西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

纺服行业2023年投资策略

看好品牌消费修复，期待制造拐点

西南证券研究发展中心
纺服研究团队
2022年12月

核 心 观 点

➢ 服饰家纺：户外及运动景气度最强，明年消费有望率先修复

户外与运动为服饰家纺中景气度最高的子板块，22年前三季度国内露营概念龙头牧高笛营收/归母净利分别取得60%/82.4%的增速，业绩亮眼；港股运动龙头李宁、安踏、特步国际、361度第三季度流水亦边际改善，增速高于其他品牌服饰。短期看，运动服饰仍处于去库存期，但考虑到其强大的增长动能，预计消费回暖后流水会率先恢复；长期看户外运动和时尚需求带来功能服饰赛道延续增长韧性，行业集中度有较大提升空间，龙头品牌将持续受益，建议重点关注兼具产品和渠道优势的龙头。推荐安踏体育、李宁、特步国际、361度、波司登、比音勒芬。

➢ 纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

受到年初以来：1）内需修复缓慢；2）外需逐步回落；3）上半年原材料价格处于高位等因素影响，国内纺织制造企业业绩整体承压，但部分龙头订单仍维持稳健。展望来看，当前海外通胀边际改善，国内疫情影响逐步减弱，预计下游品牌库存拐点有望提前到来；建议重点关注在研发、快反等方面优势稳固且中长期产能规划清晰的龙头。推荐华利集团、申洲国际、伟星股份、台华新材。

➢ 珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

在疫情反复、线下门店部分关停背景下，22年前三季度珠宝首饰行业整体承压，重点公司中除周大生凭借省代模式促黄金产品放量，实现营收快速增长外，其余均下滑。珠宝首饰板块另一大关注点在于培育钻的应用，目前培育钻仍处于低渗透率高增长阶段，国内珠宝企业豫园、曼卡龙、潮宏基、中国黄金等均有所布局，前景广阔。展望来看，随着疫情后消费逐步恢复，叠加春节等节假日消费旺季的到来，预计需求将回暖。

核 心 观 点

- **海外纺服：需求偏弱，板块整体承压，Lululemon增长强劲**

年初至12月7日，美国服饰板块整体承压，下跌34.2%；其中运动服饰仅Lululemon在近一年内跑赢大盘，实现涨幅达8.5%，其余三大龙头Nike、Adidas、Under Armour跌幅为28.5%、49.7%、47.7%。短期看，在通货膨胀和美联储加息的双重压力下，美国服饰板块整体承压，未来半年以防御为主。中长期看，Lululemon发展动力最强：1）公司进入“Althflow”风格市场，结合运动的功能性、上班的专业性、居家的舒适性，一衣多场景使用。目前Lululemon在“Althflow”市场没有大的竞争对手，有望充分享受行业红利；2）中国市场继续贡献增长动能。

- **海外奢侈品：业绩快速修复中，头部表现亮眼**

2022年初至12月5日，全球奢侈品板块下跌21%，同期全球非必需消费品板块下跌29%，优于大盘，疫情后奢侈品业绩快速修复。LVMH、Hermes、Richemont 三大奢侈品巨头均跑赢大盘，其中Hermes年初至今实现涨幅4%。经营层面，上半年包括Kering在内的四大奢侈品巨头营收增速均超20%，其中Hermes以29%的增速位于第一，主要受益于欧洲当地消费者和游客的增长带动及Q2中国地区高线城市门店恢复后快速回弹。展望未来，各大奢侈品的关键问题在于中国市场。伴随疫情影响进入尾声和12月元旦、1月春节的到来，奢侈品消费有望在短期迎来一波较快修复，关注爱马仕国际。

- **风险提示：终端消费修复不及预期的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。**

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

服饰家纺：户外/运动景气延续，期待消费复苏

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

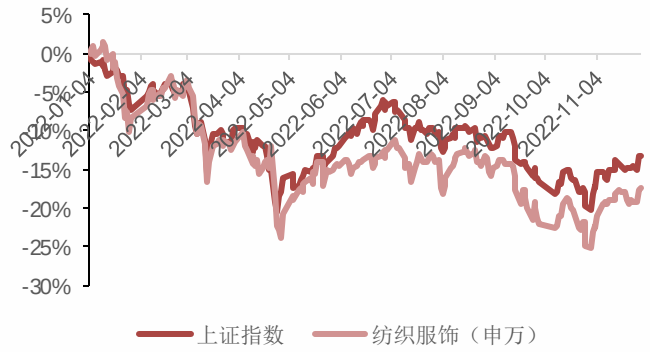
海外纺服：板块整体承压，Lululemon增长强劲

海外奢侈品：业绩快速修复，头部表现亮眼

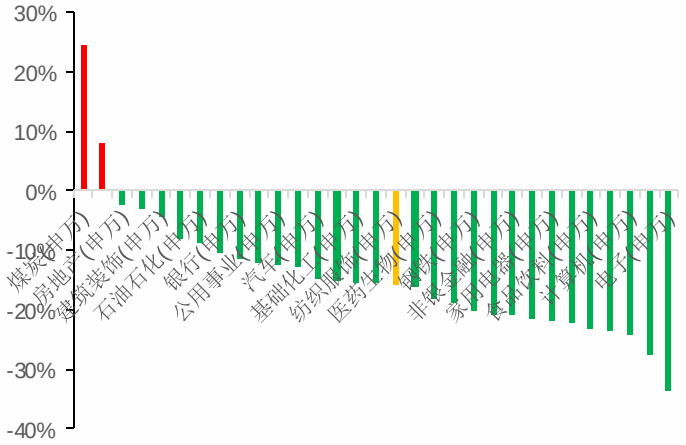
2023年重点推荐投资标的

2022年行业回顾：纺服板块及各子板块收益率

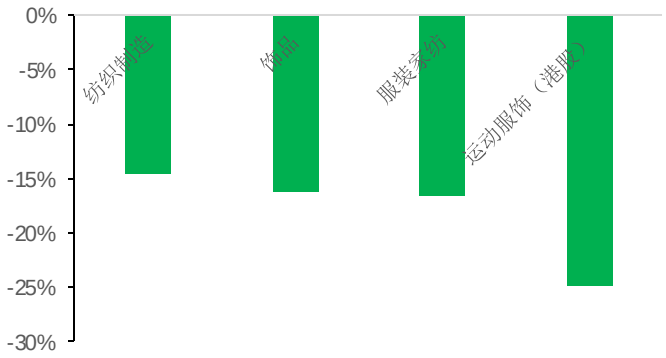
纺服指数相对沪深300走势



纺服收益率在各行业中排名17位



纺服行业各子板块涨跌幅

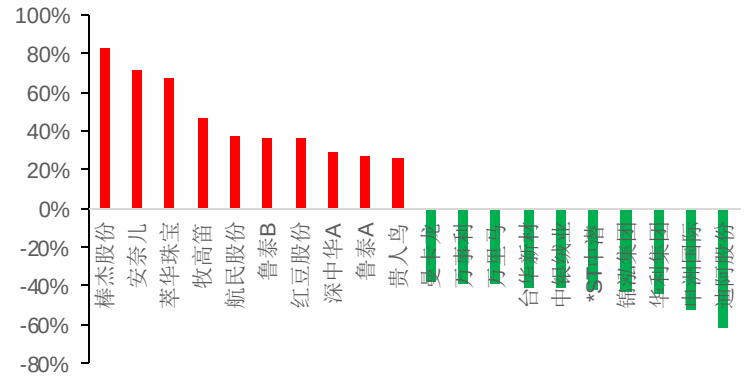


- 2022年初至11月30日，申万纺服指数累计下跌17.6%，同期上证指数下跌13.2%，纺服指数跌幅超过大盘4.3个百分点。
- 在全部31个申万一级行业中，纺服行业收益率排名第17位。
- 纺服各子板块中，纺织制造跌幅最小（-14.5%），港股运动服饰跌幅最大（-24.9%）。

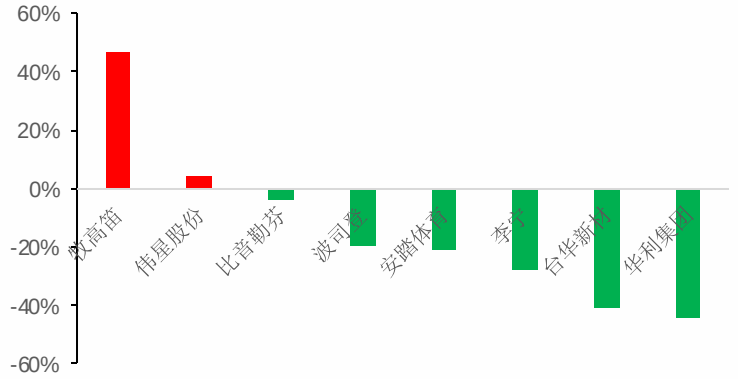
数据来源：Wind，西南证券整理

2022年行业回顾：个股收益率前十和后十个股

纺服个股收益率正负top10



纺服重点推荐标的收益率



- 2022年初至11月底，在122家纺服标的（SW纺服+港股运动）中，有35家获得正收益。收益率前十的标的分别为棒杰股份（+82.6%）、安奈儿（+71.4%）、萃华珠宝（+67%）、牧高笛（47.1%）、航民股份（37.4%）、鲁泰B（+36.7%）、红豆股份（+36.5%）、深中华（+28.6%）、鲁泰A（+26.7%）、贵人鸟（+25.5%）。其中部分标的跨界布局热门板块，例如棒杰股份、萃华珠宝分别布局光伏和锂电池业务、安奈儿研发出具备稀缺性的抗病毒面料，均引发市场关注；亦有部分标的凭借业绩逆势增长获得超额收益：例如牧高笛作为国内露营设备龙头，在露营大热背景下，业绩实现高速增长；鲁泰A作为高档色织布龙头，受益于人民币贬值叠加海外高端正装需求恢复，业绩亮眼。

数据来源：Wind，西南证券整理

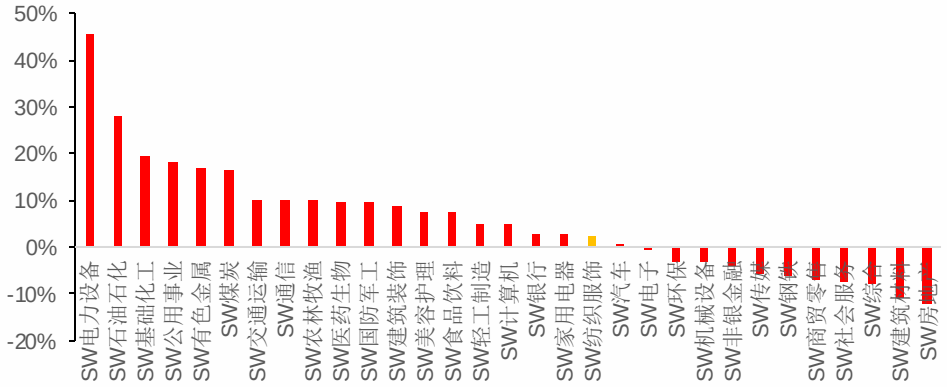
2022年行业回顾：年初至今重点推荐标的及专题

- 在重点推荐标的中，牧高笛与伟星股份收益率较高。其中牧高笛受益于露营行业处于爆发期，业绩持续超预期；伟星股份近年来在大客户战略下实施全球营销布局，海外客户需求释放，业绩增长稳健。其余重点推荐标的收益率较弱，台华新材今年以来在下游需求疲软叠加原材料价格上涨的影响下业绩下滑；李宁与安踏作为国内运动鞋服龙头，年初以来受疫情扰动库存压力有所上升，折扣加深，业绩承压。
- 展望来看，短期随着防疫政策放开，纺服作为可选消费弹性更强，将迎来估值与业绩拐点，重点推荐标的均将获益。中长期来看:1）品牌端方面，牧高笛将受益于露营渗透率与客单价均提升；安踏李宁将受益于国货崛起潮流下市占率增加及国内运动鞋服人均消费提升带来的市场规模扩大；比音勒芬精准卡位高尔夫运动，在运动细分化专业化趋势下前景可期；波司登作为国内羽绒服龙头，自2018年重新聚焦主业以来持续推进产品升级与渠道优化，有望受益于国内羽绒服市场渗透率与客单价提升；2）制造端方面，华利集团、台华新材、伟星股份作为各自领域的龙头，产能规划清晰，在下游需求扩容带动下业绩增长确定性较高。

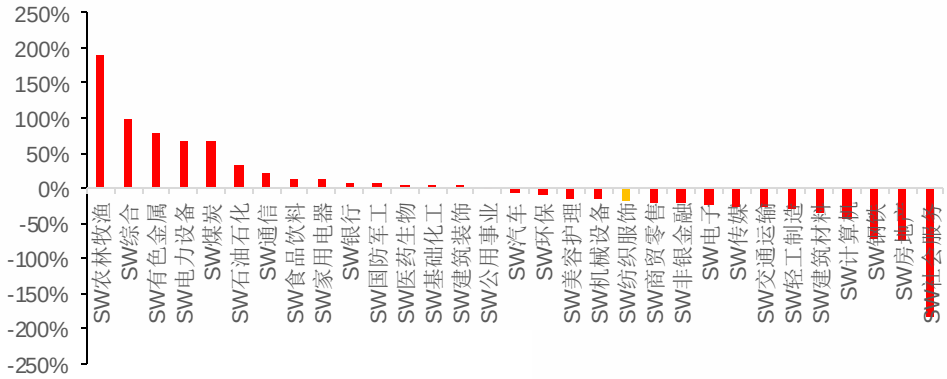
- 重点专题报告梳理：
  - 《露营处于渗透率和客单值双升机遇期》——20220531
  - 《扩张的防晒服市场，进击的蕉下》——20220728
  - 《伟星股份（002003）：面向全球的辅料龙头，大客户战略前景广阔》——20221117

2022年行业回顾：前三季度各行业营收增速对比

2022年前三季度各行业营收增速对比



2022年前三季度各行业净利润增速对比



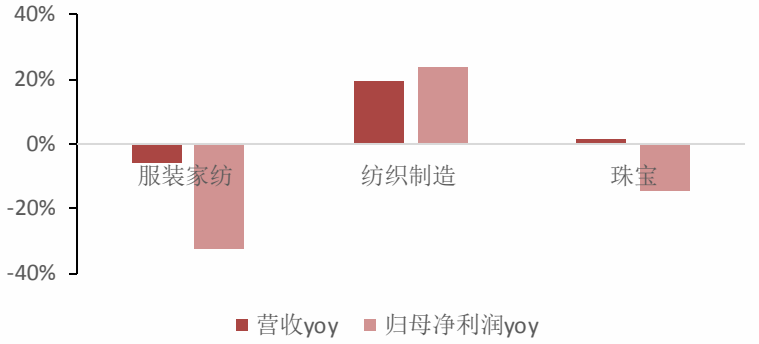
- 受疫情反复，消费修复不及预期叠加去年高基数影响，2022年前三季度SW纺服行业营收同比增长2.4%，在申万一级行业中位列第19；净利润同比下降17%，排名第20。
- 2022年单三季度景气度仍有压力，SW纺服行业营收同比持平，净利润同比下降12.6%。

