

纺织服装板块2023中报总结： 品牌服饰如期修复，制造订单拐点渐至

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

研究助理：郗越

联系邮箱：xiy@dwzq.com.cn

二零二三年九月六日

➤ 品牌服饰：23H1业绩如期修复，短期流水波动不改全年复苏趋势

- **23H1：**品牌服饰整体业绩增速较为靓丽，Q2收入同比增速进一步提升、经营杠杆下净利表现超收入端。细分板块基本符合我们此前关于细分领域复苏节奏的判断：1) 同比角度看，男装收入及利润复苏速度明显领先行业，体育服饰维持稳健增长，中高端女装业绩增速较为靓丽，家纺收入小幅回暖、但利润修复较好，休闲服收入尚未恢复正增、但低基数致净利复苏力度较大；2) 相较21年同期看，体育服饰持续稳健增长、表现优秀，男装龙头公司收入利润均超21年水平，家纺收入仍回落、但龙头公司利润超21年水平，中高端女装部分公司实现正增、但净利相较于21年仍有较大修复空间，休闲服收入利润均仍呈回落。
- **展望：**根据我们跟踪的重点公司流水情况，1-4月流水同比增速逐渐提升，5、6月基数升高致增速有所放缓，下半年7、8月随去年基数走高、流水恢复预计有所放缓，但9月后预计重回低基数期、又将呈现较强的修复弹性。我们判断加盟商信心恢复、品牌库存消化有望促下半年业绩好于上半年。长期看经过3年疫情压力测试后，中小品牌逐渐出清、龙头强者恒强、行业集中度有望持续向龙头集中。

➤ 纺织制造：23H1业绩承压，下半年订单拐点渐至

- **23H1：**上半年受外需偏弱、下游品牌去库、国内外棉价同比回落等多因素影响，纺织制造企业业绩普遍承压，但5月以来人民币贬值利好出口型企业、冲淡部分影响。Q2龙头制造公司拐点逐渐显现、订单逐季改善，如运动鞋出口制造龙头华利集团收入降幅明显收窄、利润回正，辅料龙头伟星股份收入利润均恢复至同比正增。
- **展望：**虽目前欧美消费仍较为平淡，但欧美下游品牌库存去化持续进行中，综合来看有利于上游纺织制造企业订单情况逐步好转、基本面环比改善，预计下半年制造龙头业绩有望逐季进一步回暖。国内消费复苏传导至上游，利好内销型企业订单改善。

➤ 投资建议：

■ **品牌服饰：看好23年全年业绩修复**，当前时点从业绩端建议重点关注如下几类机会：

①**重点推荐流水复苏较强劲的男装品牌公司**，如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟。

②**运动品牌龙头估值已经调整到历史较低水平，长周期价值凸显**，继续看好安踏体育、李宁、特步国际、361度。

③**“困境反转”型品牌**虽流水恢复较慢、但正经营杠杆或逆势开店将带来利润端的较大弹性，如休闲服龙头森马服饰及太平鸟、家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、朗姿股份、锦泓集团等。

④**结合消费弱复苏背景下、建议关注近3年股息率较高的防御性标的**，如罗莱生活、森马服饰、海澜之家等。

■ **纺织制造：关注出口型龙头订单拐点出现**

①**出口型**：23年上半年压力仍存，但5月以来人民币加速贬值，利好出口型企业收入增长及汇兑收益，有望增厚业绩。我们认为出口型企业下半年将迎订单向上拐点、产能利用率有望底部回升，关注布局运动赛道上游的制造龙头申洲国际、华利集团订单拐点的出现。

②**内销型**：关注国内国外两个消费需求拐点的渐次出现，Q2以来国内纺丝开工率明显提升，国内品牌复苏有望逐步传导至制造端、订单有望改善，下半年海外品牌去库完成后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份(国产替代)、台华新材(技术突破)、新澳股份(份额提升)等。

➤ **风险提示**：终端消费疲软、棉价大幅波动、人民币汇率波动等



■ 1、品牌服饰：23H1显著复苏，男装领跑行业

■ 2、纺织制造：23H1业绩承压，订单拐点渐至

■ 3、投资建议：看好品牌服饰全年复苏，关注制造订单拐点

■ 4、风险提示

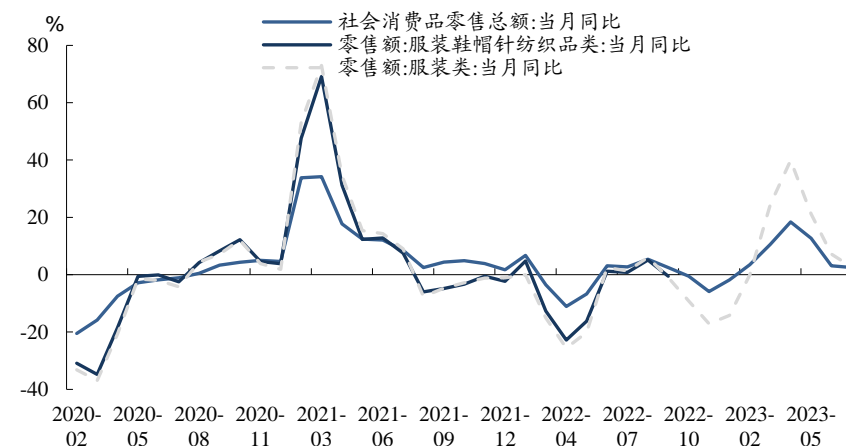
■ 5、附录

1. 品牌服饰：23H1显著复苏，男装领跑行业

1.1. 行业概览：23H1复苏向好，23Q2增速逐月有所波动

- **23H1整体消费复苏向好。**23年以来我国居民消费复苏趋势向好，23H1全国社零同比+8.2%，其中Q1/Q2同比分别+5.8%/+10.7%。分月看，1-4月社零增速逐月提升，弱复苏环境叠加基数原因致5-7月增速放缓。
- **服装表现与社零趋势相同、但增幅高于整体消费。**由于服装线下消费属性较强，23年以来消费场景复苏后修复力度超社零整体，23H1服装鞋帽针纺织品类零售额同比+12.8%，Q1/Q2分别同比+9.0%/+14.2%，趋势与整体社零相近、但增幅高于整体社零，Q2增长较Q1提速。分月看，1-4月同比增速提升，5月以来受基数逐渐提升的影响，增速呈波动、有所放缓。

23H1复苏向好、Q2增速有所波动



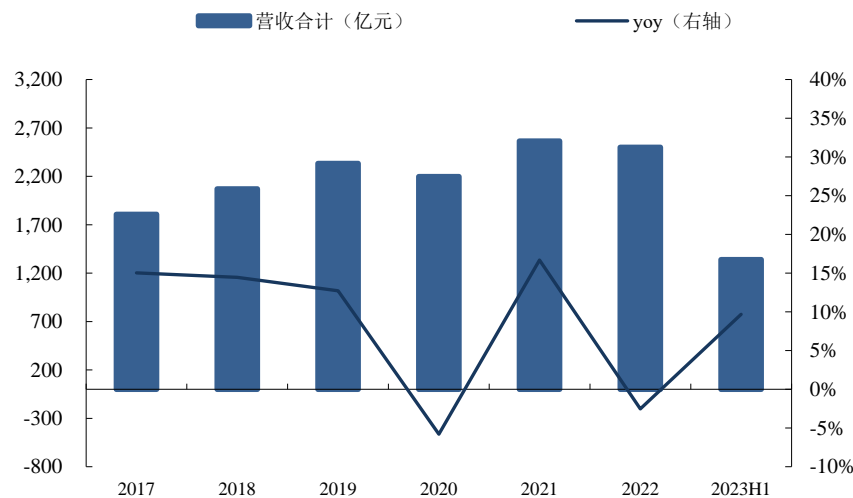
22年以来各行业限额以上零售额同比

零售额当月同比 (%)	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023M1-2	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022M1-2
社会消费品零售总额	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6	3.5	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7
限额以上企业商品零售总额	-0.5	1.4	11.1	17.3	8.5	1.5	-0.2	-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	5.5	5.4	-0.7	1.0	4.4	9.0	10.5	3.9	8.3	8.5	8.1	6.2	9.0	12.3	10.0	12.5	7.9
饮料类	3.1	3.6	-0.7	-3.4	-5.1	5.2	5.5	-6.2	4.1	4.9	5.8	3.0	1.9	7.7	6.0	12.6	11.4
烟酒类	7.2	9.6	8.6	14.9	9.0	6.1	-7.3	-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	2.3	6.9	17.6	32.4	17.7	5.4	-12.5	-15.6	-7.5	-0.5	5.1	0.8	1.2	-16.2	-22.8	-12.7	4.8
化妆品类	-4.1	4.8	11.7	24.3	9.6	3.8	-19.3	-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	-10.0	7.8	24.4	44.7	37.4	5.9	-18.4	-7.0	-2.7	1.9	7.2	22.1	8.1	-15.5	-26.7	-17.9	19.5
日用品类	-1.0	-2.2	9.4	10.1	7.7	3.9	-9.2	-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	-5.5	4.5	0.1	4.7	-1.4	-1.9	-13.1	-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	3.7	6.6	7.1	3.7	11.7	19.3	39.8	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	-13.1	-9.9	-1.2	-4.9	-1.9	-1.1	-0.3	-1.7	-2.1	8.7	6.2	11.5	8.9	-3.3	-4.8	9.8	11.1
家具类	0.1	1.2	5.0	3.4	3.5	5.2	-5.8	-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	3.0	6.6	27.4	14.6	1.8	-8.2	-4.5	-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	-0.6	-2.2	4.1	13.5	9.2	10.9	-2.9	-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	-11.2	-6.8	-14.6	-11.2	-4.7	-0.9	-8.9	-10.0	-8.7	-8.1	-9.1	-7.8	-4.9	-7.8	-11.7	0.4	6.2
汽车类	-1.5	-1.1	24.2	38.0	11.5	-9.4	4.6	-4.2	3.9	14.2	15.9	9.7	13.9	-16.0	-31.6	-7.5	3.9

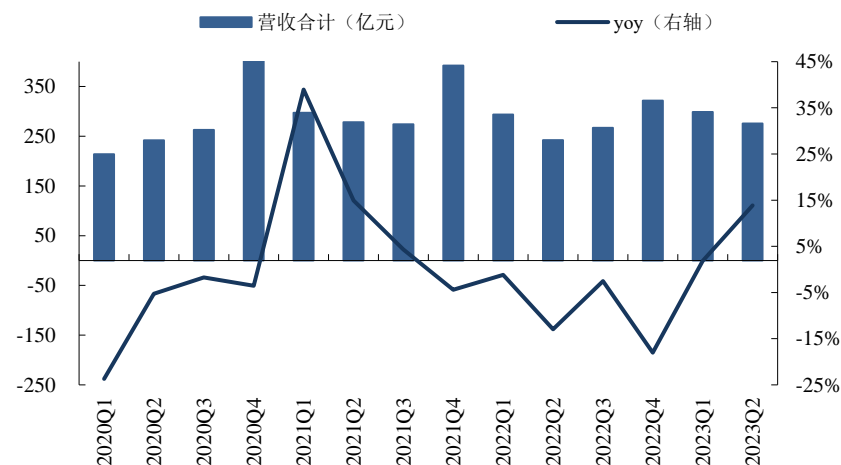
1.2. 板块整体：23H1利润端显著复苏，Q2同比增长提速

- 我们统计了品牌服饰11个子行业48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：23H1持续修复、较21H1实现正增。**
 - 2017-2019年板块（A+H股）营收同比增速整体在12%-15%区间，2020年受疫情冲击下滑-5.8%，21年呈现复苏、营收同比+16.7%，22年因疫情影响再度承压、同比-2.5%。
 - **23H1**：品牌服饰板块持续修复、营收同比+9.69%，较21H1+10.04%、主要系营收占比较大的港股运动服饰拉动，总体逐步走出疫情冲击。
 - **分季度看（仅A股）**：23Q1/Q2同比+1.8%/+13.9%、较21年分别同比+0.6%/-0.9%，同比口径看Q2在低基数下增长提速，与21年同期相比口径来看，Q1/Q2均恢复至21年水平上下、Q1略超21年同期、但Q2在弱复苏环境下表现不及Q1、略低于21年同期水平。

