

纺织服装 2023 年中期投资策略暨中报前瞻

品牌消费渐入佳境，纺织制造柳暗花明

超配

核心观点

回顾与展望：上半年品牌消费景气复苏、纺织制造业绩触底，下半年预期环比好转。 1) 品牌服饰：年初至今板块上涨 9%，低估值+消费回暖预期+业绩兑现，演绎出较强的走势，继续看好下半年基本面催化，销售增长逐月加速，尤其四季度具备较大弹性。2) 纺织制造：年初至今板块上涨 3.7%，品牌去库存+业绩预期下调导致前期下跌，近期品牌库存改善明显，我们估算耐克 2024 年订单将高于 2022 年，市场对明年订单信心改善将带动估值修复。

中报前瞻：Q2 业绩品牌高弹性，制造环比改善。 1) A 股：2023Q2 净利润预期品牌公司同比增长较好，歌力思、九牧王、开润、森马、太平鸟均预计增长 100%以上，报喜鸟（37%），海澜（35%）、比音（22%），制造公司环比改善，华利（-19%），台华（-6%），伟星（-5%）。2) 港股：预计安踏/李宁/特步/申洲上半年净利润分别增长 22%/-5%/13%/-18%。

主线一：疫后复苏，关注高景气、防御属性和盈利弹性品牌服饰。 1) 景气度：运动户外是景气长青赛道，近 2 年本土品牌竞争力提升、份额扩张；男装行业格局优化、短期去库周期来临催化景气复苏，中长期品类优化和渠道升级。2) 防御属性：家纺、男装报喜鸟、海澜之家、中国利郎等高分红品种拥有抵御不确定性的属性。3) 盈利弹性：高端女装和休闲装疫情期间利润率受损较严重，随着库存陆续改善，盈利增长弹性大，看好后续补涨行情。

主线二：看好制造能力升级、中期订单确定性强企业，关注短期边际改善。

1) 竞争优势领先、绑定头部国际品牌，中期订单确定性强的申洲和华利，短期品牌库存延续逐季改善将增强订单信心，估值底部配置有望获得较高收益。2) 竞争力和技术优势明显、积极扩张实现市场份额提升，成长空间大的纺织材料台华和伟星，短期将受益于内需景气度回升、海外品牌去库。

风险提示：疫情反复、海外高通胀、贸易战风险、汇率与原料价格大幅波动。

投资建议：优先把握景气品牌与优质制造企业。 高景气品牌在下半年迎来低基数，增长有望加速，看好基本面支撑行情持续走强，重点推荐安踏体育、李宁、比音勒芬、报喜鸟、波司登、特步国际、滔搏，关注海澜之家、牧高笛、歌力思、地素时尚、富安娜、中国利郎、太平鸟、稳健医疗。制造企业迎来订单和盈利边际改善，看好业绩好于行业且具有订单确定性的标的估值修复，重点推荐申洲国际、华利集团、台华新材、伟星股份，关注开润股份、百隆东方、盛泰集团、鲁泰 A、浙江自然。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (RMB)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
02020	安踏体育	买入	71.3	2017	3.44	4.16	20.7	17.1
02331	李宁	买入	36.0	947	1.86	2.28	19.3	15.8
002832	比音勒芬	买入	33.9	194	1.66	2.03	20.4	16.7
002154	报喜鸟	买入	5.6	81	0.41	0.50	13.5	11.1
03998	波司登	买入	3.0	329	0.24	0.29	12.6	10.4
01368	特步国际	买入	6.7	177	0.43	0.53	15.6	12.7
06110	滔搏	买入	5.9	364	0.38	0.45	15.4	13.0
02313	申洲国际	买入	69.3	1040	3.16	4.21	21.9	16.5
300979	华利集团	买入	53.0	619	2.49	3.17	21.3	16.7
603055	台华新材	买入	10.7	96	0.52	0.78	20.7	13.8
002003	伟星股份	买入	9.6	99	0.50	0.61	19.1	15.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

纺织服饰

超配 · 维持评级

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn cnguanjunyin@guosen.com.cn

联系人：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《纺织服装品牌力跟踪月报 202306 期-品牌上新营销积极，比音勒芬发布新十年规划》——2023-07-07
《纺织服装 7 月投资策略-运动品牌去库顺利，看好运动品牌及制造景气度回升》——2023-07-04
《纺织服装海外跟踪系列三十一-耐克四季度收入增长及库存改善情况好于预期》——2023-07-01
《纺织服装双周报（2310 期）-看好成长期品牌公司，关注制造超跌反弹机遇》——2023-06-19
《男装行业专题-改革升级效能释放，优质品牌展露锋芒》——2023-06-14

内容目录

板块回顾：上半年品牌消费景气复苏，纺织制造边际改善	7
行情回顾：行情分化且波动，近期预期回暖带动超跌反弹	7
品牌渠道：疫后社交场景放开，服装零售增长向好	12
制造出口：内需景气度改善，外需压力仍较大，内外棉价差转正，人民币贬值	13
趋势推演：下半年品牌增长将逐月提速，制造有望估值修复	15
品牌服饰：下半年增长有望逐月提速，中报过后关注高增长机遇	16
纺织制造：估值安全边际高，下半年品牌库存延续改善将增强订单信心	16
中报前瞻：Q2 业绩品牌公司高弹性，制造公司环比改善	19
主线一：疫后复苏，关注高景气、防御属性和盈利弹性品牌服饰	20
景气度一：运动户外景气长青赛道，本土龙头迎来新机遇	20
景气度二：男装行业格局优化，优选积极转型升级的品牌	24
防御属性：家纺龙头基本面稳健，低估值高股息具备防御属性	29
盈利弹性：女装和休闲装市场规模大，短期库存改善盈利修复弹性大，有补涨空间	35
主线二：看好制造能力升级的全球化布局的龙头企业，关注短期边际改善	39
中国纺织产业雄踞全球，未来产业迁移和结构升级是大势所趋	39
投资方向一：短期预期改善，中期订单确定性强的代工龙头	44
投资方向二：短期景气度向上，中长期成长空间大的纺织材料隐形冠军	46
投资建议：优先把握景气品牌与优质制造企业	50
（一）品牌服饰：景气度、防御属性、盈利弹性三大配置方向	51
（二）纺织制造：竞争力提升、份额扩张，短期景气度边际改善	59
风险提示	65
免责声明	66

图表目录

图 1: A 股纺服指数收盘价涨跌幅、纺服公司 PE 和 EPS 走势	8
图 2: A 股部分纺服公司 2022E 和 2023E EPS 涨跌幅 (月度)	9
图 3: 港股纺服指数收盘价涨跌幅、纺服公司 PE 和 EPS 走势	10
图 4: A 股纺织服装重点公司股价涨跌幅复盘	11
图 5: 港股纺织服装重点公司股价涨跌幅复盘	12
图 6: 限上整体与服装零售额当月同比	13
图 7: 限上整体与服装零售额累计同比	13
图 8: 限上实物商品与穿类商品累计同比	13
图 9: 服装各品类天猫京东当月销售额同比	13
图 10: 美国服饰零售金额及增长 (季调)	14
图 11: 美国服饰零售销量增长	14
图 12: 美国服装零售商、批发商库存金额及 YOY (季调)	14
图 13: 美国服装零售商、批发商库销比 (季调)	14
图 14: 中国与越南纺织服装出口金额当月同比	15
图 15: 盛泽地区喷水喷气织机开机率	15
图 16: 国内与海外棉价趋势	15
图 17: 美元兑人民币汇率走势	15
图 18: A+H 股主要品牌服饰公司 2023 年季度增长的预测值	16
图 19: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额 2023 年月度增长的预测值 (月度)	16
图 20: 海外重点品牌季度收入 YOY、存货 YOY、存货周转天数 (按自然年日期归位)	17
图 21: Nike 集团订单金额估算 (单位: 百万美元)	18
图 22: A 股主要纺服公司 2023Q2 收入前瞻 (金额单位: 亿元)	19
图 23: A 股主要纺服公司 2023Q2 净利润前瞻 (金额单位: 亿元)	20
图 24: 港股主要纺服公司 2023 上半年收入前瞻 (金额单位: 亿元)	20
图 25: 港股主要纺服公司 2023 上半年净利润前瞻 (金额单位: 亿元)	20
图 26: 我国居民人均可支配收入快速上升	21
图 27: 国家体育产业总产出规模	21
图 28: 常规体育运动参与率	21
图 29: 马拉松举办场次和参与人数逐年增加	21
图 30: 国内运动鞋服行业市场规模和增速	22
图 31: 中国市场鞋服细分品类占比和 5 年复合增长速度	22
图 32: 国内户外运动鞋服市场规模及增速	22
图 33: 中国露营经济核心市场规模及增速	22
图 34: 中国市场头部运动品牌分组集中度变化	23
图 35: 中国市场头部运动品牌集中度变化	23
图 36: 中国市场头部运动品牌公司分组集中度变化	23
图 37: 中国市场头部运动品牌公司集中度变化	23

图 38: 国际与本土头部品牌在中国市场份额同比变化	24
图 39: 2018-2023 年中国市场运动品牌季度增长比较	24
图 40: 近 5 年国际与本土头部品牌百度搜索指数变化趋势	24
图 41: 全球和中国男士鞋服市场规模及增长	25
图 42: 男装行业头部公司（非运动）规模及增长	25
图 43: 中国男士鞋服行业集中度统计（按公司）	25
图 44: 中国男士鞋服（非运动）行业集中度统计（按公司）	25
图 45: 中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）	26
图 46: 中国、日本、美国男士鞋服行业前 15 大公司集中度	26
图 47: 中国男士鞋服行业销售额前 25 大公司市占率及变化	26
图 48: 2007-2023 年 A 股品牌公司收入 YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系（季度）	27
图 49: 2007-2023 年港股品牌公司收入 YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系（半年度）	27
图 50: 品牌男装商务转型对比（海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装）	28
图 51: 男装品牌的功能性和运动类系列在天猫销售合计占比变化	29
图 52: 服装行业 DTC 渠道模式	29
图 53: 中国家纺市场规模及增速	30
图 54: 天猫京东中国床上用品销售额及增长（季度）	30
图 55: 中国家纺消费各类需求	30
图 56: 中国家纺消费各类需求	31
图 57: 住宅竣工面积 YOY 与家纺公司当期收入 YOY 正关联性较高	32
图 58: 中国家纺行业主要品牌公司市占率	33
图 59: 中国/海外国家家纺行业 CR5	33
图 60: 天猫京东床上用品均价和销量 YOY（月度）	33
图 65: 全球和中国女士鞋服市场规模及增长	35
图 66: 全球女装行业头部公司规模及增长	35
图 67: 中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）	36
图 68: 中国、日本、美国女士鞋服行业前 15 大公司集中度	36
图 69: 2007-2023 年 A 股品牌公司收入 YOY（季度）	37
图 70: 2007-2023 年 A 股品牌公司存货周转率（季度）	37
图 71: 2007-2023 年 A 股品牌公司净利率（季度）	38
图 72: A 股男装女装线上渠道收入增速	38
图 73: 全球纺织业五次迁移和各地区发展历程图	40
图 74: 主要国家或地区纺织品出口市占率变化	40
图 75: 主要国家或地区成衣出口市占率变化	40
图 76: 申洲占耐克、优衣库的采购份额持续提升	43
图 77: 2022 年申洲国际与同行比的人均产值领先	44
图 78: 申洲国际人均产值（万元/人）	44
图 79: 运动服头部代工企业全球市占率估算	45
图 80: 运动鞋头部代工企业全球市占率估算	45
图 81: 申洲国际在同行中毛利率领先	45
图 82: 华利集团在同行中毛利率领先	45

图 83: 申洲国际占主要品牌客户采购份额估算	45
图 84: 华利集团占主要品牌客户采购份额估算	45
图 85: 申洲国际和华利集团主要国际品牌客户库存季度 YOY	46
图 86: 申洲国际和华利集团主要国际品牌客户存货周转天数 (TTM)	46
图 87: 估算公司锦纶 66 和再生锦纶实际产能 (万吨)	47
图 88: 1 期满产后, 公司高端锦纶业务理论总产值和利润	47
图 89: 伟星股份智能制造成效	48
图 90: 伟星股份全球化营销网点分布	48
图 91: 中国纺织服装行业产成品存货及增长 (金额单位: 亿元)	50
图 92: 盛泽地区喷水喷气织机开机率	50
图 93: 棉纱、锦纶、拉链主要原材料价格走势	50
表 1: 纺服板块高股息标的	35
表 2: 品牌服饰公司店数/店效	39
表 3: 国际运动大牌产能分布地区及迁移情况	41
表 4: 2022 年国际大牌龙头制鞋和制衣供应商产能分布地区和比例	41
表 5: 纺织产业十三五取得的目标及十四五期间发展目标对比	42
表 6: 公司定增募集资金规划产能扩张计划 (实际产量预期)	49
表 7: 公司定增募集资金规划产能扩张计划 (营业收入预期, 万元)	49
表 8: 安踏体育盈利预测及市场重要数据	51
表 9: 李宁盈利预测及市场重要数据	52
表 10: 特步国际盈利预测及市场重要数据	52
表 11: 比音勒芬盈利预测和财务指标	53
表 12: 报喜鸟盈利预测和财务指标	53
表 13: 波司登盈利预测及市场重要数据	54
表 14: 滔搏盈利预测与市场重要数据	54
表 15: 海澜之家盈利预测与市场重要数据	55
表 16: 牧高笛盈利预测及市场重要数据	55
表 17: 富安娜盈利预测及市场重要数据	56
表 18: 中国利郎盈利预测及市场重要数据	56
表 19: 歌力思盈利预测及市场重要数据	57
表 20: 太平鸟盈利预测和财务指标	57
表 21: 地素时尚盈利预测及市场重要数据	58
表 22: 森马服饰盈利预测及市场重要数据	58
表 23: 稳健医疗盈利预测与市场重要数据	59
表 24: 华利集团盈利预测及市场重要数据	59
表 25: 申洲国际盈利预测及市场重要数据	60
表 26: 盈利预测和财务指标	60
表 27: 浙江自然盈利预测及市场重要数据	61
表 28: 台华新材盈利预测和财务指标	61

表 29: 伟星股份盈利预测和财务指标	62
表 30: 百隆东方盈利预测和财务指标	62
表 31: 盈利预测和财务指标	63
表 32: 盈利预测和财务指标	63

板块回顾：上半年品牌消费景气复苏，纺织制造边际改善

行情回顾：行情分化且波动，近期预期回暖带动超跌反弹

（一）板块复盘：品牌服饰总体震荡走强，纺织制造受业绩下调和订单不佳影响有所回撤，近期分别预期回暖带动超跌反弹

2023年1月1日至6月30日，A股上证指数/纺织制造（中信）/品牌服饰（中信）涨跌幅分别为+3.7%/-2.4%/+9.0%，港股恒生指数/纺织服装（中信）/香港纺织品类及奢侈品指数涨跌幅分别为-4.4%/-19.9%/-12.1%。分阶段看：

1月-2月初，品牌服饰、纺织制造行情上涨，演绎预期回暖。随着国内疫情管控放开、1-2月服装报复式消费、海外运动品牌兑现库存见顶环比回落，A股和港股品牌服饰和纺织制造板块上涨，其中EPS小幅下修，主要是演绎预期回暖带动PE提升。A股纺织制造>上证指数>品牌服饰，主要由于前期纺织制造预期悲观，但实际上2022年业绩较好、叠加海外品牌库存拐点出现。

2月初-3月初，A股大盘和纺织制造震荡小幅上行，品牌服饰明显走强。2月初-3月初，A股上证指数和纺织制造震荡延续小幅上行趋势，品牌服饰则在春节服装消费数据靓丽的带动下明显走强，主要由PE驱动，EPS仍有小幅下调。另外，港股恒生指数于2月初开始下跌，主要是由于美国1月通胀高于预期、就业数据好预期，市场担忧美联储会进一步加息，港股纺织服装板块走势与大盘接近。

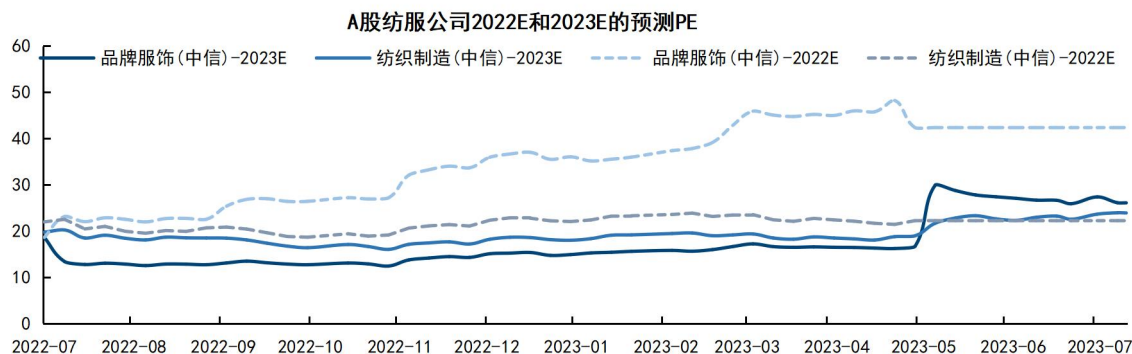
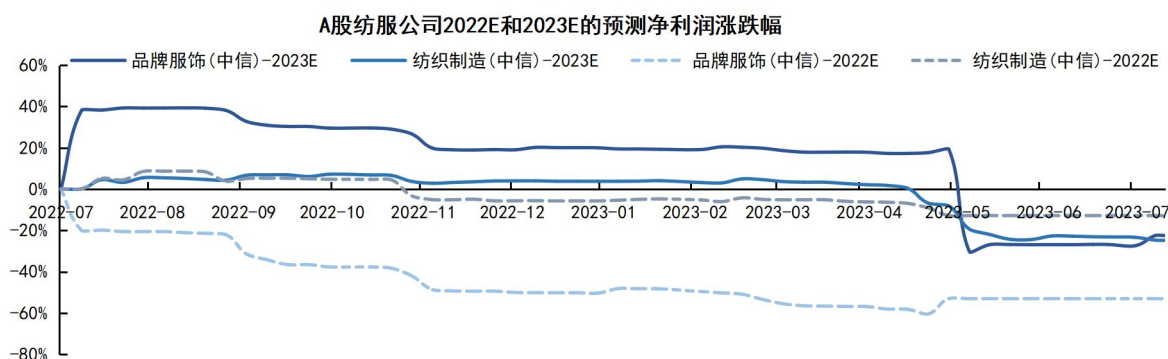
3月初-5月初，A股大盘震荡持平，业绩调整期，大盘=品牌服饰>纺织制造。1) A股品牌服饰：品牌服饰板块在前期冲高后，陆续经历年报发布、EPS预期的下修，加上宏观经济数据转弱影响消费信心从而导致PE小幅下跌，因此品牌服饰有所回调；Q1业绩期后品牌EPS集中下修，但因4月增长靓丽且预期复苏向好，催化PE提升，板块明显走强。总体来看，3月初-5月初品牌服饰指数震荡持平，与大盘表现接近。2) A股纺织制造：纺织制造依次受到年报和一季报EPS下修的影响，下修幅度较大且短期订单仍然不佳，股指回调，其中EPS和PE均有下跌。3) 港股：港股大盘延续下跌趋势，纺织服装板块走势与大盘接近，因此板块PE下跌，另外运动品牌疫后复苏力度不如原预期强劲，且在3月发布年报后EPS下修，因此板块公司股价表现疲软。

5月初至今，A股大盘先跌后涨，纺织制造>品牌服饰>大盘。1) A股品牌服饰：5月增长降速，EPS暂未下调，但预期不佳影响PE，因此板块回调且弱于大盘；6月中下旬至今，在Q2整体增长较好、中报预期良好带动下板块PE超跌反弹好于大盘。2) A股纺织制造：纺织制造企业在前期业绩不佳、预期悲观影响下股价跌幅较大（PE、EPS均有下跌），随着行业景气度环比回升、6月下旬耐克收入和去库存好于预期，6月下旬至今板块明显反弹，其中EPS仍有下修，主要是PE提升。3) 港股：大盘下跌后震荡，纺织服装与大盘走势接近。5月品牌增长降速、制造订单不完全明朗情况下，叠加大盘影响，PE下跌；6月恒生指数随美国首次停止加息而小幅上涨，纺织服装板块跟随大盘小幅估值修复。5-6月，主要上市公司EPS保持平稳，主要是PE影响股价波动。

另外，复盘个股EPS预期变动看：2022中报和三季度披露期，品牌的2022/2023年EPS预期下调均比较明显，但男装表现稳健，制造企业EPS预期有下调但幅度较小；2022年报和2023一季报披露期，制造的2023年EPS预期下调明显，而品牌的EPS预期相对企稳不再或仅小幅下调。**展望2023中报披露期，品牌EPS预期将比较平稳，制造EPS预期或还有下调空间，中报落地后随品牌和制造的基数开始下降，业绩增速环比向上，后续EPS预期整体有望趋于稳定，而景气度较高的品牌下半年预期有望上调。**

图1: A股纺织服装指数收盘价涨跌幅、纺织服装公司 PE 和 EPS 走势

	2022/7-2022/8	2022/9-2022/10	2022/11-2023/2	2023/3-2023/4	2023/5-2023/6
品牌	指数变动-14%，其中 22 年 EPS 下修 49%，由于国内疫情反复且形势加剧，中报和三季度业绩不及预期。由于 22 年盈利预期大幅下行而 23 年业绩预期平稳，22 年 PE 从 18.6x 上行至 27.2x。		指数变动+22%，其中 23 年 EPS 下修 9%，23 年 PE 上行 34%，从 12.4x 提升至 16.6x。国内疫情防控措施优化，且春节销售靓丽催化 3 月初行情延续	1) 3 月初-4 月下旬，指数-7%，23 年 EPS 下修 1%，PE 下行 6%，宏观经济预期转弱。2) 4 月下旬-5 月初，指数+9%，业绩期后 23 年 EPS 下修 40%，4 月销售亮眼推动 PE +85%	1) 5-6 月下旬，指数-9%，23 年 EPS 和 PE 均下跌 4%，由于增速放缓；2) 6 月下旬指数+6%，其中 PE +6%，由中报预期较强带动。
制造	指数变动+4%，其中 22 年 EPS 上修 5%，由于订单饱满+贬值。22 年 PE 稳定在 19x-22x。	指数变动-14%，其中 22 年 EPS 和 PE 均下行 8%。海外去库影响预期。	指数变动+15%，其中 23 年 EPS 平稳，PE 上行 15%，从 16.6x 提升到 19.1x。海外品牌兑现库存环比回落的拐点。	指数变动-11%，业绩期后 23 年 EPS 下修 23%，PE 上行 12%。业绩下修叠加订单不明朗致股价承压。	股价先跌后涨。总体+3%，其中 EPS 下修 4%，PE 从 21.7x 上行至 23.6x，逐步走出订单低谷。



资料来源: Wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

报告搜一搜

更多金融干货下载

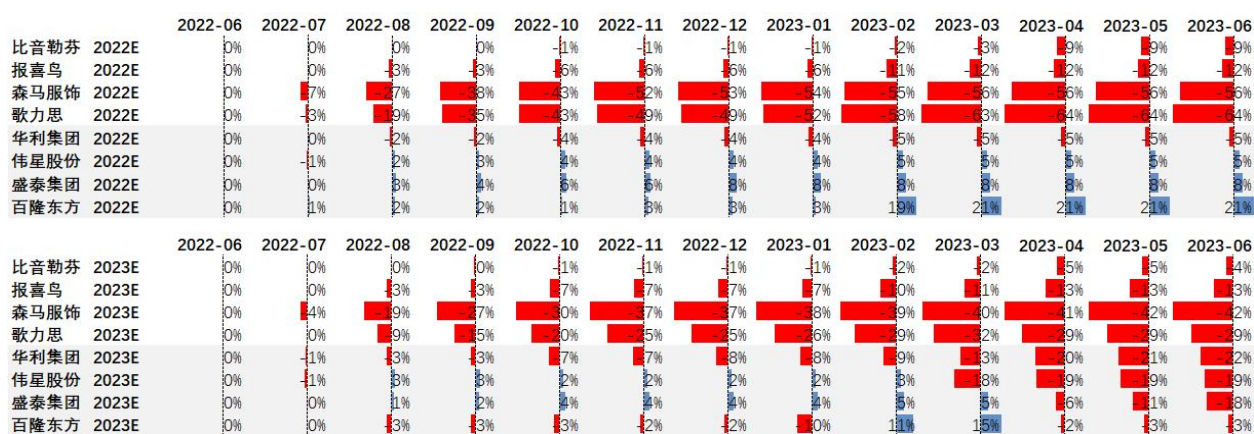
800000+份行业研究报告

长按识别关注公众号



ID: reportsys

图2: A股部分纺服公司 2022E 和 2023E EPS 涨跌幅(月度)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3：港股纺服指数收盘价涨跌幅、纺服公司 PE 和 EPS 走势

	2022/7-2022/8	2022/9-2022/10	2022/11-2023/1	2023/2-2023/5	2023/6
品牌	股价平均下行 35%左右，其中 22 年 EPS 平均下修 4%，22 年 PE 下行 32%，从 25x 到 17x。主要由于国内疫情反复且形势加剧，销售不佳，预期悲观。		股价平均上行 70%，23 年 EPS 下修 7%，23 年 PE 上行 82%，从 13.8x 到 24.9x。国内疫情防控措施优化，且春节销售观	股价平均下行 30%，年报季 23 年 EPS 下修 10%，国内宏观不景气叠加海外加息、五一节后消费复苏转弱进一步影响预期，PE 下行 22%，从 24.9x 到 18.7x	股价震荡上行后下行，平均+9%，EPS 基本不变，估值随港股大盘波动，PE 从 18.4 到 20x
制造	股价下行 12%，其中 22 年 EPS 下修 7%，22 年 PE 下行 5%，在 23-24x，受中报业绩较弱影响。	股价下行 34%，22 年 EPS 下修 5%，22 年 PE 下行 31%，从 23.3x 到 16.1x，海外去库影响订单预期。	股价上行 70%，其中 23 年 EPS 下修 2%，23 年 PE 上行 72%，从 13.1x 到 22.6x。海外品牌兑现库存环比回落拐点。	股价平均下行 32%，年报季 23 年 EPS 下修 12%，短期订单预期进一步下调拐点尚不明朗，PE 下行 23%，从 22.6x 到 17.4x。	



港股纺服公司 2022E 和 2023E EPS 涨跌幅（月度）

	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06
安踏体育 2022E	-4%	-2%	-3%	-3%	-4%	-4%	-12%	-13%	-10%	-10%	-10%	-10%
李宁 2022E	0%	1%	1%	-1%	-1%	-2%	-3%	-4%	-14%	-14%	-14%	-14%
滔搏 2022E	0%	-3%	-3%	-3%	-11%	-18%	-20%	-20%	-22%	-24%	-31%	-31%
申洲国际 2022E	-2%	-7%	-7%	-7%	-7%	-9%	-8%	-8%	-9%	-9%	-9%	-9%
安踏体育 2023E	-3%	-3%	-3%	-6%	-6%	-6%	-11%	-12%	-11%	-15%	-15%	-15%
李宁 2023E	0%	1%	1%	-1%	-1%	-2%	-3%	-3%	-15%	-16%	-18%	-18%
滔搏 2023E	0%	-2%	-2%	-10%	-12%	-17%	-17%	-17%	-19%	-20%	-23%	-23%
申洲国际 2023E	-1%	-10%	-10%	-11%	-12%	-12%	-12%	-16%	-23%	-23%	-23%	-23%