数据来源：Wind，西南证券整理

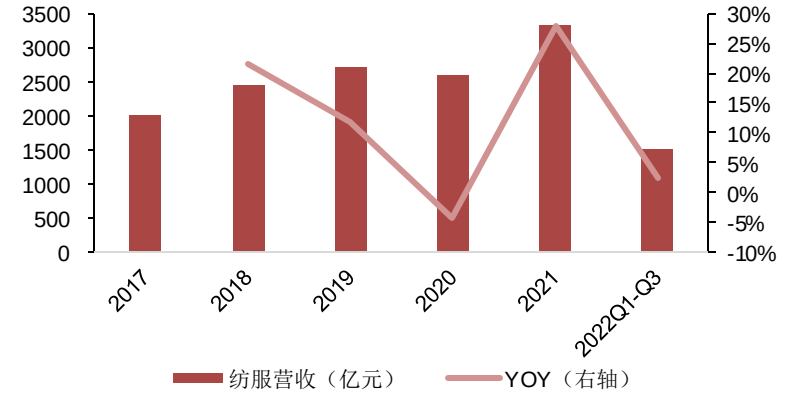
2022年行业回顾：纺织制造业绩表现亮眼，服饰家纺及珠宝均承压

- 从纺服各板块主要企业来看，前三季度营收及归母净利润同比分别增长2.4%/-12.2%，走势与板块整体一致。
- 具体来看，作为可选消费，服饰家纺和珠宝板块均受疫情反复影响，业绩下滑明显，其中服饰家纺板块前三季度营收/归母净利润分别同比-5.8%/-32.5%，珠宝板块前三季度营收/归母净利润分别同比1.4%/-14.3%。纺织制造板块受益于原材料价格回落叠加人民币汇率贬值带动，前三季度营收/归母净利润分别实现19.6%/23.6%的增长。

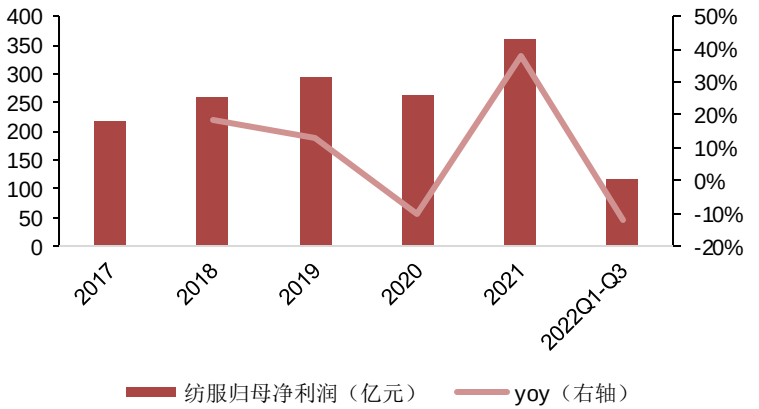
前三季度各板块重点公司营收及净利润增速



纺服重点公司合计营收及增速



纺服重点公司合计净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

服饰家纺：户外/运动景气延续，期待消费复苏

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

海外纺服：板块整体承压，Lululemon增长强劲

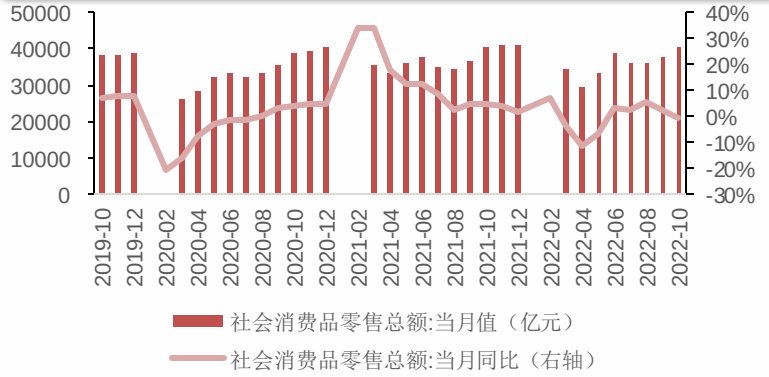
海外奢侈品：业绩快速修复，头部表现亮眼

2023年重点推荐投资标的

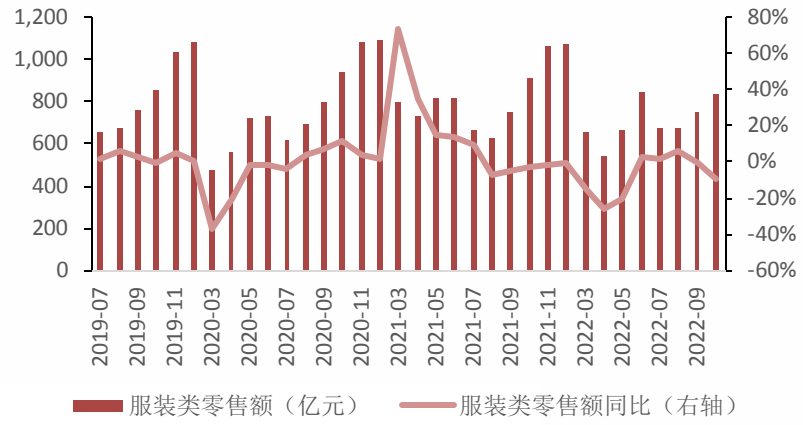
服饰家纺：期待疫情防控放开后消费复苏

- **疫情反复，服饰消费承压。**消费复苏节奏与疫情关联度较高，2022年3-5月和9-10月两波疫情扰动拖累了消费的修复速度。服饰作为可选消费，在疫情下承压明显，截至22年10月，服饰类/服装鞋帽、针、纺织品类零售额分别累计同比下降5.5%/4.4%。
- 展望来看，随着疫情影响进入尾声，服饰消费需求弹性有望充分释放。

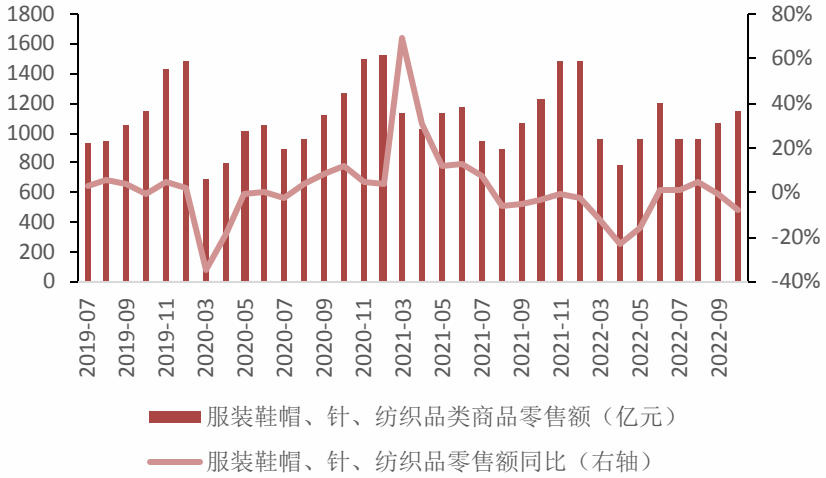
19-22Q3社会消费品零售总额及增速



19-22Q3服饰类零售额及增速



19-22Q3服饰鞋帽针纺织品类零售额及增速

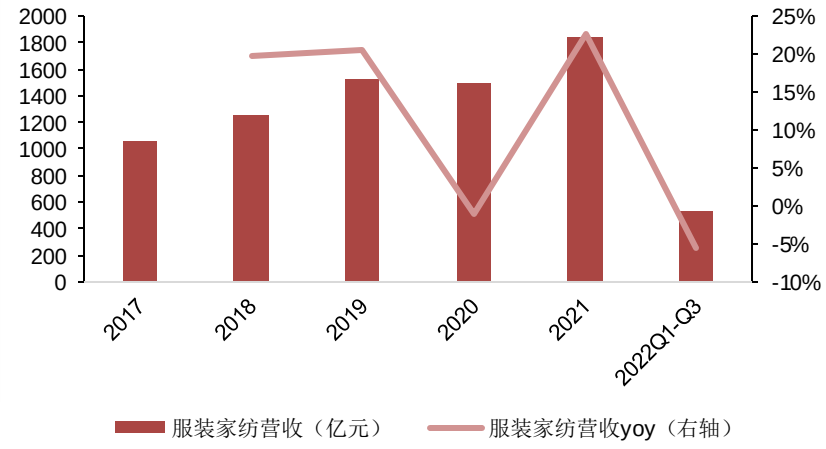


数据来源：Wind，西南证券整理

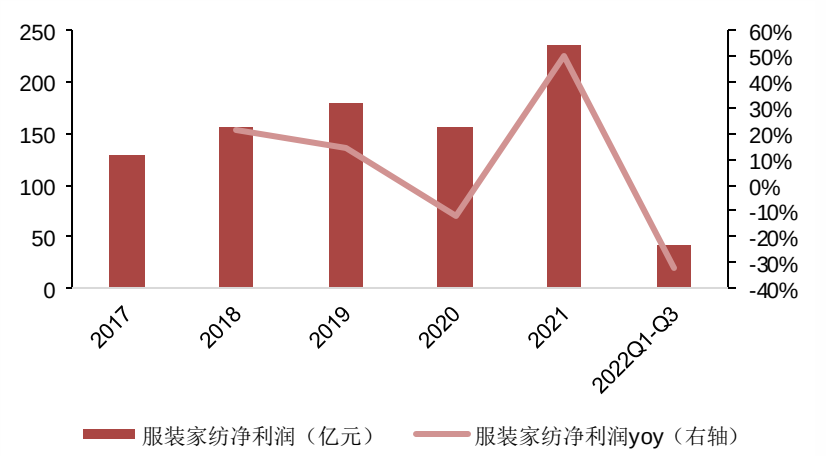
服饰家纺：高基数与疫情影响下，业绩下滑

- 在2021年服饰家纺业绩基数较高，叠加今年疫情反复影响，2022年前三季度服饰家纺板块营收与净利润承压。前三季度主要服饰家纺企业总营收/总净利润分别同比下滑5.7%/32.5%。其中品牌服饰企业总营收/总净利润分别同比下降6.2%/36%，家纺企业总营收/总净利润分别同比下降2.9%/14.8%。
- 单Q3主要品牌服饰公司总营收/总净利润分别同比下降9.4%/44%，家纺公司总营收/总净利润分别同比下降5.1%/10.2%，目前业绩压力仍然较大。

17-22Q3服饰家纺重点企业营收及增速



17-22Q3服饰家纺重点企业净利润及增速

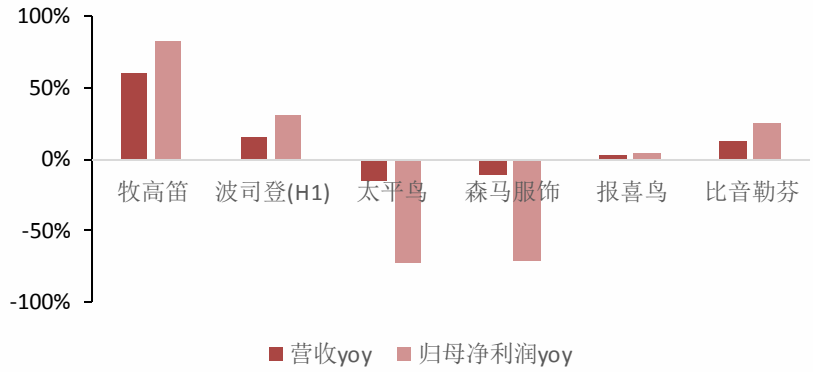


数据来源：Wind，西南证券整理

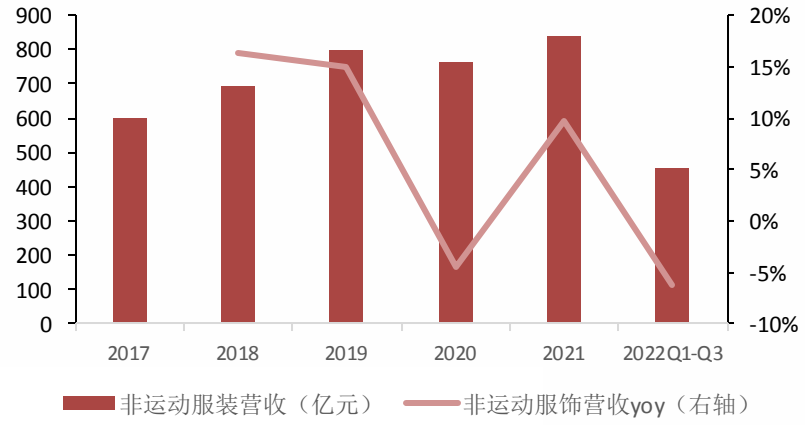
非运动服饰：疫情下户外相关标的表现亮眼

- 2022年前三季度非运动服饰板块受疫情反复影响承压，主要企业营收和净利润总额分别下滑6.2%/36%。
- 受益于户外赛道高景气度延续，主要企业中，与户外相关的牧高笛、波司登及比音勒芬业绩韧性较强，其中牧高笛受益于露营潮流持续火热，前三季度营收与归母净利润分别同比增长60%/82.4%，业绩表现最为优异。

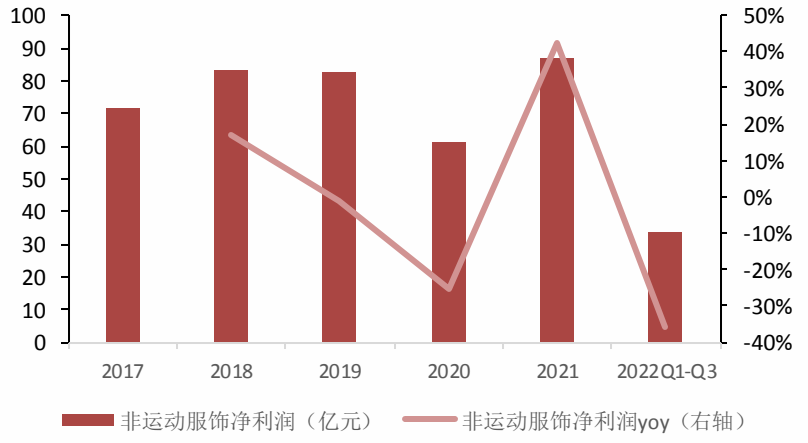
部分重点服饰企业22Q1-Q3营收/净利润增速



17-22Q3非运动服饰重点企业总营收及增速



17-22Q3非运动服饰重点企业总净利润及增速

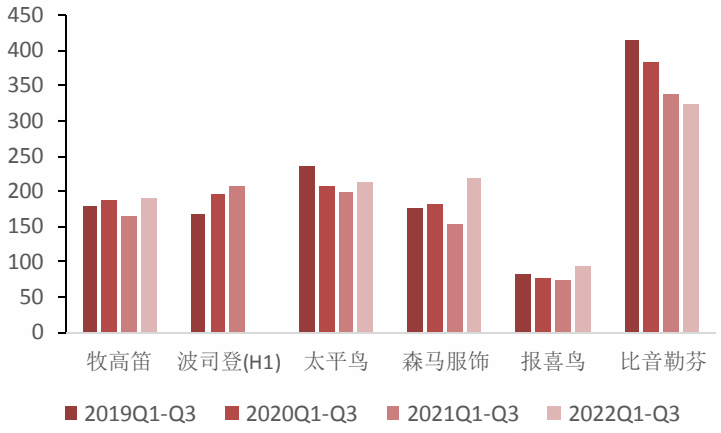


数据来源：Wind，西南证券整理；注：波司登为各财年上半年数据

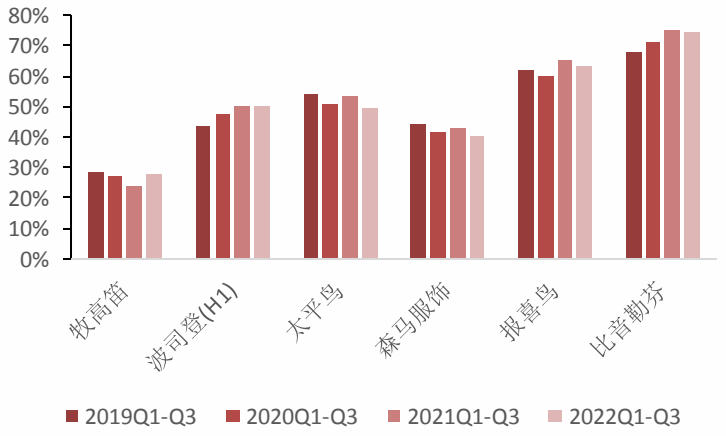
非运动服饰：存货周转期有所延长，盈利能力整体承压

- **存货周转期有所延长。**受消费不景气拖累，前三季度主要非运动服饰存货周转期普遍有所延长，如森马服饰存货周转天数为220天，较去年同期增加88天；但比音勒芬凭借优秀的产品力与渠道把控，存货周期连续三年缩短。
- **板块盈利能力整体承压。**年初以来，受1）疫情反复导致部分线下门店关闭；2）存货积压，品牌方加深折扣以促销等因素影响，板块整体盈利能力承压。如太平鸟毛利率同比下降3.5pp。但牧高笛凭借1）高毛利率的大牧业务（主营露营设备）放量；2）持续推出高附加值新品，盈利能力逆势提升，前三季度毛利率同比增加3.2pp。