17-23H1品牌服饰板块（A+H股）营收及增速



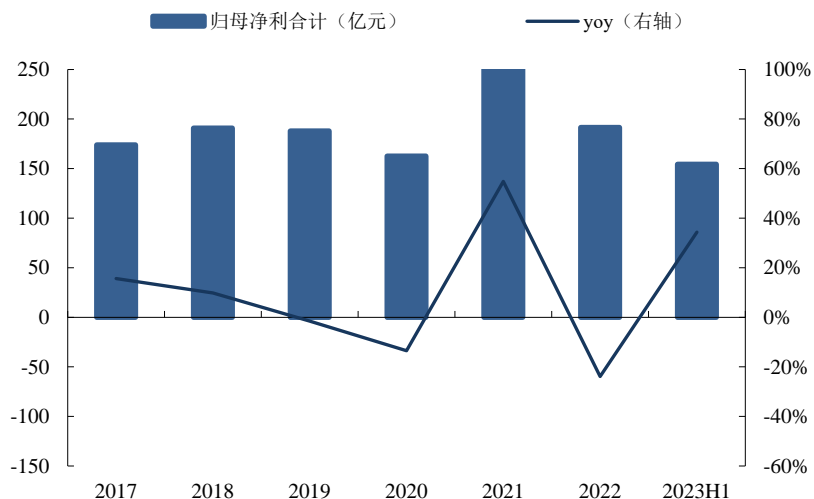
20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）营收及增速



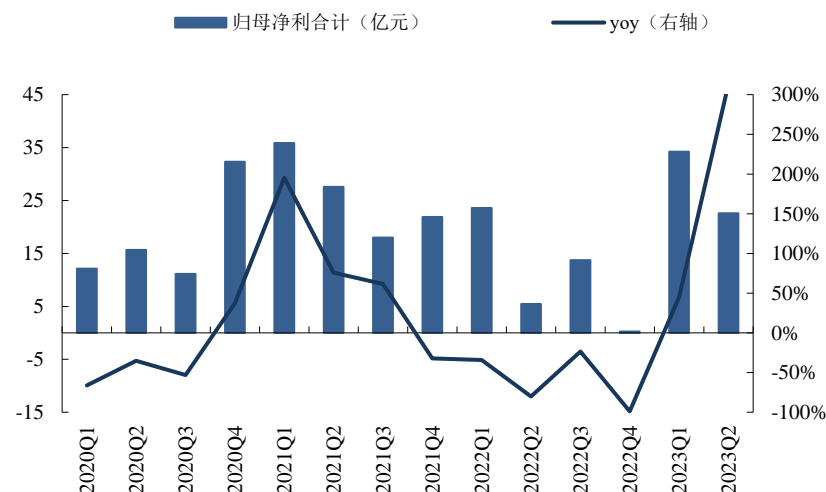
1.2. 板块整体：23H1利润端显著复苏，Q2同比增长提速

- **净利端：23H1经营杠杆下同比显著复苏、港股运动龙头拉动下超21H1同期水平，23Q2环比增长加速。**
- 17-18年板块（A+H股）归母净利润同比增速整体在9%-17%区间波动，19、20年受行业低迷、疫情冲击影响增速转负，21年受益于盈利水平改善、业绩显著复苏（同比+54.8%），22年终端销售受疫情影响而成本费用具有刚性、同比-23.90%。
- **23H1**：正向经营杠杆带动下净利反弹幅度高于营收端、同比+34.40%，较21同期+5.71%、已经恢复至21年同期水平、主要系占比较大的港股体育服饰龙头较21年同期表现较好带动。
- **分季度看（仅A股）**：23Q1/Q2同比分别+45.1%/+313.19%、较21年同期分别-4.6%/-18.0%，尚未恢复至21年水平。同比角度看Q2低基数致利润修复环比提速显著；相较21年同期回落幅度扩大，主要系Q2毛利率改善幅度不及Q1、资产减值损失等因素导致。

17-23H1品牌服饰板块（A+H股）归母净利润



20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）归母净利润

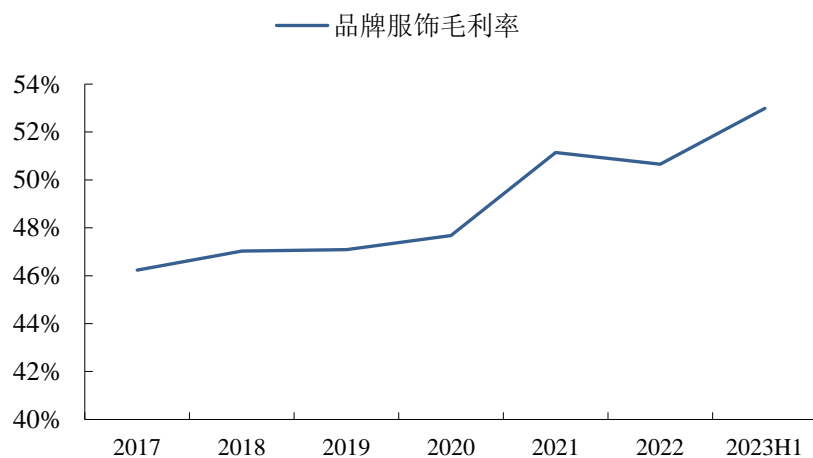


1.2. 板块整体：23H1利润端显著复苏，Q2同比增长提速

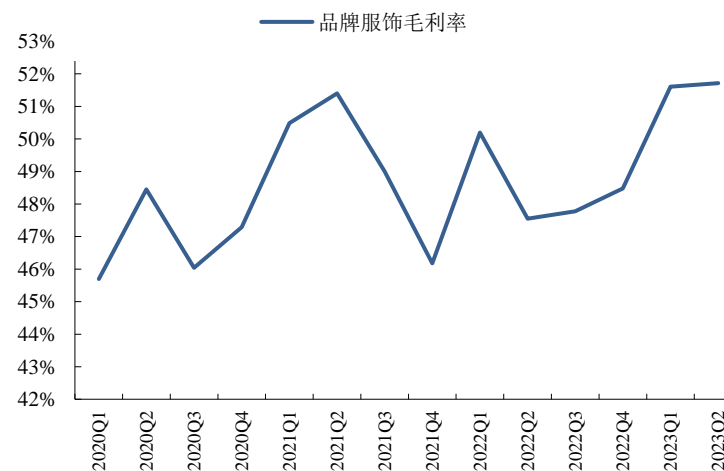
➤ 盈利水平：23H1折扣控制较好促毛利率提升、正经营杠杆致费用率下降。

- **毛利率：23H1持续上升，Q2增长提速。**17-19年品牌服饰板块毛利率在46%-48%区间小幅波动，20-21年在品牌升级、渠道调整的作用下毛利率呈上升趋势，20/21年分别为47.7%/51.1%。22年毛利率受疫情影响同比-0.5pct至50.7%。
- **23H1：**伴随行业复苏、整体折扣改善，23H1品牌服饰板块（A+H股）毛利率52.99%、同比+1.17pct、较21年同期基本持平。
- **分季度看：**Q1/Q2板块（仅A股）毛利率分别为51.61%/51.71%、分别同比+1.41/4.16pct、较21年同期+1.12/+0.31pct，多数企业折扣控制较好、Q2毛利率进一步提升。

17-23H1品牌服饰板块（A+H股）毛利率



20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）毛利率

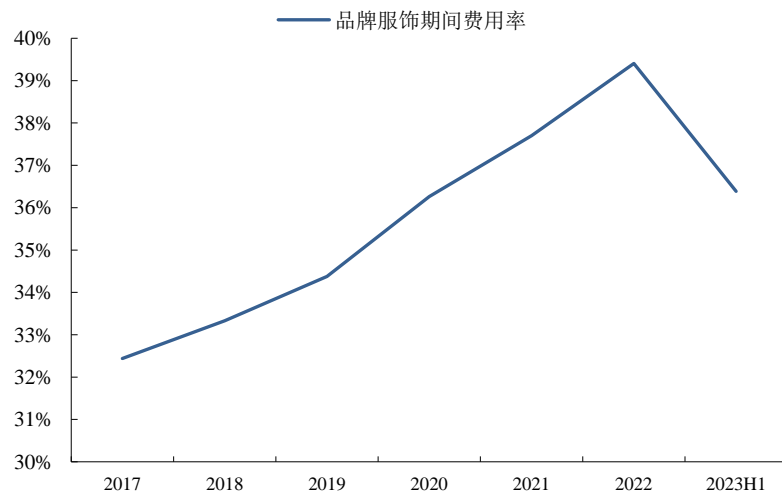


1.2 . 板块整体：23H1利润端显著复苏，Q2同比增长提速

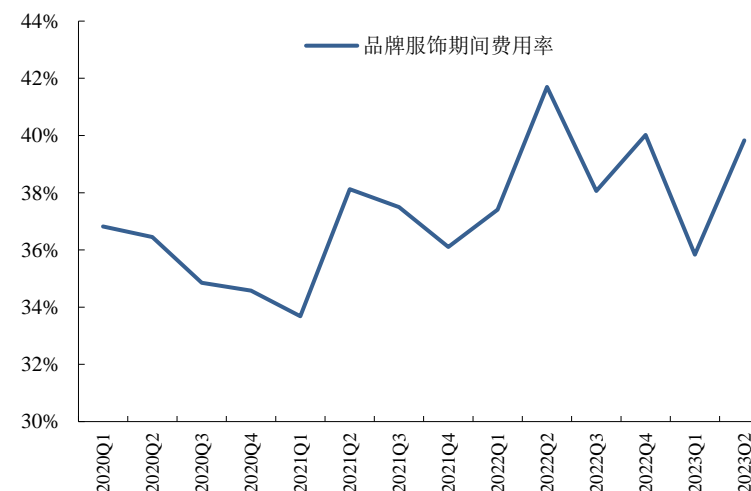
➤ 盈利水平：23H1折扣控制较好促毛利率提升、正经营杠杆致费用率下降。

- 期间费用率：23H1板块（A+H股）同比-2.07pct至36.39%。17-22年板块(A+H股)期间费用率从32.4%升至39.41%。23H1品牌服饰企业正经营杠杆下控费成效显著，期间费用率同比-2.07pct至36.39%，较21年同期+1.39pct、仍有费用率优化空间。
- 分季度：Q1/Q2板块费用率（A股）分别为35.83%/39.83%、同比分别-1.57/-1.87pct、较21年同期+2.15/+1.70pct，Q2费用率水平较Q1环比提升，但同比及与21年同期相比均较Q1有所改善、同比降幅扩大、与21年同期相比增幅收窄。

17-23H1品牌服饰板块（A+H股）费用率



20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）费用率

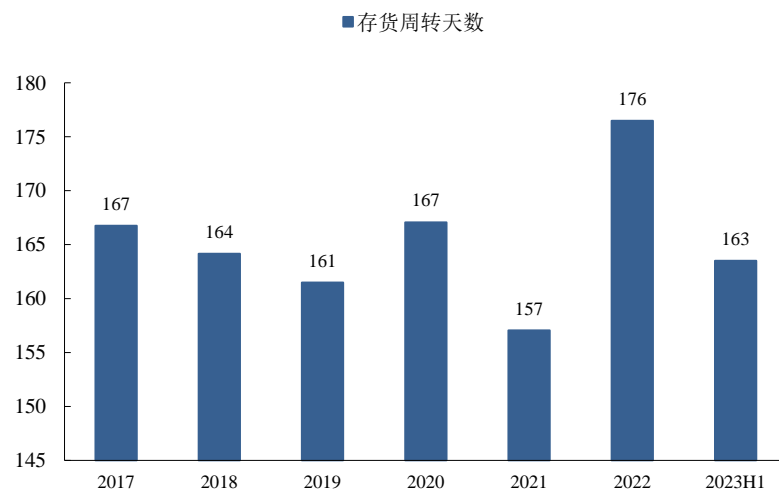


1.2. 板块整体：23H1利润端显著复苏，Q2同比增长提速

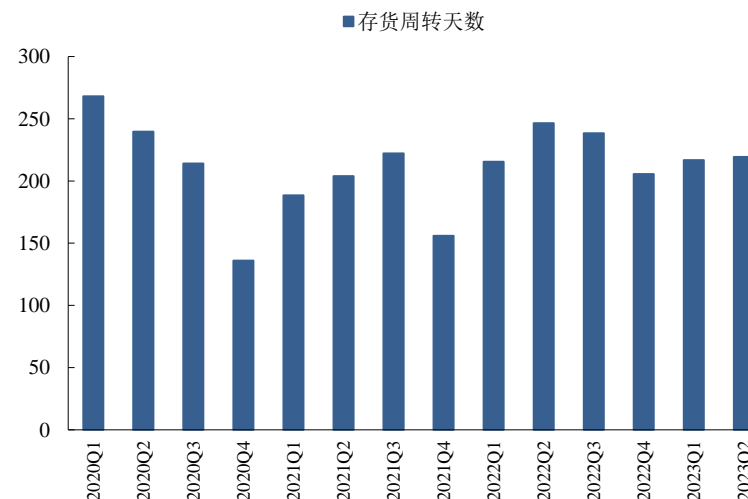
➤ 存货及现金流：23H1存货周转及现金流均回升。

- **存货端：23H1库存压力优化、周转加速。**17-20年板块（A+H股）存货周转天数整体在161-167天、21年随销售改善优化至157天、22年受疫情反复影响升高至176天。23H1终端销售复苏，存货周转提速，板块（A+H股）存货周转天数163天/同比-8天。
- **分季度看：23Q1/Q2存货周转天数（仅A股）**分别为217/219天、同比分别+1天/-27天，Q2库存消化较为顺利。

