

逆境彰显龙头韧性，至暗已过曙光将明

2022 年 09 月 05 日

► **纺织服装板块整体回顾：**1) 社零：2022 年 Q2 新冠疫情确诊人数显著增长，线下消费、线上物流受阻，影响纺服行业表现。因 3 月至 5 月多地出现大范围聚集性疫情，显著抑制线下出行及消费活动需求，Q2 疫情对于纺织服装等依赖线下门店客流的可选消费品影响较为显著，因此 3-5 月服装鞋帽针纺织品类社零数据出现不同幅度下滑，但 6-7 月社零增速已转正，22 年 4-7 月社零同比增速分别 -22.80%/-16.20%/+1.20%/+0.80%。2) 行业收入/业绩：疫情扰动下，纺织服装行业盈利能力略承压。我们选取申万纺服行业标的作为纺服板块研究对象，整体来看，疫情压力下行业公司总营收保持正增长，但净利润出现明显下滑，2022 年 H1 纺织服饰板块整体收入 2066.63 亿元/yoy+6.7%，整体归母净利润 166.53 亿元/yoy-12.3%。3) 板块内部表现分化：2022 年 H1 户外赛道异军突起、领跑行业，运动品牌以及纺织制造稳健增长，男女装板块承压明显。22H1 归母净利润增速：户外(yoy+41%)>纺织制造(yoy+14%)>运动服饰(yoy+4%)>家纺(yoy-18%)>男装(yoy-24%)>女装(yoy-56%)。22Q2 归母净利润增速：户外(yoy+38%)>纺织制造(yoy+27%)>男装(yoy-28%)>家纺(yoy-37%)>女装(yoy-90%)。

► **下游品牌板块：户外&运动品牌持续领跑行业。**1) 运动服饰引领行业：①收入：2022 年 H1 板块龙头收入合计同比增 18.53%，归母净利润增 4.35%，在 Q2 疫情大规模闭店、同期新疆棉事件高基数背景下实现增长；②盈利：部分品牌在疫情下调整折扣以维持健康库存，2022 年 H1 安踏体育/李宁/特步国际/361 度毛利率同比分别 -1.12/-5.92/+0.17/-0.35pct；③门店：聚焦高线城市的运动品牌门店整体呈收缩趋势，截止 2022 年 H1 安踏体育/李宁/特步国际/361 度门店数较 2021 年末分别 -212/-25/+123/+296 家。2) 户外运动：露营热潮带动板块需求回暖。2022H1 年户外领军企业整体收入为 17.40 亿元，同比增 35.75%；整体归母净利润为 2.72 亿元，yoy+41.30%。3) 家纺板块：疫情导致业绩略承压，期待后续恢复。2022H1 年家纺板块企业收入 53.60 亿元，yoy-1.72%；从归母净利润来看，2022H1 年实现利润 5.41 亿元，yoy-17.59%。4) 男女装：22Q2 多地疫情反复影响线下销售，期待疫情好转后业绩修复。

► **纺织制造板块：需求端：**2022 年 Q2 受国内疫情影响，纺服产品出口同比增速下滑、部分内需受到抑制，但随疫情得到控制，环比改善趋势明确。**原材料端：**棉价高位略有回落，内外棉价倒挂情况未缓解，价差仍位于高点。外部环境压力下，布局海外产能龙头企业在稳定产能扩张、多元客户储备等因素推动下，依然具备增长确定性。

► **投资建议：**1) 推荐具备高客户粘性、收入增长将有望迎来边际改善的高尔夫休闲男装龙头**比音勒芬**；推荐即将进入产品销售旺季的国内羽绒服龙头**波司登**；2) 推荐下半年受益于“人民币贬值+产能释放+疫情好转”三重利好的上游服装辅料生产商**伟星股份**、运动鞋代工企业**华利集团**、棉袜无缝生厂商**健盛集团**、箱包代工企业**开润股份**；3) 推荐受益于户外精致露营风潮兴起的“帐篷代工+品牌”双轮驱动的优质标的**牧高笛**；4) 推荐消费韧性强、高分红属性显著的家纺板块优质标的**罗莱生活**。

► **风险提示：**下游消费需求疲软；原材料价格大幅波动；国内疫情反复。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002832.SZ	比音勒芬	20.97	1.09	1.41	1.77	19	15	12	推荐
3998.HK	波司登	3.50	0.19	0.22	0.26	18	16	13	推荐
002003.SZ	伟星股份	11.99	0.43	0.52	0.62	28	23	19	推荐
300979.SZ	华利集团	59.68	2.37	2.90	3.60	25	21	17	推荐
603558.SH	健盛集团	10.71	0.43	0.74	0.96	25	14	11	推荐
603908.SH	牧高笛	89.04	1.18	2.55	3.66	75	35	24	推荐
300577.SZ	开润股份	13.88	0.75	0.92	1.18	19	15	12	推荐
002293.SZ	罗莱生活	10.49	0.85	1.01	1.19	12	10	9	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价；港币汇率为 0.88)

推荐

维持评级


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 辛泽熙

执业证书：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

相关研究

1. 纺服周观点：上海多举措促消费稳市场，三亚本轮疫情防控形势严峻-2022/08/07
2. 纺服周观点：顶奢品牌上半年业绩亮眼，阿迪达斯调低全年业绩预期-2022/07/31
3. 纺服行业 2022 年中期策略：消费者的自我实现，产业链的转移升级-2022/07/06
4. 纺服周观点：行程卡取消星标，Inditex 旗下快时尚品牌将退出中国市场-2022/07/03
5. 纺服周观点：上海疫情首次出现双零，耐克将全面退出俄罗斯市场-2022/06/26

目录

1 纺织服装板块：运动户外热度不减，Q2 疫情扰动明显	3
1.1 22Q2 疫情抑制可选消费，服装社零数据同比下滑	3
1.2 疫情压力下，行业整体盈利水平承压	4
2 服饰品牌：板块表现分化，运动户外品牌增速持续领跑行业	6
2.1 运动品牌：疫情下公司韧性彰显	6
2.2 户外运动：露营热度不减，行业增长领跑	10
2.3 家纺板块：疫情导致业绩略承压，期待后续恢复	15
2.4 男女装：Q2 板块经营承压，待疫情好转业绩修复可期	17
3 纺织制造：疫情下，纺织龙头业绩体现高确定性	28
3.1 板块表现：原材料价格高位略有回落，疫情好转后，纺织产品出口恢复明显	28
3.2 标的：业绩表现略有分化，龙头扩产助推收入扩张	30
4 投资建议	40
4.1 行业投资建议	40
5 风险提示	41
插图目录	42
表格目录	43

1 纺织服装板块：运动户外热度不减，Q2 疫情扰动明显

1.1 22Q2 疫情抑制可选消费，服装社零数据同比下滑

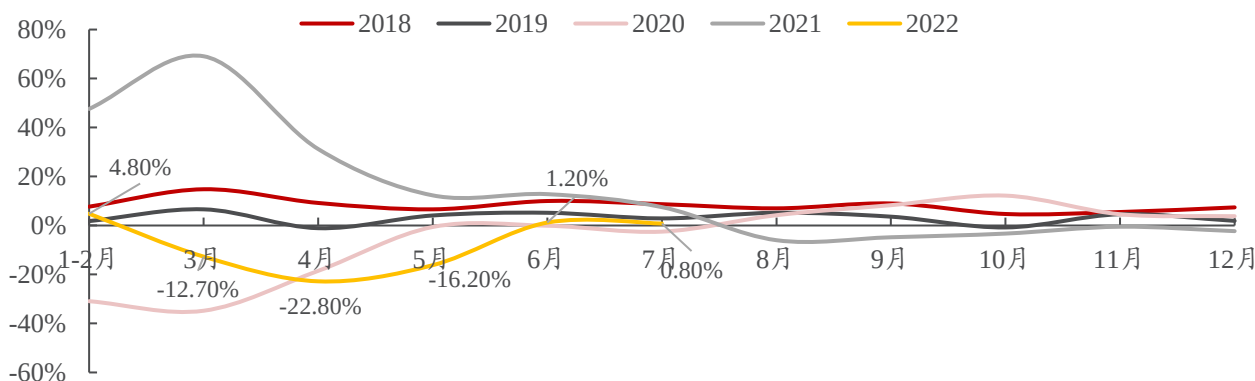
2022 年 Q2 新冠疫情确诊人数显著增长，线下消费、线上物流受阻。因 3 月至 5 月多地出现大范围聚集性疫情，且较多发生在高线城市如：上海、深圳、北京等，显著抑制线下出行及消费活动需求，同时线上消费的物流环节也因部分地区封控而受到阻碍，Q2 疫情对于纺织服装等依赖线下门店客流的可选消费品影响较为显著，因此 3-5 月服装鞋帽针纺织品类社零数据均出现不同程度同比下滑，但 6-7 月社零增速已转正，呈现小幅增长趋势，2022 年 4-7 月社零同比增速分别为-22.80%/-16.20%/+1.20%/+0.80%。

图1：2022 年 Q2 新冠疫情确诊人数显著增长，线下消费出行受阻（单位：人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2018-2022 年服装鞋帽针纺织品类社零当月同比数据：受 2022 年 Q2 疫情影响，3-5 月数据同比有所下滑

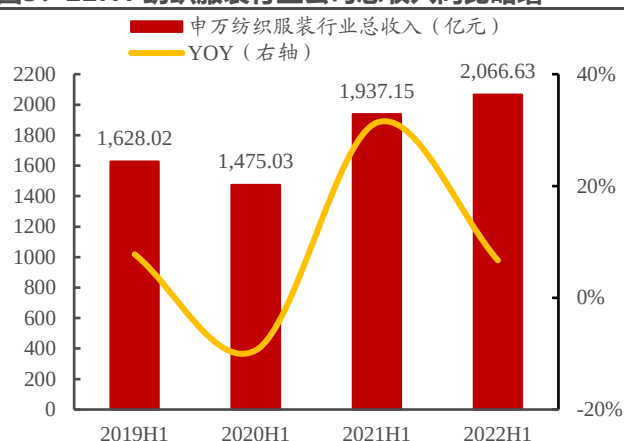


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 疫情压力下，行业整体盈利水平承压

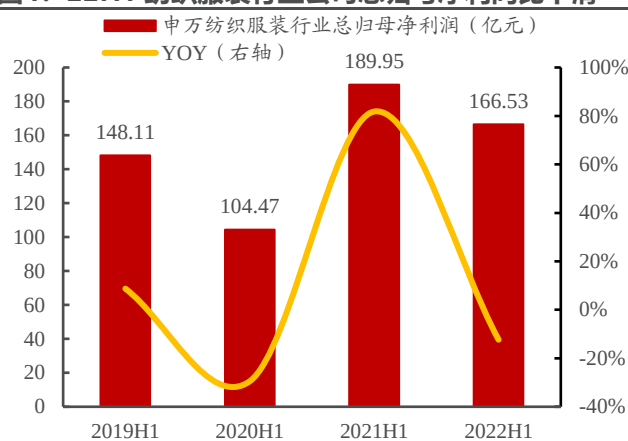
疫情压力下，纺织服装行业公司总收入依然保持增长。我们选取申万纺织服装行业标的以及港股运动品牌标的（安踏体育、李宁、特步国际和 361 度）作为纺织服装板块研究对象，整体来看，疫情压力下行业公司总营收保持正增长，但净利润出现明显下滑，2022 年 H1 纺织服饰板块整体收入 2066.63 亿元/yoy+6.7%，整体归母净利润 166.53 亿元/yoy-12.3%。

图3：22H1 纺织服装行业公司总收入同比略增



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：22H1 纺织服装行业公司总归母净利润同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

我们选取纺服子板块中的龙头企业进行分析，板块表现分化明显：

2022 年 H1 户外赛道异军突起、领跑行业，运动品牌以及纺织制造同样取得稳健增长，男女装板块承压明显。

①2022 年 H1 营收增速：户外 (yoy+36%) > 纺织制造 (yoy+21%) > 运动服饰 (yoy+19%) > 家纺 (yoy-2%) > 男装 (yoy-5%) > 女装 (yoy-13%);

②2022 年 H1 归母净利润增速：户外 (yoy+41%) > 纺织制造 (yoy+14%) > 运动服饰 (yoy+4%) > 家纺 (yoy-18%) > 男装 (yoy-24%) > 女装 (yoy-56%)。

2022 年 Q2 户外持续靓丽，男装女装业绩承压。

①2022Q2 收入增速：户外 (yoy+32%) > 纺织制造 (yoy+23%) > 家纺 (yoy-7%) > 男装 (yoy-8%) > 女装 (yoy-23%);

②2022Q2 归母净利润增速：户外 (yoy+38%) > 纺织制造 (yoy+27%) > 男装 (yoy-28%) > 家纺 (yoy-37%) > 女装 (yoy-90%)。

表1：2022H1/2022Q2 纺织服装上市公司营收及归母净利润数据

板块	股票代码	公司	2022 年 H1				2022Q2			
			收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY
运动服饰	2331.HK	李宁	124.09	22%	21.89	12%	-	-	-	-
	2020.HK	安踏体育	259.65	14%	35.88	-7%	-	-	-	-
	1368.HK	特步国际	56.84	37%	5.90	38%	-	-	-	-
	1361.HK	361 度	36.54	18%	5.51	37%	-	-	-	-
	合计		477.11	19%	69.19	4%	-	-	-	-
女装	603877.SH	太平鸟	41.97	-16%	1.33	-68%	17.33	-26%	-0.57	-127%
	603808.SH	歌力思	11.71	6%	0.50	-73%	5.43	-4%	0.03	-96%
	603587.SH	地素时尚	11.01	-19%	2.52	-35%	5.04	-28%	1.01	-48%
	合计		64.68	-13%	4.36	-56%	27.80	-23%	0.48	-90%
男装	002832.SZ	比音勒芬	13.13	9%	2.95	20%	5.03	-14%	0.82	-13%
	600398.SH	海澜之家	95.16	-6%	12.76	-23%	43.04	-7%	5.53	-32%
	002029.SZ	七匹狼	14.48	-6%	0.90	9%	5.64	-7%	0.45	148%
	601566.SH	九牧王	12.87	-8%	-0.60	-149%	5.21	-11%	-0.03	-111%
	合计		135.64	-5%	16.01	-24%	58.91	-8%	6.77	-28%
户外	603908.SH	牧高笛	8.67	61%	1.13	112%	5.40	65%	0.76	137%
	605080.SH	浙江自然	6.36	28%	1.74	27%	3.06	13%	0.89	18%
	002780.SZ	三夫户外	2.37	-5%	-0.16	-1165%	1.06	-12%	-0.18	-2429%
	合计		17.40	36%	2.72	41%	9.51	32%	1.48	38%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	23.82	-6%	2.23	-21%	10.96	-9%	0.63	-36%
	002327.SZ	富安娜	13.35	2%	2.11	1%	6.65	-2%	1.06	-10%
	603365.SH	水星家纺	16.42	1%	1.07	-35%	8.36	-7%	0.22	-74%
	合计		53.60	-2%	5.41	-18%	25.97	-7%	1.92	-37%
纺织制造	002003.SZ	伟星股份	18.29	23%	3.12	32%	11.05	17%	2.47	29%
	300979.SZ	华利集团	98.99	21%	15.62	21%	57.74	29%	9.14	28%
	603558.SH	健盛集团	12.54	38%	1.88	74%	7.22	45%	1.06	74%
	300577.SZ	开润股份	13.19	33%	0.50	-49%	7.07	31%	0.03	-94%
	2313.HK	申洲国际	135.93	20%	23.67	6%	-	-	-	-
	605189.SH	富春染织	10.43	13%	1.19	16%	5.69	-4%	0.93	46%
	603889.SH	新澳股份	21.19	20%	2.42	40%	12.26	9%	1.68	38%
	合计		310.55	21%	48.40	14%	101.04	23%	15.31	27%

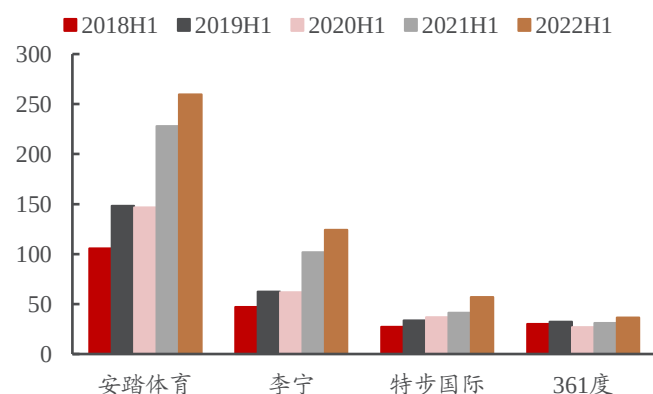
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 服饰品牌：板块表现分化，运动户外品牌增速持续领跑行业

2.1 运动品牌：疫情下公司韧性彰显

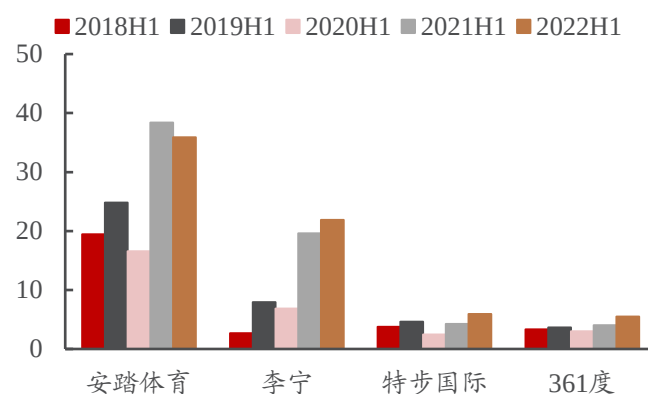
运动品牌收入稳健增长，疫情下彰显品牌力与经营韧性。2022 年 H1 安踏体育/李宁/特步国际/361 度营业收入分别为 259.65/124.09/56.84/36.54 亿元，同比分别增 13.82%/21.69%/37.45%/17.59%；归母净利润分别为 35.88/21.89/5.90/5.51 亿元，同比分别-6.56%/+11.57%/+38.42%/+37.24%，在疫情显著影响线下消费的背景下，依然体现出较强韧性。由于 2022 年 Q2 疫情多发于高线城市，因此门店主要布局一、二线城市的品牌（如：安踏、李宁）受影响更加明显。

图5：运动服饰品牌营收情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：运动服饰品牌归母净利润情况（亿元）



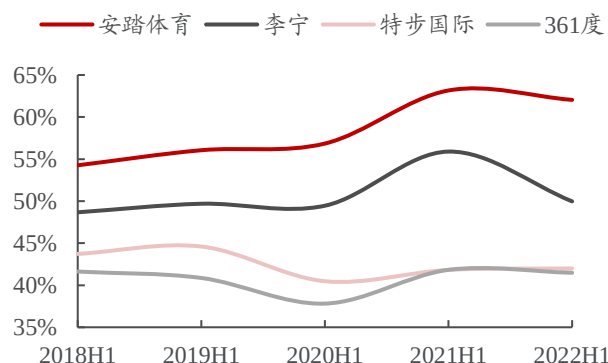
资料来源：wind，民生证券研究院

疫情叠加同期新疆棉事件高基数，部分品牌盈利能力略有下降。2022 年 H1 安踏体育 / 李宁 / 特步国际 / 361 度毛利率分别为 62.04%/49.97%/42.00%/41.48%，同比分别-1.12/-5.92/+0.17/-0.35pct。

- (1) 安踏体育：毛利率略有下降为：①DTC 转型推动安踏牌毛利率+2.3pct；②受疫情影响 FILA 牌毛利率-3.7pct 等因素的综合作用结果；
- (2) 李宁：毛利率下降幅度较为明显主要来自：①公司在经营过程中进行主动战略性调整，以保证收入、利润率的完成；②同期存在新疆棉事件催化影响、整体处于高基数；
- (3) 特步国际：毛利率小幅上升主要源于不同毛利率水平的产品销售占比结构调整；
- (4) 361 度：毛利率小幅下降，控制较好，主要源于：①推出高毛利率新品；②毛利率较高的电商平台销售占比增长。