重点非运动服饰企业存货周转天数（天）



19Q3-22Q3重点非运动服饰企业毛利率

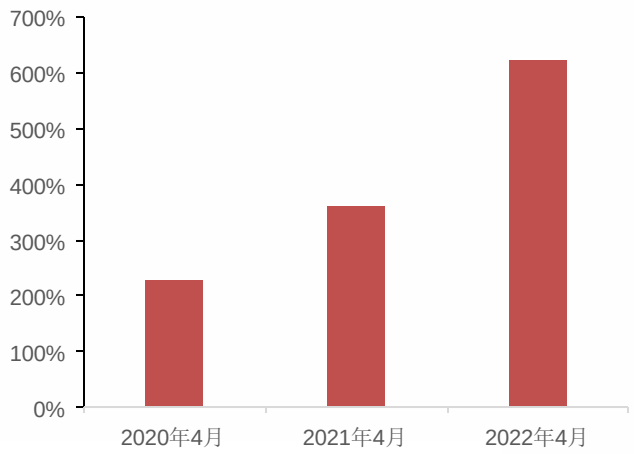


数据来源：Wind，西南证券整理；注：波司登为各财年上半年数据

非运动服饰：露营成消费黑马，带动相关品类销量增长

- **露营成为年度黑马，行业处于爆发期。**尽管年初以来消费整体低迷，但兼具社交与休闲属性的露营活动在疫情下加速兴起，目前行业处于爆发增长阶段。2022年4月小红书露营搜索热度同比增长623%；根据携程披露数据，截至10月底，平台露营订单同比增长超30倍，人均露营消费达1027元，同比增长超10%。根据魔镜市场情报数据，双十一期间牧高笛、挪客、骆驼等品牌露营装备产品销售额均同比增长一倍以上。

小红书露营搜索热度同比增速



数据来源：清渠数智，西南证券整理

表：天猫双十一期间露营设备销售情况

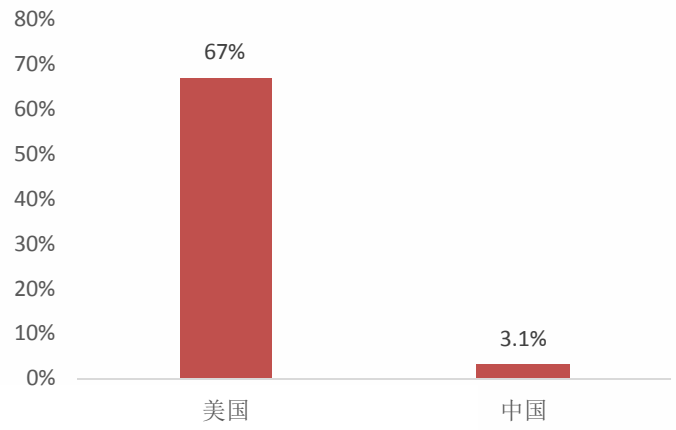
品牌	销售额（万元）	YOY
Naturehike	6062	191%
牧高笛	4209	213%
骆驼	3968	434%
挪客	583	135%
探险者	7281	540%

数据来源：魔镜市场情报，西南证券整理；注：统计时间为2022.11.1-2022.11.11

非运动服饰：露营渗透率与人均消费仍有较大提升空间

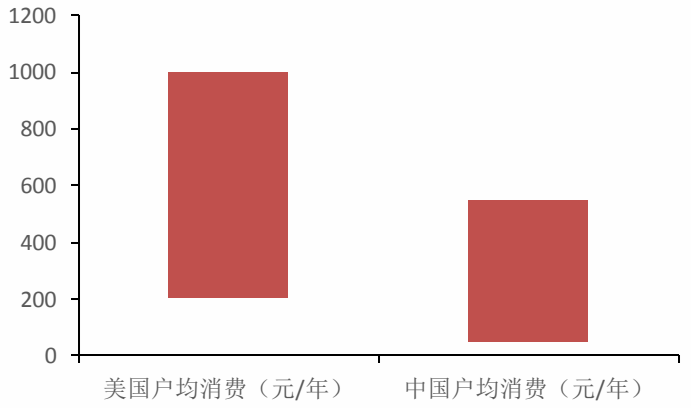
- **我国露营参与率与人均消费仍有较大提升空间。**对比发达国家来看，国内露营参与率与人均消费均有较大提升空间。2020年美国家庭中参与过露营活动的占比约67%，中国露营参与率仅为3%左右，尚处于发展初期，参与率提升空间充分。从人均消费来看，目前我国居民消费产品集中在较低端品类，购买装备花费最低为50元左右，与美国消费者常态化的露营消费仍有较大差距。
- 展望来看，根据艾媒咨询数据，2021年中国露营经济市场规模约为299亿元，增长约78%，预计2022-2025年仍将保持15-20%的增速，到2025年达到562.1亿元规模。
- **推荐标的：牧高笛。**

中美露营参与率对比



数据来源：艾媒咨询，KOA，西南证券整理

中美人均支出对比



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

非运动服饰：牧高笛受益行业红利，业绩持续超预期

- 在露营行业持续火热背景下，牧高笛作为国内露营设备龙头，凭借差异化定位+坚实产品力+精准营销，竞争优势稳固，业绩持续超预期：
  - 公司产品定位中高端，既满足精致露营潮流下消费者对品质的追求，同时又以较高的性价比（相较Snowpeak等国际大牌而言）在露营市场渗透率快速提升，消费下沉过程中，博得大众消费者青睐；
  - 产品方面，公司03年即开始为下游客户供应ODM产品，具备丰富的产品开发经验。平均每年为客户开发200-300款帐篷，与迪卡侬、Go Outdoors等客户建立深度合作，同时公司自有品牌产品持续迭代，明星产品“冷山”成为行业标杆，今年新推出揽胜系列在轻质化方向引领行业潮流；
  - 营销方面，公司积极通过IP联名、跨界联名以及在小红书等社交媒体种草等方式发力产品营销推广。

表：国内外主要露营品牌产品价格带对比

国别	品牌	帐篷价格（元/顶）	市场布局
日本	Snowpeak	1569-17900	日本、中国台湾、韩国、英国、美国
	Ogawa	2221-9994	日本、泰国、中国台湾
	DOD	1098-8800	日本、韩国、中国（含香港和台湾）
丹麦	Nordisk	1479-18409	日本、中国（含台湾）、欧洲
中国	牧高笛	369-5499	中国及欧美市场
	挪客	259-5000	中国、美国、日本、英国、俄罗斯、法国、加拿大、韩国、瑞典等68个国家和地区
	自由之魂	238-5600	中国、日本、韩国等亚洲国家和地区

牧高笛与汽车、综艺以及露营地等



数据来源：淘宝、小红书，西南证券整理

非运动服饰：牧高笛受益行业红利，业绩持续超预期

- **量增逻辑支撑业绩增长，单价重回上升通道。**公司主要产品帐篷及设备销售量持续增长，截至2021年销售量达311.6万件，2018-2021年销售量CAGR达20.8%；同时产品单价自2021年以来再度进入上升通道，2021年单价达247.5元/件，同比提升6.2%。在精致露营需求旺盛的背景下，公司凭借产品研发优势不断迭代新品，单价相较国际大牌仍有提升空间。

表：牧高笛主要产品量价拆分

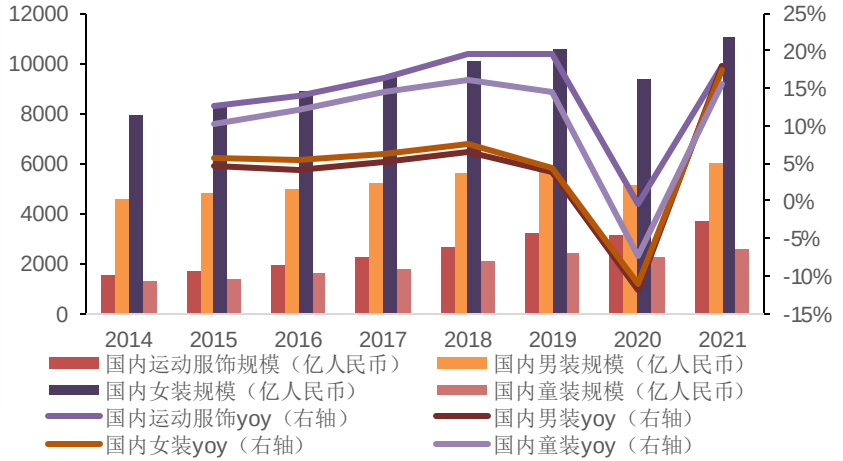
	2018	2019	2020	2021
帐篷及设备销售量（万件）	176.83	146.38	230.12	311.59
单价（元/件）	234.90	270.79	233.09	247.52
帐篷及设备销售额（百万元）	415.38	396.38	536.40	771.25
服装及鞋子销售量（万件）	104.74	91.68	102.56	86.74
服装及鞋子单价（元/件）	116.30	125.10	89.10	119.82
服装及鞋子销售额（百万元）	121.81	114.69	91.38	103.93

数据来源：Wind，西南证券整理

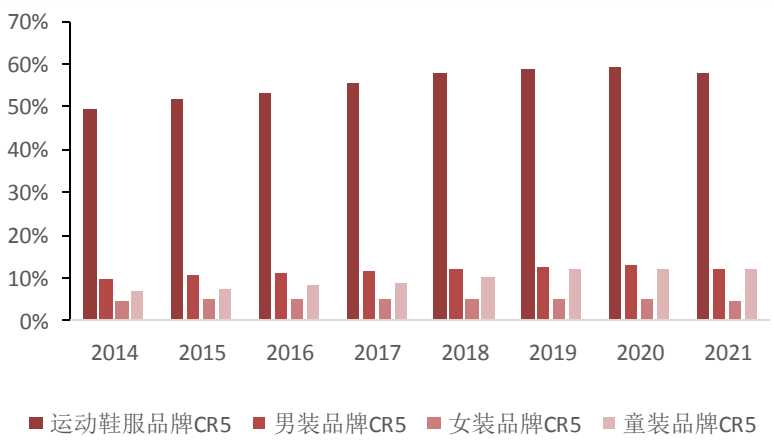
运动服饰：成长性强，集中度高的优质赛道

- 运动服饰是成长性强、集中度高的优质赛道。
- 近年来随着我国运动参与率和人均运动鞋服消费金额提升，国内运动服饰规模快速增长。截至2021年国内运动鞋服规模为3718亿元，同比增长18%，2016-2021年GAGR达14.3%，而同期男装/女装/童装GAGR分别为3.8%/4.6%/10.3%，运动服饰行业景气度显著更高。
- 从竞争格局来看。运动服饰功能属性更强，消费者在选购运动服饰时对产品功能与智能科技的关注度更高，因此掌握关键面料材质等科技的头部品牌拥有更高的市场份额，2021年国内运动鞋服品牌CR5达到58.1%，高于男装（CR5为12%）、女装（CR5为4.8%）和童装（CR5为12.1%）。

16-21年国内运动服饰/男装/女装/童装规模及增速



16-21年国内运动服饰/男装/女装/童装CR5

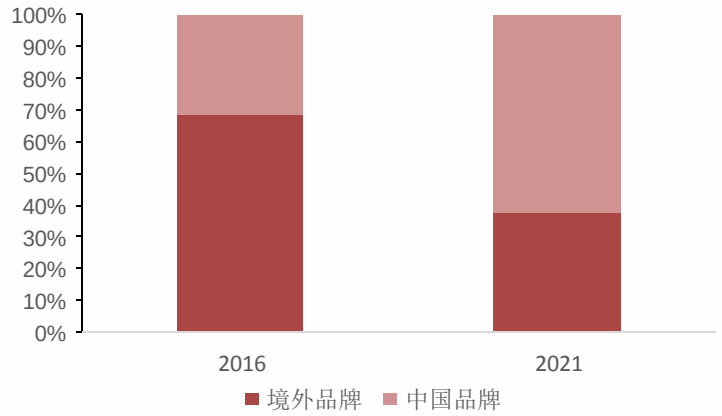


数据来源：euromonitor，西南证券整理

运动服饰：国有品牌市占率持续提升

- 国货崛起带动国产运动服饰认可度和市占率提升，主要是1）国产运动服饰品牌在产品功能性与颜值方面持续提升，综合性价比较高；2）年轻消费者对国产品牌认可度提高，尤其是“新疆棉”等事件加速国内消费者对国货的关注度提升。
- 截至2021年前四大国产运动品牌市占率之和较2020年提升2.5pp，而Adidas与Nike市占率之和较2020年下降3.4pp。

中国品牌与境外品牌关注度



表：2012-2021年各运动服饰品牌在国内市场占有率情况

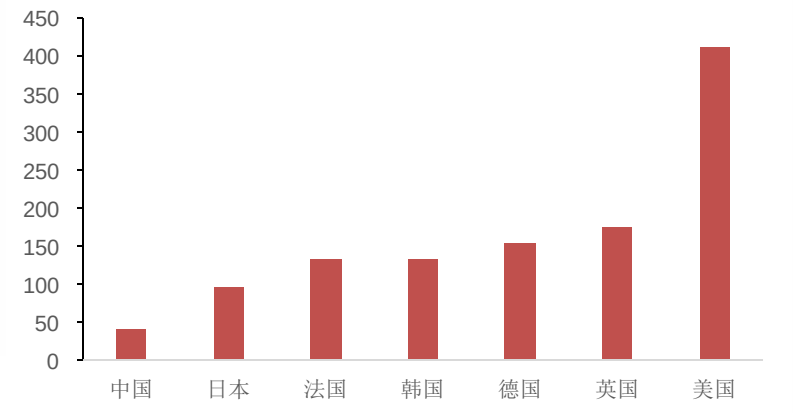
品牌	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nike	13.70%	14.00%	14.30%	15.50%	16.90%	18.10%	18.70%	18.80%	20.00%	19.10%
Adidas	13.30%	15.00%	14.80%	15.30%	16.10%	18.30%	19.20%	18.80%	17.10%	14.60%
安踏（含FILA）	7.20%	7.40%	8.60%	9.90%	10.40%	11.00%	12.80%	14.60%	15.20%	16.20%
李宁	7.30%	6.60%	6.60%	6.90%	6.60%	6.20%	6.00%	6.50%	6.80%	8.20%
特步	7.90%	6.30%	6.60%	6.30%	5.60%	4.50%	4.70%	4.80%	4.60%	4.80%
361度	5.80%	4.30%	4.30%	4.30%	4.20%	3.80%	3.10%	2.90%	2.70%	2.60%

