

风起有时，春日不迟

——纺织服装行业2023年度策略

证券分析师：李婕
执业证书：S0600521120003
联系邮箱：lijie@dwzq.com.cn

证券分析师：赵艺原
执业证书：S0600522090003
联系邮箱：zhaoyy@dwzq.com.cn

二零二三年一月三日

➤ 品牌服饰：22年受疫情扰动，23年复苏可期。

- **回顾：**22年品牌服饰因偏可选且以线下渠道为主，受到疫情扰动较大，整体表现偏弱。22年1-11月国内疫情反复、封控措施较为严格，12月放开后经历大幅感染，对品牌服饰线下经营及线上物流均造成冲击，其中Q1正常偏弱、Q2受疫情冲击较大、Q3波动复苏、Q4再受封控升温冲击+感染扩大影响，全年整体表现偏弱，其中运动服饰因赛道优势表现相对稳健。
- **展望：**随防疫政策放松及感染二次冲击后，消费场景有望迎来恢复，品牌服饰业绩修复可期，预计修复拐点将在23Q2体现。细分领域看，结合供给和需求端（疫情直接和间接影响因素）的变化，我们认为运动服饰品牌因受居民消费力变化影响较小、有望在消费场景放开后率先复苏，“困境反转型”公司因受损较严重、业绩复苏弹性较大，其中男装有望较快修复。

➤ 纺织制造：22年前高后低，关注需求拐点。

- **回顾：**22年前高后低，下游品牌去库环境下订单趋弱。由于国内外品牌端库存较高，22Q3/Q4制造端订单压力渐显，Q3多数纺织公司业绩增速放缓。由于国内外品牌仍处去库阶段，短期纺织板块整体均面临业绩放缓压力，需求复苏为业绩及估值拐点的决定性变量，但趋势上出口型和内销型企业有所差异。
- **出口型展望：**压力预计将持续到23年上半年，后期随海外经济度过衰退期、品牌库存恢复正常，纺织订单增速有望触底回升，在此过程中综合竞争力出色、客户粘性强的制造龙头有望维持相对稳健的业绩表现。此外，在欧洲能源危机背景下，对保暖制品需求将大幅增长，国内相关出口企业有望阶段性受益。
- **内销型展望：**受到国内外消费市场的共同影响（穿透到品牌端）、22下半年两市场均较弱形成压制，23年国内品牌复苏将传导至上游形成利好。大国崛起背景下长期受益逻辑明确的公司有望实现领先行业的业绩增长。

➤ 投资建议：

■ **品牌服饰**：看好2023年消费场景恢复正常后业绩和估值的双重修复。其中稳健成长首选运动服饰，困境反转型公司中首选男装。

①**稳健成长**：运动服饰龙头因具有功能属性、需求偏刚性，受居民消费力下降影响较小、有望在消费场景放开后率先复苏，如李宁、安踏体育、特步国际、比音勒芬等。

②**困境反转**：疫情期间业绩受损明显，放开后随消费力逐步恢复、业绩弹性较大，其中男装有望实现较快复苏。这类公司主要特征包括线下收入占比高、门店数量多、定位大众、逆势开店等，如海澜之家、罗莱生活、歌力思、森马服饰、太平鸟等，预计业绩反弹拐点在23Q2后出现。

■ **纺织制造**：在下游国内外品牌库存普遍较高、整体处于去库存环境下，上游制造企业业绩及估值短期均存在压制因素，关注后期订单拐点的出现。

①**出口型**：趋势上22Q4将进一步转弱、且将延续到23年上半年，23下半年订单好转可期。部分龙头公司（华利集团、申洲国际）经过前期调整后估值吸引力逐步增强、长周期买点出现，推荐22年仍然保持了高速增长、23年估值仅7倍的鲁泰A，关注有望受益于欧洲能源危机背景下的新澳股份等。

②**内销型**：关注两个需求拐点的出现：23Q2国内品牌的复苏、23下半年海外订单的恢复。关注长周期受益逻辑明确的伟星股份（国产替代）、台华新材（技术突破）等。

风险提示：宏观经济低迷，国内疫情反复，海外经济疲软持续时间较长、海外品牌去库进度不及预期，棉价大幅波动，人民币汇率波动。



- 1、品牌服饰：22年受到疫情扰动，23年复苏可期
- 2、他山之石：海外防疫政策放开后，服装品牌如何表现？
- 3、纺织制造：22年前高后低，关注23年需求拐点
- 4、投资建议：品牌服饰复苏可期，上游制造静待拐点
- 5、风险提示
- 6、附录

1. 品牌服饰：22年受到疫情扰动，23年复苏可期

1.1. 22年行业概览：居民消费受到疫情扰动，整体表现偏弱

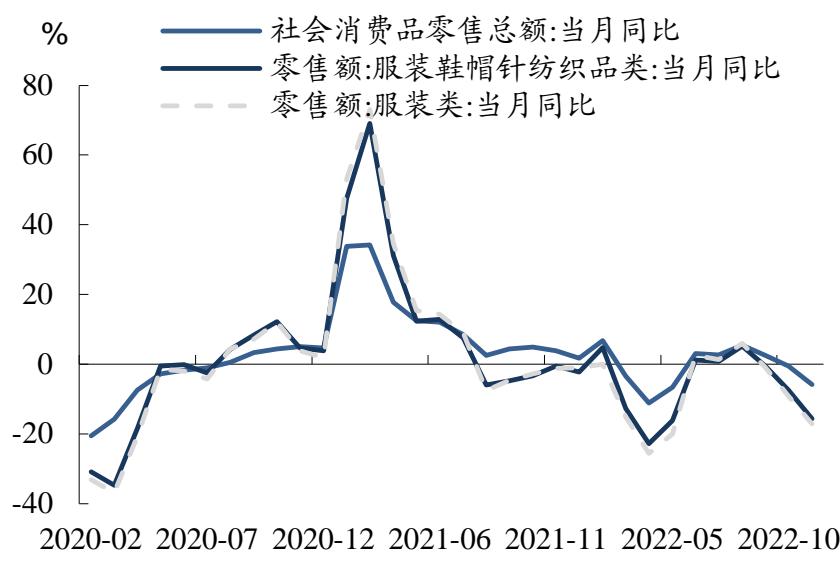


- **22年居民消费受疫情扰动，整体表现偏弱。** 22年1-11月全国社零累计同比-0.1%，其中Q1/Q2/Q3分别同比+3.3%/-4.6%/+3.5%，Q2受疫情影响较大，随6月上海全面解封，Q3呈改善态势。10/11月社零分别同比-0.5%/-5.9%，受封控升温影响再度转负且降幅扩大。
- **服装表现与社零总体趋势相同，9-11月受局部疫情及封控升温影响显著。** 22年服装消费与社零整体趋势一致，但由于其可选属性以及对线下渠道依赖度较高，表现弱于社零总体。22年1-11月服装鞋帽针纺织品类零售额同比-5.8%，Q1/Q2/Q3分别同比-0.9%/-11.6%/+3.2%，Q2双位数下滑、Q3转为正增长，10/11月分别同比-7.5%/-15.6%、降幅扩大。

22年以来各行业限额以上零售额同比

零售额当月同比 (%)	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-01&02
限额以上企业商品零售总额	-5.7	0.0	6.6	9.1	7.5	8.8	-5.3	13.3	-0.4	9.1
粮油、食品类	3.9	8.3	8.5	8.1	6.2	9.0	12.3	10.0	12.5	7.9
饮料类	-6.2	4.1	4.9	5.8	3.0	1.9	7.7	6.0	12.6	11.4
烟酒类	-2.0	-0.7	-8.8	8.0	7.7	5.1	3.8	-7.0	7.2	13.6
服装鞋帽针纺织品类	-15.6	-7.5	-0.5	5.1	0.8	1.2	16.2	22.8	12.7	4.8
化妆品类	-4.6	-3.7	-3.1	-6.4	0.7	8.1	11.0	22.3	-6.3	7.0
金银珠宝类	-7.0	-2.7	1.9	7.2	22.1	8.1	15.5	26.7	17.9	19.5
日用品类	-9.1	-2.2	5.6	3.6	0.7	4.3	-6.7	10.2	-0.8	10.7
家用电器和音像器材类	-17.3	-14.1	-6.1	3.4	7.1	3.2	10.6	-8.1	-4.3	12.7
中西药品类	8.3	8.9	9.3	9.1	7.8	11.9	10.8	7.9	11.9	7.5
文化办公用品类	-1.7	-2.1	8.7	6.2	11.5	8.9	-3.3	-4.8	9.8	11.1
家具类	-4.0	-6.6	-7.3	-8.1	-6.3	-6.6	12.2	14.0	-8.8	-6.0
通讯器材类	-17.6	-8.9	5.8	-4.6	4.9	6.6	-7.7	21.8	3.1	4.8
石油及制品类	-1.6	0.9	10.2	17.1	14.2	14.7	8.3	4.7	10.5	25.6
建筑及装潢材料类	-10.0	-8.7	-8.1	-9.1	-7.8	-4.9	-7.8	11.7	0.4	6.2
汽车类	-4.2	3.9	14.2	15.9	9.7	13.9	-16.0	31.6	-7.5	3.9

22年7-8月社零、服装消费温和复苏，9-11月回落



1.2. 22年板块整体：Q2受疫情冲击，Q3业绩边际改善但仍偏弱



- 我们统计了品牌服饰10个子行业46家A股+港股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。
- 营收端：**22Q1-Q3板块（A股）营收受国内疫情反复冲击同比-5.7%，分季度看22Q1/Q2/Q3营收分别同比-2.3%/-12.3%/-3%，Q2受冲击程度较大、Q3有所改善、但仍为同比下滑。
- 净利端：**22Q1-Q3受疫情冲击明显，板块（A股）归母净利同比-50.8%，分季度看，22Q1/Q2/Q3板块（A股）归母净利同比分别-37.4%/-84.4%/-27.6%，Q2受影响程度较大、Q3有所改善。利润端下滑幅度大于收入端主因疫情影响终端销售，品牌服饰整体以线下渠道为主，相关成本、费用刚性，导致普遍毛利率下滑、费用率上升。

20Q1-22Q3年品牌服饰板块（A股）营收及增速



20Q1-22Q3年品牌服饰板块（A股）归母净利润及增速



1.3. 22年公司表现：Q2普遍受冲击，Q3运动服饰维持领跑



➤ 营收端：22Q2普遍受疫情冲击，Q3疫情影响减弱、品牌服饰公司营收增速普遍环比改善、但多数仍为同比下滑状态，Q3户外（露营）、体育服饰、男装等公司营收维持同比正增长，具体包括：

- ①港股运动服饰龙头李宁、安踏体育、特步国际（Q3流水正增长）；
- ②户外用品龙头牧高笛（+56.11%）、三夫户外（+26.95%）、探路者（+14.1%）；
- ③疫情后进一步夯实品牌力的高端时尚运动龙头比音勒芬（+20.1%）、高性价比国民男装海澜之家（+3.24%）、休闲时尚&中高端商务男装报喜鸟（+4.57%）；
- ④线上占比较高的家纺龙头水星家纺（+2.24%）；
- ⑤配合战略变革费用投放大幅增长的奥康国际（+3.32%）、爱慕股份（+2.31%）、经营改善+低基数的锦泓集团（+0.16%）、逆势开店的高端女装歌力思（+0.13%）。

品牌服饰公司营收同比增速（表中2022Q1-Q3列港股为22H1数据）

细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
体育服饰	2020.HK	安踏体育	4.95%	38.84%	15.70%	-	-	-
	2331.HK	李宁	4.32%	56.55%	21.69%	-	-	-
	1368.HK	特步国际	-0.02%	22.58%	37.45%	-	-	-
休闲服饰	600398.SH	海澜之家	-18.26%	12.41%	-6.11%	-5.15%	-7.24%	3.24%
	002563.SZ	森马服饰	-21.37%	1.41%	-13.43%	-0.03%	-26.90%	-5.05%
	603877.SH	太平鸟	18.41%	16.34%	-16.31%	-7.74%	-26.10%	-15.58%
高端女装	002832.SZ	比音勒芬	26.17%	18.09%	8.57%	30.16%	-14.40%	20.10%
	3998.HK	波司登	11.23%	19.32%	-	-	-	-
	002612.SZ	朗姿股份	-4.35%	27.42%	1.10%	0.26%	1.95%	-0.44%
家纺	603587.SH	地素时尚	7.81%	13.00%	-18.63%	-9.09%	-27.60%	-7.60%
	603808.SH	歌力思	-24.90%	20.42%	6.49%	17.20%	-3.57%	0.13%
	003016.SZ	欣贺股份	-6.72%	14.66%	-14.25%	-7.44%	-21.67%	-11.56%
男装	603518.SH	锦泓集团	14.65%	29.48%	-5.92%	0.73%	-13.89%	0.16%
	603839.SH	安正时尚	47.43%	-14.37%	-32.00%	-29.85%	-34.31%	-3.79%
	3306.HK	江南布衣	-7.65%	32.98%	7.35%	-	-	-
童装	002293.SZ	罗莱生活	1.04%	17.30%	-5.70%	-2.49%	-9.25%	-9.12%
	603365.SH	水星家纺	1.09%	25.19%	1.43%	12.32%	-7.38%	2.24%
	002397.SZ	梦洁股份	-14.73%	10.93%	-6.12%	2.25%	-14.26%	-13.68%
户外	002154.SZ	报喜鸟	15.74%	17.52%	1.04%	16.31%	-14.40%	4.57%
	601566.SH	九牧王	-6.47%	14.15%	-7.84%	-5.62%	-10.86%	-14.40%
	002029.SZ	七匹狼	-8.08%	5.52%	-6.06%	-5.22%	-7.69%	-3.32%
鞋	1234.HK	中国利郎	-26.76%	26.05%	3.21%	-	-	-
	002875.SZ	安奈儿	-5.26%	-5.67%	-21.01%	-18.97%	-23.48%	-4.16%
	603557.SH	起步股份	-49.23%	35.78%	-71.85%	-78.53%	-64.95%	-31.25%
内衣	300005.SZ	探路者	-39.64%	36.23%	13.56%	14.42%	12.79%	14.10%
	603908.SH	牧高笛	21.41%	43.64%	61.34%	56.06%	64.74%	56.11%
	002780.SZ	三夫户外	16.21%	18.83%	-4.84%	1.93%	-11.60%	26.95%
数据来源：Wind，东吴证券研究所	603001.SH	奥康国际	0.42%	8.06%	-3.71%	-8.97%	2.85%	3.32%
	603511.SH	爱慕股份	1.33%	4.66%	-1.86%	4.38%	-8.27%	2.31%