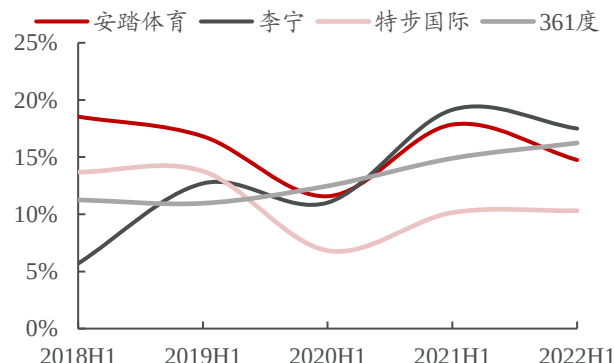
2022 年 H1 安踏体育/李宁/特步国际/361 度净利率分别为 14.75%/17.50%/10.31%/16.23%，同比分别-3.10/-1.65/+0.17/+1.34pct，高线城市门店较多的公司盈利能力受影响相对明显。

图7：运动服饰品牌毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

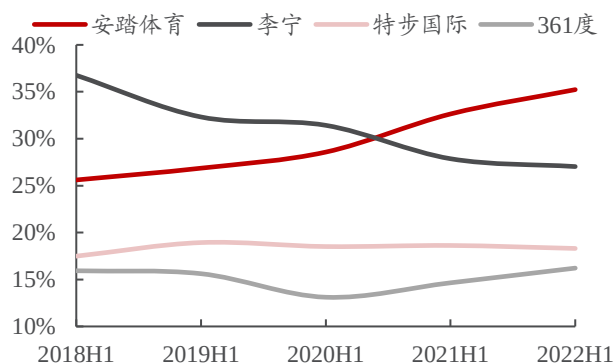
图8：运动服饰品牌净利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

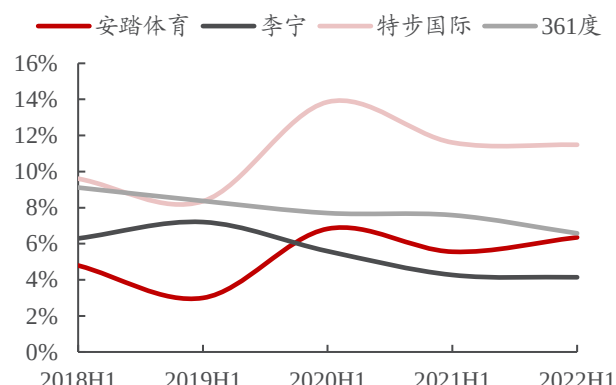
运动品牌相关费用率基本稳定。2022 年 H1 安踏体育/李宁/特步国际/361 度销售费用率分别为 35.23%/27.03%/18.31%/16.22%，同比分别+2.59/-0.83/-0.31/+1.57pct；安踏体育受北京冬奥会营销投放、DTC 转型导致员工人数增长影响，销售费用率增长中较为明显。管理费用率分别为 6.35%/4.14%/11.48%/6.58%，同比分别+0.80/-0.13/-0.12/-1.01pct，各品牌管理费用率基本稳定，体现出不断成熟的公司管理能力。

图9：运动服饰品牌销售费用率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：运动服饰品牌管理费用率情况



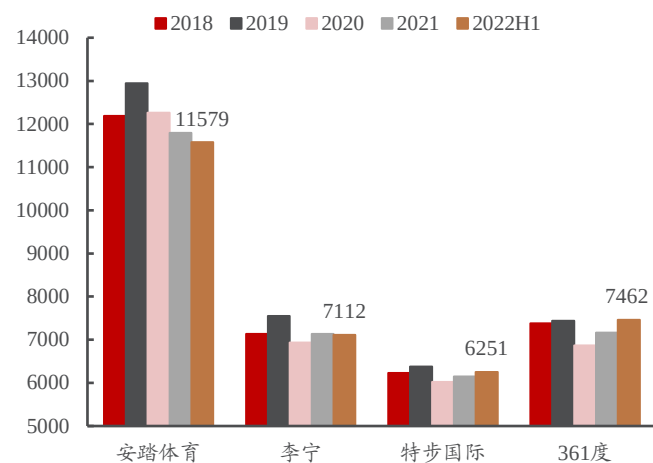
资料来源：wind，民生证券研究院

运动品牌门店变动趋势明显分化。截止 2022 年 6 月 30 日，安踏体育/李宁/特步国际/361 度门店数分别为 11579/7112/6251/7462 家，较 2021 年末分别-212/-25/+123/+296 家。

(1) 安踏体育门店数下降来自安踏牌/FILA/KOLON SPORTS 门店较 2021 年末分别-180/-33/+1 家，对于目前渠道布局较为全面的安踏牌和 FILA 品牌，公司持续增加高端核心商圈购物中心店占比，优化门店表现、提升店效；

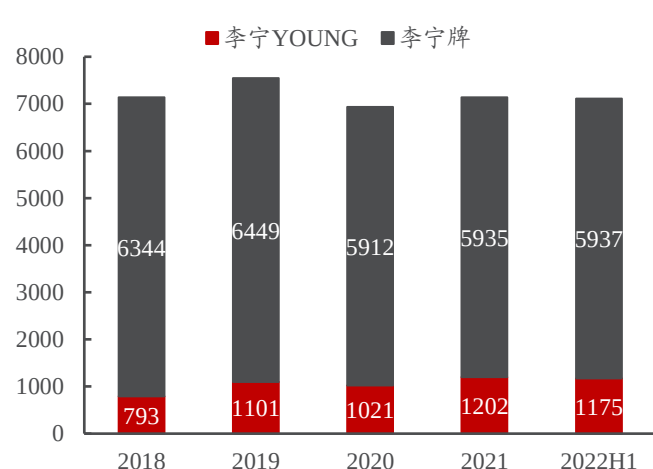
(2) 李宁门店数略微下降来自李宁牌/李宁 YOUNG 门店分别+2/-27 家;

图11: 运动服饰品牌门店情况 (单位: 家)



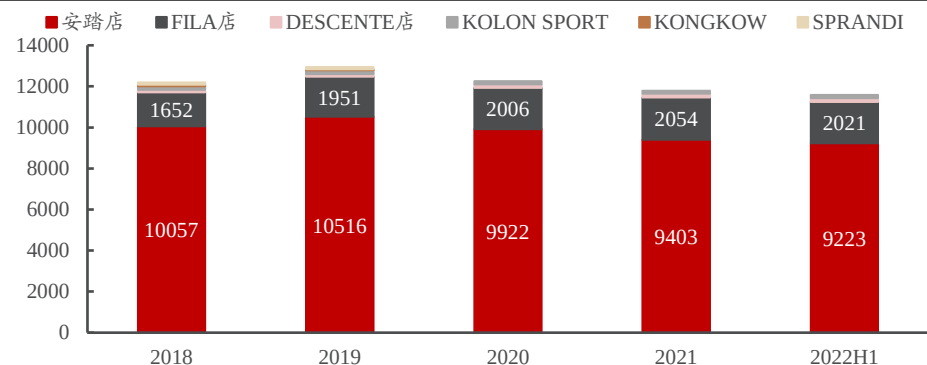
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 李宁门店情况 (单位: 家)



资料来源: wind, 民生证券研究院

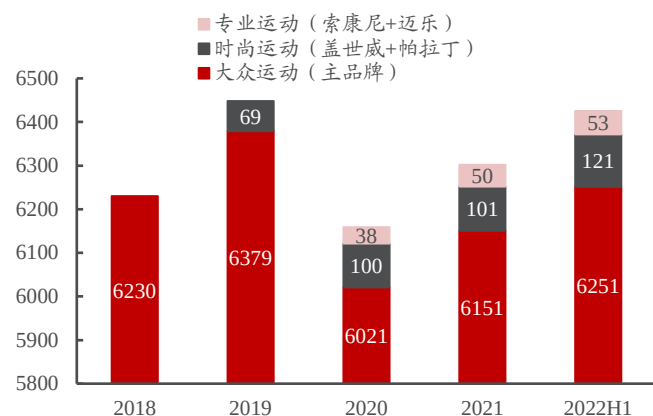
图13: 安踏体育门店情况 (单位: 家)



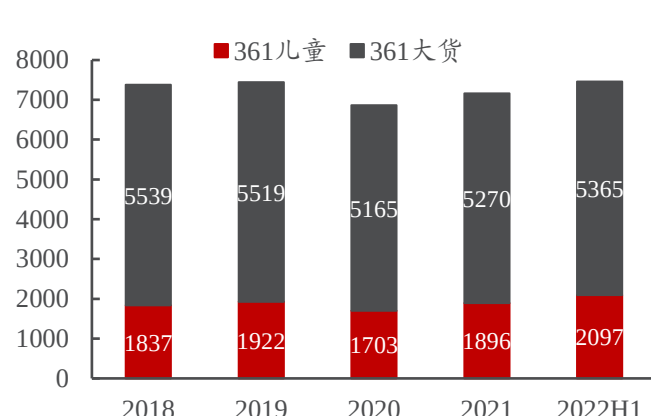
资料来源: wind, 民生证券研究院

(3) 特步国际门店数增长来自大众运动 (主品牌) /时尚运动 (盖世威+帕拉丁) /专业运动 (索康尼+迈乐) 品牌门店数较年初分别增长 100/20/3 家, 拓店趋势明确;

(4) 361 度门店数大幅增长来自 361 度儿童/361 度大货门店分别增长 201/95 家, 在扩张门店数量的同时注重提升门店陈列装修, 提升消费者体验。

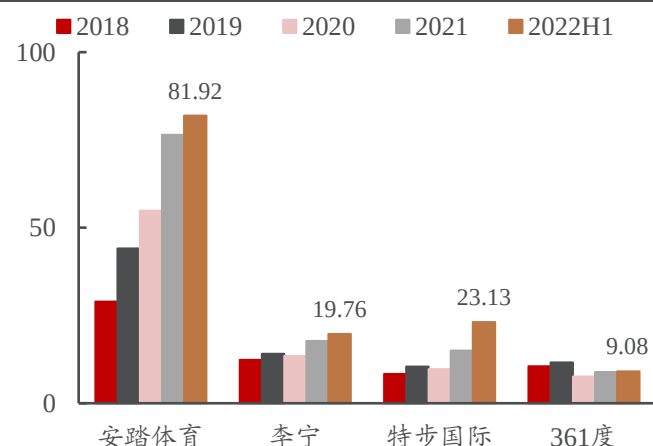
图14：特步国际门店情况（单位：家）


资料来源：wind，民生证券研究院

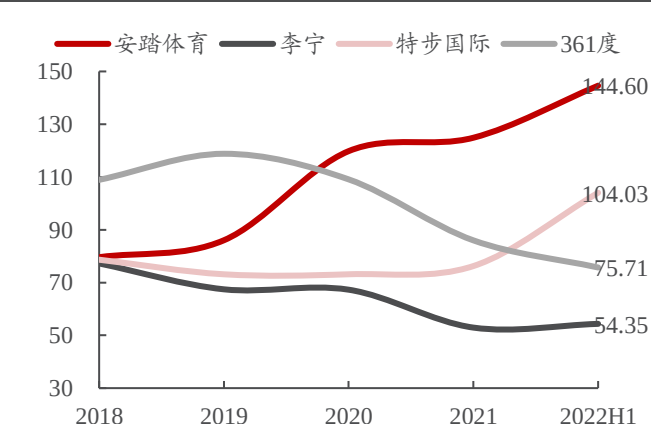
图15：361度门店情况（单位：家）


资料来源：wind，民生证券研究院

各运动品牌存货规模、存货周转天数均有不同程度增长。2022年H1安踏体育/李宁/特步国际/361度存货分别为81.92/19.76/23.13/9.08亿元，较年初分别增长5.48/2.03/8.16/0.17亿元，安踏体育库存水平上升主要源于①疫情影响；②DTC转型收回零售库存；李宁库存存货增长主要源于①生意规模扩大带动库存增加；②以充足新品供应带动疫情好转后业绩复苏；③同期库存较为短缺，对比之下使当期渠道存货上升更加明显；2022年H1安踏体育/李宁/特步国际/361度存货周转天数分别为144.60/54.35/104.03/75.71天，较年初分别+19.71/+1.42/+27.77/-10.28天，李宁、361度存货周转天数增幅较小或呈现下降趋势，体现了外部压力下的出色运营能力

图16：运动服饰品牌存货情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图17：运动服饰品牌存货周转天数情况


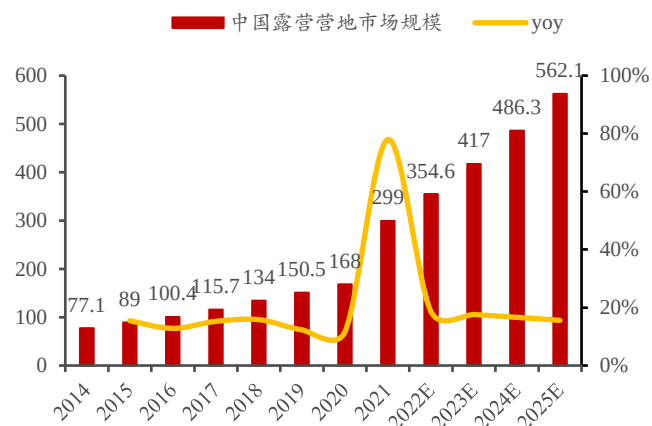
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 户外运动：露营热度不减，行业增长领跑

2.2.1 板块表现

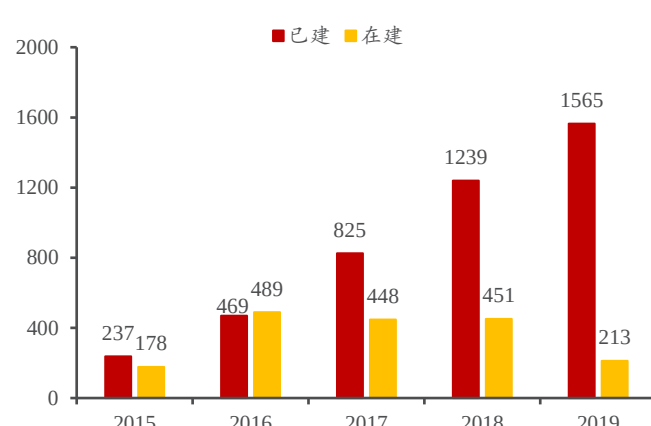
疫情前露营市场规模稳步提升，疫情好转后预计进入发展快车道。疫情前露营营地市场规模超 150 亿元，疫情期间增速相对放缓，预计疫情后行业将以更快速度扩容。根据艾媒咨询的数据，2014-2020 年间中国露营营地市场由 77.1 亿元增长至 168.0 亿元，6 年间 CAGR 约为 13.86%。根据艾媒咨询的预测，2021 年中国露营营地市场规模约为 299.0 亿元/YoY+77.98%，到 2025 年预计可达 562.1 亿元，预计未来 4 年间 CAGR 约为 17.09%。

图18：中国露营营地市场规模持续高增（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图19：我国汽车房车露营地数量情况（单位：家）



资料来源：露营天下，民生证券研究院

2022H1 户外板块整体不惧疫情影响，收入/归母净利润表现向好，将成为继运动服饰后纺服板块的第三增长曲线。2022H1 年户外领军企业整体收入为 17.40 亿元，yoy+35.75%；归母净利润为 2.72 亿元，yoy+41.30%，整体表现向好。

2022Q2 疫情压力下，板块继续保持高景气增长。2022Q2 户外用品品牌整体营收为 9.51 亿元，yoy+32.47%，归母净利润为 1.48 亿元，yoy+37.61%，其中牧高笛归母净利润增速为 137.09%，维持快速增长，增速同比上升 109.33pcts。

表2：2021 年户外上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	2022H1 营收 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)	2022H1 归母净利润 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)
牧高笛	8.67	61.34%	17.54	1.13	111.80%	69.99
浙江自然	6.36	28.37%	-16.35	1.74	26.89%	-17.84
三夫户外	2.37	-4.84%	-37.81	-0.16	-1165.12%	-1042.45
总计	17.40	35.75	-6.16	2.72	41.30	-11.24

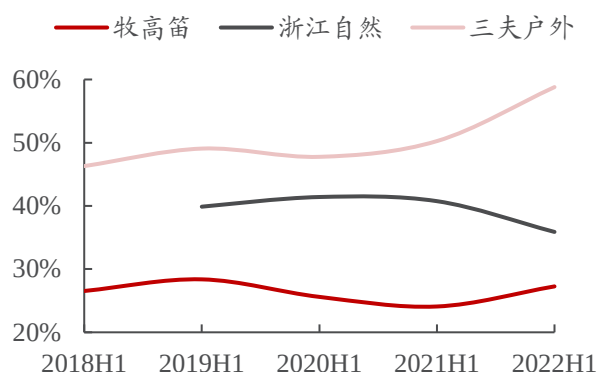
资料来源：wind，民生证券研究院

表3：2022Q2 户外用品上市公司营收及归母净利润数据

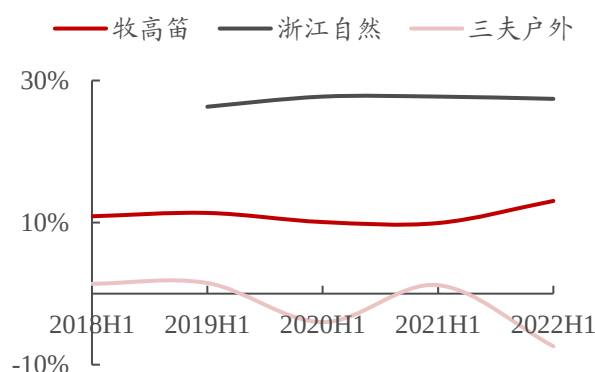
公司名称	2022Q2 营收 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)	2022Q2 归母净利润 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)
牧高笛	5.40	64.72%	6.32	0.76	137.09%	109.33
浙江自然	3.06	13.16%	-23.90	0.89	17.99%	-16.48
三夫户外	1.06	-12.09%	-17.35	-0.18	-2428.93%	-2318.74
总计	9.51	32.47%	-6.11	1.48	37.61%	16.57

资料来源：wind，民生证券研究院

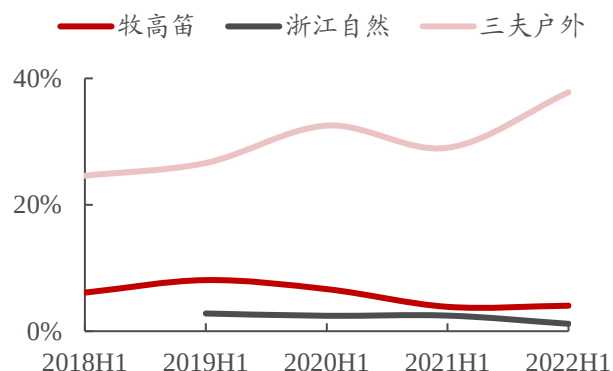
龙头品牌盈利能力持续增长。毛利率方面，2022H1 牧高笛/浙江自然/三夫户外毛利率为 27.27%/35.89%/58.80%，yoy+3.18/-4.86/+8.54pcts。销售费用率方面，2022H1 牧高笛/浙江自然/三夫户外销售费用率为 4.03%/1.17%/37.80%，yoy+0.18/-1.30/+8.78pcts。净利率方面，2022H1 牧高笛/浙江自然/三夫户外净利率为 13.05%/27.42%/-7.41%，yoy+3.11/-0.32/-8.61pcts。其中，三夫户外净利率下降主要系 X-BIONIC 品牌相关无形资产摊销及职工薪酬增加所致。

图20：2018H1-2022H1 毛利率情况


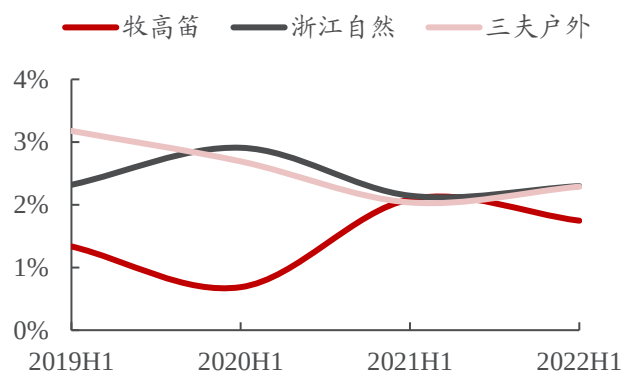
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：2018H1-2022H1 净利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图22：2018H1-2022H1 户外用品公司销售费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

