

纺织服装组

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

高端户外第一股扬州金泉上市，乘势而上未来可期

核心观点

户外装备制造，生产基地向东南亚扩展。扬州金泉成立于1998年，当前主要以ODM/OEM的模式为全球客户提供高品质户外用品；2016年以来公司先后于越南广治、广南布局产线，目前已在我国扬州、越南拥有四大生产基地，包括帐篷、睡袋、户外夹克、背包等生产线。据公司预测，2022年预计实现营收10.5~11.6亿元（+35.4%~49.6%），实现归母净利润2.35~2.75亿元（+132.5%~172.0%）；95%以上订单来自海外地区，其中来自北美/欧洲订单分别占比57%/23%。1H22公司毛利率为25.81%，帐篷、睡袋毛利率较高。2月16日公司登陆上交所上市，IPO共发行1675万股，发行价格31.04元/股，募集资金净额4.12亿元，募资拟用于帐篷、睡袋产线改造、仓库建设等。

竞争力：高端差异化定位突出，产能稳步扩张。公司凭借领先的生产工艺、快速交付等优势，差异化定位国际高端户外品牌如Snow Peak、Bergans、北面等，前5大客户占比达75%以上，与核心客户长期稳定合作；其所生产的帐篷出厂价在500元以上（终端售价1500~2000元以上）。产能方面，2021年公司主要产品帐篷/睡袋/背包/服装产能分别达到38万顶/80万件/55万个/14万件，且随着公司收购PEAK、越南基地投产，优质产能释放叠加低成本优势下，盈利能力较日韩、港台竞争对手更为突出。公司采取“以销定产”、自主生产与外协加工相结合的生产方式，根据实际订单情况安排委外生产比例，以更好匹配淡旺季产能与订单，当前公司帐篷自产占36%左右水平。1H22帐篷/睡袋/背包/服装产能利用率分别为87%/85%/51%/99%，较2021年有所回升，主要受益于供应链恢复、全球需求回暖。

行业：户外用品赛道高景气，高端市场需求稳健增长。据Statista，2020年全球户外用品市场规模达1600亿美元（+28.3%），预计2021-25年复合增速达6.7%。而疫情促使消费者行为和购物习惯发生改变，近郊露营、徒步等项目成为热门项目，受众群体明显扩容且消费频次明显提升；其中高端户外粘性更强，疫情期间韧性突显，预计长期保持较快增长。

投资建议

纺织制造端，预计随着海外库存去化加快、大中华区销售好转带动纺织制造企业订单逐月改善，个股方面建议关注有望受益于棉价回升与产能扩张、估值具备性价比的**富春染织**。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**；以及受益于办公场景修复，1月流水恢复领先的**报喜鸟**。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**。

数据及公告跟踪

行情回顾：上周沪深300、深证成指、上证综指分别下跌1.75%、跌2.18%、跌1.12%，纺织服装板块涨0.21%，其中纺织板块跌0.91%，服装板块涨1.34%。

原材料价格：328级棉现货15596元/吨（-0.07%，周涨跌幅）；美棉CotlookA 97.35美分/磅（-3.47%）；内外棉价差-623元/吨（-33.84%）。

1) 复星旗下奢侈品集团Lanvin Group上市后首份财报超出预期：去年营收同比增长38%至4.25亿欧元；2) 爱马仕去年销售额突破100亿欧元！以中国为首的亚洲（除日本）增长22%；3) 首超200亿欧元！开云集团2022年销售收入增长15%，YSL表现最佳。

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、高端户外第一股扬州金泉上市，乘势而上未来可期.....	4
1.1、海外知名品牌户外装备制造制造商，生产基地向东南亚扩展.....	4
1.2、竞争力：高端差异化定位突出，产能稳步扩张.....	6
1.3、行业：户外用品赛道高景气，高端市场需求稳健增长.....	8
1.4、本周投资建议.....	9
2、上周行情回顾.....	10
3、行业新闻动态.....	11
4、公司动态.....	12
5、原材料数据跟踪.....	14
6、重点上市公司估值.....	15
7、风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 公司历史沿革.....	4
图表 2： 公司营收及同比增速（百万元，%）.....	4
图表 3： 公司营收及同比增速（百万元，%）.....	4
图表 4： 公司分产品营收及增速（亿元，%）.....	5
图表 5： 公司分地区营收（亿元）.....	5
图表 6： 可比公司毛利率（%）.....	5
图表 7： 分产品毛利率（%）.....	5
图表 8： 历年来公司净利率（%）.....	5
图表 9： 公司股权结构（截至公司招股书签署日）.....	6
图表 10： 公司募集资金用途.....	6
图表 11： 公司主要客户品牌情况.....	6
图表 12： 公司前五大客户销售收入占比（%）.....	7
图表 13： 公司主要产品产能（万件、万套、万顶、万条）.....	7
图表 14： 公司主要产品产能利用率（%）.....	7
图表 15： 公司主要产品产销率（%）.....	8
图表 16： 公司主要产品自产产量占比（%）.....	8
图表 17： 全球户外用品行业规模及增速（亿美元，%）.....	8
图表 18： 我国户外用品零售总额及增速（亿元，%）.....	8
图表 19： 北美露营爱好家庭每年露营次数.....	9
图表 20： 北美露营爱好家庭收入水平分布.....	9
图表 21： 国内主要户外代工上市公司梳理.....	9
图表 22： 上周纺织服装板块涨跌幅.....	10
图表 23： 上周纺织服装板块涨跌幅走势.....	10
图表 24： 上周各板块涨跌幅（%）.....	10

图表 25: 近一周纺织服装行业涨幅前五名	10
图表 26: 近一周纺织服装行业跌幅前五名	11
图表 27: 上周 (2023/2/13/-2023/2/18) 重点公司公告	12
图表 28: 重点公司 2021 年报及 1H22 业绩同比增速 (%)	13
图表 29: 大宗原材料价格汇总	14
图表 30: 328 级棉现价走势图 (元/吨)	14
图表 31: CotlookA 指数 (美分/磅)	14
图表 32: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)	14
图表 33: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)	14
图表 34: 长绒棉价格走势图 (元/吨)	14
图表 35: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)	14
图表 36: 重点上市公司估值表	15

1、高端户外第一股扬州金泉上市·乘势而上未来可期

1.1、海外知名品牌户外装备制造，生产基地向东南亚扩展

扬州金泉成立于1998年，致力于户外用品制造，总部位于扬州。公司以生产帐篷和睡袋起家，2002年公司于扬州设立第二分厂，以生产帐篷为主；2003年设立背包和成衣生产线，并在2010年进一步扩充。公司不断提升产品技术水平，增设制造设备与系统，形成了成熟的生产体系与工艺，与众多国际知名品牌建立良好的长期合作关系。

2016年以来，公司先后于越南广治、广南成立两大生产基地，扩大自有产能，将部分背包、睡袋产能转移至越南，享受较低的人力成本。加上总部扬州的两大基地，目前公司已拥有四大生产基地，占地面积共计约15.3万平方米，拥有帐篷、睡袋、户外夹克、羽绒服、背包等户外装备的生产线。