1.3. 22年公司表现： Q2普遍受冲击， Q3运动服饰维持领跑



➤ **净利端：Q2受冲击较大，Q3普遍环比改善、仅少数公司实现净利同比正增长、具体包括：**

①运动服饰龙头李宁、安踏体育、特步国际，Q3流水同比正增长，盈利水平相对稳定，估计净利维持同比正增长、表现领跑行业；

②高端时尚运动龙头比音勒芬（+30.42%）、时尚休闲&中高端商务男装报喜鸟（+13.84%）；

③高性价比国民男装海澜之家（+19.19%）、中高端商务休闲男装七匹狼（+16.43%，主要来自政府补助带动）、高端女装锦泓集团（+395%，主因21Q3低基数）、内衣龙头爱慕股份（+495.28%，主因21Q3低基数）。

其余多数个股因受疫情影响，净利润同比下滑或亏损。

品牌服饰公司归母净利润同比增速 (表中2022Q1-Q3列港股为22H1数据)

细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
体育服饰	2020.HK	安踏体育	-3.41%	49.55%	-6.56%	-	-	-
	2331.HK	李宁	13.30%	136.14%	11.57%	-	-	-
	1368.HK	特步国际	-29.50%	77.05%	38.42%	-	-	-
休闲服饰	600398.SH	海澜之家	-44.42%	39.60%	-14.56%	-14.17%	-31.58%	19.19%
	002563.SZ	森马服饰	-48.00%	84.50%	-71.21%	-40.74%	亏损	-39.82%
	603877.SH	太平鸟	29.24%	-4.99%	-72.45%	-6.44%	亏损	-86.53%
	002832.SZ	比音勒芬	22.68%	25.20%	24.93%	41.29%	-13.40%	30.42%
	3998.HK	波司登	42.09%	20.63%	-	-	-	-
高端女装	002612.SZ	朗姿股份	141.65%	31.97%	-88.92%	亏损	-80.23%	-87.25%
	603587.SH	地素时尚	0.88%	9.47%	-32.37%	-23.07%	-47.85%	-25.12%
	603808.SH	歌力思	24.80%	-31.72%	-66.51%	-49.67%	-96.44%	-45.51%
	003016.SZ	欣贺股份	-26.41%	61.07%	-47.27%	-34.29%	-62.21%	-42.86%
	603518.SH	锦泓集团	亏损	扭亏	-48.94%	-56.54%	亏损	395.04%
	603839.SH	安正时尚	-34.75%	-64.70%	-61.58%	-72.98%	亏损	-31.84%
	3306.HK	江南布衣	-28.48%	86.67%	-4.25%	-	-	-
家纺	002293.SZ	罗莱生活	7.13%	21.92%	-20.18%	-12.81%	-36.32%	-18.94%
	603365.SH	水星家纺	-12.99%	40.55%	-27.01%	7.36%	-73.95%	-11.91%
	002397.SZ	梦洁股份	-47.39%	亏损	-456.90%	亏损	亏损	亏损
男装	002154.SZ	报喜鸟	74.45%	26.70%	4.73%	13.72%	-27.17%	13.84%
	601566.SH	九牧王	-0.32%	-47.25%	-319.93%	亏损	亏损	亏损
	002029.SZ	七匹狼	-39.83%	10.65%	9.71%	-29.90%	148.33%	16.43%
	1234.HK	中国利郎	-31.39%	-15.99%	-5.32%	-	-	-
童装	002875.SZ	安奈儿	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
	603557.SH	起步股份	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
户外	300005.SZ	探路者	亏损	扭亏	-61.72%	-25.48%	297.25%	亏损
	603908.SH	牧高笛	12.72%	70.99%	82.35%	73.38%	137.09%	-5.00%
	002780.SZ	三夫户外	亏损	亏损	亏损	8.92%	亏损	亏损
鞋	603001.SH	奥康国际	24.20%	21.87%	-392.94%	-8.97%	亏损	亏损
	603511.SH	爱慕股份	1.33%	4.66%	-33.28%	4.38%	-83.59%	495.28%

1.3. 22年公司表现：运动服饰龙头采取不同销售策略



- 疫情环境下港股运动服饰龙头采取不同销售策略，同时由于定位及主力市场区位差异（定位从高到低：李宁、安踏、特步），各品牌在不同阶段受疫情影响程度不同，Q2一线城市封城对李宁影响程度最大、9-11月散点疫情及封控则对特步冲击最大。
- 从Q3表现对比来看：
 - 李宁：较早采取相对较大折扣平衡流水、库存等指标，当前库存压力最小，流水表现居中。
 - 安踏：疫情封控环境下未采取较大折扣促销，流水增速较慢，当前库存压力最大。
 - 特步：Q2受疫情冲击较小，流水表现领先、折扣居中、库存居中。

港股体育服饰龙头季度流水、库销比、折扣对比

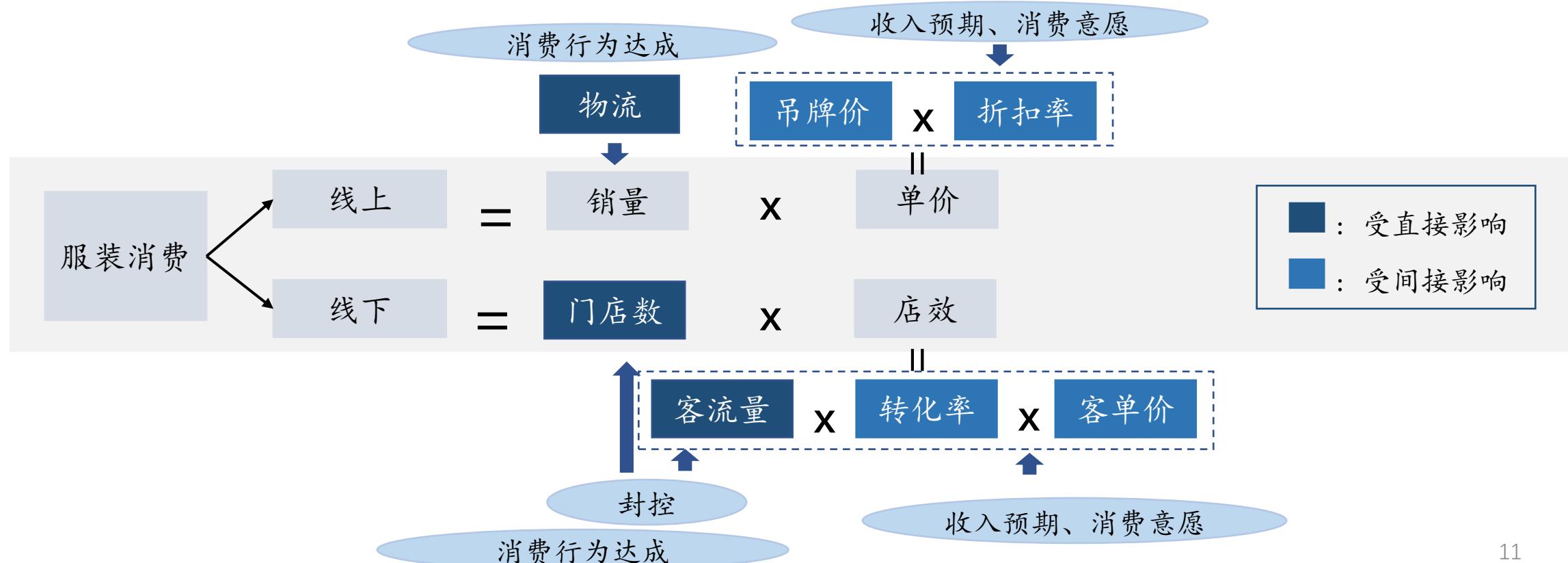
	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安踏			
流水	10-20%高段增长	中单位数负增长	中单位数增长
库销比	5个月	略超5个月	5个月
折扣	7.3折	7.5折	7.5折
李宁			
流水	20-30%高段增长	高单位数负增长	10-20%中段增长
库销比	4个月	3.6个月	4-5个月
折扣	同比-1pct	6-7折高段	6-7折高段
特步			
流水	30-35%增长	中双位数增长	20-25%增长
库销比	4个月	4.5个月	4.5-5个月
折扣	7.5折	7-7.5折	7-7.5折

1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？



——疫情是如何影响服装消费的？

- 疫情对品牌服饰终端消费的影响分为2个维度：直接影响和间接影响。
- 对服装消费模型进行如下图所示的简化处理，当前受疫情封控影响程度直接变量是消费行为能否达成，相关变量为线下的开店数和进店客流、及线上物流，间接影响变量为居民的收入预期和消费意愿（长期封控或政策不明朗情况下收入预期及消费意愿偏低），相关变量为转化率、客单价、折扣率等。



1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？

——不同服装品牌受疫情影响程度如何？



➤ 直接影响程度由渠道特征决定。

- 不同品牌的渠道特征决定其受疫情直接影响的程度。由于直接影响体现在品牌渠道端是否支持消费者购买行为，因此各品牌的渠道结构、门店数量、门店分布特征决定了其受直接影响的程度。
- 线下收入占比越高的品牌受封控影响程度越大、门店数量越多/分布越分散的品牌被封控的概率越大。例如，同为家纺公司的罗莱生活和水星家纺，线下收入占比较低的水星家纺在疫情期间收入端受影响程度低于罗莱（净利端受品牌定位相对较低、打折力度较大影响，下滑幅度较大）。

线下收入占比较低的水星家纺在疫情期间收入端受影响程度低于罗莱生活
(线下收入占比为2022H1数据)

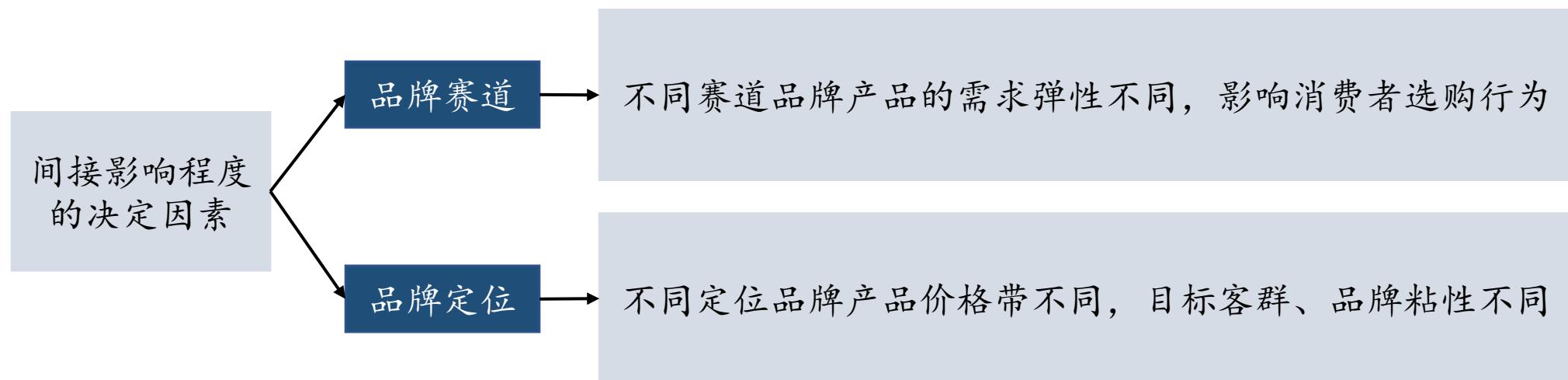
	线下收入占比	20H1营收YOY	20H1归母净利润YOY	22H1营收YOY	22H1归母净利润YOY
罗莱生活	60%	-12.87%	-19.34%	-5.70%	-21.11%
水星家纺	44%	-8.53%	-29.23%	1.43%	-34.90%

1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？

——不同服装品牌受疫情影响程度如何？



- 间接影响程度由品牌所处赛道及定位决定。
- 不同品牌赛道及品牌定位决定其受间接影响的程度不同。由于间接影响体现为通过影响消费者收入预期及消费意愿进而影响线下的客流转化率及客单价、线上的价格和折扣，因此我们认为品牌的赛道（对应不同需求弹性，如运动服饰因其具有功能性需求相对刚性）决定了消费者是否优先选购、品牌的定位（对应不同消费客群、吊牌价及折扣率）决定了产品实际售价区间从而影响消费行为。



1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？

——不同服装品牌受疫情影响程度如何？



■ 间接影响—品牌所处赛道：

- 1) **运动及户外鞋服**: 因具有功能性、品牌粘性较高，受影响程度较小，近两年营收、净利普遍维持正增长；
- 2) **家纺类**: 消费周期更长、受环境影响程度低于部分服装类；
- 3) **休闲服饰**: 可选属性更强，受消费环境转弱影响较大、疫情反复下22Q1-Q3营收下滑，其中羽绒服相对稳健、男装表现好于女装（男性消费者的偏好更集中）。

2017年以来品牌服饰各细分领域营收增速

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
户外	7.3%	-28.4%	-19.8%	-23.8%	39.3%	37.9%
运动服饰	12.9%	28.8%	33.3%	2.9%	38.9%	19.7%
童装	11.7%	12.8%	10.5%	-20.0%	12.8%	8.0%
男装	8.4%	12.0%	6.3%	-6.9%	12.7%	-2.5%
内衣	35.3%	9.9%	-5.5%	-15.0%	7.4%	-3.5%
家纺	51.7%	8.9%	5.6%	-3.6%	17.2%	-4.2%
鞋		-9.4%	-22.8%	-24.8%	1.4%	-6.2%
高端女装	46.5%	15.6%	19.6%	7.9%	17.5%	-8.2%
休闲服饰	8.7%	14.9%	9.1%	-14.1%	6.9%	-9.6%

1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？

——不同服装品牌受疫情影响程度如何？



■ 间接影响—品牌定位：

- 1) **高端&中高端品牌**: 消费者忠诚度较高、客群消费力受影响较小，因此疫情间接影响较小；
- 2) **中端品牌**: 消费者粘性居中、产品价位带居中、受居民消费力下降的间接影响较大；
- 3) **大众定位品牌**: 消费者粘性较低、受外部环境影响程度最大，但因其价位带较低、可能能够承接一部分消费降级的需求，因此综合来看受居民消费力下降的影响程度与定位中端品牌较为接近。
- 4) **例如**，对于同为运动服饰赛道、不同定位的比音/安踏/特步而言，结合20H1和22H1两轮疫情较为严重时期的业绩表现来看：**定位中高端**的比音表现最为稳健，20H1营收维持增长、净利仅小幅下滑，22H1营收净利均保持增长、受疫情扰动较小；**定位中端**的安踏、**定位大众**的特步业绩相对呈波动，其中安踏在两个时期净利均出现下滑，特步在20H1期间由于补贴经销商净利下滑较多、但22H1表现突出。