港股纺服公司 2022E 和 2023E PE（月度）

	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06
安踏体育 2022E	24.7	27.2	24.8	20.9	27.7	30.4	36.9	33.5	33.5	33.5	33.5	33.5
李宁 2022E	30.2	34.7	29.9	20.7	31.4	34.1	38.1	38.1	38.1	38.1	38.1	38.1
滔搏 2022E	13.1	13.1	12.0	9.2	11.9	15.6	18.6	17.7	18.8	18.8	18.8	18.8
申洲国际 2022E	21.8	23.3	18.0	16.1	20.8	25.7	27.8	24.9	24.9	24.9	24.9	24.9
安踏体育 2023E	19.4	21.7	19.7	16.9	22.4	24.7	29.1	26.3	28.4	25.6	21.6	22.1
李宁 2023E	24.2	27.7	23.8	16.6	25.1	27.3	30.4	27.1	28.2	26.1	20.5	20.9
滔搏 2023E	11.1	11.0	10.1	7.9	10.2	13.0	15.2	14.5	15.2	15.2	14.0	16.1
申洲国际 2023E	16.9	18.8	14.5	13.1	16.9	20.9	22.6	21.1	21.9	20.0	17.4	20.9

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

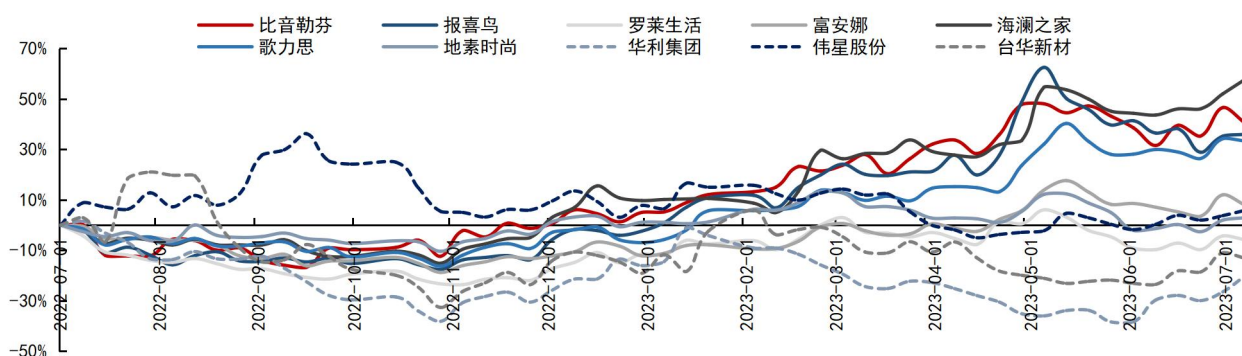
（二）个股复盘：低估值高景气个股持续走强，高关注度超跌个股迎阶段性行情

复盘 A 股、港股重点关注的品牌服饰和纺织制造企业的股价涨跌幅及影响因素，2023 上半年大体趋势上与板块整体行情相近，其中个股之间存在一些分化，例如：

1) A 股：过去一年中，品牌服饰总体表现比纺织制造更强，符合当时基本面变化的方向。在品牌服饰中，比音勒芬、报喜鸟、海澜之家、歌力思在过去一年中累计涨幅趋前，尤其在 2023 年上半年表现出较大的涨幅，主要来源于今年的销售增长表现好于行业，并且具有相比起业绩增长预期较低的估值水平；纺织制造中，华利集团和台华新材在过去一年的股价波动比伟星股份更大，阶段性在去年 11 月到今年 2 月体现更好的涨幅，主要与前期估值大幅回撤后，订单回暖的预期改善催化股价领先于基本面抢跑；

2) 港股：过去一年中，估值相对较低而受益国际品牌景气反转的滔搏表现最佳，与之相对的本土运动品牌股价呈现较大的波动性，在去年 11 月至今年 2 月的反弹行情中都具有较大弹性，累计来看今年中期业绩预期较为强势的安踏体育相对好于李宁和特步国际；申洲国际在去年呈现较大回撤，在去年 11 月至今年 2 月、5 月至今的反弹行情中有相对加大弹性；波司登股价持续表现稳健。

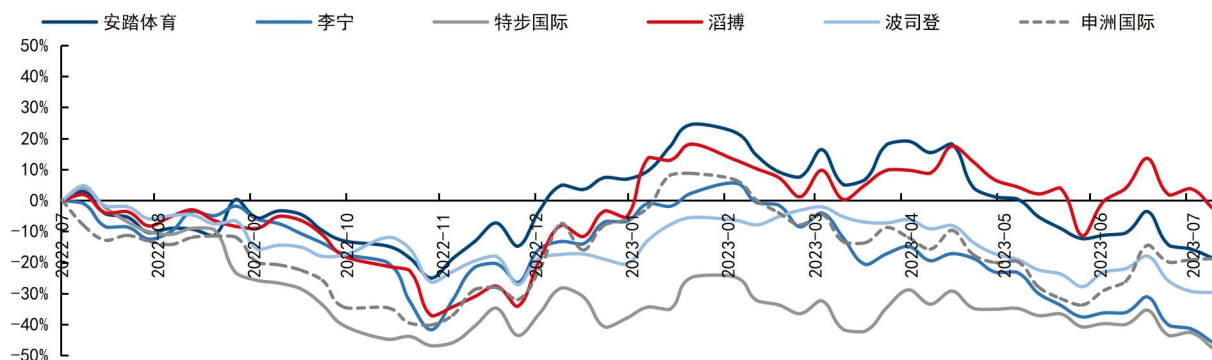
图 4：A 股纺织服装重点公司股价涨跌幅复盘



	2022/7-2022/8	2022/9-2022/10	2022/11-2023/2	2023/3-2023/4	2023/5-2023/6
A 股品牌	指数变动-14%，其中 22 年 EPS 下修 49%，由于国内疫情反复且形势加剧，中报和季报业绩不及预期。由于 22 年盈利预期大幅下行而 23 年业绩预期平稳，22 年 PE 从 18.6x 上行至 27.2x。		指数变动+22%，其中 23 年 EPS 下修 9%，23 年 PE 上行 34%，从 12.4x 提升至 16.6x。国内疫情防控措施优化，且春节销售靓丽催化 3 月初行情延续	1) 3 月初-4 月下旬，指数-7%，23 年 EPS 下修 1%，PE 下行 6%，宏观经济预期转弱。 2) 4 月下旬-5 月初，指数+9%，业绩期后 23 年 EPS 下修 40%，4 月销售亮眼推动 PE +85%	1) 5-6 月下旬，指数 -9%，23 年 EPS 和 PE 均下跌 4%，由于增速放缓；2) 6 月下旬指数+6%，其中 PE +6%，由中报预期较强带动。
A 股制造	指数变动+4%，其中 22 年 EPS 上修 5%，由于订单饱满+贬值。22 年 PE 稳定在 19x-22x。	指数变动-14%，其中 22 年 EPS 和 PE 均下行 8%。海外去库影响预期。	指数变动+15%，其中 23 年 EPS 平稳，PE 上行 15%，从 16.6x 提升到 19.1x。海外品牌兑现库存环比回落的拐点。	指数变动-11%，业绩期后 23 年 EPS 下修 23%，PE 上行 12%。业绩下修叠加订单不明朗致股价承压。	股价先跌后涨。总体 +3%，其中 EPS 下修 4%，PE 从 21.7x 上行至 23.6x，逐步走出订单低谷。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：图中实线为品牌服饰，虚线为纺织制造

图5：港股纺织服装重点公司股价涨跌幅复盘



	2022/7-2022/8	2022/9-2022/10	2022/11-2023/1	2023/2-2023/5	2023/6
港股品牌	股价平均下行 35%左右，其中 22 年 EPS 平均下修 4%，22 年 PE 下行 32%，从 25x 到 17x。主要由于国内疫情反复且形势加剧，销售不佳，预期悲观。		股价平均上行 70%，23 年 EPS 下修 7%，23 年 PE 上行 82%，从 13.8x 到 24.9x。国内疫情防控措施优化，且春节销售靓丽。	股价平均下行 30%，年报季 23 年 EPS 下修 10%，国内宏观不景气叠加海外加息、五一节后消费复苏转弱进一步影响预期，PE 下行 22%，从 24.9x 到 18.7x	股价震荡上行后下行，平均 +9%，EPS 基本不变，估值随港股大盘波动，PE 从 18.4 到 20x
港股制造	股价下行 12%，其中 22 年 EPS 下修 7%，22 年 PE 下行 5%，在 23-24x，受中报业绩较弱影响。	股价下行 34%，22 年 EPS 下修 5%，22 年 PE 下行 31%，从 23.3x 到 16.1x，海外去库影响订单预期。	股价上行 70%，其中 23 年 EPS 下修 2%，23 年 PE 上行 72%，从 13.1x 到 22.6x。海外品牌兑现库存环比回落拐点。	股价平均下行 32%，年报季 23 年 EPS 下修 12%，短期订单预期进一步下调拐点尚不明朗，PE 下行 23%，从 22.6x 到 17.4x。	

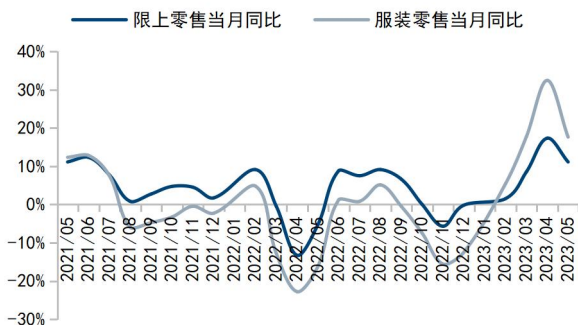
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：图中实线为品牌服饰，虚线为纺织制造

品牌渠道：疫后社交场景放开，服装零售增长向好

1-5 月服装社零同比 2022 年增长 14.1%，同比 2021 年增长 4.9%。2023 年随着社交场合放开、线下客流回暖，鞋服消费需求明显增长，1-2 月同比 2022/2021 年增长 5.4%/10.5%，3-4 月在低基数上增速明显，3-5 月鞋服社零同比 2022 年分别增长 18%/32%/18%，同比 2021 年分别增长 2.8%/2.2%/-1.5%，5 月相比 4 月小幅降速主要有五一节日、五五电商节错期或新冠感染人数小幅上升的因素。1-5 月累计比 2022/2021 年分别增长 14.1%/4.9%，在消费中展现较强的 α 属性。

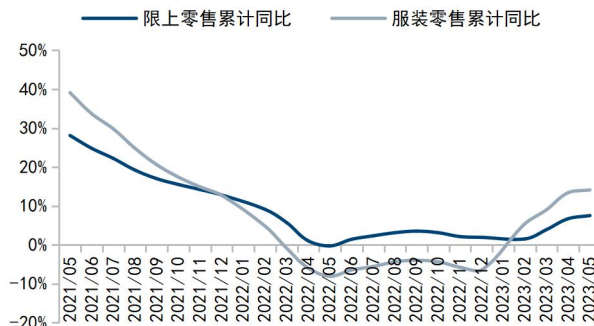
随着需求增长和物流运输正常化，服装线上增长势头向好。1-5 月穿类商品网上零售同比+14.6%，环比 1-4 月加速 1.1pct，今年以来呈现环比加速趋势。根据数据威统计，4 月天猫京东女装/男装/童装/运动服/运动鞋分别同比增长 18.5%/8.0%/23.1%/12.0%/9.2%。

图6：限上整体与服装零售额当月同比



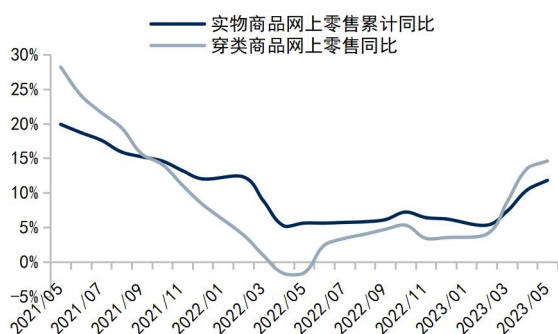
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：限上整体与服装零售额累计同比



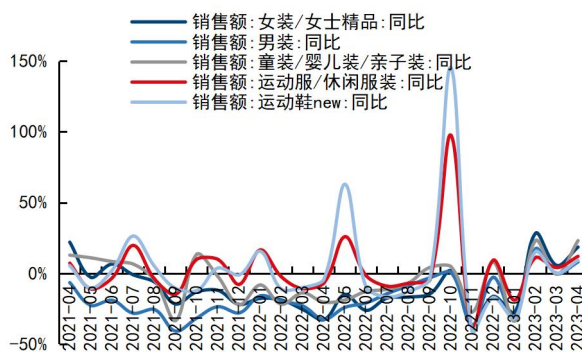
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：限上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：服装各品类天猫京东当月销售额同比



资料来源：Wind、数据威，国信证券经济研究所整理；注：统计某选定品类每月在天猫及京东平台的线上销售额总和

制造出口：内需景气度改善，外需压力仍较大，内外棉价差转正，人民币贬值

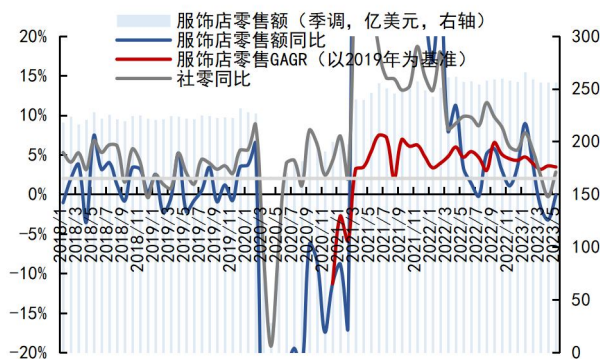
2023 年美国服饰零售增长环比减速，批发商库存呈改善趋势，但仍高于正常值。2023 年 1-2 月美国服饰零售增长较好，3-5 月则分别同比变动-1.5%/-3.2%/-0.2%，1-5 月累计同比增长 1.6%，若剔除通胀因素，3-5 月销量下降幅度会更大一些。

分别从服装零售商和批发商库存看，美国零售商+批发商库存总额（季调）在 2022 年 6 月-2023 年 4 月连续 11 个月基本持平，其中零售商库存在去年 11 月后呈现小幅下降趋势，批发商库存则呈现小幅上升趋势，不过零售和批发库存的同比增长连续 9 个月降速，2023 年 4 月分别同比增长 5%/8%。

从月度库销比（季调）看，美国零售商库销比近 11 个月相对保持稳定、略低于疫情前水平，反映下单偏谨慎。批发商库销比在前期提升至高水平后，今年以来呈现小幅改善趋势，不过对比正常水平仍然较高。

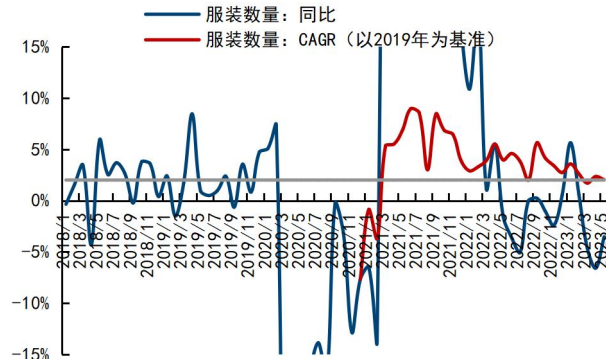
另外，从我们跟踪的耐克、阿迪、LULU 等欧美运动品牌 2023Q1 业绩来看，运动品牌库存去化进展符合预期，季度收入和指引总体也在稳健增长水平。

图10: 美国服饰零售金额及增长（季调）



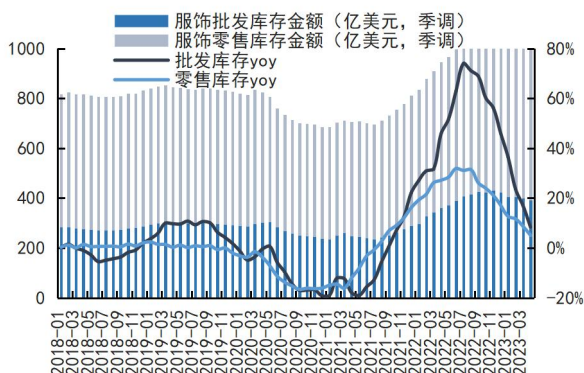
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 美国服饰零售销量增长



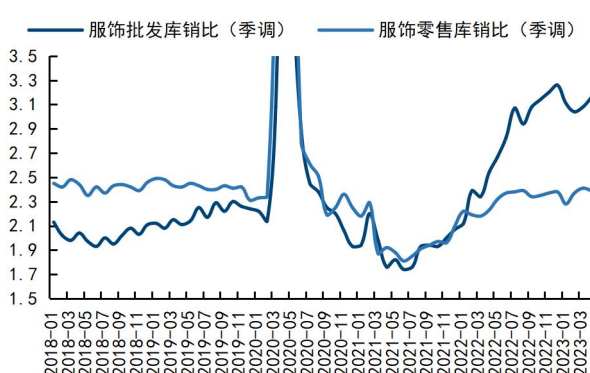
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 美国服装零售商、批发商库存金额及 YOY（季调）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 美国服装零售商、批发商库存销比（季调）

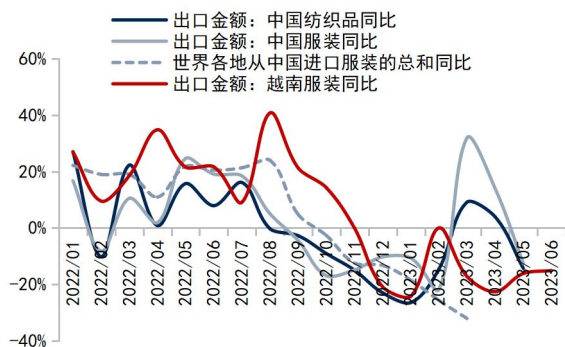


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

出口方面，由于外需承压，越南和中国纺织出口转弱。1）越南：1-5月服装出口累计同比-17%。1月/2月/3月/4月/5月越南纺织服饰出口同比增速分别为-24%/0%/-17%/-23%/-16%，4年复合增速分别为-1.4%/0.7%/-0.5%/1.1%/0%；1-5月累计同比-17%。2）中国：根据中国海关总署统计，5月中国纺织品/服装出口分别同比-14%/-13%，1-5月累计同比-10%/-1%。同时我们用联合国贸易数据库统计上面全球主要国家或地区从中国进口服装的金额总和，2023年1-3月分别同比变动-18%/-26%/-32%，累计同比变动-25%。

纺织织机开机率改善趋势向上，反映内需景气度提升。近期盛泽地区喷水喷气织机开机率为73%，同比6.5p.p.，近3个月纺织开机率均在70%以上，虽然不及2019年-2021年80%左右的水平，但是开机率的回升延续环比改善的趋势，反映内需订单景气度向上。

图14：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



资料来源：Wind, uncomtrade, 国信证券经济研究所整理

图15：盛泽地区喷水喷气织机开机率

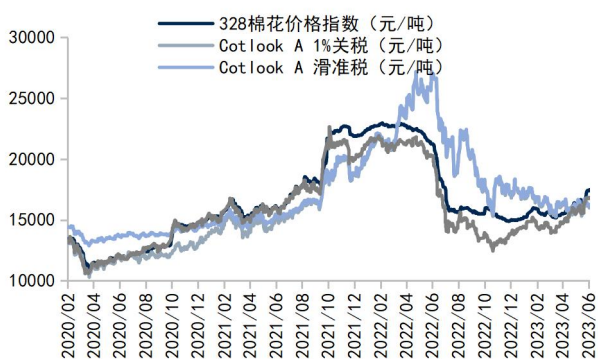


资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

内棉价格延续反弹，外棉价格在低位徘徊，内外棉价差由负转正，反映国内纺织需求逐步回暖、但海外需求仍疲软。6月15日，328棉花价格指数（元/吨）为17491，环比+6.7%，内外棉价差（元/吨）为1590。内棉价格在2022年12月开始触底回升，从15000元/吨小幅回升到2月2日的16000元/吨，此后震荡回落，4月上旬以来再次震荡反弹，6月中旬内棉价相比4月上旬已经上涨14%。外棉价格在1月上涨到17500元/吨后，2月-6月基本都在16000元/吨左右的水平徘徊。目前棉花价格水平反映国内纺织需求回暖、海外需求仍然疲软，对于中下游制造出口企业而言，外棉价格偏低、内外棉价差转正有望利好成本端改善。

2023年2月以来人民币兑美元呈现快速贬值趋势。2022年4月-2022年11月美元兑人民币从6.36上涨至7.20，涨幅13%，随后小幅下跌至2022年底的6.96。2023年至今人民币总体呈现贬值趋势，2023Q1/2023Q2美元兑人民币平均值分别为6.85/6.98，同比增长7.9%/5.6%，2023年6月16日，美元兑人民币已提升至7.13，环比2022年底增长2.5%，利好制造出口企业。

图16：国内与海外棉价趋势



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图17：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

趋势推演：下半年品牌增长将逐月提速，制造有望估值修复

品牌服饰：下半年增长有望逐月提速，中报过后关注高增长机遇

我们参考 A 股品牌服饰 2023Q1 收入比 2019Q1 增速、港股运动品牌 2023Q1 流水比 2019Q1 的增速来推演 2023Q2-Q4 的收入或流水表现，保守起见在这个增速基础上我们再乘以 90%，然后用这个增速来估算 2023Q2-Q4 同比 2022 年增长情况。

由此可见，大部分品牌下半年尤其是 Q4 的基数相对 Q2 更低，增长弹性将明显更大。展望下半年，品牌服饰中报业绩兑现后，进入 10 月基数走低，9-12 月增长会逐月提速，同时利润端随着折扣改善和费用率下降将有更强的表现，参考过往表现，零售增长提速阶段催化品牌股价表现强势，因此下半年优质品牌公司有望继续获得较高的投资收益。

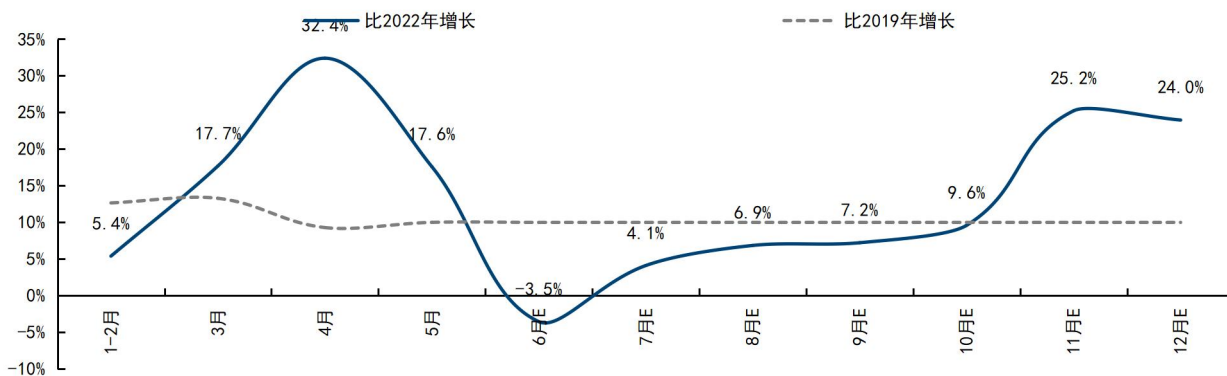
用同样的方式来估算中国服装社零 6-12 月的同比增速，同样可见从 6 月开始服装零售同比增长将逐月提速，11-12 月增速达到 25% 左右。

图 18：A+H 股主要品牌服饰公司 2023 年季度增长的预测值

	2023 比 2022 年增长				2023 比 2019 年增长			
	Q1	Q2 E	Q3 E	Q4 E	Q1	Q2 E	Q3 E	Q4 E
收入口径：								
比音勒芬	33%	60%	13%	64%	129%	116%	116%	116%
报喜鸟	11%	26%	14%	39%	67%	61%	61%	61%
海澜之家	9%	0%	-12%	38%	-7%	-7%	-7%	-7%
九牧王	1%	2%	-3%	20%	-4%	-4%	-4%	-4%
歌力思	6%	26%	14%	19%	7%	6%	6%	6%
地素时尚	2%	9%	0%	3%	5%	4%	4%	4%
森马服饰	-9%	23%	7%	-3%	-27%	-30%	-30%	-30%
太平鸟	-16%	3%	14%	51%	25%	22%	22%	22%
零售额口径：								
安踏品牌	5%	5%	9%	22%	36%	33%	33%	33%
FILA	8%	33%	25%	52%	92%	83%	83%	83%
李宁	5%	20%	17%	56%	102%	91%	91%	91%
特步品牌	20%	21%	19%	46%	88%	88%	88%	88%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 19：中国服装鞋帽针纺织品类零售额 2023 年月度增长的预测值（月度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

纺织制造：估值安全边际高，下半年品牌库存延续改善将增强订单信心

（一）国际品牌跟踪：大多品牌保持较好的收入成长及预期，同时库存环比改善

我们统计了华利集团和申洲国际主要的国际品牌客户季度的收入增长、库存周转情况，大多数品牌保持较好的收入成长及预期，同时伴随库存环比改善：

1) 从收入增速看，除了阿迪达斯和 VF 外，大部分品牌客户最近几个季度保持较好的成长和指引预期。

2) 从存货金额及增速看，最近 1 个季度，基本上所有的品牌客户库存金额及增速实现环比回落，LULU 库存金额环比提升但也好于管理层预期。其中耐克、阿迪、优衣库、deckers 改善趋势较好。

同时从库存周转天数看，最新季度优衣库、deckers、UA 已经回到历史健康水平，耐克、PUMA 比 2019 年平均还高 15 天左右，阿迪高 40-50 天（不过如果考虑到耐克、阿迪等品牌这几年 DTC 占比提升带来的报表库存自然提升，耐克最新库存已经接近相对健康水平）。

图20：海外重点品牌季度收入 YOY、存货 YOY、存货周转天数（按自然年日期归位）

报表收入YOY																			
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	
耐克	7.0%	4.0%	7.2%	10.2%	5.1%	-38.0%	-0.6%	8.9%	2.5%	95.5%	15.6%	1.0%	5.0%	-0.9%	3.6%	17.2%	14.0%	4.8%	
阿迪达斯	6.0%	4.7%	9.1%	11.6%	-19.2%	-35.0%	-7.0%	-5.0%	10.8%	41.9%	-3.6%	-7.4%	0.6%	10.2%	11.4%	1.3%	-0.5%		
优衣库	9.4%	7.3%	9.8%	-3.3%	-6.1%	-39.4%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%		
PUMA	16.6%	16.9%	19.0%	20.6%	-1.5%	-32.3%	7.2%	2.8%	19.2%	91.2%	20.0%	16.2%	23.5%	26.0%	23.9%	24.3%	14.4%		
Deckers	-1.6%	10.5%	8.0%	7.4%	-4.9%	2.3%	15.0%	14.8%	49.7%	78.2%	15.8%	10.2%	31.2%	21.8%	21.3%	13.3%	7.5%		
VF	-22.6%	-4.0%	-1.2%	-2.2%	-10.8%	-47.5%	-18.0%	-5.8%	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	-2.6%	-3.0%		
UA	1.6%	1.4%	-0.9%	3.7%	-22.8%	-40.6%	0.2%	-2.6%	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	3.5%	-0.2%	1.8%	3.4%	7.5%		
LULU	20.4%	22.1%	22.5%	19.7%	-16.7%	2.2%	22.0%	23.8%	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%		

存货YOY																			
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	
耐克	0.9%	6.9%	11.6%	15.1%	7.2%	31.0%	14.9%	-1.8%	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	48.3%	15.6%	0.4%	
阿迪达斯	1.9%	4.5%	14.3%	18.6%	31.9%	45.7%	27.2%	7.6%	-9.1%	-22.2%	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%		
优衣库	40.7%	14.9%	-11.7%	-6.2%	-6.6%	20.7%	1.7%	-4.8%	0.2%	-9.5%	-5.4%	0.2%	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%		
PUMA	19.3%	19.4%	28.4%	21.3%	24.5%	21.2%	7.2%	2.5%	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%		
Deckers	-6.9%	8.7%	8.5%	7.0%	11.8%	-8.1%	-13.4%	-16.6%	-10.7%	5.2%	31.4%	80.4%	82.1%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%		
VF	-37.0%	-9.2%	-29.3%	11.7%	10.3%	1.5%	-9.8%	-31.2%	-17.9%	-13.3%	2.1%	19.6%	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%		
UA	-23.8%	-25.7%	-22.7%	-12.5%	7.4%	24.1%	16.6%	0.4%	-9.4%	-26.5%	-20.7%	-9.4%	-3.2%	8.3%	29.0%	50.1%	44.4%		
LULU	18.6%	25.9%	26.4%	28.1%	41.3%	36.1%	22.9%	24.8%	17.1%	17.4%	22.4%	49.3%	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%		