17-23H1品牌服饰板块（A+H股）存货周转天数



20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）存货周转天数

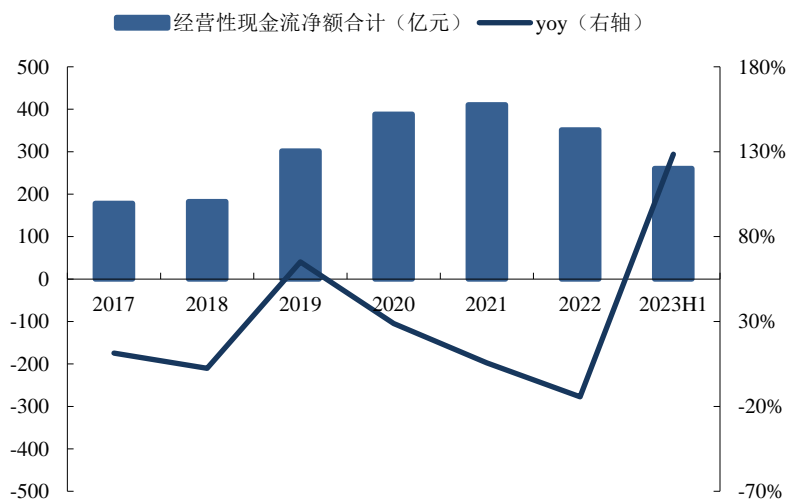


1.2. 板块整体：23H1利润端显著复苏，Q2同比增长提速

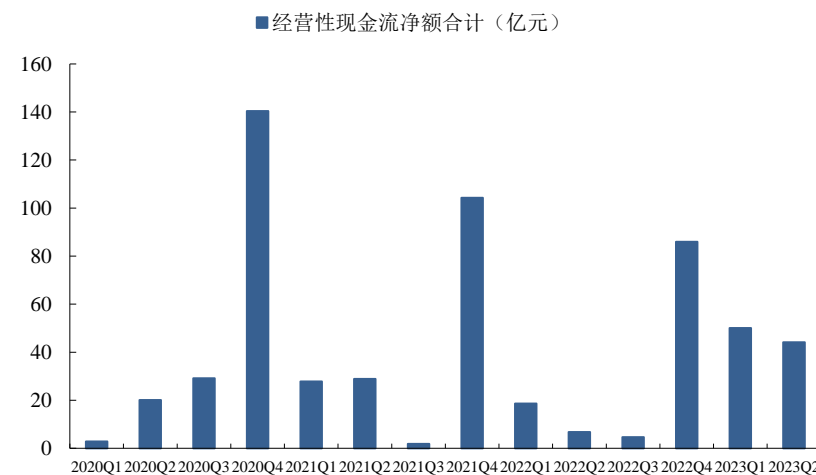
➤ 存货及现金流：23H1存货周转及现金流均回升。

- **经营活动现金流：23H1同比大幅改善。**17-21年品牌服饰板块（A+H股）经营活动现金流保持正增长。22年现金流情况偏弱、同比-14.4%。23H1消费复苏、行业复苏带动现金流情况明显回暖，板块（A+H股）经营性现金流净额同比+128.51%至260.71亿元。
- **分季度看：**品牌服饰板块（仅A股）Q1/Q2经营活动现金流净额同比分别+169.0%/+548.65%，现金流状况持续大幅改善。

17-23H1品牌服饰板块（A+H股）经营性现金流



20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）经营性现金流

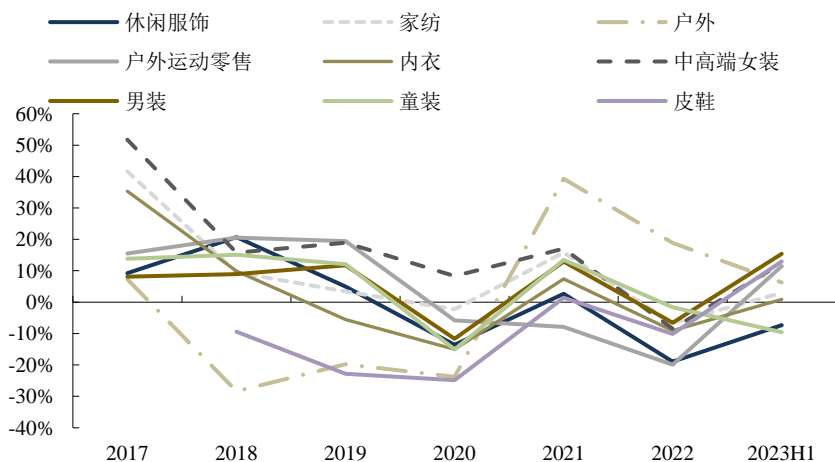


1.3. 公司表现：23H1男装领跑行业、多数细分领域收入增速转正、利润高增

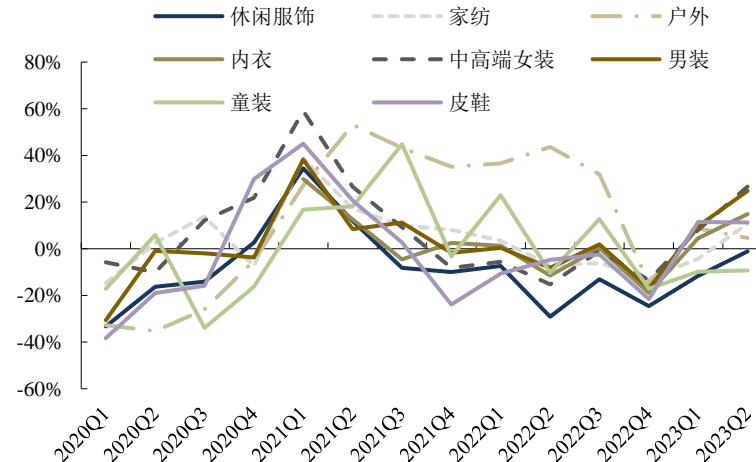
➤ 营收端：23H1多数细分领域增幅转正，男装领跑行业。

- **23H1：多数品牌服饰细分领域营收增速转正，男装领跑行业。**整体看：23H1品牌服饰板块（A+H股）营收同比从高到低排序依次为：男装（23H1营收yoy+15.4%，下同）、体育服饰（+13.5%）、鞋（+13.0%）、中高端女装（+12.4%）、户外运动零售（+11.5%）、户外（+6.3%）、家纺（+3.0%）、内衣（+0.9%）、休闲服饰（-7.3%）、童装（-9.6%）。总体上复苏节奏符合我们此前的判断，男装消费较具韧性、复苏领先，商务出行修复下鞋类增速较好，体育服饰经营稳健，中高端女装表现较好，户外行业在去年同期高基数下增速有所放缓，家纺恢复正增、休闲服饰收入复苏相对较慢。
- **23Q2：中高端女装、男装恢复较好，体育服饰维持稳健增长。**Q2营收同比从高到低排序依次为：户外运动零售（23Q2营收yoy+62.6%，下同）、中高端女装（+26.7%）、男装（+24.8%）、内衣（+14.9%）、体育服饰（+13.5%）、皮鞋（+11.3%）、家纺（+10.7%）、户外（+4.6%），休闲服饰、童装营收出现个位数下滑。其中：户外运动零售增速较高来自三夫户外贡献（22Q2受封控影响基数较低），中高端女装、男装增速仍较为领先，体育服饰龙头Q2流水基本维持双位数增长，休闲服、童装仍承压。

17-23H1品牌服饰板块（A+H股）细分领域营收同比增速



20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）细分领域营收同比增速



1.3. 公司表现：23H1男装领跑行业、多数细分领域收入增速转正、利润高增



品牌服饰公司营收同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2022	2023Q1		2023Q2		2023H1	
				同比22Q1	较21Q1	同比22Q2	较21Q2	同比22H1	较21H1
体育服饰	2020.HK	安踏体育	8.92%	-	-	-	-	13.05%	30.80%
	2331.HK	李宁	14.76%	-	-	-	-	12.42%	37.22%
	1368.HK	特步国际	29.15%	-	-	-	-	15.20%	58.34%
	1361.HK	361度	17.61%	-	-	-	-	17.45%	38.70%
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	-13.54%	-9.29%	-9.32%	9.71%	-20.21%	-1.44%	-14.68%
	603877.SH	太平鸟	-21.24%	-15.83%	-22.34%	-11.86%	-34.84%	-14.19%	-28.19%
	3998.HK	波司登	19.32%	-	-	-	-	-	-
中高端女装	002612.SZ	朗姿股份	1.19%	27.42%	27.75%	28.27%	30.76%	27.85%	29.26%
	603587.SH	地素时尚	-17.16%	2.27%	-7.02%	26.50%	-8.45%	13.36%	-7.76%
	603808.SH	歌力思	1.35%	5.99%	24.22%	30.22%	25.42%	17.22%	24.83%
	003016.SZ	欣贺股份	-17.09%	-10.54%	-17.19%	13.52%	-11.02%	0.02%	-14.23%
	603518.SH	锦泓集团	-9.83%	8.05%	8.84%	23.17%	6.02%	14.33%	7.57%
603839.SH	安正时尚	-26.47%	4.80%	-26.49%	46.16%	-4.19%	23.40%	-16.08%	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	-7.75%	-3.62%	-6.02%	11.02%	0.80%	3.12%	-2.76%
	002327.SZ	富安娜	-3.14%	-7.57%	-1.25%	-1.88%	-4.18%	-4.74%	-2.77%
	603365.SH	水星家纺	-3.57%	1.45%	13.95%	17.01%	8.53%	9.37%	10.93%
	002397.SZ	梦洁股份	-17.46%	-10.07%	-8.05%	22.05%	4.58%	4.74%	-1.67%
男装	600398.SH	海澜之家	-8.06%	9.02%	3.41%	28.19%	18.90%	17.69%	10.50%
	002832.SZ	比音勒芬	6.06%	33.13%	73.28%	20.25%	3.02%	28.20%	39.18%
	002154.SZ	报喜鸟	-3.11%	11.49%	29.67%	40.77%	20.41%	23.79%	25.08%
	601566.SH	九牧王	-14.11%	0.84%	-4.82%	20.61%	7.44%	8.85%	0.31%
	002029.SZ	七匹狼	-8.13%	2.75%	-2.62%	11.29%	3.13%	6.07%	-0.35%
	1234.HK	中国利郎	-8.65%	-	-	-	-	6.02%	9.10%
童装	603214.SH	爱婴室	36.46%	-11.37%	39.49%	-10.37%	51.85%	-10.83%	45.97%
	002875.SZ	安奈儿	-20.85%	-21.59%	-36.46%	-9.41%	-30.75%	-16.36%	-33.93%
	603557.SH	起步股份	-66.53%	22.86%	-73.62%	-39.79%	-78.81%	-15.28%	-76.15%
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	-8.35%	14.63%	31.16%	23.64%	39.55%	19.54%	35.76%
	603908.SH	牧高笛	55.52%	4.81%	63.57%	-4.27%	57.69%	-0.84%	59.98%
	002780.SZ	三夫户外	1.23%	43.25%	46.02%	62.57%	42.92%	51.87%	44.52%
皮鞋	603001.SH	奥康国际	-6.91%	16.74%	6.26%	7.24%	10.27%	12.22%	8.05%
	603511.SH	爱慕股份	-6.21%	-1.34%	2.98%	7.81%	-1.40%	2.78%	0.87%
内衣	2298.HK	都市丽人	-10.37%	-	-	-	-	-15.50%	-25.15%