中高端定位品牌疫情期业绩稳健性更高、中端&大众品牌相对呈波动

	品牌定位	20H1营收YOY	20H1归母净利润YOY	22H1营收YOY	22H1归母净利润YOY
比音勒芬	中高端	5.74%	-7.25%	8.57%	20.15%
安踏体育	中端	-0.96%	-28.63%	13.82%	-6.56%
特步国际	大众	9.60%	-46.45%	37.45%	38.42%

1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？

——不同服装品牌受疫情影响程度如何？



➤ **赛道重要性突出，定位及渠道综合影响。**我们统计了2020H1-2022H1期间重点品牌营收/归母净利润复合增速，以此观察疫情环境下各品牌的业绩表现：

- 1) **赛道对于品牌减弱外部环境影响的意义最大：**运动服饰品牌李宁、安踏、特步、比音近三年业绩表现领先行业；羽绒服、商务休闲男装、家纺表现相对稳健；休闲服饰、中高端女装受环境影响较大。
- 2) **在同一赛道中，品牌定位、渠道情况进一步影响外部环境扰动下的业绩表现，**如运动赛道中李宁（线下收入占比70%）近三年业绩表现好于比音勒芬（线下占比94%），休闲/商务男装赛道中报喜鸟（定位中高端）表现好于海澜之家（定位大众）。

20H1-22H1重点服装品牌营收/归母净利润CAGR及公司特征

	20H1-22H1营收 CAGR	20H1-22H1归母净 利润CAGR	公司特征				
			赛道	定位	截至22H1末公司 门店数量(家)	截至22H1末主品牌 门店数量(家)	22H1线下收入占比
李宁	25.65%	40.17%	运动服饰	中端	7112	5937	70%
安踏体育	20.58%	15.59%	运动服饰	中端	11579	9223	71%
特步国际	19.19%	8.44%	运动服饰	大众	6425	6251	70%-
比音勒芬	15.81%	19.24%	运动休闲服饰	中高端	1125	1125	94%
波司登	13.17%	30.99%	羽绒服	中端	3809	3390	70%
报喜鸟	11.76%	33.35%	商务休闲男装	中高端	1659	796	76%
太平鸟	10.38%	0.34%	休闲服饰	大众	4921	女装1929+男装1482	67%
朗姿股份	8.98%	-147.94%	高端女装、医美	高端	634	327	74%
水星家纺	8.79%	-7.38%	家纺	中端	2000+	2000+	44%
罗莱生活	2.88%	2.42%	家纺	中高端	2518	2518	60%
地素时尚	-0.31%	-9.45%	中高端女装	中高端	1205	656	86%
歌力思	-2.58%	-35.79%	高端女装	高端	571	286	84%
海澜之家	-3.90%	-15.64%	休闲男装	大众	7718	5718	82%
森马服饰	-11.79%	-47.52%	休闲、童装	大众	8368	休闲服饰2840+儿童服饰5528	49% 16

数据来源：Wind，东吴证券研究所。朗姿计算女装门店。

1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？



——运动服饰率先反弹、“困境反转型”品牌弹性较大

- **总结：消费场景恢复下，服装行业普遍受益，其中运动服饰率先反弹、“困境反转型”品牌弹性较大。**
- 随防疫政策放松、消费场景恢复（即品牌门店经营时长恢复至疫情前水平、消费者信心有所回暖、客流量较快恢复），则疫情冲击的直接变量—开店数和门店客流量均有望快速反弹，对品牌经营形成普遍利好，而疫情影响的间接变量—居民收入预期和消费意愿的恢复仍需要一定过程，我们判断：
 - 1) **复苏节奏：**具有赛道优势的运动服饰品牌有望率先迎来复苏，包括李宁、安踏、特步、比音勒芬等；
 - 2) **复苏弹性：**随居民消费信心的回暖逐步推进，“困境反转型”公司业绩修复弹性较大，这类公司主要特征包括线下收入占比高、门店数量多、近两年业绩受损明显、定位大众、逆势开店等，如海澜之家、罗莱生活、歌力思、森马服饰、太平鸟等。

消费场景恢复下，运动服饰有望率先反弹，“困境反转”型公司业绩弹性较大

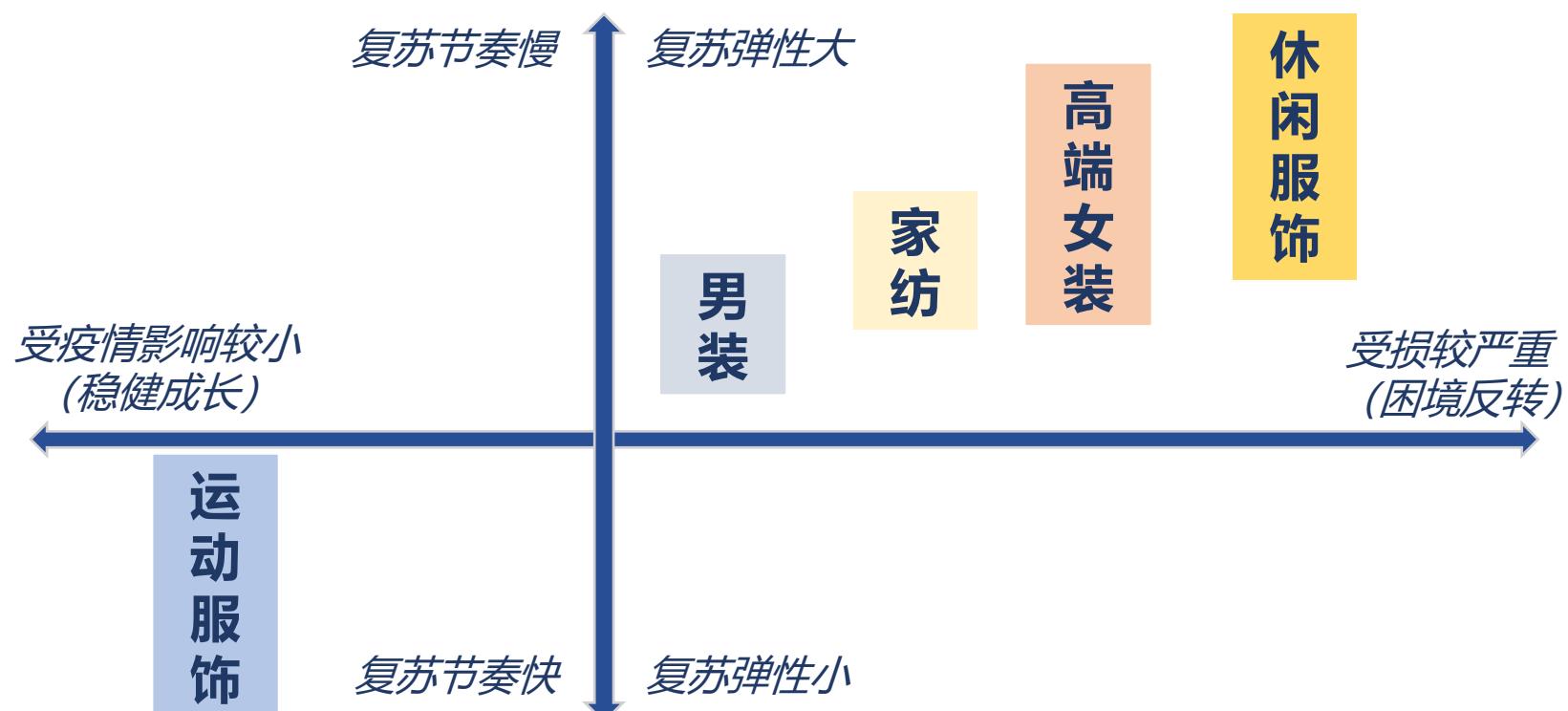
	22H1线下收入占比	截至22H1末公司总门店数	22H1营收YOY	22H1归母净利润YOY	公司特征
安踏体育	71.1%	11,579	13.8%	-6.6%	运动赛道
李宁	70.1%	7,112	21.7%	11.6%	运动赛道
特步国际	70% -	6,425	37.5%	38.4%	运动赛道
比音勒芬	93.6%	1,125	8.6%	20.2%	运动休闲赛道
罗莱生活	60.0%	2,518	-5.7%	-21.1%	逆势开店
歌力思	84.4%	571	6.5%	-73.0%	逆势开店
森马服饰	49.0%	8,368	-13.4%	-84.3%	门店数量多、定位大众、业绩受损明显
海澜之家	82.1%	7,718	-6.1%	-22.7%	门店数量多、定位大众、业绩受损明显
太平鸟	67.0%	4,921	-16.3%	-67.6%	门店数量多、定位大众、业绩受损明显

1.4. 2023年展望-需求端：消费场景若复苏，哪些品牌最受益？



——运动服饰率先反弹、“困境反转型”品牌弹性较大

- **总结：消费场景恢复下，服装行业普遍受益，其中运动服饰率先反弹、“困境反转型”品牌弹性较大。**
- **消费复苏环境下，1) 运动服饰有望发挥赛道优势获得较好修复；2) 困境反转型企业虽存在共性，但根据赛道及其受疫情的间接影响程度差异，不同公司的复苏节奏、复苏弹性同样存在一定差异。**
- **我们认为困境反转型企业中，复苏节奏由快到慢、复苏弹性由小到大的顺序分别为（未考虑其它影响因素）：**男装（男性消费者偏好集中）、家纺（慢周期消费品，波动较小）、高端女装（高端消费者品牌粘性较高、但女装可选属性更强）、休闲服饰（受疫情冲击较大）。



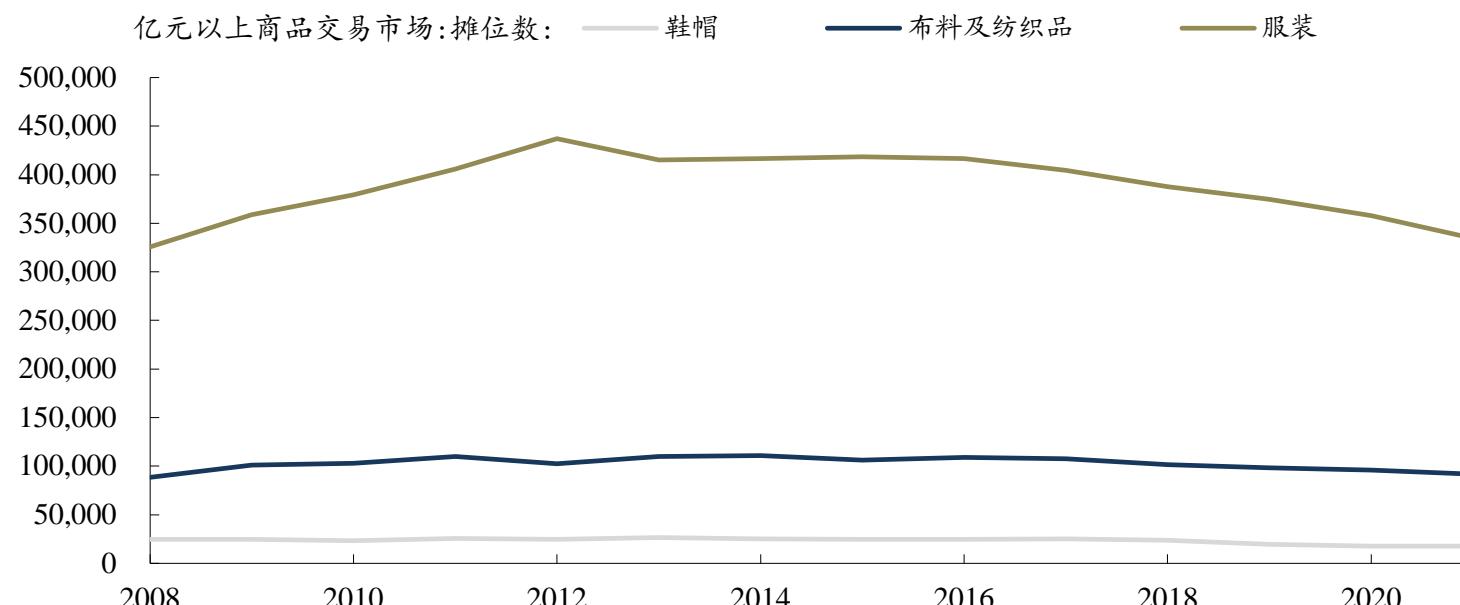
1.5. 2023年展望-供给端：疫情期间行业格局加速优化，利好品牌龙头复苏



➤ 疫情期白牌出清有利于品牌化推进，利好龙头品牌。

- 国内亿元以上商品交易市场服装摊位数加速下滑。2012年以来国内亿元以上商品交易市场服装摊位数呈逐年下滑态势，19/20/21年分别为37.5/35.8/33.5万个，21年加速下滑，考虑到22年全国疫情反复及封控情况较21年更严重，我们预计22年服装摊位下滑趋势将进一步加速。
- 品牌化进程加速推进利好龙头市场份额提升。21年以来国内服装摊位数量加速减少，反映了白牌抗风险能力较弱，受疫情冲击加速出清，加速品牌化进程推进。品牌服装抗风险能力相对较强，部分品牌在疫情期间保持逆势开店、有望在消费复苏过程中迅速提升市场份额。

