16%	17%
波司登	16214	18737	21922	25430	18737	21548	24564	18737	21173	24137
yoy	20%	19%	17%	16%	16%	15%	14%	13%	13%	14%

来源：国金证券研究所测算

## 4、纺织板块看好棉价回升，制造板块看好出口恢复

### 4.1、复盘：出口边际承压，棉价持续下行

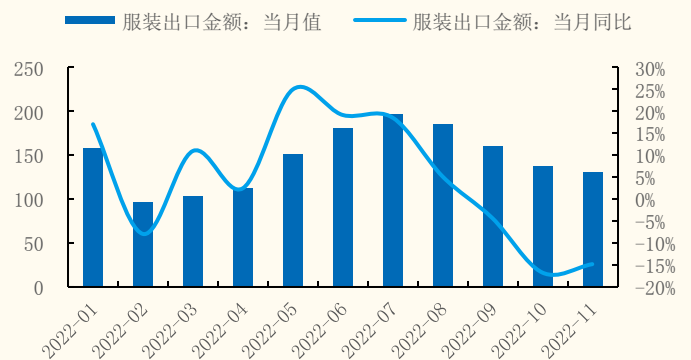
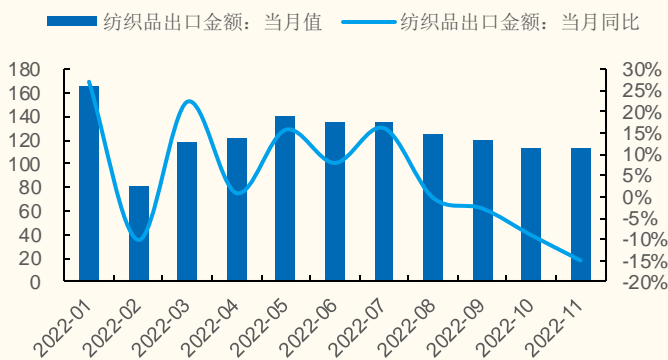
■ 出口：上半年仍具韧性，下半年持续承压

2022 年上半年，全国纺织服装出口维持较高景气度。拆分季度来看，Q1 纺织品/成衣出口额分别同比增长 14.96%/7.14%，主要系去年同期低基数、叠加产能国内转移趋势带动；4 月以来伴随着国际海运集装箱拥堵订单出现放缓，Q2 纺织品/服装出口分别同比增长 8.15%/15.87%。

自下半年以来，我国纺服出口承压，Q3 呈现出明显回落趋势，纺织品/服装出口额同比 +4.13%/+6.3%，增速环比下滑 4.0 Pct/9.6Pct。出口的疲软程度在 Q4 进一步加深，10 月纺织品及服装的单月出口额同比增速转负，11 月纺织品/服装出口额同比增速为 -14.94%/-14.88%。

图表 43：22 年纺织品出口金额当月值及同比（亿美元，%）

图表 44：22 年服装出口金额当月值及同比（亿美元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

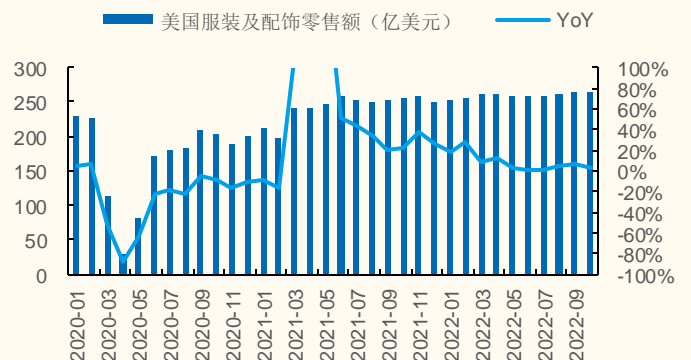
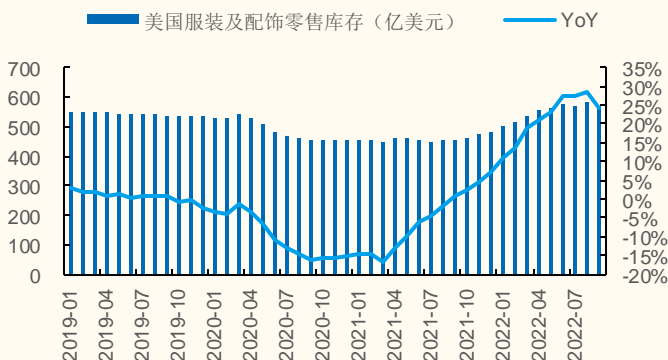
来源：Wind，国金证券研究所