➤ 营收端：个股方面，23H1复苏较好、大部分公司超21年同期水平。

■ 23H1：营收表现较好的公司（A+H股）不仅实现同比正增、同时相较21H1亦实现超10%以上增长，包括：①经营稳健的港股运动服饰龙头李宁、安踏体育、特步国际、361度；②男装赛道中的高端时尚运动龙头比音勒芬、商务男装龙头报喜鸟、大众男装龙头海澜之家；③户外用品龙头及零售商三夫户外、探路者；④逆势开店的高端女装歌力思、医美拉动收入增长的朗姿股份；⑤电商渠道领先的家纺龙头水星家纺。

■ 分季度看：龙头业绩复苏确定性和韧性较强，行业集中度有望提升。从同比角度看，大部分公司23Q2同比增速显著提升；从相较于21年同期角度看，Q2超越21年同期水平的公司明显增多。其中同比增速以及相较21年同期增速均有进一步提升的公司包括：1) 逆势开店的高端女装歌力思、医美拉动收入增长的朗姿股份；2) 大众男装龙头海澜之家。

港股体育服饰龙头季度流水同比

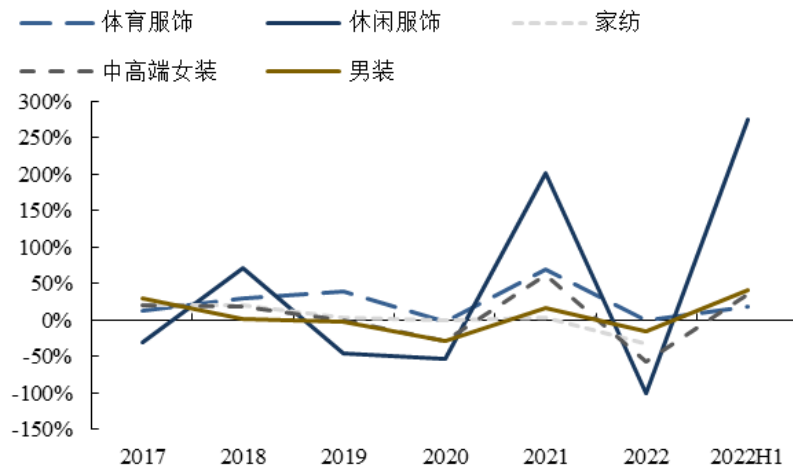
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
安踏主品牌	10-20%高段增长	中单位数负增长	中单位数增长	高单位数负增长	中单位数增长	高单位数增长
FILA	中单位数增长	中单位数负增长	10-20%低段	10-20%低段负增长	高单位数增长	10-20%高段
李宁主品牌	20%-30%高段	高单位数下滑	10-20%中段	下滑10-20%低段	增长中单位数	10-20%低段
特步主品牌	30%-35%	中双位数	20-25%	高单位数下滑	约20%	高双位数
361度主品牌	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	持平	低双位数增长	低双位数增长

1.3. 公司表现：23H1男装领跑行业、多数细分领域收入增速转正、利润高增

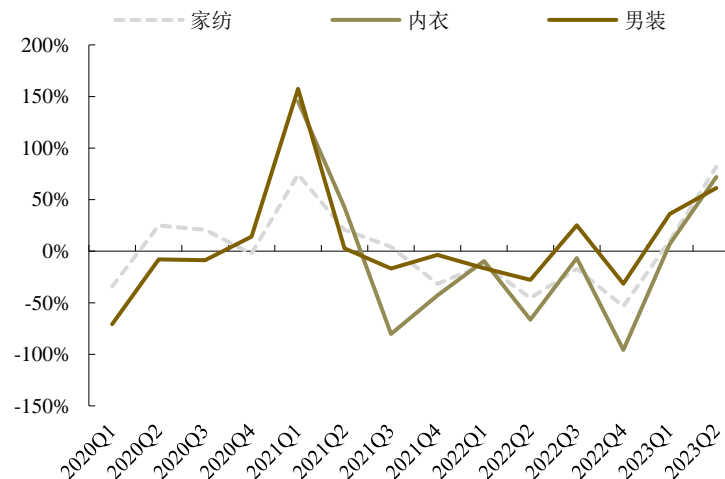
➤ 净利端：23H1多数细分领域改善趋势明显，男装、中高端女装表现较好。

- **23H1：男装、中高端女装增速领先。**整体看：23H1品牌服饰板块（A+H股）归母净利同比从高到低排序依次为：户外运动零售（23H1归母净利yoy+19375%，下同）、男装（+41.2%）、中高端女装（+35.8%）、家纺（+34.4%）、内衣（+30.1%）、体育服饰（+19.1%）、休闲服饰&皮鞋扭亏为盈、户外品牌高基数影响呈下滑、童装仍为亏损（主要为ST起步、安奈儿亏损所致）。多数板块利润端均有较好修复，其中户外运动零售大幅增长主要系宝胜国际（+1654%）及三夫户外扭亏贡献，男装、中高端女装、家纺修复较好。
- **23Q2：多数细分领域明显反弹，中高端女装、家纺、内衣、男装低基数下增幅较高。**23Q2品牌服饰板块（A股）归母净利同比从高到低排序依次为：中高端女装（23Q2归母净利yoy+122.7%，下同）、家纺（+81.9%）、内衣（+71.9%）、男装（+61.2%）、休闲服饰&户外运动零售增速转正、户外高基数影响净利回落、童装（主因ST起步、安奈儿亏损）&皮鞋（主因ST奥康亏损）有所亏损，中高端女装、家纺、内衣、男装在低基数下均实现较高反弹，其中中高端女装增幅最高、主因直营为主导致22Q2盈利大幅承压。

17-22H1品牌服饰板块（A+H股）细分领域归母净利同比增速



20Q1-23Q2品牌服饰板块（A股）细分领域归母净利同比增速



1.3. 公司表现：23H1男装领跑行业、多数细分领域收入增速转正、利润高增



➤ 净利端：23H1同比高增、半数公司超21年同期。

■ 23H1：体育服饰、男装、家纺公司普遍表现较好，具体而言：

1) 同比正增长、且超21H1净利水平包括：①经营稳健的港股运动服饰龙头李宁、安踏体育、特步国际、361度；②国内高端女装及医美机构龙头朗姿股份、中高端女装锦泓集团；③男装赛道的高端时尚运动龙头比音勒芬、商务男装龙头报喜鸟、大众男装龙头海澜之家、领先男装品牌七匹狼；④家纺龙头罗莱生活、水星家纺、富安娜；⑤内衣龙头都市丽人；⑥户外用品龙头及零售商探路者。

2) 复苏力度较大、但尚未达到21H1净利水平，主要集中于休闲服饰、中高端女装，包括：①休闲服饰龙头森马服饰、太平鸟；②中高端女装歌力思、地素时尚、安正时尚。

■ 分季度看：Q2整体呈回暖趋势，其中同比增速以及相较21年同期增速均有进一步提升的公司包括：

①国内领先男装品牌七匹狼、商务男装龙头报喜鸟、高端时尚运动龙头比音勒芬、大众男装龙头海澜之家；②家纺龙头罗莱生活。

品牌服饰公司归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2022	2023Q1		2023Q2		2023H1	
				同比22Q1	较21Q1	同比22Q2	较21Q2	同比22H1	较21H1
体育服饰	2020.HK	安踏体育	-1.68%	-	-	-	-	32.33%	23.65%
	2331.HK	李宁	1.32%	-	-	-	-	-3.11%	8.10%
	1368.HK	特步国际	1.47%	-	-	-	-	12.70%	56.00%
	1361.HK	361度	24.17%	-	-	-	-	27.72%	75.28%
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	-57.15%	48.85%	-11.80%	扭亏	-34.53%	393.94%	-22.48%
	603877.SH	太平鸟	-72.73%	14.20%	6.84%	扭亏	-83.87%	88.10%	-38.99%
中高端女装	002612.SZ	朗姿股份	-90.73%	扭亏	76.25%	679.67%	-22.73%	1814.63%	4.39%
	603587.SH	地素时尚	-44.23%	9.34%	-15.89%	40.27%	-26.85%	21.80%	-21.36%
	603808.SH	歌力思	-93.27%	0.39%	-49.47%	1785.89%	-32.84%	117.55%	-41.19%
	003016.SZ	欣贺股份	-55.22%	-21.22%	-48.24%	26.50%	-52.19%	-3.42%	-50.25%
	603518.SH	锦泓集团	-68.12%	149.32%	8.36%	扭亏	5.61%	302.56%	7.56%
603839.SH	安正时尚	亏损	28.76%	-65.21%	扭亏	-63.72%	44.58%	-65.19%	
家纺	002293.SZ	罗莱生活	-19.59%	11.13%	-3.10%	69.26%	7.79%	27.69%	0.74%
	002327.SZ	富安娜	-2.21%	5.28%	19.83%	2.28%	-7.64%	3.78%	4.48%
	603365.SH	水星家纺	-27.89%	-1.22%	6.05%	286.67%	0.72%	58.65%	3.28%
002397.SZ	梦洁股份	亏损	扭亏	-68.33%	扭亏	-18.59%	扭亏	-54.93%	
男装	600398.SH	海澜之家	-13.49%	11.07%	-4.66%	58.47%	8.43%	31.61%	1.75%
	002832.SZ	比音勒芬	16.50%	41.36%	99.73%	40.16%	21.38%	41.03%	69.45%
	002154.SZ	报喜鸟	-1.20%	24.22%	41.26%	157.54%	87.55%	53.94%	55.58%
	601566.SH	九牧王	亏损	扭亏	-1.77%	亏损	亏损	扭亏	-24.51%
	002029.SZ	七匹狼	-34.85%	96.63%	37.85%	249.16%	767.08%	172.76%	197.93%
1234.HK	中国利郎	-4.29%	-	-	-	-	5.24%	-0.37%	
童装	603214.SH	爱婴室	扭亏	扭亏	-75.89%	-27.49%	8.77%	0.56%	-11.33%
	002875.SZ	安奈儿	亏损	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	亏损
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	28.38%	123.97%	66.90%	-74.92%	-0.36%	3.06%	51.75%
	603908.SH	牧高笛	78.88%	-21.47%	36.15%	-10.81%	111.46%	-14.28%	81.56%
	002780.SZ	三夫户外	亏损	246.04%	276.92%	扭亏	扭亏	扭亏	665.32%
皮鞋	603001.SH	奥康国际	亏损	248.21%	-13.05%	亏损	亏损	177.59%	-88.93%
内衣	603511.SH	爱慕股份	-40.52%	-2.06%	-1.04%	211.70%	-48.85%	27.37%	-24.74%
	2298.HK	都市丽人	扭亏	-	-	-	-	158.12%	72.89%

2. 纺织制造：23H1业绩承压，订单拐点渐至

2.1. 行业概览：23H1出口仍承压、国内外棉价同比回落、人民币加速贬值

- **23H1纺织服装出口波动转弱，23Q1有所改善、Q2重新转负。** 23Q1前期积压订单释放、叠加一带一路相关经济体出口景气度较高，出口同比呈正增，但欧美出口仍承压，23年4月起国内出口金额增速逐月放缓至负增长，23年4月-7月国内服装出口金额同比分别+14.0%/-12.5%/-14.5%/-18.7%、纺织制品出口金额同比分别+3.9%/-14.3%/-14.3%/-17.9%，23Q2服装出口金额同比-6.6%、纺织制品出口金额同比-8.7%。
- **23年上半年棉价同比回落，趋势上看国内棉价有所回升、美棉仍在低位盘整。** 22年中以来国内外棉价大幅回落，23H1国内/美棉均价同比分别-28.1%/-34.8%。受23年4月以来减产预期影响国内棉价近期走势偏强、由15,000元/吨上涨至8月末18,300元/吨，国际棉价在90-100美分/磅区间低位震荡。
- **23H1人民币大幅贬值。** 23H1由于国内经济复苏较弱、美国经济超预期，人民币汇率扭转22年末升值趋势、转为贬值、从1月最高点6.1贬至8月最低点突破7.3、跌幅20%。随人民币汇率贬值，我国作为纺织品第一大生产国和出口国，出口型纺织企业有望因：①外币收入折算本币、本币贬值带动收入增长、②期末外币资产调整为本币产生汇兑损益两方面而从中受益，有望增厚出口型纺织企业业绩。