存货周转天数																			
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	
耐克	92	92	92	94	90	112	108	103	104	106	97	92	104	110	116	106	107	106	
阿迪达斯	112	120	116	121	126	158	151	155	154	135	123	138	154	150	201	181	169		
优衣库	104	93	136	138	117	123	147	149	129	123	140	140	123	120	147	156	117		
PUMA	122	139	138	131	132	161	156	148	148	150	138	135	138	154	160	149	146		
Deckers	108	167	194	124	105	163	180	113	92	128	154	109	93	146	166	130	105		
VF	109	106	143	113	96	118	133	117	100	101	107	83	84	118	140	129	122		
UA	130	146	135	125	126	168	152	141	134	137	124	110	106	115	116	117	113		
LULU	98	101	123	96	114	123	141	110	116	114	127	111	128	134	150	122	140		

存货金额 单位：百万本币																			
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	
耐克	5415	5622	5835	6199	5807	7367	6705	6090	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	
阿迪达斯	3285	3579	3677	4085	4334	5213	4676	4397	3938	4054	3664	4009	4542	5483	6315	5973	5675		
优衣库	379104	315503	410526	424615	353907	380673	417528	404115	354641	344651	394867	405103	350348	351718	485928	570314	437671		
PUMA	908	1063	1141	1110	1130	1289	1222	1138	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147		
Deckers	279	473	559	366	312	435	484	305	278	458	636	551	507	840	925	723	533		
VF	1173	1382	1590	1565	1294	1403	1435	1076	1062	1217	1465	1287	1419	2341	2750	2592	2293		
UA	875	966	907	892	940	1199	1057	896	852	881	838	811	824	954	1080	1218	1190		
LULU	443	494	627	519	626	673	771	647	733	790	944	966	1275	1462	1742	1447	1580		

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所整理

（二）订单测算：耐克 2024 年鞋服订单总量将高于 2022 年

2023 年 6 月 30 日,耐克披露截至 2023 年 5 月 31 日的 2023 财年及第四季度业绩,业绩情况和管理层指引彰显积极方向:

1、一方面四季度整体及大中华区收入增长、库存改善情况好于彭博一致预期,库存情况:1)分区域库存:北美和大中华区库存金额高单位数下降,库存量双位数下降;2)分品类库存:鞋类和服装库存量都下降两位数,其中服装库存量同比-20%以上;3)分渠道库存:自有库存和经销商库存数量均实现同比下降。

2、另一方面,管理层对当下库存水平看法乐观,且对新财年收入指引乐观。管理层认为自身库存水平已好于之前预期,且好于竞争对手;大型经销商库存清理进展良好。但是上半财年还是处于促销的零售环境,会对经销商带来压力。

模型假设:基于当前较为健康的库存水平和乐观指引,我们预计未来大概率不再为了提高自身库存周转率而明显缩减订单;假设库销比(=当季库存/过去四个季度收入)维持当前 16.5%的水平不变;对渠道大经销商的库存健康度、清理其他经销商库存影响已包含在收入指引内:耐克将继续帮助经销商库存保持健康,会影响 2024 财年上半年的批发发货和采购,但受此影响后的 2024 财年全年收入增长中个位数的指引仍为较好水平,显示品牌对终端需求的信心。根据指引和假设推算订单,我们预计 Nike 在 2024 自然年的采购金额为 311 亿美元,高于 2022 自然年水平,同比 2023 年+9.3%,相比 2022 年+3.6%。

结论:看好供应商订单恢复确定性及估值切换。根据测算得到 Nike 集团 2024 自然年订单总量较 2022 年有所增长,故对核心供应商 2024 年业绩预期形成支撑,有份额提升趋势的供应商如华利集团,2024 年业绩弹性更大。

耐克库存管控优于行业内其他品牌,随其他品牌的库存也逐步优化,市场对 2024 年供应商的订单和业绩的信心会继续增强,有利于对供应商估值切换到 2024 年。2024 年后,品牌有望恢复库存危机前的下单能见度,供应商当下 2024 的估值相比库存危机前的估值水平,尚有较大的修复空间。

图21: Nike 集团订单金额估算(单位:百万美元)

	2019自然年				2020自然年				2021自然年			
Nike	2019 Q3	(I)2019 Q4	(I)2020 Q1	(I)2020 Q2	(I)2020 Q3	(I)2020 Q4	(I)2021 Q1	(I)2021 Q2	(I)2021 Q3	(I)2021 Q4	(I)2022 Q1	(I)2022 Q2
公司收入	9,611	10,184	10,660	10,326	10,104	6,313	10,594	11,243	10,357	12,344	12,248	11,357
YOY	7.0%	4.0%	7.2%	10.2%	5.1%	-38.0%	-0.6%	8.9%	2.5%	95.5%	15.6%	1.0%
库存	5,415	5,622	5,835	6,199	5,807	7,367	6,705	6,090	6,693	6,854	6,699	6,506
库销比	14.0%	14.4%	14.7%	15.2%	14.1%	19.7%	18.0%	15.9%	17.4%	15.4%	14.5%	14.1%
毛利率	45.1%	45.5%	45.7%	44.0%	44.3%	37.3%	44.8%	43.1%	45.6%	45.8%	46.5%	45.9%
成本	5,276	5,550	5,788	5,783	5,628	3,958	5,848	6,397	5,634	6,690	6,553	6,144
采购金额	5,303	5,757	6,001	6,147	5,236	5,518	5,186	5,782	6,237	6,851	6,398	5,951
YOY	4.2%	8.5%	8.8%	13.2%	-1.3%	-4.2%	-13.6%	-5.9%	19.1%	24.2%	23.4%	2.9%
自然年采购金额					23,209				21,722			
YOY					8.7%				-6.4%			
	2022自然年				2023自然年				2024自然年			
Nike	2022 Q3	(I)2022 Q4	(I)2023 Q1	(I)2023 Q2	(I)2023 Q3	(I)2023 Q4	(I)2024 Q1	(I)2024 Q2	(I)2024 Q3	(I)2024 Q4	(I)2025 Q1	(I)2025 Q2
公司收入	10,871	12,234	12,687	13,315	12,390	12,825	12,941	13,714	13,133	13,595	13,588	14,400
YOY	5.0%	-0.9%	3.6%	17.2%	14.0%	4.8%	2.0%	3.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%
库存	7,700	8,420	9,662	9,326	8,905	8,454	8,496	8,562	8,685	8,812	8,918	9,032
库销比	16.4%	18.0%	20.5%	19.0%	17.6%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
毛利率	46.6%	45.0%	44.3%	42.9%	43.3%	43.5%	43.7%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
成本	5,805	6,729	7,067	7,603	7,025	7,246	7,286	7,680	7,355	7,613	7,609	8,064
采购金额	6,999	7,449	8,309	7,267	6,604	6,795	7,328	7,746	7,477	7,740	7,716	8,177
YOY	12.2%	8.7%	29.9%	22.1%	-5.6%	-8.8%	-11.8%	6.6%	13.2%	13.9%	5.3%	5.6%
自然年采购金额					30,023				28,473			
YOY					18.0%				-5.2%			

资料来源:wind,彭博,国信证券经济研究所预测

中报前瞻：Q2 业绩品牌公司高弹性，制造公司环比改善

（一）A 股纺织服装上市公司业绩前瞻

2023Q2 收入预期同比增长 15%以上的公司有比音勒芬（30%）、歌力思（28%）、报喜鸟（20%）、海澜之家（20%）、开润股份（17%）、九牧王（15%）。2023 上半年收入预期同比增长 15%以上的公司有比音勒芬（32%）、报喜鸟（15%）

2023Q2 净利润预期同比增长 20%以上的公司有歌力思（1519%）、九牧王（1051%）、森马服饰（240%）、太平鸟（160%）、报喜鸟（37%）、海澜之家（35%）、比音勒芬（22%）、开润股份（1227%）。2023 上半年净利润预期同比增长 15%以上的公司有森马服饰（338%）、九牧王（302%）、歌力思（100%）、太平鸟（89%）、比音勒芬（36%）、报喜鸟（27%）、海澜之家（21%）、开润股份（55%）。

收入和净利润有较好成长预期的大多数属于品牌服饰板块，纺织制造仍然面临一定的压力。

图 22：A 股主要纺服公司 2023Q2 收入前瞻（金额单位：亿元）

公司简称	最新市值	2019Q2收入	2021Q2收入	2022Q2收入	2023Q2 E收入	2023Q2 E增速	2023 1H E收入	2023 1H E增速
比音勒芬	194	3.7	5.9	5.0	6.5	30%	17.3	32%
报喜鸟	81	6.6	9.8	8.4	10.1	20%	23.0	15%
海澜之家	308	46.3	46.4	43.0	51.6	20%	108.5	14%
太平鸟	112	14.6	23.4	17.3	14.6	-16%	35.4	-16%
地素时尚	71	5.3	7.0	5.0	5.2	3%	11.3	3%
歌力思	48	6.4	5.6	5.4	6.9	28%	13.6	16%
森马服饰	169	41.0	32.1	23.3	22.2	-5%	52.2	-8%
九牧王	68	5.5	5.8	5.2	6.0	15%	13.7	7%
稳健医疗	245	/	17.9	28.4	20.8	-27%	44.4	-14%
富安娜	67	5.8	6.8	6.6	7.0	5%	13.2	-1%
牧高笛	31	1.9	3.3	5.4	5.2	-4%	8.6	-1%
华利集团	619	/	44.9	57.7	52.1	-10%	88.7	-10%
台华新材	96	7.4	11.0	11.0	11.7	6%	21.4	4%
伟星股份	99	8.0	9.4	11.1	10.8	-2%	17.8	-3%
百隆东方	84	13.5	20.5	19.9	17.9	-10%	32.8	-17%
盛泰集团	49	/	12.3	14.7	14.0	-5%	27.1	-5%
鲁泰A	59	16.4	12.3	17.5	16.2	-7%	30.0	-10%
健盛集团	31	4.2	5.0	7.2	6.1	-15%	11.1	-11%
开润股份	39	6.2	5.4	7.1	8.3	17%	15.7	19%
浙江自然	43	0.0	2.7	3.1	2.9	-5%	5.3	-17%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图23: A股主要纺服公司2023Q2净利润前瞻(金额单位:亿元)

公司简称	最新市值	2019Q2净利润	2021Q2净利润	2022Q2净利润	2023Q2 E净利润	2023Q2 E增速	2023 1H E净利润	2023 1H E增速
比音勒芬	194	0.4	0.9	0.8	1.0	22%	4.0	36%
报喜鸟	81	0.2	0.8	0.6	0.8	37%	3.4	27%
海澜之家	308	9.2	8.1	5.5	7.5	35%	15.5	21%
太平鸟	112	0.5	2.1	-0.6	0.3	160%	2.5	89%
地素时尚	71	1.4	1.9	1.0	1.0	1%	2.7	6%
歌力思	48	1.0	0.9	0.0	0.5	1519%	1.0	100%
森马服饰	169	3.8	3.1	-1.0	1.5	240%	4.6	338%
九牧王	68	0.5	0.2	0.0	0.2	1051%	1.2	302%
稳健医疗	245	/	2.8	5.4	2.0	-62%	5.8	-35%
富安娜	67	0.7	1.2	1.1	1.2	10%	2.3	8%
牧高笛	31	0.2	0.3	0.8	0.6	-26%	0.9	-24%
华利集团	619	/	7.1	9.1	7.4	-19%	12.2	-22%
合华新材	96	0.9	1.6	1.2	1.2	-6%	1.9	-20%
伟星股份	99	1.5	1.9	2.5	2.4	-5%	2.9	-7%
百隆东方	84	1.0	3.3	4.3	1.8	-58%	2.7	-66%
盛泰集团	49	/	1.3	1.3	1.3	0%	1.9	-3%
鲁泰A	59	2.2	0.8	2.3	1.8	-24%	2.7	-30%
健盛集团	31	0.8	0.6	1.1	0.5	-50%	0.9	-51%
开润股份	39	0.7	0.5	0.0	0.4	1227%	0.8	55%
浙江自然	43	0.0	0.8	0.9	0.8	-15%	1.4	-18%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

(二) 港股纺织服装上市公司业绩前瞻

2023 上半年, 安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际的收入预期分别增长 18%、8%、14%、-15%。净利润预期分别增长 22%、-5%、13%、-18%。

图24: 港股主要纺服公司2023上半年收入前瞻(金额单位:亿元)

股票代码	公司简称	最新市值	2019 1H收入	2021 1H收入	2022 1H收入	2023 1H E 收入	2023 1H E 增速
2020.HK	安踏体育	2082	148.1	228.1	259.7	305.3	18%
2331.HK	李宁	999	62.5	102.0	124.1	133.8	8%
1368.HK	特步国际	188	33.6	41.3	56.8	65.0	14%
2313.HK	申洲国际	1096	102.8	113.7	135.9	115.0	-15%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

图25: 港股主要纺服公司2023上半年净利润前瞻(金额单位:亿元)

股票代码	公司简称	最新市值	2019 1H净利润	2021 1H净利润	2022 1H净利润	2023 1H E 净利润	2023 1H E 增速
2020.HK	安踏体育	2082	24.8	38.4	35.9	43.9	22%
2331.HK	李宁	999	7.9	19.6	21.9	20.8	-5%
1368.HK	特步国际	188	4.6	4.3	5.9	6.7	13%
2313.HK	申洲国际	1096	24.2	22.3	23.7	19.5	-18%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

主线一: 疫后复苏, 关注高景气、防御属性和盈利弹性品牌服饰

景气度一: 运动户外景气长青赛道, 本土龙头迎来新机遇

（一）行业环境：政策推动与居民运动热情提升为行业打开空间

国家经济增长，居民可支配收入上升提供运动健康消费增长的土壤。从外部驱动因素看，一方面，国家经济持续稳定的增长促使我国居民人均可支配收入快速上升，2021 年人均可支配收入从 2016 年的 23821 元增长到 35128 元，CAGR 5 为 8.1%，人均收入的持续上升有望促进人们消费需求的升级，从而加大对运动健康等可选消费力度。

图 26：我国居民人均可支配收入快速上升



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 27：国家体育产业总产出规模

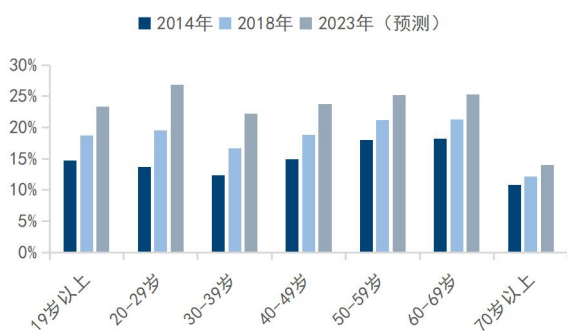


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

政策暖风与国家扶持推动运动户外行业蓬勃发展。另一方面，体育锻炼关系国民身心健康，因此在政策层面，国家推出一系列促进体育产业的政策措施，并设立一系列发展目标：1）2020 年中国体育产业规模达 3 万亿元，2025 年达 5 万亿元；2）2015 年经常体育锻炼人数为 3.6 亿人，2020 年目标达到 4.35 亿人，2030 年达到 5.3 亿人，2035 年达到人口比例的 45%；3）2020 年人均体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%；4）2025 年健身休闲规模达 3 万亿元，体育竞赛表演规模达 2 万亿元；5）到 2025 年，户外运动产业总规模超过 3 万亿元；6）2050 年体育产业成为中华民族伟大复兴的标志性产业。

我国居民运动热情持续提高。据 Frost & Sullivan 统计，2018 年国内 19 岁以上群体常规体育运动参与率达到 18.7%，相比 2014 年增长 4 个 pct，并且 2023 年有望达到 23.4%。近年来我国对马拉松赛事举办力度的加大也极大地提升人们体育运动的参与热情，马拉松赛事的举办场次从 2015 年的 134 场迅速上升到 2019 年的 1828 场，参与人次逐年攀升到 2019 年的 712 万人，同比增长 22.1%。

图 28：常规体育运动参与率



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理
注：常规体育运动参与率指各年龄段内每周至少参加 3 次运动的人口比例

图 29：马拉松举办场次和参与人数逐年增加



资料来源：《2019 中国马拉松蓝皮书》，国信证券经济研究所整理

（二）发展趋势：中国运动户外消费市场双位数成长

运动鞋服市场规模已超三千亿，过去 5 年复合增速达 10.4%，是鞋服行业中成长性最为领先的子行业。2022 年国内运动鞋服行业市场规模达到 3627 亿元，2015~2019 年年均复合增速保持在 17.7% 的高位，并且 2020 年疫情冲击下同比增速仅下滑 2.4%，2021 年恢复高增长，同比增速 19.1%，2022 年增长 2.2%。从子行业对比看，运动鞋服在服装各子行业中近 5 年的增速均排在第一，成长性突出。

户外运动鞋服 300 亿规模，双位数成长，今年露营经济催化高景气。2019 年国内户外运动鞋服规模在 311 亿元，5 年复合增速 12%，2022 年户外露营经济崛起，露营经济核心市场规模预计同比增长 50% 以上，迪桑特、可隆、始祖鸟、牧高笛等头部户外装备品牌呈现高景气成长。

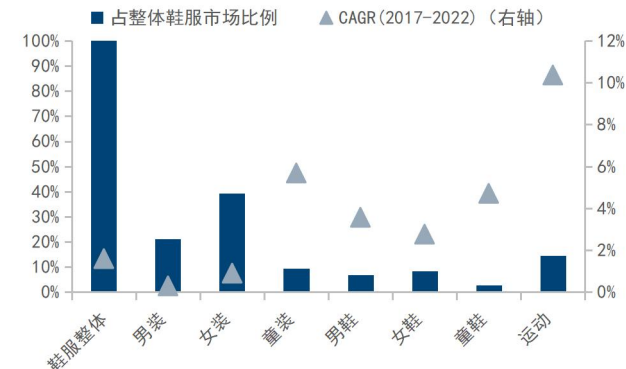
国家政策支持户外运动产业，目标到 2025 年产业总规模超过 3 万亿元。2022 年 10 月 25 日，国家体育总局和发改委等八部门发布《户外运动产业发展规划（2022-2025 年）》，1) 到 2025 年户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，户外运动产业总规模超过 3 万亿元。到 2035 年，户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足。2) 到 2025 年建设各类户外运动营地 1 万个，丰富户外健身休闲产品、优化露营产品供给、培育户外运动市场主体等。

图 30：国内运动鞋服行业市场规模和增速



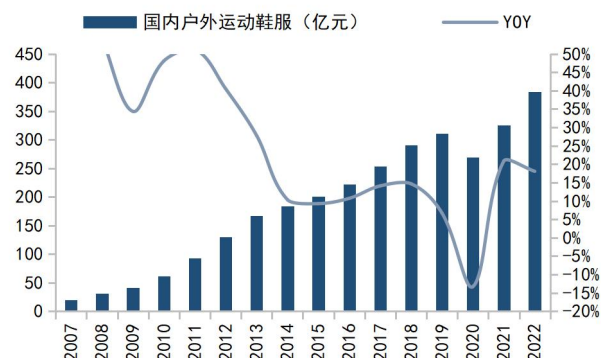
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 31：中国市场鞋服细分品类占比和 5 年复合增长速度



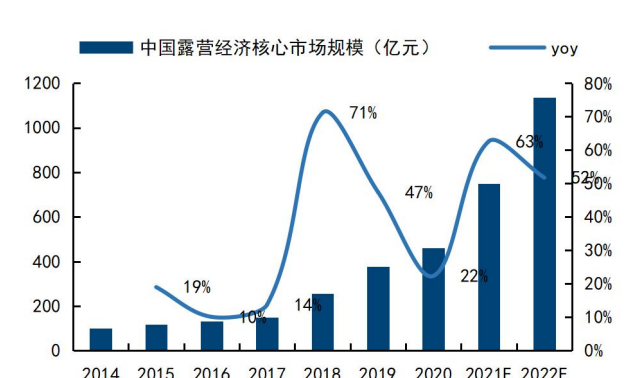
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 32：国内户外运动鞋服市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 33：中国露营经济核心市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

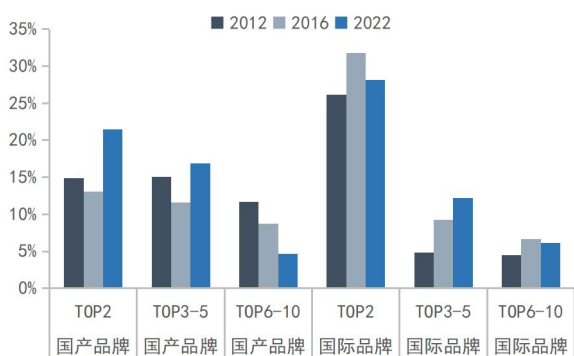
（三）竞争格局：历经洗牌龙头脱颖而出，国产品牌迎来黄金时代

长周期观察，行业危机后头部国际品牌集中度率先提升，国产品牌随后恢复增长。2008 年北京奥运会后，我国居民对体育用品的需求与日俱增，但品牌间也面临着

激烈的竞争,过快的扩张和粗放的管理层导致行业在 2011-2012 年出现库存危机。此后,国际品牌调整较为迅速,开启份额持续提升的发展路径,直至近两年阿迪达斯品牌份额有所回落;而国产品牌进入了 3-5 年不等的调整期,直至 2014 年起安踏集团凭借主品牌的复苏与 FILA 的成功孵化,率先实现了收入利润的持续增长,随后李宁、特步增长迎来拐点,份额企稳回升。

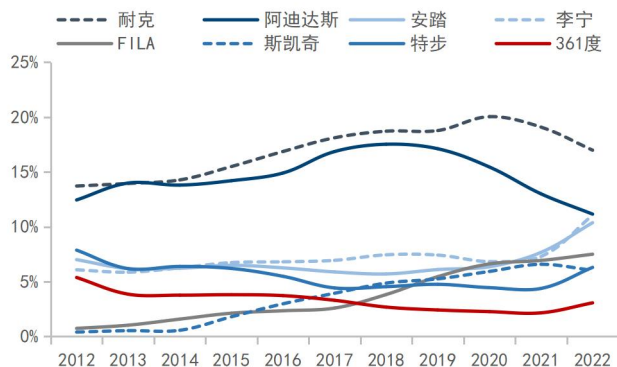
分组观察中国市场头部品牌集中度,可以明显看到 Top5 国际品牌份额提升明显,而 Top2 国产品牌相对稳定,2021-2022 年份额较 5 年前回升;从公司集中度观察,国际品牌公司也呈现份额持续提升的趋势,安踏集团凭借多品牌经营实现份额的明显提升。

图 34: 中国市场头部运动品牌分组集中度变化



资料来源: 前瞻产业研究院、公司公告、国信证券经济研究所

图 35: 中国市场头部运动品牌集中度变化



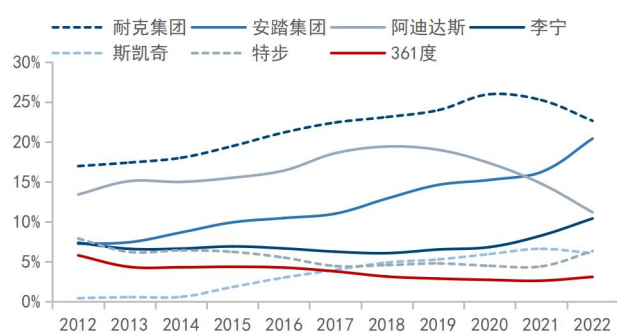
资料来源: 前瞻产业研究院、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 36: 中国市场头部运动品牌公司分组集中度变化



资料来源: 前瞻产业研究院、公司公告、国信证券经济研究所

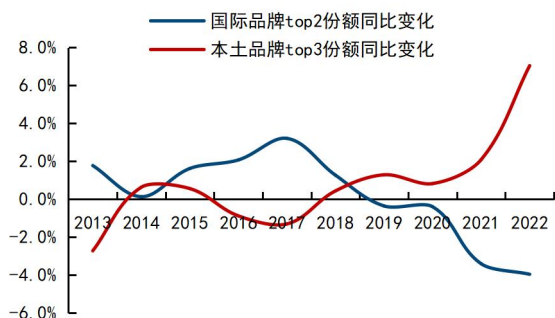
图 37: 中国市场头部运动品牌公司集中度变化



资料来源: 前瞻产业研究院、公司公告、国信证券经济研究所整理

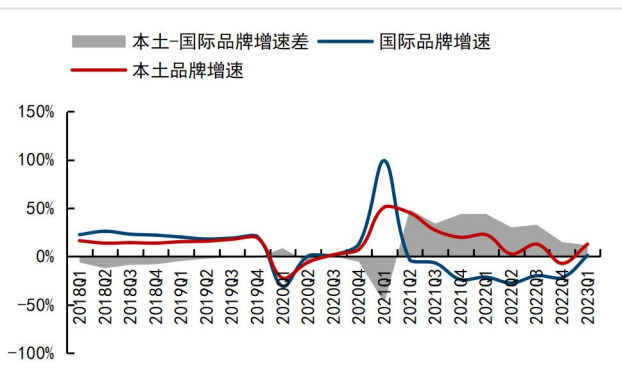
近期趋势显示,国产品牌与中国品牌集团成长势头实现了对国际品牌的反超。在近两年国潮涌起的背景下,中国运动品牌公司的增长势头与多年前相比更加强劲,而早期表现突出的国际品牌出现较为明显的放缓。我们选择耐克、阿迪达斯作为国际品牌代表,安踏、李宁、特步品牌作为本土品牌代表,统计发现,从 2020 年二季度开始至今,本土品牌的季度流水增长速度始终高于国际品牌。

图 38：国际与本土头部品牌在中国市场份额同比变化



资料来源：前瞻产业研究院、公司公告、国信证券经济研究所

图 39：2018-2023 年中国市场运动品牌季度增长比较

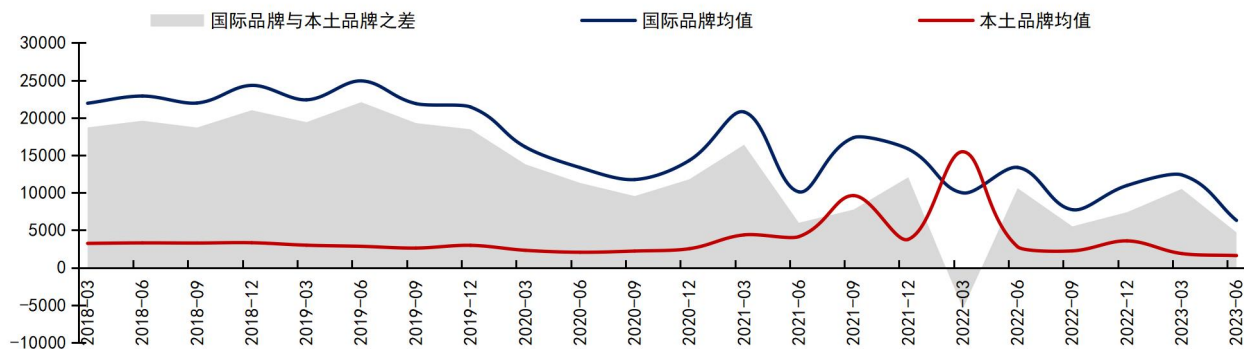


资料来源：前瞻产业研究院、公司公告、国信证券经济研究所整理

国潮趋势方兴未艾，本土龙头运动品牌关注热度迈上新台阶。当下的国潮趋势与 2008 年北京奥运会举办前期国产品牌在低线城市大幅扩张不同，当下国产品牌的加速增长呈现量价齐升的趋势，获得的增量空间一部分来源于更高消费力的中国消费者的认同，本土品牌与国际品牌的差距在显著收窄。