疫情期间国内服装摊位数加速下滑

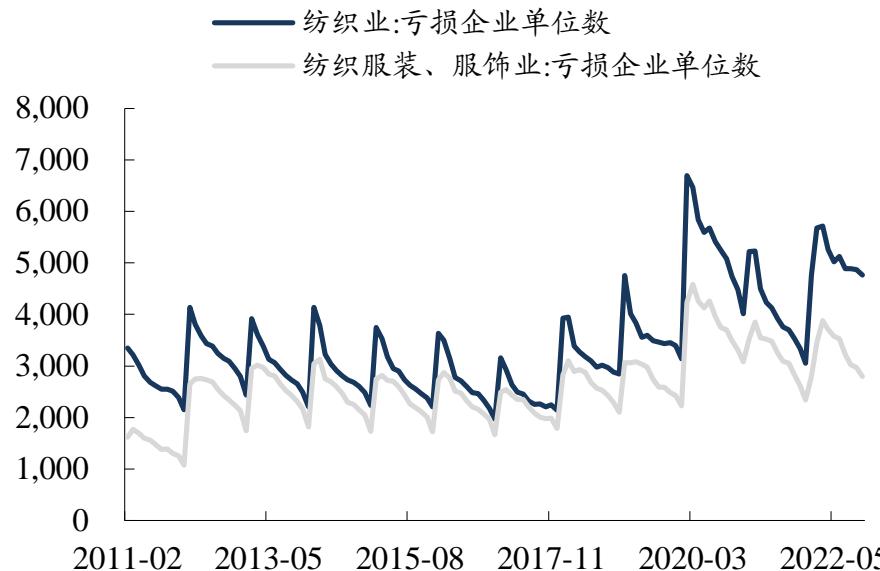


1.5. 2023年展望-供给端：疫情期间行业格局加速优化，利好品牌龙头复苏



- 疫情后纺服行业亏损企业增多、企业数量减少，从结构上看利好抗风险能力较强、现金流周转健康的龙头企业。
- 2020年以来国内纺织服装亏损企业数量明显增多。19/20/21/22年国内纺织业亏损企业数量分别为4.0/5.9/4.5/5.1万家，服饰业亏损企业数量分别为3.0/4.3/3.5/3.3万家，20年以来受疫情冲击国内纺织服装亏损企业数量明显增多。
- 2020年以来国内纺织服装企业数量明显较19年减少。19/20/21年纺织服装、鞋帽制造业企业数量分别为1.33/1.27/1.32万家，其中大中型企数量分别为2.24/1.94/1.78万家，20年以来国内纺织服装企业数量明显较19年前减少。

20年以来国内纺织服装亏损企业数量明显增多



20年以来国内纺织服装企业数量明显较19年减少



2. 他山之石：海外防疫政策放开后，服装品牌如何表现？

2.1. 他山之石：海外先于中国放松疫情管制

- 由于海外国家此前已经经历全面放开，回溯海外全面放开后服装各品牌表现对国内具有一定参考意义，选取美国和日本市场作为参考。截至2022/12从封锁严格程度上看，中国>日本>美国。
 - 美国：2021年1月公布“疫情防范和应对国家战略”，管控政策逐步放宽；2022年3月宣布共存全面放开（主要针对口罩政策进行放松）。
 - 日本：2021年10月宣布全面解除紧急事态宣言、就放开进行实验，2022年3月全面解除蔓防管控、向共存更进一步。
 - 中国：2022年11月公布“20条”放松封控政策，12月公布“新10条”进一步走向全面放开。

2020年至今中国、美国、日本封锁严格指数



2.2. 他山之石之美国：美国放开后，服装品牌如何表现？

➤ 2020年以来美国服装行业零售表现：

- **整体**：2020年受疫情冲击各类型服装零售额下滑较多；21年1月随美国宣布逐步放开，叠加基数效应，服装销售明显反弹；22年3月美国宣布全面放开，但由于宽松货币政策退出、通胀水平高企，服装消费整体走弱、增速放缓至个位数。
- **细分领域**：21/01-22/02美国逐步放开期间，零售额月均同比增速：男装店（89%）（销售男性穿着服饰的服装店，我们判断以商务男装为主）>运动装店（41.7%）>童装店（30.5%）>成人装店（21.9%）（男女装混合销售的服装店，我们判断类似于国内的休闲服饰），其中男装增速较高，我们认为与低基数、返工潮及男性消费者服装消费相对刚性有关（放开后男装需求释放充分），运动装表现相对稳健。22/03-22/11期间童装、运动装、成人装销售同比走弱转负，男装保持增长，我们推测与疫情后返工潮有关。



	21/01-22/02	22/03-22/11
男装	89.0%	9.1%
运动装	41.7%	-4.8%
童装	30.5%	-4.4%
成人装	21.9%	-5.5%

2.2. 他山之石之美国：美国放开后，服装品牌如何表现？



- 公司表现：以美国为主要市场的11个服装品牌为参考对象（除Adidas外其余10个品牌美国市场最新财报季度收入占比均在40%以上），进行行业业绩复盘。
- 2020年疫情后，营收增速转正先后顺序：Lululemon（瑜伽）、安德玛（运动）、Nike（运动）、Hanes（女装）、VF（运动）、Adidas（运动）、Carters（童装）、拉夫劳伦（男装）、HM（休闲）、GAP（休闲）、美鹰傲飞（牛仔服饰），可见运动服饰复苏较快、Lululemon及Nike股价受业绩驱动较快反弹，休闲服复苏相对较慢。
- 2021年1月起美国逐步放松，22年3月宣布全面放开。21Q1-22Q1服装品牌营收普遍出现反弹，其中Lululemon、美鹰傲飞、拉夫劳伦增速靠前，我们认为Lululemon受益于瑜伽赛道高景气、美鹰傲飞及拉夫劳伦则受益于低基数+复工潮带动下反弹。全面放开后22Q2-22Q3营收增速从高到低：Lululemon、Adidas、HM、美鹰傲飞、拉夫劳伦、Nike、安德玛、VF、Carters、Hanes、GAP，各类型品牌表现分化。

美国主要服装品牌季度营收同比增速

	赛道	美国/北美市场收入占比(最新季度)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	公司最新季度截止日
GAP	休闲服饰	73%	1.1%	-43.1%	-18.2%	-0.1%	-5.3%	89.4%	28.6%	-1.3%	2.3%	-12.9%	-8.4%	2022/7/29
HM	休闲服饰	/	7.7%	-50.1%	-18.7%	-14.8%	-27.1%	62.3%	9.3%	8.1%	22.7%	17.2%	3.4%	2022/8/31
Nike	运动服饰	43%	5.1%	-38.0%	-0.6%	8.9%	2.5%	95.5%	15.6%	1.0%	5.0%	-0.9%	3.6%	2022/8/31
拉夫劳伦	男装	46%	-15.4%	-65.9%	-30.0%	-18.2%	1.0%	182.3%	26.0%	26.7%	8.3%	8.3%	5.0%	2022/10/1
VF	运动户外	57%	-34.6%	-52.6%	-23.1%	-12.2%	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	2022/9/30
Lululemon	瑜伽	68%	19.7%	-16.7%	2.2%	22.0%	23.8%	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	2022/7/31
Carter's	童装	85%	-11.7%	-29.9%	-8.3%	-10.1%	20.3%	45.0%	2.9%	7.3%	-0.8%	-6.1%	-8.1%	2022/10/1
Hanes	贴身内衣	/	-17.1%	-1.3%	-3.1%	2.8%	14.6%	0.7%	-1.0%	-2.8%	4.5%	-13.8%	-6.6%	2022/10/1
美鹰傲飞	牛仔服饰	/	5.7%	-37.8%	-15.1%	-3.3%	-1.7%	87.5%	35.2%	23.5%	16.7%	2.0%	0.3%	2022/7/30
Adidas	运动服饰	27%	-19.2%	-35.0%	-7.0%	-5.0%	10.8%	41.9%	-3.6%	-7.4%	0.6%	10.2%	1.4%	2022/9/30
安德玛	运动服饰	64%	-22.8%	-40.6%	0.2%	-2.6%	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	-14.9%	-0.2%	1.8%	2022/9/30

	赛道	营收同比	
		21Q1-22Q1	22Q2-22Q3
Lululemon	瑜伽	37.7%	30.1%
美鹰傲飞	休闲服饰	35.9%	9.5%
拉夫劳伦	男装	32.3%	6.6%
VF	运动户外	27.2%	-0.9%
安德玛	运动服饰	21.9%	0.9%
NIKE	运动服饰	17.6%	1.3%
GAP	休闲服饰	14.2%	-10.6%
Carter's	童装	12.0%	-7.2%
HM	瑜伽	9.3%	9.7%
Adidas	运动服饰	5.7%	10.9%
Hanes	休闲服饰	2.5%	10.2%

2.2. 他山之石之美国：美国放开后，服装品牌如何表现？

➤ 股价表现复盘：

- **板块整体：**市场对“逐步放开”政策信号有积极定价，对“全面放开”反应平淡。2020年至今美国服装品牌股价走势整体呈“倒V”型，即：
1) 20年初疫情爆发后股价跌至低点，后随疫情冲击减小回升，21年1月美国宣布逐步放开后股价继续回升，21年5-8月各品牌股价先后达到高点，后开始回落。2) 尽管22年3月美国宣布全面放开（不再强制戴口罩、不再提供大型检测、部分地区取消疫苗限制等），但由于封锁程度边际变化较小，服装品牌板块反应较为平淡，在通胀水平高企、消费走弱、服装企业出现库存问题等因素作用下，股价整体延续下行态势。
- **分品牌看：**20年疫情冲击后Lululemon、Nike股价最先反弹；21年1月宣布逐步放开后美鹰傲飞、GAP股价弹性较大，美鹰傲飞股价较20年初最高涨幅达到150%以上；全面放开后行业库存问题影响下整体走低，Lululemon相对稳健。

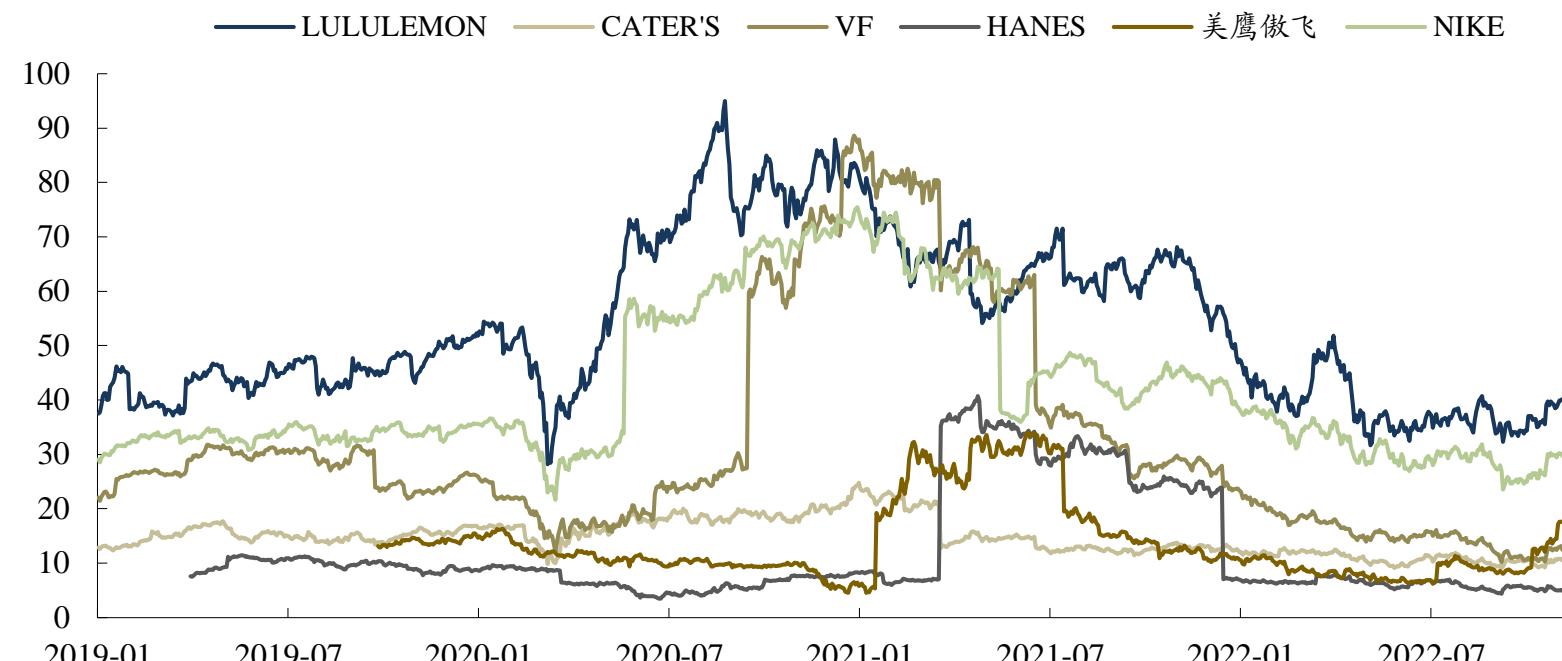


2.2. 他山之石之美国：美国放开后，服装品牌如何表现？

➤ PE复盘：

- **2020年至今美国主要服装品牌PE普遍经历先上升、后回落的过程，多数品牌PE在“逐步放开”信号出现前后即达到高点。** Lululemon、Nike市盈率在20年首次冲击后最快出现低位回升、且幅度较大，20年9月Lululemon市盈率从30X低点升至90X高点、21年1月出现次高点85X，21年1月Nike市盈率从20X低点升至70X高点。VF、美鹰傲飞、HANES市盈率先后反弹，VF21/01见顶（90X）、美鹰傲飞21/03见顶（30X）、HANES21/05见顶（50X），可见“放开”信号对服装品牌PE有显著提振作用，放开落地后PE开始下行。
- **目前各品牌PE普遍回落至19年水平，** 截至22/12Lululemon（35X）>Nike（30X）>美鹰傲飞（16X）>VF（10X）>CATERS（10X）>HANES（4X）。