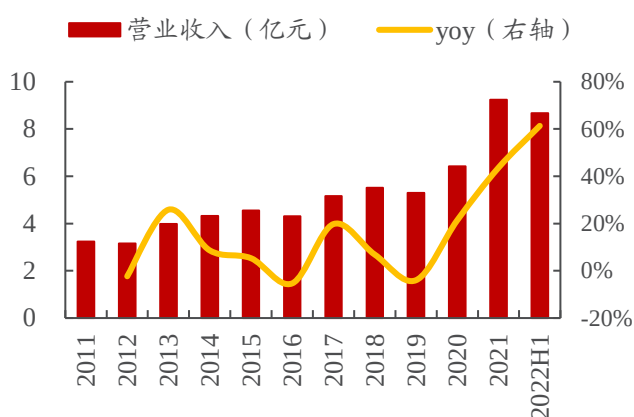
图23：2018H1-2022H1 户外用品公司研发费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 牧高笛：2022H1 业绩表现亮眼，近十年公司持续高增

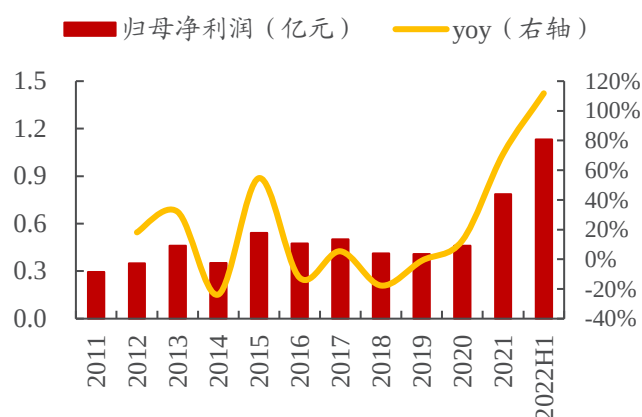
2022H1 业绩表现亮眼，近十年公司持续高增。2022H1，公司实现收入 8.67 亿元，yoy+61.34%；实现归母净利润 1.13 亿元，yoy+111.80%，归母净利增速高于收入增速，业绩实现高质量增长，主要源于高毛利品牌业务大幅增长带动整体毛利率提升。从历史表现来看，2011-2021 年营收与归母净利润 CAGR 分别为 11.06%/10.30%，呈现高速增长趋势。

图24：2011-2022H1 收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2011-2022H1 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

分业务看：公司主营业务为代工业务与自有品牌双轮驱动。牧高笛是国内户外行业领军企业，主营业务包括自有品牌牧高笛 (MOBI GARDEN) 运营业务与露营帐篷代工 (OEM/ODM) 业务两大板块。从收入占比来看：

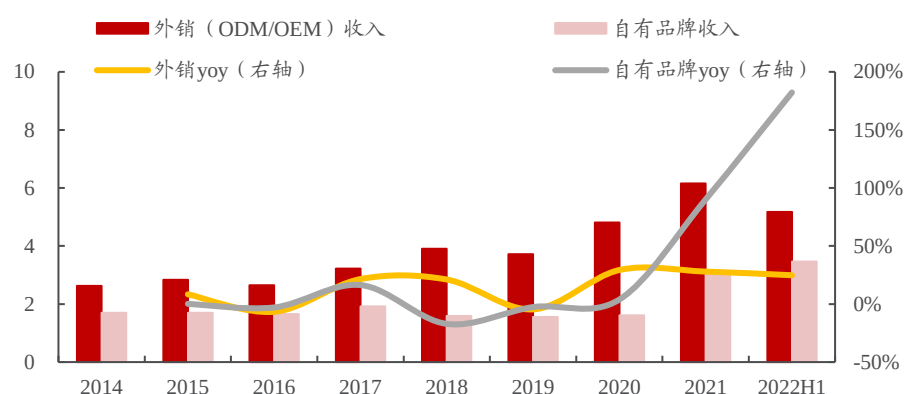
- ① 代工业务是公司主要收入来源，面向欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际用户。2022H1 代工业务收入为 5.18 亿元，yoy+24.81%，营收占比为 59.94%。自疫情出现以来，海外户外露营热度高居不下，考虑出口业务具备季节性，上半年为出口销售旺季，后续销售可能有所回落，但需求依旧稳定。
- ② 自有品牌下分大牧和小牧两大自有品牌，主品牌大牧定位专业户外一线品牌，产品涵盖帐篷装备和专业服饰；子品牌小牧定位大众户外出行的首选品牌，延续大牧的专业户外基因的高性能出行服饰品牌，产品主要为城市探索和城市运动两大服饰系列，均主要在国内销售。2022H1 大牧（露营装备）与小牧（户外服饰）销售表现明显分化：

1) 大牧于露营热潮下继续受益，增长加速。2022H1 大牧实现销售收入 3.15 亿元，yoy+292.45%；分季度看，大牧 2022Q1/Q2 分别实现收入 0.74/2.40 亿元，同比分别增长 184%/345%，增长逐季加速、表现优异。随大牧不断通过推新、联名等方式提振品牌声量，露营市场品牌认知度提

升，大牧露营装备销售增长具备较强确定性。

2) 小牧倚重线下渠道，受疫情影响较为明显。2022H1 小牧实现销售收入 0.31 亿元，yoy-26.67%；分季度看，小牧 2022Q1/Q2 分别实现收入 0.19/0.13 亿元，同比分别-11%/-42%。由于小牧销售渠道均为线下，因此受疫情冲击更为直接，在疫情较为严重的 Q2 销售下滑幅度较 Q1 更为明显。2022 年，小牧推出子品牌 MOBI VILLA，主打山系潮流露营服装，更符合年轻消费群体喜好，有望在露营高热度下受益，带动小牧品牌销售。

图26：2014-2021 年自有品牌与外销业务收入及增速（单位：亿元）

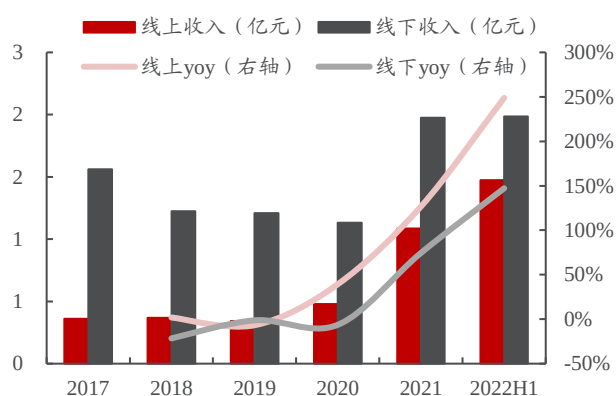


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2021 年的代工业务中包括其他业务，其它业务占比极低，可忽略

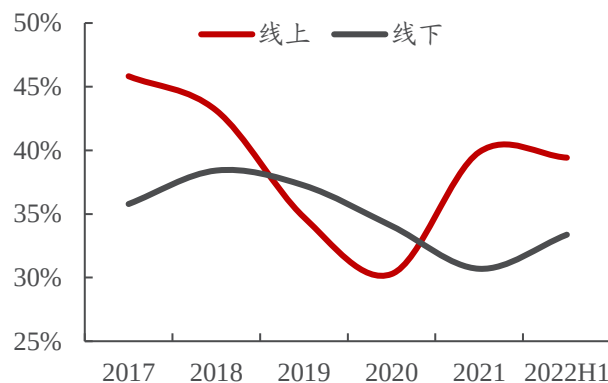
分渠道看：公司自主品牌实现线上线下全渠道销售。2022H1 线下/线上销售收入分别为 1.98/1.47 亿元，yoy+147.21%/+248.81%。线上端，公司在天猫、京东等传统电商平台销售，同时发力抖音、小红书等内容电商。线下端，公司采取直营、加盟和专业设备&团购模式进行销售，其中专业设备&团购模式销售占比最高，线下销售占比达 84.36%，直营、加盟各占比 5.96%/9.68%。从毛利率来看，直营门店毛利率最高，达 51.97%，线上/加盟/专业设备&团购业务毛利率各 39.42%/32.85%/32.12%。

图27：线上线下收入及增速（单位：亿元）



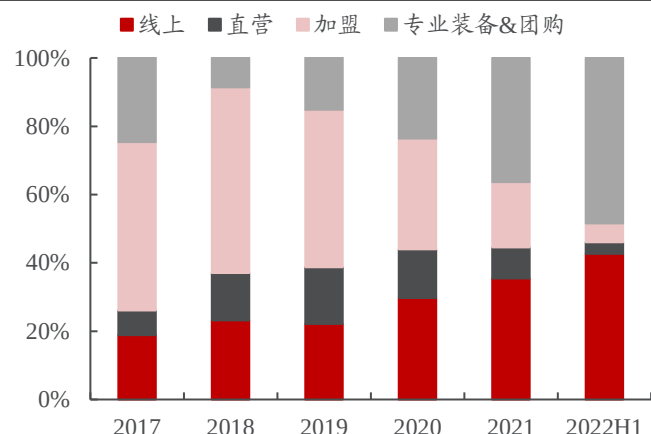
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：2017-2022H1 线上线下毛利率情况



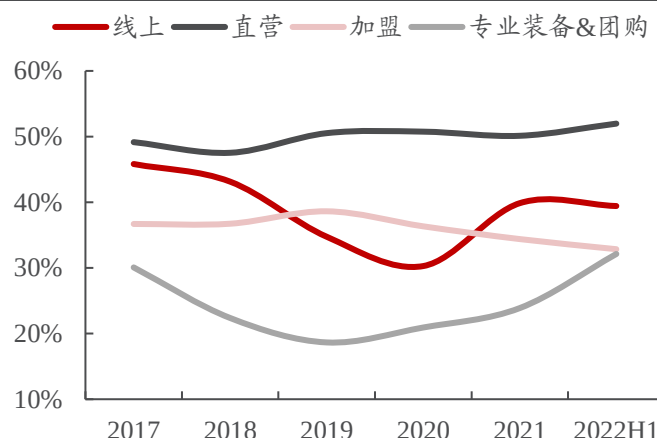
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：内销渠道收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：品牌内销各渠道毛利率

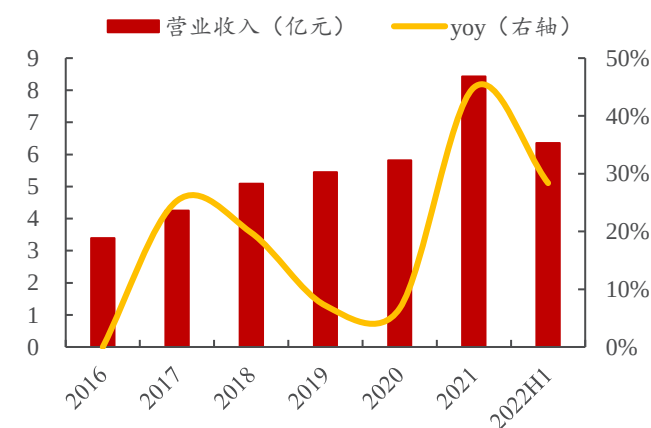


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.3 浙江自然：专注户外充气床垫，露营热潮带动业绩增长

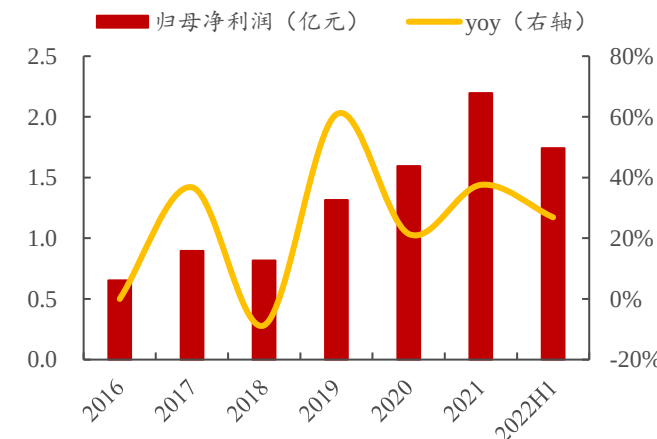
精致露营需求扩张助力公司业绩增长。2022H1，公司实现收入 6.36 亿元，yoy+28.37%；实现归母净利润 1.74 亿元，yoy+26.89%。两者保持高速增长的主要原因系：1) 出境旅行的限制催化了精致露营需求扩张，推动了国内户外装备行业的蓬勃发展；2) 欧美国家旅行活动恢复，海外销售回升。

图31：2011-2022H1 收入及增速



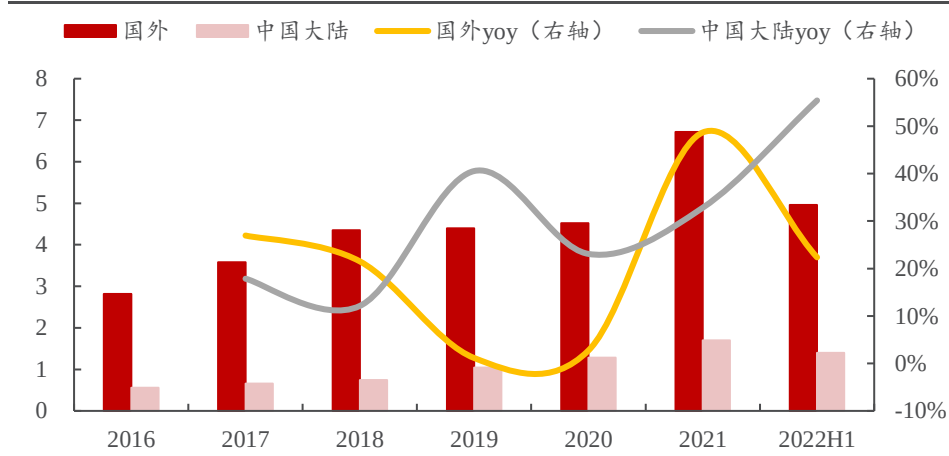
资料来源：wind，民生证券研究院

图32：2011-2022H1 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

分产品看，充气床垫稳健高增长。2022H1 公司充气床垫业务实现收入 4.57 亿元，yoy+28.1%，增长动力主要来自产能瓶颈问题进一步缓解；头枕坐垫业务实现收入 0.47 亿元，yoy+51.8%，高增长主要受欧美国家旅行活动的恢复推动。
分地区看，海外为公司销售重点区域。2022H1 公司国外/国内地区分别实现收入 4.96/1.40 亿元，yoy+22.35%/+55.41%，国外地区仍为公司主要销售区域；对于国内市场，由于出境旅行的限制催化了消费者精致露营需求，国内户外装备行业进入高景气发展阶段，公司内销收入快速提升。

图33：2016-2021 分地区销售收入情况（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 家纺板块：疫情导致业绩略承压，期待后续恢复

2.3.1 家纺板块表现

2022H1 家纺板块受疫情影响业绩承压。2022H1 年家纺板块企业收入 53.60 亿元，同比下滑 1.72%；实现归母净利润 5.41 亿元，同比下滑 17.59%；分季度看，家纺板块企业 2022Q2 收入同比-6.90%，归母净利润同比-36.62%。

表4：2022H1 家纺板块营收及归母净利润数据

公司名称	2022H1 营收 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)	2022H1 归母净利润 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)
罗莱生活	23.82	-5.70%	-38.24	2.23	-21.11%	-89.95
富安娜	13.35	2.06%	-16.85	2.11	0.68%	-24.69
水星家纺	16.42	1.43%	-37.37	1.07	-34.90%	-107.33
总计	53.60	-1.72%	-32.42	5.41	-17.59%	-70.30

资料来源：wind，民生证券研究院

表5：2022Q2 家纺板块营收及归母净利润数据

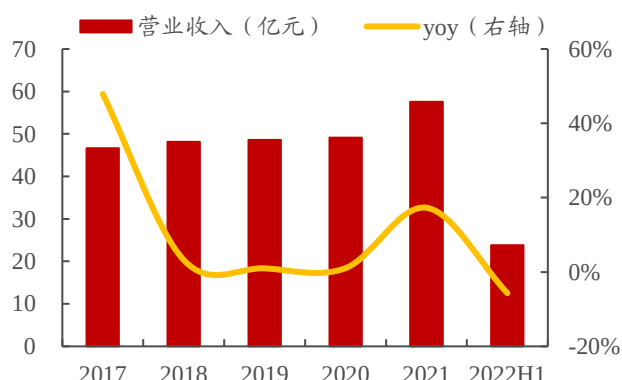
公司名称	2022Q2 营收 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)	2022Q2 归母净利润 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)
罗莱生活	10.96	-9.20%	-28.39	0.63	-36.32%	-40.22
富安娜	6.65	-2.34%	-17.88	1.06	-9.70%	-38.28
水星家纺	8.36	-7.25%	-38.78	0.22	-73.95%	-132.09
总计	25.97	-6.90%	-28.84	1.92	-36.62%	-62.00

资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.2 罗莱生活：短期业绩略受影响，多维发力看好未来发展

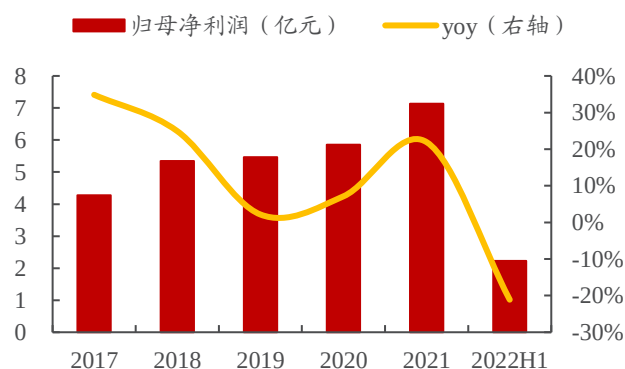
受疫情影响明显，公司业绩短期承压。公司 2022H1 实现营收 23.82 亿元，yoy-5.70%；归母净利润 2.23 亿元，yoy-21.11%；毛利率为 43.32%，同比-0.61pcts；净利率为 9.37%，同比-1.85pcts。分季度看，22Q2 公司实现营收 10.96 亿元，yoy-9.20%；归母净利润 0.63 亿元，yoy-36.32%；毛利率为 45.05%，同比-0.50pcts；净利率为 5.79%，同比-2.52pcts。

图34：2017-2022H1 罗莱生活营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

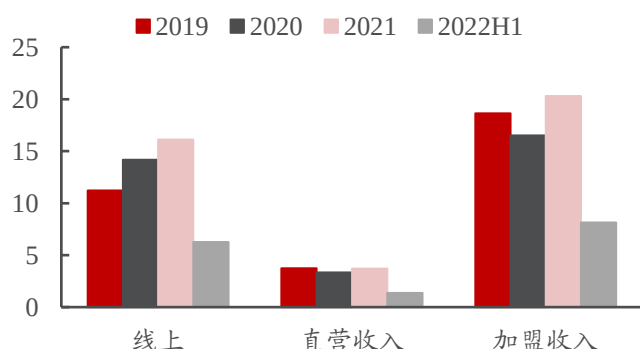
图35：2017-2022H1 罗莱生活归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

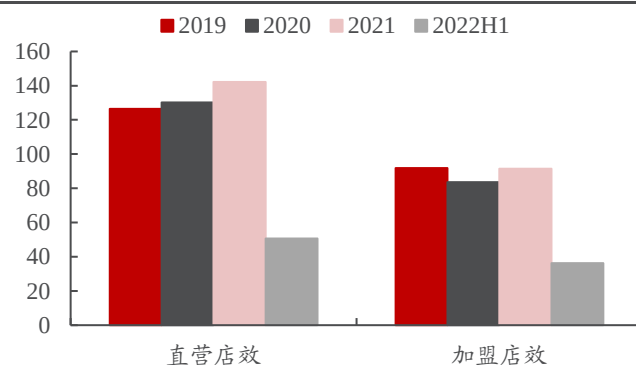
线上渠道稳步推进，线下加盟扩张，直营提效。公司加速线上线下结合，不断拓宽产品渠道。线下大规模拓店，线上积极布局抖音、快手等短视频平台。分渠道观察，(1) 线上：2022H1 年公司线上实现收入 6.27 亿元，yoy-8.65%；(2) 线下：实现收入 9.59 亿元，yoy-7.51%。在线下渠道中，分门店业态观察，加盟店营业收入达 8.14 亿元，yoy-4.91%，毛利率为 45.57%，yoy+0.06pct，2022H1 较年初净店 7 家；直营门店收入为 1.36 亿元，yoy-20.53%，毛利率为 66.84%，yoy+0.39pct，直营门店平均单店收入为 50.64 万元/家，yoy-26.51%，较年初净开店 30 家。(3) 其他渠道：实现收入 2.38 亿元，yoy-23.25%，毛利率为 32.84%，yoy-5.88pct。(4) 美国：实现收入 5.67 亿元，yoy+12.91%，毛利率为 32.23%，yoy-2.67pct。