2020年以来中国出口同比



2020年以来国内/国际棉价走势



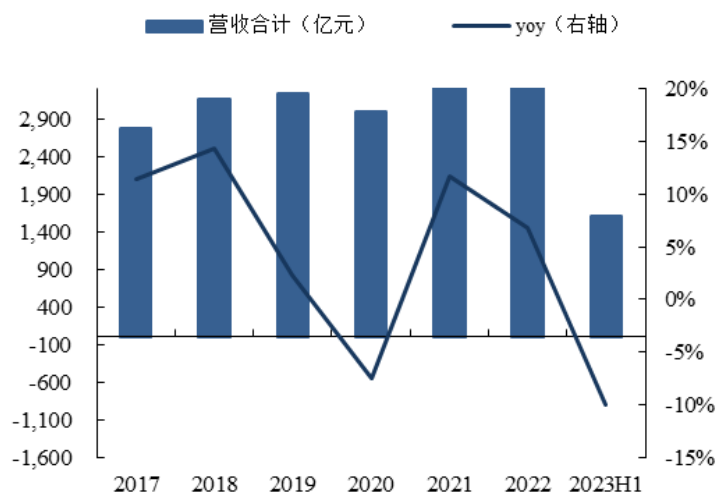
23年以来人民币大幅贬值



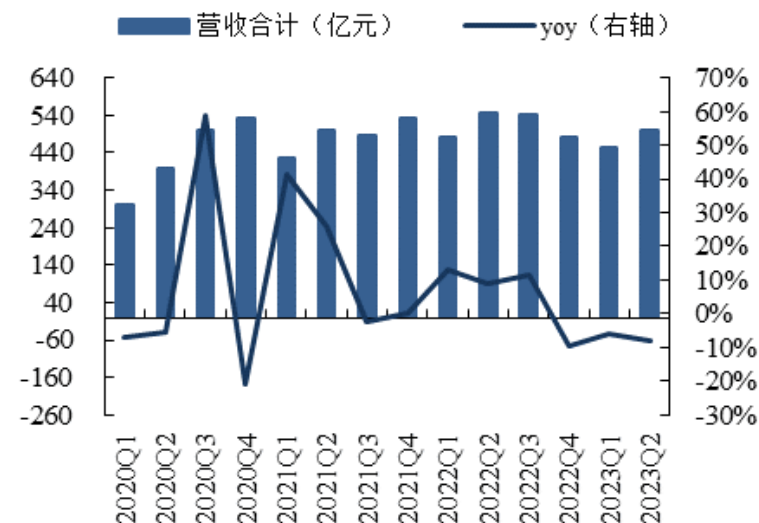
2.2. 板块整体：23H1增速回落，23Q2仍承压

- 我们统计了纺织制造全产业链12个子行业60家A+H股公司财务数据，包括上游（棉纺织、毛纺、毛皮、化纤及制品、丝麻制品）、中游（印染、辅料）、成品（鞋服制造、无纺布及制品、户外用品代工、箱包制造）及贸易环节（样本公司列表见文末附表）。
- **收入端：23H1受外需疲软+品牌去库影响增速回落，23Q2仍承压。**
 - 17-18年纺织制造板块（A+H股）营收同比增速在10%-15%，19年受中美贸易摩擦影响、同比放缓至2.3%；20年受疫情影响进一步下滑到同比-7.6%；21年随需求回暖、海外订单转移至中国，板块营收（A+H股）同比+11.8%。22年板块营收（A+H股）同比+6.8%，受益于外需景气度较高，叠加人民币贬值等利好因素，22H1营收表现较好，22H2外需走弱后Q4营收增速回落。
 - **23H1**：受外需偏弱，叠加下游品牌仍处去库周期，板块（A+H股）营收同比-8.1%。
 - **分季度看**：Q1/Q2板块（A股）营收分别同比-6.0%/-7.9%，Q2降幅有所扩大，主因Q1有部分积压出口订单释放支撑。

17-23H1纺织制造板块（A+H股）营收及增速



20Q1-23Q2纺织制造板块（A股）营收及增速

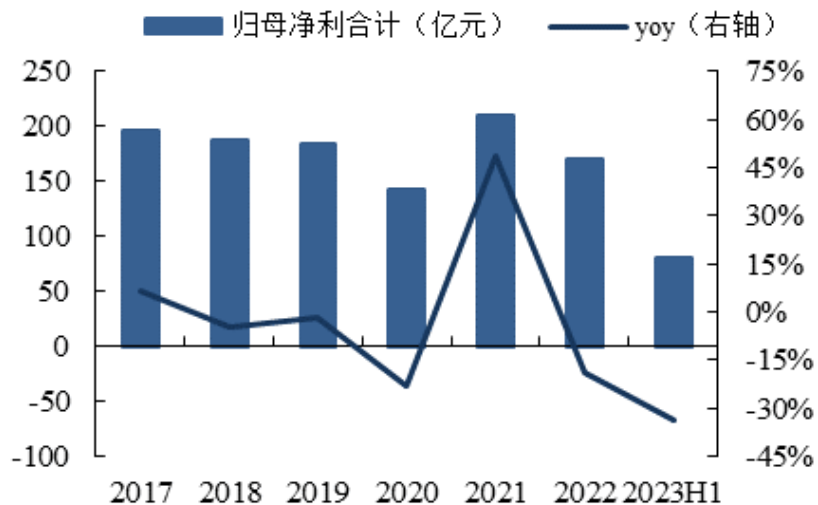


2.2. 板块整体：23H1增速回落，23Q2仍承压

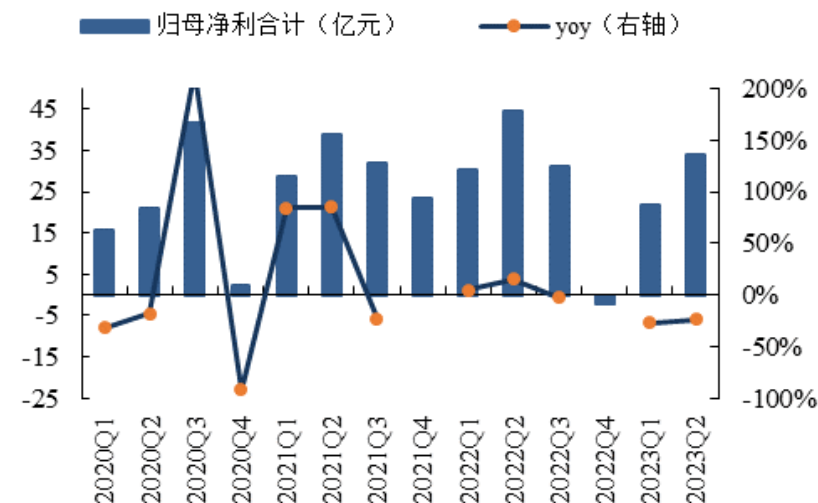
➤ 净利端：23H1同比回落较大，Q2仍承压、但降幅收窄。

- 17-20年纺织制造板块（A+H股）受终端需求低迷、中美贸易摩擦、疫情等因素影响，业绩逐年下滑。21年纺织制造板块（A+H股）归母净利润同比+48.5%、较19年+11%，已实现完全复苏，且复苏力度大于营收端，主因费用优化较多。22年纺织制造板块（A+H股）归母净利润同比-19.0%，增速呈前高后低，主因22H2外需走弱。
- 23H1：板块（A+H股）归母净利润同比-33.6%（明显弱于品牌服饰同比+34.3%），下滑幅度超营收主因产能利用率下降+棉价下行致毛利率有所降低、费用率提升。
- 分季度看：Q1/Q2板块（仅A股）分别同比-27%/-24%，Q2降幅收窄。

17-23H1纺织制造板块（A+H股）归母净利&yoy



20Q1-23Q2纺织制造板块（A股）归母净利&yoy

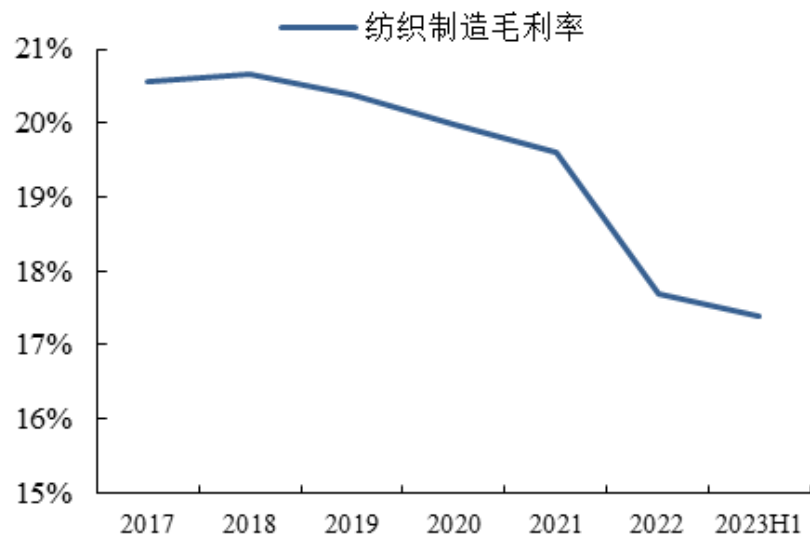


2.2. 板块整体：23H1增速回落，23Q2仍承压

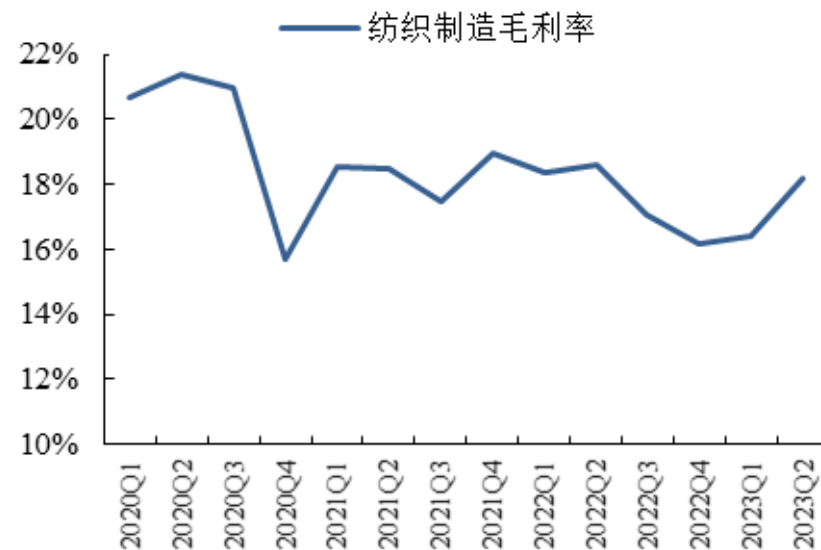
➤ 毛利率：产能利用率下降+棉价影响延续，23H1同比下滑。

- 17-19年纺织制造板块（A+H股）毛利率基本维持20%-22.5%之间小幅波动。20年疫情发生后多数纺织公司出现订单取消、工厂停产时间延长，板块整体毛利率同比下滑0.4pct至20.0%。21年在棉价大幅上涨、人民币升值、海运费高企等因素综合影响下，板块（A+H股）整体毛利率同比-0.4pct至19.6%。22年纺织制造板块（A+H股）毛利率同比-1.9pct至17.7%，下半年受到产能利用率下滑及棉价下行的影响毛利率有所承压。
- **23H1**：延续毛利率下降趋势，纺织板块（A+H股）整体毛利率同比-1.4pct至17.4%。
- **分季度看**：Q1/Q2板块（A股）毛利率分别同比-1.9pct/-0.4pct至16.4%/18.2%，降幅环比有所收窄，主要系Q2人民币贬值增厚出口企业毛利率。