2019年至今美国主要服装品牌PE（剔除异常值品牌）

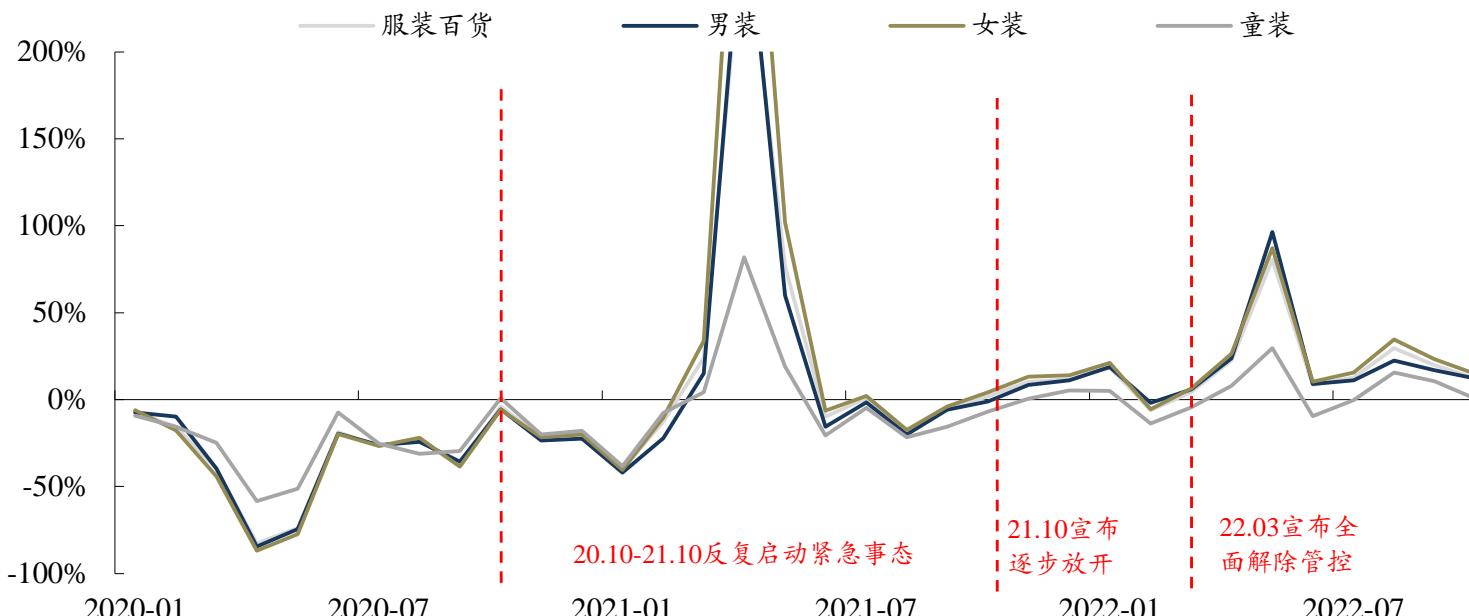


2.3. 他山之石之日本：日本放开后，服装品牌如何表现？

➤ 2020年以来日本服装行业零售表现：

- **整体：**2020年受疫情冲击各类型服装零售额下滑较多；20/10-21/10期间除了21/04受基数效应影响增速反弹回正外，其余时间受反复启动紧急事态影响服装消费整体表现仍较弱；21/10宣布逐步放开后，各类型服装零售额增速回暖转正；22年3月日本宣布全面解除管控，服装消费企稳向好。
- **细分领域：**21/10-22/02日本逐步放开期间，零售额月均同比增速：女装（9.4%）>男装（7.1%）>其他服装（-2.9%）>童装（-1.9%），各细分领域之间差距不大，女装、男装表现好于童装；22/03-22/11期间各细分领域零售增速均转正，且表现明显好于逐步放开阶段，其中女装、男装表现仍优于童装。

2020年至今日本各类型服装零售额增速



	21/10-22/02	22/03-22/11
女装	9.4%	27.3%
男装	7.1%	24.7%
服装百货	7.2%	23.7%
其他服装	-2.9%	10.2%
童装	-1.9%	6.2%

2.3. 他山之石之日本：日本放开后，服装品牌如何表现？



- **公司表现：**以日本为主要市场的9个服装品牌为参考对象，进行行业绩复盘。
- 2020年疫情后，营收增速转正先后顺序：Shimamura (20Q3)（休闲服饰、主打性价比）、亚瑟士 (20Q3)（运动）、美津浓 (20Q4)（运动），迅销（休闲，主打性价比）20Q3起恢复至持平略降水平，其他品牌均在21Q2转正，总体看运动服饰、定位高性价比品牌复苏较快。
- 2021年10月起日本逐步放开，22年3月全面解除管控。21Q4-22Q1营收增速领先的品牌包括Adastria、Shimamura、Honeys、迅销、亚瑟士，迅销受益于高性价比定位及品牌快反优势在低基数下实现较好反弹、亚瑟士因运动品牌定位相对稳健，美津浓等品牌受前期反复启动紧急事态影响营收增速未能转正；全面放开后22Q2-22Q3营收增速从高到低：Adastria、亚瑟士、美津浓、迅销、Honeys、TSI控股、安德玛、Palemo、Shimamura、Mac House、Onward，各品牌营收增速均转正，整体上运动服饰及高性价比休闲服增速领先。

日本主要服装品牌季度营收增速

	赛道	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	公司最新季度截止日
迅销	休闲服饰	-6.1%	-39.4%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	23.2%	2022/8/31
Shimamura	休闲服饰	-6.2%	-19.9%	12.6%	15.6%	8.2%	33.2%	-3.5%	1.3%	6.3%	4.8%	7.0%	2022/8/20
Onward	休闲服饰	5.4%	-34.9%	-28.5%	-21.6%	-33.8%	8.9%	9.3%	-13.7%	1.9%	-3.2%	8.2%	2022/8/31
Adastria	休闲服饰	-3.7%	-40.9%	-11.9%	-3.9%	-12.2%	39.4%	-0.4%	1.8%	7.5%	25.0%	18.1%	2022/8/31
Mac House	休闲服饰	-16.5%	-43.6%	-16.7%	-11.0%	-18.2%	17.9%	-22.0%	-14.7%	-5.7%	1.7%	2.7%	2022/8/31
Honeys	时尚女装	-3.5%	-42.3%	-3.9%	-1.0%	-12.2%	54.2%	-4.7%	-2.1%	9.6%	17.3%	12.4%	2022/8/31
Palemo	时尚女装	-1.7%	-52.0%	-14.4%	-6.8%	-21.9%	40.9%	-18.4%	-15.7%	5.1%	11.0%	4.4%	2022/8/20
美津浓	运动服饰	-6.8%	-32.0%	-13.2%	8.7%	-7.1%	49.6%	12.2%	-1.7%	/	7.8%	25.7%	2022/9/30
亚瑟士	运动休闲	-13.5%	-30.4%	2.4%	-12.3%	24.9%	67.2%	11.3%	1.6%	-1.1%	16.3%	22.4%	2022/9/30
TSI控股	运动休闲	-7.1%	-49.4%	-11.3%	-6.9%	-16.7%	57.8%	-11.7%	-4.4%	-1.1%	11.4%	11.2%	2022/8/31

	营收同比		
	赛道	21Q4-22Q1	22Q2-22Q3
Adastria	休闲服饰	4.6%	21.6%
亚瑟士	运动休闲	0.0%	19.5%
美津浓	运动服饰	-1.7%	16.6%
迅销	休闲服饰	1.3%	16.3%
Honeys	时尚女装	2.7%	15.1%
TSI控股	运动休闲	-2.8%	11.3%
Palemo	时尚女装	-5.8%	7.6%
Shimamura	休闲服饰	3.7%	5.9%
Mac House	休闲服饰	-10.5%	2.2%
Onward	休闲服饰	-6.5%	1.7%

2.3. 他山之石之日本：日本放开后，服装品牌如何表现？

➤ 股价表现复盘：

- **板块整体：市场对“逐步放开”反应平淡，对“全面解除管控”反应积极。**由于20.10-21.10期间日本反复启动紧急事态，因此服装品牌股价波动较大、品牌间分化严重、多数品牌股价表现低迷；21年10月宣布逐步放开管控，但对服装品牌股价未产生显著提振作用；22.03全面解除管控后服装品牌股价普遍有所上行，全面解除管控至22/12期间股价平均涨幅20%。
- **分品牌看：20年以来迅销、Shima mura、亚瑟士股价跑赢其他品牌。**20年疫情冲击后迅销、Shima mura、亚瑟士股价最先反弹；20.10-21.10各品牌股价波动较大，onward、TSI、honeys、mac house、adastria股价持续表现低迷；21年10月宣布逐步放开后各品牌股价未出现明显变化趋势；22.03宣布全面放开后各品牌股价普遍上行，其中亚瑟士（截至22/12股价涨幅29%）、TSI（涨幅29%）、迅销（涨幅28%）表现领先。总体上看20年以来迅销、Shima mura、亚瑟士股价跑赢其他品牌。

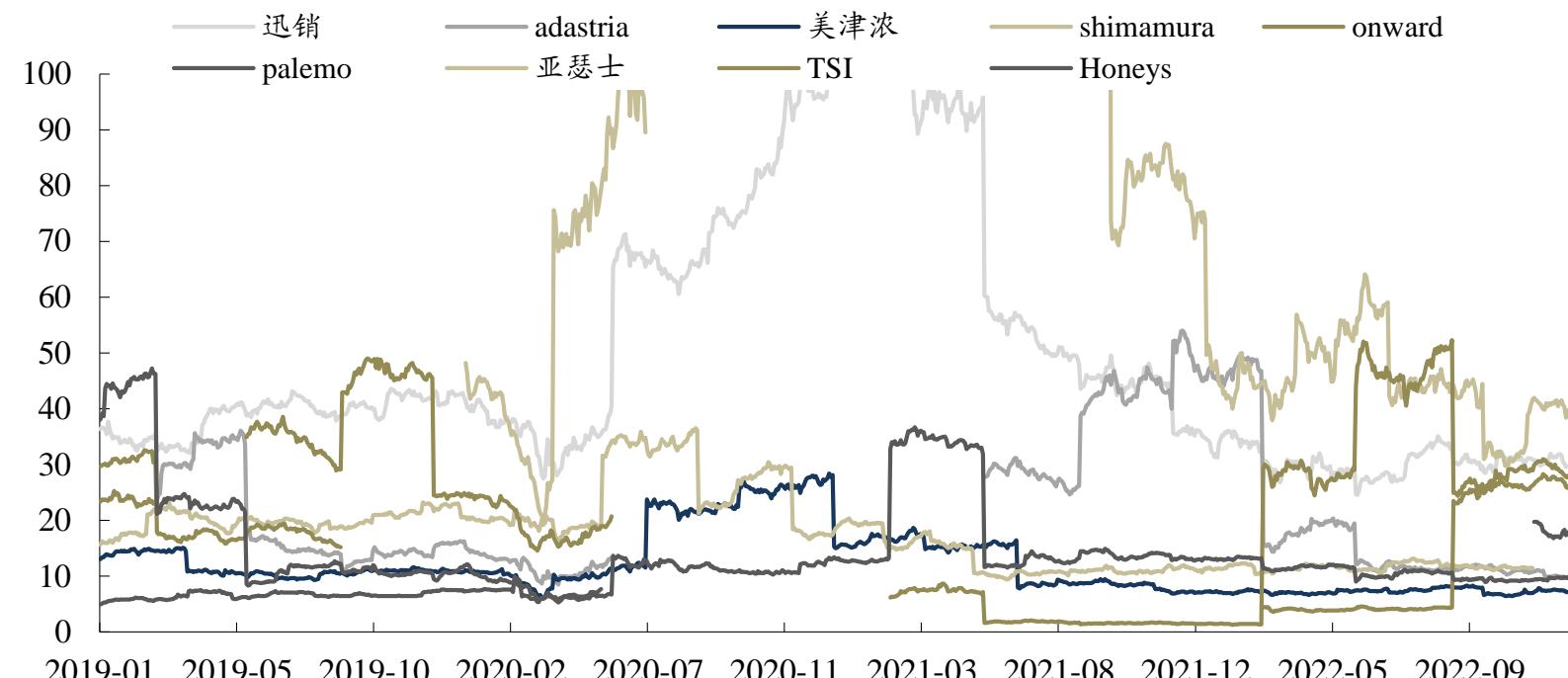


2.3. 他山之石之日本：日本放开后，服装品牌如何表现？

➤ PE复盘：

- **2020年至今日本主要服装品牌市盈率分化较大，“逐步放开”时点部分品牌PE呈下滑态势、“全面放开”时点PE有所反弹。** 2020年首次受疫情影响之后的恢复过程中亚瑟士、迅销股价开始定价复苏、而业绩尚未修复、PE升至100X以上水平，其他品牌波动相对较小。21.10宣布逐步放开后，亚瑟士、迅销PE明显回落。22.03宣布全面解除管控后亚瑟士、TSI市盈率出现明显反弹。
- **目前各品牌PE普遍回落至19年水平**，截至22/12亚瑟士 (40X) >迅销 (30X) >TSI (28X) >Onward (26X) >Palemo (18X) >adastria (11X) >Honeys (10X) >美津浓 (7X) 。

2019年至今日本主要服装品牌PE



2.4. 总结：美国服装品牌受益于“逐步放开”信号，PE先于股价见顶



➤ 美国逐步放开阶段更具有参考意义。

- 美国防疫政策的放松分为两步，第一步为21年1月“逐步放开”、第二步为22年3月“全面放开”。由于美国“逐步放开”政策的推进方向明确，因此市场对该政策信号的反应更积极，而对“全面放开”反应平淡。我们认为逐步放开阶段对中国更具有参考意义。

➤ 销售及业绩表现：

- 从细分领域层面，逐步放开后美国男装和运动装表现处各细分领域领先。我们判断男装（主要为商务男装）受益于低基数+返工潮+男装消费相对刚性，运动装则受益于赛道成长性+产品具有功能属性促需求偏刚性。
- 从公司业绩层面，逐步放开后各品牌营收均有显著改善，其中瑜伽/运动/男装品牌增速领先。全面放开时点美国在高通胀+加息环境下消费走弱，服装品牌营收表现不及第一阶段。

➤ 股价及估值表现：

- 总体上看，美国逐步放开时点前后PE见顶、之后6个月内股价见顶，股价支撑因素放开前为估值修复、放开后为业绩修复。“逐步放开”政策信号前后，品牌服装PE在复苏预期支撑下较快升至高点，后随政策落地开始下行。此后在公司业绩复苏支撑下，品牌服饰股价继续上行4-6个月后见顶回落。
- 分公司看，疫情后运动品牌Nike、Lululemon股价最先见底回弹，此后在管控放松、行业复苏过程中，休闲品牌美鹰傲飞、GAP股价虽表现较晚、但弹性最高。

2.4. 总结：日本服装品牌受益于“全面放开”信号，品牌间分化较大



- **日本全面放开阶段更具有参考意义。**
- 日本防疫政策的放松同样分两步，第一步为21年10月“逐步放开”、第二步为22年3月“全面放开”。由于日本在“逐步放开”前经历了一整年“反复启动紧急事态”过程，因此市场对于该信号反应较平淡，而随着“全面解除管控”政策的推出，品牌服饰复苏企稳向好、股价上行趋势明确。我们认为日本全面放开阶段对中国更具有参考意义。
- **销售及业绩表现：**
- 从细分领域层面，政策全面放开后各细分领域零售增速均转正，且表现明显好于逐步放开阶段。各细分领域之间表现差距不大，女装、男装表现好于童装。
- 从公司业绩层面，逐步放开后高性价比定位品牌及运动服饰品牌营收增速转正，其他品牌受前期反复启动紧急事态影响营收增速未能转正，全面放开后各品牌营收增速均转正，运动服饰和高性价比休闲服增速亦领先。
- **股价及估值表现：**
- 整体上看，由于逐步放开前日本反复启动紧急事态，因此日本服装品牌公司股价呈波动态势、品牌间分化较大。“逐步放开”政策信号对品牌股价提振作用不明显，“全面放开”后普遍开启上涨行情。
- 分公司看，全面放开后各品牌股价普遍上行，其中亚瑟士、TSI、迅销涨幅领先。20年以来定位高性价比的迅销&Shima mura、定位运动品牌的亚瑟士股价跑赢其他品牌。