图36：2019-2022H1 罗莱生活线上线下收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图37：2019-2022H1 罗莱生活加盟&直营店效 (万元/年)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

品牌、产品、生产、渠道继续发力，看好公司成长。①**品牌端：**公司确定国际化、年轻化的策略，未来品牌调性有望持续提升；②**产品端：**公司通过线上线下的消费者数据来洞察需求，结合行业零售数据的分析，开展一年两季的新品精准开发，推动品牌向国际化、年轻化进击；③**生产端：**工厂推行精益生产与 TOC 约束理论相结合的运营管理模式，围绕标准化、流线化、自动化、数字化、网络化、智能化的智能制造的实施路径，追求有效产出最大化的同时，达到降本增效，提升品质，缩短交期的组织运营目标。④**渠道端：**公司积极布局线上抖音、快手等新渠道，线下直营门店持续提效，美国地区需求旺盛推动业绩增长。因此，我们认为未来产品端数字化设计推动品牌调性提升，生产端数字化降本增效，渠道端价值继续挖掘几大因素共振将继续推动公司增长。

2.4 男女装：Q2 板块经营承压，待疫情好转业绩修复可期

2.4.1 男装板块

2022H1 男装板块营收、归母净利润均承压。从营收来看，2022H1 整体营收 122.77 亿元，较去年同期降 4.72%；从归母净利润来看，2022H1 整体利润为 16.61 亿元，较去年同期降 16.04%。

受疫情影响，2022Q2 男装板块整体表现较弱。从营收来看，2022Q2 整体营收为 58.91 亿元，同比 2021Q2 下滑 8.23%，同比 2020Q2 下滑 1.13%；从归母净利润来看，2022Q2 板块利润为 6.77 亿元，同比 2021Q2 下滑 28.26%，同比 2020Q2 下滑 26.76%，业绩承压明显。

表6：2022H1 男装板块营收及归母净利润数据

公司名称	2022H1 营收 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)	2022H1 归母净利润 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)
比音勒芬	13.13	8.57%	-26.72	2.95	20.15%	-31.99
海澜之家	95.16	-6.11%	-31.19	12.76	-22.69%	-96.88
七匹狼	14.48	-6.06%	-19.94	0.90	9.23%	-231.92
九牧王	12.87	-7.84%	-32.27	-0.60	-149.00%	-108.59
总计	122.77	-4.72%	-29.22	16.61	-16.04%	-90.67

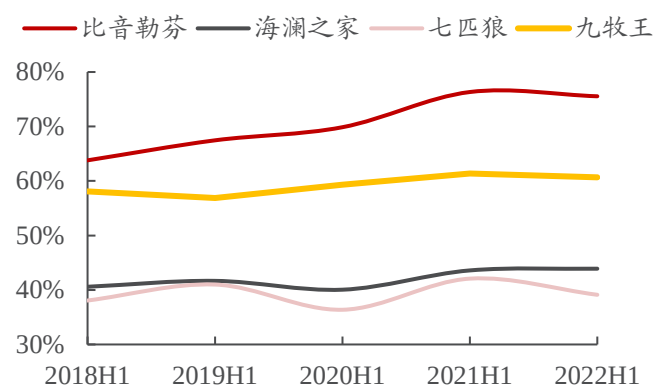
资料来源：wind，民生证券研究院

表7：2022Q2 男装板块营收及归母净利润数据

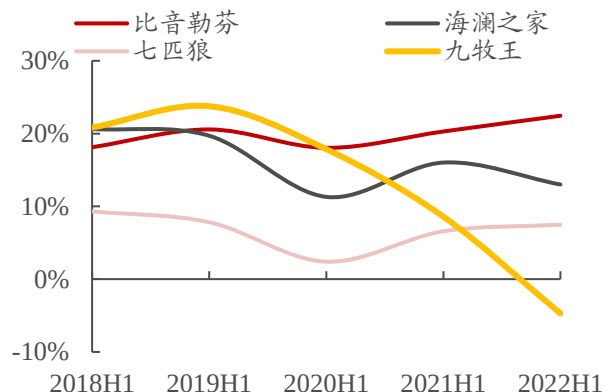
公司名称	2022Q2 营收 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)	2022Q2 归母净利润 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)
比音勒芬	5.03	-14.33%	-37.98	0.82	-13.40%	-61.09
海澜之家	43.04	-7.24%	-16.33	5.53	-31.58%	-55.45
七匹狼	5.64	-7.34%	4.21	0.45	148.33%	220.94
九牧王	5.21	-10.93%	-18.69	-0.03	-110.80%	-27.29
总计	58.91	-8.23%	-15.98	6.77	-28.26%	-30.35

资料来源：wind，民生证券研究院

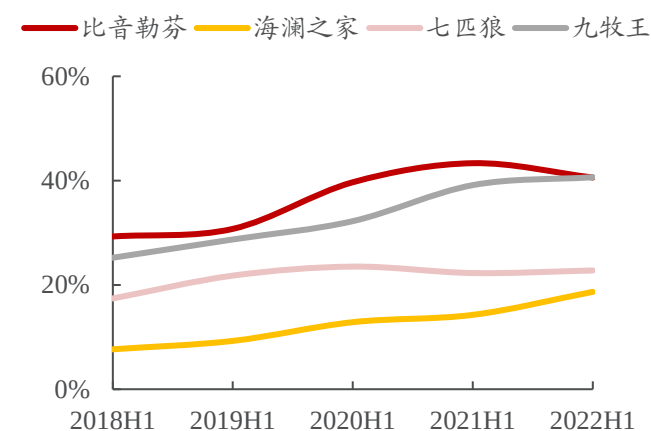
从盈利能力来看，毛利率方面，2022H1 男装板块毛利率小幅下降，平均毛利率为 54.81%，较 2021H1 同比下降 1.04pcts；净利率方面，受近几年公司费用率提升，男装板块平均净利率呈下滑影响，2022 H1 男装板块平均净利率为 9.55%，较 2021H1 同比下滑 3.31pcts。

图38：2018H1-2022H1 公司销售毛利率表现


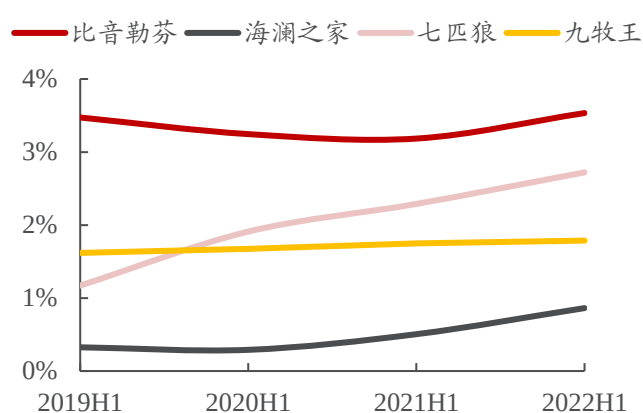
资料来源：wind，民生证券研究院

图39：2018H1-2022H1 公司销售净利率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

图40：2018H1-2022H1 公司销售费用率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

图41：2018H1-2022H1 公司研发费用率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4.2 女装板块

2022H1 女装板块整体表现不佳。2022H1 女装品牌整体营收为 64.68 亿元, yoy-13.37%, 其中歌力思逆势增长, 实现营收 11.71 亿元, yoy+6.49%。归母净利润方面, 2022H1 年女装品牌整体归母净利润为 4.36 亿元, yoy-55.89%。2022 年以来, 服装市场需求受疫情影响下降明显, 各大品牌销售承压, 从二季度看, 女装品牌 Q2 整体营收为 27.80 亿元, yoy-22.87%, 归母净利润为 0.48 亿元, yoy-90.33%。

表8: 2022H1 女装板块营收及归母净利润数据

公司名称	2022H1 营收 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)	2022H1 归母净利润 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)
太平鸟	41.97	-16.31%	-72.19	1.33	-67.57%	-308.09
歌力思	11.71	6.49%	-28.53	0.50	-72.97%	-44.05
地素时尚	11.01	-18.63%	-55.81	2.52	-35.44%	-66.36
总计	64.68	-13.37%	-62.19	4.36	-55.89%	-100.93

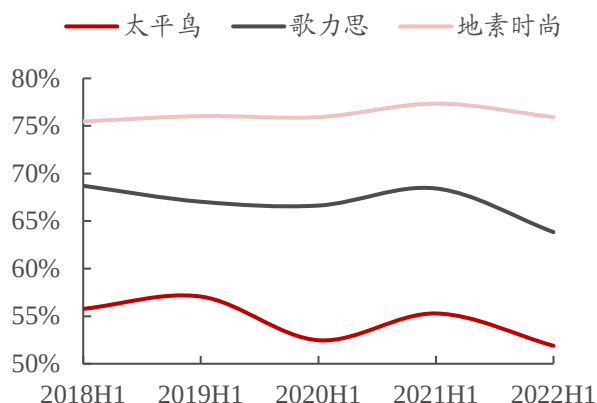
资料来源: wind, 民生证券研究院

表9: 2022Q2 女装板块营收及归母净利润数据

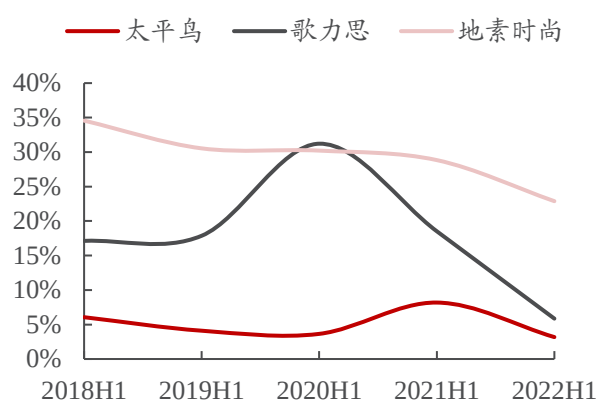
公司名称	2022Q2 营收 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)	2022Q2 归母净利润 (亿元)	Yoy	增速同比变化 (pct)
太平鸟	17.33	-26.08%	-53.89	-0.57	-127.41%	-212.93
歌力思	5.43	-3.69%	-43.19	0.03	-96.44%	-495.26
地素时尚	5.04	-27.63%	-47.97	1.01	-47.85%	-58.51
总计	27.80	-22.87%	-50.83	0.48	-90.33%	-151.92

资料来源: wind, 民生证券研究院

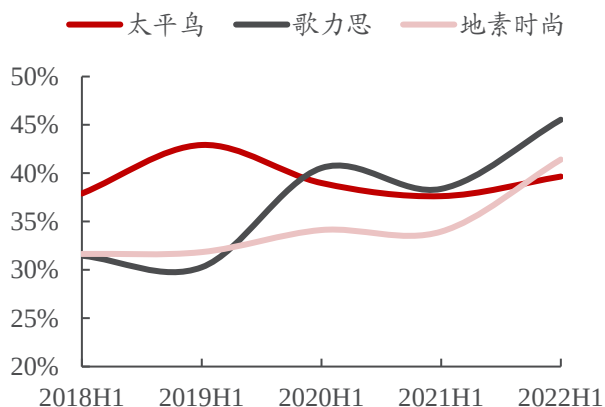
女装板块费用抬升削弱净利率, 盈利能力有待恢复。1) **毛利率:** 2022H1 受疫情影响, 品牌商毛利率略有下滑。2022H1 地素时尚/歌力思/太平鸟毛利率为 75.93%/63.84%/51.89%, yoy-1.42/-4.59/-3.40pcts, 歌力思毛利率下滑主因为海外物流成本大幅上升; 2) **费用率:** 加大渠道布局投入, 销售费用率显著上升。2022H1 地素时尚/歌力思/太平鸟销售费用率为 41.42%/45.54%/39.65%, yoy+7.46/+7.16/+2.03pcts, 歌力思销售费用率持续走高主因为门店等刚性费用较高、直营门店扩张相关费用快速增加。3) **净利率:** 费用端拖累净利水平。2022H1 地素时尚/歌力思/太平鸟净利率为 22.88%/5.86%/3.18%, yoy-5.96/-12.66/-5.01pcts, 其中歌力思净利率下滑幅度较大主因销售费用率增加。

图42：2018H1-2022H1 公司销售毛利率表现


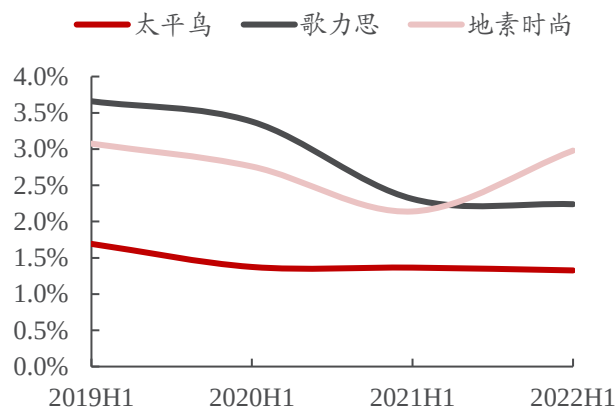
资料来源：wind，民生证券研究院

图43：2018H1-2022H1 公司销售净利率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

图44：2018H1-2022H1 公司销售费用率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

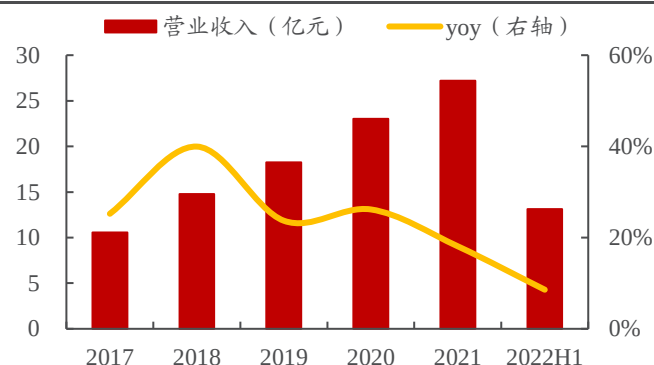
图45：2018H1-2022H1 公司研发费用率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4.3 比音勒芬：业绩压力难掩运营亮点，Q3 建议积极布局

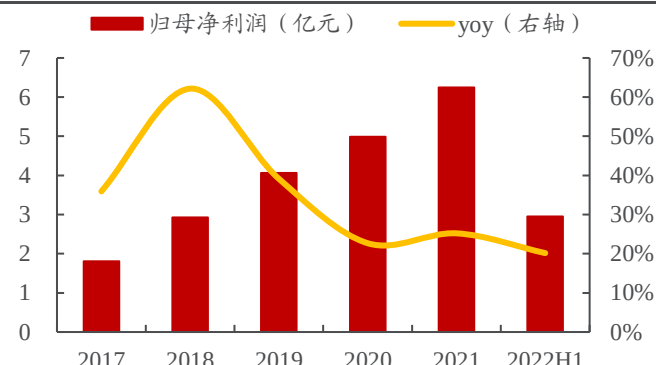
比音勒芬发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营业收入 13.13 亿元/yoy+8.57%；归母净利润 2.95 亿元/yoy+20.15%。拆分单季度，2022Q2 公司实现营业收入 5.03 亿元/yoy-14.33%；归母净利润 0.82 亿元/yoy-13.40%。在 Q2 疫情影响下，公司仍积极展业，良好地维护住了业务基本盘。

图46：2017-2022H1 比音勒芬营业收入变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图47：2017-2022H1 比音勒芬归母净利润变化情况



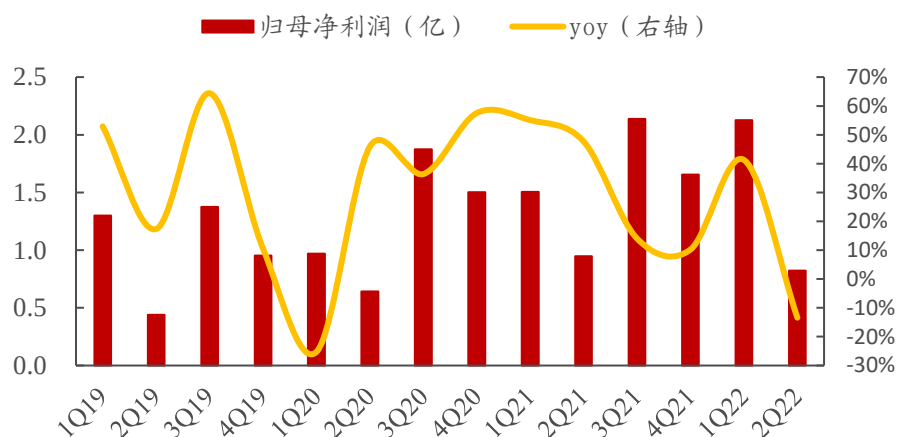
资料来源：wind，民生证券研究院

Q2 公司已经积极应对,数据绝对值表现优于相对比率,期待 Q3 低基数窗口。

2022 年 Q2 公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比下滑 13.40%，从相对比率的角度上看，低双位数的下滑幅度表现略低于预期。但是我们认为，每年的二季度均为服装传统淡季，比音勒芬在二季度主要销售折扣春冬装以及客单较低的夏装，因此二季度归母净利润的绝对值在年度归母净利润中的占比并不高。以 2021 年 Q2 为例，当季度公司实现归母净利润 0.95 亿元，占全年归母净利比例仅为 15.2%。那么反观 2022 年 Q2 公司归母净利润达 0.82 亿元，绝对值上同比仅下滑 0.13 亿元，这对于 Q2 疫情之下的服装行业而言，是一个较为优秀的回撤水平。

同时据我们观察，2022 年 7-8 月国内服装市场已经进入到较为明显的复苏阶段，考虑到 2021 年 Q3/Q4 国内多地疫情散发，比音勒芬当期归母净利润分别实现 2.14/1.65 亿元，对应同比增长 14.4%/10.2%，因此 2022 年 Q3/Q4 比音勒芬即将迎来低基数发展窗口，叠加秋冬装旺季到来，公司有望在未来两个季度加速发展，实现业绩回补。

图48：2019Q1-2022Q2 比音勒芬归母净利润变化情况

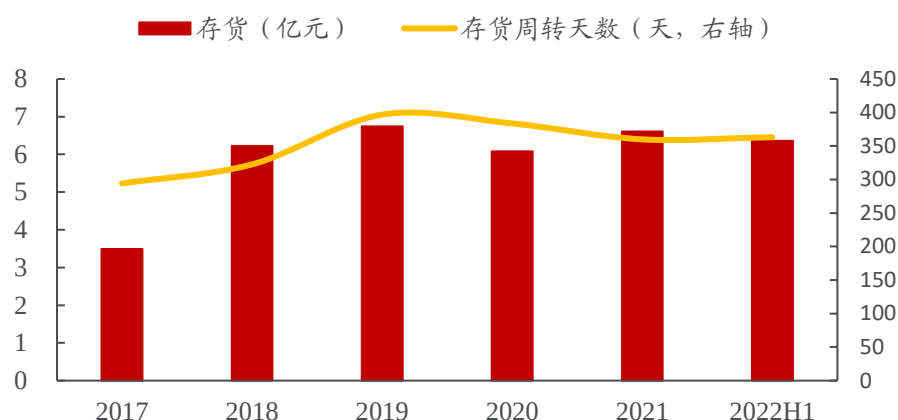


资料来源：wind，民生证券研究院

疫情压力之下，公司存货及合同负债均处于合理区间。2022 年 H1 公司存货为 6.36 亿元，yoy+12.83%；其中一年以内的存货占比为 59.86%，与 2021H1

的 42.73%相比提升了 17.13%。存货周转天数 363 天，较 2021H1 降 5 天。我们认为公司自营销售占比较高，因此随着销售规模的扩大，公司存货规模也会随之提升，考虑到疫情影响，公司当前的存货水平较为良性，处于合理区间，同时库龄结构改善明显。未来随着终端消费的复苏，公司有望依托于强劲的“直营店+加盟店+奥莱店”渠道进一步消化库存。与此同时，2022H1 公司合同负债为 2.42 亿元，yoy+30.28%，合同负债的提升，或预示着加盟商对公司品牌销售信心充沛，货品预订仍稳步推进。