数据来源：Euromonitor、人民网、百度，西南证券整理

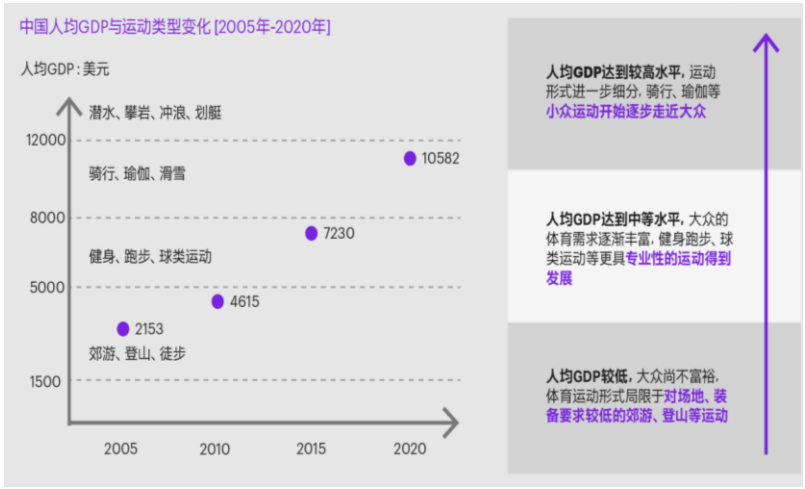
运动服饰：国内市场增长空间大，朝着细分化趋势发展

- 截至2021年，我国人均运动鞋服消费金额为40.1美元，同比增长27.3%，2016-2021年GAGR达14.6%，成为运动服饰市场扩容的有力支撑。展望来看，2021年我国人均运动鞋服消费支出相较法国/德国/英国/美国的支出水平仍有3.3x/3.8x/4.3x/10.1x增长空间，相较文化背景和消费习惯较为相似的日本/韩国也分别有2.4x/3.3x增长空间，消费天花板较高。
- 根据科尔尼咨询，随着人均GDP不断增长，户外运动的需求会朝着细分化、专业化趋势发展。参考日本经验，预计相对小众高端的滑雪、潜水、冲浪、攀岩等户外运动项目也会在我国掀起潮流，带动相关户外用品产业快速发展，进一步带动人均消费额提升。

2021年各国人均运动鞋服消费金额（美元）



我国户外运动发展趋势

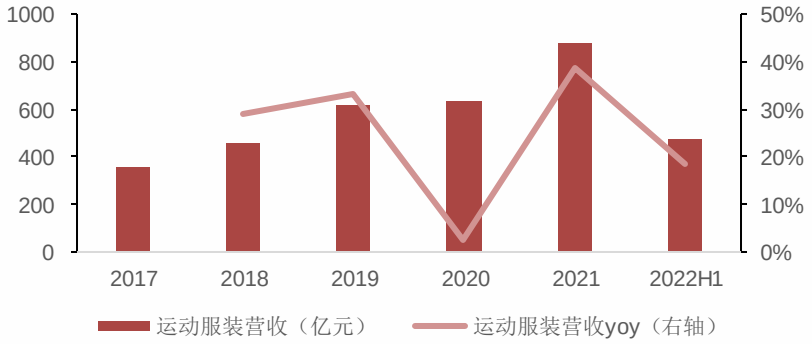


数据来源：euromonitor、科尔尼咨询，西南证券整理

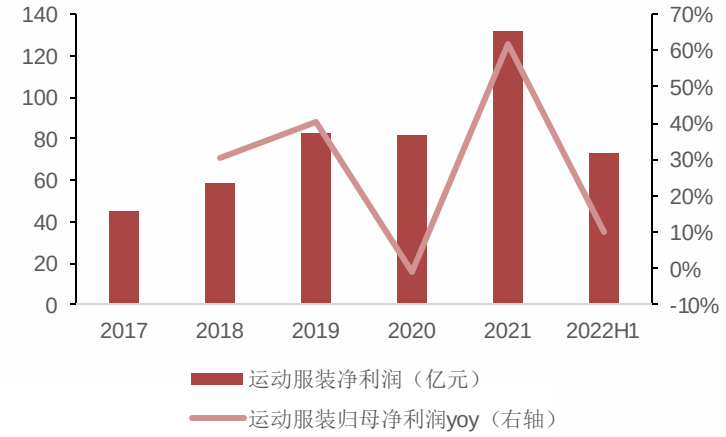
运动服饰：疫情反复下，头部企业经营韧性强

- 行业景气度延续。22H1在疫情扰动和高基数下，运动服饰板块主要标的营收/净利润分别增长18.5%/9.8%，表现出较强需求动能。
- 从经营流水来看，在经历了二季度疫情冲击后，国内运动鞋服头部企业在三季度流水均恢复正增长，经营韧性凸显。
- 我们认为在运动参与率和人均消费额持续双升趋势下，运动板块景气度将保持强韧性。

运动服饰板块营收（亿元）及增速



运动服饰板块净利润（亿元）及增速



表：22Q1-22Q3国内头部运动服饰企业经营流水

	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安踏			
安踏牌	10%-20%	中单位数下降	中单位数增长
FILA牌	中单位数	高单位数下降	10%-20%低段
其他品牌	40%-45%	20%-25%	40%-45%
李宁			
全平台（不含李宁young）	20%-30%高段	高单位数下降	10%-20%中段
线下（零售+批发）	20%-30%中段	高单位数下降	10%-20%中段
直营	30%-40%中段	10-20%高段下降	20%-30%低段
加盟	20%-30%低段	10-20%高段下降	10%-20%低段
电商平台	30%-40%中段	中单位数增加	20%-30%中段
特步国际			
零售销售增长（线上线下）	30%-35%	中双位数增长	20%-25%
361度			
主品牌	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长
童装品牌	20%-25%增长	20%-25%	20%-25%
电商平台	50%	40%	约45%

数据来源：Wind、公司公告，西南证券整理

运动服饰：存货周转期有所延长，折扣有所加深

- 存货周转方面，受疫情导致部分线下门店关闭和消费修复速度放缓的影响，年初以来国内头部运动服饰企业存货周转期均有所延长，安踏主品牌存货周转期从2021Q4小于5个月延长到2022Q3的6个月。
- 折扣率有所加深。为避免存货积压，国内各头部运动鞋服品牌主动加大折扣力度。例如FILA从2021Q4八六折下降到2022Q3七四折至七五折。
- 展望来看，随着疫情影响进入尾声，国内消费修复将迎来加速，运动服饰品牌库存拐点也有望提前到来，经营状况将显著改善。

表：21Q4-22Q3国内头部运动品牌存货周转期

品牌	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安踏主品牌	<5个月	5个月+	5个月+	6个月
FILA	6-7个月	6-7个月	7-8个月	7-8个月
李宁	3.9个月	4个月	3.6个月	4个月+
特步国际	4个月	4个月	4.5个月	4.5-5个月

表：21Q4-22Q3国内头部运动品牌折扣率

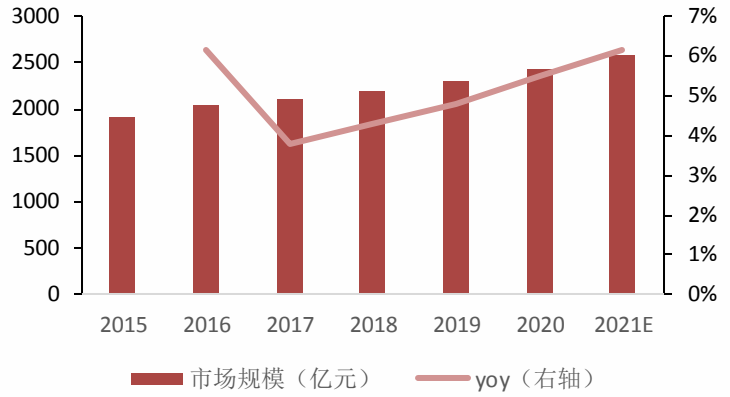
品牌	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安踏主品牌	约七四折	七三折	约为七五折	七四折左右
FILA	约八六折	七五折	约为七五折	七四折至七五折
李宁	/	七折低端	六折高端	六折中端
特步国际	七五折至八折	约七五折	七折至七五折	七折至七五折

数据来源：公司公告，西南证券整理；注：李宁折扣率为线下（含奥莱），其余为全平台折扣率。

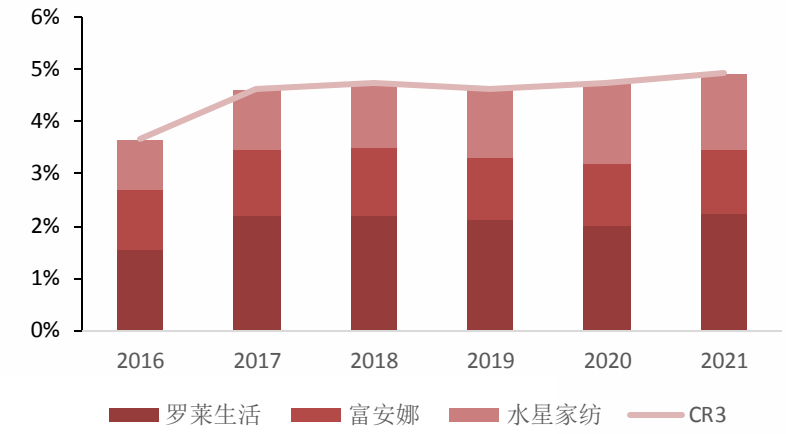
家纺：行业增长稳健，集中度较为分散

- 国内家纺行业近年来增长稳健，根据euromonitor数据，2016-2020年GAGR为4.6%，预计2021年市场规模为2687亿元。
- 行业竞争格局较为分散，近年来家纺三巨头罗莱生活、富安娜、 水星家纺合计市占率稳中有升，截至2021年CR3仅4.9%。同时，行业线上渗透率持续提升，根据euromonitor，截至2020年线上渠道占比达17.6%，考虑到线上渠道头部市占率更高，未来行业竞争格局有望不断优化。

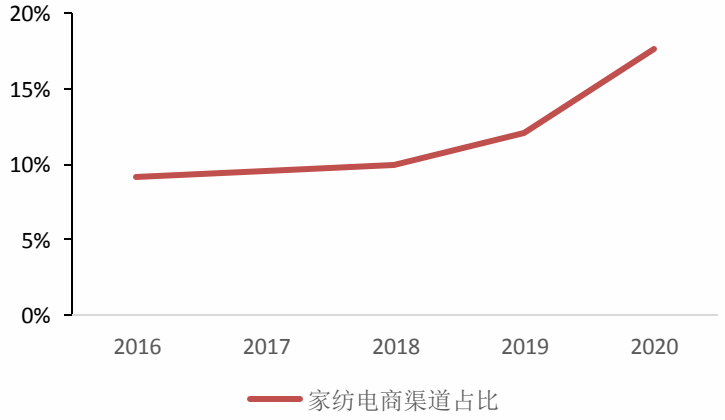
2017-2021年家纺行业规模及增速



2016-2021年家纺行业CR3



2016-2020年家纺行业电商渠道占比

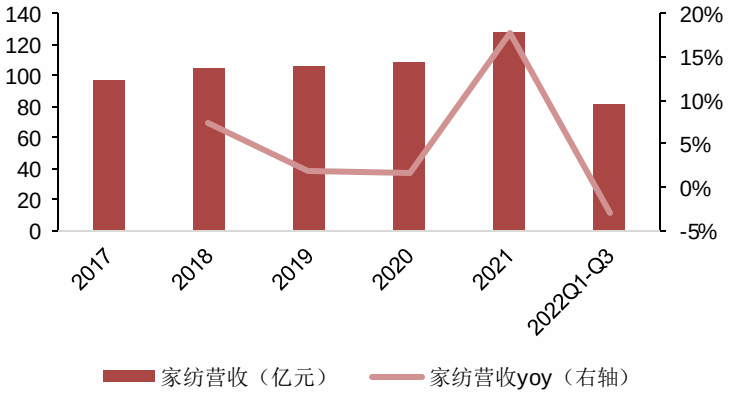


数据来源：euromonitor、公司公告，西南证券整理

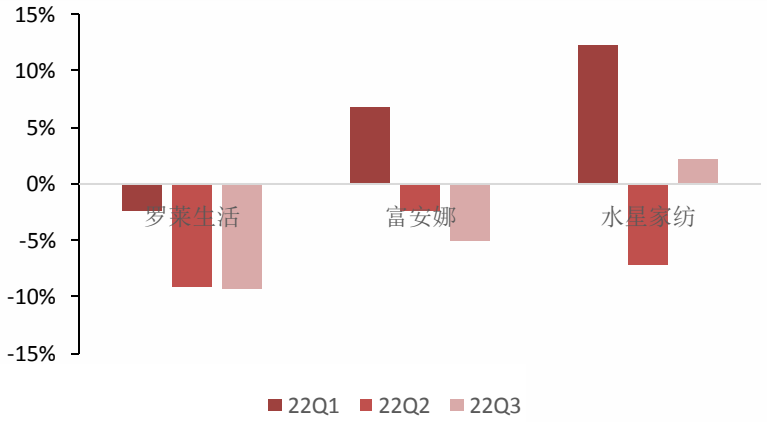
家纺：板块整体承压，存货周转期有所延长

- 22年前三季度家纺板块整体承压，罗莱生活、富安娜、水星家纺三家重点公司总营收/净利润为82亿元/9亿元，同比-2.9%/-14.8%。
- 具体来看，22年前三季度罗莱生活/富安娜/水星家纺营收分别同比-7%/-0.4%/1.7%;归母净利润分别同比-20.1%/+3.2%/-27%。其中罗莱生活、水星家纺因总部位于上海，线下自营及电商物流均受到冲击；富安娜受益于加盟渠道发力，业绩相对稳定。

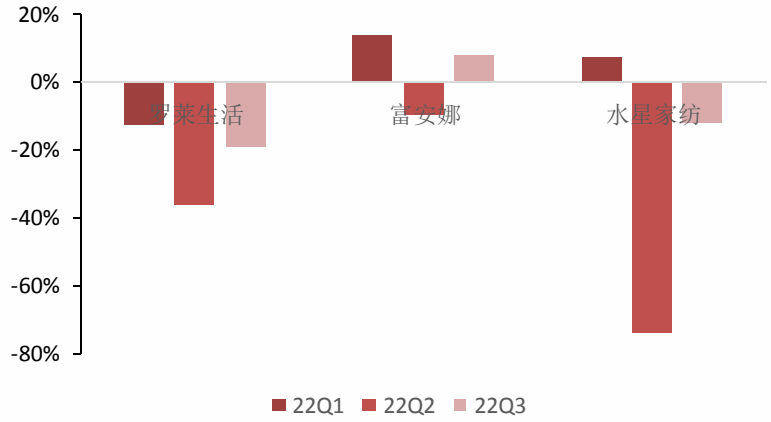
前三季度重点家纺企业营收及净利润增速



重点家纺企业22Q1/Q2/Q3收入增速



重点家纺企业22Q1/Q2/Q3净利润增速

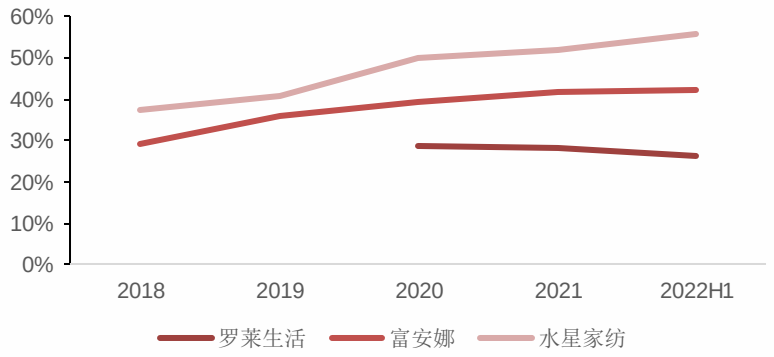


数据来源：Wind，西南证券整理

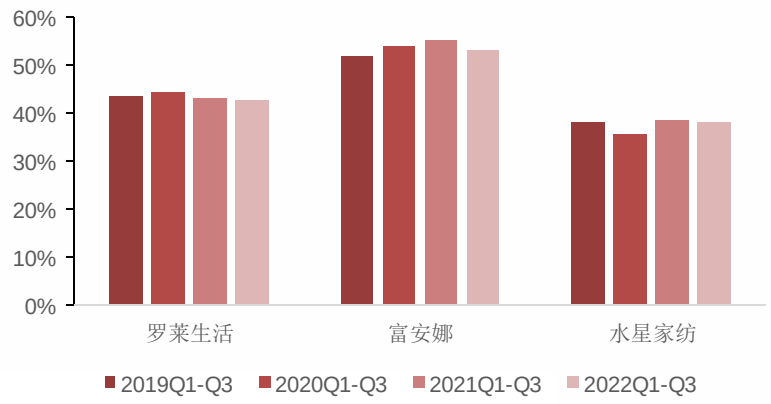
家纺：板块整体承压，存货周转期有所延长

- 疫情加速家纺企业线上业务占比提升，22年上半年富安娜、水星家纺线上持续发力。罗莱生活电商物流发货受疫情影响，占比有所下滑。
- 盈利能力方面，家纺三巨头毛利率和净利率均有不同幅度回落，罗莱和水星降幅稍大。
- 存货周转方面，由于疫情对电商物流发货及线下门店运营效率均产生影响，前三季度重点家纺企业存货周转期均有所延长。而富安娜通过优化加盟店渠道库存，存货周转天数逆势缩短11天。