17-23H1纺织制造板块（A+H股）毛利率



20Q1-23Q2纺织制造板块（A股）毛利率

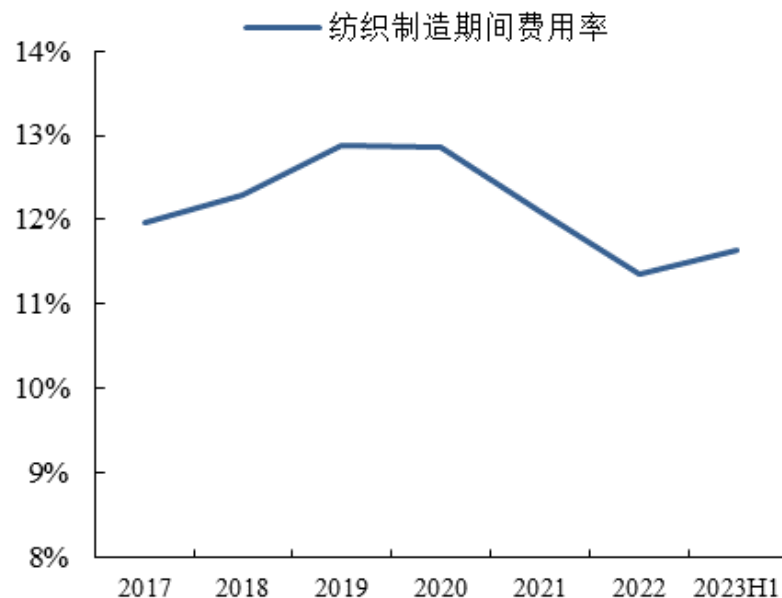


2.2. 板块整体：23H1增速回落，23Q2仍承压

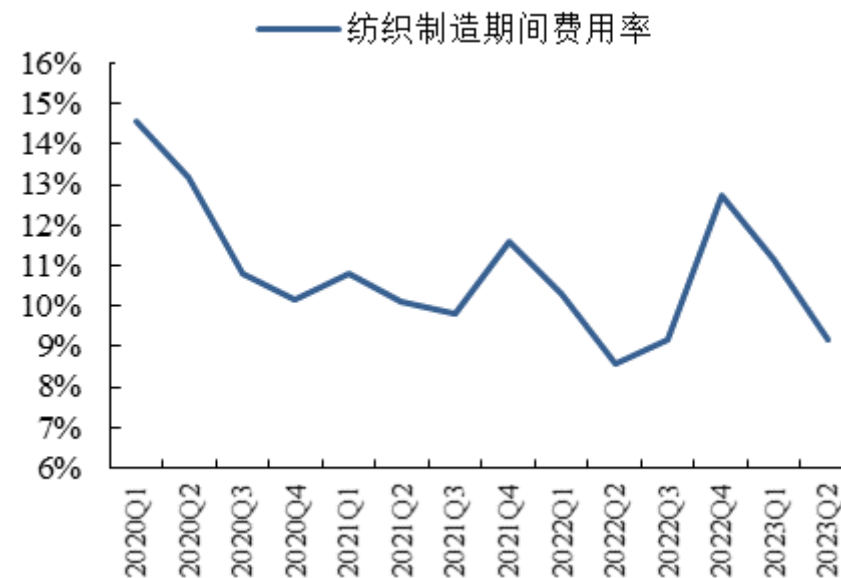
➤ 费用率：营收回落、刚性支出下23H1费用率提升。

- 伴随用工支出提升，17-19年纺织制造板块（A+H股）期间费用率小幅上行、从12.0%升至12.9%，20年部分纺织企业受益于防疫物资需求增加，营收端实现翻番、摊薄费用，从而带动板块整体费用率同比有所回落。21年板块营收双位数增长，推动整体费用率同比进一步下降。22年纺织企业营收端增长、发挥规模效应，22年（A+H股）期间费用率有所优化，同比-1.1pct至11.1%。
- **23H1**：由于营收端回落，费用刚性下期间费用率（A+H股）同比+0.7pct至11.7%。
- **分季度看**：23Q1/Q2板块（A股）分别同比+0.9pct/+0.6pct至11.2%/9.2%，由于加大控费力度，Q2期间费用率提升幅度缩小。

17-23H1纺织制造板块（A+H股）期间费用率



20Q1-23Q2纺织制造板块（A股）期间费用率



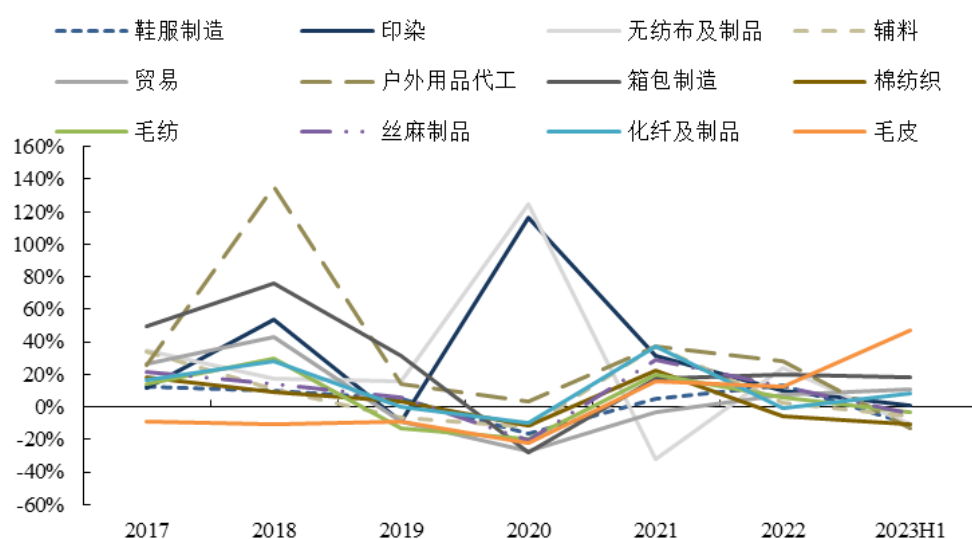
2.3. 公司表现：23H1业绩承压，部分龙头公司Q2环比改善

➢ 营收端：23H1年多数领域同比下滑，23Q2外需承压、内需订单回暖。

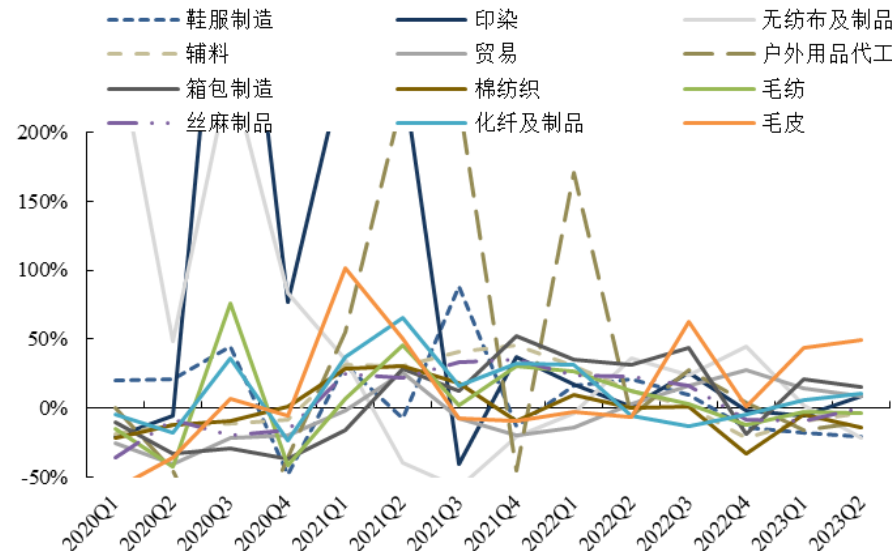
■ **23H1：出口代工领域多数营收同比下滑，毛皮、箱包制造增长领先。** 纺织制造细分领域（A+H股）营收同比增速从高到低排序为：毛皮（+46.8%）、箱包制造（+18.1%）、贸易（+11%）、化纤及制品（+8.2%）、印染（+1.1%）、毛纺（-3.4%）、丝麻制品（-4.1%）、辅料（-6%），鞋服制造、棉纺织、无纺布及制品、户外用品代工呈低双位数下滑。毛皮、箱包制造等受益于国内疫情放开下游订单明显回暖，多数板块受海外需求疲软影响收入同比下滑。

■ **23Q2：外需偏弱叠加去库影响，多数出口代工企业营收仍承压。** 23Q2纺织制造板块（A股）营收同比从高到低排序依次为：毛皮（+49.2%、主因兴业科技22年6月将宏兴皮革并表）、箱包制造（+15.5%、主因开润股份2B服装代工业务贡献增量）、化纤及制品（+10.2%、主因下游防晒需求带动）、印染（+8.3%）、贸易（+8.1%）、丝麻制品（+0.2%），毛纺、辅料个位数下滑，户外用品代工、棉纺织、鞋服代工、无纺布及制品呈双位数下滑，多数出口代工板块受到下游品牌去库影响仍承压。

17-23H1纺织制造板块（A+H股）细分领域营收同比增速



20Q1-23Q2纺织制造板块（A股）细分领域营收同比增速



2.3. 公司表现：23H1业绩承压，部分龙头公司Q2环比改善

➤ **营收端：23H1多数企业营收下滑，Q2仍处于去库进程，部分企业拐点逐渐显现。**

■ **23H1：外需疲软+品牌去库致多数企业营收回落，其中营收同比仍维持正增长的公司包括：**

①海外订单持续高增、规模效应显现的个性化定制龙头酷特智能(+21%)；②客户粘性高、开发差异化产品的水刺非织造龙头诺邦股份(+20%)；③2B服装代工业务贡献增长的箱包龙头开润股份(+18%)；④战略变化、拓宽客户的毛纺纱生产龙头新澳股份(+10%)；⑤下游防晒需求带动业务增长的民用锦纶66龙头台华新材(+7%)；⑥印染行业龙头航民股份(+7%)、富春染织(+6%)；⑦辅料龙头伟星股份等。

■ **分季度看：部分龙头公司Q2环比改善，其中Q2营收降幅明显收窄、甚至营收增速转正/正增提速的公司，包括：**

①个性化定制龙头酷特智能；②水刺非织造龙头诺邦股份；③装饰面料龙头制造商众望布艺；④民用锦纶66龙头台华新材；⑤毛纺产业链的新澳股份、浙文影业；⑥辅料龙头伟星股份；⑦印染行业龙头航民股份、富春染织；⑧色织布龙头百隆东方；⑨运动鞋出口制造龙头华利集团等。