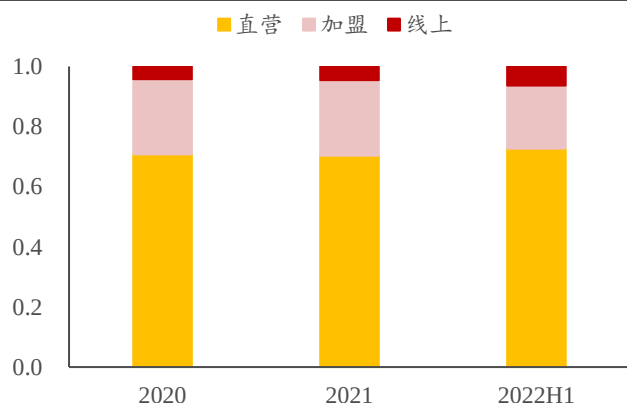
图49：比音勒芬存货及存货周转天数情况



资料来源：wind，民生证券研究院

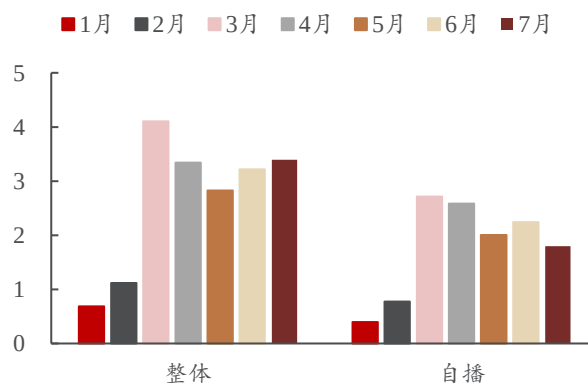
线上第二曲线拓展进行时，一举推动“存货+拉新”两方优化。线上渠道的增长是公司 2022H1 最为明显的亮点之一，2022H1，公司线上电商渠道收入占比为 6.38%，较 2021 全年的 4.51%提升 1.87pct。据飞瓜数据显示，公司在 Q2 抖音电商的销售规模提升明显，因此我们认为，公司 2022 年 Q2 的电商销售占比或高于 H1 整体。随 Q3/Q4 电商传统旺季的到来，公司有望加快电商渠道的建设，从而在“去库存”以及“获新客”两个维度推动公司整体运营水平。比音勒芬以往以线下渠道销售为主，线上渠道的加速或能有效触及年轻消费群体，激发品牌活力。

图50：比音勒芬各渠道收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图51：比音勒芬男装抖音渠道销售规模 (单位：百万元)

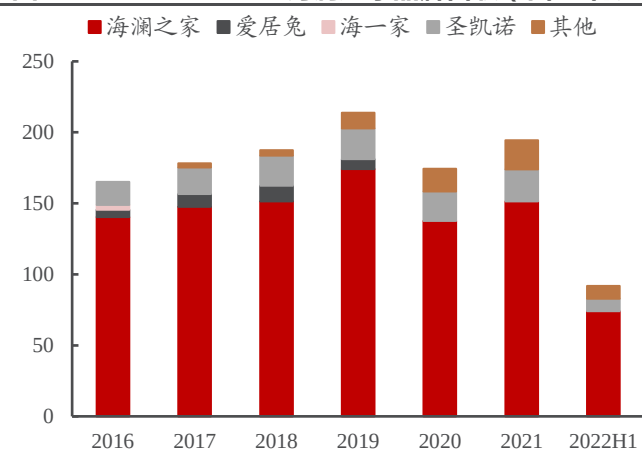


资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

2.4.4 海澜之家：渠道结构优化，盈利能力提升

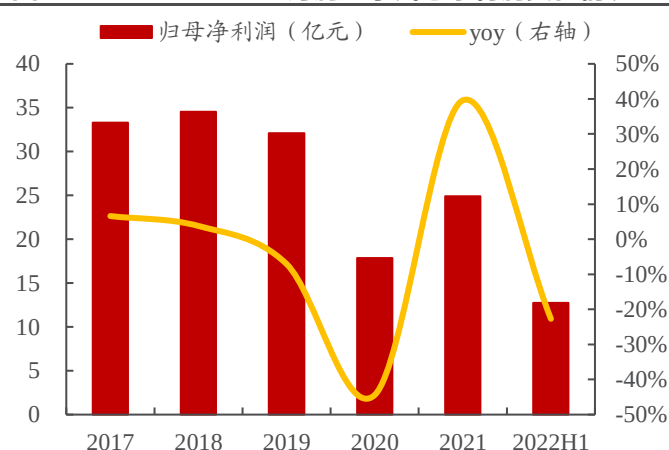
海澜之家发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营业收入 95.16 亿元/yoy-6.11%；归母净利润 12.76 亿元/yoy-22.69%。拆分单季度看，2022Q2 公司实现营业收入 43.04 亿元/yoy-7.24%；归母净利润 5.53 亿元/yoy-31.58%。2022H1 公司业绩受疫情影响短期承压，预计待疫情稳定后，伴随线下渠道恢复和消费市场回暖，公司业绩有望实现稳健增长。

图52：2016-2022H1 海澜之家品牌营收 (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

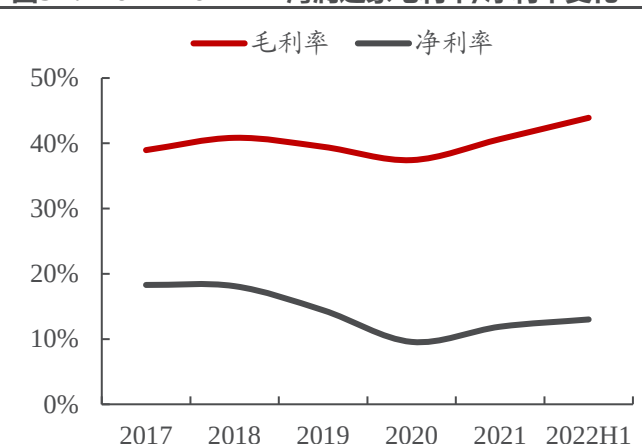
图53：2017-2022H1 海澜之家归母净利润变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

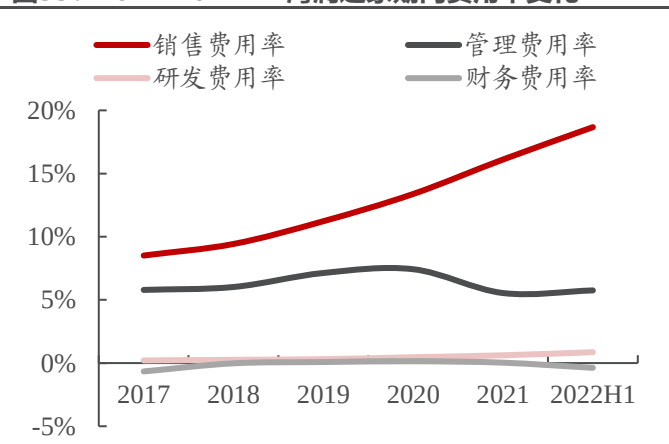
公司盈利能力小幅下滑，销售费用率增长明显。2022H1 公司毛利率为 43.90%，yoy+0.31pcts；净利率为 13.00%，yoy-3.02pcts；2022Q2 公司毛利率为 42.26%，yoy-2.15pcts，净利率为 12.31%，yoy-4.96pcts，二季度长三角地区疫情或对公司供应链和终端销售产生影响，公司盈利能力小幅下滑。2022H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 18.67%/4.89%/0.86%/-0.37%，yoy+4.41/-0.42/+0.35/-0.12pcts，其中销售费用率增长主因职工薪酬及门店运营费用增加，研发费用率增长主因研发费用投入增加。

图54：2017-2022H1 海澜之家毛利率/净利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图55：2017-2022H1 海澜之家期间费用率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

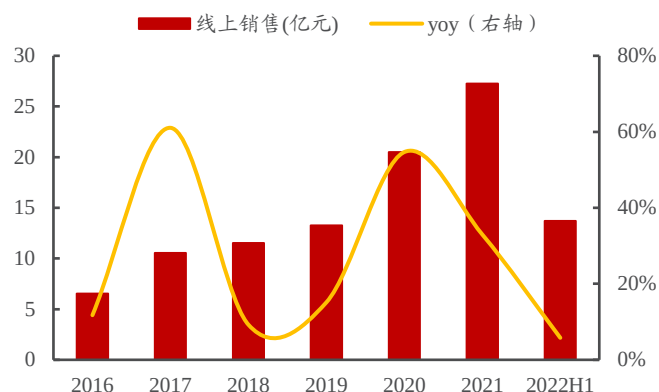
分品牌来看，主品牌收入受疫情影响较显著，其他品牌提速超车圣凯诺。

2022H1 海澜之家/圣凯诺/其他品牌实现主营业务收入 74.06/8.77/9.01 亿元，yoy-7.35%/-8.09%/+4.64%，毛利率约为 43.57%/51.61%/53.52%，yoy-0.06/-1.16/+8.17pcts。主品牌收入有所下滑主因公司供应链、物流和零售终端受疫情影响，其他品牌持续发力，营收总规模已超过圣凯诺系列，未来公司业绩有望随疫情好转稳步增长。

分渠道来看，线上渠道增速稳健，直营渠道快速扩张。2022H1 线上渠道销售

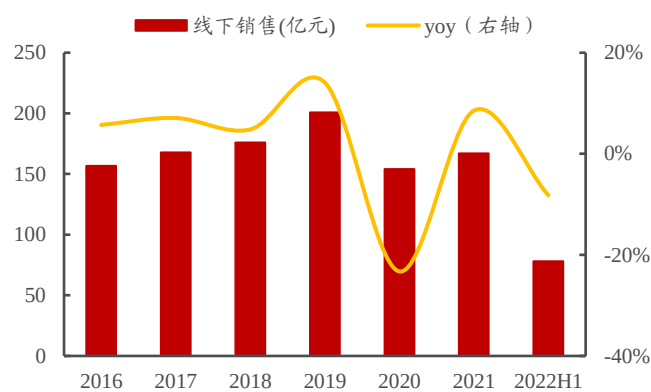
额为 13.70 亿元/yoy+5.79%；线上渠道销售毛利率为 43.40%/yoy+3.91pcts，疫情下线上渠道迎来新机遇，公司秉承“打造差异化、性价比”的理念，加强品类研发，全面渗透多年龄层消费者，提升线上平台销售转化。线下渠道中，2022H1 直营店实现收入 14.89 亿元/yoy+48.73%，毛利率为 58.96%/yoy-1.64pcts；加盟店及其他实现收入 68.18 亿元/yoy-13.18%，毛利率为 41.52%/yoy-0.13pcts。由于直营店盈利能力强于加盟店，公司加速扩张直营店，直营渠道收入提升显著。

图56：2016-2022H1 海澜之家线上销售额变化



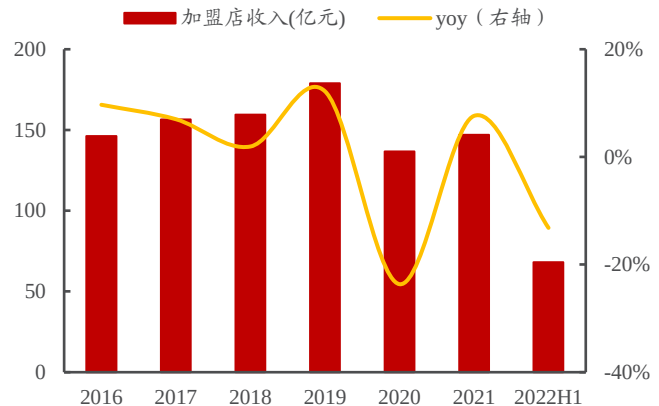
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图57：2016-2022H1 海澜之家线下销售额变化



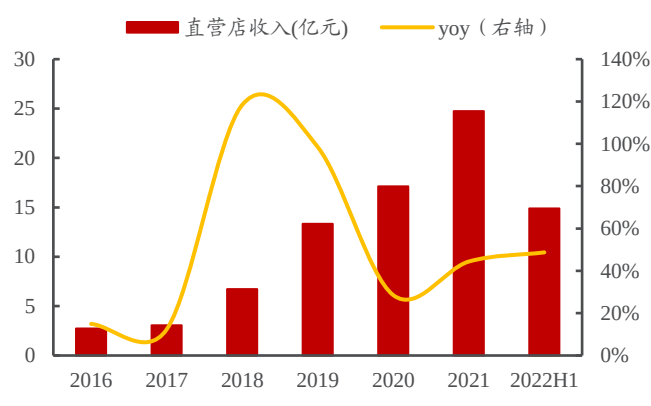
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图58：2016-2022H1 海澜之家旗下加盟店收入变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图59：2016-2022H1 海澜之家旗下直营店收入变化



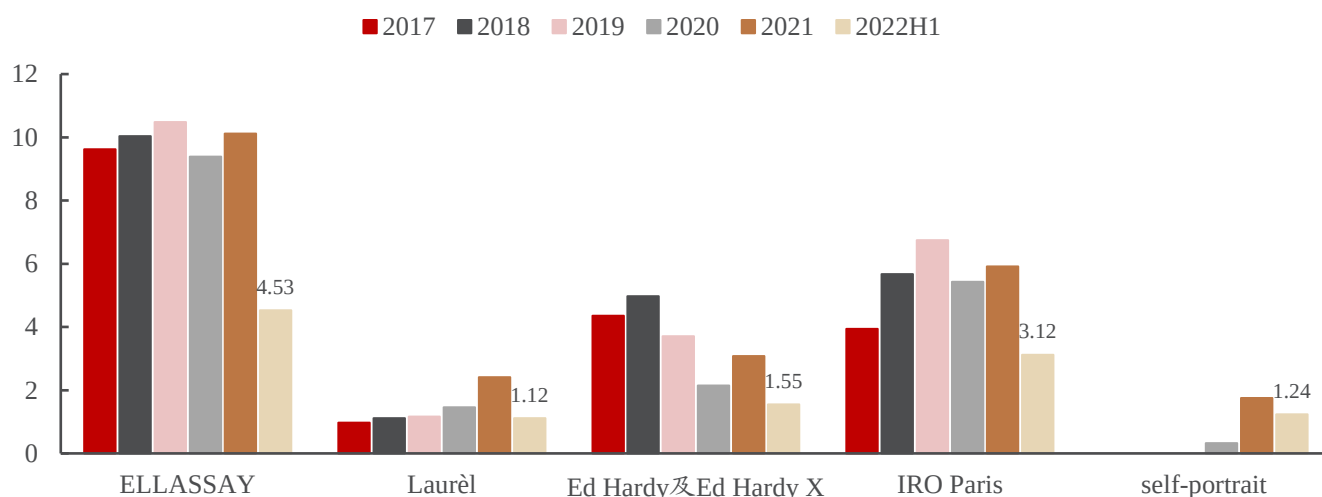
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4.5 歌力思：疫情下渠道逆势扩张，多平台多品牌发力驱动长期成长

歌力思发布 2022 年半年报。2022H1 公司收入为 11.71 亿元, yoy+6.49%, 主因公司多品牌矩阵多点发力, 协同推动收入增长; 归母净利润为 0.50 亿元, yoy-72.97%, 主要受刚性费用维持高水平、线上销售占比大幅提升 5.46pcts、4-5 月上海封城致百秋公司难以发货等多因素综合影响。

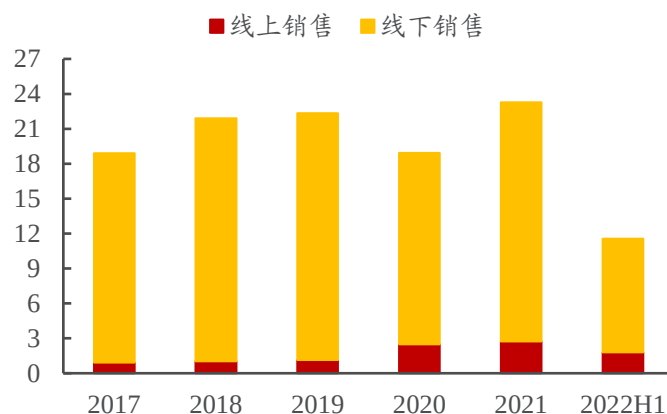
分品牌看：主品牌收入小幅下滑，成长期品牌高速增长。ELLASSY、IRO Paris、Ed Hardy 三大品牌贡献主要收入，其中公司原创主品牌 ELLASSAY 为第一大收入来源，2022H1 收入达 4.53 亿元, yoy-3.6%；新品牌增速强劲，self-portrait 品牌表现远超其他品牌，2022H1 收入 1.24 亿元, yoy+65.9%，IRO Paris、Ed Hardy、Laurèl 收入各 3.12/1.55/1.12 亿元, yoy+9.06%/+6.11%/+2.93%，多品牌矩阵全面发力。

图60：2017-2022H1 歌力思各品牌收入情况（单位：亿元）



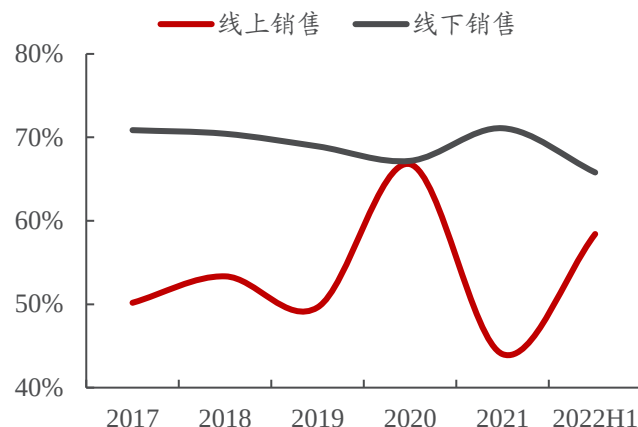
资料来源：wind，民生证券研究院

图61：歌力思线上线下收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

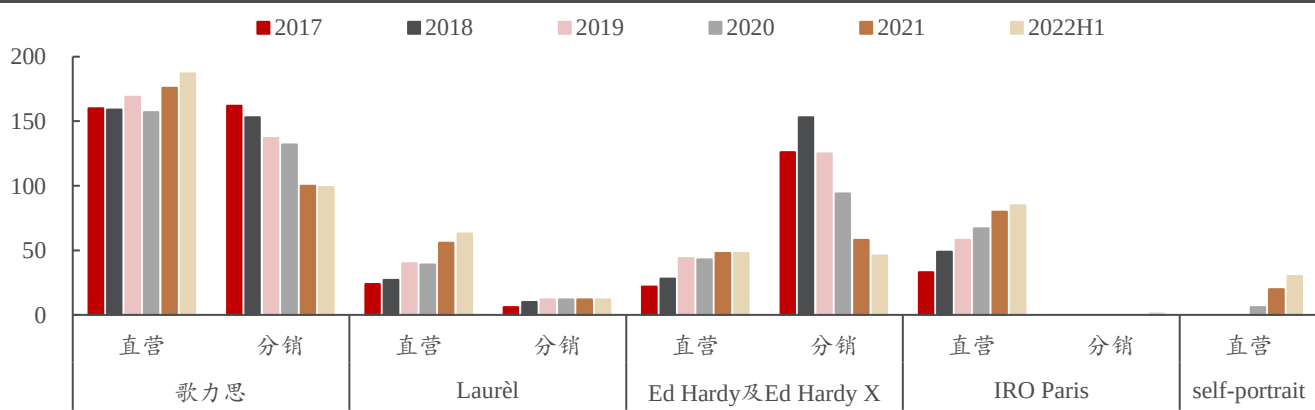
图62：2017-2022H1 歌力思线上线下毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