百度搜索指数显示本土品牌关注度与国际品牌差距缩小。2018-2019 年国际品牌和本土品牌的搜索热度差值在 1.9 万左右。经过 2021 年 3 月新疆棉事件、2022 年北京冬奥会等活动，国际品牌关注热度与本土品牌差距逐步缩小。即使在冬奥会热度消失后，2022 年 7 月到 2023 年 6 月的这一年内，国际品牌与本土品牌热度差值仍然只有 7000 左右。

图 40：近 5 年国际与本土头部品牌百度搜索指数变化趋势



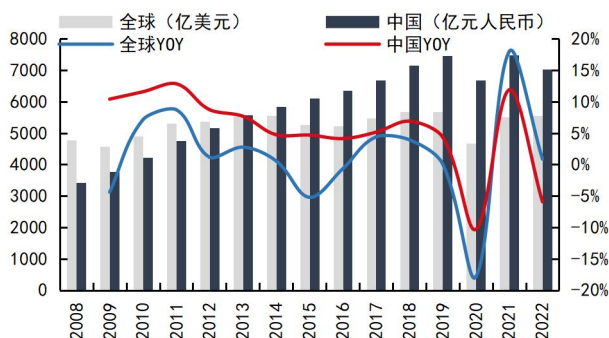
资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

景气度二：男装行业格局优化，优选积极转型升级的品牌

（一）男士鞋服五千亿赛道平稳增长，行业集中度持续提升

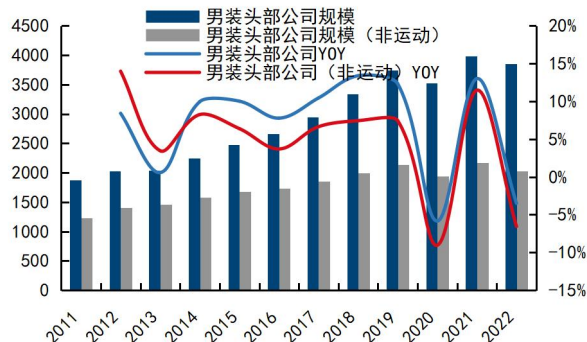
2022 年全球鞋服零售规模 17344 亿美元，2016-2021 年复合增速 1.3%，其中男士鞋服行业零售规模 5556 亿美元，复合增速 1.0%。2022 年中国鞋服零售额 24992 亿人民币，2016-2021 年复合增速 4.2%，2022 年下滑 6.1%。男士鞋服 7041 亿人民币，复合增速 3.3%，2022 年下滑 5.9%，其中非运动男装的增速预计平均比运动男装低 5-10 百分点。

图41：全球和中国男士鞋服市场规模及增长



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图42：男装行业头部公司（非运动）规模及增长



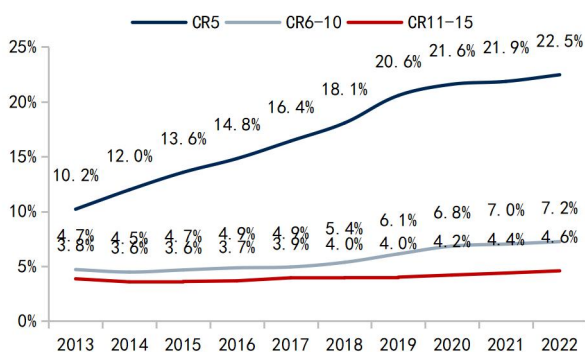
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理；备注：头部公司为男装行业2022年销售额前100名

男装集中度高且持续提升，相比发达国家仍有提升空间。2013-2022年男装行业TOP5、TOP6-10、TOP10-15公司（仅统计男装品类销售，下同）都呈现份额提升趋势，集中度分别提升12.3、2.5、0.8个百分点至22.5%、7.2%、4.6%，且越头部的公司提升趋势更明显。即使是剔除了运动品牌后的男装集中度同样在提升，2013-2022年，非运动男装TOP5、TOP6-10、TOP10-15的公司集中度分别提升4.7、1.5、1.5个百分点至13.1%、6.0%、4.7%。

对比可见，男装行业前15大公司集中度达到34.3%（非运动男装CR15=23.8%），明显高于女装行业前十五大公司集中度（15.2%），且过去10年，女装行业集中度基本持平。这主要是由于女性对时尚要求多样性、潮流更新迭代速度要求高，再加上女性消费者对特定品牌忠诚度相对较低，因此女装竞争激烈程度更高。

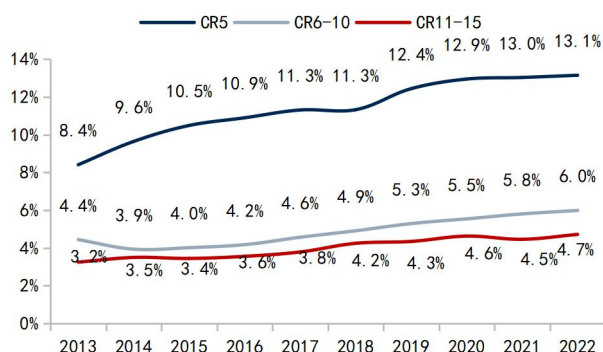
同时中国男装行业前15大公司的集中度相比美国和日本较低。国内消费升级背景下，加上疫情三年令不少服装品牌陆续出清，品牌力、产品力突出的头部男装品牌市场份额有望继续提升。

图43：中国男士鞋服行业集中度统计（按公司）



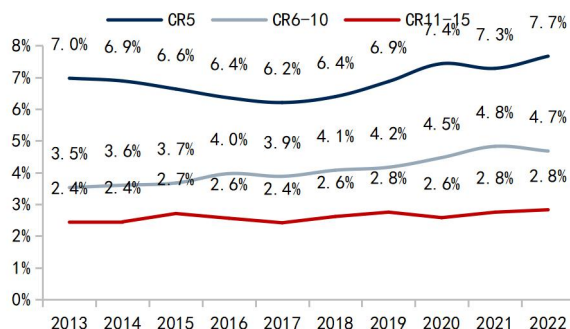
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：对于既有女装又有男装品类的公司，仅计入男装部分的销售额，下同。

图44：中国男士鞋服（非运动）行业集中度统计（按公司）



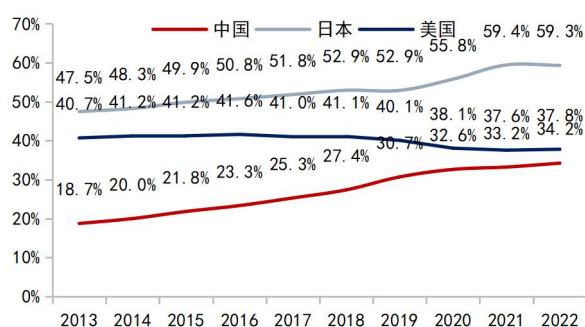
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：假设非运动男装市场规模=男装市场规模-运动鞋服市场规模*60%

图45：中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所

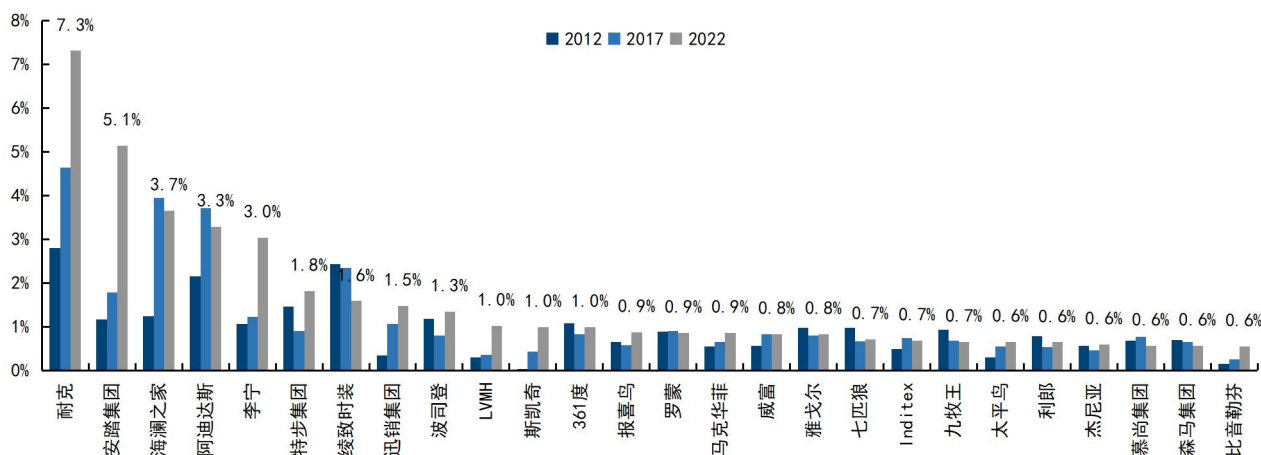
图46：中国、日本、美国男士鞋服行业前15大公司集中度



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所

在中国男士鞋服行业前25大公司中，耐克规模最大，市占率7.3%，其次是安踏集团、海澜之家、阿迪达斯、李宁、特步集团、绫致时装、优衣库、波司登、LVMH等。在前25大公司中，过去5年男装市占率提升1倍以上的品牌公司有安踏集团、李宁、特步集团、LVMH、斯凯奇、比音勒芬，市占率提升了0.5-1倍之间的有耐克、波司登、报喜鸟。

图47：中国男士鞋服行业销售额前25大公司市占率及变化



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：按2022年销售额前25名从左往右排列；

（二）机遇一：本轮景气去库存周期来临，关注品牌服饰配置机遇

复盘历史表现，板块股指与上市公司营收YOY、存货周转关联度较高

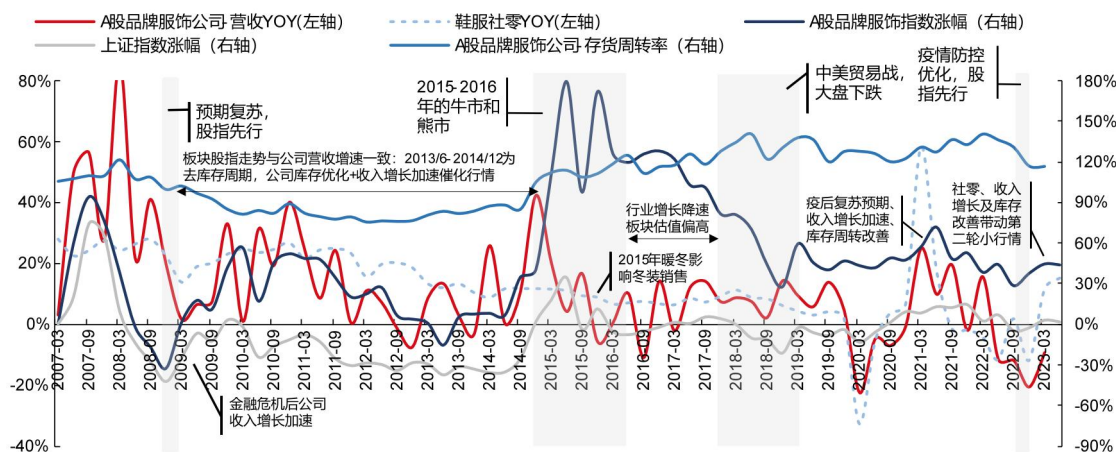
1) **复盘A股品牌服饰**：除了2015年牛市、2016年熊市、2018年中美贸易战等外部因素影响股市波动外，营收增速与品牌服饰指数收盘价之间有较强的正关联度，而公司营收增速中枢同时与国内鞋服社零增速接近。结合存货周转率来看，2008-2013年、2020年上半年、2021年下半年-2022年，收入减速、存货周转率变慢，股指走势疲软；2020年下半年-2021年上半年、2023年Q1，随着公司营收YOY和鞋服社零加速、存货周转小幅加快，股指呈现上涨趋势。

2) **复盘港股品牌服饰**：在2007-2019年，除了受2008年金融危机、2011年行业库存大幅高企、2015年下半年-2016年上半年板块收入增长放缓，2018年下半年中美贸易战等短暂影响外，板块股指在营收增长的带动下呈现持续上涨趋势，2007-2019

年累计上涨 100%以上。同时收入增长与存货周转率也在大部分时候呈现正相关，体现了销售不佳造成的存货积压。3 年疫情期间，股指走势与基本面（营收 YOY、存货周转）同样呈现较高关联度，目前受到市场对经济预期转弱、美国加息等影响，且上市公司处于业绩空窗期，港股品牌服饰股指走势仍然疲软。

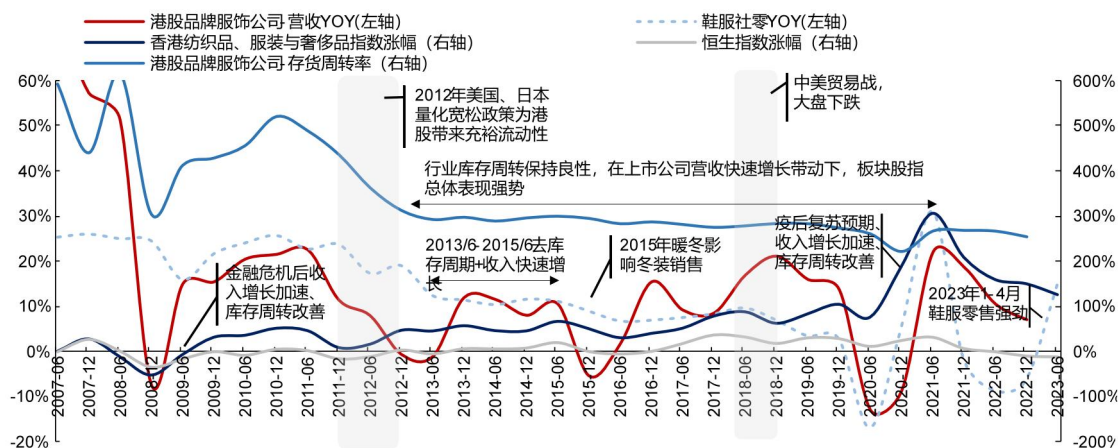
复盘 2007 年至今，品牌服饰板块行情一般与公司营收增速、存货周转、服装社零增速关联度高。目前看，随着疫情管控放松，社交、健身和户外场景放开，2023 年至今服装社零增速表现突出，在消费大类中展现强 α 属性。A 股业绩增长加速、库存改善和估值性价比高的品牌服饰，港股兼具流水增长稳健、折扣库存良性、中报业绩有望好于预期的低估值优质运动服饰有望在 2023 年迎来上涨行情。

图 48：2007-2023 年 A 股品牌公司收入 YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系（季度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：收入、存货周转率用整体法回溯计算

图 49：2007-2023 年港股品牌公司收入 YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系（半年度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：收入、存货周转率用整体法回溯计算

（三）机遇二：男装品类从商务正装向舒适度较高的运动休闲和功能性服饰转型

1) 定性角度看，男装品牌近年推出功能性面料、舒适度较高和设计时尚的新产品线，消费者反馈良好。年轻白领穿衣越来越偏好休闲舒适和个性化彰显，从男装品牌近年推出的新产品线可见，陆续从传统的纯商务正装融合运动休闲/功能性

面料等元素，服饰风格更时尚，穿着体验更休闲舒适。

鞋类方面，国货皮鞋龙头奥康研发了运动皮鞋系列。奥康的运动皮鞋在大底中采用 EVA 橡胶一次发泡植入上下互动减震系统技术，在中底后跟处嵌入减震气垫，加倍稳定，保护双足，除此之外还研发了舒适透呼吸专利，设计“微气孔加微气囊”内循环实现皮鞋透气不闷脚，明显提升了穿着舒适度。

裤装方面，海澜之家的“六维弹力裤”和九牧王的“小黑裤”。相较于以往传统西裤的紧身、无弹性，现在的裤装具有高弹、透气、百搭的特点。

上衣方面，报喜鸟的运动西服、利郎轻商务、太平鸟男装潮酷系列，以及品牌的功能性面料。传统男士西装的色调款式单一、厚重沉闷、使用场景局限，且穿着束缚感较强。运动西服系列既能满足舒适需求又符合商务社交场合的穿着要求。

图50：品牌男装商务转型对比（海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装）



资料来源：各品牌天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

2) 定量角度看，男装的功能性和运动类产品线在天猫销售占比提升明显

我们收集了各个品牌在天猫上 2017-2022 年每年 GMV 前 500 名的商品，并从中按照商品名称中的关键词来甄别出与传统或常规品类有别的，具有“功能性面料”或“运动休闲”等舒适度改善属性的产品，并合并所有这些品类，统计它们在 2017-2022 年天猫上销售占比变动。

考虑到不同品牌之间品类甄别口径、销售渠道和策略的差异，不同品牌之间不可直接对比，但品牌可与自身历史年份对比。可见各品牌的功能性/运动品类占比总体提升，报喜鸟、海澜之家、九牧王、利郎均提升明显。

家纺行业龙头基本面稳健、低估值、高股息，具备良好的防御属性；短期受益于装修及婚庆需求回暖，长期增速稳健、行业集中度有望提升。

（一）市场规模：行业规模二千亿，中高个位数稳步增长

中国家纺行业二千亿市场规模增速放缓。家纺行业主要包括窗帘、布艺、靠垫、床品等家用纺织品。近年中国家用纺织品行业增长逐渐放缓，从 2011-2014 年 10% 以上复合增长，到 2015-2018 年的 6% 复合增长，再到受疫情影响增长停滞，2021 年同比增长恢复到 7%，市场规模达到 2321 亿元；2022 年受疫情影响行业规模下滑 5% 至 2195 亿元。床上用品行业主要包括被子、被套、枕头、抱枕等产品，中国床上用品行业近年来增速与家纺行业增速较为一致，2022 年市场规模为 1280 亿元。

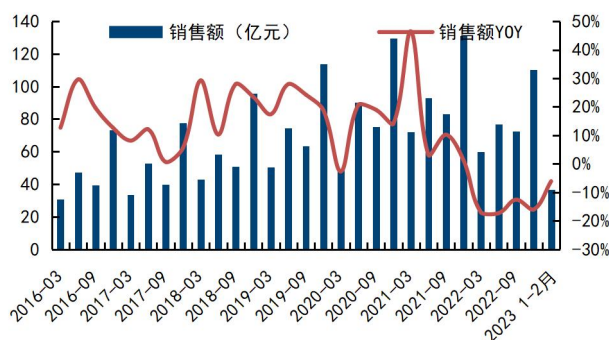
线上销售额增速快。天猫京东平台床上用品销售额从 2015 年的 162 亿元，增长至 2021 年的 380 亿元，2022 年下滑至 320 亿元，与全渠道相比增速较快。占全渠道的比例从 2015 年的 14% 提升至近年来 25% 左右。

图 53：中国家纺市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 54：天猫京东中国床上用品销售额及增长（季度）

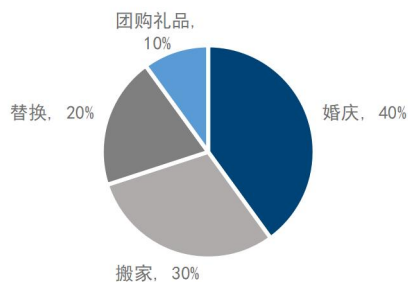


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

（二）行业机遇：地产竣工回暖带动装修需求，疫情积压婚庆需求有望释放

婚庆和搬家系主要消费来源，均有望成为短期行业增长推动力。从家纺消费需求结构看，婚庆、搬家、替换、团购礼品分别占 40%、30%、20%、10%；其中婚庆和搬家需求占比较高。我们认为，短期一方面基于疫情期间积压的婚庆需求释放，另一方面基于保交付政策下带动住房竣工量回暖进而带动装修需求提升，都有望带动家纺行业需求增长。

图 55：中国家纺消费各类需求

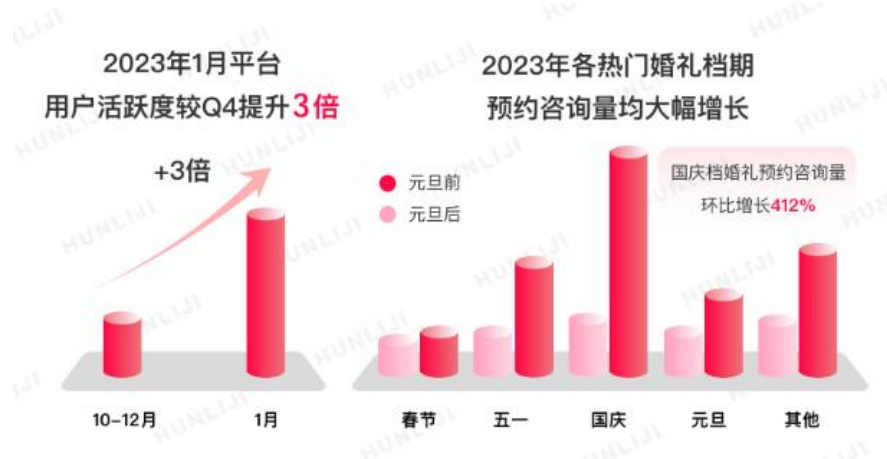


资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

1) 婚庆需求释放有望带动家纺需求增长

婚庆消费作为家纺消费最重要的场景之一，短期来看，疫情期间对婚庆场景有一定压制，但需求并没有消失仅仅是被延迟，前期积压的婚庆需求有望在今年开始逐渐释放，进而推动对家纺的购买需求。根据婚礼纪发布的《2023 结婚全品类消费趋势洞察报告》，2023 年 1 月平台用户活跃度较 2022Q4 提升 3 倍，国庆档婚礼预约咨询量环比增长 412%。

图 56: 中国家纺消费各类需求



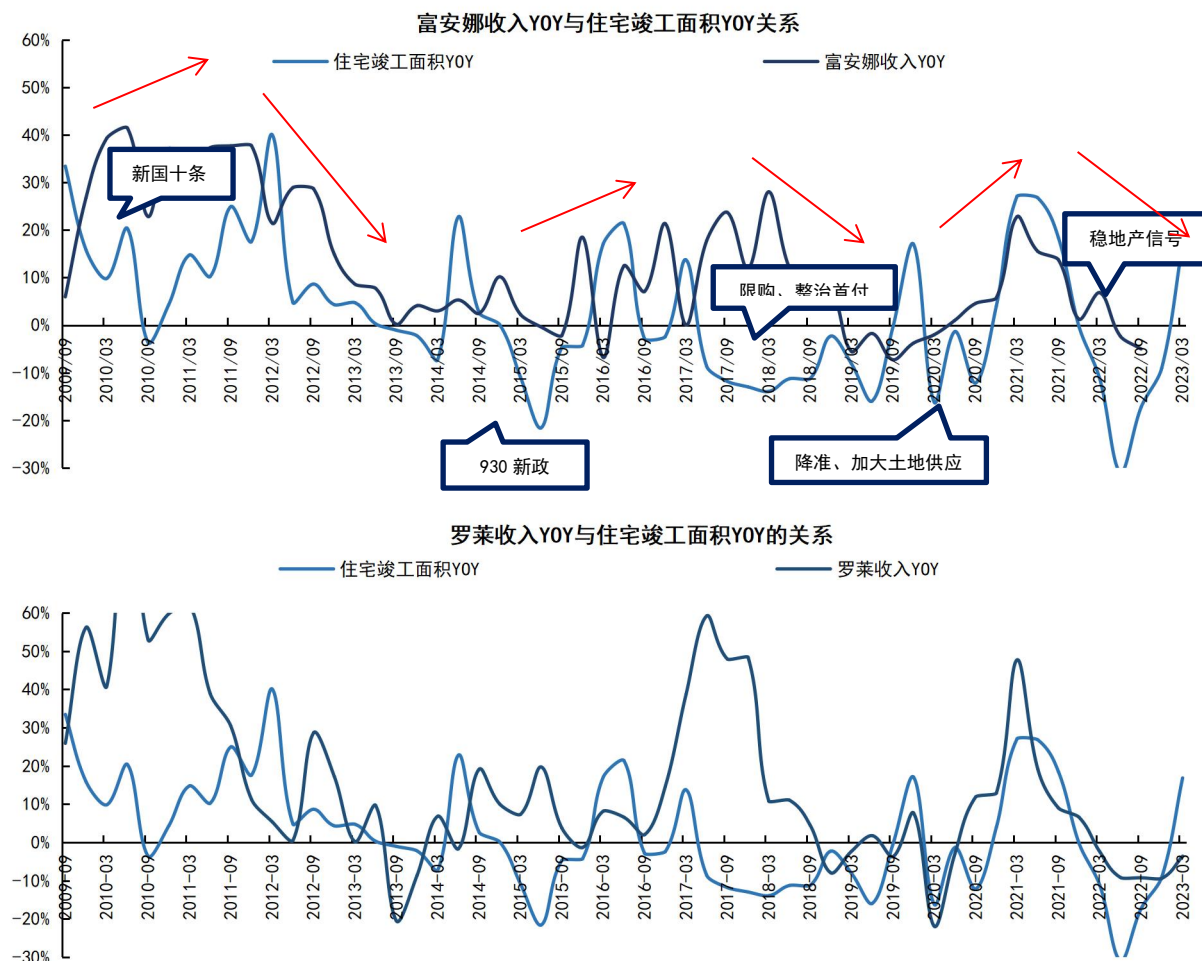
资料来源：《2023 结婚全品类消费趋势洞察报告》，国信证券经济研究所整理

2) 保交楼政策带动下住房竣工回暖，有望带动家装-家纺需求提升

住宅竣工面积增长与家纺上市公司当期收入增长具有一定相关性。对比 2009 年至今，家纺上市头部公司富安娜、罗莱生活的当期收入增速和住宅竣工面积增速，可以发现两者趋势具有一定一致性。其中，罗莱显著性水平不及富安娜可能是，1) 罗莱批发收入占比较高，2) 罗莱 2017 年收购家具品牌莱克星顿，2021 年占公司收入 18%，主要销售地是北美，与国内地产市场关联度不大。

保交楼信号下，近期地产竣工回暖，有望利好家纺行业 2022 年 7 月中共中央政治局会议首次提出“保交楼”政策，从月度的住宅竣工面积 YOY 可见，2022 年 8 月开始降幅明显收窄至个位数，2023 年 1-2 月、3 月分别增长 10%和 35%。

图57：住宅竣工面积 YOY 与家纺公司当期收入 YOY 正关联性较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（三）竞争格局：龙头品牌份额有望提升，线上中高档市场和线下实体有更大成长空间

前四大龙头品牌已形成，中长期龙头份额有望提升

罗莱、水星、富安娜、梦洁四大龙头品牌格局已形成。早年家纺企业多为区域性、地方性企业，竞争格局分散，加之消费者的家纺品牌意识较为薄弱，导致行业集中度相对较低。目前行业内比较知名、有一定规模的家纺品牌有罗莱、水星、富安娜、洁丽雅、梦洁等，前五大品牌已经形成比较稳固的市场份额，近 10 年 CR5 基本稳定在 4.5% 左右。2022 年罗莱、水星、富安娜、洁丽雅、梦洁市占率分别为 1.6%/1.0%/0.9%/0.7%/0.6%。

龙头份额有望提升：

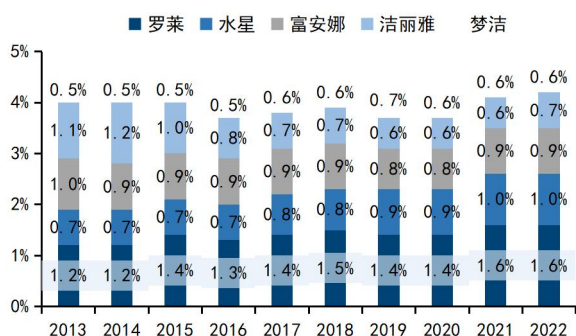
1) 较海外国家家纺行业集中度仍有一定差距：各国家纺行业 CR5 近年来较为稳定，中国较其他发达国家行业集中度仍有一定差距，2022 年中国、美国、加拿大、日本家纺行业 CR5 分别为 4.8%/10.6%/20.1%/20.0%。