2022年2月16日公司正式于沪主板上市，IPO共发行1675万股，发行价格31.04元/股，募集资金净额4.12亿元，募资拟主要用于帐篷、睡袋产能改造。

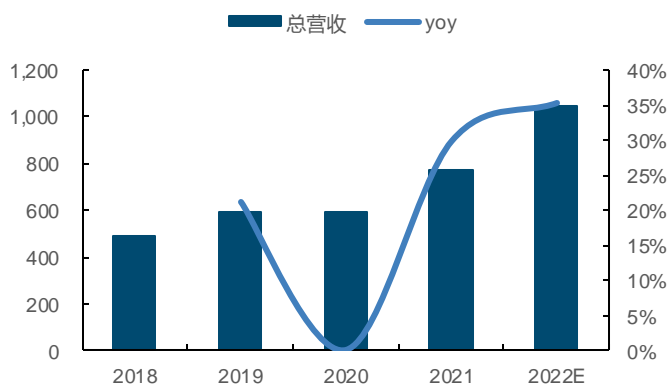
图表1：公司历史沿革

时间	重要事件
1998年	成立扬州金泉旅游用品有限公司，主力生产帐篷和睡袋
2002年	扬州金泉设立第二分厂，生产帐篷
2003年	设立背包和成衣生产线
2008年	与瑞典Fenix集团合资经营，开辟零售和批发销售渠道
2010年	扩充成衣生产线
2012年	增设成衣自动化模板和帐篷ETON系统
2015年	增设压胶机设备
2016年	金泉越南（广治）生产基地成立，位于广治省东河市，占地面积约3.7万平方米
2020年	PEAK（广南）帐篷生产基地成立，位于广南省升平县，占地面积约3万平方米
2021年	扬州金泉设立生产制造研发中心
2023年2月	登陆沪主板上市

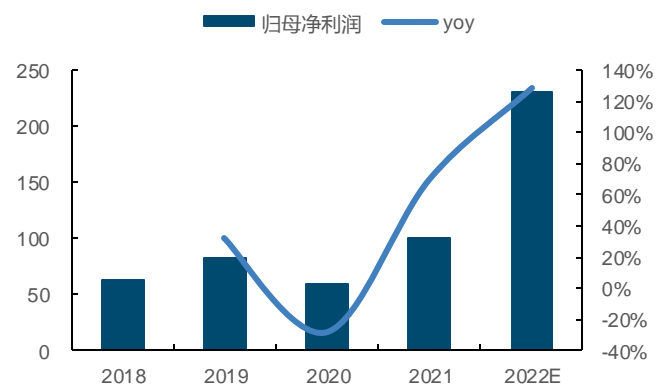
来源：公司官网，国金证券研究所

2018~2022E 公司营收由4.91亿元增至10.5~11.6亿元，年复合增速21%~24%。其中2019年营收同比增长21.3%，主要系户外用品市场稳定增长及公司产品质量受品牌商认可；2020年疫情对全球造成冲击背景下公司收入保持持平，表现稳健；2021/22年受益于海外疫情放开带动户外场景修复，收入分别实现29.9%/35.37~49.55%增长。利润端，2018~22年公司归母净利润由6253万元增至2.31~2.71亿元，年复合增速38.6%~44.3%。

图表2：公司营收及同比增速（百万元，%）



图表3：公司营收及同比增速（百万元，%）

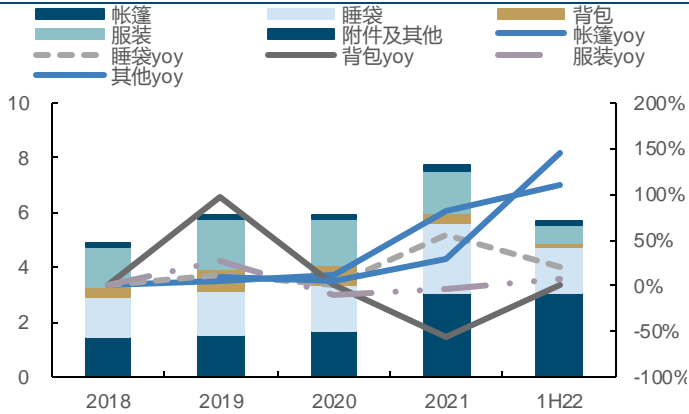


来源：公司招股说明书，国金证券研究所（2022全年业绩预测来源于招股书中公司根据在手订单及经营状况预测）

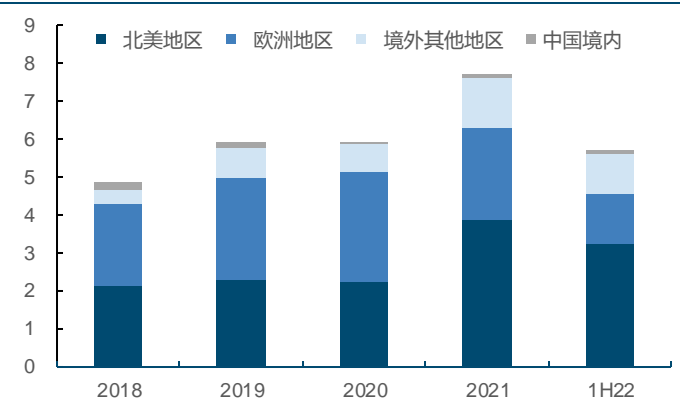
来源：公司招股说明书，国金证券研究所（2022全年业绩预测来源于招股书中公司根据在手订单及经营状况预测）

公司主要产品为帐篷、睡袋、背包、服装，四类产品总营收占比在95%以上，其中，帐篷、睡袋1H22分占53.6%、28.9%。背包、服装订单相对承压，贡献收入占比分别下滑5.1Pct、17.6Pct。从地区来看，98%以上收入由外销贡献，其中北美与欧洲是境外收入最多的两大区域，1H22营收占比分别为57%、23%。

图表4: 公司分产品营收及增速 (亿元, %)



图表5: 公司分地区营收 (亿元)

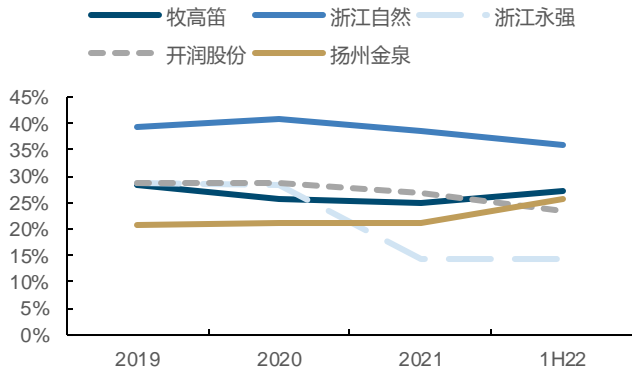


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

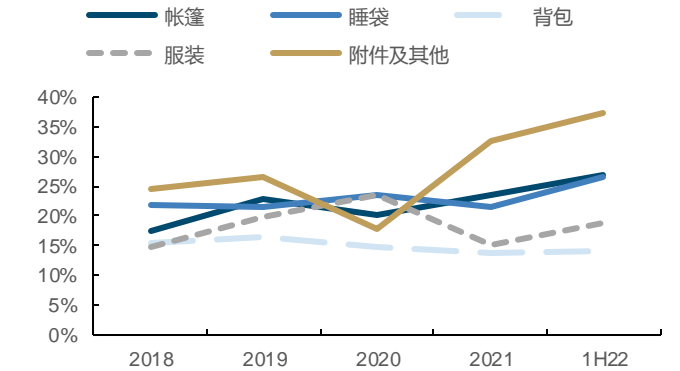
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

与同业相比, 公司毛利率较低。2018~1H22 年公司毛利率逐年提升至 25.8%, 略低于同业; 其中公司与牧高笛业务相对接近。分产品来看, 公司帐篷、睡袋毛利率提升明显, 分别从 2018 年的 17.6%/21.7% 提升至 1H22 的 21.2%/20.7%。公司净利率稳健提升, 其中 1H22 公司净利率达到 21%。

图表6: 可比公司毛利率 (%)