我国下半年纺服出口景气下行可归因于海外终端需求放缓，以及品牌库存积压下品牌谨慎下单：

- 1) 需求疲软：重点中上游企业收入端有所放缓，主要受到海外通胀、消费疲软影响，品牌下单较为谨慎。10 月美国服装及配饰销售额达 249.87 亿美元，同增 3%，增速环比走弱，美国服饰需求尚未到达拐点。另外，根据海外主要运动休闲品牌近期表现，Nike/Adidas/Deckers/Puma 最新财季营收分别同增 4%/11%/22%/18%，且多个品牌下调全年指引。
- 2) 库存高企：22 年下半年以来，海运运力紧张情况得到缓解，此前延滞的货物集中到港，叠加终端销售疲软，导致海外品牌库存过高，难以消化，截至最新财季海外运动服饰 Nike、Adidas、VF 集团等存货水平同比增加 40% 以上。在海外库存处于高位的情况下，品牌下单较为谨慎。

图表 45：美国服装及配饰零售库存及同比增速（亿美元，%）

图表 46：美国服装及配饰零售额及同比增速（亿美元，%）



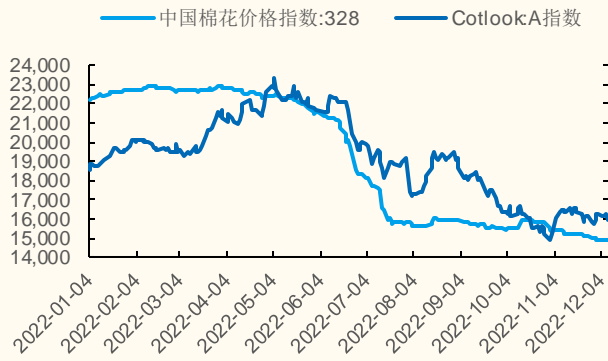
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

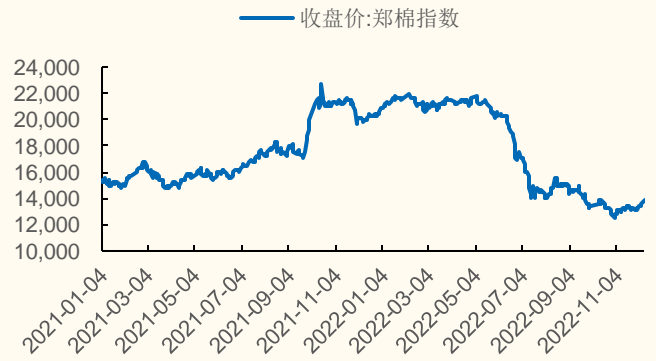
■ 棉价：下半年持续走低，需关注下游需求复苏节奏与去库存拐点

今年下半年以来国内外棉花价格高位回落，其中11月25日328棉价格下降至1.51万元/吨，较6月底跌幅达到25%；国际棉花价格从今年5月以来震荡下行，Cotlook A指数自10月底触底至89.2美元/磅后有所回弹，并于11月16日升至105.75美元/磅。从内外棉价走势来看，9月随着USDA上调美棉产量，叠加美联储加息落地导致棉花需求预期下降，外棉现货价格走低，国内外棉价差明显收窄；而11月以来随着通胀预期触顶、外棉止跌回升，内外棉价差扩大至2000元/吨以上，棉价倒挂趋势延续。