纺织制造公司营收同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2021	2022	2023Q1	2023Q2	2023H1
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	25.40%	17.74%	-11.23%	-3.87%	-6.94%
	603558.SH	健盛集团	29.65%	14.71%	-6.57%	-15.44%	-11.68%
	300840.SZ	酷特智能	-5.25%	3.95%	20.09%	22.41%	21.36%
	605138.SH	盛泰集团	9.68%	15.68%	-4.66%	-15.72%	-10.38%
	2313.HK	申洲国际	3.54%	16.49%	-	-	-14.95%
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	10.25%	32.46%	-12.77%	-16.46%	-14.71%
	601339.SH	百隆东方	26.73%	-10.10%	-24.78%	-12.80%	-18.77%
	002042.SZ	华孚时尚	17.40%	-13.46%	9.30%	-26.63%	-9.17%
	002087.SZ	新野纺织	8.99%	-35.12%	-3.35%	-2.78%	-3.05%
	2678.HK	天虹纺织	35.47%	-10.09%	-	-	-17.07%
2698.HK	魏桥纺织	27.54%	1.38%	-	-	-4.14%	
印染	605189.SH	富春染织	43.57%	1.49%	-0.24%	11.54%	6.18%
	600987.SH	航民股份	81.38%	0.83%	2.16%	12.38%	6.95%
无纺布及制品	300888.SZ	稳健医疗	-35.87%	41.23%	1.28%	-32.48%	-17.28%
	300658.SZ	延江股份	-21.24%	-1.95%	-2.97%	-2.28%	-2.64%
	603238.SH	诺邦股份	-24.40%	4.60%	18.66%	20.95%	19.88%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	17.76%	19.75%	21.00%	15.53%	18.07%
辅料	002003.SZ	伟星股份	34.44%	8.12%	-3.60%	2.37%	0.01%
化纤及制品	603055.SH	台华新材	70.19%	-5.83%	2.67%	11.16%	7.24%
	605003.SH	众望布艺	18.49%	-29.04%	-31.06%	18.44%	-11.93%
户外用品代工	605080.SH	浙江自然	44.91%	12.27%	-27.23%	-5.12%	-16.60%
	603307.SH	扬州金泉	29.93%	45.42%	-2.79%	-16.30%	-9.73%
毛纺	000779.SZ	甘咨询	4.09%	-2.40%	7.09%	-11.07%	-3.83%
	002193.SZ	如意集团	-12.27%	-14.12%	-48.93%	-48.51%	-48.67%
	600220.SH	江苏阳光	1.02%	0.04%	-17.88%	-9.95%	-13.65%
	601599.SH	浙文影业	44.86%	11.41%	-7.92%	3.11%	-2.21%
	603889.SH	新澳股份	51.57%	14.64%	9.44%	9.56%	9.51%
300918.SZ	南山智尚	9.88%	9.50%	1.26%	-12.61%	-6.89%	

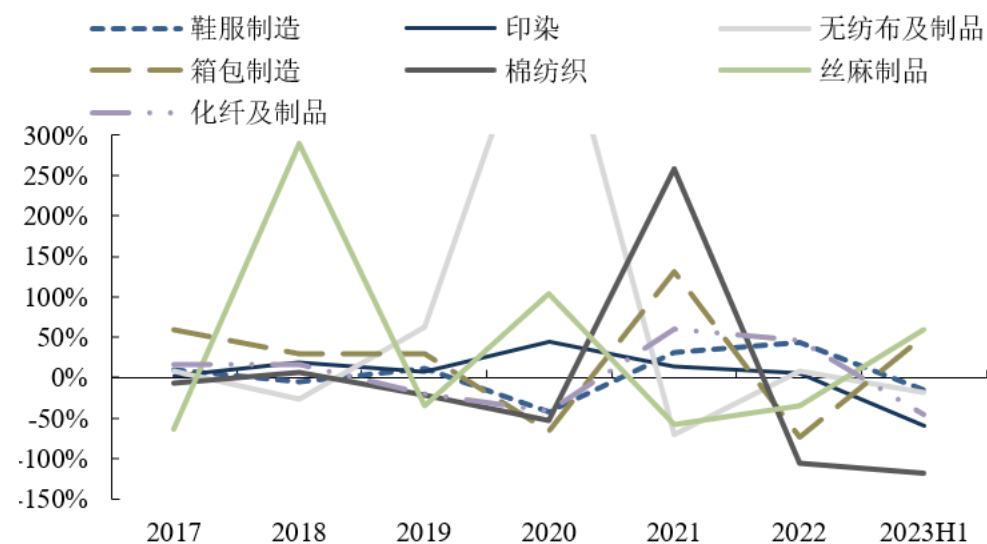
2.3. 公司表现：23H1业绩承压，部分龙头公司Q2环比改善

➤ **净利端：23H1毛皮、丝麻制品、箱包制造正增，外需疲软致多数公司利润承压。**

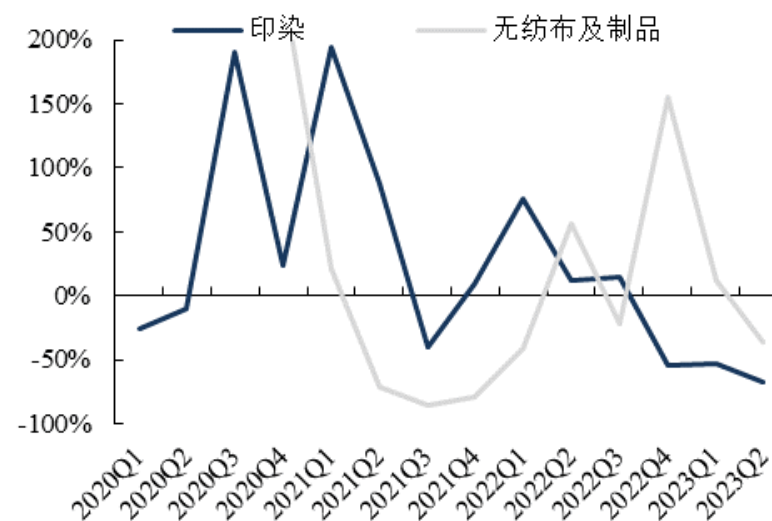
■ **23H1：毛皮、丝麻制品、箱包制造呈现正增。** 23H1纺织制造归母净利润（A+H股）同比增速从高到低排序为：毛皮（+234.4%）、丝麻制品（+60.1%）、箱包制造（+51.3%），印染、化纤及制品、无纺布及制品、鞋服制造增速回落较大，棉纺织、贸易出现亏损。毛皮大幅增长主因兴业科技22年6月将宏兴皮革并表贡献业绩增量，丝麻制品增长较快主要由华升股份亏损同比大幅缩窄贡献，箱包制造净利增长主因开润股份2B服装业务贡献增量，其余板块均同比下滑或亏损。

■ **23Q2：外需疲软致多数公司利润承压、整体较Q1有所改善。** 23Q2纺织制造板块（A股）归母净利同比从高到低排序依次为：箱包制造（+1171.1%、系开润股份净利高增带动）、毛皮（+201%、主因兴业科技净利高增带动）、辅料（+1.4%）、贸易出现亏损、其余板块净利同比下滑、但多数较23Q1有所收窄。外需疲软走弱叠加国际棉价低位震荡，Q2多数板块净利仍承压。

17-23H1纺织制造板块（A+H股）细分领域归母净利同比增速



20Q1-23Q2纺织制造板块（A股）细分领域归母净利同比增速



2.3. 公司表现： 23H1业绩承压，部分龙头公司Q2环比改善

➤ 净利端：23H1多数企业增速下滑，部分龙头公司Q2环比改善。

■ 23H1：品牌去库+外需疲软影响下仍承压，归母净利润增速实现正增的公司包括：

① 箱包龙头开润股份；② 受益于一次性卫生用品需求增长的面层材料龙头企业延江股份、水刺非织造龙头诺邦股份；③ 受益于人民币贬值的户外用品出口代工龙头扬州金泉；④ 海外订单饱满、规模效应显现的个性化定制龙头酷特智能；⑤ 印染行业龙头航民股份；⑥ 毛纺产业链的新澳股份、浙文影业、甘咨询、南山智尚等。

■ 23Q2：受益于期间人民币大幅贬值、部分公司降幅有所收窄，其中归母净利润实现正增长的公司包括：

① 智能制造、个性化定制龙头酷特智能；② 全球领先的运动鞋专业制造商华利集团；③ 延江股份、水刺非织造龙头诺邦股份；④ 箱包龙头开润股份；⑤ 户外用品代工龙头扬州金泉；⑥ 毛纺产业链的甘咨询、浙文影业、南山智尚；⑦ 辅料龙头伟星股份。

纺织制造公司归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	2021	2022	2023Q1	2023Q2	2023H1
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	47.34%	16.63%	-25.77%	6.66%	-6.80%
	603558.SH	健盛集团	亏损	56.50%	-52.99%	-19.58%	-34.22%
	300840.SZ	酷特智能	28.91%	39.01%	61.65%	47.50%	53.07%
	605138.SH	盛泰集团	-0.56%	29.08%	-8.21%	-48.76%	-36.03%
	2313.HK	申洲国际	-33.98%	35.33%	-	-	-10.13%
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	257.22%	177.28%	-39.92%	-46.33%	-43.74%
	601339.SH	百隆东方	274.47%	14.00%	-75.59%	-56.24%	-64.82%
	002042.SZ	华孚时尚	228.25%	亏损	-65.37%	-79.34%	-72.17%
	002087.SZ	新野纺织	-71.58%	亏损	-70.68%	亏损	亏损
	2678.HK	天虹纺织	419.31%	-94.16%	-	-	亏损
	2698.HK	魏桥纺织	199.85%	亏损	-	-	亏损
印染	605189.SH	富春染织	105.39%	-30.01%	-13.08%	-78.10%	-63.89%
	600987.SH	航民股份	10.87%	-1.32%	6.37%	-1.99%	1.53%
无纺布及制品	300888.SZ	稳健医疗	-67.48%	33.18%	5.56%	-43.13%	-23.66%
	300658.SZ	延江股份	-94.38%	62.48%	3.84%	67.44%	41.11%
	603238.SH	诺邦股份	-63.79%	-60.95%	35.58%	45.41%	41.93%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	131.03%	-73.98%	-24.72%	1171.07%	51.32%
辅料	002003.SZ	伟星股份	13.22%	8.97%	-17.74%	0.64%	-3.20%
化纤及制品	603055.SH	台华新材	287.26%	-42.06%	-35.10%	-12.85%	-23.52%
	605003.SH	众望布艺	4.77%	-38.30%	-54.77%	-36.08%	-46.03%
户外用品代工	605080.SH	浙江自然	37.59%	-2.98%	-20.91%	-40.33%	-30.86%
	603307.SH	扬州金泉	69.84%	136.86%	13.16%	54.60%	36.67%
毛纺	000779.SZ	甘咨询	6.39%	-30.80%	14.03%	119.86%	64.24%
	002193.SZ	如意集团	-80.49%	亏损	亏损	亏损	亏损
	600220.SH	江苏阳光	扭亏	1.98%	亏损	-68.10%	-82.62%
	601599.SH	浙文影业	扭亏	-4.13%	4.50%	55.65%	31.65%
	603889.SH	新澳股份	96.93%	30.66%	21.23%	-2.07%	5.08%
	300918.SZ	南山智尚	74.17%	22.51%	13.40%	9.06%	10.82%

3. 财报总结与投资建议

3.1. 品牌服饰—23H1业绩如期修复，短期流水波动不改全年复苏趋势

- **23H1：**品牌服饰整体业绩增速较为靓丽，Q2收入同比增速进一步提升，经营杠杆下净利表现超收入端。细分板块看，基本符合我们此前关于细分领域复苏节奏的判断：1) 同比角度看，男装收入及利润复苏速度明显领先行业，体育服饰维持稳健增长，中高端女装业绩增速较为靓丽，家纺收入小幅回暖、但利润修复较好，休闲服收入尚未恢复正增、但低基数致净利复苏力度较大；2) 相较21年同期看，体育服饰持续稳健增长、表现优秀，男装龙头公司收入利润均超21年水平，家纺收入仍回落、但龙头公司利润超21年水平，中高端女装部分公司实现正增、但净利相较于21年仍有较大修复空间，休闲服收入利润均仍下滑。
- **展望：**根据我们跟踪的重点公司流水情况，1-4月流水同比增速逐渐提升，5、6月基数提升下增速有所放缓，下半年7、8月随去年基数走高、流水恢复预计有所放缓，但9月后预计重回低基数期、又将呈现较强的修复弹性。我们判断加盟商信心恢复、品牌库存消化有望促下半年业绩好于上半年。长期看经过3年疫情压力测试后，中小品牌逐渐出清、龙头强者恒强、行业集中度有望持续向龙头集中。
- **投资建议：看好品牌服饰复苏进程延续，关注流水表现突出及高股息标的。**当前时点从业绩端建议重点关注如下几类机会：
 - ①重点推荐流水复苏较强劲的男装品牌公司，如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟。
 - ②运动品牌龙头估值已经调整到历史较低水平，长周期价值凸显，继续看好安踏体育、李宁、特步国际、361度。
 - ③“困境反转”型品牌虽流水恢复较慢、但正经营杠杆或逆势开店将带来利润端的较大弹性，如休闲服龙头森马服饰及太平鸟、家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、朗姿股份、锦泓集团等。
 - ④结合消费弱复苏背景下、建议关注近3年股息率较高的防御性标的，如罗莱生活、森马服饰、海澜之家等。