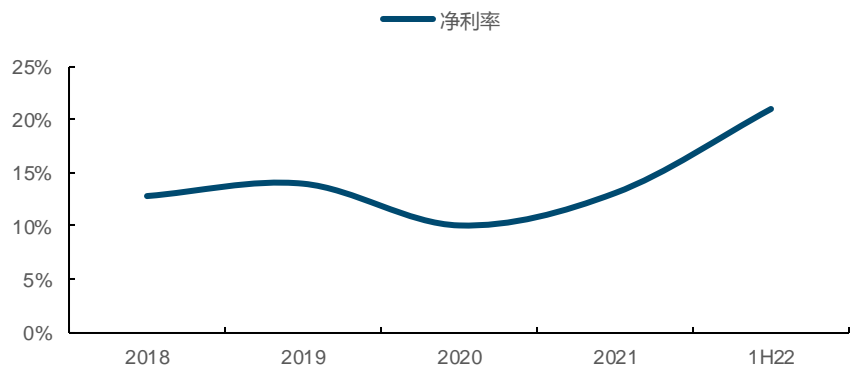
图表7: 分产品毛利率 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

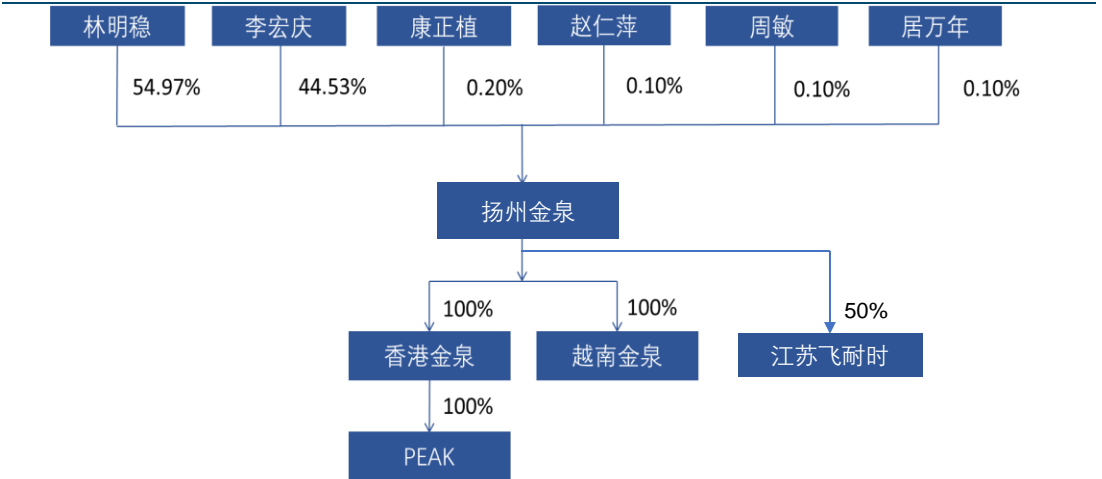
图表8: 历年来公司净利率 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司股权结构集中、稳定, 共有 6 名自然人股东。林明稳为公司控股股东、董事长与实际控制人, 持股比例达 54.97%。公司第二大股东李宏庆持股比例达 44.53%, 为林明稳的亲属。两人持股比例共计 99.5%。公司全资控股香港金泉、越南金泉, 2020 年香港金泉收购 PEAK 公司; 越南金泉、PEAK 为公司境外生产、销售主要场所。另外, 公司 2008 年与 Fenix Outdoor AB 成立合营公司江苏飞耐时, 主要销售服装、背包等, 且该合资公司拥有瑞典北极狐等海外品牌在中国境内独家经营权。

图表9: 公司股权结构 (截至公司招股书签署日)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司计划将本次 IPO 募集资金用于投资以下项目: 1) 年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目; 2) 年产 35 万条睡袋生产线技术改造项目; 3) 户外用品研发中心技术改造项目; 4) 扬州金泉旅游用品股份有限公司物流仓储仓库建设项目; 5) 补充流动资金。

图表10: 公司募集资金用途

项目名称	投资金额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目	9,308.02	9,308.02
年产 35 万条睡袋生产线技术改造项目	9,774.21	9,774.21
户外用品研发中心技术改造项目	5,992.50	5,992.50
物流仓储仓库建设项目	7,136.43	7,136.43
补充流动资金	9,000.00	9,000.00
合计	41,211.16	41,211.16

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2、竞争力: 高端差异化定位突出, 产能稳步扩张

公司主要以 ODM/OEM 的模式为全球客户提供高品质户外用品, 与多家知名高端户外品牌商建立长期合作关系。客户资源包括 Newell Brands、VF Corporation 集团、Fenix 等, 旗下主要品牌包括 Coleman (科勒曼)、The North Face (北面)、Fjallraven (瑞典北极狐)、Salewa (沙乐华)、Bergans (博根斯)、Mont-bell (梦倍路) 等。

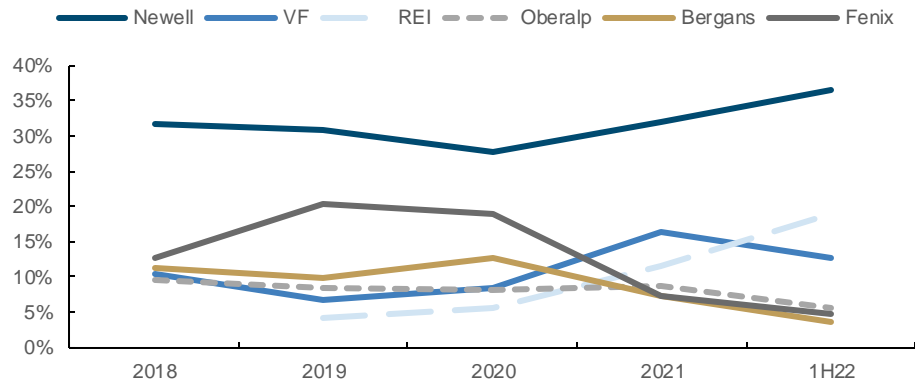
图表11: 公司主要客户品牌情况

公司客户关联集团	国家	对应品牌	品牌简介	品牌价格带
Newell Brands Inc.	美国	Coleman	创立于 1901 年, 美国知名的户外运动休闲品牌	帐篷: 27.99-569.99 美元 睡袋: 34.99-159.99 美元
VF Corporation	美国	The North Face	成立于 1966 年, 国际知名户外运动品牌	帐篷: 1698-6998 元 睡袋: 998-7998 元
Fenix Outdoor International AG	瑞典	Fjallraven	创建于 1960 年, 瑞典市场的高端户外品牌, 产品销往世界 100 多个国家	服装: 349-5999 元 背包: 379-3799 元
Bergans Fritid AS	挪威	Bergans	创建于 1908 年, 北欧知名户外用品品牌商	帐篷: 2000-7999 挪威克朗 睡袋: 1100-5500 挪威克朗 服装: 250-5000 挪威克朗
Oberalp Group	意大利	Salewa	创始于 1935 年, 欧洲知名户外运动品牌	服装: 99-2799 元 背包: 99-589 元
Recreational Equipment, Inc	美国	REI	全球知名户外用品连锁零售商	帐篷: 89.95-3895.95 美元 睡袋: 69.99-299.95 美元

来源: 品牌官网, 品牌淘宝旗舰店, 各公司公告, 国金证券研究所

客户结构较为集中，合作品类从帐篷向服装、背包延伸。2018-1H22，前五大客户销售收入占比总计在 75%以上。公司前五大客户中，Newell 始终为公司第一大客户，销售收入占比 36%。其次 1H22 REI、VF 分别成为公司第二、第三大客户，分别贡献 18.8%、12.7% 营收，且占比较 2018 年分别提升 18.8 Pct、2.5 Pct。由于背包、服装需求相对受损，Fenix 营收占比下滑 7.8 Pct 至 4.8%。另外，公司拳头产品帐篷性能突出，在核心客户供应链中份额不断提升；伴随着与客户合作关系进一步深化，公司将合作品类从帐篷向背包、服装等品类延伸，促进公司规模进一步扩张。