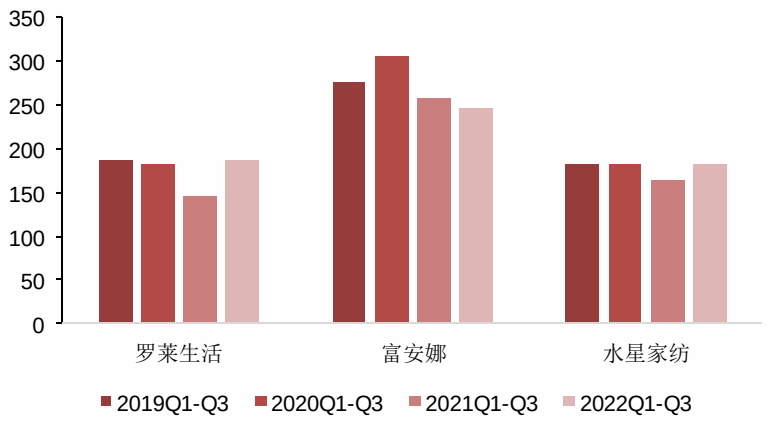
2018-2022H1重点家纺企业线上营收占比



2019-2022Q3重点家纺企业毛利率



2019-2022Q3重点家纺企业存货周转天数(天）



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

服饰家纺：户外/运动景气延续，期待消费复苏

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

海外纺服：板块整体承压，Lululemon增长强劲

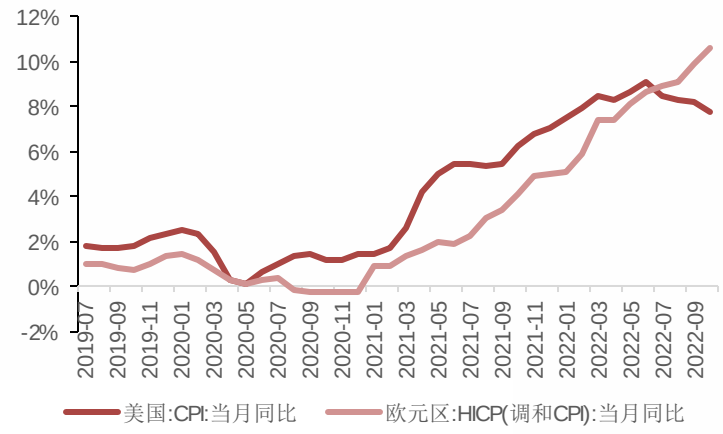
海外奢侈品：业绩快速修复，头部表现亮眼

2023年重点推荐投资标的

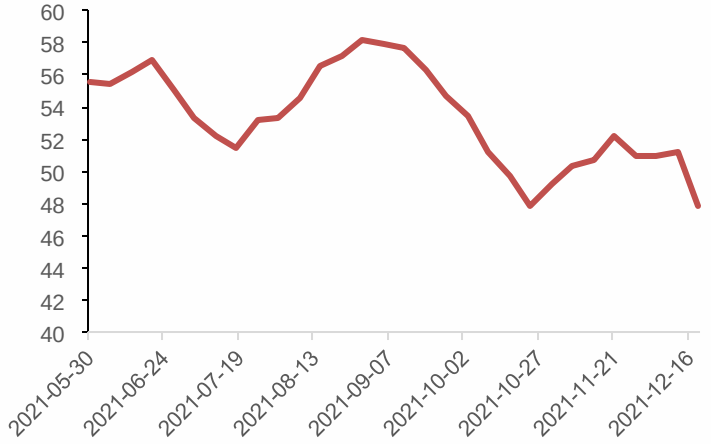
纺织制造：外需承压出口走弱，原材料价格逐步回落

- 年初以来欧美地区通胀持续攀升，导致消费者信心不断走低，美国地区服装类零售及批发库存亦持续增长（近期呈现见顶之势），导致外需承压，出口增速逐步放缓。
- 从出口来看，22年纺织服饰类出口呈现“前高后低”的特征，上半年出口整体表现较好，截至2022年6月纺织原料及纺织制品出口累计同比增长13.3%，衣着附件类出口累计同比增长20.1%。但到2022年10月，纺织原料及纺织制品/衣着附件类的出口累计分别增长7.3%/8.6%，其中10月单月纺织原料及纺织制品出口同比下降12.7%，针织或钩编的服饰及衣着附件出口同比下降20.4%。
- 美国服装类批发和零售库存增速达到2020年来的高位，增速基本见顶，库存去化仍需时间。

美国、欧洲通胀压力较大



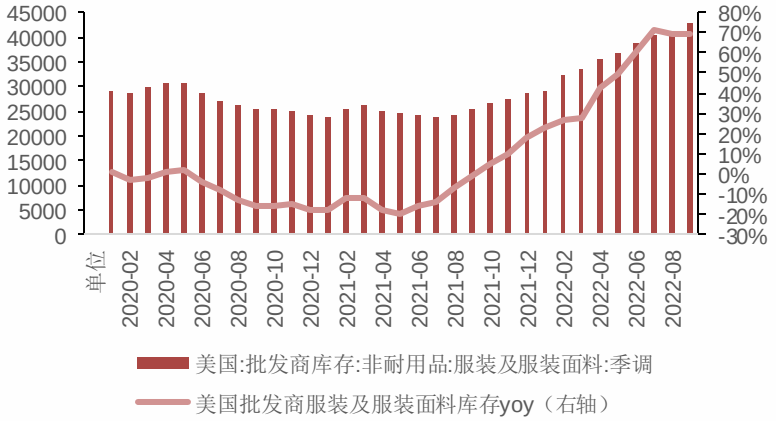
美国ABC News消费者信心指数



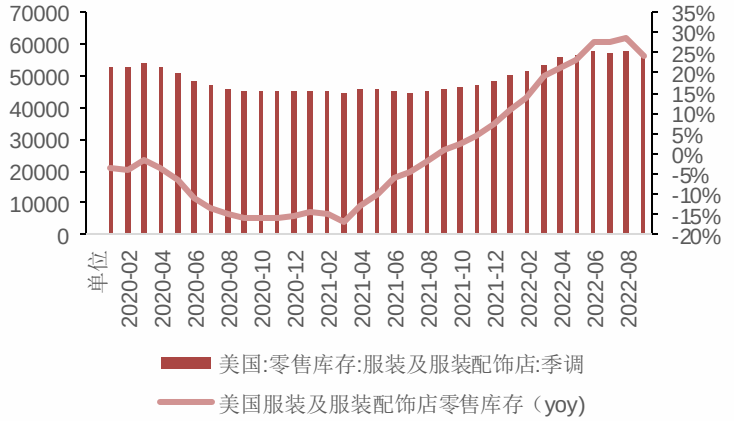
数据来源：Wind，西南证券整理

纺织制造：外需承压出口走弱，原材料价格逐步回落

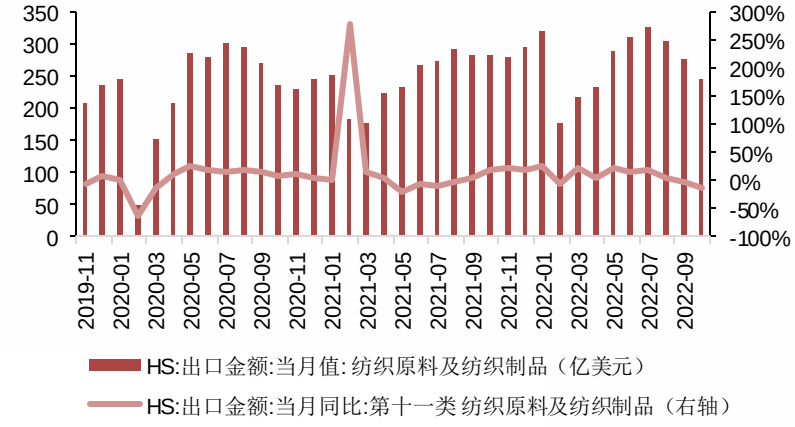
美国服装类批发库存



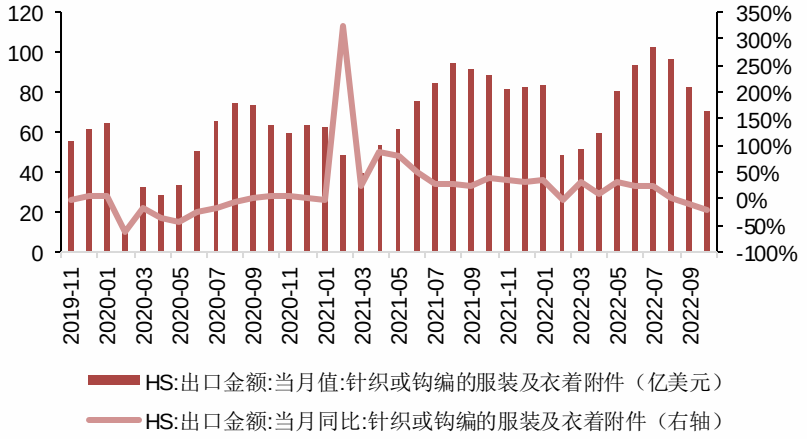
美国服装类零售库存



纺织原料及纺织制品出口金额及增速



针织或钩编的服饰及衣着附件出口金额及增速

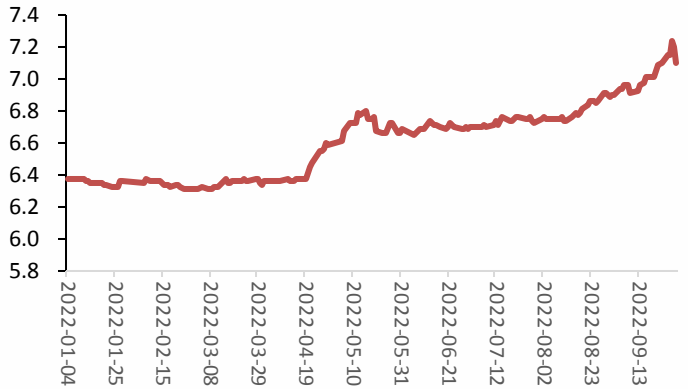


数据来源：Wind，西南证券整理

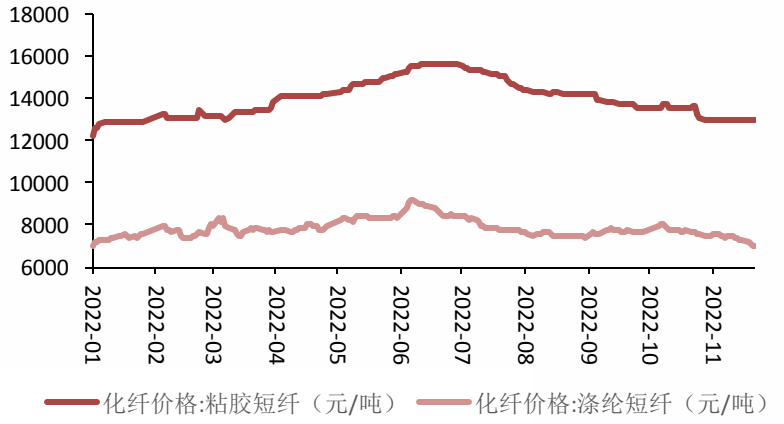
纺织制造：外需承压出口走弱，原材料价格逐步回落

- 在美元加息背景下，人民币兑美元持续贬值，一定程度抵消了海外通胀对国内纺织出口的压力，对制造企业的盈利能力有一定支撑。
- 今年上半年纺织制造主要原材料（如纱线、棉花等）均处于高位，下半年以来整体逐步回落。目前粘胶和涤纶短纤价格已回落至年初水平，纱线和棉花价格较年初更低，预计制造企业的盈利能力将持续修复。