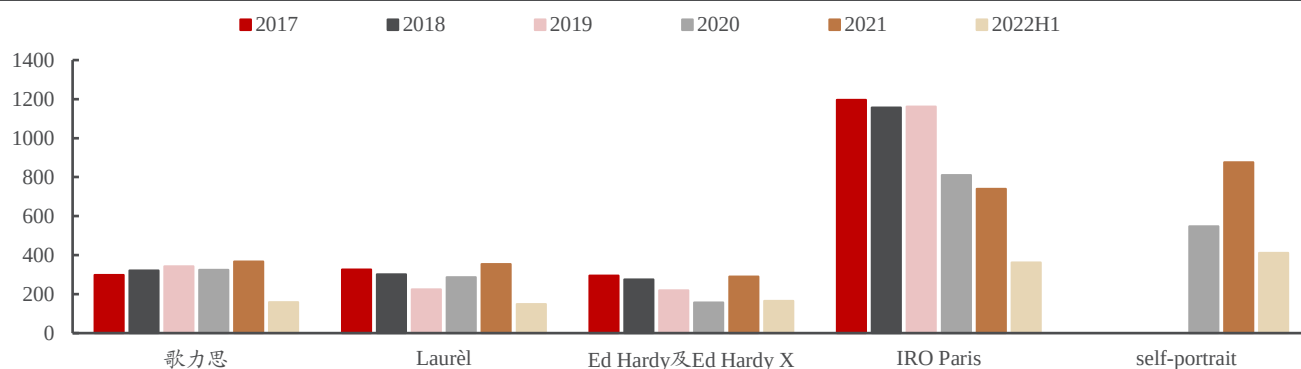
分渠道看：①线上渠道建设成效显著，多平台多品牌全面发力。2022H1 主品牌 Ellassay 在抖音平台和唯品会平台均取得突破，其中唯品会平台 GMV 破亿，单平台收入增长超过 110%，抖音平台 GMV 约为天猫平台的 50%。2022H1Laurèl 品牌线上收入同比增 84%；Iro Paris 品牌在天猫平台收入同比增长超过 121%；self-portrait 基于小红书的出色表现，2022H1 天猫平台 GMV 接近 1 亿元。**②线下直营渠道积极扩张，协同线上渠道推动业绩增长。**2022H1，ELLASSAY/self portrait/LAUREL/IRO/Ed Hardy 及 Ed Hardy X 品牌直营门店净增 11/10/7/5/0 家，直营渠道整体收入 9.28 亿元，yoy+13.52%，营收占比 8.04%，yoy+5.04pcts，直营拓店和线上渠道良好表现共驱业绩增长。

图63：2017-2022H1 歌力思各品牌门店数量（单位：家）



资料来源：wind，民生证券研究院

图64：2017-2022H1 歌力思各品牌店效（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

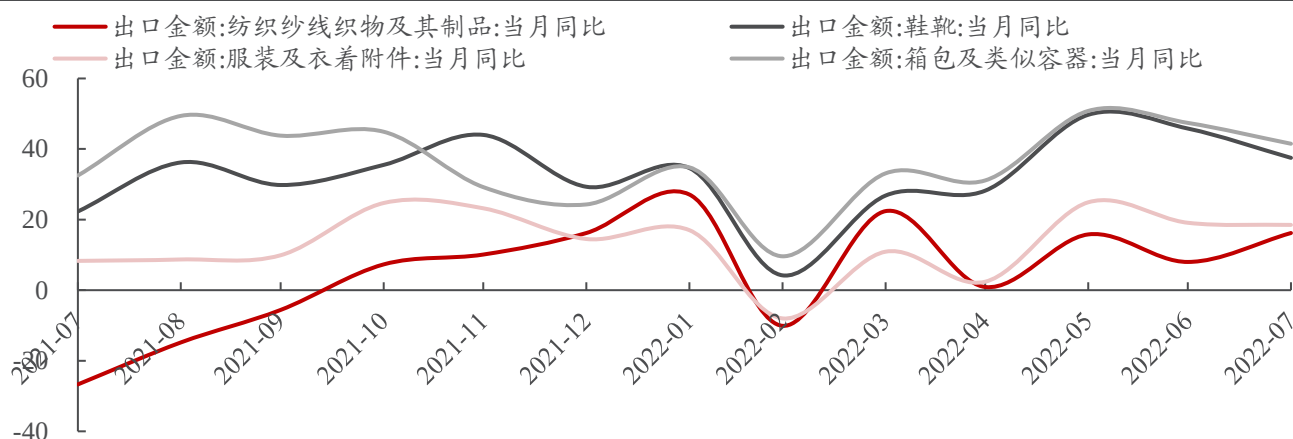
逆流而上打开市场，多品牌多渠道协同发力看好长期发展。公司前期通过自有品牌和外延并购打破品牌收入规模瓶颈并已形成丰富的品牌矩阵。2022 年为公司 21 年股权激励计划开局之年，公司在弱市下仍采取较为进取的态度拓店，同时积极布局线上电商平台以应对疫情对线下渠道的冲击，彰显公司长期发展信心。

3 纺织制造：疫情下，纺织龙头业绩体现高确定性

3.1 板块表现：原材料价格高位略有回落，疫情好转后，纺织产品出口恢复明显

2022 年初受国内疫情严防控影响，纺服出口呈下滑态势，疫情好转后已得到明显恢复。2020 年由于国内疫情先于海外得到控制，生产供应端优势凸显，但 2021 年海外“共存”策略下、生产制造逐步放开。2022 年 3 月国内疫情局部扩散，在严格防疫的管理下，国内生产、物流端受直接影响导致出口金额同比增速明显下滑，但随 5 月疫情逐渐好转，出口增速呈现向好趋势。国内纺织制造业在疫情背景下，尾部企业出清，强者恒强的格局更加清晰。同时，因当前订单外流的趋势明确，具备海外产能布局的企业将有望承接更多订单、拥抱增长机会。

图65：2021-2022 年 7 月纺服出口当月同比情况（%）



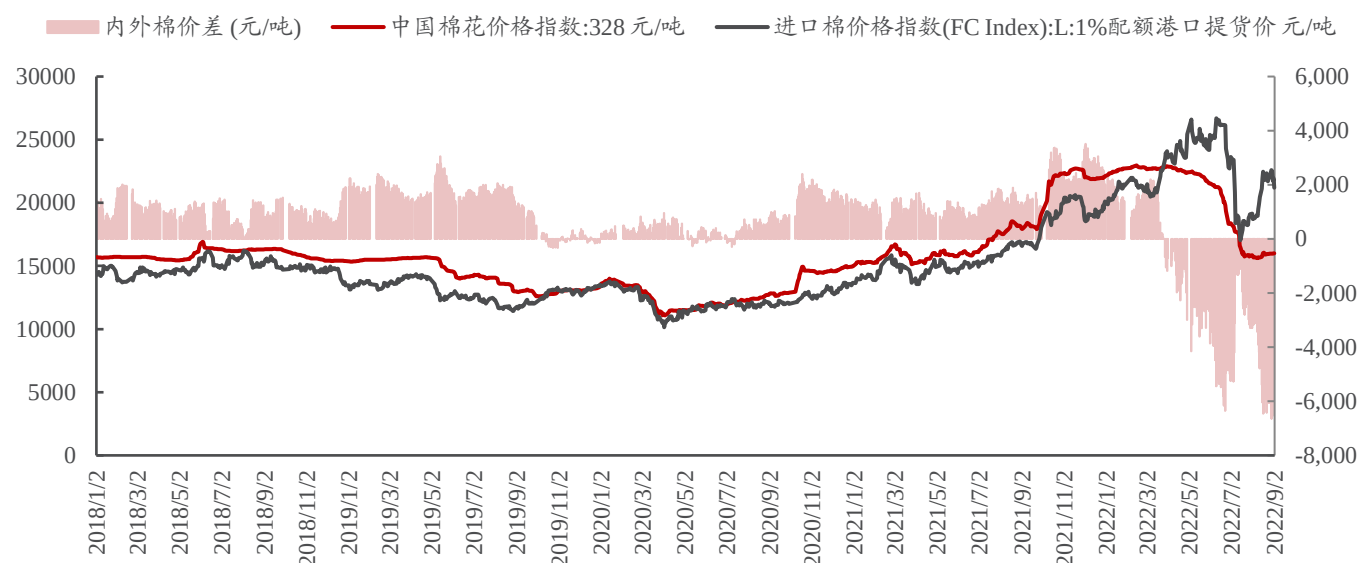
资料来源：wind，民生证券研究院

原材料价格上涨压力在 Q2 得到一定缓解，内外棉价差依然处于高位。

(1) 根据 Cotlook 指数，2022H1 棉价仍处高位。可见棉价自 2020 年开始上涨，于 2022 年 5 月达到 2018 年以来最高点后出现明显下行趋势，但综合来看，2022 年 Q1-Q2 棉价依然处于高位。

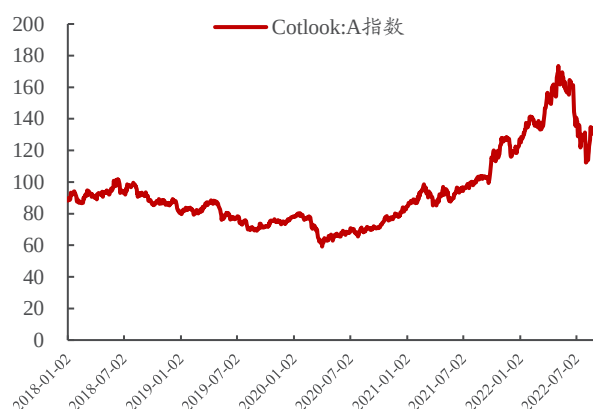
(2) 内外棉价差较高，预期内棉供给充足、需求偏弱。①2022 年 3 月末至 6 月末，出现内外棉价倒挂情况，内外棉价差不断扩大，主要源于国内棉花库存偏高、下游需求略弱，同时海外美棉种植区发生干旱天气、印度豁免棉花进口关税，市场对于海外市场棉花供应偏紧的预期大幅推升国际棉价。② 2022 年 6 月末至 9 月出，内外棉价差短期回落后继续增大，主要源于 6 月美联储加息引发衰退担忧，大宗商品价格明显下滑，但 8 月美棉主产区严重干旱致产量降低再次拉升外棉价格，同时国内存在新棉增产预期、内棉价格稳定，导致内外棉价差进一步扩大。

图66：内外棉价差仍处高位



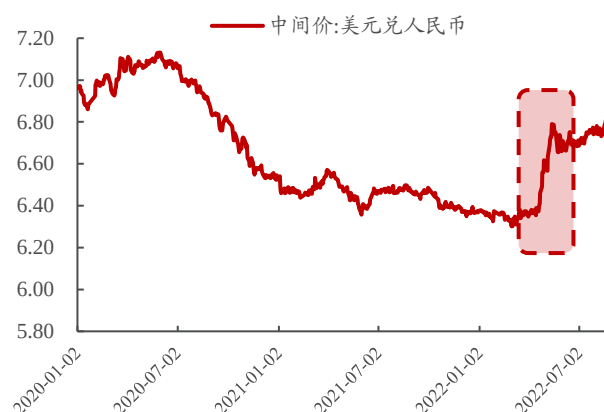
资料来源：wind，民生证券研究院

图67：Cotlook 指数走势：22 年 5 月中旬后明显下降



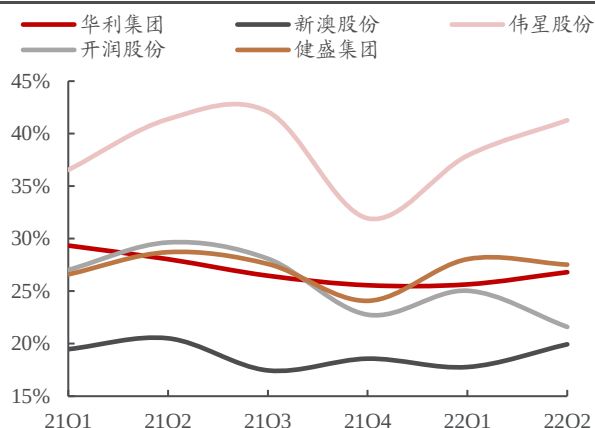
资料来源：wind，民生证券研究院

图68：美元兑人民币汇率：22 年 Q2 人民币贬值

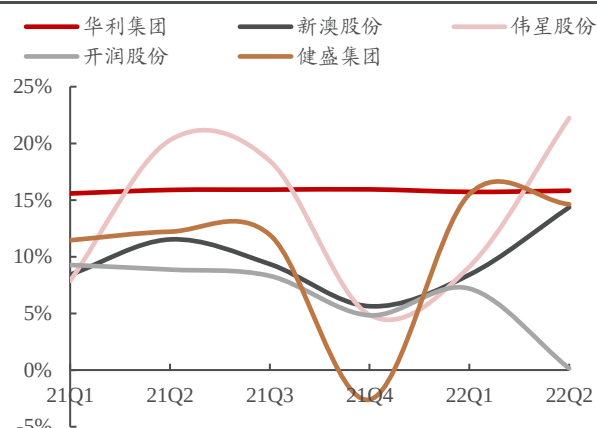


资料来源：wind，民生证券研究院

22 年 Q2 公司盈利能力略受影响，汇率变动增厚利润缓解部分压力。从毛利率来看，华利集团/新澳股份/伟星股份/开润股份/健盛集团五家公司 2021Q1-Q4 的毛利率算数平均值分别为 27.80%/29.66%/28.34%/24.58%；2022Q1-Q2 毛利率算数平均值分别为 26.89%/27.43%，同比分别-0.91/-2.23pct，下滑幅度略有加深。从净利率来看，华利集团/新澳股份/伟星股份/开润股份/健盛集团 2021Q1-Q4 净利率算数平均值分别为 10.52%/13.75%/12.79%/5.73%；2022Q1-Q2 净利率算数平均值分别为 11.19%/13.44%，同比分别+0.67/-0.32pct，2022 年 Q2 人民币贬值，有助于增厚利润，显著缓冲毛利端下滑对于公司的影响。

图69：部分上游纺织企业分季度毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

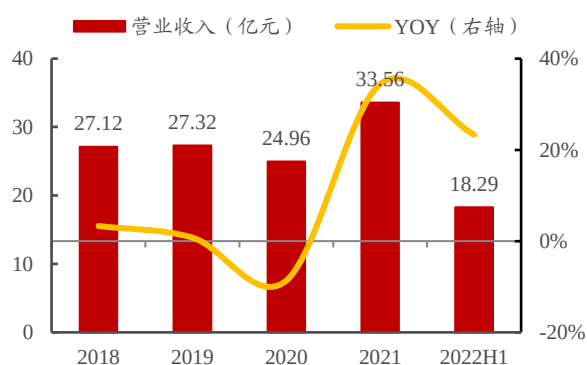
图70：部分上游纺织企业分季度净利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

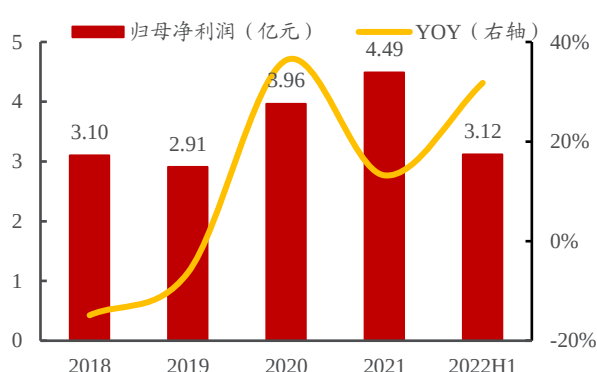
3.2 标的：业绩表现略有分化，龙头扩产助推收入扩张

3.2.1 伟星股份：全球化布局稳步推进，订单充沛促业绩高增

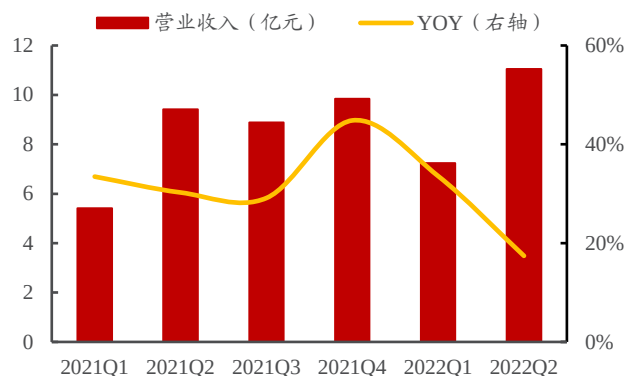
伟星股份发布 2022 年半年报。2022 年 H1 公司实现营收 18.29 亿元/yoy+23.32%，归母净利润 3.12 亿元/yoy+31.78%。受国际市场订单收入和新品类收入增长影响，业绩高速增长。2022Q2 公司实现营业收入 11.05 亿元/yoy+17.42%；归母净利润 2.47 亿元/yoy+28.65%。

图71：伟星股份营收情况


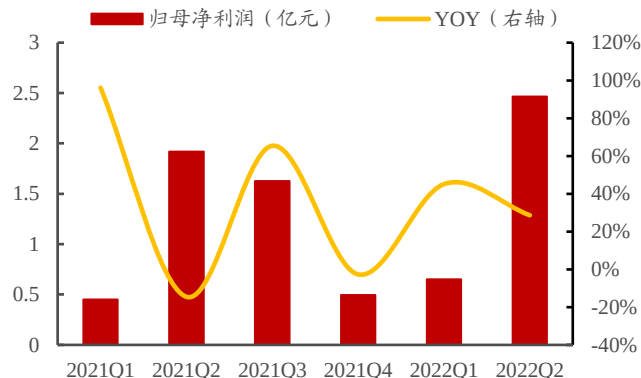
资料来源：wind，民生证券研究院

图72：伟星股份归母净利润情况


资料来源：wind，民生证券研究院

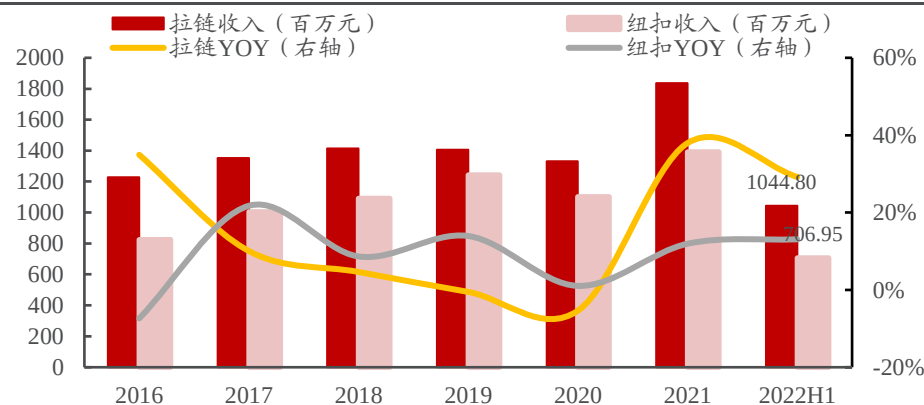
图73：2022 年 Q2 营收维持稳健高增长


资料来源：wind，民生证券研究院

图74：2022 年 Q2 归母净利持续向好


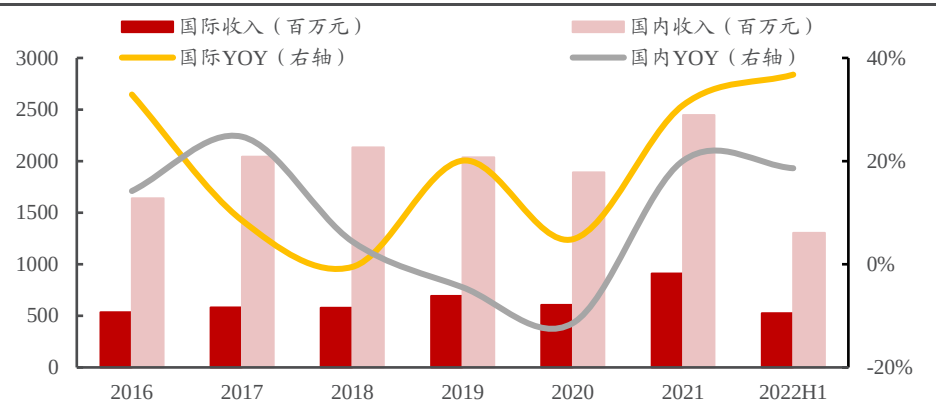
资料来源：wind，民生证券研究院

海内外辅料订单旺盛，公司竞争力凸显。1) 分产品看：主产品拉链&纽扣收入高增。公司 2022H1 拉链/纽扣/其他服饰辅料/其他收入分别为 10.45/7.07/0.49/0.27 亿元，同比分别增 29.20%/13.08%/81.48%/26.38%，占总收入比重分别为 57.14%/38.66%/2.70%/1.50%。目前公司纽扣产品在国内中高档纽扣市场中占有率约 20%，已经占据龙头地位，同时拉链收入占比持续提升，以专业研发、优质服务开发高附加值订单，抢占国际生产商逐渐丢失的市场阵地。2) 分地区看：全球化战略显效，海外销售规模扩迅速。公司 2022H1 国内/海外销售收入分别为 13.03/5.25 亿元，同比分别增长 18.62%/36.77%，占总收入比重分别为 71.28%/ 28.72%，全球化战略之下，公司持续拓展国际客户，海外收入占比不断提升。