2) 行业均价提升，反映消费升级下品牌意识崛起、高品质追求。近年来家纺行业竞争不再局限于简单的花色变化，而是通过面料研发、艺术设计等途径提升品牌产品竞争力，消费升级也将提升对品牌力和高品质家纺产品的追求。

从天猫京东床上用品销售额、销量、均价月度增速可见，2016-2020 上半年，床上用品行业增长主要由销量驱动，但是 2020 下半年之后，床上用品的均价逆势提升，说明低档次品牌和产品在疫情期间有所出清。

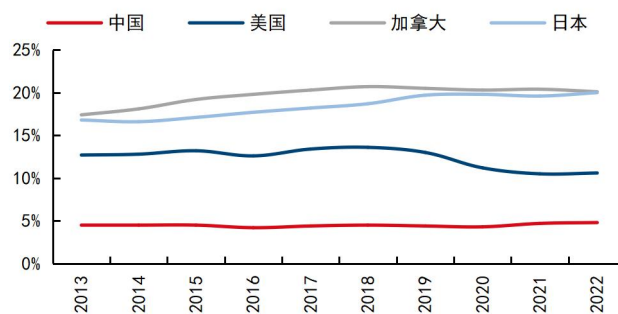
3) 线下门店运营实力要求提升。近两年电商渠道流量见顶、增长放缓，电商渠道大众市场竞争激烈而中高档市场却空间较小（在下一段落将着重分析），因此未来头部的中高档品牌想要谋求成长需要重回线下实体门店。线下门店的盈利对品牌的渠道运营实力提出更高的考验，有利于渠道运营实力优秀的公司份额提升。

图 58：中国家纺行业主要品牌公司市占率



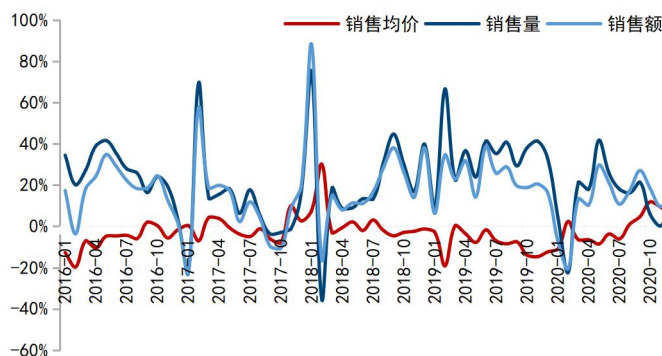
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 59：中国/海外国家家纺行业 CR5



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 60：天猫京东床上用品均价和销量 YOY（月度）

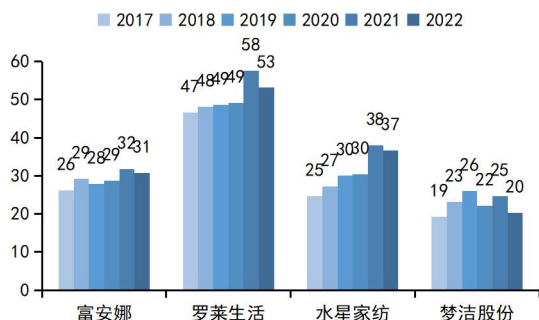


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

（四）财务分析：业绩稳健、股息率高

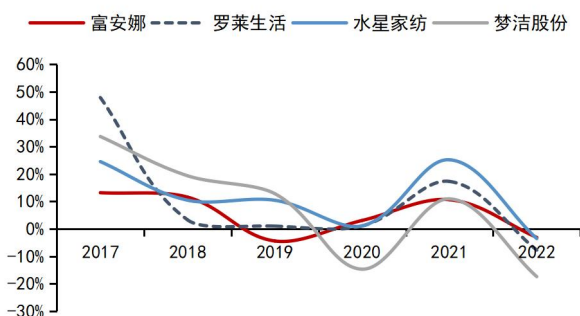
业绩稳健增长。2017-2022 年富安娜、罗莱生活、水星家纺营业收入 CAGR5 分别为 3.3%/2.7%/8.3%，整体保持稳定的增长趋势；净利润 CAGR5 分别为 1.6%/6.0%/1.6%。在行业增速放缓的趋势下，2017-2022 年我国家纺和床品市场 CAGR5 分别为-0.7%和 0.0%，家纺龙头拥有超额增速。

图 61: 各家纺公司营业收入（亿元）



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图 62: 各家纺公司营收同比增速



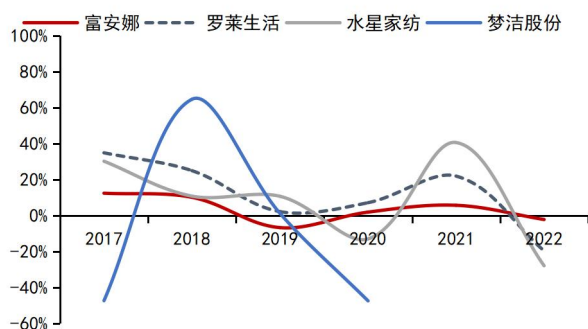
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图 63: 各家纺公司净利润（亿元）



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图 64: 各家纺公司净利润同比增速



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

（五）纺服板块高股息标的

除家纺中富安娜、罗莱家纺外，部分男装标的同样具有高股息。2018 年以来，富安娜每股派息稳定在 0.5 元以上，股息率维持在 6.5% 以上，分红高且稳定；罗莱生活 2019 年以来每股派息稳定在 0.5 元以上，股息率维持在 5.3% 以上；水星家纺除 2020 年外，每股派息稳定在 0.5 元以上，受股价波动影响，股息率波动较大；海澜之家 2021 年以来每股派息提升至 0.4 元以上，股息率高达 8%；报喜鸟 2021 年以来每年派息两次，年度累计派息达 0.4 元以上，股息率可达 8.3%-9.7%；中国利郎 2017 年以来保持每年派息两次，股息率达 7% 以上。

表1：纺服板块高股息标的

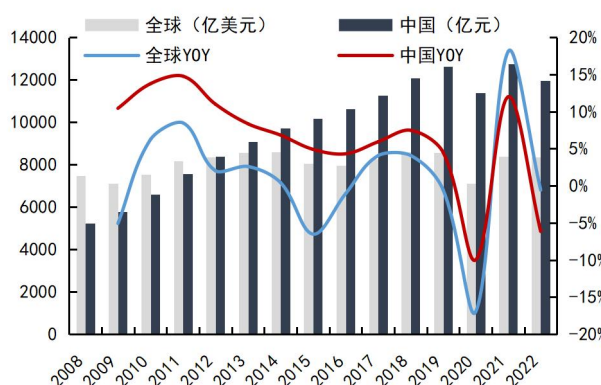
		2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率							
002327.SZ	富安娜	2.4%	6.7%	7.2%	6.5%	7.0%	8.5%
002293.SZ	罗莱生活	2.4%	4.6%	5.5%	4.8%	8.4%	5.3%
603365.SH	水星家纺	2.2%	3.3%	6.5%	3.0%	3.0%	5.3%
600398.SH	海澜之家	4.9%	4.5%	3.6%	4.0%	8.0%	8.1%
002154.SZ	报喜鸟	0.3%	3.3%	0.0%	1.8%	8.3%	9.7%
1234.HK	中国利郎	7.0%	8.2%	9.0%	8.3%	7.8%	11.7%
每股派息(税前)							
002327.SZ	富安娜	0.25	0.50	0.50	0.50	0.60	0.60
002293.SZ	罗莱生活	0.35	0.40	0.50	0.60	0.60	0.60
603365.SH	水星家纺	0.50	0.50	0.80	0.40	0.50	0.70
600398.SH	海澜之家	0.48	0.38	0.28	0.26	0.51	0.43
002154.SZ	报喜鸟	0.01	0.10	0.00	0.06	0.27	0.20
1234.HK	中国利郎(港币)	0.26	0.31	0.31	0.27	0.16	0.14
中报派息							
002154.SZ	报喜鸟					0.15	0.20
1234.HK	中国利郎(港币)	0.18	0.23	0.26	0.17	0.18	0.18

资料来源：ifind，公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利弹性：女装和休闲装市场规模大，短期库存改善盈利修复弹性大，有补涨空间

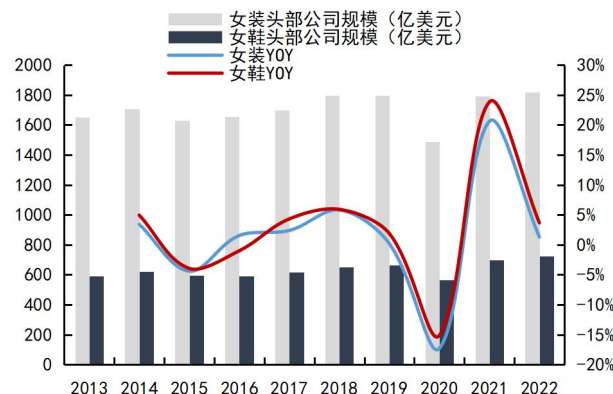
(一) 我国女士鞋服万亿赛道受疫情冲击影响严重，行业格局分散提升空间大
2022 年全球鞋服零售规模 17344 亿美元，2016-2021 年复合增速 1.3%；其中女士鞋服行业零售规模 8346 亿美元，同比-0.6%，2016-2021 年复合增速 0.4%。2022 年中国鞋服零售额 24992 亿人民币，同比下滑 6.1%，2016-2021 年复合增速 4.2%；其中女士鞋服 11957 亿人民币，同比下滑 6.2%，2016-2021 年复合增速 3.2%。行业头部公司增速快于整体增速，销售前 100 的女装女鞋公司 2022 年零售规模合计 1817 亿美元，占行业整体的 30.4%，较 2013 年占比提升约 4%；2016-2021 年复合增速 1.9%。

图 65：全球和中国女士鞋服市场规模及增长



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图 66：全球女装行业头部公司规模及增长



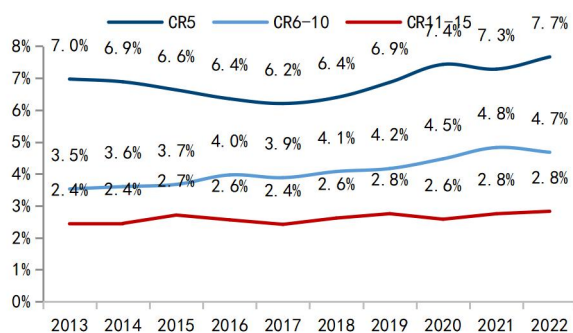
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理；备注：头部公司为女装行业 2022 年销售额前 100 名

我国女装市场格局分散，女鞋市场较为集中且头部份额持续提升，相比发达国家仍有提升空间。2013-2022 年女装行业 TOP5、TOP6-10、TOP10-15 公司市场份额

基本维持稳定，维持在 6.1%、3.4%、2.6% 左右。女鞋行业集中度较高，且头部公司份额提升明显，2013-2022 年，女鞋 TOP5、TOP6-10、TOP10-15 的公司集中度分别提升 5.8、2.1、0.1 百分点至 29.4%、7.8%、4.4%。

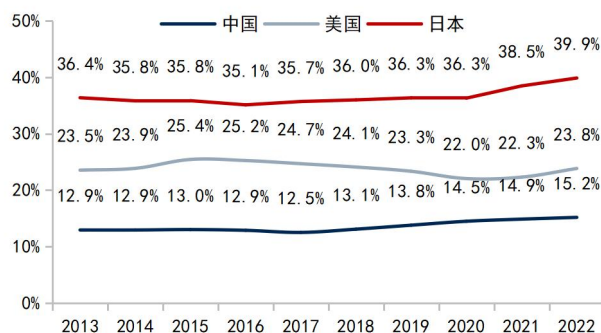
中国女士鞋服行业前 15 大公司的集中度相比美国和日本较低。国内消费升级背景下，加上疫情三年令不少服装品牌陆续出清，品牌力、产品力突出的头部女装品牌市场份额有望继续提升。

图 67：中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所

图 68：中国、日本、美国女士鞋服行业前 15 大公司集中度



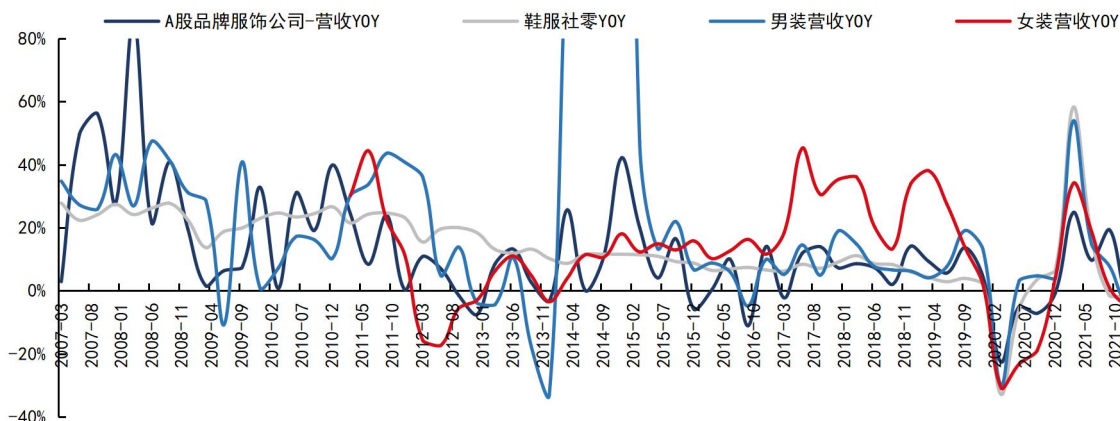
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所

（二）成长性：短期看疫后消费复苏+库存去化+利润率修复，长期渠道增长带动集中度提升

短期：由于男装更具备社交、商务属性，疫后男装消费和库存先行复苏，通过对历史周期复盘，我们发现 2020 年疫后复苏周期男装先于女装、休闲服饰复苏：1) **收入角度看**，2020Q1 纺服消费均收到疫情较大冲击，2020Q2 男装率先恢复正向增长，女装仍同比下滑，直至四季度出现正向增长；本次 2022 年疫情冲击下，男装再次在疫情好转的第一个季度，2023Q1 迎来正向增长；2) **库存角度看**，女装存货周转率与男装相比始终较高，但从短期修复节奏上，男装于 2020Q2 库存周转率环比提升，女装直至 2020Q4 恢复至 2.2 左右的正常水平；2022Q1 男装、女装库存周转均环比提升，男装修复至正常水平 1.5 左右，女装库存周转率 1.8，距 2.0 仍有差距；3) **净利率角度看**，2020Q1 疫情冲击下，男装净利率于 Q1 达到低点，Q2 反弹；女装净利率于 Q2 下滑，Q3 达到低点，Q4 开始反弹；2022 年疫情下，男装女装均从 Q2-Q4 净利率处于低水平，2023Q1 开始反弹，男装净利率已恢复至较高水平，女装净利率仍有上行空间。

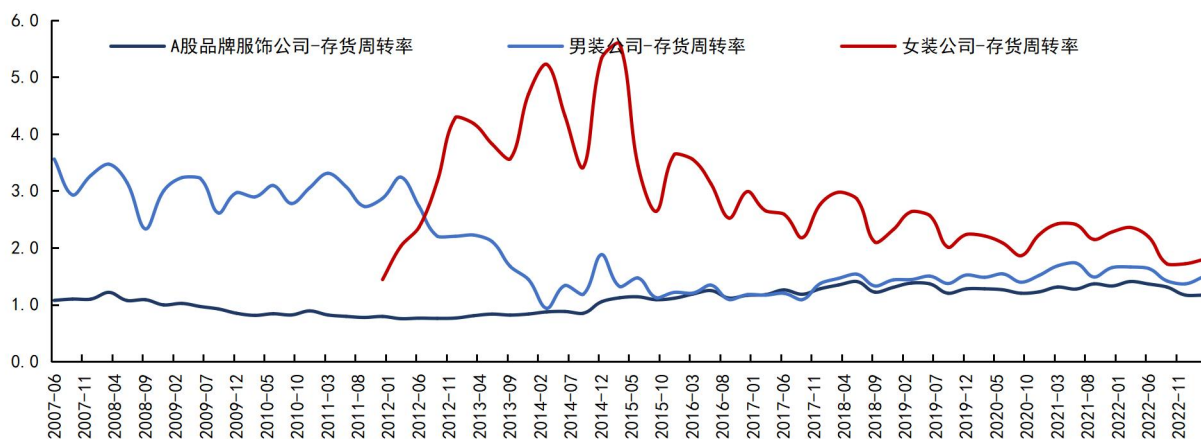
因此我们预计女装、休闲服饰库存和销售拐点有望滞后男装 2 季度后出现，即 2022 年 Q4；随收入增速和库存周转逐步改善，进而利润率有望修复，当前利润率距正常水平仍有较大空间。

图69：2007-2023 年 A 股品牌公司收入 YOY（季度）



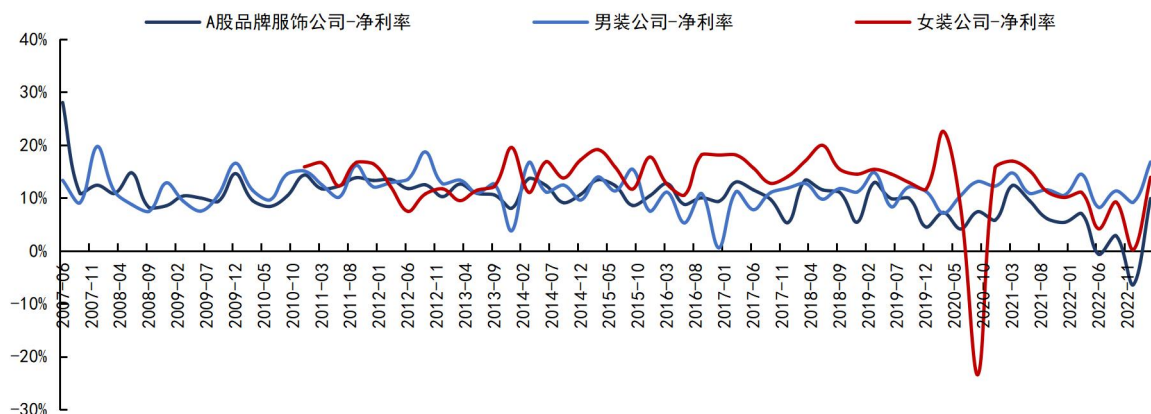
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：用整体法回溯计算，男装统计标的包括比音勒芬/太平鸟/报喜鸟/海澜之家/七匹狼；女装统计标的包括森马/歌力思/地素/锦泓

图70：2007-2023 年 A 股品牌公司存货周转率（季度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：用整体法回溯计算，男装统计标的包括比音勒芬/太平鸟/报喜鸟/海澜之家/七匹狼；女装统计标的包括森马/歌力思/地素/锦泓

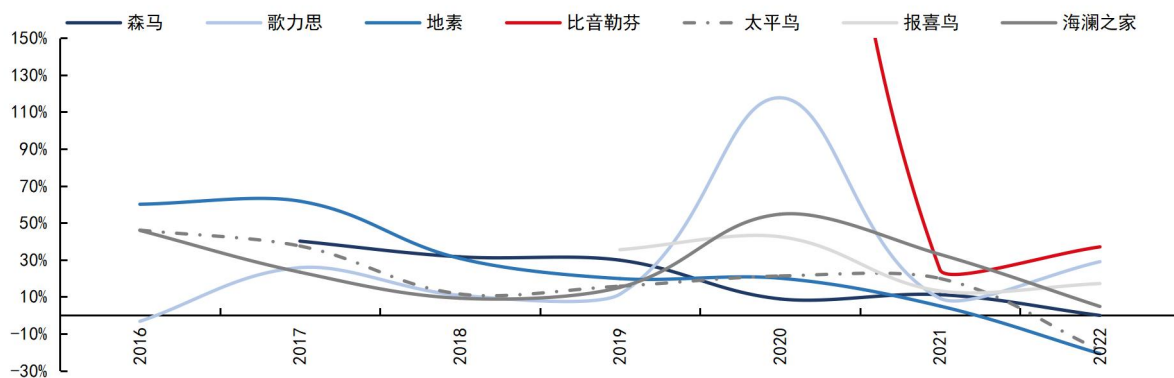
图 71：2007-2023 年 A 股品牌公司净利率（季度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：用整体法回溯计算，男装统计标的包括比音勒芬/太平鸟/报喜鸟/海澜之家/七匹狼；女装统计标的包括森马/歌力思/地素/锦泓

长期：从渠道角度看，一方面得益于渠道多元化发展，尤其是线上渠道多平台的发力，在传统电商平台天猫、京东持续发力的基础上，通过唯品会、抖音、小红书等平台销售及引流，近年来各上市公司线上渠道收入增速快于整体；另一方面线下渠道根据各公司策略的差异性，部分公司凭借多品牌矩阵的搭建、门店数量持续提升获得增长；另一部分公司更加聚焦店效提升；对比来看：1）森马服饰作为休闲、快时尚、高性价比品牌，店数多，店效未来提升空间大；2）歌力思主打中高端，店数少、店效高，在多品牌矩阵基础上，近年来直营店仍逆势扩张；3）地素时尚主打设计师原创品牌，店数少，预计维持小而精的规模，店效有望持续提升。

图 72：A 股男装女装线上渠道收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；

表2：品牌服饰公司店数/店效

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
森马													
店数	直营						597	679	1218	1310	681	781	723
	加盟						7655	7744	8407	8677	7693	7412	7336
	联营								280	270	351	374	81
店效	直营						1.97	2.29	2.20	2.37	2.01	1.92	1.53
	加盟						0.94	0.96	1.15	1.23	0.81	0.90	0.71
	联营								0.37	1.27	2.02	1.71	1.49
歌力思													
店数	直营					161	206	239	275	325	312	380	460
	加盟					186	268	294	317	275	238	170	153
店效	直营					2.81	3.34	4.38	4.51	4.42	3.60	4.41	3.77
	加盟					1.59	1.68	2.93	3.04	2.67	1.94	2.59	2.65
地素													
店数	直营					350	372	395	378	380	371	354	312
	加盟					701	620	643	684	724	783	845	811
店效	直营					2.24	2.25	2.25	2.35	2.75	3.08	3.56	3.12
	加盟					1.40	1.33	1.40	1.40	1.45	1.38	1.49	1.27
比音勒芬													
店数	直营	130	200	225	251	280	274	294	365	441	486	532	579
	加盟	237	274	295	308	321	328	358	399	453	493	568	612
店效	直营	1.62	1.69	1.71	1.80	1.96	2.14	2.73	3.12	2.92	3.51	3.76	3.20
	加盟	0.65	0.69	0.72	0.74	0.75	0.77	0.81	1.18	1.48	1.22	1.29	1.59
太平鸟													
店数	直营	376	722	812	743	943	1198	1271	1516	1633	1554	1616	1427
	加盟	1354	1720	2043	2523	2651	2835	2980	3062	2860	3062	3598	3244
店效	直营		1.59	2.04	2.36	2.53	2.43	2.26	2.29	2.14	2.56	2.91	2.25
	加盟		0.80	0.92	1.02	1.02	0.79	0.82	0.79	0.73	0.78	0.86	0.70
报喜鸟													
店数	直营								815	788	746	752	746
	加盟								761	890	887	924	938
店效	直营								1.63	1.72	2.06	2.34	1.94
	加盟								0.93	0.74	0.66	0.87	0.82
海澜之家													
店数	直营				6	17	19	47	291	659	805	1115	1578
	加盟				3710	3973	5224	5745	6382	6595	6576	6537	6641
店效	直营				22.02	19.81	14.33	8.70	3.70	2.61	2.03	2.17	1.84
	加盟				2.77	3.32	3.00	2.66	2.45	2.57	1.80	1.89	1.57

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线二：看好制造能力升级的全球化布局的龙头企业，关注短期边际改善

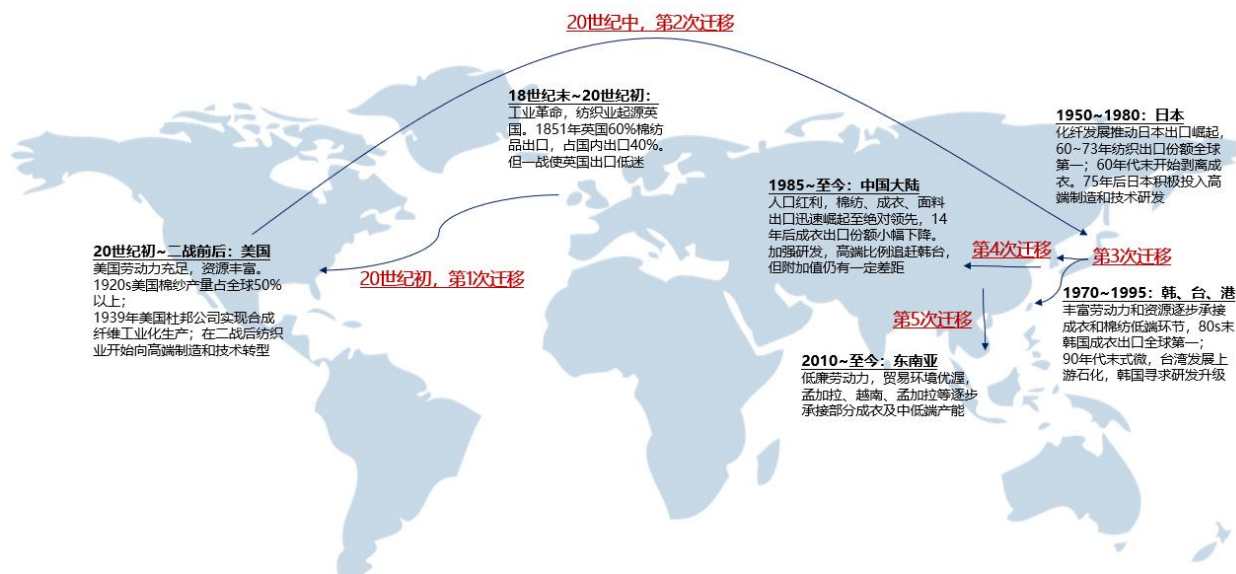
中国纺织产业雄踞全球，未来产业迁移和结构升级是大势所趋

（一）全球纺织业复盘：百年历史，五轮大迁移，伴随产业结构升级

自第一次工业革命给纺织工业带来源源不断的动力后，全球纺织业共经历五轮大迁移，从英国到美国，美国到意大利和日本，日本到韩国和中国台湾再到中国除港澳台外，再从现在部分迁移到东南亚，转移伴随着经济发展与劳动力成本的提升以及贸易环境的变化。从各环节迁移顺序看，成衣等偏向终端加工、具有劳动密集属性的产业率先迁移，随后再到偏低附加值纺织品产能的迁移，最终到实现

产业的转型升级，专注于高端制造和技术研发。

图 73：全球纺织业五次迁移和各地区发展历程图



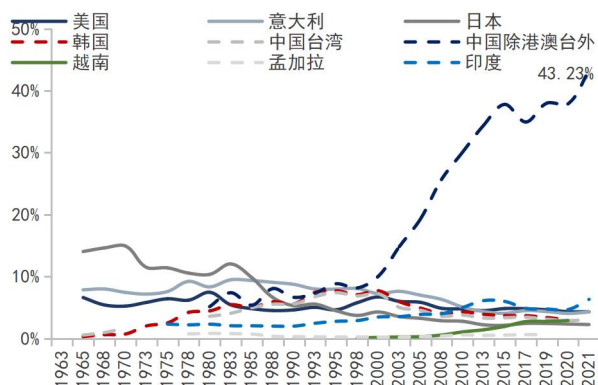
资料来源：uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