2.4. 总结：美日经验启示—放开明确利好服装品牌估值与业绩修复



- **美国放开的第一阶段、日本的第二阶段对中国更具参考性，放开后服装品牌PE及业绩均受益。**
- 尽管美国和日本在放开疫情管制时均采取了“两步走”策略，但放开时点和路径仍存在较大差异。1) 美国：放开策略较为激进、推进较为明确，自21年1月起宣布逐步放开后市场对此充分定价，22年3月宣布全面放开、市场对此反应平淡；2) 日本：放开路径较为谨慎，在20/10-21/10期间反复启动紧急事态，对服装品牌市场形成较大扰动，21/10宣布逐步放开、市场对此反应平淡，22年3月宣布全面放开后服装品牌业绩恢复态势较好、股价开启上行。
- 22/11-12月中国在短时间内大幅放宽疫情管控政策，我们认为美国的第一阶段、日本的第二阶段对中国放开后服装行业的演绎更具参考性。该阶段美国和日本服装公司均出现业绩和PE的明显修复、以及股价的大幅反弹。
- **除参考海外经验，中国情况具有特性，预计23Q2有望出现反弹拐点。**
- 22/12中国全面放开后国内感染人数短时间内激增，对消费形成二次冲击，我们认为国内消费修复需等感染人数进入较稳定状态后出现。此外由于疫情三年对居民消费力冲击较大，我们认为若无进一步消费刺激政策，则整体修复力度受限，期待消费刺激政策（如发放消费券）提振居民消费信心。
- 由于22Q2、22Q4服装板块业绩基数较低，我们预计23Q2、23Q4将出现较大幅度的反弹，剔除基数效应后业绩修复较快的品牌有望获得更高的估值水平。
- **参考美日经验，放开之后具体表现的结构分析：**
- 从业绩和估值看，放开趋势确定后，服装品牌有望PE先行，之后业绩修复带动股价继续上行，半年之后达到高点（美国经验）。
- 从细分领域和公司看，运动品牌表现稳健且领先行业反弹，男装（美国经验）及高性价比品牌（日本经验）修复节奏相对较快，休闲装品牌虽表现较晚、但弹性较大。

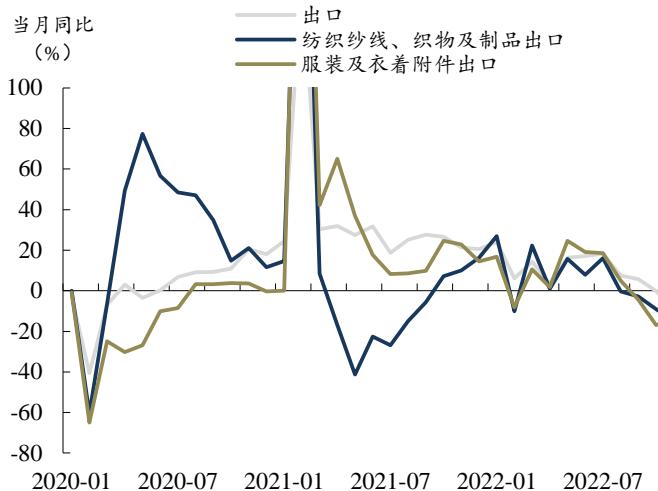
3. 纺织制造：22年前高后低，关注23年需求拐点

3.1. 22年行业概览：外需前高后低、棉价下行、人民币贬值



- **22H1出口维持景气，下半年转弱。** 22H1纺织制品出口金额同比+11.9%、服装出口金额同比+12.9%，整体延续外需景气趋势。随外需降温，7月以来纺服出口转弱趋势明显，7/8/9/10/11月纺织制品出口金额分别同比+16.1%/-0.3%/-2.7%/-9.1%/-14.9%、服装出口金额分别同比+18.5%/+5.0%/-4.4%/-16.9%/-14.9%。
- **国内、国际棉价均见顶回落。** 21年国内棉价大幅上涨，21/11-22/05期间国棉在22,000-23,000元/吨区间高位盘整，22年5月起随需求走弱棉价回调；美棉自20年4月开启上涨行情后持续涨至22年5月中下旬的169美分/磅的高点、之后随需求走弱较快回落；22/06/01-12/30国内/国际棉价分别下跌30%/37%，回落趋势持续。
- **人民币汇率较大幅度贬值。** 人民币汇率从22年4月开始贬值，22H1美元兑人民币（CFETS）从年初6.38贬值至6.71、贬值5.3%，22Q3贬值幅度较大、从6.69贬值至7.1、贬值6.2%。22年11月以来人民币汇率有所回升，截至12/30回升至6.96，较同期仍有9.2%的贬值幅度。对以出口为主的纺织制造企业而言，人民币汇率贬值有助提升人民币订单价格、毛利率及汇兑收益。

2020年以来中国出口同比



2020年以来国内/国际棉价走势



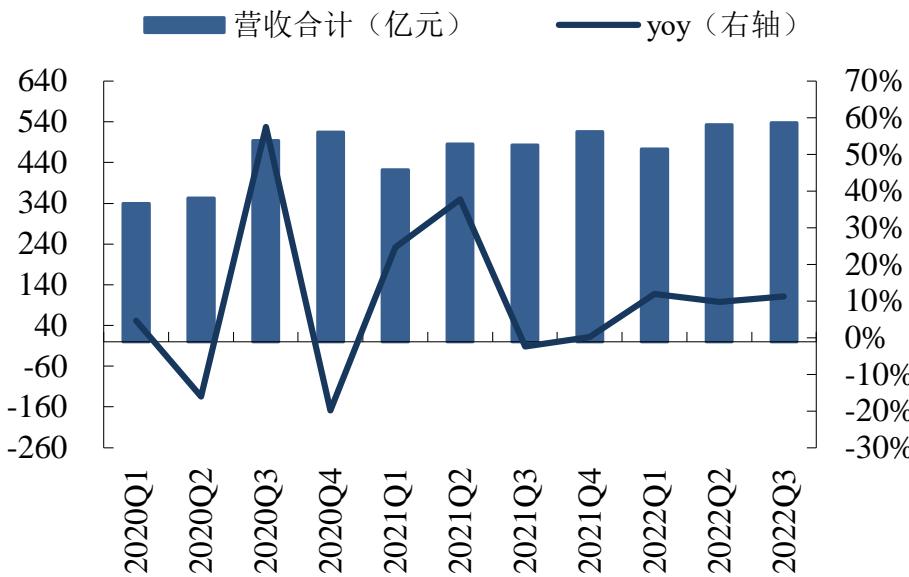
2022年4月以来人民币大幅贬值



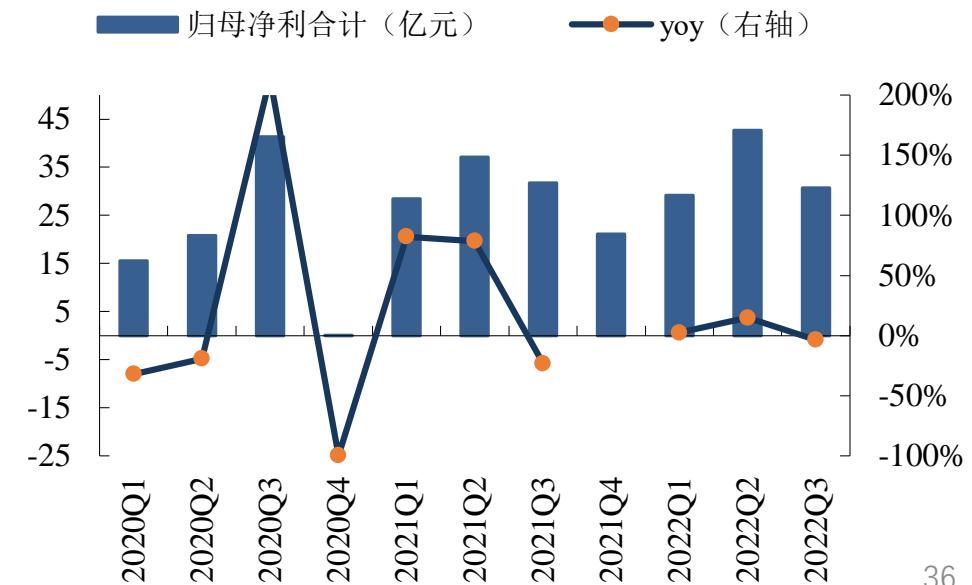
3.2. 22年板块整体：整体表现优于品牌端，Q3净利小幅下滑

- 我们统计了纺织制造12个子行业56家A+H股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。
- **收入端：22Q1-Q3板块（A股）营收增速较稳定、维持增长。** 22H1外需景气持续，Q3外需虽减弱，但订单周期平滑下收入端体现不明显，22Q1-Q3（A股）实现营收同比+10.94%（同期品牌服饰营收同比-5.74%），其中22Q1/Q2/Q3分别同比+11.9%/+9.8%/+11.2%，人民币贬值带动下Q3增速有所提升。
- **净利端：外需回落、能源成本上升影响下，22Q3净利转为下滑。** 22Q1-Q3板块（A股）归母净利润同比+5.3%、显著好于品牌服饰（-50.8%）。单季度看，22Q1/Q2/Q3板块（A股）归母净利润分别同比+2.52%/+14.93%/-3.51%，Q3在外需走弱、能源价格及海运费价格上涨影响下净利转为下滑。

20Q1-22Q3年纺织制造板块（A股）营收及增速



20Q1-22Q3纺织制造板块（A股）归母净利及增速



3.3. 22年公司表现：营收增速前高后低



➤ 营收端：由于22下半年外需走弱、内需改善较弱，叠加棉价下行、人民币贬值等因素综合影响，全年多数纺织制造公司营收增速前高后低，22Q3营收同比增长较快的公司包括：

- 2B业务新老客户贡献增长的箱包龙头开润股份(+43.85%)；
- 受益于疫情反复下防护产品需求增加、高端伤口敷料业务并表的无纺布龙头稳健医疗(+41.15%)；
- 受外需放缓影响较小+人民币贬值的棉纺织龙头鲁泰A(+39.35%)；
- 受益于黄金饰品Q3释放需求的航民股份(+26.97%)；
- 受益于订单稳健的运动鞋制造龙头华利集团(+23.33%)。

纺织制造公司营收同比增速 (表中2022Q1-Q3列港股为22H1数据)

细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	-8.14%	25.40%	20.79%	11.39%	28.55%	23.33%
	603558.SH	健盛集团	-11.12%	29.65%	37.68%	28.54%	45.28%	-7.73%
	300840.SZ	酷特智能	16.94%	-5.25%	4.46%	-7.23%	16.45%	6.85%
	605138.SH	盛泰集团	-15.57%	9.68%	24.81%	30.50%	19.93%	14.97%
	2313.HK	申洲国际	1.65%	3.54%	19.56%	-	-	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	-30.14%	10.25%	49.99%	59.05%	42.66%	39.35%
	601339.SH	百隆东方	-1.40%	26.73%	1.11%	5.39%	-2.81%	7.75%
	002042.SZ	华孚时尚	-10.42%	17.40%	-0.22%	7.87%	-6.82%	14.55%
	002087.SZ	新野纺织	-15.11%	8.99%	-19.55%	-26.55%	-11.57%	-56.34%
	2678.HK	天虹纺织	-10.99%	35.47%	3.95%	-	-	-
印染	600987.SH	航民股份	-21.83%	81.38%	-3.88%	-1.37%	-6.59%	26.97%
	300888.SZ	稳健医疗	173.99%	-35.87%	27.05%	2.37%	58.30%	41.15%
	300658.SZ	延江股份	52.77%	-21.24%	8.27%	9.13%	7.34%	-6.60%
无纺布	603238.SH	诺邦股份	83.05%	-24.40%	-10.23%	-27.58%	13.53%	11.38%
	300577.SZ	开润股份	-27.87%	17.76%	33.26%	35.56%	31.34%	43.85%
	002003.SZ	伟星股份	-8.65%	34.44%	23.32%	33.58%	17.42%	11.46%
化纤及制品	603055.SH	台华新材	-7.04%	70.19%	28.37%	27.92%	0.32%	-21.82%
	605080.SH	浙江自然	6.68%	44.91%	28.37%	46.61%	13.16%	-1.19%
	605003.SH	众望布艺	1.44%	18.49%	-10.29%	7.63%	-29.05%	-50.07%
	000779.SZ	甘咨询	16.01%	4.09%	19.57%	3.01%	33.83%	-14.29%
	002193.SZ	如意集团	-31.64%	-12.27%	41.66%	1.88%	85.18%	17.86%
毛纺	600220.SH	江苏阳光	-16.04%	1.02%	9.55%	42.48%	-8.89%	0.49%
	601599.SH	浙文影业	-44.24%	44.86%	14.67%	38.99%	-1.42%	8.79%
	603889.SH	新澳股份	-16.12%	51.57%	20.43%	40.24%	9.19%	6.34%
	300918.SZ	南山智尚	-23.32%	9.88%	18.60%	8.03%	27.34%	37.03%

3.3. 22年公司表现：净利增速下半年整体转弱，少数公司Q3保持较高增长



- **净利端：22H1表现相对较好，Q3纺织板块归母净利润分化加大、同比增幅较大的公司包括：**
- 受外需放缓影响较小同时受益于人民币贬值的色织布龙头鲁泰A (+222.4%)；
- 受外需放缓影响较小同时受益于人民币贬值的成衣出口制造商盛泰集团 (+97.13%)；
- 受益于人民币贬值的个性化定制出口龙头酷特智能 (+66.3%)；
- 订单相对较稳健同时受益于人民币贬值的拉链龙头伟星股份 (+28.17%)；
- 订单相对较稳健同时受益于人民币贬值的运动鞋生产龙头华利集团 (+25.07%)。

纺织制造公司归母净利润同比增速 (表中2022Q1-Q3列港股为22H1数据)