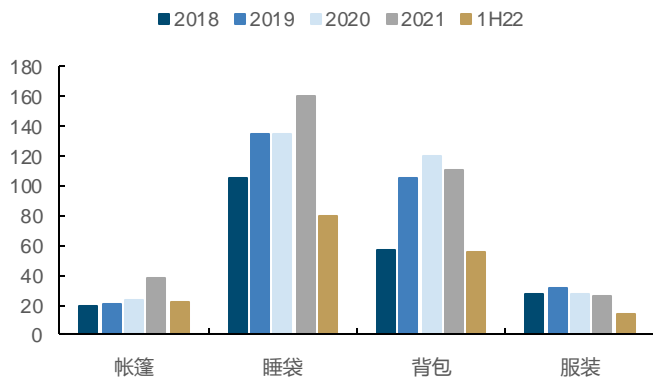
图表12: 公司前五大客户销售收入占比 (%)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

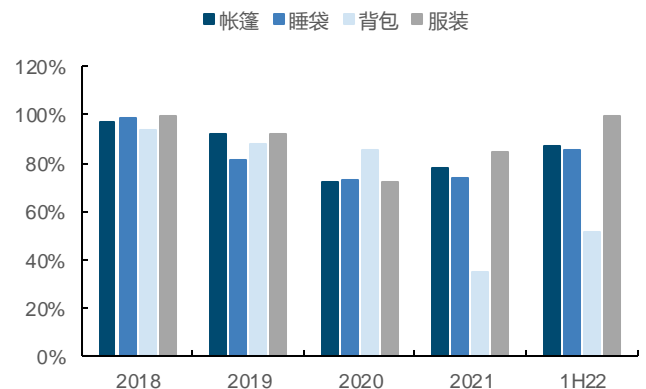
越南建立生产基地，主要产品扩产持续推进。2021 年公司主要产品帐篷、睡袋、背包、服装产能分别达到 38 万顶、80 万件、55 万个、14 万件，较 2018 年分别增加 100%、52%、92%、-7%，扩张较快，主要是由于越南生产基地生产设备投入增加，公司将大部分背包产能转移到越南金泉进行生产。2020 年收购 PEAK 公司，增设越南广南帐篷生产基地，但国内基地受到疫情影响。2020 年以来公司主要产品的产能利用率呈逐渐下降趋势，其中 2021 年公司背包产能利用率下降较多，主要系客户零售端销量减少带来公司背包产量大幅下降。

图表13: 公司主要产品产能 (万件、万套、万顶、万条)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

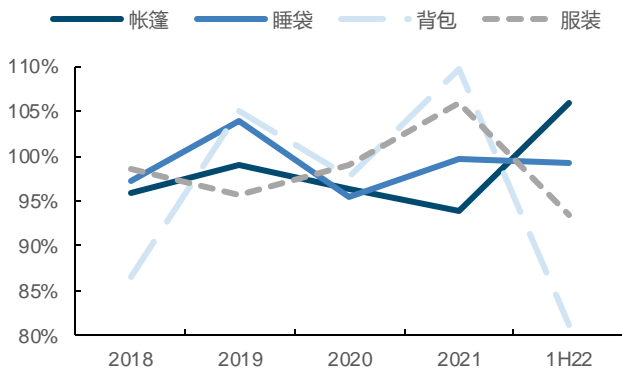
图表14: 公司主要产品产能利用率 (%)



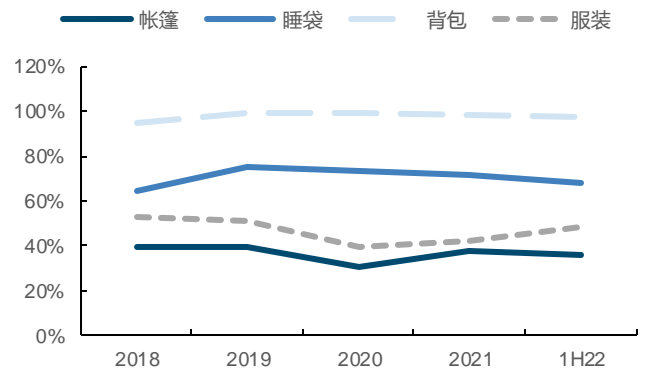
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司采取“以销定产”、自主生产与外协加工相结合的生产方式，帐篷外包生产占比较高。为解决公司产能和淡旺季订单量匹配关系的矛盾，公司根据客户订单及生产情况，将部分工艺可控、技术含量较低的非关键工序委托外协厂商加工生产，外协生产的原材料由公司提供，公司向外协厂商支付加工费。其中公司将部分帐篷交由镇江蓝深外包生产，自产比重维持在 30%~40% 区间。

图表15: 公司主要产品产销率 (%)



图表16: 公司主要产品自产产量占比 (%)



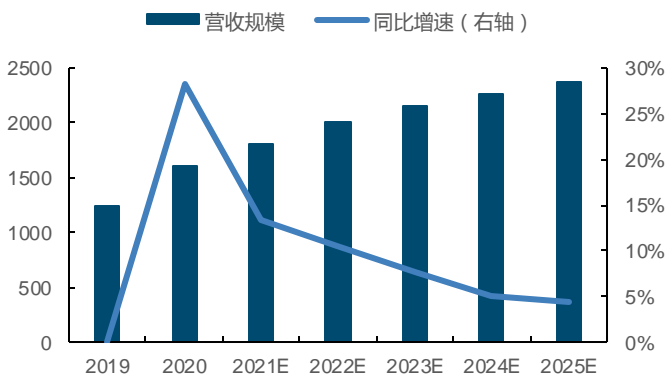
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

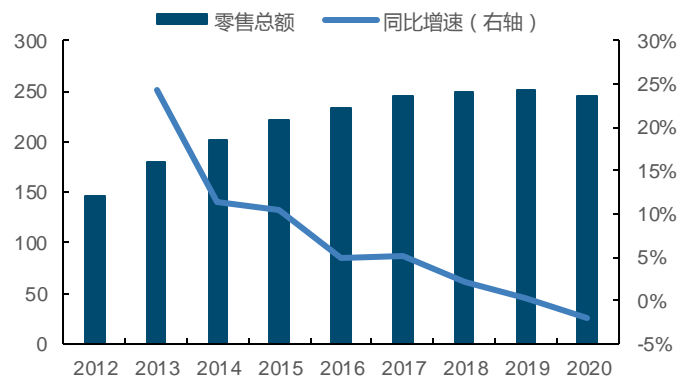
1.3、行业：户外用品赛道高景气，高端市场需求稳健增长

欧美户外用品需求稳步提升，国内户外市场空间仍广阔。根据 Statista 数据，2020 年，全球户外用品行业营收总规模达 1599.54 亿美元，同比增长 28.3%，预计 2021-2025 年复合增长率达 6.7%。其中，欧美地区的户外运动市场规模在全球处于领先地位，具有庞大的用户基础和良好的发展前景。而我国户外产业及市场需求尚处于起步阶段，据 COCA 数据，2012 年-2020 年，我国户外用品零售总额从 145.2 亿元增至 245.2 亿元，年复合增长 5.99%；后疫情时代，户外休闲进入“全民时代”，露营、骑行、徒步成为运动新趋势，我国户外用品市场仍有较大发展空间。

图表17: 全球户外用品行业规模及增速 (亿美元, %)



图表18: 我国户外用品零售总额及增速 (亿元, %)