（二）产业趋势一：中国纺织业雄踞全球、成为全球不可或缺的一环，同时低附加值加工产业向东南亚迁移

1990 年开始，中国成为“世界工厂”，由于劳动力成本低、原料充足，纺织业发展迅速，21 世纪加入 WTO 与配额取消加速中国纺织业发展，2021 年中国纺织品/成衣出口份额 43%/40%，同时承担了全球 70%的合成纤维生产。

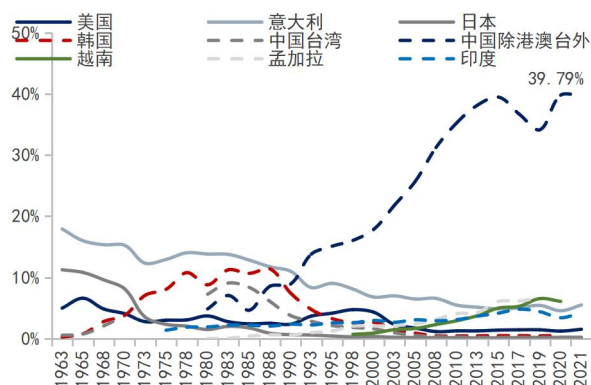
从当前形势看，中国纺织产业仍然是全球不可或缺的一环，这是因为中国拥有绝对的人口土地和资源红利、纺织产业上中下游完整成熟的产业链配套。从规模上看，结合内需市场的巨大需求，中国纺织产业将继续雄踞全球领导者地位，实现产业链纵向延伸，上游高附加值纺织材料产业环节正在发展，并延续低附加值终端加工环节正向东南亚地区溢出趋势。

图 74：主要国家或地区纺织品出口市占率变化



资料来源：uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

图 75：主要国家或地区成衣出口市占率变化



资料来源：uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

（三）产业趋势二：微观上，人才、技术、资本向外输出，头部纺企海外扩张构建新增长曲线

随着中国头部纺企在国际品牌份额提升，顺应品牌全球市场供应需求，中国企业开启了海外扩产的进程。东南亚等地区一方面在劳动力成本、关税和贸易壁垒上具有显著的优势，另一方面缺乏相应成熟的人才、技术、产业配套与资本积累，中国头部企业以国内产业基地为核心，向外复制输出，很好的结合了海外与国内产业两方面的优势，获得更大的成长空间。

1、国际大牌供应链迁移：过去 10 年快速从中国向东南亚迁移。1) 耐克鞋类产量分布变化看，过去 25 年越南占比从 2%提升到 50%，中国从 2000 年占 43%下降到占 22%；从耐克服装产量分布变化看，过去 4 年越南占比从 15%提升到 28%，中国占比从 26%下降到 23%。2) 从阿迪达斯情况看，目前 98%的鞋类和 91%的服装产量均来自亚洲，其中在越南生产的鞋子占比从 2010 年的 31%提升到 43%，在中国生产的鞋子占比则从 39%下降到 16%，在越南生产的服装占比从 2013 年的 10%提升到 19%，中国从 2010 年的 36%下降到 19%；PUMA 也类似。

2、头部制造商紧跟产业迁移浪潮，持续输出人才、技术、资本，构建新增长曲线。绑定国际大牌的头部鞋服制造商，在早期便跟随第五次全球产业大迁移的浪潮在越南、柬埔寨、印尼、印度等东南亚国家持续输出人才、技术、资本，扩建生产基地，利用当地有利的劳动力成本和税收政策实现迅速扩张。2022 年丰泰越南/印度/印尼产量分别占比 48%/28%/14%，裕元在越南/印尼产量分别占 38%/46%，华利产能基本在越南，申洲面料产能有 50%位于越南，员工数有 55%位于越南和柬埔寨。从长远看，中国劳动力成本将持续走高，加上全球贸易壁垒提高，产业链迁移的趋势不可逆，早期布局东南亚的龙头制造商将具有显著先发优势。

表3：国际运动大牌产能分布地区及迁移情况

品牌	鞋服产能分布地区和产量分布比例变化
Nike	1、鞋类：12 个国家，中国和东南亚；其中，越南过去 25 年从占 2%提升到占 50%，中国从 2000 年的 43%下降到占 22%； 2、服装：38 个国家，中国和东南亚。其中，越南过去 4 年从占 15%提升到占 28%，中国过去 4 年从占 26%下降到占 23%。
Adidas	1、鞋类：中国和东南亚，亚洲共 98%；越南从 2010 年占 31%提升到 43%，中国从 2010 年占 39%下降到占 16%； 2、服装：中国和东南亚，亚洲共 91%。越南从 2013 年占 10%提升到占 19%，中国从 2010 年占 36%下降到 19%；
PUMA	鞋服共在亚洲 95%，其中越南从 2010 年占 21%上升到占 33%，中国从 2010 年占 39%下降到占 25%。
UA	1、鞋类：越南、中国、印尼； 2、服装：约旦、中国、越南、马来西亚。

资料来源：耐克官网，阿迪达斯官网，PUMA 官网，UA 官网，国信证券经济研究所整理

表4：2022 年国际大牌龙头制鞋和制衣供应商产能分布地区和比例

制造商	创立时间	创始地区	主业	业务概况和产能分布情况
丰泰	1971 年	中国台湾	制鞋	业务介绍：2022 年收入 31 亿美元，员工人数 14 万名，年产量 1.3 亿双。 品牌客户：Nike（主要）、Rollerblade Skates、Nordica Ski Boots 及 Snow Boots。 产能分布：中国/印尼/越南/印度；越南/印度/印尼/中国区产量分别为 48%/28%/14%/10%。 业务介绍：2022 年收入 90 亿美元，制造业约 31 万名员工，年产 2.7 亿双。
裕元	1969 年	中国台湾	制鞋	品牌客户：Nike、adidas、Asics、New Balance、Timberland 及 Salomon。 产能分布：中国/印尼/越南/美国/墨西哥等；越南/印尼/中国/其他产量分别占 38%/46%/10%/6%。 业务介绍：2022 年收入 31 亿美元，员工 15.5 万人，年产 2.2 亿双。
华利	1969 年	中国台湾	制鞋	品牌客户：包括耐克、匡威、Vans、UGG、PUMA、Columbia、HOKA、UA 等。 产能分布：越南/多米尼加产量分别占约 98.5%/1.5%。 业务介绍：2022 年收入 41 亿美元，员工 9.4 万人，年产针织服装 5.0 亿件。
申洲	1988 年	中国宁波	制衣	品牌客户：核心品牌是耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA。 产能分布：国内和越南面料产能 1:1；中国/越南/柬埔寨员工人数分别占 45%/32%/23%

资料来源：丰泰企业公司公告，裕元公司公告，华利集团公司公告，申洲国际公司公告，国信证券经济研究所整理

（四） 产业趋势三：中国纺织产业升级大势所趋，附加值提升具有广阔前景

1、政策推动产业创新、智能化升级、出清高污染产能，纺织业转向高质量发展

据《纺织行业“十四五”发展纲要》，我国纺织业在十三五期间取得了结构优化、高性能纤维产量占全球 1/3、规模纺企研发费用率提升 0.4p.p. 至超过 1%、国产纺织装备国内占有率 75%以上、综合能耗和污染减少的成果，基本实现十三五期间目标。未来，我国纺织产业将继续从各方面实现全方位升级，具体来看：

1) **产业结构优化**：《纺织“十四五”纲要》指出到 25 年我国服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例将从 40：27：33 调整到 38:27:35。

2) **投入研发创新，差异化产品比例提升**：《纺织“十四五”纲要》指出到 2025 年规模纺企研发费用率提升 0.3p.p. 至 1.3%，高性能纤维自给率 60%以上；《化纤“十三五”指导》指出化纤差别化率每年目标提高 1p.p.。《纺织发展（2016—2020）》指出，纺织行业发明专利授权量目标年均增长 15%。

3) **设备创新、自动化数字化、人效持续提升**：《纺织“十四五”纲要》指出到 25 年大幅提高自动化水平，研发智能高端设备，实现规模纺企劳动生产率年均增长高于工业增加值增长（十三五目标规模纺企全员劳动生产率年均增长 8%）。

4) **坚持可持续发展，淘汰优化高排放、高污染产能**：《纺织“十四五”纲要》指出到 2025 年要求纺织行业单位工业增加值能源消耗、二氧化碳排放量分别降低 13.5%和 18%。生物可降解材料和绿色纤维产量年均增长 10%以上，循环再利用纤维占总纤维比达 15%。《中国化纤绿色发展计划》指出淘汰或优化能耗过高的己内酰胺、聚酯类瓶片等产线。

同时，我们认为在政策高压下，中小企业由于缺乏持续创新能力、无法达到环保标准或无法拿到相应环保指标而逐步出清，利好行业龙头集中。

表5：纺织产业十三五取得的目标及十四五期间发展目标对比

指标	“十三五”取得成果	“十四五”目标
结构优化	服装、家纺及产业用三大终端产品纤维消耗量比重由 15 年的 46.4：28.1：25.5 调整为 40：27：33，我国高性能纤维产能占世界超过 1/3。	服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到 38:27:35。
研发创新、数字化	19 年规模以上纺企研发费用率超过 1%，较 15 年提高 0.4p.p.，其中化纤行业的研发费用率 1.4%，提高 0.3p.p.；在纤维材料、绿色制造、纺织机械等领域一批“卡脖子”技术难题被突破。国产纺织装备国内市场占有率达到 75%以上。	1、规模以上纺织企业研发费用率达 1.3%，高性能纤维自给率 60%以上； 2、加快数字化转型。行业两化融合发展水平评估指数超过 60，初步建成纺织服装行业大数据中心。 3、提高自动化水平，大力推行数字化改革；研发全自动转杯纺纱机、高速无梭织机、全自动穿经机等智能高端设备。
劳动生产率	原定目标规模以上企业全员劳动生产率年均增长 8%，是否实现未知。	目标规模以上纺企劳动生产率年均增长高于工业增加值增长
可持续发展	纺织行业二次能源占比达到 72.5%，万元产值综合能耗下降 25.5%。万元产值取水量累计下降 11.9%，其中，印染行业单位降低 13.5%和 18%，印染行业水重复利用率提高到 45%以上。生物可降解产品水耗下降 17%，水重复利用率从 30%提高到 40%。纺织行业材料和绿色纤维产量年均增长 10%以上，循环再利用纤维年加工量占纤维废水排放量、主要污染物排放量累计下降均超过 10%。	“十四五”末，纺织行业单位工业增加值能源消耗、二氧化碳排放量分别降低 13.5%和 18%，印染行业水重复利用率提高到 45%以上。生物可降解产品水耗下降 17%，水重复利用率从 30%提高到 40%。纺织行业材料和绿色纤维产量年均增长 10%以上，循环再利用纤维年加工量占纤维废水排放总量的比重达 15%。

资料来源：中国纺织工业联合会，国信证券经济研究所整理

2、 案例：本土龙头制造商在面料端持续创新，获得国际头部品牌青睐

纺织业尤其是成衣端属于劳动密集型产业，面对成熟的产业链配套和持续高涨的人力成本与环境制约，不少优质龙头企业主动寻求转型升级，积极投入差异化产品研发创新和生产工艺的优化。

在日本，东丽早年持续为优衣库开发爆款科技纱线和面料，实现大客户深度绑定以及份额快速提升。在中国本土，面料-制衣龙头申洲国际同样通过功能面料研发创新获得国际头部品牌的认可，并通过自动化投入提升人效、优化效益。

1) **申洲创新性为耐克开发量产 Flyknit 鞋面，获得大客户青睐**。2011 年，当中

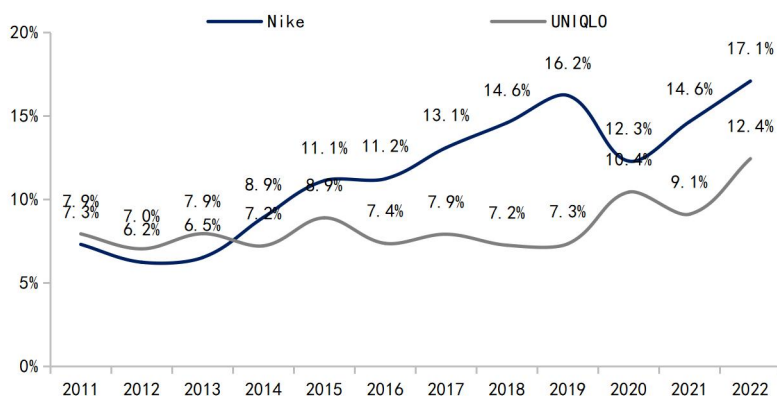
国台湾制鞋龙头放弃耐克 Flyknit 鞋面订单的时候，申洲迅速把握时机接过订单，2012 年起陆续投入 2000 多台设备，累计投入超 7 亿元用于生产 Flyknit 鞋面，突破性实现鞋面开发和规模量产。Flyknit 被称作运动鞋历史性技术升级，凭借这项技术耐克引领了运动鞋行业轻量化的革命，至今耐克 Flyknit 鞋面产品相比同类其他产品仍保持溢价。卓越的鞋面料开发能力令申洲获得耐克优先供应权，以及获得更强议价能力，2012~2016 年 Flyknit 鞋面订单在申洲收入占比从 2% 提升到 6%。更有意义的是，申洲与耐克未来的合作得到进一步加深。

2) 为优衣库开发 Airism 功能性面料。申洲为优衣库开发的 Airism 面料，面料中的聚酯纤维能实现吸汗速干功能，接触肌肤时又伴随着舒适凉感。由于面料功能优越性，Airism 一经推出市场便受到消费者热烈追捧。

持续研发创新，实现与头部品牌的紧密合作和份额提升。除此以外，申洲还和国际大牌共同开发过 Dri-fit、Tech Fleece、TechKnit 等面料，其中相当一部分申请了专利。正是由于申洲国际持续的研发创新投入，公司获得国际品牌的青睐，在品牌的份额得以持续提升。

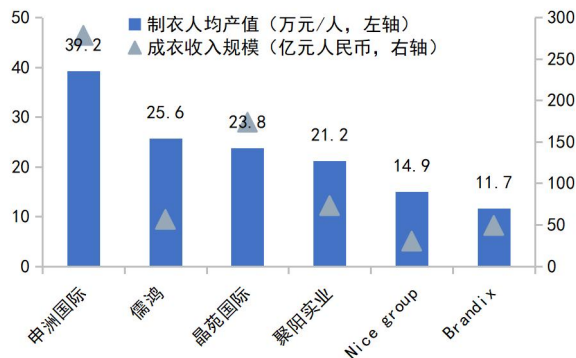
另一方面，申洲国际坚持投入自动化技改和升级，提升人均产值，优化产线效益。2022 年人均产值达到 39 万元/人，显著高于中国台湾、中国香港、斯里兰卡、泰国等同行代工龙头，且呈现逐年提升趋势。

图 76: 申洲占耐克、优衣库的采购份额持续提升



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所估算

图 77：2022 年申洲国际与同行比的人均产值领先



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 78：申洲国际人均产值（万元/人）



资料来源：申洲国际公司公告，国信证券经济研究所整理

投资方向一：短期预期改善，中期订单确定性强的代工龙头

1、头部供应商竞争力领先，绑定头部国际品牌，中期订单成长确定性强

运动成衣代工申洲国际、运动鞋代工华利集团目前已经成为国际运动品牌的核心供应商，拥有较强的竞争力和更好的订单成长确定性。

1) 申洲国际核心竞争优势包括规模大资金实力强（行业龙头）、强大的面料研发创新实力（业内领先）、海内外一体化双循环和一站式供应链服务（专用工厂、快速响应）、自动化投入推动生产效率持续优化（人均产值逐年提升）等。

2) 华利集团核心优势包括较大的产能规模（适配头部品牌）、较高的盈利水平（北越员工成本低、产能利用率高、工厂管理水平优秀）、优秀的生产品质和交期保障。

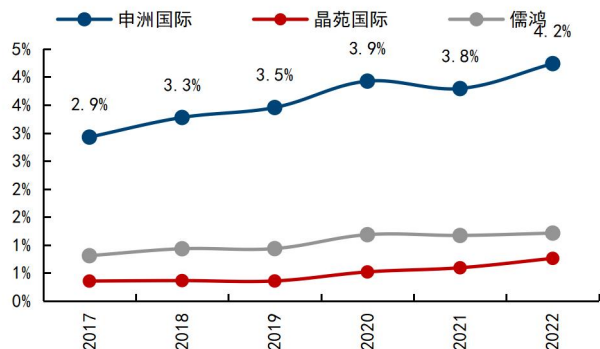
具体从数据层面看，规模大且快速成长、毛利率领先、深度绑定国际大品牌

1) 从全球市占率可见，申洲国际是运动服代工的龙头企业，其运动服业务在全球市占率 4.2%，即使遇到诸多外部因素影响，2018-2022 年提升 0.9 个百分点；华利集团是运动鞋代工龙头之一，全球市占率 5.8%，2018-2022 年提升 1.7 个百分点。因此，申洲和华利是全球头部的代工厂，拥有较大的规模和较强的资金实力，市占率提升同时印证了公司竞争力优于同行。

2) 从毛利率可见，在正常年份，申洲国际毛利率保持在 30% 以上，同行大多只有 20-25%；华利集团毛利率在 25% 以上，同样小幅优于同行，同时净利率平均领先同行 5 个百分点或以上。较高的利润率反映公司较强的生产效率、较优的品质和良好的成本管控能力。

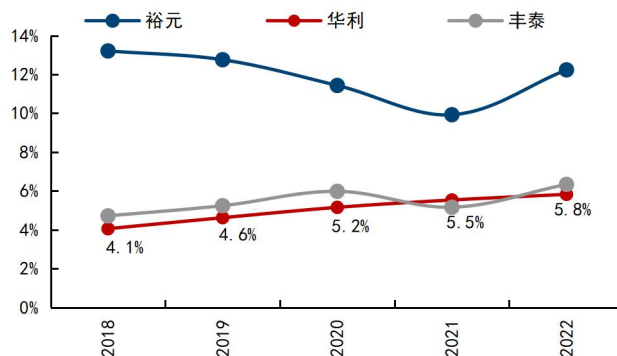
3) 从品牌客户看，申洲国际和华利集团深度绑定国际头部运动品牌成长，同时在品牌客户中的份额持续提升，经过我们估算过去 5 年申洲国际/华利集团在核心品牌客户中的平均份额提升 4.2%/4.2 个百分点至 16.2%/10.9%。

图79：运动服头部代工企业全球市占率估算



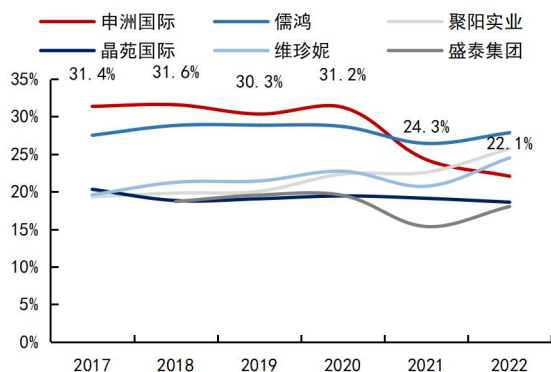
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：市占率=运动服收入/(全球运动服市场/3)

图80：运动鞋头部代工企业全球市占率估算



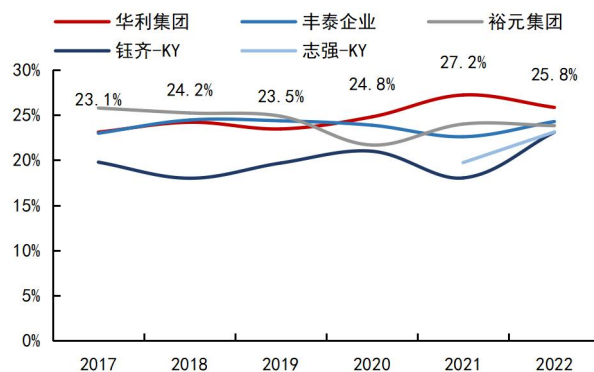
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图81：申洲国际在同行中毛利率领先



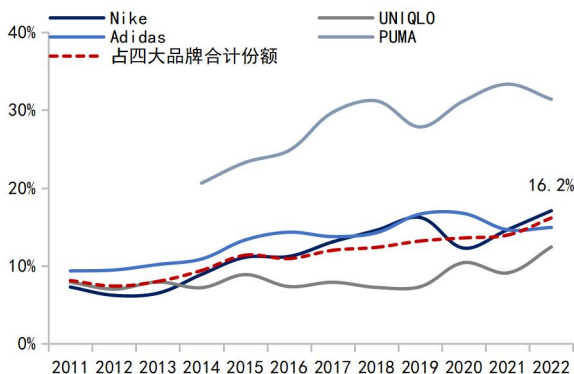
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图82：华利集团在同行中毛利率领先



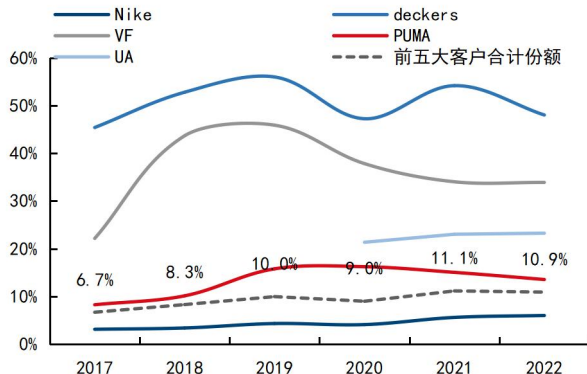
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图83：申洲国际占主要品牌客户采购份额估算



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图84：华利集团占主要品牌客户采购份额估算



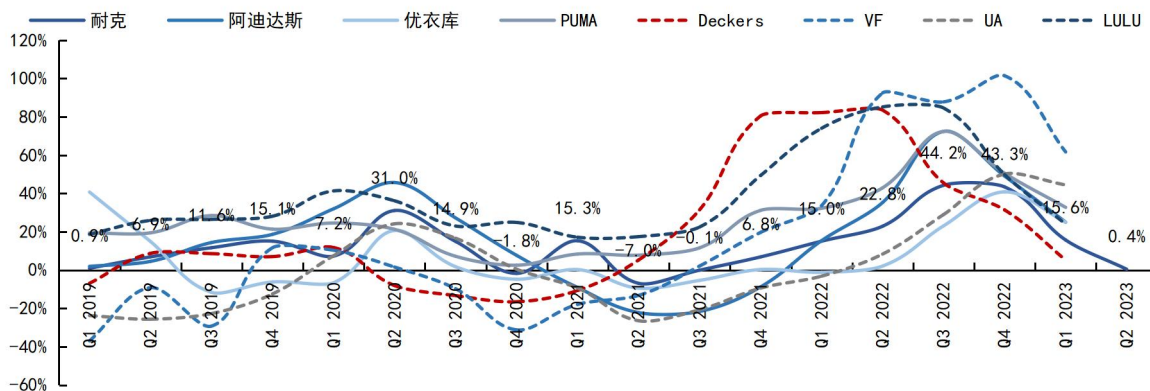
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

2、品牌库存将逐季改善，订单恢复预期改善有望催化供应商估值修复

从申洲国际、华利集团主要国际品牌客户最近季度的库存来看，绝大多数品牌库存增长实现连续 2 个季度环比降速，同时存货周转天数（TTM）环比下降，优衣库、deckers、UA 存货周转天数已经回到历史健康水平，耐克、PUMA 距离历史健康水平平均还差 15 天左右，阿迪还差 40-50 天（不过如果考虑到耐克、阿迪等品牌这几年 DTC 占比提升带来的报表库存自然提升，耐克最新库存已接近相对健康）。

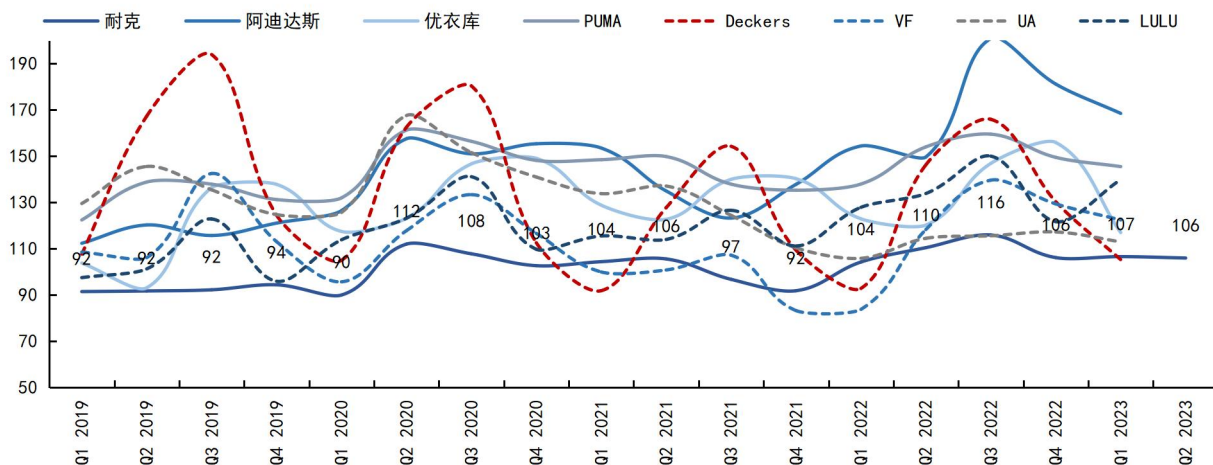
根据国际品牌管理层的预期，后续库存有望延续改善并逐步恢复健康，库存改善将提升订单恢复的预期，从而有望催化头部供应商估值修复。关注申洲国际、华利集团的底部反弹机遇。

图 85：申洲国际和华利集团主要国际品牌客户库存季度 YOY



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 86：申洲国际和华利集团主要国际品牌客户存货周转天数（TTM）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

投资方向二：短期景气度向上，中长期成长空间大的纺织材料隐形冠军

1、竞争优势明显，积极扩张成长空间大的先进纺织材料生产商

台华新材、伟星股份分别是高端锦纶纤维、辅料龙头生产商，在各自的细分领域形成较强的竞争壁垒（技术、服务、交期和差异化等），同时随着行业需求增长和公司产能扩张，未来成长潜力大。

1) 台华新材：技术壁垒深厚，先发优势显著，有望引领高端纤维国产替代

台华新材是“锦纶丝-锦纶坯布-锦纶面料”的一体化生产商，同时拥有民用锦纶 66 丝、再生锦纶丝等高技术含量、高附加值产品生产能力。

根据公司发展战略规划，未来 3 年将重点扩张锦纶 66 和锦纶再生丝。正如我们去年底发布的《锦纶行业专题：景气赛道技术突破，推演产业成长机遇》所分析，锦纶 66 和锦纶再生纤维均有广阔的需求前景（**随着上游原材料己二腈国产化，我们预计 3 年后锦纶 66 需求量将提升至目前的 4-5 倍**），而供应端受制于技术工艺因此十分稀缺，新进入者往往需要 3 年以上时间突破技术难题。

公司在早期布局锦纶 66 研发，并与三联合作研发化学法回收再生纤维，经过长期积累在行业中已经形成明显技术先发优势，并于 2021 年率先投产 2 万吨锦纶 66 纤维和 6000 吨物理法可再生纤维。