图表47：国内外棉价走势（元/吨，美元/磅）



图表48：郑棉指数收盘价变动趋势（点）



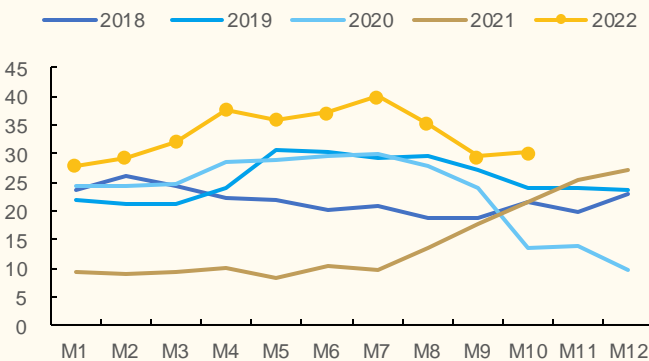
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

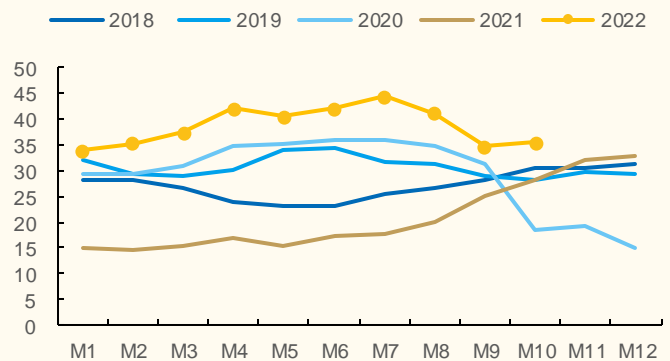
近期内棉反弹主要来自短期供应端支撑及需求端预期改善，美棉主要受益于海外通胀水平的回落：

- 1) 国内：从需求端来看，11月11日国家卫健委发布20条精准防疫措施，并于12月7日进一步优化疫情防控“新十条”。在疫情放松的刺激下，市场情绪逐步回暖。从供给端来看，受前期疫情管控和降温降雪天气影响，新疆棉花面临加工率低、公检速度慢、运输难等问题。截止12月8日，新疆地区累计公检2022/23年度皮棉147.92万吨，同比-58.11%。新疆作为我国主要产棉区，其棉花在加工及公检上的滞后，使得我国整体新棉压力后移，在短期内为棉价提供一定的支撑。截至10月底，纱线及坯布库存天数已经达到5年内历史高点，若下游消化不及时，则陈棉加新棉的累库将加剧纺织企业的去库存压力。

图表49：纱线库存天数与往年对比（天）



图表50：坯布库存天数与往年对比（天）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 2) 国外：美国通胀水平回落，美联储后续加息幅度有望缩小，美元汇率进一步下降，缓解以美元计价的棉价压力，推动美棉价格继续回升。

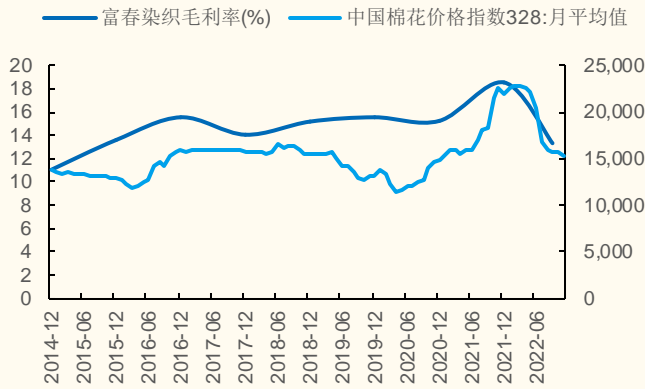
4.2、关注上游盈利改善，需求传导、产能同步提升

当前棉价下行至接近成本价，23年有望回归上升通道。今年年中以来棉价大幅下跌，下一年度棉花种植面积大概率将下降有利于调整目前过于宽松的供给环境；而明年年服饰终端消费回暖有望向上传导，带动棉花价格上行。上游棉纺织企业多采用成本定价法，其毛利率与棉价高度正相关，有望受益于棉价回升带来盈利改善。