细分领域	证券代码	公司名称	2020	2021	2022Q1-Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	3.16%	47.34%	22.46%	12.40%	27.99%	25.07%
	603558.SH	健盛集团	亏损	扭亏	48.28%	74.10%	73.95%	10.11%
	605138.SH	盛泰集团	9.01%	-0.56%	33.83%	43.41%	2.06%	97.13%
	300840.SZ	酷特智能	-30.66%	28.91%	46.01%	-6.78%	109.22%	66.30%
	2313.HK	申洲国际	0.23%	-33.98%	6.30%	-	-	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	-89.78%	257.22%	181.58%	113.84%	197.06%	222.44%
	601339.SH	百隆东方	22.92%	274.47%	31.16%	54.58%	31.91%	8.48%
	002042.SZ	华孚时尚	亏损	228.25%	-32.51%	14.36%	-16.42%	-94.39%
	002087.SZ	新野纺织	-38.37%	-71.58%	-188.13%	-68.64%	亏损	亏损
	2678.HK	天虹纺织	-41.49%	419.31%	-22.96%	-	-	-
印染	600987.SH	航民股份	-18.42%	10.87%	5.66%	15.78%	-4.89%	10.62%
	300888.SZ	稳健医疗	597.50%	-67.48%	13.25%	-25.69%	91.02%	4.22%
	300658.SZ	延江股份	263.87%	-94.38%	172.65%	7.75%	扭亏	扭亏
	603238.SH	诺邦股份	223.30%	-63.79%	-68.59%	-85.00%	-40.80%	-60.68%
	300577.SZ	开润股份	-65.51%	131.03%	-53.84%	2.78%	-93.91%	-62.82%
辅料	002003.SZ	伟星股份	36.34%	13.22%	30.31%	45.13%	28.65%	28.17%
	603055.SH	台华新材	-38.87%	287.26%	-21.19%	17.20%	-23.68%	-50.11%
	605080.SH	浙江自然	21.44%	37.59%	8.84%	37.82%	17.99%	-45.44%
	605003.SH	众望布艺	12.93%	4.77%	-26.45%	-9.05%	-1.47%	-74.80%
	000779.SZ	甘咨询	2.21%	6.39%	-28.93%	-28.49%	-52.78%	-7.04%
毛纺	002193.SZ	如意集团	-89.43%	-80.49%	扭亏	-47.95%	扭亏	亏损
	600220.SH	江苏阳光	-77.29%	扭亏	49.62%	136.32%	-35.98%	-16.98%
	601599.SH	浙文影业	-5.84%	108.34%	21.76%	367.31%	8.01%	-44.99%
	603889.SH	新澳股份	5.75%	96.93%	31.85%	47.40%	37.53%	14.17%
	300918.SZ	南山智尚	-28.14%	74.17%	10.13%	17.71%	15.31%	30.02%

3.4. 23年展望：出口型——关注欧美经济、海外品牌去库拐点

- **欧美消费环境偏弱，外需景气度下降。**受通胀影响，22年以来欧美地区消费走弱趋势明显，6月以来欧元区19国零售销售指数同比转负。作为我国纺服产品重要出口市场，欧美消费疲软对中国外需订单产生较大拖累。
- **国际鞋服龙头最新季度库存提升幅度高于销售额增幅。**由于2020-2021年经历了全球供应链中断、海运周期延长等问题，国际鞋服龙头普遍加大备货，当前库存较高。截至最新披露财务季度末，Nike/VF库存分别同比增加了43%/88%，大幅高于收入增幅（Nike/VF最新财务季度全球销售额分别同比+17%/-4%），其中截至最新季度NIKE大中华区库存双位数下降、已恢复至正常水平、海外市场库存压力仍存。
- **23年下半年有望迎来订单拐点。**海外龙头去库压力叠加欧美地区消费放缓，国际品牌订单降温逐步落地，出口型纺织制造龙头业绩呈放缓趋势。品牌去库周期通常为2-4个季度，我们预计23Q2海外品牌有望完成库存消化，届时出口型制造龙头订单有望触底回升。



国际鞋服品牌最近两个季度收入及库存情况

	Nike (百万美元)		Adidas (百万欧元)		VF (百万美元)		迅销集团 (亿日元)	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
收入	12,687	13,315	5,596	6,408	2,262	3,081	5,461	5,360
YOY	4%	17%	10.2%	11.4%	3.0%	-3.7%	3.9%	23.3%
期末库存	9,662	9,326	5,483	6,315	2,341	2,750	3,517	4,859
YOY	44%	43%	35.3%	72.4%	92.4%	87.7%	2.1%	23.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所。备注：Q2的时间区间：NIKE截至22/11/30季度，Adidas截至22/9/30季度，VF截至22/10/1季度，迅销截至22/8/31季度，Q1为Q2的上一个季度。

3.4. 23年展望：出口型——欧洲能源危机相关受益公司



- 欧洲能源危机背景下，保暖纺织品出口制造商业绩有望阶段性受益。
- **欧洲能源危机下各类能源价格高企。**受俄乌冲突、俄罗斯停止对欧洲供应天然气（俄罗斯供应量占比40%）影响，欧洲天然气、居民用电等能源价格升至历史高位。21H1/21H2/22H1英国天然气期货均价分别同比+196%/+470%/+275%，欧委会预计今年冬天德国工业部门需要削减25%以上的天然气消耗；欧洲居民电价同样升至历史高位，22H1欧盟27国居民用户DA/DB/DC/DD/DE档电价分别同比+27%/40%/44%/49%/50%。
- **欧洲能源价格高企有望刺激冬季保暖纺织品进口需求，阶段性带动中国毛纺织品出口增长。**欧洲居民冬季主要供暖方式包括天然气和电力两种，能源价格大涨导致居民取暖成本昂贵，由此我们预计欧洲将在冬季增加非能源消耗性取暖用品（如毛纺制品）的需求。欧洲为中国毛纺制品最大出口市场，其需求增加有望带动国内毛纺产业链公司订单增长。2022年1-10月中国毛织物出口保持较快增长、出口6106万米、同比增长42%，毛精纺织物出口金额2.2亿美元、同比增长20.3%。

A股毛纺产业链公司基本情况梳理

公司	主要产品	22H1收入中出口占比	2021年		2022Q1-Q3		PE-TTM
			营收 YOY	归母净利润 YOY	营收 YOY	归母净利润 YOY	
新澳股份	毛精纺纱、羊绒纱线、羊毛毛条	直接出口占比38%，估计穿透至终端出口比例大于该值，下同	51.6%	96.9%	15.5%	31.9%	9.67
南山智尚	精纺呢绒、服装	23%	9.9%	74.2%	16.3%	10.1%	22.82
江苏阳光	呢绒面料	35%	1.0%	622.5%	5.7%	49.6%	32.57
如意集团	精纺呢绒、服装	76%	-12.3%	-80.5%	32.3%	139.7%	41.07
中银绒业	无毛绒、羊绒纱、服饰及制品	0%	206.2%	23.8%	47.8%	-80.9%	786.14

3.4. 23年展望：内销型——国内外消费场景修复、公司自身变化

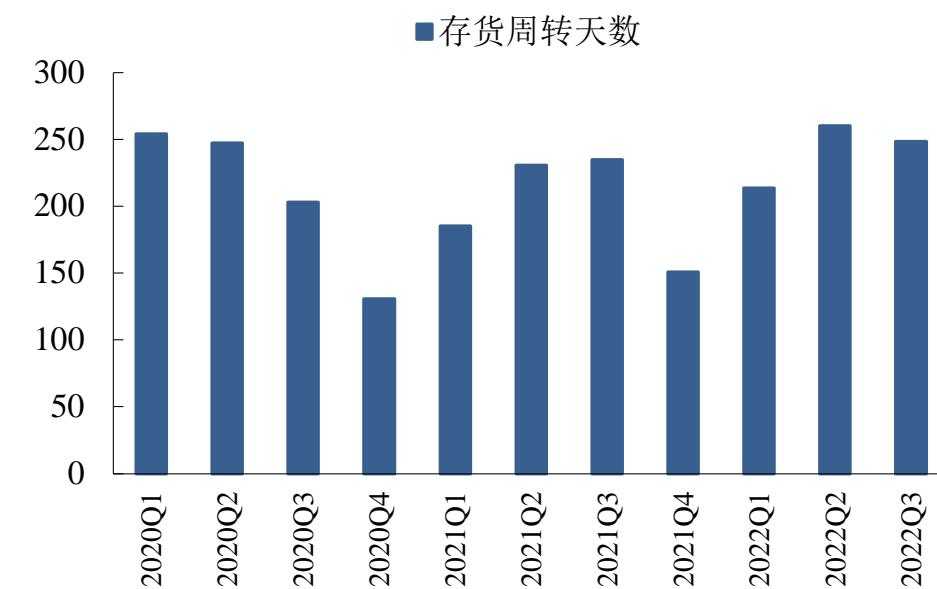


- **当前国内品牌服饰面临较大库存压力，传导至上游制造商订单转弱。**受疫情反复影响，当前国产品牌亦面临较大的库存压力，22Q1-Q3平均存货周转天数达到198天、为近五年最高水平。从库销比指标来看（期末库存/月度销售额），17-21年板块（A+H股）库销比在2.6-3.1个月，22Q3达到5.8个月，下游库存压力传导至上游则体现为订单转弱。
- **随国内外消费场景逐步修复、品牌库存压力逐步减小，内销型制造企业订单有望好转。**由于多数内销型制造商客户穿透至终端亦有海外品牌，因此订单情况取决于国内外品牌库存去化进程，参考1.4消费场景修复分析及出口型制造商展望分析，我们预计国内需求有望在23Q2迎来反弹拐点、海外订单有望在23年下半年迎来拐点。
- **看好大国崛起逻辑下长周期受益明确的龙头公司，如伟星股份（向上替代）、台华新材（技术突破）。**

17-22Q3品牌服饰板块（A+H股）存货周转天数



20Q1-22Q3品牌服饰板块（A股）存货周转天数



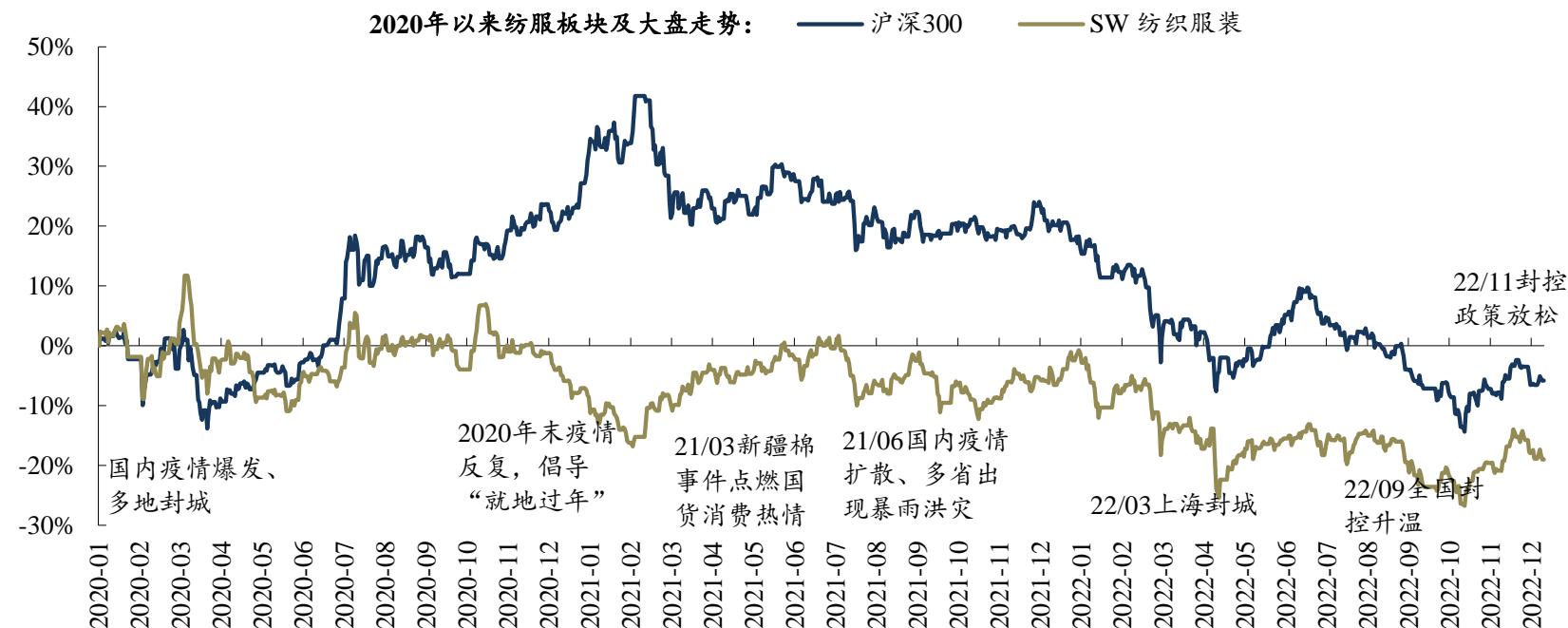
4. 投资建议：品牌服饰复苏可期，上游制造静待拐点

4.1. 2022复盘：股价—20年以来“疫后修复期”纺服板块表现强于大盘



- **2020年以来纺服板块表现整体弱于大盘。** 复盘2020年以来纺服板块股价走势，除20Q4-21Q2以外与大盘走势较为一致、但由于受疫情影响较大、整体弱于大盘。22年以来在3月上海封城、9月全国封控升温影响下，纺服板块股价及大盘均受冲击，11月防疫政策放松后有所反弹。
- **近3年纺服板块表现明显强于大盘的2个时段分析。** 2020年以来有两个“疫后修复”时期纺服板块表现明显强于大盘：1) 20年3-5月：疫情首次爆发后全国逐步解封过程中，在消费复苏预期下纺服板块跑赢大盘；2) 21年上半年：在21/03新疆棉事件催化及国内疫情形势缓和、消费呈复苏趋势环境下，纺服板块再次跑赢大盘。

2020年以来纺服板块及大盘股价走势



4.1. 2022复盘：PE—20年以来先升后降，当前处历史低位



- **从估值角度看**，2020Q2以来纺服板块PE经历了2020年复苏预期+货币政策宽松下的上行期、2021年下半年以来疫情反复+消费低迷下的下行期，当前处2012年以来的20%分位以下。
- 以2020年以来的“疫后修复期”作为参考经验，我们认为当前国内防疫政策放松趋势明确，随消费进入恢复阶段，纺服板块有望跑赢大盘。结合美日经验，疫后纺服板块股价的上行可能会经历两个过程：第一阶段为复苏预期下的PE驱动股价上行（预计该阶段持续时间较短）、第二阶段为PE回落后EPS回升支撑股价上行。