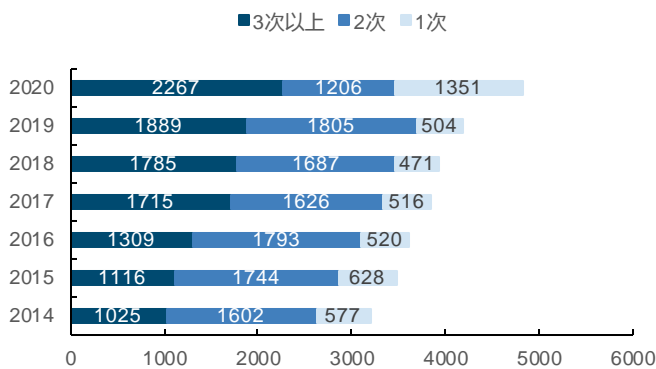


来源: Statista, 国金证券研究所

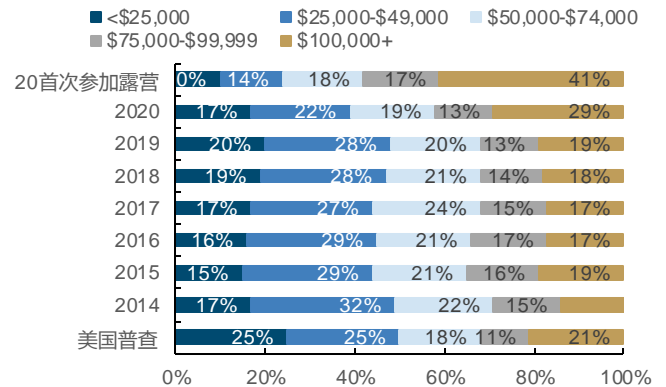
来源: COCA, 国金证券研究所

疫情催化户外经济，露营群体扩容、消费频次递增。疫情促使消费者行为和购物习惯发生巨变，室内场所聚集受限叠加远距离出行受到影响，近郊露营、徒步等户外活动成为热门项目。以户外运动发展较为成熟的北美市场为例，2020 年参与露营活动的家庭总数达 4824 万人，其中一年露营 3 次以上的家庭数由 2014 年的 1025 万人增至 2020 年的 2267 万人，年复合增长率达 14.14%。与此同时，2020 年露营人群中中高收入家庭占比明显增长，其中年收入超过 10 万美元家庭占 29%，且在 20 年首次参与露营活动的家庭中年收入水平 10 万以上家庭占比 41%。

图表19: 北美露营爱好家庭每年露营次数



图表20: 北美露营爱好家庭收入水平分布



来源: Kampgrounds of America 2021, 国金证券研究所

来源: Kampgrounds of America 2021, 国金证券研究所

我国户外代工行业主要玩家包括扬州金泉、牧高笛、浙江自然、开润股份等，其中扬州金泉具备高端差异化定位优势，下游客户定位高端，与其他代工企业客户重合度较低，且与日韩、港台竞争对手下相比具备成本更低、扩产更快等优势。公司生产的帐篷出厂价 500 元以上（对应终端售价 1500~2000 元），盈利能力有所保障。

图表21: 国内主要户外代工上市公司梳理

	主营业务	代工业务规模	主要客户	产能情况
扬州金泉	公司主要从事户外用品的研发、设计、生产和销售，主要产品为帐篷、睡袋、户外服装、背包等。	2020/1H21 公司分别实现营收 5.92/3.68 亿元。	1H21 海外订单收入占比 98.8%（其中北美/欧洲分别占比 52%/32%）。当前公司前五大客户包括 Newell Brands、VF 集团、REI、Oberalp、Bergans。	当前公司在扬州、越南广治省、越南广南省共有四大生产基地。2021 年帐篷/睡袋/背包/服装产能分别达 38 万件/160 万套/110 万顶/26 万件。
牧高笛	同时经营 OEM/ODM 及自主品牌两大业务，研发设计、生产制造及销售露营帐篷、户外服饰及其他户外用品。	2021 年代工业务实现营收 6.15 亿元（占比 66.8%）	销往欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等地区。	目前拥有国内、越南与孟加拉三大生产基地。
浙江自然	主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品研发、设计、生产和销售。同时掌握 TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术等关键工艺，形成独特的垂直一体化产业链。	2021 年实现营收 8.42 亿元，主营均为代工业务。其中 80% 营收来自国外订单。	销往欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区，和全球知名品牌司迪卡依、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、REI、历德超市等建立了长期稳定的合作关系。	2021 年气床/箱包/枕头坐垫产量分别为 455/197/195 万件。公司采取以销定产的模式进行销售，国内产能集中在浙江天台，负责供应面料，上海负责少量研发和生产；海外布局越南和柬埔寨，越南开始小批量出货，柬埔寨工厂正在建设中。
开润股份	公司主营业务为休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服装及相关配饰等产品的研发、设计、生产和销售，业务模式分为代工制造和品牌经营。	2021 年代工业务实现营收 14.64 亿元，占总营收的 64%。	持续巩固与耐克、迪卡依、VF 集团、戴尔等客户的合作关系；同时开拓 Jansport、Dickies、李宁等新客户。	公司产能主要分布在国内滁州、印度、印尼，21 年滁州/海外产能分别占比 40%/60%，印尼、印度产能均在有序扩建中。

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.4、本周投资建议

纺织制造端，预计随着海外库存去化加快、大中华区销售好转带动纺织制造企业订单逐月改善，个股方面建议关注有望受益于棉价回升与产能扩张、估值具备性价比的富春染织。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；以及受益于办公场景修复，1 月流水恢复领先的报喜鸟。疫情防控松懈、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。

2、上周行情回顾

上周（2023年2月13日~2023年2月17日）沪深300、深证成指、上证综指分别下跌1.75%、跌2.18%、跌1.12%，纺织服装板块涨0.21%，其中纺织板块跌0.91%，服装板块涨1.34%。

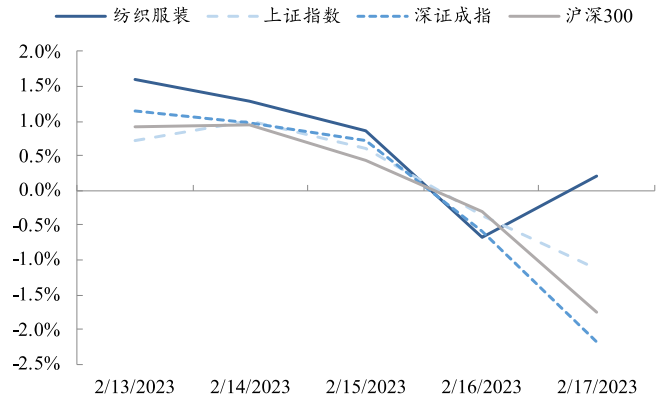
板块对比来看，纺织服装最近一周涨幅在28个一级行业板块中位列第5。

个股方面，金发拉比、ST柏龙、锦泓集团涨幅居前，棒杰股份、维科技术、*ST中潜跌幅居前。

图表22：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅 (%)
上证指数	-1.12
深证成指	-2.18
沪深300	-1.75
纺织服装	0.21
纺织制造	-0.91
服装家纺	1.34