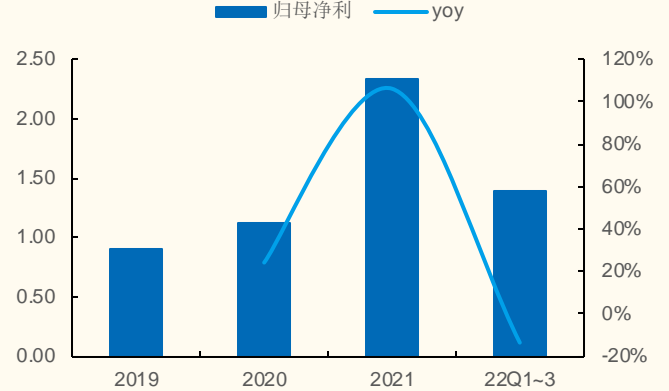
■ 富春染织

公司主营业务为色纱的研发、生产和销售，由于其仓储式生产模式，22 年受棉价下行影响严重，收入端承压、盈利端受损。随着 23 年棉价的逐步回升，叠加 22 年的低基数，预计明年富春染织的利润空间修复弹性较大。另外，疫情发生以来伴随着部分落后产能淘汰、行业加速出清，公司积极扩张以带动自身规模与份额提升，目前新建年产 3 万吨高品质筒子纱项目已逐渐投产，6 万吨筒子纱染色项目预计明年 3 月后开始贡献产能。

图表 51: 富春染织毛利率与棉价变动相关性较高 (%)



图表 52: 22 年 Q1~3 富春染织利润端承压 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 富春染织产能梳理 (万吨, 万米, %)

产能利用率	%	101.19	97.29	99.55	100.60	97.99
-------	---	--------	-------	-------	--------	-------

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 台华新材

公司拥有锦纶全产业链稀缺产能，盈利、按期交付好于同业，协同优势下与迪卡侬、超盈国际 (Lululemon 供应商之一) 等合作深厚。近年来公司把握需求趋势，产能扩张计划明确，2021 年规划 5 年淮安项目，差异化锦纶、再生锦纶等产能提升有望带动产品结构及盈利改善，全部达产后预计贡献 90 亿元营收。另外，得益于锦纶 66 上游己二腈制备环节逐步取得突破，己二腈国产化启动后，降价趋势有望从原材料向锦纶 66 制造传导带动降价；公司作为我国民用锦纶 66 最大生产商之一，有望充分受益于降价开拓下游需求市场。

图表 54: 淮安项目梳理及满产后外销部分预计贡献收入

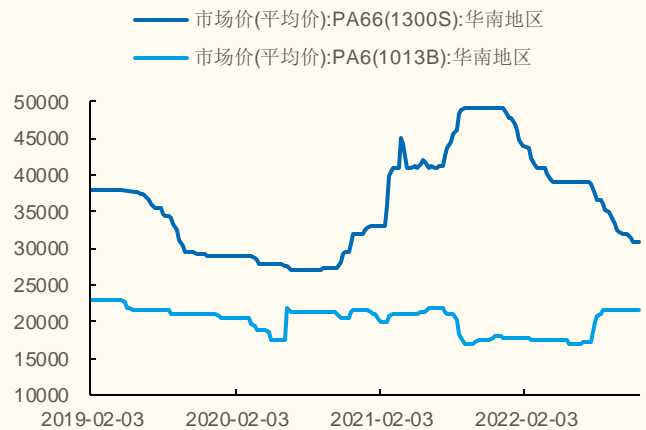
建设期	项目	产品类别	产能	预计投产时间	满产后		
					预计销量 (万吨、亿米)	预计单价 (万元/吨、元/米)	外销贡献收入 (亿元)
一期	年产 10 万吨再生差别化锦纶项目	再生锦纶 6	10 万吨	2023.6	8.5	3.1	13.2
	年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	锦纶 66	6 万吨	2023.6	4.5	3	8.8
二期	6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	锦纶 66	6 万吨	2024.12	4.5	3	8.8
	3 亿米锦纶坯布项目	锦纶坯布	3 亿米	待定	2.9	3.8	7.3
	1 亿米染整项目	染整	1 亿米	待定	1.0	11.6	11.0
三期	年产 20 万吨 PA6 差别化锦纶丝项目	差别化锦纶 6	20 万吨	待定	17.0	2.5	21.3
	3 亿米锦纶坯布项目	锦纶坯布	3 亿米	待定	2.9	4.8	9.2
	1 亿米染整项目	染整	1 亿米	待定	1.0	11.7	11.1
四期	20 万吨 PA6 差别化聚合项目	锦纶 6 切片	20 万吨	待定	14.0	-	-
合计			-		-	-	90.5