2012年以来服装家纺及纺织制造板块PE走势



4.2. 总体观点：23年行业将迎来整体反弹，不同细分领域节奏存在差异



- 2022年在国内疫情反复+下半年外需走弱两方面因素影响下，品牌服饰和纺织制造在不同阶段表现存在分化。
 - **品牌服饰：受损明显。**国内疫情的持续反复以及封控政策的加码升温导致品牌服饰板块波动较大，Q2/Q4板块受损明显，但年末防疫政策的放开驱动板块PE有所回升。
 - **纺织制造：22下半年压力渐显。**上半年在外需景气+人民币贬值带动下纺织制造板块业绩和股价表现较好，但下半年随外需订单转弱预期强化，板块PE明显受损下行。
- 2023年纺织服装行业面临诸多有利因素的变化，我们判断行业有望迎来整体反弹。
 - **国内疫情全面放开利好品牌服饰，间接利好内销型制造商。**结合前文疫情对服装消费的作用机制分析，我们认为防疫政策的完全放开全面利好服装消费需求复苏，同时疫情期间品牌服饰格局的优化对于龙头品牌复苏亦将产生催化作用。品牌服饰的修复将进一步带动内销型纺织制造龙头订单回升。
 - **23年下半年海外品牌去库有望完成，利好出口型制造龙头。**海外品牌22Q3以来库存压力较大，但据产业调研反馈通常去库周期在2-4个季度，随海外品牌去库进程的推进，其订单有望逐步恢复，传导至上游制造企业预计拐点在23年下半年出现。
 - **子板块复苏节奏预计表现不一：品牌服饰先于内销型制造龙头、先于出口型制造龙头。**关注2个重要时点：23Q2国内消费场景恢复、23年上半年国际品牌完成库存去化对相关板块的催化作用。

4.3. 投资建议：品牌服饰—稳健成长首选运动服饰，困境反转首选男装



- **22年品牌服饰受疫情扰动，整体偏弱。** 品牌服饰偏可选且渠道以线下为主，22年国内疫情反复、封控措施较严格，对品牌服饰线下经营及线上物流均造成扰动，其中Q1正常偏弱、Q2受疫情冲击较大、Q3波动复苏、Q4再受封控升温冲击+放开后感染激增影响，全年整体表现偏弱，其中运动服饰因赛道优势表现相对稳健。
- **23年随防疫政策全面放开，在需求恢复+格局优化双重驱动下，龙头品牌复苏可期。** 1) 随防疫政策放松及感染二次冲击后，消费场景有望迎来恢复，品牌服饰业绩修复可期，预计修复拐点将在23Q2体现。通过对品牌服饰受到疫情影响的直接和间接因素的分析，我们认为消费场景恢复下服装行业将普遍受益，其中运动服饰率先反弹、“困境反转型”品牌弹性较大。2) 疫情期行业格局优化利好龙头，白牌及小品牌抗风险能力较弱退出市场，品牌化进程加速推进、消费场景修复后龙头品牌有望抢占更多市场份额。
- **参考美国和日本经验，防疫政策完全放开后国内纺服板块股价有望先后在PE和EPS支撑下迎上涨行情。** 1) 参考美日经验，放开后品牌服装将迎来业绩和PE的修复、以及股价的反弹；2) 放开趋势确定后，服装品牌PE将率先反弹，之后业绩修复成为驱动股价继续上行的驱动力；3) 分细分领域和公司看，运动品牌表现稳健且领先行业率先反弹，男装及高性价比品牌修复节奏相对较快，休闲装品牌虽表现较慢、但弹性较大。
- **投资建议：稳健成长首选运动服饰，困境反转首选男装。** 综合我们对国内品牌供需两端的变化分析、以及美国日本相关经验，我们判断：1) 运动服饰龙头因具有功能属性、需求偏刚性、受居民消费力下降影响较小，有望在消费场景放开后率先复苏，如李宁、安踏体育、特步国际、比音勒芬等；2) “困境反转型”公司因业绩受损较严重、业绩复苏弹性较大，其中男装有望较快修复。这类公司主要特征包括线下收入占比高、门店数量多、定位大众、逆势开店等，如海澜之家、罗莱生活、歌力思、森马服饰、太平鸟等。

4.3. 投资建议：纺织制造—短期行业景气向下，关注订单拐点



- **22年前高后低，下游品牌去库环境下订单趋弱。**由于国内外品牌端库存较高，22Q3/Q4制造端订单压力基本落地，Q3多数纺织公司业绩增速放缓。由于国内外品牌仍处去库阶段，短期纺织板块整体均面临业绩放缓压力，需求复苏为业绩及估值拐点的决定性变量，但趋势上出口型和内销型企业有所差异。
- **23年展望：内销型制造龙头业绩拐点或早于出口型。**
 - **出口型：**受到欧美经济和海外品牌去库节奏的影响，预计外需走弱将持续到23年上半年，23下半年随着海外品牌去库完成、纺织订单增速有望触底回升。综合竞争力出色、客户粘性强的制造龙头如华利集团、申洲国际等，经过前期调整后估值吸引力逐步增强、长周期买点出现，部分出口型龙头仍然保持了高速增长如鲁泰A等。此外欧洲能源危机背景下保暖制品需求将增加，国内相关毛纺、羊绒产业链出口企业如新澳股份有望阶段性受益。
 - **内销型：**受到国内外消费市场的共同影响（穿透到品牌端）、22下半年两市场均较弱形成压制，23Q2国内品牌复苏将传导至上游形成利好、23年下半年外需订单若回暖也有利于订单恢复。关注两个需求拐点的出现：23Q2国内品牌的复苏、23下半年海外订单的恢复，关注具有长周期受益逻辑的伟星股份（国产替代）台华新材（技术突破）等。
- **投资建议：优选长短周期均具优势的制造龙头。**内销型推荐伟星股份（国产替代长周期逻辑清晰）、台华新材（技术突破长周期逻辑清晰）；出口型关注华利集团（赛道景气度高、龙头综合竞争优势突出、经过前期调整后估值吸引力逐步增强）、申洲国际（赛道景气度高、龙头综合竞争优势突出、经过前期调整后估值吸引力逐步增强）、鲁泰A（22年领先同业高增、23年估值仅7倍吸引力强）。

5. 风险提示

5. 风险提示



- **宏观经济低迷：**服装消费可选属性较强，因此服装消费回暖受居民收入及消费意愿影响较大，防疫政策放松对消费场景的恢复明确利好，但若宏观经济低迷，则服装消费的回升幅度将会受限。
- **国内疫情反复：**国内全面放开后感染人数迅速增多，在人员流动环境下可能发生二次感染，此外毒株变异也会增加后续感染风险，对国内消费的复苏不利。
- **海外经济疲软持续时间较长、海外品牌去库进度不及预期：**市场预期23年欧美经济可能继续呈现“衰退”特征，若海外经济疲软持续时间较久、海外品牌去库进度受阻，则将对国内上游纺织制造企业订单恢复形成拖累。
- **棉价大幅波动：**棉花为纺织服装行业的主要原材料，棉价大幅波动不利于棉纺企业的原材料成本控制。
- **人民币汇率波动：**纺织企业中出口导向型公司较多，人民币汇率波动影响订单价格、毛利率、汇兑收益，从而影响业绩。

6. 附录

6. 附录一 品牌服饰样本公司



细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称
体育服饰	2020.HK	安踏体育	高端女装	603587.SH	地素时尚
	2331.HK	李宁		603808.SH	歌力思
	1368.HK	特步国际		002612.SZ	朗姿股份
	002832.SZ	比音勒芬		603518.SH	锦泓集团
	1361.HK	361度		003016.SZ	欣贺股份
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	男装	603839.SH	安正时尚
	603877.SH	太平鸟		3306.HK	江南布衣
	002269.SZ	美邦服饰		3709.HK	赢家时尚
	603196.SH	日播时尚		600398.SH	海澜之家
	3998.HK	波司登		002154.SZ	报喜鸟
家纺	002293.SZ	罗莱生活	童装	601566.SH	九牧王
	603365.SH	水星家纺		002029.SZ	七匹狼
	002397.SZ	梦洁股份		600400.SH	红豆股份
	003041.SZ	真爱美家		1234.HK	中国利郎
	300005.SZ	探路者		002875.SZ	安奈儿
户外	603908.SH	牧高笛		603557.SH	起步股份
	002780.SZ	三夫户外		002762.SZ	金发拉比
内衣	6110.HK	滔博	鞋	603001.SH	奥康国际
	603511.SH	爱慕股份		603116.SH	红蜻蜓
	002763.SZ	汇洁股份		603958.SH	哈森股份
	2298.HK	都市丽人		1028.HK	千百度
	1388.HK	安莉芳控股		0210.HK	达芙妮国际

6. 附录—纺织制造样本公司



细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	棉纺织	000726.SZ	鲁泰A
	603558.SH	健盛集团		601339.SH	百隆东方
	605138.SH	盛泰集团		002042.SZ	华孚时尚
	601718.SH	际华集团		002394.SZ	联发股份
	002687.SZ	乔治白		002087.SZ	新野纺织
	600137.SH	浪莎股份		002083.SZ	孚日股份
	600630.SH	龙头股份		000850.SZ	华茂股份
	300840.SZ	酷特智能		2678.HK	天虹纺织
	002486.SZ	嘉麟杰		000779.SZ	甘咨询
	001234.SZ	泰慕士		002193.SZ	如意集团
	2313.HK	申洲国际		600220.SH	江苏阳光
	0551.HK	裕元集团		601599.SH	浙文影业
	2232.HK	晶苑国际		603889.SH	新澳股份
	600987.SH	航民股份		300918.SZ	南山智尚
印染	600448.SH	华纺股份	丝麻制品	002404.SZ	嘉欣丝绸
	600370.SH	三房巷		600156.SH	华升股份
	300888.SZ	稳健医疗		600232.SH	金鹰股份
无纺布	300658.SZ	延江股份	化纤及制品	605080.SH	浙江自然
	603238.SH	诺邦股份		603055.SH	台华新材
	000955.SZ	欣龙控股		605003.SH	众望布艺
	300877.SZ	金春股份		300819.SZ	聚杰微纤
	002634.SZ	棒杰股份		300952.SZ	恒辉安防
针织	600493.SH	凤竹纺织		300526.SZ	中潜股份
	002003.SZ	伟星股份		603665.SH	康隆达
辅料	002098.SZ	浔兴股份		2111.HK	超盈国际控股
	600626.SH	申达股份	毛皮	002674.SZ	兴业科技
贸易	600689.SH	上海三毛		002494.SZ	华斯股份
	300577.SZ	开润股份		300591.SZ	万里马
箱包制造					

6. 附录一品牌服饰重点公司业绩预测与估值



证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			22年归母净 利润YOY	23年归母净 利润YOY	
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
体育服饰											
2020.HK	安踏体育	2,413.05	77.20	80.40	102.96	123.51	31.26	30.01	23.44	19.54	4.15%
2331.HK	李宁	1,475.42	40.11	46.09	57.79	70.03	36.79	32.01	25.53	21.07	14.91%
1368.HK	特步国际	228.79	9.08	11.14	13.57	16.35	25.19	20.54	16.86	13.99	22.64%
002832.SZ	比音勒芬	145.47	6.25	8.03	10.02	12.20	23.29	18.12	14.52	11.92	28.57%
休闲服饰											
3998.HK	波司登	420.58	20.62	24.83	29.69	35.59	20.39	16.94	14.17	11.82	20.40%
002563.SZ	森马服饰	148.17	14.86	6.03	10.68	12.46	9.97	24.57	13.87	11.89	-59.43%
603877.SH	太平鸟	90.91	6.77	2.57	4.94	6.04	13.42	35.37	18.40	15.05	-62.05%
高端女装											
002612.SZ	朗姿股份	118.49	1.87	0.63	1.61	2.64	63.21	188.07	73.59	44.88	-66.39%
603587.SH	地素时尚	75.00	6.89	4.83	6.29	7.36	10.88	15.53	11.92	10.19	-29.95%
603808.SH	歌力思	35.84	3.04	1.52	2.85	3.65	11.79	23.58	12.58	9.82	-49.98%
家纺											
002293.SZ	罗莱生活	94.91	7.13	6.31	7.48	8.52	13.31	15.04	12.69	11.14	-11.53%
603365.SH	水星家纺	35.71	3.86	2.93	3.67	4.34	9.25	12.19	9.73	8.23	-24.07%
男装											
600398.SH	海澜之家	241.03	24.91	22.37	26.63	29.92	9.68	10.77	9.05	8.06	-10.21%
002154.SZ	报喜鸟	60.27	4.64	5.42	6.58	7.92	12.98	11.12	9.16	7.61	16.72%
601566.SH	九牧王	46.89	1.95	-0.89	1.67	2.20	24.10	-	28.08	21.31	-145.74%
002029.SZ	七匹狼	43.00	2.31	2.50	2.91	3.20	18.60	17.20	14.78	13.44	8.12%
户外											
603908.SH	牧高笛	38.45	0.79	1.54	2.27	2.91	48.91	24.97	16.94	13.21	95.89%
300005.SZ	探路者	68.22	0.54	0.57	0.92	1.23	125.26	119.69	74.15	55.46	4.65%
											61.40%

6. 附录一纺织制造重点公司业绩预测与估值



证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			22年归母净 利润YOY	23年归母净 利润YOY
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
鞋服制造											
2313.HK	申洲国际	1,182.28	33.72	45.26	54.93	67.10	35.06	26.12	21.52	17.62	34.23%
300979.SZ	华利集团	624.35	27.68	33.03	37.97	43.77	22.56	18.90	16.44	14.26	19.33%
603558.SH	健盛集团	32.64	1.67	3.00	3.45	4.07	19.52	10.88	9.46	8.02	79.39%
棉纺织											
002042.SZ	华孚时尚	56.29	5.70	3.74	4.58	5.01	9.88	15.05	12.29	11.24	-34.36%
000726.SZ	鲁泰A	58.99	3.48	8.73	8.74	9.67	16.97	6.76	6.75	6.10	151.14%
002394.SZ	联发股份	24.44	1.82	0.54	0.68	0.98	13.43	45.26	35.94	24.94	-70.33%
印染											
600987.SH	航民股份	81.96	6.67	7.09	7.80	8.64	12.30	11.56	10.51	9.49	6.36%
毛纺											
603889.SH	新澳股份	39.51	2.98	3.87	4.79	5.67	13.25	10.20	8.25	6.97	29.90%
辅料											
002003.SZ	伟星股份	106.52	4.49	5.72	6.67	8.15	23.74	18.62	15.97	13.07	27.50%
化纤及制品											
603055.SH	台华新材	95.39	4.64	3.76	5.64	7.41	20.57	25.37	16.91	12.87	-18.91%
605080.SH	浙江自然	46.74	2.20	2.46	3.33	4.13	21.29	19.00	14.04	11.32	12.07%
											35.37%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：市值、PE按2022/12/30收盘价，港股使用2022/12/30港币汇率0.89计算为人民币货币单位。新澳股份盈利预测使用wind一致预期，其余为东吴证券研究所预测。）

免责声明



东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>



东吴证券 财富家园