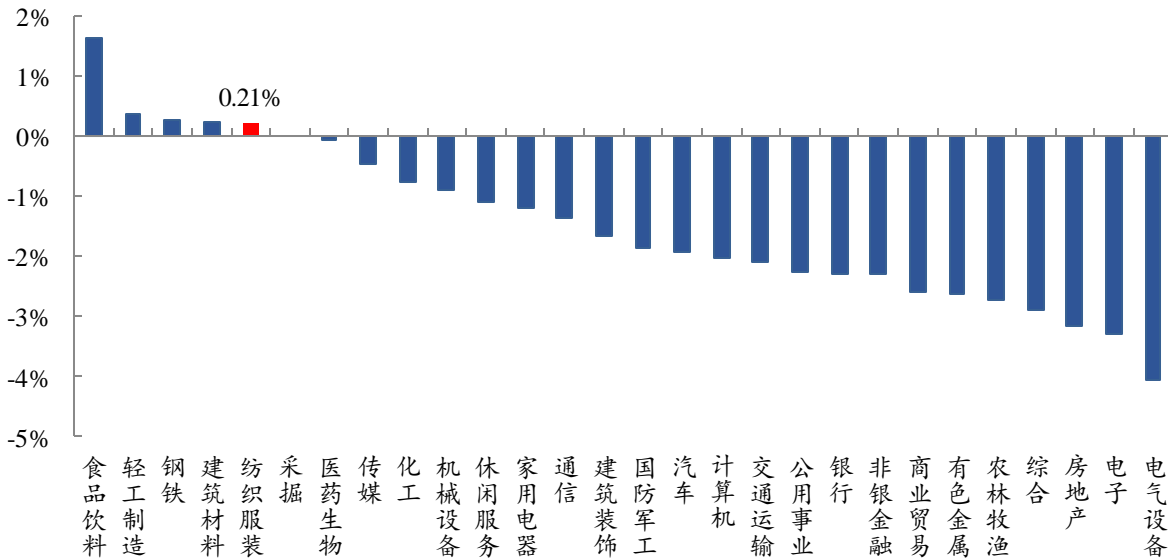
图表23：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表24：上周各板块涨跌幅 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表25：近一周纺织服装行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价 (元)	上周涨跌幅 (%)	上周成交量 (万股)
002762.SZ	金发拉比	13.99	16.10	23,719
002776.SZ	ST柏龙	3.44	12.42	3,361
603518.SH	锦泓集团	8.75	12.32	8,723
600987.SH	航民股份	8.63	8.55	10,031
600398.SH	海澜之家	5.47	7.89	10,878

来源：Wind，国金证券研究所

图表26: 近一周纺织服装行业跌幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价 (元)	上周涨跌幅 (%)	上周成交量 (万股)
002634.SZ	棒杰股份	10.10	-10.54	4,765
600152.SH	维科技术	12.64	-9.52	13,256
300526.SZ	*ST中潜	11.32	-8.49	2,115
000779.SZ	甘咨询	11.24	-8.02	6,691
002640.SZ	跨境通	4.82	-6.04	31,943

来源: Wind, 国金证券研究所

3、行业新闻动态

- 复星旗下奢侈品集团 Lanvin Group 上市后首份财报超出预期: 去年营收同比增长 38%至 4.25 亿欧元 (华丽志 2023/02/17)

2月17日,全球时尚奢侈品集团 Lanvin Group (复朗集团) (纽交所代码: LANV) 公布其 2022 年实现全年初步未经审计收入 4.25 亿欧元,较 2021 年经审计收入同比增长 38%,假设计入 Sergio Rossi 2021 年全年预估 (pro forma) 收入的数据计算同比增长 25%,超出此前预期。Lanvin 全球收入增长 67%,其中批发渠道创纪录增长 145%; Wolford 对品牌经典款和运动休闲产品线的演绎被证明是成功的策略组合; Caruso 则以其高品质的意大利男装充分契合了人们重返职场所带来的“回归优雅”的时尚趋势; St. John 继续强化“美式奢华”的定位并在产品上聚焦经典,成功在 DTC 渠道和北美核心市场收获强劲表现。

2022 年集团在所有区域市场均实现显著增长,欧洲、中东和非洲的业绩表现最为强劲,从 1.48 亿欧元增长至 2.14 亿欧元,涨幅达 44%;北美市场也显示出 36%的稳定增长,收入从 1.07 亿欧元增长至 1.45 亿欧元;大中华区实现了 13%的涨幅,收入从 4300 万欧元提升至 4800 万欧元。

集团 DTC 渠道收入从 1.87 亿欧元增长 35%至 2.53 亿欧元,批发收入也从 1.16 亿欧元增长 42%至 1.65 亿欧元。

- 爱马仕去年销售额突破 100 亿欧元! 以中国为首的亚洲 (除日本) 增长 22% (华丽志 2023/02/17)

2022 年爱马仕综合营收同比增长 29%至 116 亿欧元,按固定汇率计算增长 23%;经常性营业利润为 46.97 亿欧元,经常性营业利润率 40.5%,创下十年来最高纪录。其中,亚太地区 2022 年销售额为 66.57 亿欧元,为集团贡献了 57%的收入,是爱马仕第一大市场。第四季度,爱马仕延续了上一季度的强劲趋势,销售额同比增长 26%至 29.91 亿欧元 (按固定汇率计算: +23%)。

除日本以外的亚洲 (+22%) 表现保持活跃,其中大中华区持续向好;日本 (+20%) 销售稳步持续增长;美洲 (+32%);除法国以外的欧洲 (+24%) 销售额的增长主要得益于当地忠诚顾客和旅游业的恢复;法国 (+28%) 由于国内外客户的高需求,法国市场的销售涨幅加速。

皮具和鞍具业务 (+16%) 销售增长主要是得益于受益于持续的客户需求和第四季度有利的对比基础;成衣和配饰部门 (+36%) 成衣、时尚配饰和鞋类系列的成功推动了该部门的销售增长;丝绸和纺织品业务 (+20%) 生产能力的增长和丝织品系列的成功,推动了丝绸和纺织品业务的增长;香水和美妆部门 (+15%) 部门的的增长主要是由于 Terre d'Hermès Eau Givrée、Eau De Parfum、H24 男士香水等新产品的成功推出;腕表业务 (+46%) Arceau Le Temps Voyageur 漫游时光腕表在日内瓦高级钟表大赏上获得两项大奖,H08 男士腕表也大获成功;爱马仕其他业务 (+30%) 家居产品和珠宝产品继续保持上升趋势。

- 首超 200 亿欧元! 开云集团 2022 年销售收入增长 15%, YSL 表现最佳 (华丽志 2023/02/15)

受到西欧及日本市场的推动,2022 年集团综合销售收入在报告基础上增长 15%至 203.51 亿欧元 (在可比基础上增长 9%),营业利润同比增长 12%至 53.95 亿欧元,净利润同比增长 14%至 37.18 亿欧元;营业自由现金流超 32 亿欧元,仍保持高位。2022 年第四季度,集团的综合销售收入同比下降 2%,在可比基础上下降 7%。

就地区而言: 西欧 (+36%) 及日本 (+25%) 表现尤为突出,北美地区和世界其他地区收

入与去年相比分别增长 5%及 15%；亚太地区成为唯一下跌的主要市场，与去年相比下跌 8%，但仍是集团最大的市场。

就品牌而言：Gucci 2022 财年收入达 105 亿欧元，在可比基础上同比增长 1%；2022 财年第四季度，Gucci 的收入与 2021 年同期相比下降了 14%，直营店销售额受到中国疫情防控政策的显著影响，下降了 15%。Yves Saint Laurent 2022 财年的收入达 33 亿欧元，在可比基础上比 2021 年大幅增长 23%。其中，直营零售网络的销售额大幅增长 28%，批发收入增长 6%；2022 财年第四季度，由于直营零售网络的良好表现，销售额同比增长 7%，批发收入下降了 13%。Bottega Veneta 2022 财年收入达 17.4 亿欧元，在可比基础上比 2021 年增长 11%。2022 财年第四季度销售额同比增长 6%，主要受到直营零售网络（+4%）和批发（+13%）的支持。集团旗下其他品牌的收入达 38.7 亿欧元，在可比基础上比 2021 年增长 16%。开云眼镜部门的收入突破十亿欧元大关，达到 11 亿欧元。