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表55: 我国锦纶 66 产能情况 (万吨, %)

公司名称	当前产能	占比	用途
神马股份	22	26%	工业
英威达上海	19	22%	工业
华峰集团	12	14%	工业
江苏华洋	5	6%	工业
辽阳兴家	4	5%	工业
宁夏瑞泰	4	5%	工业
台华新材	3	4%	民用
优纤科技	2	2%	工业
银珠集团	1.6	2%	民用
浙江新力	1.5	2%	工业
屹立苏州	1.2	1%	民用

图表56: 当前 PA66 价格为 PA6 价格的 1.5~3 倍 (元)



来源: 卓创资讯, 公司公告, 国金证券研究所

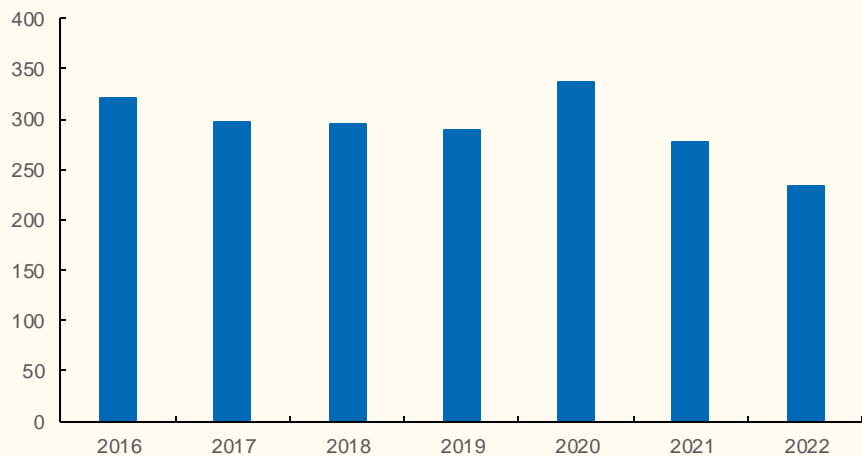
来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.3、关注海外去库存拐点, 优质制造龙头扩产持续

参考过往海外品牌去库存周期及近年来终端情况, 可以总结 3 大主要趋势:

- 1) 近年来全球供应链受到各地疫情扰动导致延期交货、产能不足等情况, 为保证供货顺畅头部品牌优先保留与具备稳定供应链、物流及产能管理的头部制造商保持合作 (例如 Adidas 供应商从 FY2020 年的 336 家降至 FY2022 年的 234 家)。叠加近年来头部品牌将 ESG 纳入中长期战略目标, 头部代工制造企业在废料排放、绿色产能方面具备领先优势, 未来订单有望进一步向头部供应商集中。

图表57: 2020 年以后 Adidas 供应商数量逐渐减少 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2) 海外运动户外品牌表现有所分化, 其中具有较强功能性标签的新兴品牌 (如 Hoka、Lululemon 等) 表现好于大众综合运动品牌。当前我国代工制造龙头亦在保持头部客户订单增长的同时, 不断拓展新兴品牌订单, 如申洲国际与 Lululemon 合作、华利集团与昂跑、New Balance、Reebok 等品牌合作订单持续放量。随着合作逐步加深、体量规模增长, 未来新兴品牌有望为代工龙头贡献业绩增量。
- 3) 参考过去品牌去库存周期, 我们预计库存积压现象在 2~4 个季度将得到逐步缓解; 叠加海外通胀出现缓解, 需求逐渐复苏有望加速库存去化与经营效益改善。而由于品牌通常会根据终端销售情况提前下单, 即 1H23 预计从订单端将看到边际改善。