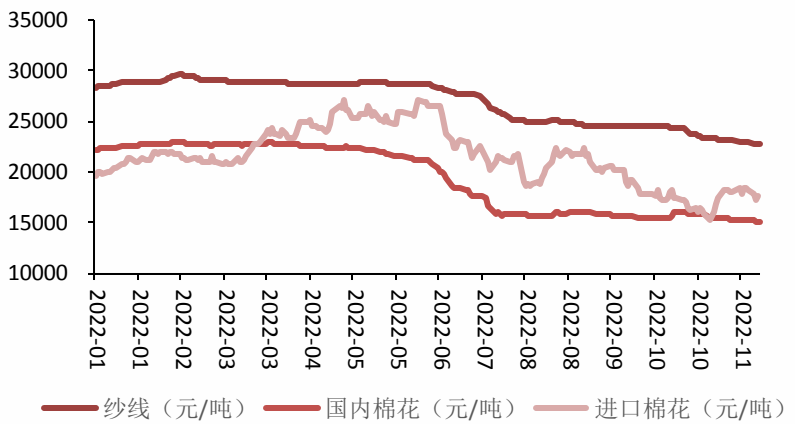
2022前三季度人民币兑美元汇率



粘胶/涤纶短纤价格走势



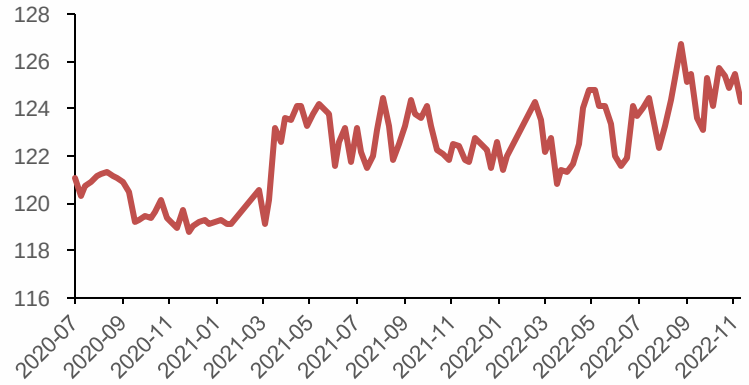
纱线/棉花价格走势



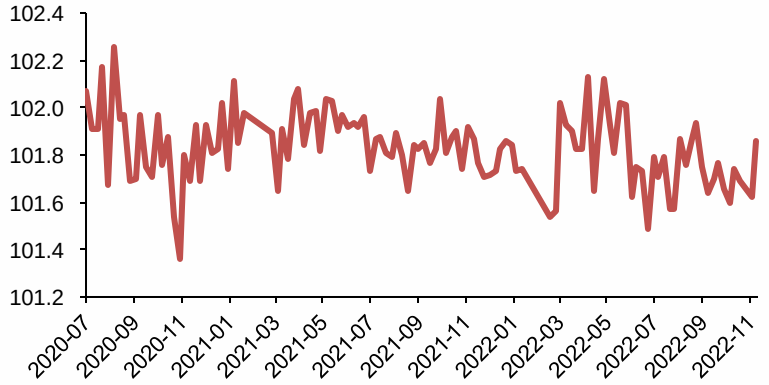
数据来源：Wind，西南证券整理

纺织制造：外需承压出口走弱，原材料价格逐步回落

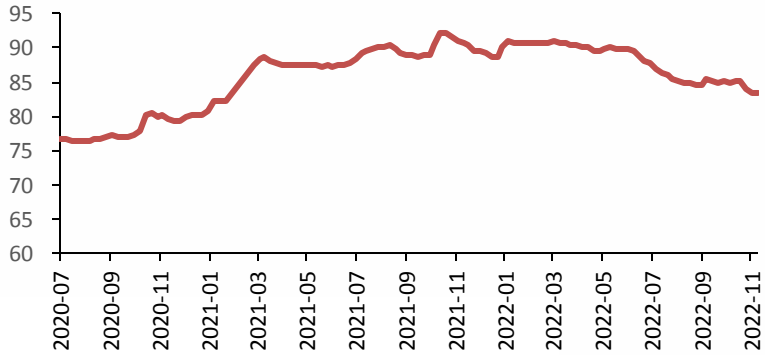
柯桥纺织坯布类价格走势



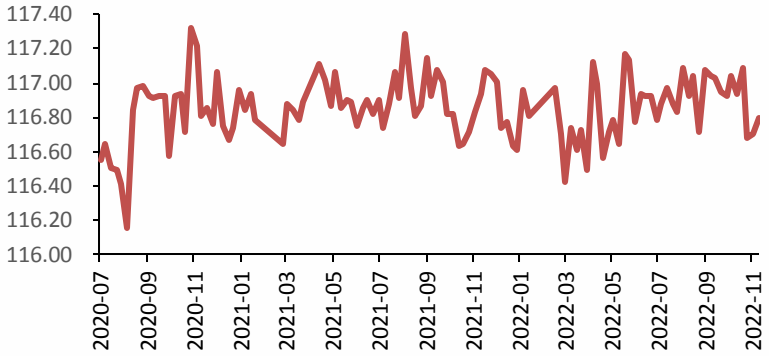
柯桥纺织家纺类价格走势



柯桥纺织原料类价格走势



柯桥纺织服饰面料类价格走势

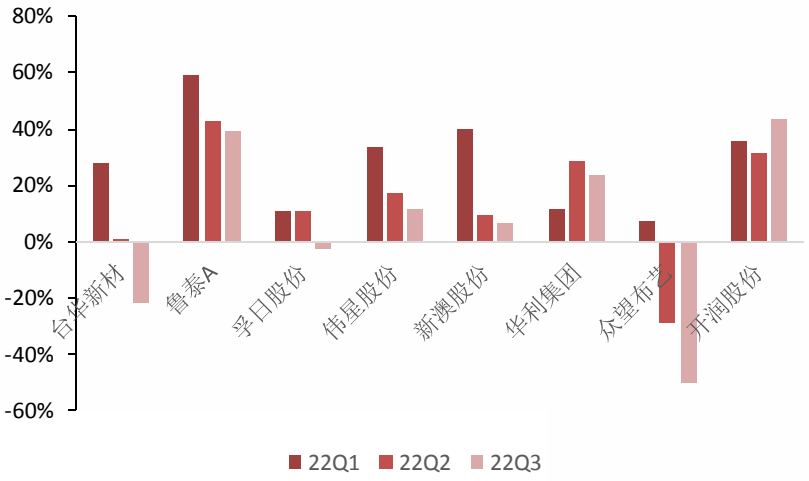


数据来源：Wind，西南证券整理

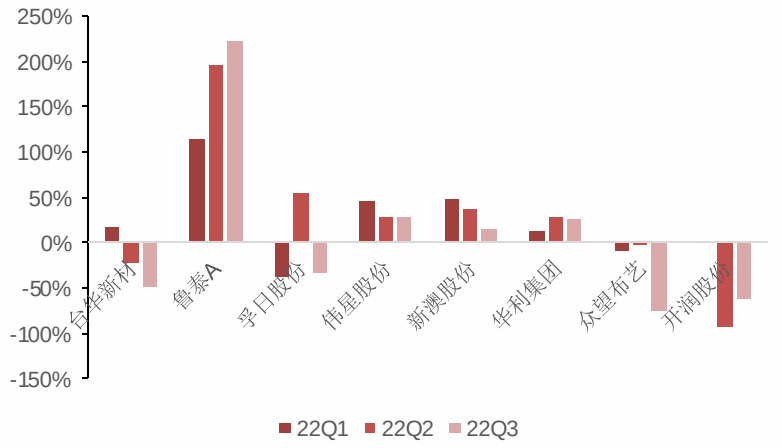
纺织制造：业绩承压，部分龙头订单保持稳健

- 个股方面，受到年初以来：1）内需修复缓慢；2）外需逐步回落；3）上半年原材料价格处于高位等因素影响，国内纺织制造企业业绩整体承压，大部分企业自22Q1-22Q3营收及归母净利润增速逐步下滑，如台华新材营收/净利润增速由正转负。部分纺织制造企业业绩仍具有韧性，如伟星股份在大客户战略下海外订单逆势增长；华利集团凭借在产能、研发、交货期等方面的竞争优势，核心大客户订单仍保持稳健。

22Q1-22Q3重点纺织制造企业营收增速



22Q1-22Q3重点纺织制造企业净利润增速

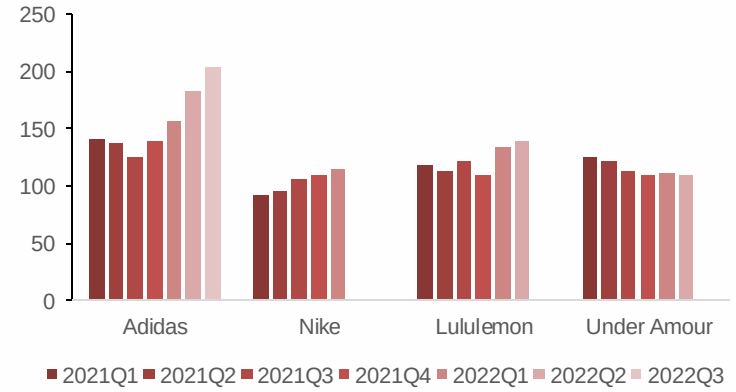


数据来源：Wind，西南证券整理

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

- 海外零售渠道和厂家的库存增速不再继续上升，部分渠道库存增速边际回落，国内疫情后消费需求回暖，下游品牌库存去化周期有望缩短，综合来看我们认为需求预期的拐点有望逐步到来。人民币汇率或处于升值通道，对阶段性盈利有所压制。
- 综合来看，明年下游库存拐点确立后需求有望迎来显著修复，虽有人民币升值的压力，但考虑到原材料价格下行，我们认为明年制造企业的盈利弹性仍较为乐观。

21Q1-22Q3各国际运动品牌库存周转天数



表：2021Q1-2022Q3各国际运动品牌库存情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
Adidas库存（亿欧元）	39.4	40.5	36.6	40.1	45.4	54.8	63.2
yoy	-9%	3%	-10%	10%	13%	21%	15%
Nike库存（亿欧元）	67.0	65.0	77.0	84.0	96.6		
yoy	0%	7%	15%	23%	44%		
Lululemon库存（亿美元）	7.3	7.9	9.4	9.7	13.0	15.0	
yoy	16%	18%	22%	49%	77%	90%	
Under Amour库存（亿美元）	8.0	9.0	9.0	8.2	10.0	11.0	
yoy	0%	-25%	-27%	-11%	11%	22%	

数据来源：Wind，西南证券整理；注：为了更好的对比，将Nike单季度调为2022 Calendar Year

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

服饰家纺：户外/运动景气延续，期待消费复苏

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

海外纺服：板块整体承压，Lululemon增长强劲

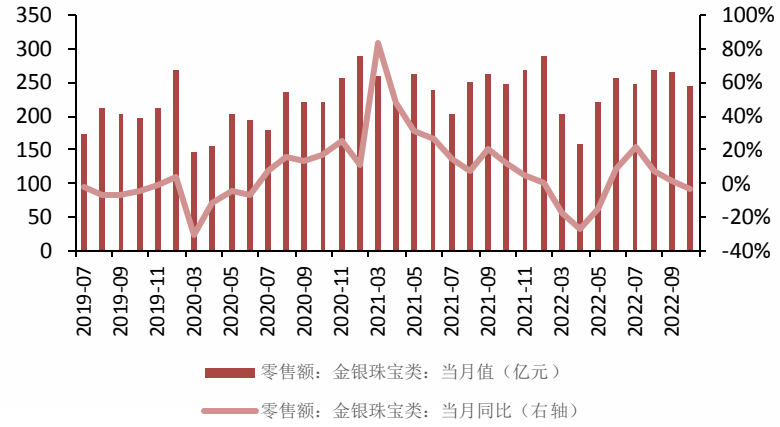
海外奢侈品：业绩快速修复，头部表现亮眼

2023年重点推荐投资标的

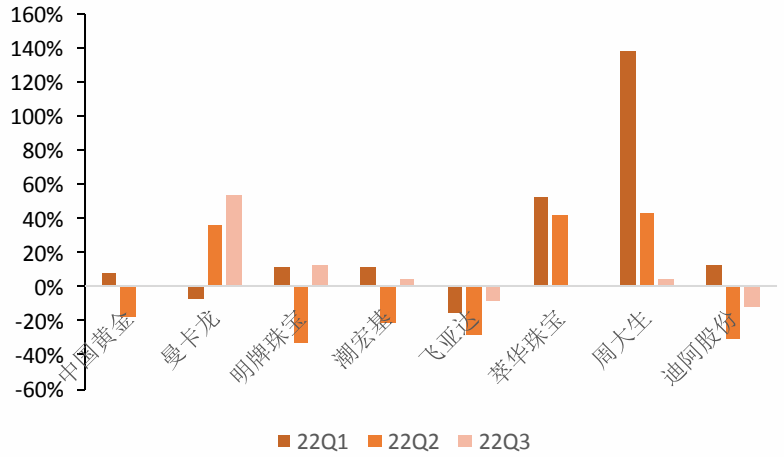
珠宝：受疫情影响消费承压

- 疫情对珠宝消费影响较大，一方面导致部分城市线下门店关闭，另一方面导致婚庆等刚需延后。年初以来金银珠宝类零售额增速呈现“先降后升再降”的特征：年初在去年高基数影响下，同比有所下降，3月-5月受疫情冲击降幅加大；6月-9月随着疫情逐步缓和，增速回升转正；从10月开始国内疫情范围扩大，珠宝零售增速又一次转负，单10月同比-2.7%。可以看到，现阶段珠宝消费与疫情形式强相关，随着疫情影响进入尾声，我们认为珠宝明年整体需求会有所好转。
- 大部分企业业绩承压，其中周大生受益于省代模式下黄金产品放量收入增长亮眼，曼卡龙和萃华珠宝增速也快于行业平均。

2019Q3-2022Q3金银珠宝类零售额及同比



22Q1-22Q3珠宝板块重点企业营收增速

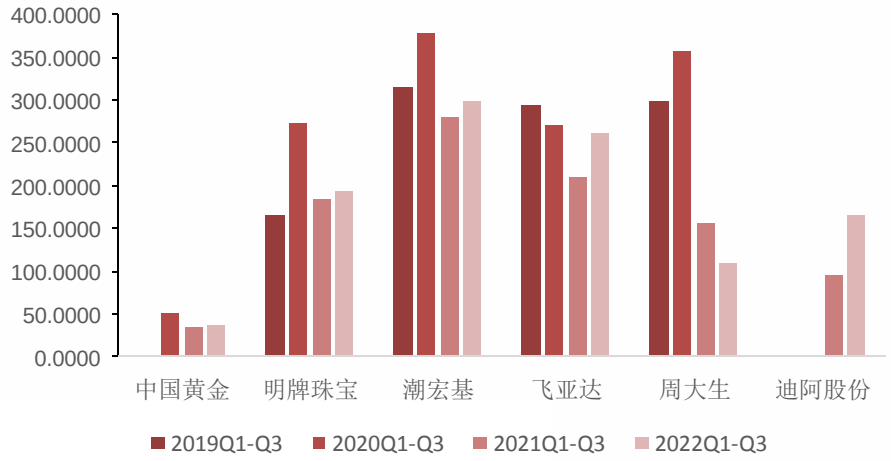


数据来源：Wind，西南证券整理

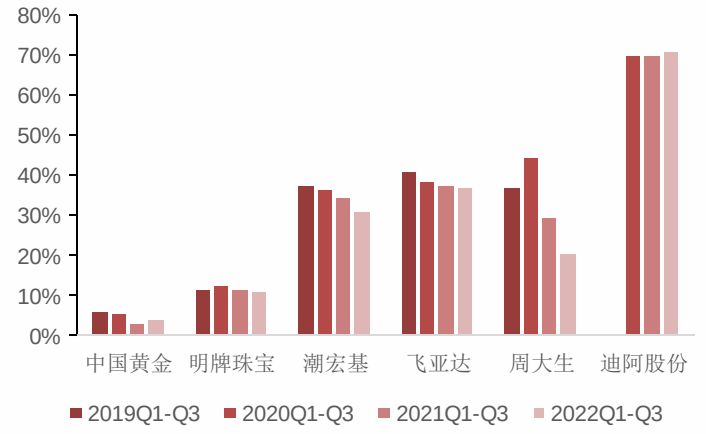
珠宝：营运有待改善，盈利能力普遍承压

- 2022年前三季度主要珠宝企业存货周转天数普遍提升，例如迪阿股份存货周转天数同比增加69天。但周大生受益于省代模式下配货效率优化且供应链管理水平提升，周转效率有所改善。随着疫情防控放开，线下渠道运营效率逐步提升，将缩短存货周转期。
- 盈利能力方面，主要珠宝企业毛利率均同比小幅承压。其中周大生毛利率下滑幅度较大主要是由于省代模式下低毛利率的黄金产品放量，带来销售结构改变。考虑到公司1）省代模式逐步进入轨道期，黄金产品占比趋于稳定；2）公司持续丰富产品矩阵，不断推出时尚IP、国潮类等新品，未来毛利率有望企稳回升。

19-22年前三季度重点珠宝企业存货周转天数（天）



19-22年前三季度重点珠宝企业毛利率

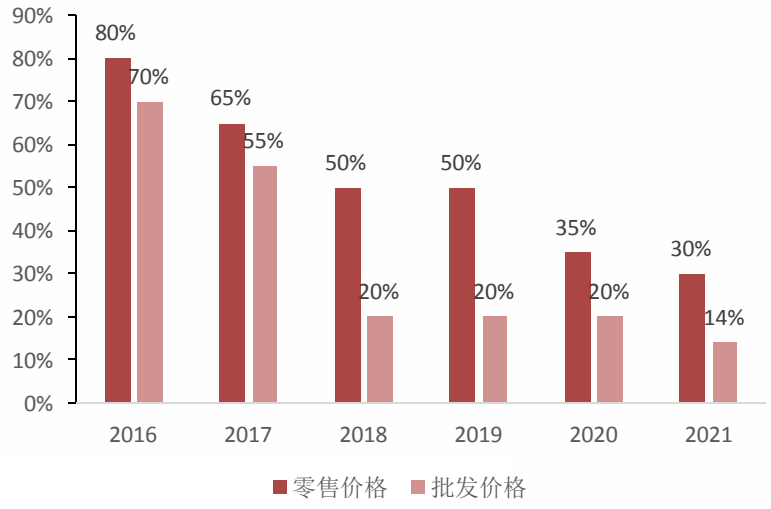


数据来源：Wind，西南证券整理

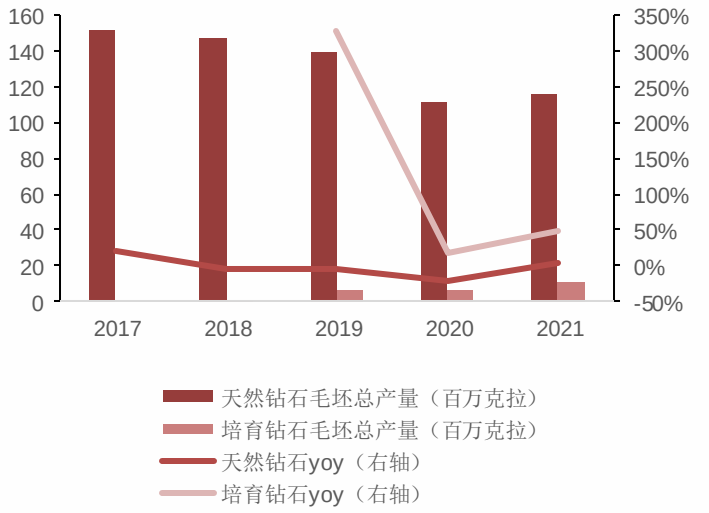
珠宝：头部企业试水培育钻，市场空间广阔

- 根据贝恩咨询，2018年至今天然钻石产量从147百万克拉减少至116百万克拉，而培育钻规模从2018年的144万克拉增长至1040万克拉，培育钻市场渗透率提升，市场规模增长迅速。目前豫园、曼卡龙、潮宏基等多家国内珠宝领先品牌推出培育钻系列产品，而中国黄金在制造、零售全产业链进行布局，有望引领行业发展。
- 展望来看，考虑到2021年培育钻石零售价格仅占天然钻石的30%，而培育钻石外观与之差异极小，在国内大众消费市场上占有巨大优势，未来在品牌营销和培育钻概念普及双重驱动下，消费者认可度进一步提高，会给培育钻带来广阔的消费市场。