图75：伟星股份拉链、纽扣收入持续高增趋势


资料来源：wind，民生证券研究院

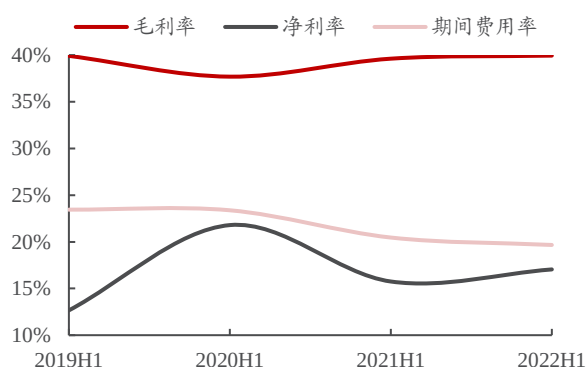
图76：国际客户拓展助力 22H1 海外收入同比增长近 37%



资料来源：wind，民生证券研究院

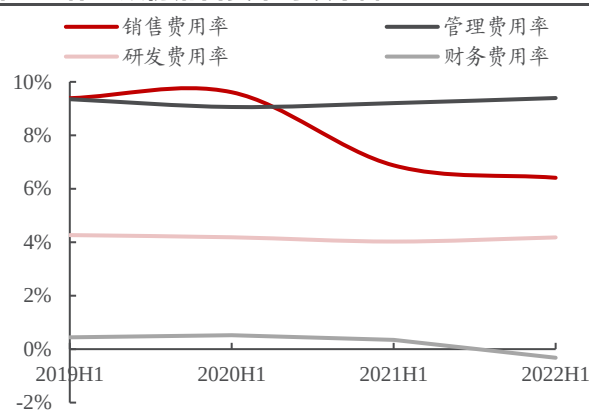
盈利水平持续提升，控费能力不断加强。1) 盈利：2022H1 公司毛利率/净利率分别为 39.94%/17.04%，同比分别+0.33/+1.29pct；2022Q2 公司毛利率/净利率分别为 41.28%/22.23%，同比分别-0.11/+1.95pct，疫情之下盈利能力整体向好，公司“数智”制造等战略带来的降本增效成果得以体现，彰显公司韧性。2) 费用：2022H1 公司期间费用率为 19.66%，同比-0.79pct，拆分来看，2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.41%/9.39%/4.18%/-0.32%，同比分别-0.46/+0.19/+0.15/-0.67pct，销售费用率下降部分源于本期将包装费调整至营业成本，财务费用率下降源于汇率波动带来汇兑收益。

图77：伟星股份毛利率水平较为稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

图78：伟星股份销售费率持续下降



资料来源：wind，民生证券研究院

海内外产能布局持续推进。截止 2022H1，公司自有产能钮扣 58 亿粒、拉链 4.25 亿米，其中国内/海外产能占比分别约 85%/15%，综合产能利用率为 57.97%，同比下滑 9.91pct。目前公司国内在建产能主要为邵家渡/潍坊工业园，海外在建产能主要为孟加拉工业园三期工程与越南工业园一期、二期项目，其中越南工业园规划产销规模较孟加拉项目更大、生产品类更加丰富，目前越南项目已正式动工，一期项目有望于 2024 年初建成投产，为公司收入规模扩张提供有力保障。

表10：伟星股份产能情况

	2021 年 H1	2022 年 H1
总产能	钮扣 50.50 亿粒，拉链 3.25 亿米	钮扣 58.00 亿粒，拉链 4.25 亿米
产能利用率	67.88%	57.97%
在建工厂情况	孟加拉工业园三期工程、越南工业园项目、邵家渡工业园项目等	孟加拉工业园三期工程、邵家渡工业园、潍坊工业园、越南工业园

资料来源：wind，民生证券研究院

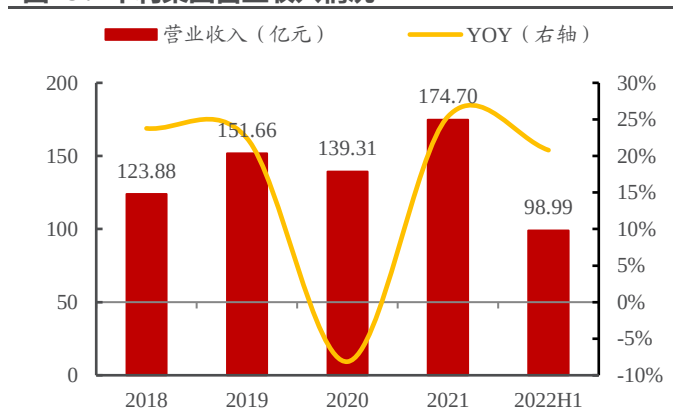
表11：伟星股份海内外产能布局

	海内	海外
产能占比	85.05%	14.95%
产能布局	浙江省临海市、广东省深圳市、山东省潍坊市	孟加拉国
产能利用率	64.73%	23.50%

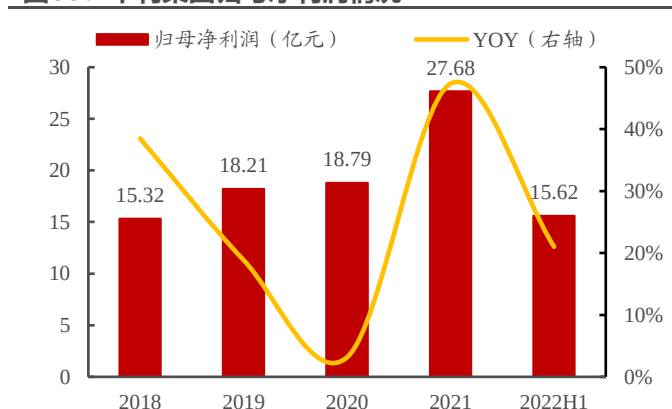
资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.2 华利集团：内生成长抵消外因扰动，订单产能双向好

华利集团发布 2022 年半年报。公司 2022H1 实现营业收入 98.99 亿元/yoy+20.79%；实现归母净利润 15.62 亿元/yoy+21.02%，剔除汇率变动影响外，公司营业收入/归母净利润分别同增 20.10%/20.32%，收入与归母净利增速基本吻合。22Q2 实现营业收入 57.74 亿元/yoy+28.55%；实现归母净利润 9.14 亿元/yoy+27.99%，营收、归母净利润增速环比明显提升。

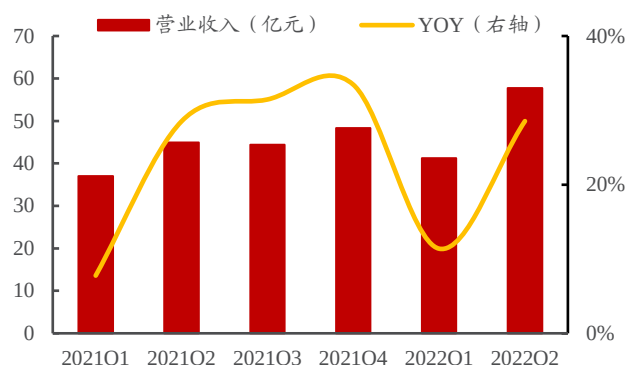
图79：华利集团营业收入情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图80：华利集团归母净利润情况


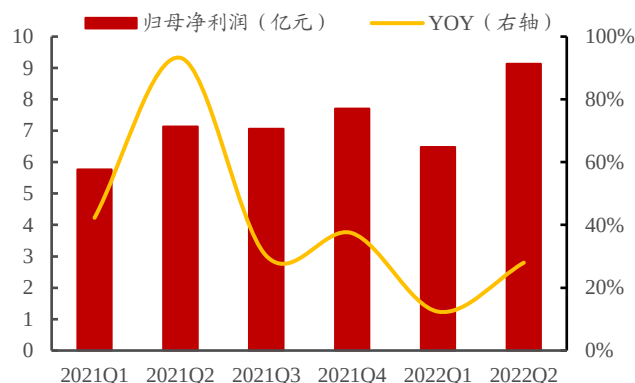
资料来源：wind，民生证券研究院

图81：华利集团 2022 年 Q2 收入增速环比提升



资料来源：wind，民生证券研究院

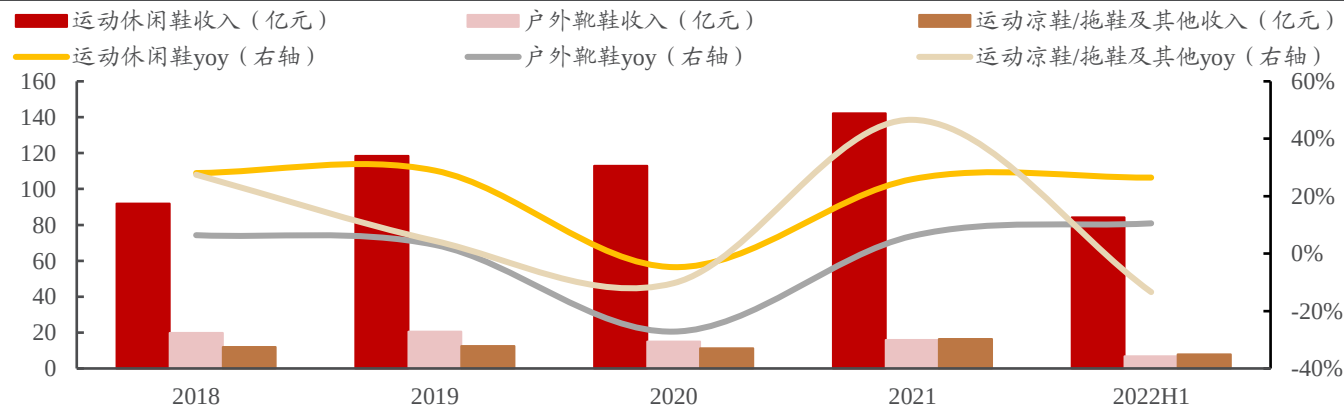
图82：华利集团 2022 年 Q2 归母净利润增速环比提升



资料来源：wind，民生证券研究院

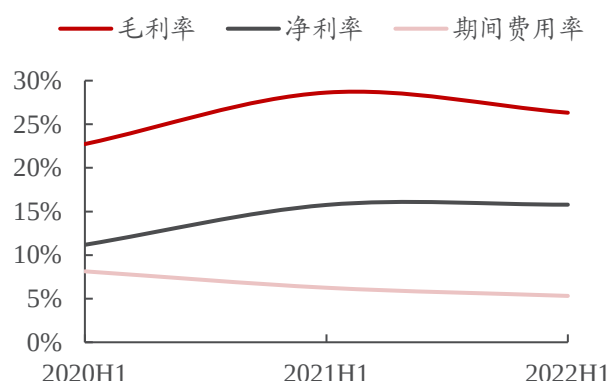
产品结构调整&产能继续扩张促销售量价齐升。分产品看，运动休闲鞋贡献主要营收，相对低价凉鞋拖鞋产品销售额缩减，2022H1 公司运动休闲鞋/运动凉鞋拖鞋及其他/户外靴鞋收入分别 84.16/7.92/6.73 亿元，同比分别 +26.48%/-13.40%/+10.55%。产品结构调整带动均价增长，阻碍生产的不利因素消退助推销量提升，2022H1 运动鞋销售量 1.15 亿双/yoy+13.3%，均价约 13.27 美元(85.90 元) /yoy+6.9%（剔除汇率因素），量价齐升趋势明确。

图83：华利集团各类产品收入情况

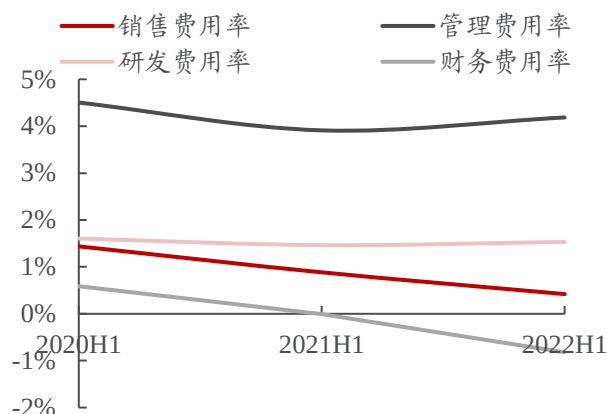


资料来源：wind，民生证券研究院

新产能爬坡叠加疫情影响拖累毛利率，净利端保持稳定。由于 2022 年初越南北部疫情相对严重，导致部分时段员工出勤率低于正常水平、陆运海关口岸关闭影响原材料供应，进而对工厂生产效率造成不利影响，影响 Q1 毛利率表现（同比-3.70pct）；随 3 月中旬员工出勤率水平及 4 月陆运海关口岸运营陆续恢复正常，不利因素消退，Q2 毛利率降幅已明显收窄（同比-1.24pct），2022H1 产能利用率为 95.10%，同比-1.82pct；毛利率为 26.32%，同比-2.31pct，净利率达 15.78%，同比+0.03pct。2022H1 公司期间费用率为 5.32%，同比-0.94pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.42%/4.19%/1.53%/-0.82%，同比分别 -0.46/+0.28/+0.07/-0.81pcts，费用率下滑主要源于汇兑收益、闲置资金利息收入增加。

图84：华利集团毛利率、净利率、期间费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图85：华利集团各项费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

短期来看，订单排期较满，多元客群提供增长确定性。虽因海外高通胀等因素影响，国际消费需求相对疲软，但公司目前订单排期较满。1) 从大客户角度看，增长具备韧性。2022H1 公司前五大客户收入分别 36.53/20.73/18.87/10.23/4.89 亿元，同比分别+30%/+26%/+21%/+7%/-3%，销售额合计约占销售总额 92.18%，大客户增长稳健，户外运动消费并未明显收缩。2) 从新客户角度看，受宏观环境影响有限，放量空间充足。部分新客户由于体量相对小、目标客群明确，受宏观因素影响有限，且受限于产能暂时未能放量，实际需求较为火热，为公司提供潜在增长动力。

长期来看，扩产有序推进，生产规模扩张空间广阔。2022H1 公司总产能为 11594 万双，同比+15.25%，月均产能 1932 万件，较 2021 全年月均产能提升 6.09%。越南、缅甸、印尼产能扩张稳步进行，其中：（1）越南：2021 年新工厂产能爬坡顺利，2022 年将持续贡献可观产能，同时公司继续于越南北部建设工厂，2023 年仍将有多多个新工厂投产；（2）印尼：公司预计一期工厂将于 2023 年开始贡献产能；（3）缅甸：前期缅甸政局变动、疫情影响开工，目前已恢复建设，产能扩张将成为公司收入增长的有效保障。

表12：华利集团产能情况

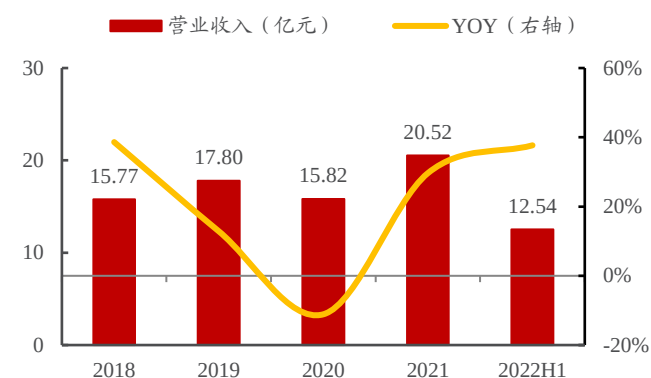
	2021H1	2022H1
总产能（万双）	10,060	11,594
总产量（万双）	9,750	11,026
产能利用率	96.92%	95.10%
在建工厂情况	在越南、缅甸扩建、新建厂房及附属工程。	在越南、缅甸、印度尼西亚扩建、新建厂房及附属工程。

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.3 健盛集团：无缝业务增长盈利向好，户外品类提供增量

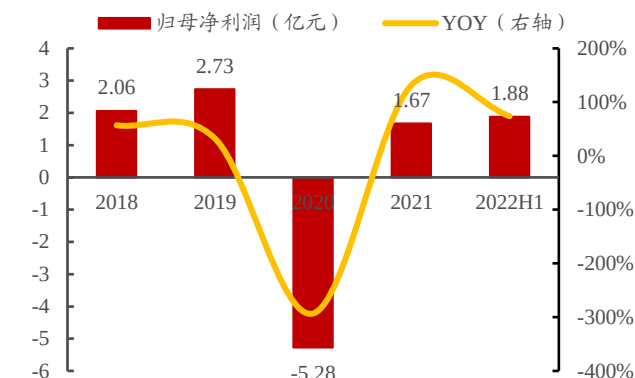
华利集团发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营业收入 12.54 亿元，yoy+37.68%；归母净利润 1.88 亿元，yoy+74.02%。2022Q2 公司实现营业收入 7.22 亿元，yoy+45.28%；归母净利润 1.06 亿元，yoy+73.95%。

图86：健盛集团营业收入情况



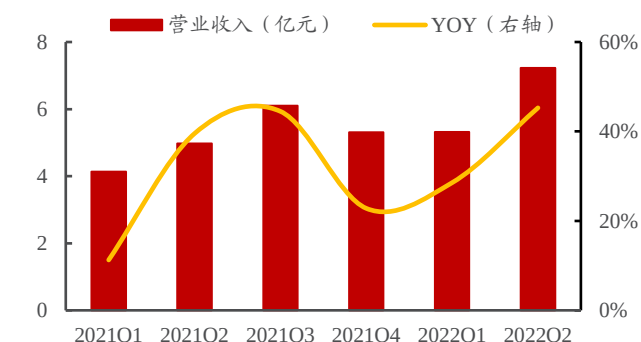
资料来源：wind，民生证券研究院

图87：健盛集团归母净利润情况



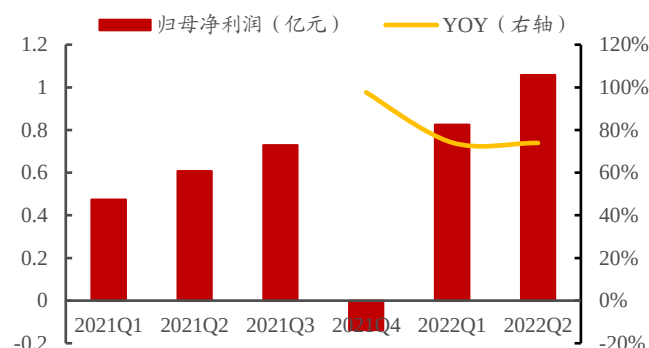
资料来源：wind，民生证券研究院

图88：健盛集团分季度收入增速环比持续增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图89：健盛集团分季度归母净利润童年规避高增

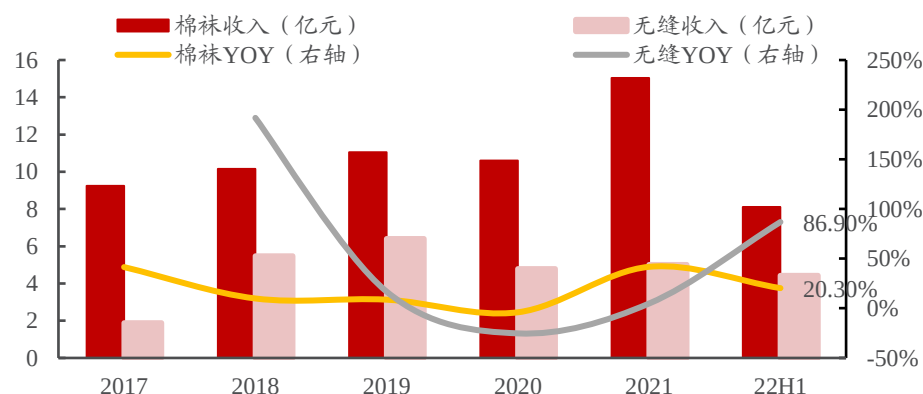


资料来源：wind，民生证券研究院

提价策略保障棉袜业务增速。棉袜业务实现销售收入 8.11 亿元，同比增长 20%，实现净利润 1.33 亿元，同比增长 37%，棉袜业务客户结构稳定，公司在棉价上涨背景下公司上调产品价格，有力推动收入规模增长，公司重点客户如 UA/阿迪达斯/优衣库/ BOMBAS 收入增长约 15%/30%+/60%+/80%+。

客户扩展推动无缝业务收入高增。无缝业务实现销售收入 4.43 亿元，同比增长 87%，实现净利润约 0.55 亿元，同比增长 413%。重点客户方面，部分公司重点客户保持较高增速，优衣库/Delta/迪卡侬收入增速分别约为 226%/100%+/20%+。客户拓展方面，无缝业务国内品牌客户开拓进展向好，公司目前客户包括李宁、蕉内、UBARS、FILA 等知名品牌。自有品牌方面，公司自有品牌 2022H1 实现销售收入约 2500 万，同比增长超 300%。