综上, 我们认为中长期优质供应链仍然具备稀缺性, 头部品牌仍将加速向规模、一体化等优势突出, 且能够实现按时、稳定交付的代工制造龙头集中; 而龙头企业仍保持稳健扩产, 有望受益于终端回暖、订单增长实现规模与份额提升; 建议关注一体化成衣制造龙头申洲国际、制鞋龙头华利集团、辅料龙头伟星股份。

■ 申洲国际

上半年公司收入/净利分别同增 19.6%/6.3%，其中业绩增长主要系政府补助及人民币贬值带来的汇兑收益，剔除后利润同比-26%；其中宁波工厂疫情停产、高价纱线价格滞后传导、以及人工等其他生产要素成本上升导致盈利能力受到压缩。下半年订单端预计保持正向增长，且随着原材料传导完成带动 ASP 进一步提升、叠加国内产能恢复，利润端有望得到修复。

中长期来看，公司作为成衣一体化龙头，与核心品牌客户紧密合作延续，行业加速整合背景下公司的核心竞争力有望得到巩固。

#### ■ 伟星股份

公司前瞻性全球化、智能制造优势逐步凸显，在宏观消费疲软背景下 22 年 Q1~Q3 收入/归母净利分别同增 19%/30%，实现优质增长；其中拉链业务收入增速达到 29%。从产能端来看，公司的海外扩产项目稳步推进，越南工业园预计 2024 年投产。中长期来看，公司凭借差异化订单与快速交期构筑自身核心壁垒，智能制造有望促进生产效率持续提升。

#### ■ 华利集团

订单方面，今年公司与核心客户合作进一步深化，前三个季度预计 Nike/Deckers/VF/Puma/UA 分别贡献 8.8/4.6/4.1/2.4/1.3 亿美元收入，其中 Nike Q3 订单同增约 38%、增速环比进一步提升；另外公司与昂跑、NB 等新兴品牌展开合作，明年有望进一步放量。产能方面，近期公司拟收购成熟制鞋及鞋业贸易标的，预计明年为公司贡献 1000 万双产能，以应对客户订单快速爬坡需求。

中长期来看，随着参与体育人数、运动频次增加，运动鞋复购率提升；叠加运动需求更加细化，运动鞋使用场景拓宽有望带动运动鞋消费规模不断扩容；而公司作为制鞋龙头，有望受益于终端需求增长与格局优化，带动自身份额提升。

## 5、投资建议

疫情防控松绑、出行复苏背景下，建议关注自身渠道/运营优势突出、有望受益于标杆项目落地带动规模进一步提升的**中国中免**。品牌服饰端，建议关注品牌势能向上，且自身产品力、经营效率行业领先的**李宁**；定位高端男性客群、业绩兼具韧性及成长性的**比音勒芬**，逆势积极拓店，客流复苏带动规模与份额提升的**歌力思**。纺织制造端，建议关注有望受益于棉价回升、估值具备性价比的**富春染织**；以及差异化切入高景气运动户外赛道、且上游环节降价有望带动需求提升的**台华新材**。

## 6、风险提示

**疫情反复风险：**疫情影响服装终端销售疲软，导致收入不及预期；东南亚疫情影响工厂停工，拖累制造企业整体盈利能力，工厂停滞和订单减少导致行业内主要公司业绩大幅波动。

**汇率波动风险：**纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

**越南人力成本上涨风险：**越南地区人力成本在近几年上涨幅度较大，未来 3-5 年，若人力成本继续上涨，或影响行业内国际化产能布局的公司利润水平。

**提价不及预期风险：**品牌服饰企业存在品牌力提升不达预期，ASP 降低、终端折扣力度加大导致收入增速放缓风险。

**免税政策调整风险：**根据海南省规划，海南将在 2025 年前适时启动全岛封关运作，预计对现有免税运营商带来影响。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402