4、公司动态

图表27：上周（2023/2/13/-2023/2/18）重点公司公告

公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
603877.SH	2023/2/13	内部股权转让	公司控股股东太平鸟集团有限公司和公司实际控制人之一张江波先生签署了《股份转让协议书》，将持有的公司无限售流通股 23,822,412 股(占公司总股本的 5.00%)转让给张江波先生。本次权益变动属于公司控股股东及其一致行动人之间的内部转让，其合计持股比例和数量未发生变化，不涉及向市场减持，不触及要约收购。
603839.SH	2023/2/15	注销回购股份/减少注册资本	公司决定注销回购专用证券账户中部分股份 890,060 股，并相应减少公司注册资本，本次回购股份注销完成后，公司总股本将由 400,102,220 股变更为 399,212,160 股。
603839.SH	2023/2/17	股份质押提前回购	截至本公告披露日，安正时尚集团股份有限公司持股 5%以上股东、副董事长陈克川先生持有公司无限售流通股份总数为 56,250,000 股，占公司总股本 14.06%。陈克川先生本次解除质押公司股份 5,160,000 股，本次解除质押后，陈克川先生累计质押公司股份数为 16,200,000，占公司总股本的 4.05%。陈克川先生及其一致行动人 累计质押公司股份 114,910,000 股，占陈克川先生及其一致行动人持有公司股份的 40.24%，占公司总股本的 28.72%。
605068.SH	2023/2/17	股份解除质押	明新旭腾新材料股份有限公司控股股东及实际控制人庄君新先生持有公司股票 42,049,000 股，占公司股份总数 25.24%。本次解除质押后，所持有公司股份累计质押数量为 0 股，占其所持有公司股份数量的 0.00%，占公司总股本数量 0.00%。
600859.SH	2023/2/18	股份解除质押	王府井集团股份有限公司股东三胞集团南京投资管理有限公司持有公司股份数量为 60,837,818 股，占公司总股本 5.36%。截至本次质押解除登记前，三胞投资累计质押的股份数量为 60,826,218 股，占其持股数量的 99.98%，占本公司总股本的比例为 5.36%。2023 年 2 月 16 日，三胞投资将质押给福景国盛(天津)管理咨询合伙企业(有限合伙)的 6,740,000 股公司股份办理了证券质押登记解除手续，占其所持股份的 11.08%，占公司总股 0.59%，本次证券质押解除的股份为无限售流通股。

来源：Wind，国金证券研究所

图表28: 重点公司 2021 年报及 1H22 业绩同比增速 (%)

证券代码	证券简称	营收增速 (%)		归母净利润增速 (%)	
		2021	1H22	2021	1H22
品牌服饰-A 股					
002563.SZ	森马服饰	1.41%	-13.43%	84.50%	-81.31%
603877.SH	太平鸟	16.34%	-16.31%	-4.99%	-67.57%
600398.SH	海澜之家	12.41%	-6.11%	39.60%	-22.69%
002832.SZ	比音勒芬	18.09%	8.57%	25.20%	20.15%
603587.SH	地素时尚	13.00%	-18.63%	9.47%	-35.44%
603808.SH	歌力思	20.42%	6.49%	-31.72%	-72.97%
003016.SZ	欣贺股份	14.66%	-14.25%	61.07%	-48.49%
603839.SH	安正时尚	-14.37%	-32.00%	-64.70%	-75.92%
002154.SZ	报喜鸟	17.52%	1.04%	26.70%	1.07%
600177.SH	雅戈尔	18.57%	147.98%	-29.15%	90.85%
002029.SZ	七匹狼	5.52%	-6.06%	10.65%	9.23%
601566.SH	九牧王	14.15%	-7.84%	-47.25%	-149.00%
600400.SH	红豆股份	-1.72%	9.01%	-46.92%	-31.17%
002763.SZ	汇洁股份	15.19%	-9.15%	30.96%	-34.42%
002327.SZ	富安娜	10.62%	2.06%	5.69%	0.68%
002293.SZ	罗莱生活	17.30%	-5.70%	21.92%	-21.11%
603365.SH	水星家纺	25.19%	1.43%	40.55%	-34.90%
002397.SZ	梦洁股份	10.93%	-6.12%	-447.10%	-192.04%
品牌服饰-港股					
2020.HK	安踏体育	38.84%	13.8%	49.55%	-6.6%
2331.HK	李宁	56.55%	21.7%	136.14%	11.6%
1368.HK	特步国际	22.58%	37.5%	77.05%	38.4%
1361.HK	361度	16.14%	17.6%	44.97%	37.2%
3998.HK	波司登	0.00%	15.6%	0.00%	31.4%
3306.HK	江南布衣	32.98%	-	86.67%	-
纺织制造-A 股					
002042.SZ	华孚时尚	17.40%	-0.22%	228.25%	-3.03%
601339.SH	百隆东方	26.73%	1.11%	274.47%	41.09%
600987.SH	航民股份	81.38%	-3.88%	10.87%	2.84%
000726.SZ	鲁泰 A	10.25%	49.99%	257.22%	156.65%
603558.SH	健盛集团	29.65%	37.68%	131.69%	74.02%
603477.SH	巨星农牧	107.26%	4.88%	102.84%	-191.60%
603238.SH	诺邦股份	-24.40%	-10.23%	-63.79%	-71.02%
300658.SZ	延江股份	-21.24%	8.27%	-94.38%	296.82%
002003.SZ	伟星股份	34.44%	23.32%	13.22%	31.78%
300979.SZ	华利集团	25.40%	20.79%	47.34%	21.02%
纺织制造-港股					
2313.HK	申洲国际	3.54%	19.54%	-33.98%	6.30%
2678.HK	天虹纺织	35.47%	3.93%	419.31%	-22.96%
电商					
002127.SZ	南极电商	-6.80%	5.59%	-59.84%	-29.00%
002291.SZ	星期六	30.70%	77.09%	-2980.90%	287.45%
箱包					
300577.SZ	开润股份	17.76%	33.26%	131.03%	-48.83%

来源: Wind, 国金证券研究所

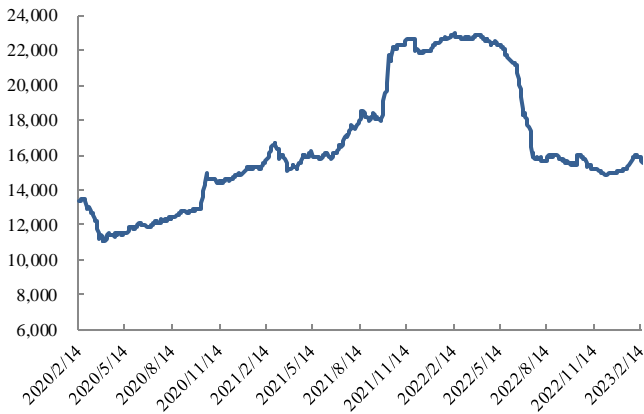
5、原材料数据跟踪

图表29: 大宗原材料价格汇总

原材料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	15596 元/吨	-0.07%	2023/2/17
美棉 CotlookA	97.35 美分/磅	-3.47%	2023/2/17
粘胶短纤	13100 元/吨	0.00%	2023/2/17
涤纶短纤	7070 元/吨	0.28%	2023/2/17
长绒棉	23000 元/吨	-1.29%	2023/2/14
内外棉价差	-623 元/吨	-33.84%	2023/2/17

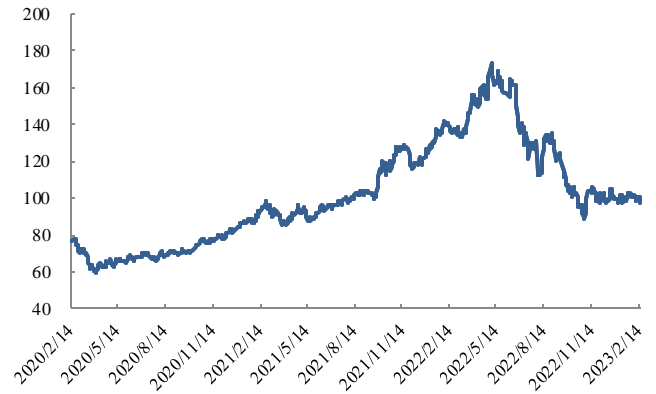
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 328 级棉现价走势图 (元/吨)