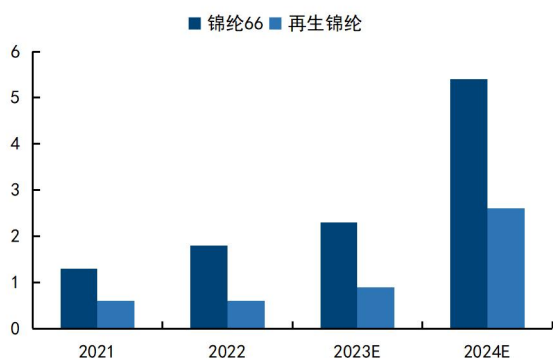
成长分析：1 期锦纶 66 和再生丝已进入试生产，未来有望贡献丰厚业绩增长

淮安 1 期项目正式于 2022 年 1 月初动工，已于 2023 年 4 月竣工并进入试生产，1 期规划锦纶 66 丝实际产能 3.5-4 万吨，再生丝 10 万吨（第一阶段先上 2 万吨），2023 年下半年开始预计小幅贡献产能，2024 年开始将进入产能快速释放期。

由于锦纶 66 和再生业务需求增长前景广阔、技术壁垒高，具有明显更高的附加值，我们估算 2024 年淮安 1 期项目投产后，未来 2-3 年在行业需求释放、同行未大幅扩产前提下，公司锦纶 66 和再生锦纶业务有望大幅贡献盈利增长。

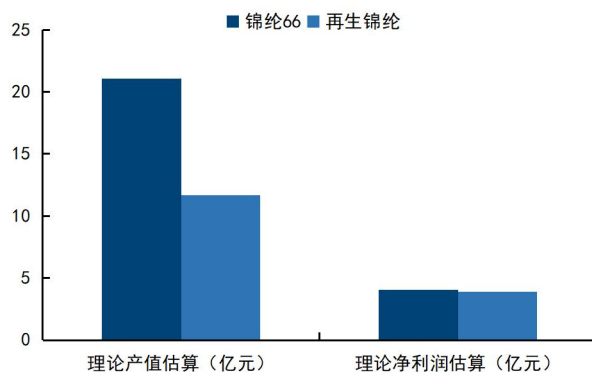
同时公司还在江苏淮安还规划有 2~4 期一体化扩产项目，未来扩张步伐积极。

图 87：估算公司锦纶 66 和再生锦纶实际产能（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 88：1 期满产后，公司高端锦纶业务理论总产值和利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 伟星股份：服装辅料国产替代空间巨大，智能化和品质交期优势推动公司份额持续提升

YKK 辅料收入规模约 200 亿人民币，服装辅料国产替代空间巨大。服饰辅料主要包括拉链、纽扣、织带等，伟星股份是国内服饰辅料龙头，主营拉链和纽扣业务，2022 年收入 36 亿元，其中拉链业务收入 20 亿元位列全球第二，但日本 YKK 辅料收入规模最高达到约 200 亿元人民币，因此具有十分巨大的国产替代空间。

竞争力：相比辅料同行，伟星股份在智能化、交期、差异化服务方面做的更优

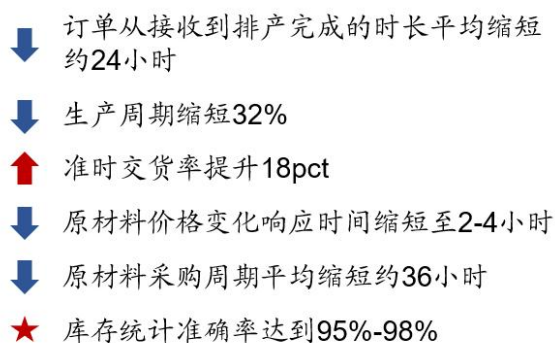
第一，在智能制造和交期方面，近几年公司管理层坚定不移地打造智能制造，目前公司的临海拉链工业园部分生产线已完成自动化流程改造、简化工序，同口径实际用工人数在持续下降、生产效率大幅提升。根据浪潮资讯，伟星股份实施浪潮 GS 系统整合供应链，收集全国营销网点的客户订单和反馈，并进行订单汇总、统一排产，公司准时交货率提升 18p.p.，日产量提高 3 倍，生产周期缩短 32%。

具体看，在销售管理方面，订单从接收到排产完成的时长平均缩短约 24 小时，订单确认到产品交货的时长平均缩短约 24 小时，客户投诉响应时长平均缩短约 48 小时。在采购管理方面，公司通过 GS 系统对 1000 多家供应商实现系统的管理，价格变化响应时间缩短至 2-4 小时、原材料采购周期平均缩短约 36 小时。此外，公司的库存统计准确率达到 95%-98%。

第二，伟星全球布局营销生产网络，提供一流的差异化服务，国际化空间大。伟星股份直接客户为成衣厂，2010 年后的制衣产业海外转移，导致公司订单流失。公司决定从 14~15 年开始执行国际化战略，一方面，公司在全球 50 多个国家建立营销服务网络，拥有 1000+ 名营销人员，保证为全球各地客户提供贴心的服务，同时直接对接到源头品牌，有利于加强订单流向的掌控力。另一方面，相比日本 YKK，公司坚持为品牌客户提供个性化、定制化生产服务，并通过自身的智能化能力做到快速响应，有效应对品牌的加单、急单。

公司陆续赢得耐克、阿迪、优衣库、ZARA、HM 等知名国际龙头客户认可，订单量快速增加，逐步抢占 YKK 的份额。

图 89：伟星股份智能制造成效



资料来源：浪潮资讯，国信证券经济研究所整理

图 90：伟星股份全球化营销网点分布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

成长空间：定增募集资金，新一轮产能规划落地

随着公司竞争力的持续提升，品牌认可度提升带动市场份额的扩张，以及国际化进程开拓客户，公司产能逐渐供不应求，并开始规划产能扩张。

2022 年 11 月，伟星股份发布定增预案，近期定增项目可研计划公布，预计投资 12.7 亿元扩建 3 个项目，包括年产 9.7 亿米高档拉链配套织带搬迁及辅料技改项目（1 期）、年产 2.2 亿米高档拉链扩建项目、越南服装辅料生产项目。

项目将从动工建设 2 年后逐步投入使用并贡献收入，根据公司规划，项目动工建设后 2-5 年的营业收入依次达到 2.6、8.5、12.1、13.1 亿元。

表6: 公司定增募集资金规划产能扩张计划（实际产量预期）

项目名称	投资额	产品	T+2	T+3	T+4	T+5
年产 9.7 亿米高档拉链配套织带搬迁及辅料技改项目（1 期）	47,460	染色打样品和织带（万米）	25,200	50,399	62,999	62,999
年产 2.2 亿米高档拉链扩建项目	34,620	拉链（万米）	3,300	11,550	16,500	16,500
越南服装辅料生产项目	44,640	拉链（万条）	0	4,120	7,210	10,300
		金属扣（万套）	0	13,200	23,100	33,000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7: 公司定增募集资金规划产能扩张计划（营业收入预期，万元）

项目名称	投资额	产品	T+2	T+3	T+4	T+5
年产 9.7 亿米高档拉链配套织带搬迁及辅料技改项目（1 期）	47,460	染色打样品和织带	12,387	24,774	30,968	30,968
年产 2.2 亿米高档拉链扩建项目	34,620	拉链	13,174	46,111	65,872	65,872
越南服装辅料生产项目	44,640	拉链	0	9,030	15,803	22,575
		金属扣	0	4,971	8,699	12,428
合计	126,720		25,562	84,886	121,342	131,843

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、从国内纺织业库存改善、纺织开机率提升、原材料价格趋势判断景气度正环比向上

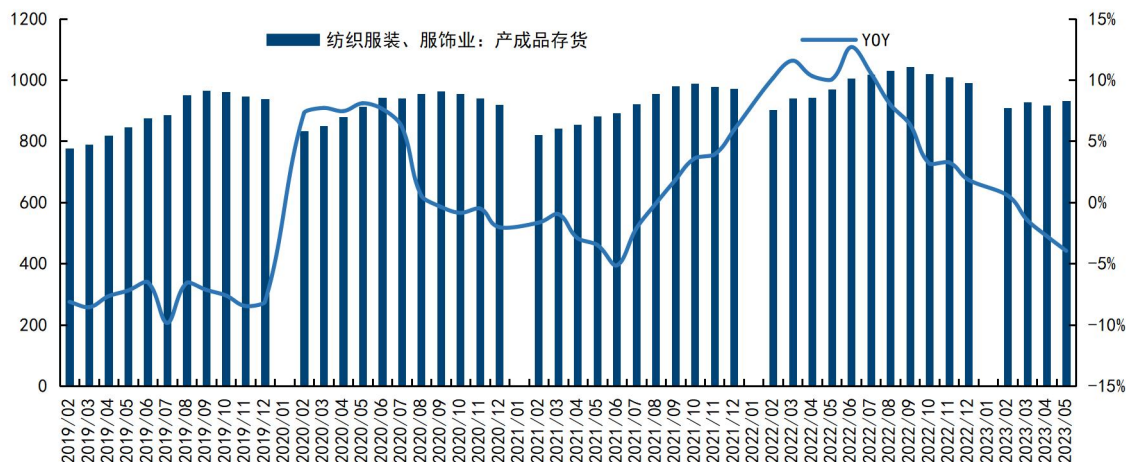
从短期看，我们从纺织业库存、织机开机率和原材料期货价格可见，纺织制造行业景气度已逐步走出底部，呈现环比向上趋势：

1) **库存：呈现稳步改善的趋势。**如前一节所述，海外品牌去库存进展良好，海外订单有望逐步恢复。同时国内服装行业也在景气复苏，国内纺织服装行业产成品库存的 YOY 连续 1 年呈现回落趋势，最近 3 个月已经同比负增长。

2) **织机开机率：已实现同比提升并增幅扩大。**近期盛泽地区喷水喷气织机开机率为 73%，同比 6.5p.p.，近 3 个月纺织开机率均在 70%以上，开机率的同比提升延续环比扩大的趋势，反映订单景气度向上。

3) **原材料价格：内棉价和锦纶丝价格底部向上。**我们选取 328 棉花、锦纶丝和拉链主要原材料价格作为观察对象，可见内棉价和锦纶丝价格从今年年初开始触底回升，尤其是内棉价反弹力度较大，反映下游需求回暖。

图91：中国纺织服装行业产成品存货及增长（金额单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图92：盛泽地区喷水喷气织机开机率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图93：棉纱、锦纶、拉链主要原材料价格走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：优先把握景气品牌与优质制造企业

消费端，过去3年疫情对行业冲击较大，今年处于稳步复苏趋势中。由于赛道景气度和运营能力的差异，品牌之间格局出现分化，我们主要看好品牌服饰的三类投资机会：

第一，高景气基本面催化。高景气、库存健康的优质运动和高端男装品牌在疫后率先复苏，同时中长期有望继续保持快速成长趋势，**重点推荐安踏体育、李宁、特步国际、比音勒芬、报喜鸟、波司登、滔搏**，建议关注海澜之家、牧高笛；

第二，高股息防御属性。增长和盈利稳健、高股息率的优质家纺和男装品牌企业在不确定性中具有较好的防御属性，**建议关注富安娜、中国利郎**。

第三，业绩反转补涨机会。高端女装和休闲装疫情期间利润率受损较严重，随着库存陆续改善，盈利增长弹性大，看好后续补涨行情，**建议关注歌力思、太平鸟、地素时尚、森马服饰**。同时建议关注下半年防疫业绩贡献见底，表现业绩大幅下滑趋势结束，

常规医疗与消费盈利快速增长的公司**稳健医疗**。

制造端，过去疫情造成的供应链紊乱、品牌库存积压对今年基本面造成较大冲击，而最差时间已过，下半年将呈现环比改善，一方面下游去库和收入增长预期形成催化，另一方面原材料成本回落和汇率贬值利好增厚盈利。我们主要看好纺织制造的两类投资机会：

第一，运动户外品牌代工企业估值修复。随品牌库存优化和收入指引落地，明年订单将逐步明朗，代工企业估值有望修复，且中期具有较好的需求景气度和订单确定性，**重点推荐华利集团、申洲国际**，建议关注开润股份、浙江自然。

第二，份额成长空间大的纺织材料企业订单拐点。随下游需求走出底部，材料企业订单复苏将率先兑现，同时中期凭借竞争力领先、行业需求增长景气度高和扩张份额前景乐观，将持续呈现较好的成长性，**重点推荐台华新材、伟星股份**。

第三，低估值龙头业绩见底机会。在下半年订单需求复苏和近期汇率贬值催化下，纺织出口将迎来行业见底回升的机会，其中具有在海外布局产业链中上游产能的头部企业中长期将保持较强的竞争地位，**建议关注百隆东方、盛泰集团、鲁泰 A**。

（一）品牌服饰：景气度、防御属性、盈利弹性三大配置方向

1、高景气基本面催化：李宁、安踏体育、特步国际、比音勒芬、报喜鸟、波司登、滔搏

安踏体育：不破不立，主品牌打开二次成长空间

投资建议：看好疫后盈利能力确定性和多品牌矩阵的成长潜力，维持“买入”评级。随着疫后运动鞋服消费回暖，公司安踏和 FILA 品牌实现库存和折扣优化的稳健高质量增长，其他品牌增长强劲。全年在零售增长驱动下，利润率修复的弹性较大，中长期有望在正确品牌战略和品牌矩阵下持续扩张市场份额，实现高质量成长。预计 2023~2025 年净利润分别为 93.3/112.9/135.4 亿元，同比+23%/+21%/+20%，合理估值区间至 133-138 港元，对应 2024 PE 28~29x，维持“买入”评级。

表8：安踏体育盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	49,328	53,651	62,114	70,749	80,397
(+/-%)	38.9%	8.8%	15.8%	13.9%	13.6%
净利润(百万元)	7720	7590	9333	11289	13543
(+/-%)	49.6%	-1.7%	23.0%	21.0%	20.0%
每股收益(元)	2.73	2.68	3.29	3.99	4.78
EBIT Margin	19.7%	17.0%	18.8%	20.0%	20.8%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	22.1%	23.6%	24.7%	25.5%
市盈率 (PE)	29.4	29.9	24.3	20.1	16.7
EV/EBITDA	28.8	30.8	19.4	16.6	14.6
市净率 (PB)	7.84	6.59	5.74	4.96	4.26

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

李宁：领先本土体育品牌，品牌势能驱动高质量份额扩张

投资建议：流水增长保持稳健、经营指标健康，把握低估值配置机遇。2023 年至今流水增长符合预期，折扣和库存延续健康的态势。中长期看，李宁爆款跑鞋再现，百万级专业跑鞋矩阵有望形成，产品创新与高质量渠道扩张仍将拉动快速增长，跑步有望成为第二增长曲线。预计公司 2023~2025 年净利润为 49/60/71 亿元，同比增长 21%/22%/19%。合理估值区间 78-80 港元，对应 2024 年 PE 30-31x，近

期公司股价回调，当前估值性价比高，维持“买入”评级。

表9：李宁盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,572	25,803	29,931	35,202	40,933
(+/-%)	56.1%	14.3%	16.0%	17.6%	16.3%
净利润(百万元)	4011	4064	4943	6025	7156
(+/-%)	136.1%	1.3%	21.6%	21.9%	18.8%
每股收益(元)	1.52	1.54	1.88	2.29	2.71
EBIT Margin	20.9%	15.7%	17.8%	18.9%	19.4%
净资产收益率 (ROE)	19.0%	16.7%	17.8%	18.8%	19.3%
市盈率 (PE)	28.0	27.6	22.7	18.6	15.7
EV/EBITDA	27.9	32.5	21.4	17.8	15.3
市净率 (PB)	5.32	4.62	4.04	3.51	3.03

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

特步国际：改革成效凸显，分享跑步景气成长

投资建议：看好今年复苏加速势头和下半年业绩弹性，中期看好主品牌势能提升和多品牌布局下成长机遇。2023年以来公司销售流水快速增长，库存和折扣改善，上半年加盟商仍然有去库压力，预计下半年开始报表收入和净利润将会有较大弹性。中长期看，特步主品牌坚持大众定位、深耕跑步领域强化品牌势能，同时新品牌处于快速成长期，未来拓展加盟模式有望放量。预计公司2023-2025年净利润分别为11.5/14.0/16.7亿元，同比增长24%/23%/19%，由于库存和折扣改善，业绩增长确定性增强，目标价11.5-12.5港元，对应2023年23-25x PE，维持“买入”评级。

表10：特步国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,013	12,930	14,954	17,491	20,241
(+/-%)	22.5%	29.1%	15.7%	17.0%	15.7%
净利润(百万元)	908	922	1,145	1,402	1,673
(+/-%)	77.1%	1.5%	24.2%	22.5%	19.3%
每股收益(元)	0.34	0.35	0.43	0.53	0.63
毛利率	9.1%	7.1%	7.7%	8.0%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	11.5%	11.2%	13.0%	14.7%	16.2%
市盈率 (PE)	21.7	21.4	17.2	14.1	11.8
EV/EBITDA	28.6	31.1	16.7	16.5	18.1
市净率 (PB)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

比音勒芬：景气赛道精准卡位，品牌强势持续成长

投资建议：卡位景气赛道，品牌势能强，中长期成长可期。公司连续多年保持业绩快速增长、库存改善和毛利率提升，疫情期间同样领跑行业，优秀的成长性持续得到印证。中长期看，比音勒芬作为运动细分景气赛道的高端品牌，已通过早期精准定位、高质量营销、差异化渠道运营和优秀产品力培育出卓越品牌力，随着品牌影响力持续提升，未来成长空间广阔。预计2023-2025年净利润分别9.4/11.6/14.0亿元，同比增长30%/23%/20%。考虑到公司一贯以来优秀的成长性 & 健康的经营指标，维持目标价40.6-42.7元，对应2024年20~21x PE，维持“买入”评级。

表11：比音勒芬盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,720	2,885	3,523	4,176	4,876
(+/-%)	18.1%	6.1%	22.1%	18.6%	16.7%
净利润(百万元)	625	728	945	1160	1397
(+/-%)	25.2%	16.5%	29.8%	22.8%	20.4%
每股收益(元)	1.13	1.27	1.66	2.03	2.45
EBIT Margin	32.4%	34.0%	31.7%	32.3%	33.0%
净资产收益率(ROE)	19.2%	17.6%	19.5%	20.3%	20.7%
市盈率(PE)	29.1	25.9	20.0	16.3	13.5
EV/EBITDA	21.7	19.9	17.3	14.5	12.3
市净率(PB)	5.6	4.6	3.9	3.3	2.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

报喜鸟：变革重焕新生，哈吉斯景气成长打开空间

投资建议：看好集团改革效能释放和新品牌成功培育下的中长期成长性。公司经历行业调整和投资失利阵痛后实施一系列变革，重回高增长。主品牌在智能化、年轻化、新零售驱动下，获得超越传统西服的阿尔法增长；哈吉斯凭借英伦基因，在集团精心培育下强势成长，从中国高净值人群和下沉市场渗透率看，预计仍有广阔成长空间。预计2023-2025年净利润为6.0/7.3/8.6亿元，同比增长31%/21%/18%，维持目标价6.6-7.4元，对应2023年PE 16-18x，当前估值相比同类公司仍然具有较高性价比，维持“买入”评级。

表12：报喜鸟盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,451	4,313	5,117	5,942	6,814
(+/-%)	17.5%	-3.1%	18.6%	16.1%	14.7%
净利润(百万元)	464	459	602	726	860
(+/-%)	26.7%	-1.2%	31.1%	20.8%	18.3%
每股收益(元)	0.32	0.31	0.41	0.50	0.59
EBIT Margin	14.2%	13.8%	15.3%	15.9%	16.5%
净资产收益率(ROE)	11.2%	11.7%	13.8%	14.9%	15.7%
市盈率(PE)	17.1	17.3	13.2	10.9	9.3
EV/EBITDA	13.5	14.5	11.9	9.8	8.6
市净率(PB)	1.91	2.02	1.83	1.63	1.45

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

波司登：品类创新与渠道优化共振，品牌升级新征程

投资建议：看好品牌升级势能向上和高质量持续成长。在不利的的外部环境中，公司业绩继续实现稳健增长和库存优化，彰显龙头强大的经营韧性。公司多年专注羽绒服发展，并持续在高质量营销活动、功能产品研发、渠道运营方面积极发力，看好公司作为羽绒服专家的长远竞争力。由于疫情后消费力复苏需要过程，下调盈利预测，预计公司FY2024~2026年净利润分别为26.5/31.7/37.5亿元（原FY2024-2025分别为28.1/33.3亿元），同比增长24%/20%/18%，由于盈利预测下调，下调目标价至5.0-5.6港元（原5.4-5.9港元），对应FY2024 18-20x PE，维持“买入”评级。建议关注羽绒服龙头低估值、高成长、高分红的配置机遇。

表13: 波司登盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,214	16,774	19,826	22,882	26,236
(+/-%)	20.0%	3.5%	18.2%	15.4%	14.7%
净利润(百万元)	2062	2139	2650	3169	3745
(+/-%)	20.6%	3.7%	23.9%	19.6%	18.2%
每股收益(元)	0.19	0.20	0.24	0.29	0.34
EBIT Margin	14.6%	15.8%	16.1%	16.7%	17.3%
净资产收益率 (ROE)	16.9%	17.0%	20.3%	23.1%	25.9%
市盈率 (PE)	16.3	15.7	12.7	10.6	9.0
EV/EBITDA	14.6	17.7	12.3	10.7	9.4
市净率 (PB)	2.75	2.68	2.57	2.45	2.32

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

滔搏: 中国最大运动零售商, 疫后业绩修复弹性大

投资建议: 全域运营叠加良性库存管理, 看好消费复苏后基本面修复机遇。公司在外部压力下加强全域运营、渠道优化、提升运营效率, 保持业绩韧性。2024 财年初复苏趋势逐步明朗, 中长期看好消费复苏下基本面触底反弹的机遇, 在低基数下客流回暖叠加正向经营杠杆有望进一步加速业绩增长。考虑到当前终端客流恢复及折扣改善节奏, 我们预计公司 2024~2026 财年净利润分别为 23.6/27.6/32.2 亿元, 同比 28.4%/17.0%/16.5%, 合理估值 8.2~8.6 港元, 对应 2025 财年 18x~19x PE, 维持“买入”评级。

表14: 滔搏盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	36,009	31,877	30,140	34,965	39,865
(+/-%)	6.9%	-11.5%	-5.4%	16.0%	14.0%
净利润(百万元)	2770	2447	2412	2734	3165
(+/-%)	20.3%	-11.7%	-1.4%	13.3%	15.8%
每股收益(元)	0.45	0.39	0.39	0.44	0.51
EBIT Margin	10.5%	9.7%	10.1%	10.0%	10.1%
净资产收益率 (ROE)	28.5%	23.1%	22.8%	25.8%	29.9%
市盈率 (PE)	9.2	10.4	10.6	9.3	8.0
EV/EBITDA	9.5	11.4	8.7	8.0	7.3
市净率 (PB)	2.62	2.41	2.41	2.41	2.41

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2、高景气基本面催化建议关注: 海澜之家、牧高笛

海澜之家: 大众男装龙头品牌, 年轻化转型、子品牌、新零售构建新成长曲线

投资建议: 看好疫情后经营效益释放以及集团中长期成长潜力。海澜之家作为国内大众男装的龙头品牌具有较大规模和影响力, 中长期主品牌年轻化转型升级、子品牌孵化成熟和新零售开拓将给公司中长期带来第二增长曲线; 短期值得关注的是疫情期间开设店铺的经营效益释放贡献增长, 以及部分子品牌经营改善贡献盈利。预计 2023-2025 年净利润分别 27.0/30.4/33.9 亿元, 同比变动 +26%/+12%/+12%, 维持目标价至 7.5-8.1 元, 对应 2023 年 12-13x PE, 维持“增持”评级。

表 15: 海澜之家盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,498	23,782	26,153
(+/-%)	12.4%	-8.1%	15.8%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	2491	2155	2704	3036	3390
(+/-%)	39.6%	-13.5%	25.5%	12.3%	11.6%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.63	0.70	0.78
EBIT Margin	19.5%	19.0%	18.6%	19.0%	19.2%
净资产收益率(ROE)	16.6%	14.8%	17.0%	17.4%	17.7%
市盈率(PE)	11.9	13.8	11.0	9.8	8.8
EV/EBITDA	9.4	10.3	10.4	9.5	8.8
市净率(PB)	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

牧高笛: 专业露营装备龙头, 自主品牌快速发展

投资建议: 牧高笛是一家专业从事露营帐篷、户外服饰及其他户外用品研发、设计、生产和销售的企业, 同时经营 OEM/ODM 业务(海外为主)与自主品牌业务(国内经营), 2022 年占比分别为 47%和 53%, 产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场。考虑到海外通胀影响需求及下游去库存等因素影响, OEM/ODM 业务承压, 我们下调对公司 2023-2025 年盈利预测至 1.43、1.63、1.88 亿元(2023-2024 原值为 2.27、2.93 亿元)。考虑到国内露营需求仍维持高景气, 自主品牌成长性高, 我们给予 46.5-49.0 的合理估值区间, 对应 2024 年 19-20xPE, 维持“增持”评级。

表 16: 牧高笛盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	923	1,436	1,506	1,680	1,865
(+/-%)	43.6%	55.5%	4.9%	11.5%	11.0%
净利润(百万元)	79	141	143	163	188
(+/-%)	71.0%	78.9%	1.4%	14.5%	14.9%
每股收益(元)	1.18	2.11	2.14	2.45	2.81
EBIT Margin	10.0%	12.8%	12.0%	12.3%	12.8%
净资产收益率(ROE)	16.8%	26.3%	23.6%	23.8%	24.0%
市盈率(PE)	39.7	22.2	21.9	19.1	16.6
EV/EBITDA	39.0	20.5	21.0	18.4	16.0
市净率(PB)	6.67	5.85	5.16	4.55	4.00

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

3、高股息防御属性关注: 富安娜、中国利郎

富安娜: 艺术家纺龙头, 高端定位及强零售渠道构建深厚壁垒

投资建议: 看好集团改革效能释放和新品牌成功培育下的中长期成长性。富安娜以销售床上用品及家居生活类产品为主, 主品牌“富安娜”定位高端, 另有三大子品牌“VERSAI 维莎”(艺术轻奢系列)、“馨而乐”(年轻温馨系列)和“酷智奇”(儿童系列)。公司经历行业调整和投资失利阵痛后实施一系列变革, 重回高增长。主品牌在智能化、年轻化、新零售驱动下, 获得超越传统西服的阿尔法增长; 哈吉斯凭借稀缺英伦基因, 在集团精心培育下强势成长, 从中国高净值人群和下沉市场渗透率看, 预计仍有广阔成长空间。我们看好公司中长期成长潜力, 预计 2023~2025 年净利润分别为 5.8/6.5/7.2 亿元, 同比增长 8.2%/11.9%/10.9%, 对应 2024 年 11~13x PE 合理估值为 8.6~10.3 元, 下半年复苏弹性大, 当前估值性价比较高, 维持“买入”评级。

表17: 富安娜盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,171	3,451	3,719
(+/-%)	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%
净利润(百万元)	546	534	578	647	717
(+/-%)	5.7%	-2.2%	8.2%	11.9%	10.9%
每股收益(元)	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86
EBIT Margin	20.8%	18.9%	20.8%	21.5%	22.2%
净资产收益率(ROE)	14.8%	14.2%	14.9%	16.1%	17.2%
市盈率(PE)	12.3	12.6	11.7	10.4	9.4
EV/EBITDA	10.6	11.7	10.2	9.2	8.5
市净率(PB)	1.82	1.78	1.73	1.68	1.62

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

中国利郎: 中高档商务休闲男装, 渠道转型效益释放, 经营稳健股息率高

投资建议: 经营稳健, 股息率高, 看好今年业绩低基数加速复苏。2022年在艰难的经营环境中, 公司仍然实现稳健的经营业绩。三年疫情期间, 公司不断提升产品竞争力并积极推行渠道转型, 目前来看渠道转型对优化库存管控、提升售罄率和店效起到积极作用, 为疫后复苏打下坚实基础。维持盈利预测, 预计2023~2025年净利润分别为5.0/5.7/6.5亿元, 同比增长12%/14%/13%。维持合理估值至4.8-5.0港元, 对应2023年10-10.5x PE, 维持“买入”评级。