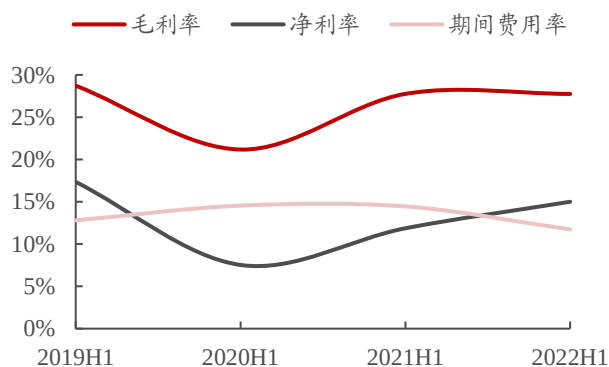
图90：健盛集团棉袜、无缝业务收入情况



资料来源：wind，民生证券研究院

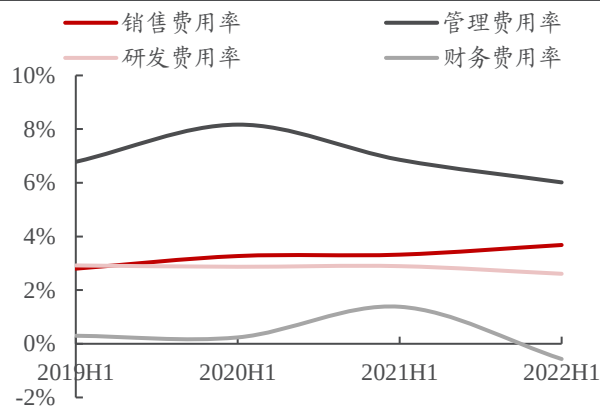
公司盈利能力改善明显。2022H1 公司毛利率 27.75%，同比持平；净利率 15.00%/yoy+3.14pct；2022Q2 公司毛利率 27.53%/yoy-1.19pct；净利率为 14.63%/yoy+2.42pct。2022H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.68%/6.01%/2.61%/-0.57%，同比分别+0.36/-0.84/-0.28/-1.95pct，销售费用率增长主要源于本期运输报关费用增加以及销售人员增加，财务费用率明显下降主要源于汇率变动导致汇兑收益增长。

图91：2022 年 H1 期间费用率下降推升净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图92：因汇兑收益增长，销售费率明显下降



资料来源：wind，民生证券研究院

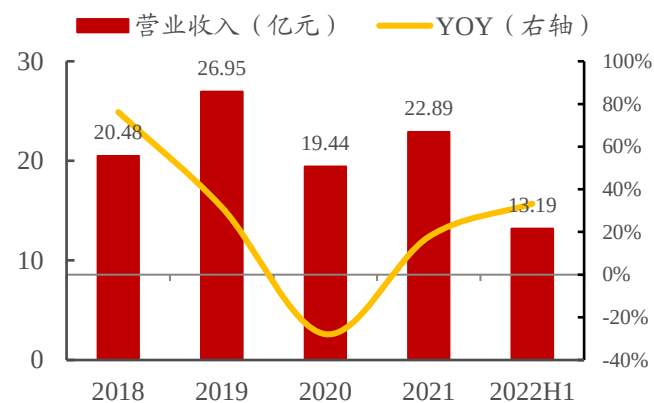
积极拓宽品类赛道，布局户外产品。公司积极拓展户外防晒品类产品，2022H1 户外防晒袖套、户外防晒服品类终端销售情况较好，公司预计至 2022 年底，以上两个品类的产品营收占无缝业务营收比例可达 10%。2022 年 8 月，公司以自有资金 1 亿元投资新设健盛户外用品有限公司，根据消费者户外活动中对于相关产品的需求，在户外防晒袖套、防晒服基础上，延伸更丰富的户外用品品类。

3.2.4 开润股份：2B 业务持续高增，2C 业务收缩减亏

开润股份发布 2022 年中报。公司 2022 年 H1 实现营收 13.19 亿元 /yoy+33.26%，实现归母净利润 0.50 亿元/yoy-48.83%；2022Q2 实现营收分

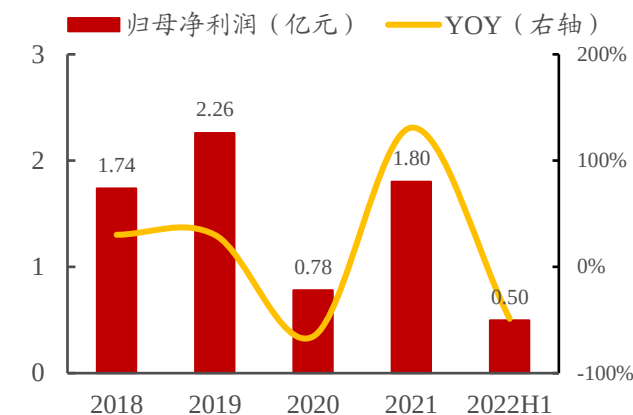
别为 7.07 亿元/yoy+31.34%，实现归母净利润分别为 316 万元/yoy-93.91%。

图93：开润股份营业收入情况



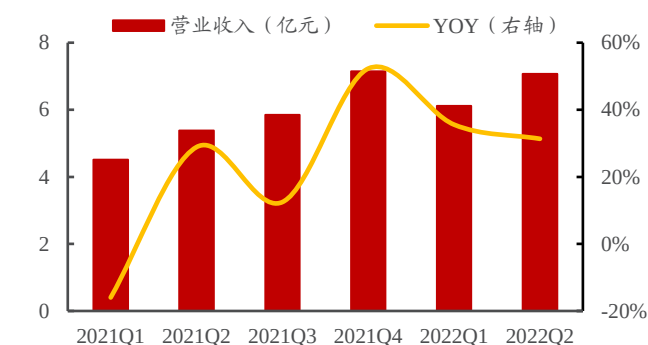
资料来源：wind，民生证券研究院

图94：开润股份归母净利润情况



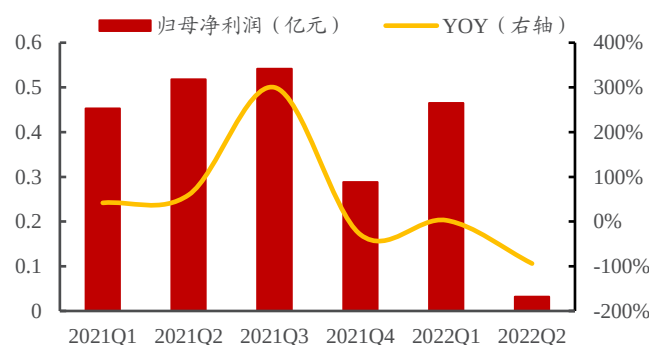
资料来源：wind，民生证券研究院

图95：2022 年 Q2 开润股份收入稳健增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图96：2022 年 Q2 开润股份归母净利下滑较明显



资料来源：wind，民生证券研究院

2B 业务：客户群持续丰富推动 2B 端收入高增。（1）收入方面，2022H1 公司 2B 业务（代加工销售）实现营收 10.68 亿元/yoy+66.8%，收入高增主要源于公司积极开拓新客户，海外订单实现大幅增长，同时，公司总产能同比增长 38.8% 至 1914.87 万件，产能利用率同比提升 3.55pct，产能扩张为收入增长提供了必要支持。（2）盈利能力方面，2B 业务 2022H1 毛利率为 23.60%/yoy-4.26pct，主要源于原材料及物流成本增加。

表13：开润股份产能分布、产能利用率情况

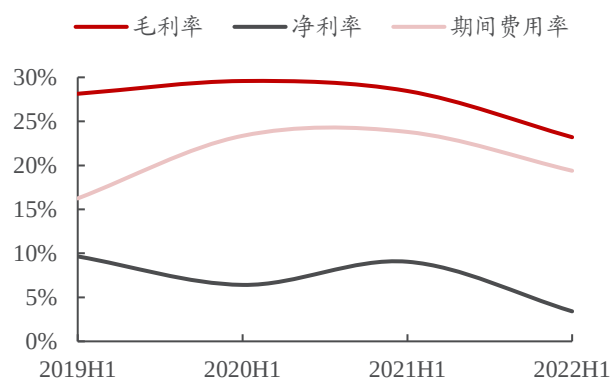
	2021H1	2022H1
总产能 (万件)	1,379.66	1,914.87
产能利用率	88.45%	92.00%
2021H1 海内外产能布局		
	国内：滁州	海外：印度、印尼
产能占比	34.09%	65.91%
产能利用率	95.89%	89.99%

资料来源：wind，民生证券研究院

2C 业务：收缩亏损业务，渠道梳理整合为发展铺平道路。2022H1 公司 2C 业务（线上、分销业务）实现营收 2.38 亿元/yoy-28.17%，其中分销/线上收入分别为 1.52/0.87 亿元，同比分别-14.31%/-44.00%，2C 业务整体毛利率为 22.33%/yoy-6.37pct，收入及盈利能力下滑主要源于公司主动收缩不盈利的 2C 方面业务，进行销售渠道整合及，库存清理。

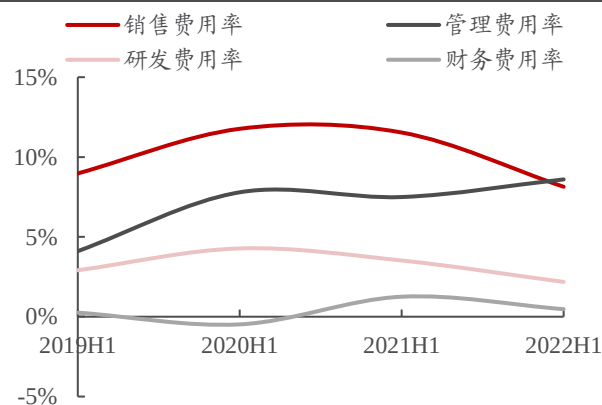
多因素导致公司盈利能力承压。公司 2022H1 毛利率/净利率分别为 23.20%/3.41%，同比分别-5.25/-5.64pct，公司 2022Q2 毛利率/净利率分别为 21.60%/0.15%，同比分别-8.04/-8.72pct，毛利率、净利率承压，主要源于公司主要业务毛利率呈现下滑趋势。公司 2022H1 期间费用率为 19.38%，同比-4.41pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.14%/8.60%/2.18%/0.47%，同比分别-3.40/+1.10/-1.34/-0.78pct，其中，管理费上升主要源于业务扩张，职工数量增长导致职工薪酬大幅增长，财务费率下降主要源于汇兑收益增长。非经常损益方面，公司 2022H1 投资收益-1769 万元，主要源于上海嘉乐正常生产受到上海疫情影响。

图97：2022 年 H1 净利率出现下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图98：2022 年 H1 销售费率控制较好



资料来源：wind，民生证券研究院

4 投资建议

4.1 行业投资建议

1) 推荐具备高客户粘性、收入增长将有望迎来边际改善的高尔夫休闲男装龙头**比音勒芬**；推荐即将进入产品销售旺季的国内羽绒服龙头**波司登**；2) 推荐下半年受益于“人民币贬值+产能释放+疫情好转”三重利好的上游服装辅料生产商**伟星股份**、运动鞋代工企业**华利集团**、棉袜无缝生厂商**健盛集团**、箱包代工企业**开润股份**；3) 推荐受益于户外精致露营风潮兴起的“帐篷代工+品牌”双轮驱动的优质标的**牧高笛**；4) 推荐消费韧性强、高分红属性显著的家纺板块优质标的**罗莱生活**。

表14：纺织行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			(21-23年)	22年	评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	CAGR-2	PEG	
002832.SZ	比音勒芬	20.97	1.09	1.41	1.77	19	15	12	27%	0.5	推荐
3998.HK	波司登	3.50	0.19	0.22	0.26	18	16	13	17%	0.9	推荐
002003.SZ	伟星股份	11.99	0.43	0.52	0.62	28	23	19	20%	1.1	推荐
300979.SZ	华利集团	59.68	2.37	2.90	3.60	25	21	17	23%	0.9	推荐
603558.SH	健盛集团	10.71	0.43	0.74	0.96	25	14	11	49%	0.3	推荐
603908.SH	牧高笛	89.04	1.18	2.55	3.66	75	35	24	76%	0.5	推荐
300577.SZ	开润股份	13.88	0.75	0.92	1.18	19	15	12	25%	0.6	推荐
002293.SZ	罗莱生活	10.49	0.85	1.01	1.19	12	10	9	18%	0.6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：股价为2022年9月2日收盘价，港币汇率为0.88

5 风险提示

- 1) **下游消费需求疲软**：国内疫情反复，海外高通胀、政治等因素影响下可能导致下游需求偏弱，将直接影响品牌商业绩表现，间接影响上游生产商接单订单；
- 2) **原材料价格大幅波动**：原材料价格大幅波动将可能影响公司盈利能力；
- 3) **国内疫情反复**：疫情反复将影响我国企业正常经营活动的展开。

插图目录

图 1: 2022 年 Q2 新冠疫情确诊人数显著增长, 线下消费出行受阻 (单位: 人)	3
图 2: 2018-2022 年服装鞋帽针纺织品类社零当月同比数据: 受 2022 年 Q2 疫情影响, 3-5 月数据同比有所下滑	3
图 3: 22H1 纺织服装行业公司总收入同比略增	4
图 4: 22H1 纺织服装行业公司总归母净利同比下滑	4
图 5: 运动服饰品牌营收情况 (亿元)	6
图 6: 运动服饰品牌归母净利润情况 (亿元)	6
图 7: 运动服饰品牌毛利率情况	7
图 8: 运动服饰品牌净利率情况	7
图 9: 运动服饰品牌销售费用率情况	7
图 10: 运动服饰品牌管理费用率情况	7
图 11: 运动服饰品牌门店情况 (单位: 家)	8
图 12: 李宁门店情况 (单位: 家)	8
图 13: 安踏体育门店情况 (单位: 家)	8
图 14: 特步国际门店情况 (单位: 家)	9
图 15: 361 度门店情况 (单位: 家)	9
图 16: 运动服饰品牌存货情况 (亿元)	9
图 17: 运动服饰品牌存货周转天数情况	9
图 18: 中国露营地市场规模持续高增 (单位: 亿元)	10
图 19: 我国汽车房车露营地数量情况 (单位: 家)	10
图 20: 2018H1-2022H1 毛利率情况	11
图 21: 2018H1-2022H1 净利率情况	11
图 22: 2018H1-2022H1 户外用品公司销售费用率	11
图 23: 2018H1-2022H1 户外用品公司研发费用率	11
图 24: 2011-2022H1 收入及增速	12
图 25: 2011-2022H1 归母净利润及增速	12
图 26: 2014-2021 年自有品牌与外销业务收入及增速 (单位: 亿元)	13
图 27: 线上线下收入及增速 (单位: 亿元)	13
图 28: 2017-2022H1 线上线下毛利率情况	13
图 29: 内销渠道收入占比	14
图 30: 品牌内销各渠道毛利率	14
图 31: 2011-2022H1 收入及增速	14
图 32: 2011-2022H1 归母净利润及增速	14
图 33: 2016-2021 分地区销售收入情况 (单位: 亿元)	15
图 34: 2017-2022H1 罗莱生活营业收入及增速	16
图 35: 2017-2022H1 罗莱生活归母净利润及增速	16
图 36: 2019-2022H1 罗莱生活线上线下收入情况 (亿元)	16
图 37: 2019-2022H1 罗莱生活加盟&直营店效 (万元/年)	16
图 38: 2018H1-2022H1 公司销售毛利率表现	18
图 39: 2018H1-2022H1 公司销售净利率表现	18
图 40: 2018H1-2022H1 公司销售费用率表现	18
图 41: 2018H1-2022H1 公司研发费用率表现	18
图 42: 2018H1-2022H1 公司销售毛利率表现	20
图 43: 2018H1-2022H1 公司销售净利率表现	20
图 44: 2018H1-2022H1 公司销售费用率表现	20
图 45: 2018H1-2022H1 公司研发费用率表现	20
图 46: 2017-2022H1 比音勒芬营业收入变化情况	21
图 47: 2017-2022H1 比音勒芬归母净利润变化情况	21
图 48: 2019Q1-2022Q2 比音勒芬归母净利润变化情况	21
图 49: 比音勒芬存货及存货周转天数情况	22
图 50: 比音勒芬各渠道收入占比	22
图 51: 比音勒芬男装抖音渠道销售规模 (单位: 百万元)	22
图 52: 2016-2022H1 海澜之家品牌营收 (单位: 亿元)	23
图 53: 2017-2022H1 海澜之家归母净利润变化情况	23
图 54: 2017-2022H1 海澜之家毛利率/净利率变化	23

图 55: 2017-2022H1 海澜之家期间费用率变化.....	23
图 56: 2016-2022H1 海澜之家线上销售额变化.....	24
图 57: 2016-2022H1 海澜之家线下销售额变化.....	24
图 58: 2016-2022H1 海澜之家旗下加盟店收入变化.....	24
图 59: 2016-2022H1 海澜之家旗下直营店收入变化.....	24
图 60: 2017-2022H1 歌力思各品牌收入情况 (单位: 亿元)	25
图 61: 歌力思线上线下收入情况 (单位: 亿元)	26
图 62: 2017-2022H1 歌力思线上线下毛利率情况	26
图 63: 2017-2022H1 歌力思各品牌门店数量 (单位: 家)	26
图 64: 2017-2022H1 歌力思各品牌店效 (单位: 万元)	27
图 65: 2021-2022 年 7 月纺服出口当月同比情况 (%)	28
图 66: 内外棉价差仍处高位	29
图 67: Cotlook 指数走势: 22 年 5 月中旬后明显下降	29
图 68: 美元兑人民币汇率: 22 年 Q2 人民币贬值	29
图 69: 部分上游纺织企业分季度毛利率情况	30
图 70: 部分上游纺织企业分季度净利率情况	30
图 71: 伟星股份营收情况	30
图 72: 伟星股份归母净利润情况	30
图 73: 2022 年 Q2 营收维持稳健高增长	31
图 74: 2022 年 Q2 归母净利持续向好	31
图 75: 伟星股份拉链、纽扣收入持续高增趋势	31
图 76: 国际客户拓展助力 22H1 海外收入同比增长近 37%	32
图 77: 伟星股份毛利率水平较为稳定	32
图 78: 伟星股份销售费率持续下降	32
图 79: 华利集团营业收入情况	33
图 80: 华利集团归母净利润情况	33
图 81: 华利集团 2022 年 Q2 收入增速环比提升	34
图 82: 华利集团 2022 年 Q2 归母净利润增速环比提升	34
图 83: 华利集团各类产品收入情况	34
图 84: 华利集团毛利率、净利率、期间费用率情况	35
图 85: 华利集团各项费用率情况	35
图 86: 健盛集团营业收入情况	36
图 87: 健盛集团归母净利润情况	36
图 88: 健盛集团分季度收入增速环比持续增长	36
图 89: 健盛集团分季度归母净利童年规避高增	36
图 90: 健盛集团棉袜、无缝业务收入情况	37
图 91: 2022 年 H1 期间费用率下降推升净利率	37
图 92: 因汇兑收益增长, 销售费率明显下降	37
图 93: 开润股份营业收入情况	38
图 94: 开润股份归母净利润情况	38
图 95: 2022 年 Q2 开润股份收入稳健增长	38
图 96: 2022 年 Q2 开润股份归母净利下滑较明显	38
图 97: 2022 年 H1 净利率出现下滑	39
图 98: 2022 年 H1 销售费率控制较好	39

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2022H1/2022Q2 纺服上市公司营收及归母净利润数据	5
表 2: 2021 年户外上市公司营收及归母净利润数据	10
表 3: 2022Q2 户外用品上市公司营收及归母净利润数据	11
表 4: 2022H1 家纺板块营收及归母净利润数据	15
表 5: 2022Q2 家纺板块营收及归母净利润数据	15

表 6: 2022H1 男装板块营收及归母净利润数据	17
表 7: 2022Q2 男装板块营收及归母净利润数据	18
表 8: 2022H1 女装板块营收及归母净利润数据	19
表 9: 2022Q2 女装板块营收及归母净利润数据	19
表 10: 伟星股份产能情况	33
表 11: 伟星股份海内外产能布局	33
表 12: 公司产能情况	35
表 13: 公司产能分布、产能利用率情况	38
表 14: 纺织行业重点关注个股	40

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026