3.2. 纺织制造—23H1业绩承压，下半年订单拐点渐至

- **23H1总结：**上半年受外需偏弱、下游品牌去库、国内外棉价同比回落等多因素影响，纺织制造企业业绩普遍承压，但5月以来人民币贬值利好出口型企业、冲淡部分影响。Q2龙头制造公司拐点逐渐显现、订单逐季改善，如运动鞋专业制造商华利集团收入降幅明显收窄、利润回正，辅料龙头伟星股份收入利润均恢复至同比正增。
- **展望：**虽目前欧美消费仍较为平淡，但欧美下游品牌库存去化持续进行中，综合来看有利于上游纺织制造企业订单情况逐步好转、基本面环比改善，预计下半年制造龙头业绩有望逐季进一步回暖。国内消费复苏传导至上游，利好内销型企业订单改善。
- **投资建议：**
 - ①**出口型：**23年上半年压力仍存，但5月以来人民币加速贬值，利好出口型企业收入增长及汇兑收益，有望增厚业绩。我们认为出口型企业下半年将迎订单向上拐点、产能利用率有望底部回升，关注布局运动赛道上游的制造龙头申洲国际、华利集团订单拐点的出现。
 - ②**内销型：**关注国内国外两个消费市场需求拐点的渐次出现，Q2以来国内纺丝开工率明显提升，国内品牌复苏有望逐步传导至制造端、订单有望改善，下半年海外品牌去库完成后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份(国产替代)、台华新材(技术突破)、新澳股份(份额提升)等。

4. 风险提示

- **终端消费疲软：**国内外下游需求疲软影响服装终端销售，直接影响纺服企业收入及利润表现、加大其库存压力。
- **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。
- **疫情反复：**服装消费兼具可选消费和社交属性，同时具有较高的线下渠道占比，因此其对疫情的外部冲击十分敏感，疫情反复将对品牌服饰企业经营造成较大影响。

5. 附录

5. 附录一品牌服饰样本公司

品牌服饰板块样本公司列表

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	男装	002832.SZ	比音勒芬	
	2331.HK	李宁		600398.SH	海澜之家	
	1368.HK	特步国际		002154.SZ	报喜鸟	
	1361.HK	361度		601566.SH	九牧王	
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰		002029.SZ	七匹狼	
	603877.SH	太平鸟		600400.SH	红豆股份	
	002269.SZ	美邦服饰		1234.HK	中国利郎	
	603196.SH	日播时尚		603587.SH	地素时尚	
	3998.HK	波司登		603808.SH	歌力思	
家纺	002293.SZ	罗莱生活		中高端女装	002612.SZ	朗姿股份
	002327.SZ	富安娜	603518.SH		锦泓集团	
	603365.SH	水星家纺	003016.SZ		欣贺股份	
	002397.SZ	梦洁股份	603839.SH		安正时尚	
	003041.SZ	真爱美家	3306.HK		江南布衣	
户外	300005.SZ	探路者	3709.HK		赢家时尚	
	603908.SH	牧高笛	301088.SZ		戎美股份	
户外运动零售	002780.SZ	三夫户外	童装		603214.SH	爱婴室
	6110.HK	滔博			002875.SZ	安奈儿
	3813.HK	宝胜国际			603557.SH	起步股份
皮鞋	603001.SH	奥康国际		002762.SZ	金发拉比	
	603116.SH	红蜻蜓		301276.SZ	嘉曼服饰	
	603958.SH	哈森股份		内衣	603511.SH	爱慕股份
	1028.HK	千百度	002763.SZ		汇洁股份	
	0210.HK	达芙妮国际	2298.HK		都市丽人	
品牌设计	300901.SZ	中胤时尚	1388.HK		安莉芳控股	

5. 附录—纺织制造样本公司

纺织制造板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	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	贸易	600626.SH	申达股份	棉纺织	000726.SZ	鲁泰A
	603558.SH	健盛集团		600689.SH	上海三毛		601339.SH	百隆东方
	605138.SH	盛泰集团	户外用品代工	605080.SH	浙江自然		002042.SZ	华孚时尚
	601718.SH	际华集团		603307.SH	扬州金泉		002394.SZ	联发股份
	002687.SZ	乔治白	毛纺	000779.SZ	甘咨询		002087.SZ	新野纺织
	600137.SH	浪莎股份		002193.SZ	如意集团		002083.SZ	孚日股份
	600630.SH	龙头股份		600220.SH	江苏阳光		000850.SZ	华茂股份
	300840.SZ	酷特智能		601599.SH	浙文影业		2678.HK	天虹纺织
	002486.SZ	嘉麟杰		603889.SH	新澳股份		2698.HK	魏桥纺织
	001234.SZ	泰慕士		300918.SZ	南山智尚		600493.SH	凤竹纺织
	2313.HK	申洲国际	丝麻制品	002404.SZ	嘉欣丝绸	605189.SH	富春染织	
	0551.HK	裕元集团		600156.SH	华升股份	600987.SH	航民股份	
	2232.HK	晶苑国际		600232.SH	金鹰股份	600448.SH	华纺股份	
	2199.HK	维珍妮	化纤及制品	603055.SH	台华新材	600370.SH	三房巷	
	2111.HK	超盈国际控股		605003.SH	众望布艺	300888.SZ	稳健医疗	
	002634.SZ	棒杰股份		300819.SZ	聚杰微纤	300658.SZ	延江股份	
002674.SZ	兴业科技	300952.SZ		恒辉安防	603238.SH	诺邦股份		
002494.SZ	华斯股份	300526.SZ		中潜股份	000955.SZ	欣龙控股		
300591.SZ	万里马	603665.SH		康隆达	300877.SZ	金春股份		
箱包制造	300577.SZ	开润股份	603073.SH	彩蝶实业	辅料	002003.SZ	伟星股份	
						002098.SZ	浔兴股份	

5. 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				23年归母净利润YOY
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
体育服饰											
2020.HK	安踏体育	2,335	75.90	97.84	113.99	134.43	30.765	23.87	20.48	17.37	28.9%
2331.HK	李宁	927	40.64	45.26	55.48	66.17	22.81	20.49	16.71	14.01	11.4%
1368.HK	特步国际	194	9.22	11.24	14.07	17.17	21.03	17.24	13.78	11.29	21.9%
1361.HK	361度	81	7.47	8.85	10.36	11.96	10.80	9.12	7.79	6.75	18.5%
休闲服饰											
3998.HK	波司登	315	21.39	26.20	30.94	35.28	14.71	12.01	10.17	8.92	22.5%
002563.SZ	森马服饰	169	6.37	10.48	14.14	16.28	26.52	16.12	11.95	10.38	64.5%
603877.SH	太平鸟	89	1.85	5.93	7.10	8.57	47.93	14.93	12.47	10.33	221.0%
中高端女装											
002612.SZ	朗姿股份	108	0.16	2.68	3.40	4.10	670.72	40.23	31.71	26.30	1567.1%
603587.SH	地素时尚	74	3.85	5.80	6.91	7.78	19.35	12.83	10.77	9.57	50.8%
603808.SH	歌力思	46	0.20	2.97	4.02	4.85	226.13	15.57	11.50	9.54	1352.2%
603518.SH	锦泓集团	32	0.71	2.55	3.09	3.59	45.41	12.72	10.50	9.03	257.1%
家纺											
002293.SZ	罗莱生活	94	5.74	7.20	8.17	9.17	16.37	13.04	11.49	10.24	25.5%
603365.SH	水星家纺	41	2.78	3.67	4.34	4.93	14.76	11.19	9.46	8.33	31.9%
男装											
002832.SZ	比音勒芬	191	7.28	9.45	11.80	14.40	26.30	6.96	6.06	5.46	29.9%
600398.SH	海澜之家	303	21.55	27.50	31.59	35.06	14.05	32.04	25.66	21.03	27.6%
002154.SZ	报喜鸟	91	4.59	6.85	8.26	9.93	19.82	13.27	11.01	9.16	49.3%
601566.SH	九牧王	59	-0.93	2.45	3.23	3.96	-	24.04	18.24	14.87	扭亏
002029.SZ	七匹狼	47	1.51	2.46	3.19	3.03	30.90	18.92	14.59	15.36	63.3%
户外											
603908.SH	牧高笛	30	1.41	1.52	2.00	2.47	21.03	19.45	14.79	11.97	8.1%
300005.SZ	探路者	72	0.70	1.18	1.61	2.04	103.51	61.33	44.95	35.48	68.8%
002780.SZ	三夫户外	20	-0.33	0.31	0.61	0.90	-	66.09	33.58	22.76	扭亏
6110.HK	滔搏	367	24.47	23.90	27.51	31.49	15.00	15.35	13.34	11.65	-2.3%

5. 附录—纺织制造重点公司业绩预测及估值

证券代码	证券简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				23年归母净利润YOY
			22A	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E	
鞋服制造											
2313.HK	申洲国际	1,190	45.63	46.94	56.10	68.01	26.08	25.35	21.21	17.49	2.9%
300979.SZ	华利集团	614	32.28	31.34	38.08	44.71	19.03	19.61	16.14	13.74	-2.9%
603558.SH	健盛集团	32	2.62	2.37	2.89	3.53	12.24	13.52	11.09	9.08	-9.4%
棉纺织											
601339.SH	百隆东方	84	15.63	8.15	10.45	11.93	5.38	10.31	8.04	7.04	-47.8%
002042.SZ	华孚时尚	53	-3.51	3.83	5.57	6.59	-15.22	13.94	9.59	8.10	-209.1%
000726.SZ	鲁泰A	52	9.64	6.11	7.93	8.96	5.38	8.48	6.53	5.78	-36.6%
2678.HK	天虹国际	34	1.57	-3.63	7.93	10.07	21.93	-	4.34	3.42	-331.2%
002394.SZ	联发股份	28	1.60	0.68	0.98	-	17.73	41.60	28.87	-	-57.4%
辅料											
002003.SZ	伟星股份	101	4.89	5.40	6.18	7.20	20.68	18.73	16.36	14.05	10.5%
化纤及制品											
603055.SH	台华新材	96	2.69	4.51	7.41	9.32	35.66	21.24	12.93	10.28	67.9%
户外用品代工											
605080.SH	浙江自然	39	2.13	2.01	2.41	2.76	18.09	19.17	15.98	13.96	-5.6%
603307.SH	扬州金泉	34	2.39	2.62	3.01	3.44	14.33	13.10	11.40	9.97	9.4%
毛纺											
603889.SH	新澳股份	60	3.90	4.64	5.54	6.58	15.31	12.86	10.77	9.07	19.1%
印染											
600987.SH	航民股份	78	6.58	7.80	8.64	9.47	11.84	9.98	9.01	8.22	18.6%
毛皮											
002674.SZ	兴业科技	36	1.51	2.27	2.95	3.71	23.65	15.69	12.07	9.60	50.8%
箱包制造											
300577.SZ	开润股份	40	0.47	1.50	1.84	2.21	85.75	26.79	21.84	18.19	220.0%

5. 附录—纺服公司分红收益率情况

纺织服饰行业近三年平均（截至数据最新公布年份）股息率超5%的公司

证券代码	证券简称	股息率	现金分红收益率
1382.HK	互太纺织	23.70%	19.24%
3818.HK	中国动向	14.97%	7.04%
3306.HK	江南布衣	12.87%	7.34%
2111.HK	超盈国际控股	12.36%	4.89%
0321.HK	德永佳集团	11.56%	7.31%
2678.HK	天虹纺织	11.00%	4.99%
1234.HK	中国利郎	9.12%	7.89%
002293.SZ	罗莱生活	7.54%	5.11%
603839.SH	安正时尚	7.51%	6.01%
6110.HK	滔搏	7.22%	5.46%
601339.SH	百隆东方	7.08%	3.41%
1836.HK	九兴控股	6.73%	5.62%
002327.SZ	富安娜	6.42%	5.96%
002563.SZ	森马服饰	6.42%	6.45%
002763.SZ	汇洁股份	5.90%	4.94%
603001.SH	奥康国际	5.71%	5.71%
600398.SH	海澜之家	5.52%	5.54%
2232.HK	晶苑国际	5.50%	4.72%
603587.SH	地素时尚	5.46%	4.84%

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券财富家园