17-21年培育钻批发及零售价占天然钻石比率



17-21年天然钻与培育钻产量规模及增速



数据来源：Bain，西南证券整理

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

服饰家纺：户外/运动景气延续，期待消费复苏

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

海外纺服：板块整体承压，Lululemon增长强劲

海外奢侈品：业绩快速修复，头部表现亮眼

2023年重点推荐投资标的

海外纺服行业回顾：板块整体承压，跌幅超大盘

美国标普500非必需品消费板块走势



美国标普500服饰板块走势



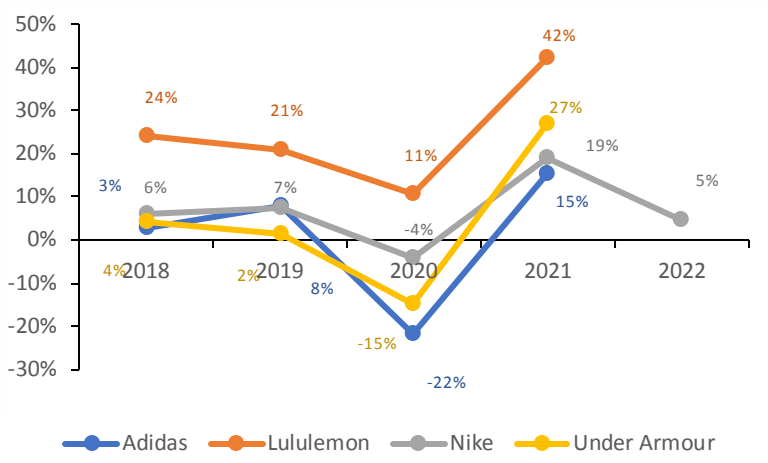
- 2022年初至12月5日，美国标普500服饰板块下跌34.2%，同期美国非必需品消费板块下跌31.3%，在通货膨胀和美联储加息的双重压力下，美国服饰&奢侈品板块整体承压。
- 分段来看，结合非必需品和服饰两大板块来看，在今年一共出现了3次较大的反弹。第一次在4月，主要是美国宣布疫情结束，户外出行人数变多，带动服饰消费需求上涨。第二次是8-9月，主要是上半年各大服饰零售商预测下半年市场上的消费力会减弱，纷纷下调公司指引，但到8月从市场消费者的信心指数和购买力看，都达到预期，股价表现良好。第三次到11月底，受益于感恩节等节假日消费带动，小幅上扬。但整体来看，服饰板块还是处于下行趋势，需求压制仍然较大。
- 在整体服饰行业有承压下，四大运动服饰巨头之一的Lululemon跑赢大盘，涨幅达8.5%，也是唯一在近一年内股票实现上涨的，其余Nike/Adidas/Under Armour 均在不同程度上出现下跌。其中，Adidas跌幅最大为49.7%，其次是Under Armour（-47.7%）、Nike（-28.5%）。

数据来源：Wind，西南证券整理

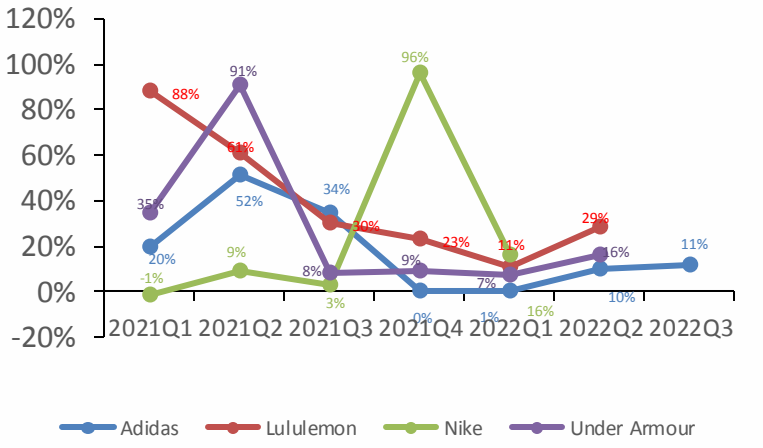
海外运动服饰：Lululemon成为黑马，营收增长强劲

- 前三季度各运动服饰品牌营收增速均在下降。但横向对比，LululemonQ2的增速维持在29%，而其余3个品牌增速均在20%以下。在目前全美服饰行业消费放缓，Lululemon 成为运动服饰头部黑马，主要受益于较高的产品技术壁垒、较快的产品创新，及对男装和中国市场的战略布局。Q2Lululemon新增用户同比增长24%，复购率同比增长15%；其中，Q2Lululemon在大中华的营收增速为30%，对比同期Nike的-15%和Adidas的-27%，强势反弹。
- 从产品上来看，Adidas和Under Armour 今年产品迭代较慢；其中Adidas现金奶牛产品Yeezy系列停产，让其增速受阻。从地区来看，Nike和Adidas 已经连续2个季度在中国市场负增长，主要原因1）爆款推动不足，2）国货运动服饰的崛起，抢占国内市场份额。

2018-22年各运动服饰全年营收增速



2021Q1-2022Q3各运动服饰单季度营收增速



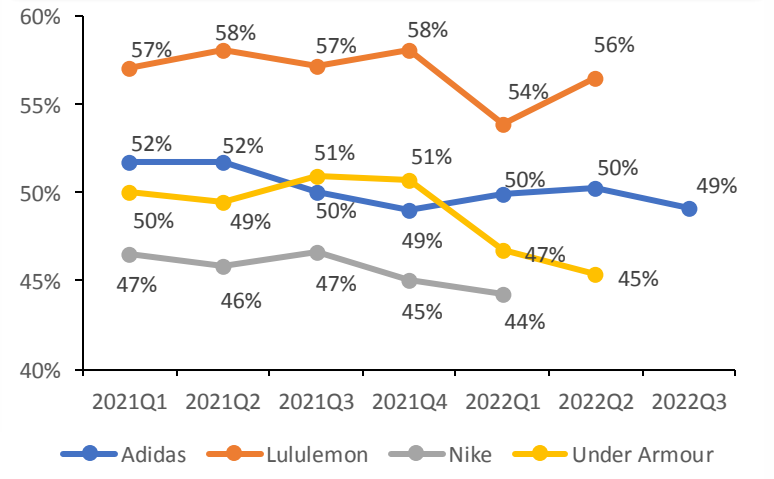
*为了更好的对比，将Nike单季度调为2022 Calendar Year

数据来源：Wind，西南证券整理

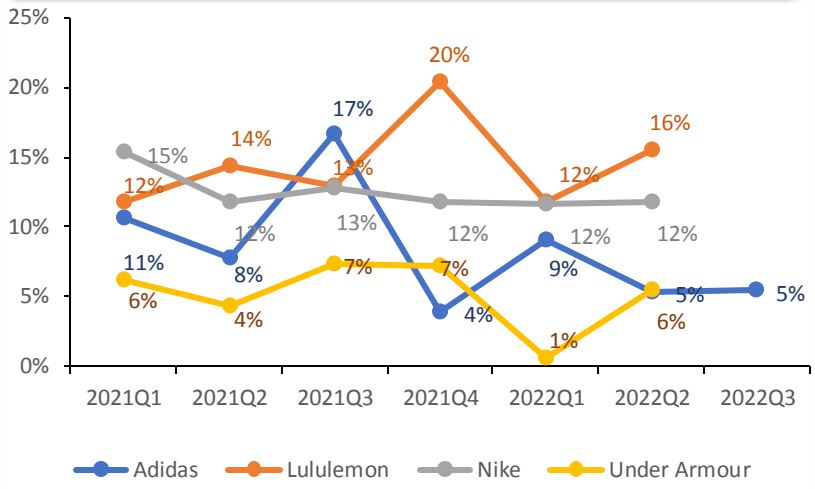
海外运动服饰：各公司毛利率承压，净利率维持合理水平

- 前三季度各个运动服饰品牌的毛利率都有不同程度的回落：Nike（-3pp）、Adidas（-2pp）、Lululemon（-2pp）、Under Armour（-4pp），主要原因有 1）上半年海运不畅，导致物流成本上涨；2）Nike和Adidas打折销售产品，毛利率回落。
- 其中，Lululemon毛利率的回落，除物流成本影响外，还有面料成本的增长。儒鸿（Lululemon和Nike的供应商)表示，Lululemon为了选择更好的布料出的单价高于Nike，反映出公司在材料选择上的偏重。
- 前三季度，各公司净利率除Adidas外，环比和同比均维持在合理水平。AdidasQ3净利率同比下滑12pp，主要原因是，Q3公司有一笔3亿欧元费用支出，包括：1）暂停俄罗斯市场（占比55%）；2） 由于部分国家面临高通胀，现金支出有所增加（占比20%）；3）和YE的法律费用（占比15%)；4）提高了物流运输风险的准备金（占比10%）。

2021Q1-22Q3各运动服饰毛利率



2021Q1-2022Q3各运动服饰净利率



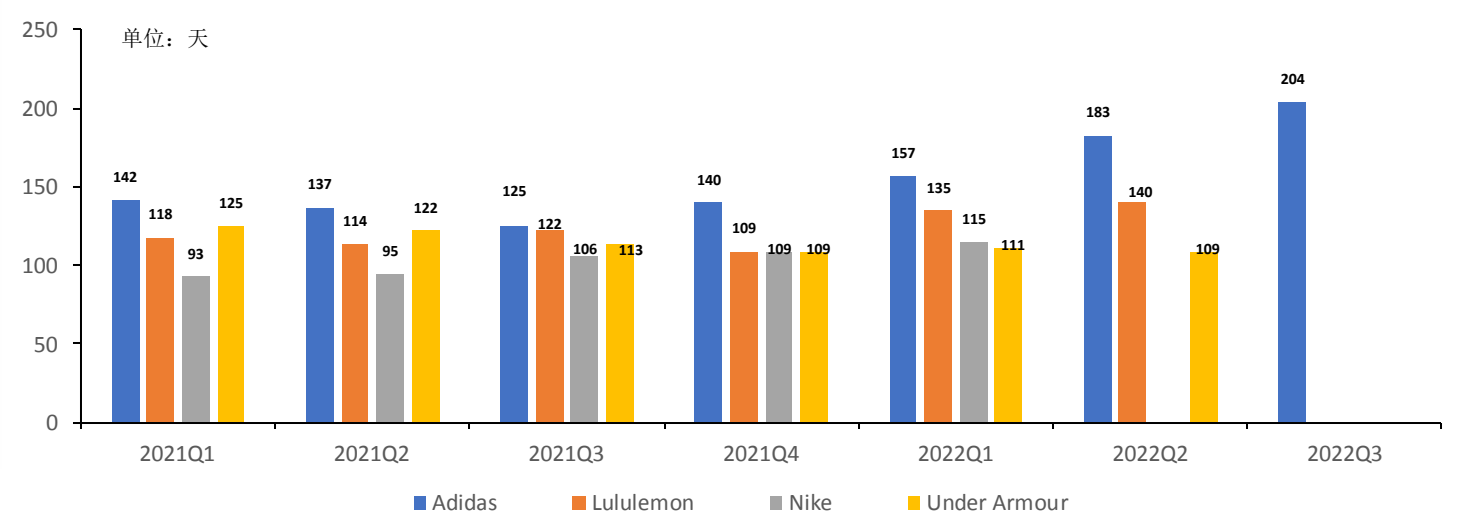
**为了更好的对比，将Nike单季度调为2022 Calendar Year*

数据来源：Wind，西南证券整理

海外运动服饰：库存周转天数大幅提高

- 前三季度四大运动服饰巨头的库存周转天数都在逐步增加，主要是因为疫情反复导致供应链及物流不畅，让大量产品无法正常出货。此外，Lululemon和Nike库存的增长，还因为公司在为10-12月Holiday Season 的备货。
- 横向来看，Adidas的库存周转天数增长最快，其中adidas大部分的库存积压来自大中华地区，公司表示会在Q4减少在大中华的订单，同时在outlet和网上开启去库存打折销售，这可能会导致公司2022全年毛利率下跌2pp到47%。
- 各公司均表示，供应链和物流会在明年上半年得到很大的改善，预计到明年年底库存可以回归到正常水平。

2021Q1-22Q3各运动服饰公司库存周转天数



*为了更好的对比，将Nike单季度调为2022 Calendar Year

数据来源：Wind，西南证券整理

海外运动服饰：行业弱复苏，Lululemon增长动力强劲

- 从美国宏观经济来看，伴随美联储加息在核心商品通胀和住房服务通胀都有降温；非必需消费品的零售商雇员11月减少了3万，服饰类已经在就业端出现疲软。预估未来几个月消费者在服饰上的购买力会逐步减少。综合来看，未来服饰增速或出现边际下行，但调整幅度整体可能不大。
- 从消费者购买数据来看，今年美国黑五当天零售额增长2.9%，剔除通货膨胀率，增速下跌5%，前几年黑五增速为10%-14%，目前美联储较明确放缓了12月的加息，同时也在观察劳动力市场的降温，叠加12月还有圣诞节的消费驱动，预计在未来一个月服饰整体走势相对平缓。未来3-6个月，如果受到劳动力市场降温和失业率提高影响，服饰板块整体可能较为疲弱，所以我们判断未来3个月以防御为主。

- **个股方面，中长期看Lululemon 发展动力最强**

- 疫情改变消费者穿衣习惯，Lululemon也在做后疫情产品转型，进入“Althflow”风格市场，结合运动的功能性、上班的专业性、居家的舒适性，一衣多场景使用。目前Lululemon在“Althflow”市场没有大的竞争对手，预计未来3年Lululemon有望实现营收120亿美元，增长一倍。
- **增长动能：1）公司对男装业务前景看好：**近3年男装业务复合增速达31%，成为新增长引擎。 Lululemon男性消费者占比从15%提升至20%，男性消费者的忠诚度较高，公司预计男装市场在3年内（2021-24年）将再翻一倍，达到30亿美元。**2）加快中国市场的发展：**中国成为开店速度最快的市场，同时也成为第一大的海外市场，约占全球总店数的1/6，近3年营收的复合增速高达70%，公司预估到2026年，中国市场至少翻两番。

数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

服饰家纺：户外/运动景气延续，期待消费复苏

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

海外纺服：板块整体承压，Lululemon增长强劲

海外奢侈品：业绩快速修复，头部表现亮眼

2023年重点推荐投资标的

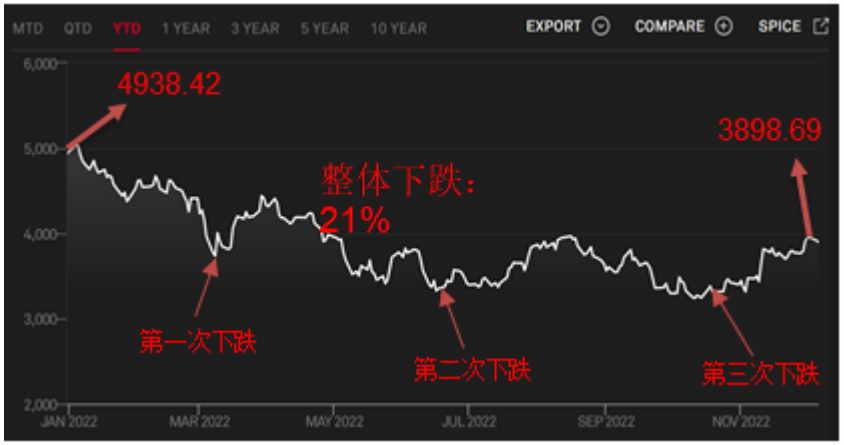
海外奢侈品回顾：板块整体仍在修复中

- 2022年初至12月5日，全球奢侈品板块下跌21%，同期全球非必需消费品板块下跌29%，奢侈品整体优于大盘。在欧洲通胀加剧、汇率波动，加之中国地区受疫情反复等不利影响下，奢侈品整体板块进入弱修复阶段。
- 从2022年初到12月5日，奢侈品板块有3次较大幅度的下跌。第一次在3-4月，主要原因是中国受疫情管控，高线城市奢侈品实体店无法正常营业。第二次下跌在7-8月，主要受欧洲通货膨胀和欧元汇率下行影响。第三次下跌在10月，主要是美联储加息影响了市场对未来消费信心的预期。