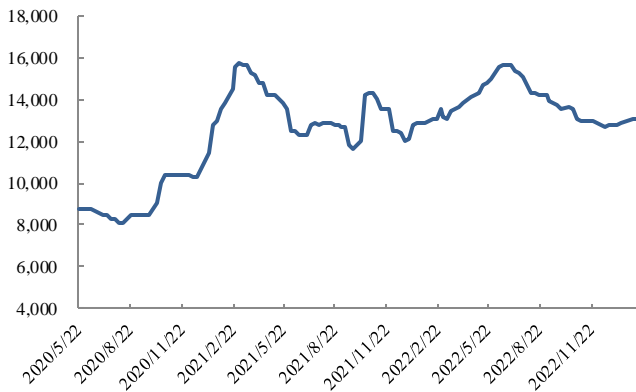
来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: CotlookA 指数 (美分/磅)



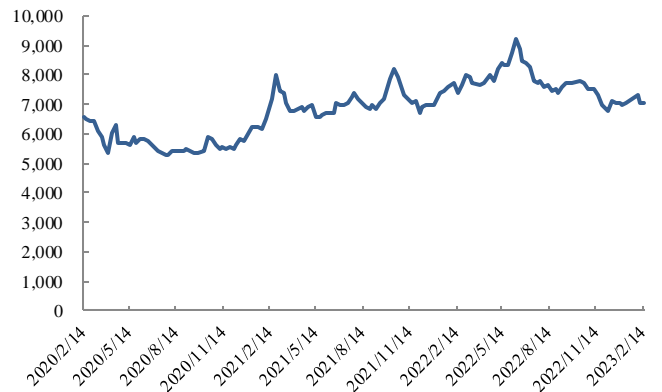
来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)



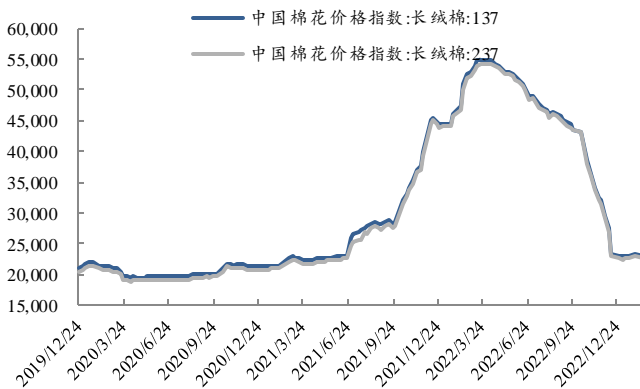
来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)

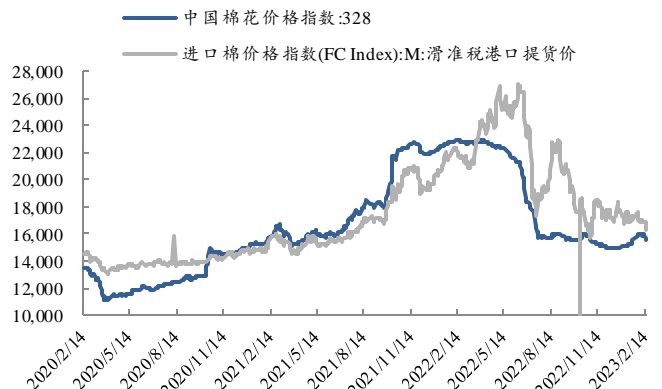


来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 长绒棉价格走势图 (元/吨)



图表35: 内外棉价差价格走势图 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

6、重点上市公司估值

图表36: 重点上市公司估值表

证券代码	证券简称	现价 (元)	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG 21E	市值 (亿元)	周涨跌%
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
品牌服饰-A股														
600398.SH	海澜之家	5.47	0.55	0.51	0.61	0.68	9.9	10.6	9.0	8.0	7.6	1.40	236	7.9
002563.SZ	森马服饰	5.66	0.55	0.56	0.66	0.77	10.3	10.1	8.6	7.3	12.0	0.84	152	2.7
603877.SH	太平鸟	19.65	1.44	1.52	1.78	2.02	13.6	12.9	11.1	9.7	11.9	1.09	94	3.6
002832.SZ	比音勒芬	30.04	1.15	1.39	1.74	2.10	26.1	21.6	17.3	14.3	22.3	0.97	171	7.1
603587.SH	地素时尚	16.40	1.44	1.53	1.72	1.94	11.4	10.7	9.5	8.5	10.4	1.03	79	2.9
603808.SH	歌力思	10.50	0.87	0.41	0.84	1.11	12.1	25.4	12.5	9.5	8.4	3.02	39	1.3
002327.SZ	富安娜	7.53	0.67	0.70	0.80	0.91	11.2	10.8	9.4	8.3	10.8	0.99	62	3.2
002293.SZ	罗莱生活	11.97	0.85	0.77	0.92	1.07	14.0	15.5	13.0	11.2	7.9	1.97	101	4.5
603365.SH	水星家纺	13.83	1.46	1.24	1.50	1.73	9.5	11.2	9.2	8.0	5.9	1.90	37	0.5
002397.SZ	梦洁股份	5.07	-0.21	0.00	0.00	N/A	-24.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	38	-2.7
品牌服饰-港股														
2020.HK	安踏体育	91.50	2.81	3.03	3.82	4.58	32.6	30.2	24.0	20.0	17.7	1.71	2,483	-4.6
2331.HK	李宁	62.63	1.58	1.86	2.31	2.84	39.6	33.7	27.1	22.1	21.6	1.56	1,651	-0.8
1368.HK	特步国际	8.14	0.36	0.00	0.37	0.46	22.9	N/A	22.2	17.6	9.2	N/A	214	-2.1
3998.HK	波司登	3.87	0.11	0.23	0.27	0.33	35.1	16.8	14.3	11.7	44.2	0.38	421	2.8
3306.HK	江南布衣	9.25	1.29	0.00	0.00	0.00	7.2	N/A	N/A	N/A	-100.0	N/A	N/A	-1.3
纺织制造-A股														
002042.SZ	华孚时尚	3.14	0.38	0.39	0.45	0.48	8.3	8.0	7.0	6.5	8.2	0.97	53	-1.3
601339.SH	百隆东方	6.85	0.93	1.06	1.03	1.11	7.4	6.5	6.7	6.2	6.2	1.05	103	4.3
603558.SH	健盛股份	8.72	0.43	0.76	0.96	1.23	20.3	11.5	9.1	7.1	42.1	0.27	33	-0.8
600987.SH	航民股份	8.63	0.62	0.68	0.76	N/A	13.9	12.6	11.3	N/A	N/A	N/A	91	8.6
000726.SZ	鲁泰A	8.26	0.36	0.95	1.04	1.15	22.9	8.7	7.9	7.2	47.4	0.18	62	-0.5
300979.SZ	华利集团	60.20	2.45	3.02	3.77	4.59	24.6	19.9	16.0	13.1	23.3	0.86	703	-2.7
纺织制造-港股														
2313.HK	申洲国际	78.68	2.24	N/A	3.05	3.76	3.76	N/A	25.8	21.0	18.8	N/A	1,183	-4.0
2678.HK	天虹纺织	5.90	2.93	N/A	2.10	2.23	2.0	N/A	2.8	2.7	-0.1	N/A	54	0.6
电商														
002127.SZ	南极电商	4.90	0.20	0.00	0.00	N/A	24.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	120	-1.0
002291.SZ	星期六	14.41	-0.90	0.51	1.00	1.39	-16.0	28.2	14.4	10.4	-215.6	0.13	131	-3.5
箱包														
300577.SZ	开润股份	17.00	0.74	0.89	1.04	1.22	23.0	19.1	16.4	13.9	18.1	1.06	41	2.7

来源: Wind, 国金证券研究所

注 1: 除开润股份、森马服饰、华利集团、太平鸟、地素时尚、安踏体育、波司登、李宁外盈利预测为 Wind 一致预期

注 2: 波司登年报截止日为 3/31

注 2: 收盘价、市值数据更新至 2023/02/17

7、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。

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：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402