表18: 中国利郎盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,379	3,086	3,396	3,792	4,214
(+/-%)	26.1%	-8.7%	10.1%	11.6%	11.1%
净利润(百万元)	468	448	503	572	648
(+/-%)	-16.0%	-4.3%	12.2%	13.9%	13.3%
每股收益(元)	0.39	0.37	0.42	0.48	0.54
经营利润率	15.9%	16.9%	17.1%	17.4%	17.8%
净资产收益率(ROE)	12.7%	11.8%	12.8%	14.0%	15.1%
市盈率(PE)	9.3	9.8	8.7	7.6	6.7
EV/EBITDA	12.7	13.5	9.4	8.5	7.7
市净率(PB)	1.19	1.16	1.11	1.07	1.02

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

4、业绩反转补涨机会建议关注: 歌力思、太平鸟、地素时尚、森马服饰

歌力思: 高端女装龙头, 外延并购搭建多品牌矩阵

投资建议: 今年新开门店的效益有望释放, 中长期看好收购品牌成长潜力。歌力思是我国高端女装龙头, 自建主品牌 ELLASSAY (歌力思) 主要面向都市女性; 2015年上市后逐步收购 Laurèl、Ed Hardy、IRO Paris、Self-portrait 等国际知名品牌。公司在疫情期间逆势扩张门店, 今年经营环境改善有望贡献销售增长和费用率改善。中长期继续看好公司主品牌稳健增长, 以及收购子品牌的成长潜力。考虑到 1) 一季度业绩在高基数上表现良好, 2) 疫情管控放开后, 公司新开门店的效益有望释放, 预计 2023-2025 年净利润分别为 3.0/4.0/4.7 亿元, 同比增长 1389%/31%/17%。维持 13.7-14.5 元的合理估值区间, 对应 2023 年 PE 17-18x, 维持“增持”评级。

表19：歌力思盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,363	2,395	2,809	3,218	3,649
(+/-%)	20.4%	1.4%	17.3%	14.5%	13.4%
净利润(百万元)	304	20	304	400	469
(+/-%)	-31.7%	-93.3%	1388.8%	31.2%	17.4%
每股收益(元)	0.82	0.06	0.81	1.06	1.24
EBIT Margin	18.6%	7.5%	13.0%	14.7%	15.4%
净资产收益率(ROE)	10.7%	0.7%	10.2%	12.1%	12.7%
市盈率(PE)	14.7	218.2	15.0	11.4	9.7
EV/EBITDA	12.4	25.4	14.8	11.7	10.1
市净率(PB)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

太平鸟：疫情期间盈利受损，关注今年改革效益释放

关注零售能力提升带来的流水恢复和利润率改善，维持“增持”评级。在严峻的经营环境中，公司积极推进商品和渠道改革措施、调整组织架构，优化库存和折扣并加强费用管控，目前成效正逐步显现。从中长期看，公司改革带来的商品优化、零售运营能力的改善有望带动终端流水恢复增长，同时利润率的提升将贡献较大的业绩弹性。预计公司2023-2025年净利润分别为6.0/7.0/8.1亿元，同比+225%/+17%/+16%，目标价23.5~26.5元，对应2024年17~18x PE，维持“增持”评级。

表20：太平鸟盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	9,409	10,493	11,664
(+/-%)	16.3%	-21.2%	9.4%	11.5%	11.2%
净利润(百万元)	677	185	600	700	813
(+/-%)	-5.0%	-72.7%	225.1%	16.6%	16.1%
每股收益(元)	1.42	0.39	1.26	1.47	1.71
EBIT Margin	8.9%	2.8%	8.5%	8.8%	9.2%
净资产收益率(ROE)	15.9%	4.5%	13.5%	14.6%	15.6%
市盈率(PE)	15.7	57.7	17.7	15.2	13.1
EV/EBITDA	15.3	40.9	16.2	14.8	13.1
市净率(PB)	2.5	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

地素时尚：原创设计、高盈利能力的中高端女装龙头

投资建议：看好公司优秀的品牌竞争力，中长期有望保持稳健增长。地素主打独立原创的设计师品牌，围绕中高端品牌定位，分别创立“DAZZLE”、“DIAMOND DAZZLE”、“d'zzit”和“RAZZLE”四个知名服装品牌，分别定位中高端时尚女装、高端女装、中高端潮流品牌、中高端男士时装。随着疫情管控放开，一季度公司业绩恢复增长，二季度基数走低、经营环境进一步改善，增长有望加速。中长期看，公司成功塑造高端品牌基因，拥有优秀的品牌溢价实力，同时数字化赋能渠道运营效率提升。预计公司2023-2025年净利润分别为5.6/6.8/7.8亿元，同比增长47%/20%/15%，维持16.5-17.1元的合理估值区间，对应2023年PE 14-14.5x，维持“买入”评级。

表21：地素时尚盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,898	2,400	2,759	3,119	3,468
(+/-%)	13.0%	-17.2%	15.0%	13.0%	11.2%
净利润(百万元)	689	385	566	678	776
(+/-%)	9.5%	-44.2%	47.2%	19.7%	14.5%
每股收益(元)	1.43	0.80	1.18	1.41	1.61
EBIT Margin	31.9%	23.7%	24.8%	26.4%	27.2%
净资产收益率(ROE)	18.4%	10.7%	14.7%	16.3%	17.3%
市盈率(PE)	11.1	19.9	13.5	11.3	9.8
EV/EBITDA	8.8	13.7	11.4	9.7	8.6
市净率(PB)	2.0	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

森马服饰：童装及休闲装双龙头，童装赛道景气度高

投资建议：看好短期库存改善后的业绩弹性，中长期有望保持稳健增长。公司是业内领先的童装和休闲装双龙头，以“巴拉巴拉”和“森马”双品牌运营，休闲装业务稳健发展，童装业务赛道景气、公司市场地位遥遥领先，聚焦新战略后市场份额有望进一步提升，中长期期待公司国际化业务的成功拓展。一季度终端零售趋势向好，随着库存去化、新品推出，下半年业绩有望得到较大改善。由于去年疫情影响超出预期，今年上半年仍然有去库压力，预计公司2023-2025年净利润分别为9.3/11.5/13.4亿，同比增长45%/25%/16%，维持6.4-6.8元的合理估值区间，对应2024年PE 15-16x，维持“增持”评级。

表22：森马服饰盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	14,701	16,342	18,047
(+/-%)	1.4%	-13.5%	10.3%	11.2%	10.4%
净利润(百万元)	1486	637	926	1153	1336
(+/-%)	84.5%	-57.1%	45.4%	24.5%	15.9%
每股收益(元)	0.55	0.24	0.34	0.43	0.50
EBIT Margin	16.1%	12.1%	11.6%	12.2%	12.7%
净资产收益率(ROE)	12.7%	5.8%	8.3%	10.0%	11.2%
市盈率(PE)	11.0	25.6	17.6	14.1	12.2
EV/EBITDA	9.0	13.0	12.1	10.9	9.9
市净率(PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

稳健医疗：医疗并购协同效应逐步释放，消费品保持高质量发展

投资建议：看好医疗并购协同效应释放，消费品疫后复苏盈利能力持续提升。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求和利润率随疫情稳定持续收缩，中长期来看外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务看好疫后客流回暖、消费复苏带来的业绩反弹机遇，全棉时代具备长期品牌竞争力，精耕线上下渠道、降本增效有望持续提升盈利能力。预计2023-2025年净利润分别为15.0/16.4/19亿元，同比增速为-9%/9.3%/15.9%，合理估值为77-81元，对应2024 PE 20-21X，维持“买入”评级。

表 23: 稳健医疗盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	10,223	11,479	13,118
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-9.9%	12.3%	14.3%
净利润(百万元)	2068	1651	1502	1642	1902
(+/-%)	3.7%	-20.2%	-9.0%	9.3%	15.9%
每股收益(元)	4.85	3.87	3.52	3.85	4.46
经营利润率	27.1%	18.6%	18.3%	16.7%	16.9%
净资产收益率(ROE)	19.4%	14.1%	11.9%	12.1%	12.9%
市盈率(PE)	12.4	15.6	17.1	15.7	13.5
EV/EBITDA	12.1	13.4	13.6	12.6	11.0
市净率(PB)	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

(二) 纺织制造: 竞争力提升、份额扩张, 短期景气度边际改善

1、运动户外代工估值修复重点推荐: 华利集团、申洲国际

华利集团: 鞋履制造龙头壁垒深厚, 客户份额提升趋势明确

投资建议: 品牌去库后订单拐点在即, 看好左侧布局的估值弹性。随品牌去库取得进展, 今年二季度起公司订单有望逐步回暖, 叠加新拓客户订单增量将支撑未来公司业绩成长。今年公司预计新增 2 个以上工厂, 中期将继续保持快速产能扩张。成本端, 去年四季度在订单波动的情况下, 毛利率仍实现环比改善, 体现公司柔性产能和成本控制的竞争优势, 一季度毛利率环比下滑主要因公司考虑未来订单需求暂未做出人员成本管控动作, 未来将继续借助生产优势维持利润率稳定、减少订单波动对利润的影响。预计公司 2023~2025 年净利润分别为 29.1/37/44.4 亿元, 同比-10%/27.2%/20.3%, 合理估值至 69.7-76.0 元, 对应 2024 年 PE 22-24x。公司产能扩张为未来需求恢复储备较好弹性, 品牌库存改善在即, 订单能见度改善将催化估值修复, 公司中长期扩张市场份额前景明确, 维持“买入”评级。

表 24: 华利集团盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	20,099	23,940	28,165
(+/-%)	25.4%	17.7%	-2.3%	19.1%	17.6%
净利润(百万元)	2768	3228	2905	3695	4444
(+/-%)	47.3%	16.6%	-10.0%	27.2%	20.3%
每股收益(元)	2.37	2.77	2.49	3.17	3.81
EBIT Margin	21.7%	20.4%	19.2%	20.1%	20.3%
净资产收益率(ROE)	25.3%	24.5%	19.8%	22.4%	23.7%
市盈率(PE)	19.6	16.8	18.6	14.6	12.2
EV/EBITDA	14.1	12.2	13.5	10.9	9.2
市净率(PB)	4.95	4.10	3.70	3.28	2.89

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

申洲国际: 面料制衣一体化龙头, 深度绑定头部品牌持续成长

投资建议: 看好产能利用率回升叠加棉价回落的盈利弹性释放。公司今年收入增长随品牌去库和中国疫后复苏, 将迎来前低后高的趋势, 同时原材料价格回落、产能利用率回升、防疫开支减少有望释放盈利弹性。从中长期角度看, 公司正处于海外产能规模拓张、新客户和新品类即将放量增长的拐点上, 看好公司重新展现出出色的高质量成长性。考虑到今年上半年订单缺口与毛利率影响, 下调盈利预测, 预计公司 2023~2025 年净利润分别为 43/58/68 亿元(原为 48/63/73 亿元),

同比变动-5%/34%/17%，我们看好品牌客户库存改善后订单确定性，维持合理估值区间至 90-98 港元，对应 2024 年 PE 21x-22x，维持“买入”评级。

表 25：申洲国际盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,845	27,815	28,081	32,547	37,241
(+/-%)	3.5%	16.6%	1.0%	15.9%	14.4%
净利润(百万元)	3372	4563	4342	5825	6826
(+/-%)	-34.0%	35.3%	-4.8%	34.2%	17.2%
每股收益(元)	2.24	3.04	2.89	3.88	4.54
EBIT Margin	15.7%	18.8%	17.4%	20.2%	20.7%
净资产收益率(ROE)	12.2%	15.6%	13.7%	16.9%	17.8%
市盈率(PE)	29.7	22.0	23.1	17.2	14.7
EV/EBITDA	23.6	16.8	17.7	14.0	12.4
市净率(PB)	3.61	3.26	3.06	2.76	2.50

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

2、运动户外代工估值修复建议关注：开润股份、浙江自然

开润股份：箱包制造龙头，受益国内出行复苏与海外客户拓展

投资建议：短期关注海外品牌去库进展，中长期看好利润率修复。中长期看，公司箱包代工业务生产效率领先，内生外延扩张产能，做深并拓展优质龙头客户，同时服装代工子公司上海嘉乐经营改善有望贡献盈利；品牌业务调整基本完成，出行需求复苏有望贡献利润率提升。短期需要关注海外品牌库存去化及订单恢复拐点。预计公司 2023-2025 年净利润分别 1.6/2.2/2.6 亿元维持 19.3-20.2 元的目标价，对应 2024 年 PE 21-22x，维持“增持”评级。

表 26：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,289	2,741	2,970	3,384	3,817
(+/-%)	17.8%	19.7%	8.4%	13.9%	12.8%
净利润(百万元)	180	47	161	220	261
(+/-%)	131.0%	-74.0%	243.8%	36.4%	18.5%
每股收益(元)	0.75	0.20	0.67	0.92	1.09
EBIT Margin	7.4%	7.3%	7.3%	8.5%	8.7%
净资产收益率(ROE)	10.7%	2.7%	8.9%	11.2%	12.2%
市盈率(PE)	20.3	78.2	22.7	16.7	14.1
EV/EBITDA	26.1	22.5	19.0	14.9	13.1
市净率(PB)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

浙江自然：供应链一体化的 TPU 户外产品代工龙头

投资建议：短期出口景气度较差，中长期核心竞争力支撑成长。浙江自然主要通过 ODM/OEM 的方式为客户提供各类户外运动用品，与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，海外客户占比达 74%。公司短期受到海外库存出清周期、国内出口景气度等因素夹击，我们下调对公司 2023-2025 年盈利预测至 2.16、2.33、2.53 亿元（原值为 2.40、3.28、4.12 亿元）。由于公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，且当前估值也消化了大量不利因素，我们给予 31.3-33.0 的合理估值区间，对应 2024 年 19-20xPE，维持“买入”评级。

表27：浙江自然盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	951	1,028	1,113
(+/-%)	44.9%	12.3%	0.5%	8.2%	8.2%
净利润(百万元)	220	213	216	233	253
(+/-%)	37.6%	-3.0%	1.3%	8.2%	8.5%
每股收益(元)	2.17	2.11	1.52	1.65	1.79
EBIT Margin	28.0%	25.2%	25.0%	25.1%	25.1%
净资产收益率(ROE)	13.6%	11.9%	11.0%	10.9%	10.8%
市盈率(PE)	14.2	14.7	20.3	18.7	17.3
EV/EBITDA	12.7	12.2	16.4	14.9	14.0
市净率(PB)	1.93	1.75	2.23	2.04	1.86

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

3、份额成长空间大的纺织材料企业订单拐点重点推荐：台华新材、伟星股份

台华新材：技术壁垒深厚，先发优势显著，有望引领高端纤维国产替代

投资建议：锦纶 66 成功投产，中长期前景可期，关注近期行业景气度回升。我们继续看好中长期锦纶 66 和再生锦纶的行业前景，以及公司显著的先发优势、产品竞争壁垒和积极扩张的步伐，经过前期调整后建议关注今年行业景气度回升下的配置机遇。预计 2023~2025 年净利润分别为 4.6/7.0/8.6 亿元，同比增长 72%/51%/23%。目标价 15.0-15.7 元，对应 2024 年 PE 19~20x，维持“买入”评级。

表28：台华新材盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,257	4,009	4,502	5,505	6,437
(+/-%)	70.2%	-5.8%	12.3%	22.3%	16.9%
净利润(百万元)	464	269	459	699	866
(+/-%)	287.3%	-42.1%	71.0%	52.0%	24.0%
每股收益(元)	0.53	0.30	0.51	0.78	0.97
EBIT Margin	14.0%	8.2%	12.2%	15.4%	16.5%
净资产收益率(ROE)	12.5%	6.6%	10.4%	14.3%	15.8%
市盈率(PE)	19.6	34.8	20.4	13.4	10.8
EV/EBITDA	13.2	19.6	14.8	10.5	9.1
市净率(PB)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

伟星股份：服装辅料国产替代空间巨大，优秀的竞争力推动份额持续提升

投资建议：看好公司中长期份额扩张的潜力，关注今年景气度回升机遇。公司经过多年积累，具备规模、成本、技术、快速响应等多方面核心优势，近年智能化与国际化战略增强公司竞争力，随着原有新客户份额提升和新品牌客户拓展，公司成长潜力充足，关注今年行业景气度回升的机遇。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.2/6.3/7.4 亿元，同比增长 5.7%/21.8%/16.9%，目标价 12.7-13.3 元，对应 2024 年 PE 的 21-22x，维持“买入”评级。

表 29：伟星股份盈利预测和财务指标

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,356	3,628	3,888	4,561	5,245
(+/-%)	34.4%	8.1%	7.2%	17.3%	15.0%
净利润(百万元)	449	489	517	629	735
(+/-%)	13.2%	9.0%	5.7%	21.8%	16.9%
每股收益(元)	0.56	0.47	0.50	0.61	0.71
EBIT Margin	20.3%	19.6%	15.8%	16.2%	16.4%
净资产收益率(ROE)	16.7%	16.9%	16.1%	17.6%	18.3%
市盈率(PE)	16.2	19.3	18.3	15.0	12.8
EV/EBITDA	10.0	12.3	13.9	11.8	10.3
市净率(PB)	2.7	3.3	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4、低估值龙头业绩见底机会建议关注：百隆东方、盛泰集团、鲁泰 A

百隆东方：短期景气度回升，中长期海外扩张的成长潜力大

投资建议：中长期看好色纺纱龙头海外扩张的成长潜力。公司早期在越南布局纱线产能，目前形成低成本和低贸易壁垒优势，在越南积极扩张产能有望进一步提升盈利能力。一季度收入环比改善，二季度产能利用率延续回升，我们预计今年景气度将逐季向上，明年经营环境回暖叠加新产能达产后效益有望加速释放。预计 2023~2025 年净利润为 11.1/13.2/14.7 亿元，同比-29%/+19%/+12%，目标价 7.9-8.3 元，对应 2024 年 9.0-9.5x PE，维持“买入”评级。

表 30：百隆东方盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,774	6,989	6,997	7,738	8,421
(+/-%)	26.7%	-10.1%	0.1%	10.6%	8.8%
净利润(百万元)	1371	1563	1107	1317	1469
(+/-%)	274.5%	14.0%	-29.1%	18.9%	11.6%
每股收益(元)	0.91	1.04	0.74	0.88	0.98
EBIT Margin	20.8%	20.4%	15.7%	17.0%	17.1%
净资产收益率(ROE)	15.2%	15.5%	10.3%	11.4%	11.9%
市盈率(PE)	6.8	6.0	8.4	7.1	6.4
EV/EBITDA	6.8	7.7	9.8	8.5	7.8
市净率(PB)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

盛泰集团：全产业链制衣集团，稳步提效促高质量成长

投资建议：关注全产业链集团的中长期成长潜力。公司具有业内稀缺的从纺纱到制衣全产业链模式，通过较好的研发、品质、效率和交期切入高端品牌供应链。合作优质品牌、积极投入产能扩张及智能化升级，中长期成长潜力充足，利润率仍有较大改善空间。预计 2023-2025 年净利润 3.9/4.8/5.7 亿元，同比+4%/+23%/+19%。目标价 11.2-12.0 元，对应 2024 年 13~14x PE，维持“买入”评级。

表 31：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,157	5,966	6,373	7,314	8,288
(+/-%)	9.7%	15.7%	6.8%	14.8%	13.3%
净利润(百万元)	291	376	389	477	567
(+/-%)	-0.6%	29.1%	3.6%	22.6%	18.8%
每股收益(元)	0.52	0.68	0.70	0.86	1.02
EBIT Margin	6.1%	9.0%	8.2%	9.1%	9.3%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.8%	13.9%	15.2%	16.0%
市盈率(PE)	16.5	12.8	12.3	10.1	8.5
EV/EBITDA	15.6	11.4	12.0	10.0	8.8
市净率(PB)	2.3	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

鲁泰 A：全球色织面料龙头，短期海外需求承压，中长期稳步扩张

投资建议：看好中长期稳健增长，今年景气度有望触底回升。2023 年一季度行业需求下滑令公司业绩承压，二季度开始国内外订单有望逐季向好。从中长期看，产能扩张、效率提升、景气品类开拓有望贡献稳步增长。预计公司 2023~2025 年净利润分别为 7.2/9.1/10.3 亿元，同比变动-25%/+26%/+13%，目标价 9.2-9.7 元，对应 2024 年 PE 9.0-9.5x，维持“买入”评级。

表 32：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,238	6,938	6,813	7,474	8,047
(+/-%)	10.3%	32.5%	-1.8%	9.7%	7.7%
净利润(百万元)	348	964	719	907	1026
(+/-%)	257.2%	177.3%	-25.4%	26.1%	13.1%
每股收益(元)	0.39	1.09	0.81	1.02	1.16
EBIT Margin	11.1%	17.1%	11.7%	14.0%	14.6%
净资产收益率(ROE)	4.4%	10.7%	7.6%	9.1%	9.7%
市盈率(PE)	19.0	6.9	9.3	7.3	6.5
EV/EBITDA	10.9	6.4	7.4	6.2	5.7
市净率(PB)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022
02020	安踏体育	买入	71.3	2.80	3.44	4.16	25.5	20.7	17.1	5.6
02331	李宁	买入	36.0	1.54	1.86	2.28	23.4	19.3	15.8	4.5
06110	滔搏	买入	5.9	0.33	0.38	0.45	17.8	15.4	13.0	3.8
03813	宝胜国际	买入	0.5	0.02	0.08	0.10	31.1	6.7	5.2	0.4
01368	特步国际	买入	6.7	0.35	0.43	0.53	19.2	15.6	12.7	2.2
01361	361度	无评级	3.4	0.42	0.50	0.59	8.1	6.8	5.8	1.0
03818	中国动向	无评级	0.3	-0.11	-0.09	0.03	-2.4	-2.9	7.8	0.1
NKE	耐克	无评级	754.3	23.40	29.04	34.38	32.2	26.0	21.9	14.6
LULU	露露乐蒙	无评级	2626.4	48.23	83.04	95.79	54.5	31.6	27.4	20.7
ADS	阿迪达斯	无评级	1314.9	26.41	-21.05	31.32	49.8	-62.5	42.0	4.6
02313	申洲国际	买入	69.3	3.04	3.16	4.21	22.8	21.9	16.5	3.8
00551	裕元集团	无评级	9.9	1.28	9.45	12.28	7.8	1.1	0.8	0.6
02232	晶苑国际	无评级	2.3	0.44	0.46	0.51	5.4	5.1	4.6	0.8
02678	天虹纺织	买入	4.7	0.17	0.81	0.99	27.8	5.8	4.8	0.4
300979	华利集团	买入	53.0	2.77	2.49	3.17	19.2	21.3	16.7	5.7
603055	台华新材	买入	10.7	0.30	0.52	0.78	35.8	20.7	13.8	2.5
002003	伟星股份	买入	9.6	0.47	0.50	0.61	20.3	19.1	15.7	2.8
605138	盛泰集团	买入	8.8	0.68	0.70	0.86	12.9	12.5	10.2	2.4
601339	百隆东方	买入	5.6	1.04	0.74	0.88	5.4	7.6	6.4	0.9
000726	鲁泰A	买入	6.9	1.09	0.93	1.11	6.3	7.4	6.2	0.8
300577	开润股份	增持	16.4	0.20	0.67	0.92	81.9	24.4	17.8	2.4
603558	健盛集团	买入	8.37	0.69	0.65	0.82	12.1	12.9	10.2	1.4
2199	维珍妮	买入	2.49	0.36	0.59	0.73	6.9	4.2	3.4	1.2
605080	浙江自然	买入	30.32	2.11	2.38	3.24	14.4	12.7	9.4	1.9
300918	南山智尚	无评级	13.60	0.52	0.65	0.86	26.2	21.1	15.8	2.9
603889	新澳股份	无评级	7.75	0.76	0.64	0.77	10.2	12.1	10.1	1.5
605189	富春染织	无评级	16.60	1.31	1.68	2.20	12.7	9.9	7.6	1.4
002042	华孚时尚	无评级	3.1	-0.21	0.24	0.33	-14.7	12.8	9.4	0.7
1476	儒鸿	无评级	119.1	5.96	4.83	6.20	20.0	24.7	19.2	6.7
1477	聚阳实业	无评级	72.5	3.50	3.43	3.80	20.7	21.1	19.1	5.6
9910	丰泰企业	无评级	46.8	2.48	2.14	2.45	18.9	21.9	19.1	9.9
300888	稳健医疗	买入	41.2	3.87	3.52	3.85	10.6	11.7	10.7	1.6
002563	森马服饰	增持	6.3	0.24	0.34	0.43	26.2	18.5	14.6	1.5
600398	海澜之家	增持	7.1	0.50	0.63	0.70	14.3	11.3	10.2	2.1
603877	太平鸟	增持	23.7	0.39	1.26	1.47	60.8	18.8	16.1	2.7
002154	报喜鸟	买入	5.6	0.31	0.41	0.50	17.9	13.5	11.1	1.6
601566	九牧王	增持	11.8	-0.16	0.51	0.67	-75.5	23.1	17.6	1.7
603001	ST奥康	无评级	5.9	-0.96	0.21	0.32	-6.1	28.3	18.5	0.7
603518	锦泓集团	无评级	11.8	0.25	0.77	1.02	47.2	15.4	11.6	1.4
603908	牧高笛	增持	46.6	2.11	3.40	4.39	22.1	13.7	10.6	6.6
002293	罗莱生活	无评级	11.3	0.68	0.86	1.00	16.5	13.1	11.3	2.3
002327	富安娜	买入	8.1	0.65	0.70	0.78	12.5	11.6	10.4	1.8
603365	水星家纺	无评级	14.0	1.05	1.40	1.64	13.3	10.0	8.5	1.4
002397	梦洁股份	无评级	3.6	-0.59	0.10	0.00	-6.1	37.7	-	1.7
01234	中国利郎	买入	3.9	0.37	0.42	0.48	10.4	9.2	8.0	1.3
03998	波司登	买入	3.0	0.20	0.24	0.29	15.1	12.6	10.4	3.0
1910	新秀丽	无评级	20.4	1.52	1.89	2.22	13.5	10.8	9.2	6.7
ITX.MA	Inditex	无评级	269.5	10.49	11.30	12.25	25.7	23.8	22.0	7.4
9983	迅销	无评级	1746.8	45.07	39.55	45.27	38.8	44.2	38.6	2.8
002832	比音勒芬	买入	33.9	1.27	1.66	2.03	26.7	20.4	16.7	5.8
603808	歌力思	增持	13.0	0.06	0.81	1.06	217.0	16.1	12.3	1.7
603587	地素时尚	买入	14.8	0.80	1.18	1.41	18.5	12.5	10.5	1.9
603839	安正时尚	无评级	7.5	0.30	0.26	0.33	24.9	28.6	22.6	1.1
03306	江南布衣	买入	7.8	1.08	0.94	1.18	7.2	8.3	6.6	2.4
03709	赢家时尚	无评级	10.1	0.66	1.22	1.43	15.3	8.2	7.0	1.8
01913	普拉达	无评级	48.0	11.87	16.17	18.25	4.0	3.0	2.6	5.5
MC.PA	LVMH	无评级	6526.0	221.62	258.72	286.15	29.4	25.2	22.8	9.7
KER.PA	Kering	无评级	3776.1	231.74	252.32	279.91	16.3	15.0	13.5	4.9
CFR.SIX	历峰集团	无评级	1167.0	30.49	27.58	54.31	38.3	42.3	21.5	4.4
RMS.PA	Hermes	无评级	14723.5	254.59	296.70	332.25	57.8	49.6	44.3	22.7

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

风险提示

1. 疫情反复多次冲击；
2. 海外高通胀；
3. 国际政治经济风险；
4. 汇率与原材料价格大幅波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032

知势投研圈 | 投资研报全方位学习社群

- ✓ 年费仅需99元
- ✓ 日均更新40-70份报告
- ✓ 覆盖全球主流机构研报
- ✓ 顶级投资干货分享



微信扫码
研报无限下载