MSCI全球非必需消费品板块走势



S&P全球奢侈品板块走势

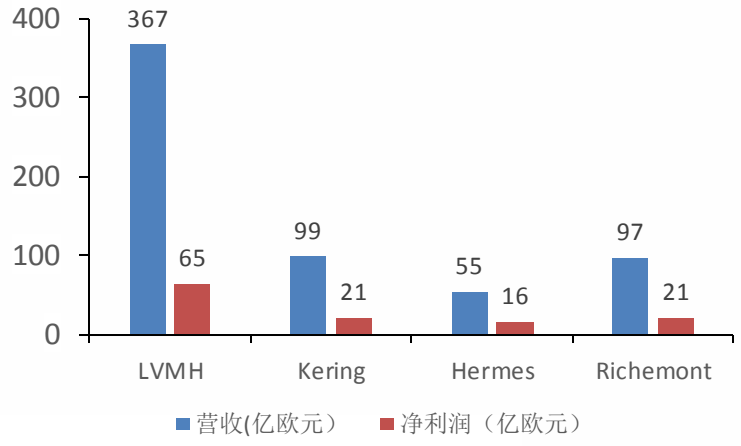


数据来源：Investing.com，西南证券整理

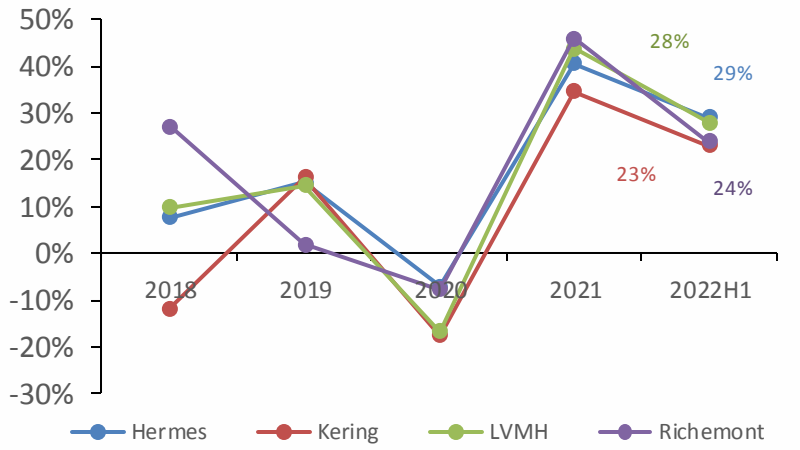
海外奢侈品：三大巨头跑赢大盘，营收增长强劲

- 在奢侈品行业还在修复期时，LVMH、Hermes、Richemont 三大奢侈品巨头均跑赢大盘。年初至12.7日Hermes/LVMH/Richmont收益率分别为4%/0%/-11%。Kering表现较为逊色，下跌25%，主要是集团旗下Gucci销售低于预期。
- 上半年四大奢侈品巨头营收增速均超20%，其中Hermes以29%的增速位于第一，主要受益于欧洲当地消费者和游客的增长，及在Q2中国地区高线城市发力后快速回弹。LVMH/Kering/Richemont在中华地区的销售仍在恢复阶段，特别是Kering旗下的Gucci在中国地区负增长，在一定程度上拖累集团整体的恢复速度。但整体来看，各个奢侈品集团仍对中国地区充满信心，预计疫情影响减弱后整体营业水平会快速反弹。

奢侈品集团2022H1营收/净利润



2018-22H1各大奢侈品集团营收增速

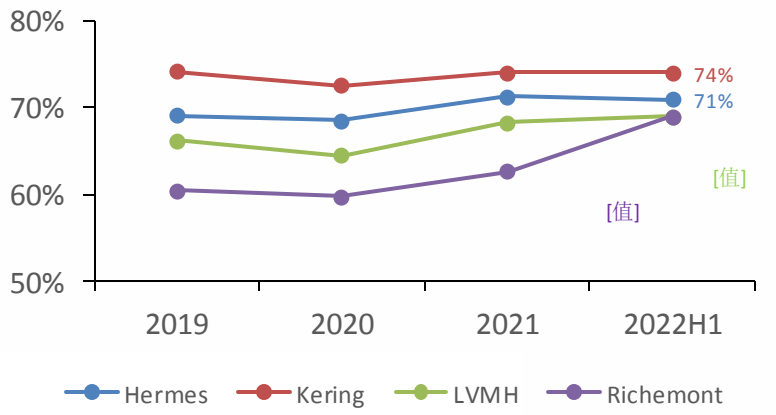


数据来源：Investing.com，西南证券整理

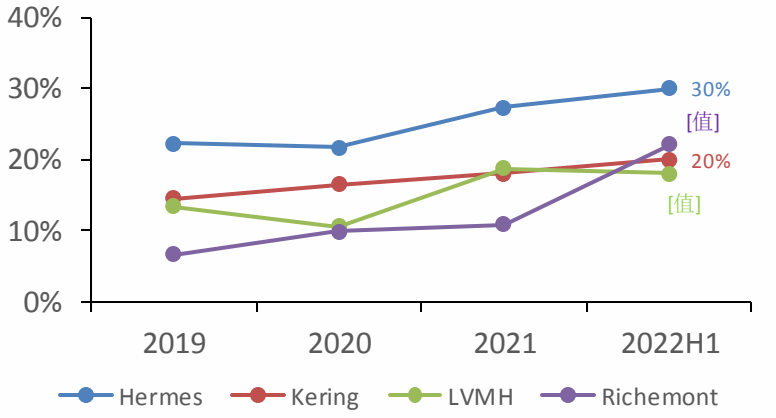
海外奢侈品：盈利能力赶超疫情前，未来发展动力强

- 整体来看，各大奢侈品集团的毛利率和净利率都赶超疫情前。受通胀、汇率、能源和原材料上涨的影响，各大奢侈品集团均有一定程度涨价，这也进一步加速消费者购买决策。其中，Hermes在Q3交流会上明确表示 ，明年1月会对产品进行5%-10%的涨价。
- 展望未来，各大奢侈品的关键问题在于中国市场。伴随11月国内管控逐步放开，奢侈品有望在中国市场快速反弹。各大奢侈品集团也在为中国市场的恢复做准备，Gucci 恢复了一年6场的时装走秀频率，并更换了设计师进行产品迭代创新。LVMH旗下的LV、Dior加强了产品的更新和爆款的推出，其中签约了大量的中国消费者喜爱的明星来代言。伴随12月双旦和1月春节的到来，奢侈品有望在短暂时间内迎来一波修复。
- 建议关注：爱马仕国际。

2019-22H1各大奢侈品集团毛利率



2018-22H1各大奢侈品集团净利润率



数据来源：Investing.com，西南证券整理

目　录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

服饰家纺：户外/运动景气延续，期待消费复苏

纺织制造：海外通胀边际改善，关注下游库存拐点

珠宝：消费需求有望释放，培育钻前景广阔

海外纺服：板块整体承压，Lululemon增长强劲

海外奢侈品：业绩快速修复，头部表现亮眼

2023年重点推荐投资标的

重点推荐标的估值表

代码	公司	股价（港元/元）	EPS（港元/元）			PE（倍）			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
603908.SH	牧高笛	61.17	2.48	3.43	4.37	25	18	14	持有
002003.SZ	伟星股份	10.21	0.53	0.62	0.74	19	16	14	持有
002832.SZ	比音勒芬	25.80	1.43	1.84	2.27	18	14	11	买入
3998.HK	波司登	3.88	0.22	0.27	0.31	16	13	11	买入
2020.HK	安踏体育	96.20	3.12	3.78	4.51	28	23	19	买入
2331.HK	李宁	60.60	1.81	2.21	2.70	30	25	20	买入
603055.SH	台华新材	11.29	0.43	0.66	0.86	26	17	13	持有
300979.SZ	华利集团	54.55	2.93	3.70	4.48	19	15	12	买入

数据来源：wind，西南证券（截至2022/12/13）；注:波司登2022年EPS指2023财年数据，以此类推。

比音勒芬（002832.SZ）：高端运动时尚龙头，品牌竞争力突出

□ 投资逻辑：

1）运动服饰景气度高，运动时尚潮流兴起与运动细分化专业化趋势明显；2）公司作为国内高尔夫运动服饰龙头，在产品设计、面料科技等方面优势稳固，2022年高尔夫系列产品单独开店，未来在有望受益于高尔夫市场扩容；3）公司以高尔夫作为抓手布局高端运动时尚赛道，其产品定位在国内品牌中具一定稀缺性，同时相较国外品牌又有渠道优势，前景可期。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为8.2亿元、10.5亿元、13亿元，对应PE为18倍、14倍、11倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

消费修复不及预期的风险，门店扩张不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2719.99	3148.71	3918.80	4772.31
增长率	18.09%	15.76%	24.46%	21.78%
归属母公司净利润（百万元）	624.54	816.02	1051.22	1296.78
增长率	25.20%	30.66%	28.82%	23.36%
每股收益EPS（元）	1.09	1.43	1.84	2.27
净资产收益率ROE	19.24%	21.02%	22.30%	22.60%
PE	24	18	14	11
PB	4.54	3.79	3.12	2.57

数据来源：Wind，西南证券

波司登（3998.HK）：国内羽绒服龙头，主业增长稳健

□ 投资逻辑：

1）国内羽绒服行业渗透率与均价均有较大提升空间；2）公司作为国内羽绒服龙头，2018年以来重新聚焦主业，并持续推进产品升级与渠道优化，业绩增长稳健；3）多业务布局前景可期，公司OEM业务、校服业务处于快速增长期，女装业务短期承压但疫后有望迎来改善。

□ 业绩预测与投资建议：

预计FY2023-FY2025年归母净利润分别为24.4亿元、29亿元、34.3亿元，对应PE为16倍、13倍、11倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

消费修复不及预期的风险，店效提升不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入（百万元）	16213.61	18450.20	21494.01	24871.78
增长率	19.95%	13.79%	16.50%	15.71%
归属母公司净利润（百万元）	2062.32	2436.95	2900.27	3426.67
增长率	20.63%	18.17%	19.01%	18.15%
每股收益EPS（元）	0.19	0.22	0.27	0.31
净资产收益率ROE	16.91%	16.66%	16.54%	16.35%
PE	18.41	15.58	13.09	11.08
PB	3.11	2.60	2.17	1.81

数据来源：Wind，西南证券

安踏体育（2020.HK）：全球鞋服巨头，多品牌齐头并进

□ 投资逻辑：

1）国内运动服饰行业前景广阔，人均运动服饰消费较主要发达国家有2倍以上增长空间；2）公司拥有多品牌矩阵，三大增长曲线齐头并进，主品牌打造极致价值，DTC改革带来渠道效率提升；FILA凭借精准定位运动时尚构筑差异化优势叠加渠道端高效运营，近年来业绩表现亮眼；户外运动品牌群在产品力、线上销售表现等方面可圈可点；3）展望来看，公司主品牌在赢领计划指引下前景可期;FILA聚焦高端小众运动发力专业产品打造，有望带动客单价与店效提升；户外运动品牌群有望受益于行业高景气与运动细分化专业化趋势推进。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为84.7亿元、102.6亿元、122.3亿元，对应PE为28倍、23倍、19倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

店效提升不及预期的风险，门店扩张不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	49328.00	57251.30	68077.76	79535.06
增长率	38.91%	16.06%	18.91%	16.83%
归属母公司净利润（百万元）	7720.00	8473.58	10258.03	12226.42
增长率	49.55%	9.76%	21.06%	19.19%
每股收益EPS（元）	2.84	3.12	3.78	4.51
净资产收益率ROE	26.69%	22.66%	21.53%	20.42%
PE	30.37	27.67	22.86	19.18
PB	8.11	6.27	4.92	3.92

数据来源：Wind，西南证券

李宁（2331.HK）：国潮引领者，高质量增长前景可期

□ 投资逻辑：

1）运动服饰为高景气赛道，近年来在国潮带动下国内运动服饰市场份额逐步提升；2）公司作为家喻户晓的民族运动品牌，国潮引领者形象深入人心，有望充分受益于消费者对国货关注度的提升；3）公司持续推进产品与渠道升级，新品竞争力强，库存结构优，2022年计划实现高效大店对直营店的全覆盖，预计随着疫情褪去后公司业绩增速有望回升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为47.6亿元、58亿元、70.9亿元，对应PE为30倍、25倍、20倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

消费修复不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22572.28	26881.48	32849.66	40231.61
增长率	56.13%	19.09%	22.20%	22.47%
归属母公司净利润（百万元）	4010.88	4761.12	5799.36	7089.09
增长率	136.14%	18.71%	21.81%	22.24%
每股收益EPS（元）	1.53	1.81	2.21	2.70
净资产收益率ROE	19.01%	18.41%	18.32%	18.29%
PE	35.69	30.06	24.68	20.19
PB	6.78	5.53	4.52	3.69

数据来源：Wind，西南证券

华利集团（300979.SZ）：全球运动鞋代工龙头，产能布局充分

□ 投资逻辑：

1）全球运动鞋服景气度高，头部国际品牌业绩增长稳健；2）公司作为全球领先的运动鞋制造商，凭借在产能、研发、交货期等方面的竞争优势，与众多优质客户深度绑定，同时新客户开拓顺利，下游订单充沛且确定性高；3）目前公司位于越南、印尼等地的新工厂建设进展顺利，其中印尼工厂一期预计2023年投产，此外公司还收购越南永川年产1000万双运动鞋产能，为中长期业绩增长奠定基础。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为34.2亿元、43.2亿元、52.3亿元，对应PE为19倍、15倍、12倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

产能利用率受疫情影响而下降的风险；下游品牌库存去化不及预期的风险；汇率波动的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17469.58	21107.23	25460.45	30418.22
增长率	25.40%	20.82%	20.62%	19.47%
归属母公司净利润（百万元）	2767.86	3415.15	4317.36	5233.79
增长率	47.34%	23.39%	26.42%	21.23%
每股收益EPS（元）	2.37	2.93	3.70	4.48
净资产收益率ROE	25.33%	23.01%	23.01%	22.31%
PE	23	19	15	12
PB	5.83	4.29	3.39	2.71

数据来源：Wind，西南证券

纺服行业各板块主要标的

板块	主要标的
服饰家纺	**运动服饰：**李宁、安踏、特步、361度； **非运动服饰：**朗姿股份、牧高笛、安奈儿、安正时尚、爱慕股份、海澜之家、歌力思、天创时尚、波司登、太平鸟、森马服饰、报喜鸟、比音勒芬 **家纺：**罗莱生活、富安娜、水星家纺
纺织制造	台华新材、鲁泰A、孚日股份、伟星股份、新澳股份、华利集团、申洲国际、众望布艺、开润股份
珠宝	中国黄金、曼卡龙、明牌珠宝、潮宏基、飞亚达、萃华珠宝、周大生、迪阿股份
海外纺服	Nike、Adidas、Lululemon、Under Armour
海外奢侈品	Hermes、LVMH、Kering 、Richemont

数据来源：公司公告，西南证券整理

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣
执业证号： S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn