



国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

纺服免税板块22中报总结

分析师：杨欣

执业编号：S1130522080010

DATE：2022年9月1日

会议核心观点

- ◆ **品牌服饰**：二季度多地疫情扰动冲击线下销售，板块内部表现分化，其中受益于户外高景气叠加运动需求刚性，运动户外重点公司在疫情背景下收入仍实现正增长。运动品牌中因为李宁、FILA等品牌高线城市占比高，疫情受损较为严重，但随着6-7月疫情恢复，特步、李宁预计分别同增中双位数~30%以上，快速回弹体现运动赛道高景气。其他品牌服饰中，户外板块延续高增，其次中高端服饰相对依赖线下场景以及核心客群受宏观因素小，预计随着疫情好转线下客流将得到快速改善。个股方面，建议关注品牌势能行业领先、自身 α 突出的**李宁**，以及1H22业绩超预期，充分受益于全球出行恢复的**新秀丽**。
- ◆ **纺织制造**：代工制造板块上半年业绩增长亮眼，在海外终端零售放缓背景下，制造龙头凭借1) 与核心优质客户深度绑定，2) 切入无缝、拉链辅料等优质赛道以及3) 自身供应链稳固、快反实力突出等优势，有望受益于订单集中度提升趋势，当前在市场预期悲观背景下股价有所回调，估值性价比提升。个股方面，建议关注业绩超预期、订单饱满、扩产稳步推进的**华利集团**、**健盛集团**。
- ◆ **免税板块**：海南疫情进入收尾阶段，新增确诊降至双位数，参考6-7月海南客流快速反弹，预计短时间内客流与销售将有明显回升；中期出入境恢复利好机场免税经营改善，同时海口免税城+三亚海棠湾一期2号地项目陆续落地有望带来免税扩容与份额提升；长期来看海南离岛免税系承载海外消费回流重要渠道，根据海南省“十四五规划”，预计吸引免税购物回流3000亿元。建议关注免税龙头**中国中免**。
- ◆ **风险提示**：疫情反复风险、汇率波动风险、越南人力成本上涨风险、品牌提价不及预期风险、免税政策调整风险等。

会议观点提炼

- ◆ **品牌服饰**：板块表现分化，其中受益于户外高景气叠加运动需求刚性，运动户外重点公司在疫情背景下收入仍实现正增长。建议关注**李宁、新秀丽**。
- ◆ **纺织制造**：在海外终端零售放缓背景下，制造龙头凭借1) 与核心客户绑定，2) 切入无缝、拉链等优质赛道及3) 供应链稳固等优势，有望受益于订单集中度提升趋势。建议关注**华利集团、健盛集团**。
- ◆ **免税板块**：海南疫情进入收尾阶段，参考6-7月海南客流快速反弹，预计短时间内客流与销售将有明显回升；中期出入境恢复及两大标杆项目落地有望带来免税扩容与份额提升；长期来看海南离岛免税系承载海外消费回流重要渠道，预计吸引免税购物回流3000亿元。建议关注免税龙头**中国中免**。

目录

1、行业景气度及格局变化

- 1.1、品牌服饰业绩承压，纺织制造表现分化
- 1.2、格局：国产运动服饰占比提升，纺织龙头增长稳健

2、服饰零售

- 2.1、运动韧性凸显，大众&高端业绩普遍承压
- 2.2、运动服饰：流水表现分化，大众、户外品牌本轮受损有限
- 2.3、户外服饰：高增兑现，盈利能力环比提升
- 2.4、其他品牌服饰：户外高增兑现，大众服饰受损严重

3、纺织制造

- 3.1、代工制造板块整体增长亮眼，海外零售放缓影响有限
- 3.2、原材料及纺织：与上游原材料价格同步变动
- 3.3、代工制造：龙头延续高增，马太效应逐步体现

4、免税

- 4.1、板块：疫情拐点已至，快速修复可期
- 4.2、中国中免：疫情背景下Q2业绩好于预期，经营韧性凸显

5、投资建议

6、风险提示

1、品牌服饰业绩承压，纺织制造表现分化

■ 上半年纺织制造景气度好于下游

- 出口仍具韧性，并未因海外需求疲软出现明显下滑：今年1-7月全国纺织品服装出口同增12.7%，其中服装出口同增13.5%、纺织品出口同增11.9%。5-7月服装成衣出口额分别实现152/180/196亿元，在去年基数较高的基础上仍然实现25%/19%/18%的增长，且出口额环比有所提升，反映海外服饰需求并未出现明显下滑，终端销售仍具韧性。
- 疫情多点反复影响线下客流，品牌服饰业绩承压：1-7月社会消费品零售额同比下滑0.2%，服装鞋帽针纺织品零售额同比下滑5.6%，表现弱于社零整体。

◆ 重点品牌服饰公司分季度归母净利增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1	2022Q2
安踏体育	131.60%		10.73%		49.55%	-6.56%	
李宁	187.18%		101.80%		136.14%	11.57%	
特步国际	72.05%		81.74%		77.05%	38.42%	
波司登	31.36%		-		-	-	
浙江自然	59.69%	34.47%	39.35%	14.48%	37.59%	37.82%	17.99%
牧高笛	70.27%	27.76%	51.80%	301.03%	70.99%	73.38%	137.09%
比音勒芬	55.09%	47.69%	14.04%	10.20%	25.20%	41.29%	-13.40%
歌力思	-61.60%	398.82%	-27.76%	-41.85%	-31.72%	-49.67%	-96.44%
地素时尚	60.14%	10.65%	-6.52%	-13.52%	9.47%	-23.07%	-47.85%
欣贺股份	139.45%	182.63%	16.88%	-29.02%	61.07%	-34.29%	-62.21%
锦泓集团	15662%	1339%	100.80%	-71.61%	135.91%	-56.54%	-114.36%
戎美股份	-	-	-30.24%	-37.13%	0.38%	-9.45%	-32.37%
森马服饰	1916.78%	7499.66%	42.85%	-7.82%	84.50%	-40.74%	-133.43%
太平鸟	2222.25%	85.52%	-24.66%	-69.33%	-4.99%	-6.44%	-127.41%
海澜之家	185.33%	23.87%	15.89%	-10.25%	39.60%	-14.17%	-31.58%
奥康国际	1738.42%	111.10%	-279.13%	-160.04%	21.87%	-75.09%	-127.05%
开润股份	41.81%	59.62%	300.01%	-29.07%	131.03%	2.78%	-93.90%
罗莱生活	156.15%	3.90%	6.96%	-0.23%	21.92%	-12.81%	-36.32%
富安娜	21.52%	28.58%	0.08%	-5.44%	5.69%	13.82%	-9.70%
水星家纺	91.12%	58.14%	10.18%	33.93%	40.55%	7.36%	-73.95%
爱慕股份	61.07%	56.23%	-97.46%	-37.86%	-22.42%	1.03%	-83.59%

◆ 重点上游制造公司分季度归母净利增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1	2022Q2
华利集团	42.29%	93.24%	30.15%	37.39%	47.34%	12.40%	27.99%
盛泰集团	-	-	-	-	-0.56%	43.41%	2.06%
健盛集团	-13.49%	19134%	2163.62%	97.63%	131.69%	74.10%	73.95%
伟星股份	96.12%	-14.53%	65.40%	-2.67%	13.22%	45.13%	28.65%
台华新材	458.10%	393.49%	177.09%	217.46%	287.26%	17.20%	-23.68%
华孚时尚	531.03%	207.18%	364.86%	162.04%	228.25%	14.36%	-16.42%
百隆东方	212.64%	404.22%	464.13%	209.65%	274.47%	54.58%	31.91%
新澳股份	-21.84%	362%	592.95%	-13.06%	96.93%	47.40%	37.53%
鲁泰A	-28.00%	94%	293.31%	6009.56%	257.22%	113.84%	197.06%
航民股份	35.34%	-0.63%	-2.28%	21.64%	10.87%	15.78%	-4.89%
富春染织	291.57%	337.42%	97.74%	20.09%	105.39%	-32.72%	46.39%
乔治白	9.56%	57.57%	55.37%	13.80%	29.88%	-8.78%	1.50%
天虹纺织	12192.32%		175.87%		419.31%	-22.96%	
申洲国际	-11.39%		-55.85%		-33.98%	6.30%	
裕元集团	213.60%		-197.45%		226.74%	6.82%	
晶苑国际	110.51%		23.31%		50.91%	23.05%	

1、格局变化：国产运动服饰占比提升，纺织龙头增长稳健

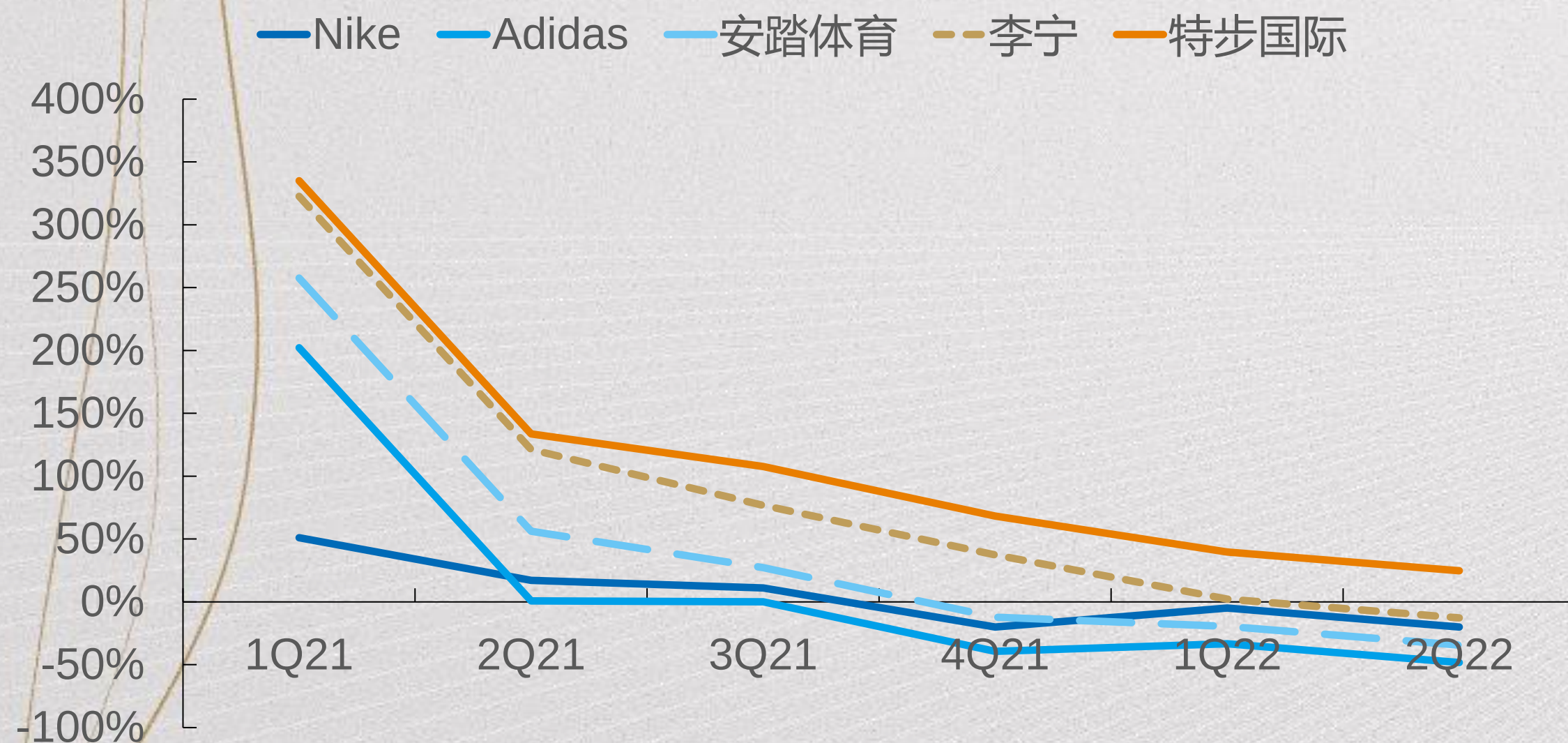
■ 运动服饰：国产运动品牌收入增速领先，占比不断提升

□ 2Q22安踏体育/李宁/特步营收分别同增13.82%/21.69%/37.45%，表现好于海外头部运动品牌（Q2 Nike在华营收-20%、阿迪在华营收-28.3%）。国产运动品牌通过新品迭代、营销赋能，品牌力不断稳固的基础上市场份额有望进一步提升。

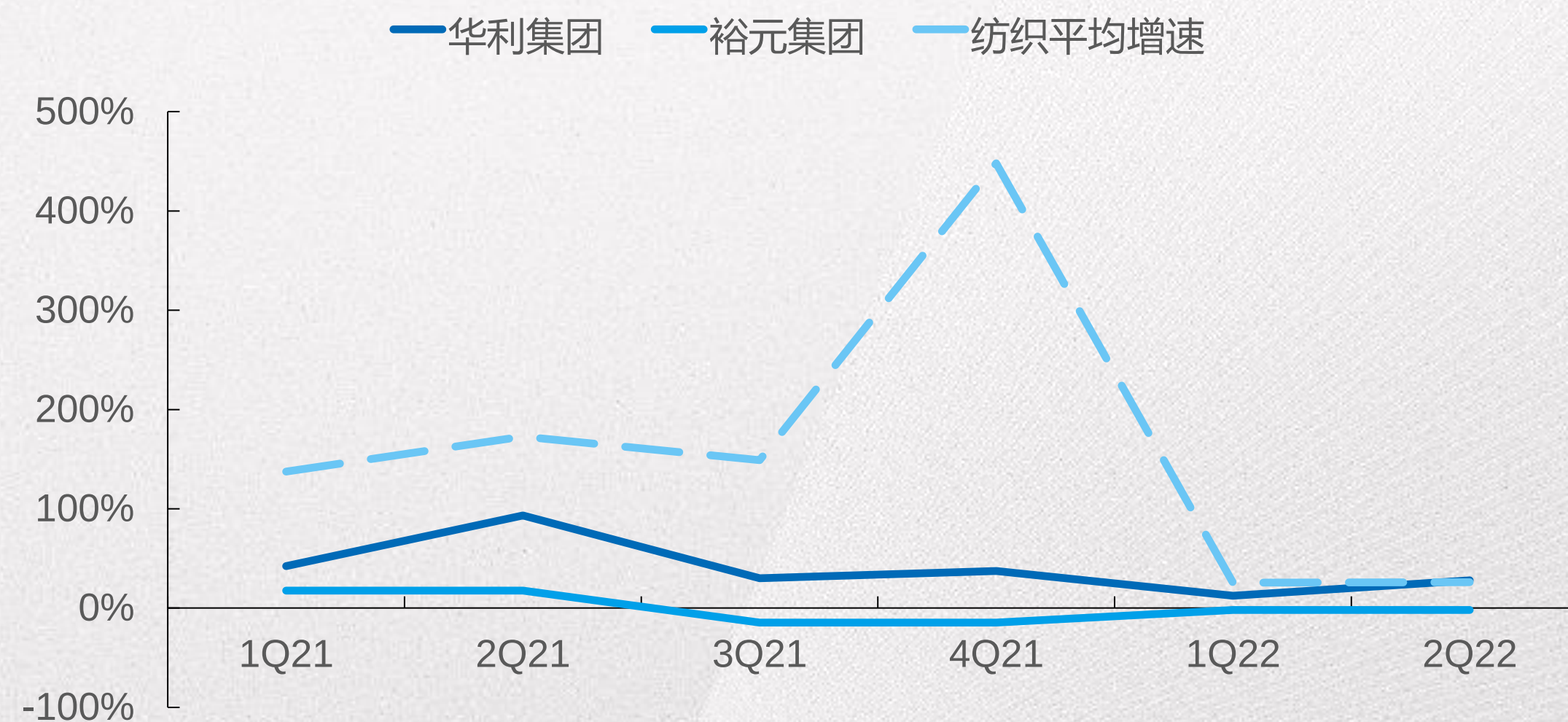
■ 纺织制造：龙头增长稳健

□ 1H22华利业绩增速快于裕元，申洲在2H21业绩下滑后重回增长，供应链稳定叠加产能优势下，长期份额有望提升。

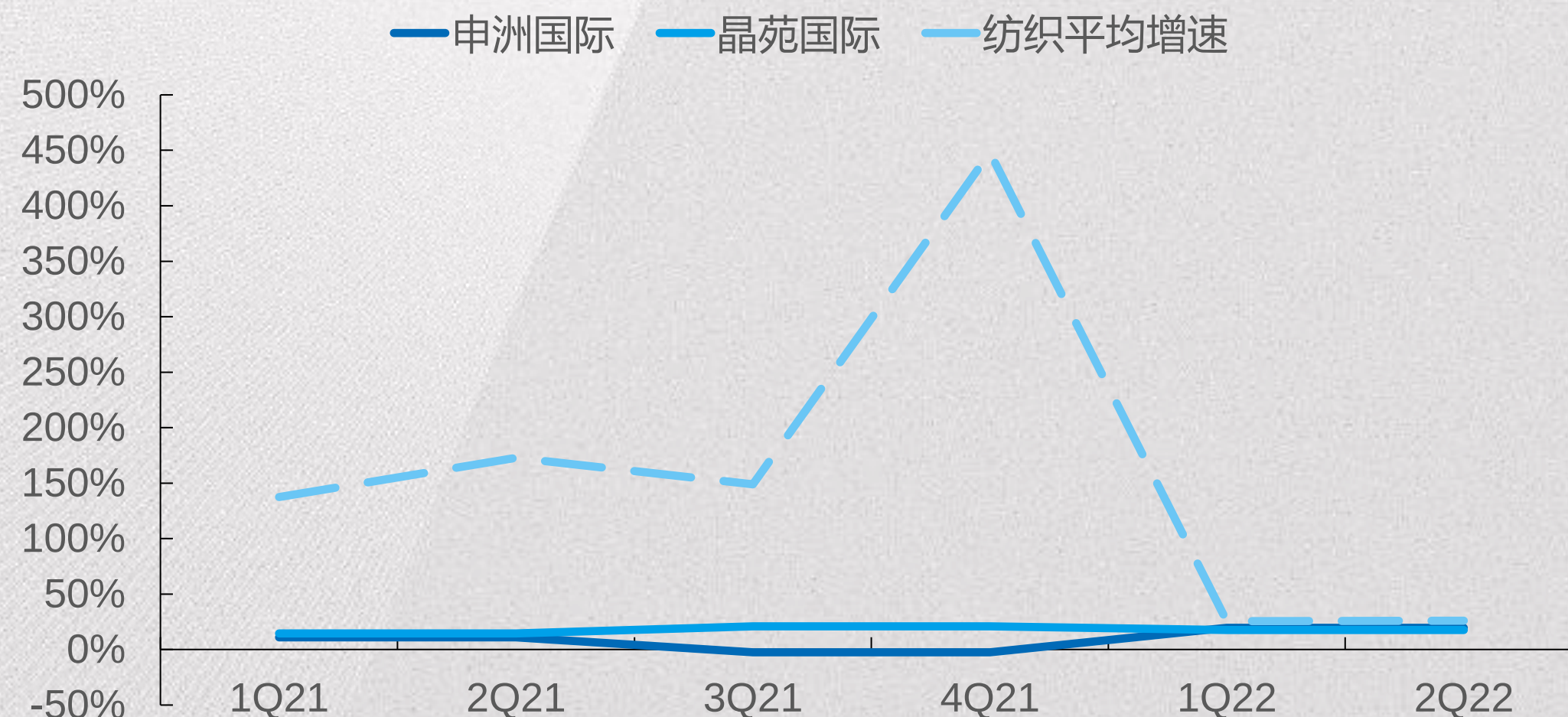
图：运动服饰在华收入增速 (%)



图：制鞋重点公司及纺织行业增速 (%)



图：服装代工重点公司及纺织行业增速 (%)

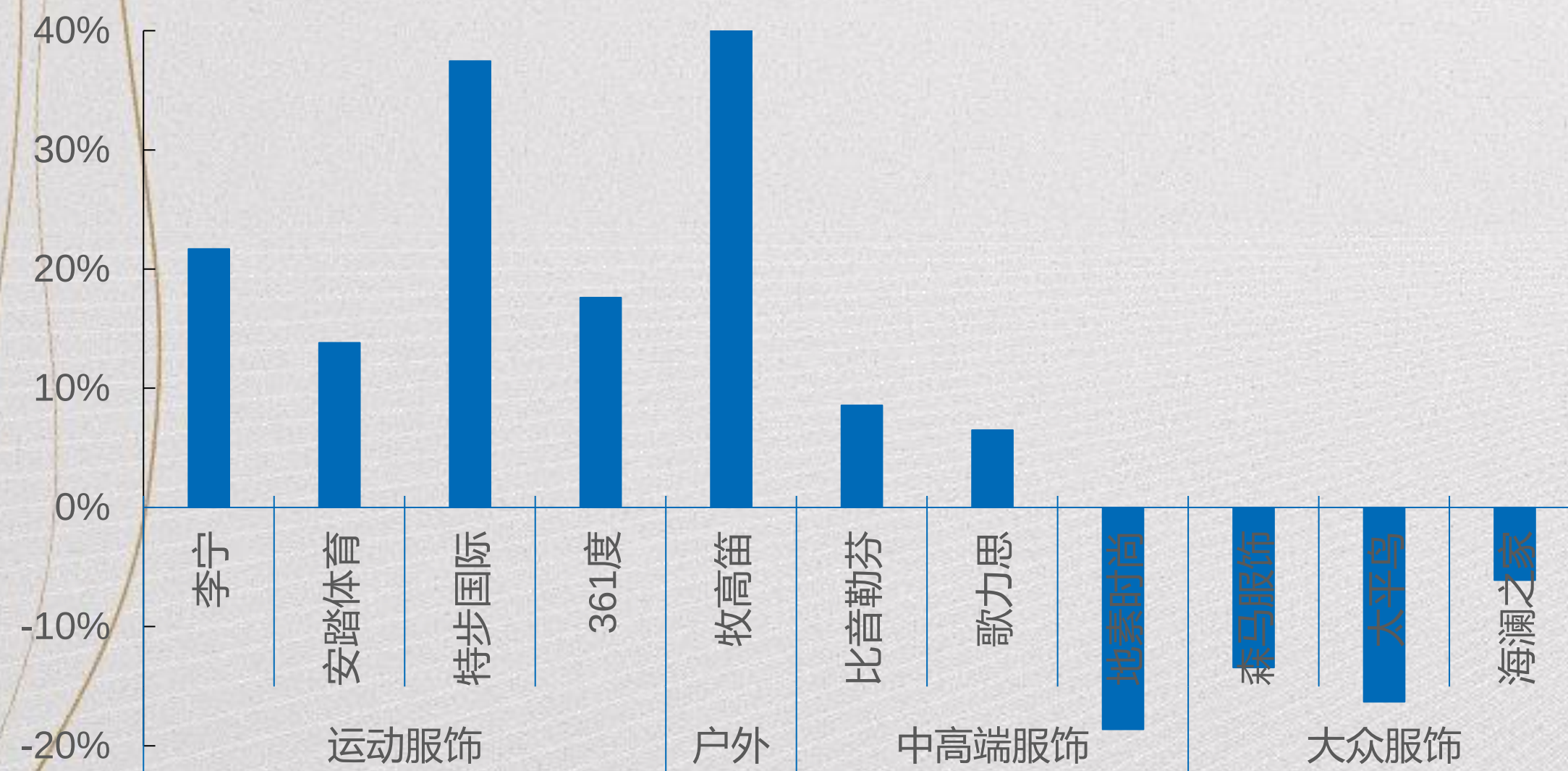


2.1、运动韧性凸显，大众&高端业绩普遍承压

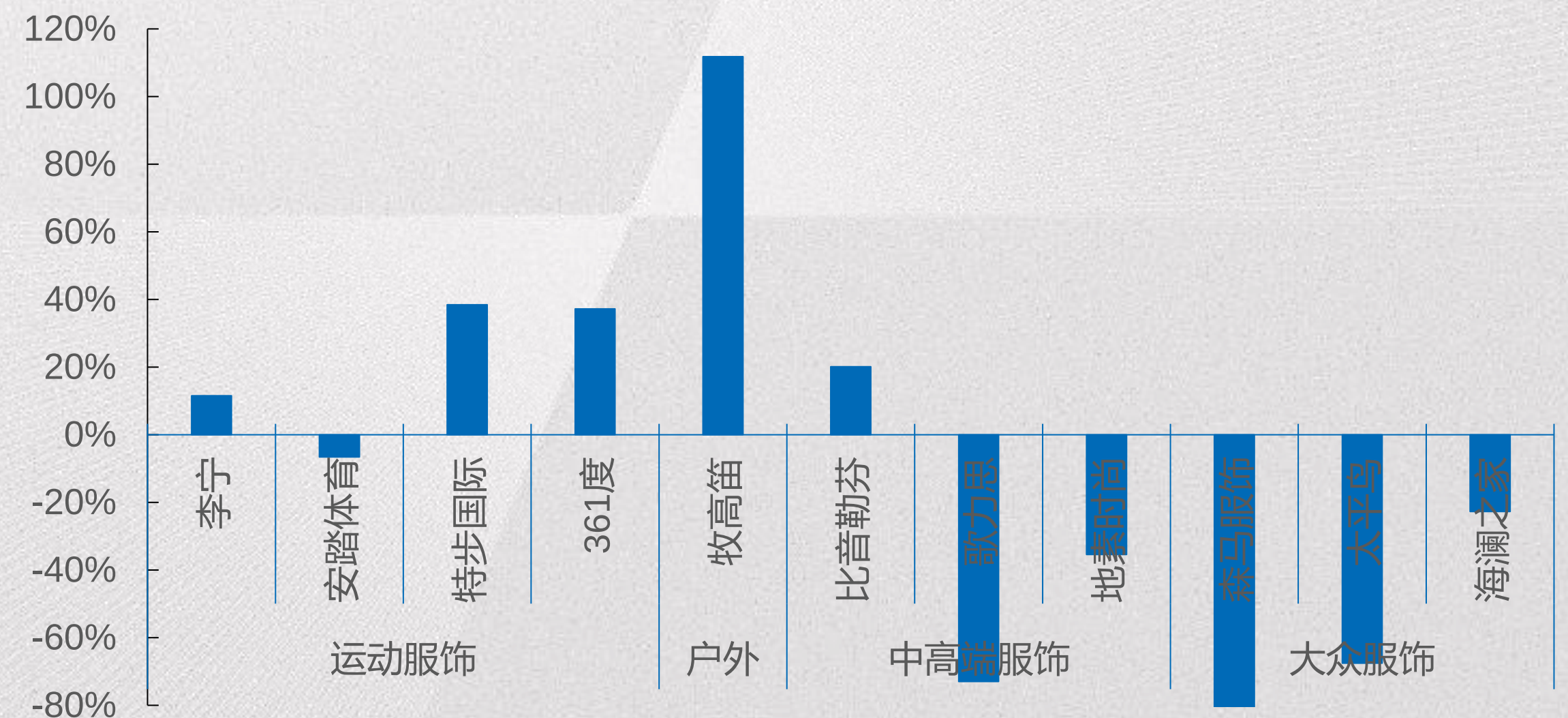
■ 细分板块1H22景气度排序：运动户外>中高端>休闲

- 运动户外品牌1H22业绩表现较好，受益于户外行业高景气度带动，牧高笛营收、归母净利分别同增61%、112%；运动品牌重点公司在疫情反复背景下营收依然实现正增长，反映运动用品终端消费韧性相对突出，利润端表现略弱于收入端，其中安踏体育同比下滑6.6%，主要来自DTC转型相关费用拖累。
- 1H22大部分中高端服饰营收为正，但利润端相对受损，歌力思/地素时尚归母净利分别同比下滑72.97%/35.44%，由于中高端服饰高线城市占比较高，上半年受到疫情较大冲击。
- 大众服饰收入、利润端同比均有所下滑，且利润端降幅远超收入端，主要系原材料成本上涨导致终端折扣加深影响毛利率以及公司管理费用等相对较刚性。

图：各板块重点公司1H22营收同比（%）



图：各板块重点公司1H22归母净利同比（%）



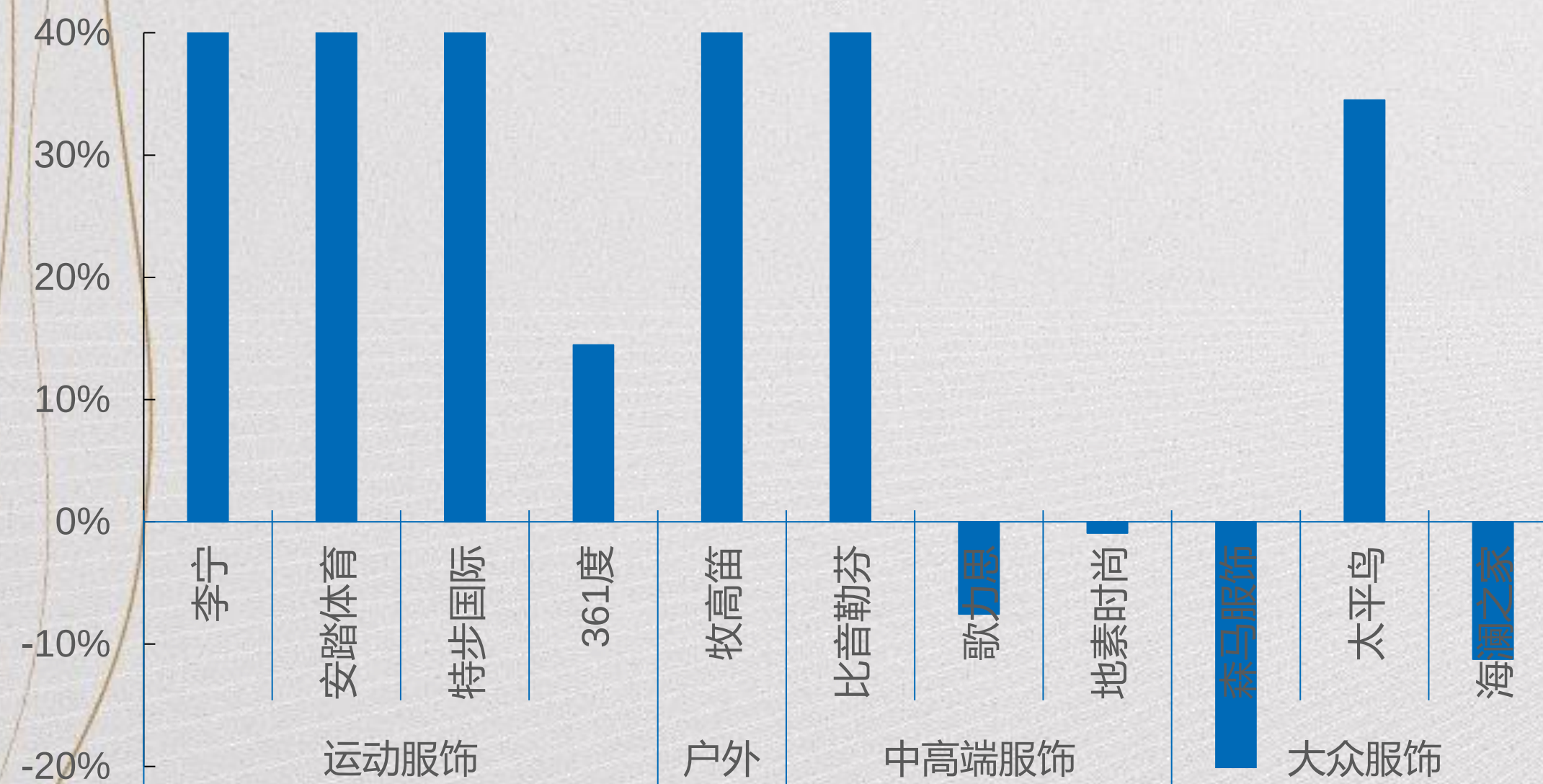
2.1、中高端&大众服饰部分尚未恢复至疫情前水平

■ 修复进程：运动稳步迈进，其他板块尚未恢复至19年水平

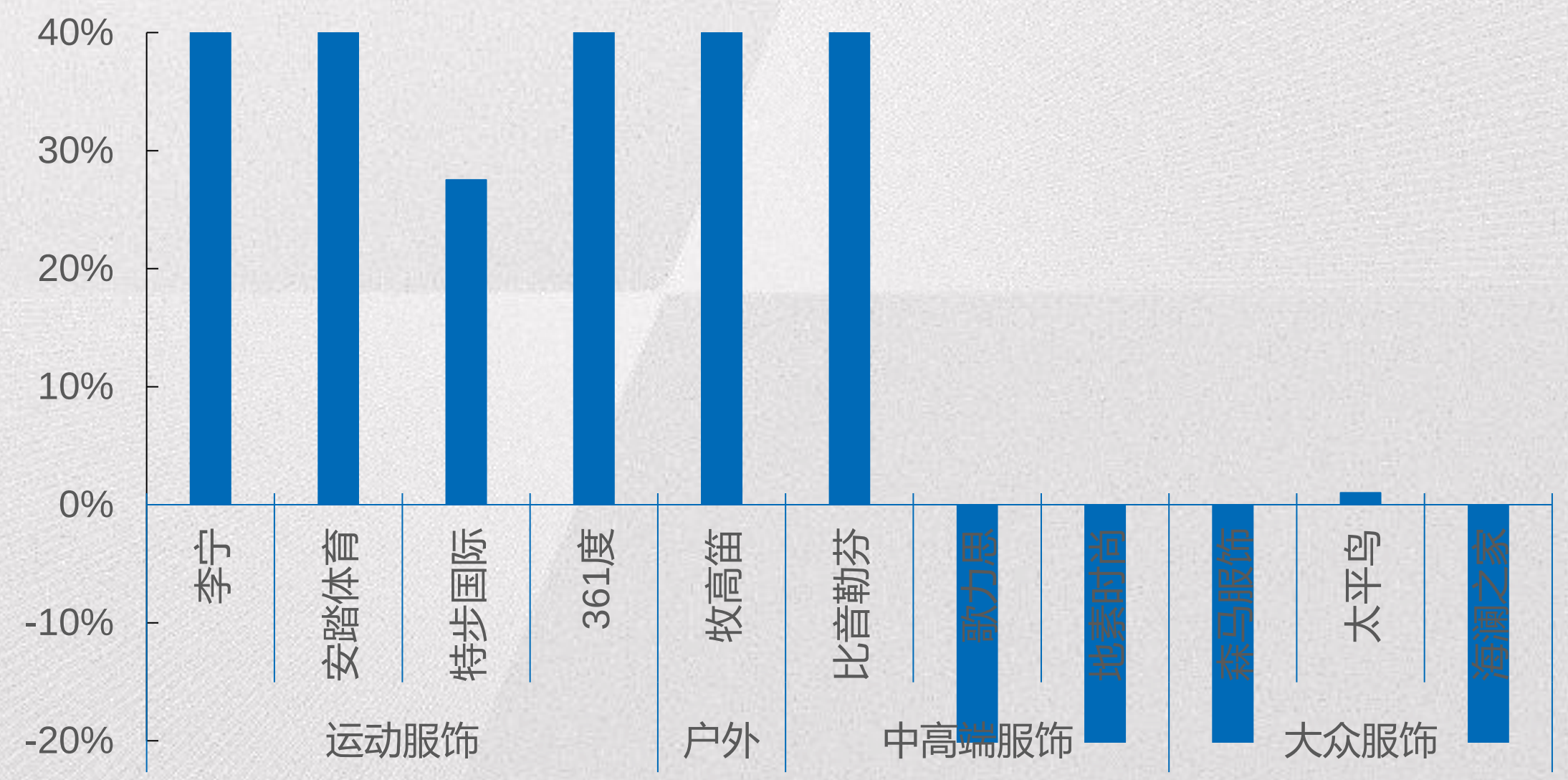
□ 运动服饰品牌中李宁/安踏/特步国际/361度1H22收入较19年同期分别增长99.86%/74.51%/69.88%/14.47%，在疫情背景下消费者注重户外运动及健康的生活方式，叠加新疆棉事件发酵带来的营销契机，促进运动户外相关品类需求快速回暖。

□ 部分中高端及休闲品牌尚未恢复至疫情前水平，收入端来看歌力思/地素时尚/森马服饰/海澜之家同比于19年同期仍有7.54%/0.92%/31.37%、11.24%的缺口，利润端来看同比于1H19下滑幅度分别为73.52%/25.76%/85.54%/39.97%。

图：各板块重点公司1H22营收较1H19增速（%）



图：各板块重点公司1H22归母净利较1H19增速（%）



2.2、运动服饰：流水表现分化，大众、户外品牌本轮受损有限

- 从流水表现来看，2Q22期间安踏体育旗下户外品牌、特步以及361度流水增速为正，受本轮疫情影响有限
- 从开店位置来看，李宁、FILA在高线城市占比较高，且FILA疫情期间最高闭店率达到30%，线下客流大幅下滑背景下流水取得高单位数下滑。
- 从所处赛道来看，安踏体育旗下户外品牌在疫情背景下零售流水仍实现20%-25%增长、延续此前亮眼表现。而特步主品牌、361度在专业跑鞋领域持续发力，产品实力带动叠加主要开店区域受疫情封控影响小，Q2特步零售流水实现中双位数增长，361度大货/童装分别实现低双位数/20%-25%增长。
- 7-8月各品牌零售流水环比提速，其中特步、李宁预计分别同增中双位数~30%以上，安踏集团整体流水实现双位数增长，其中主品牌流水环比上半年改善，FILA、迪桑特下半年有望分别实现双位数、30%流水增长。

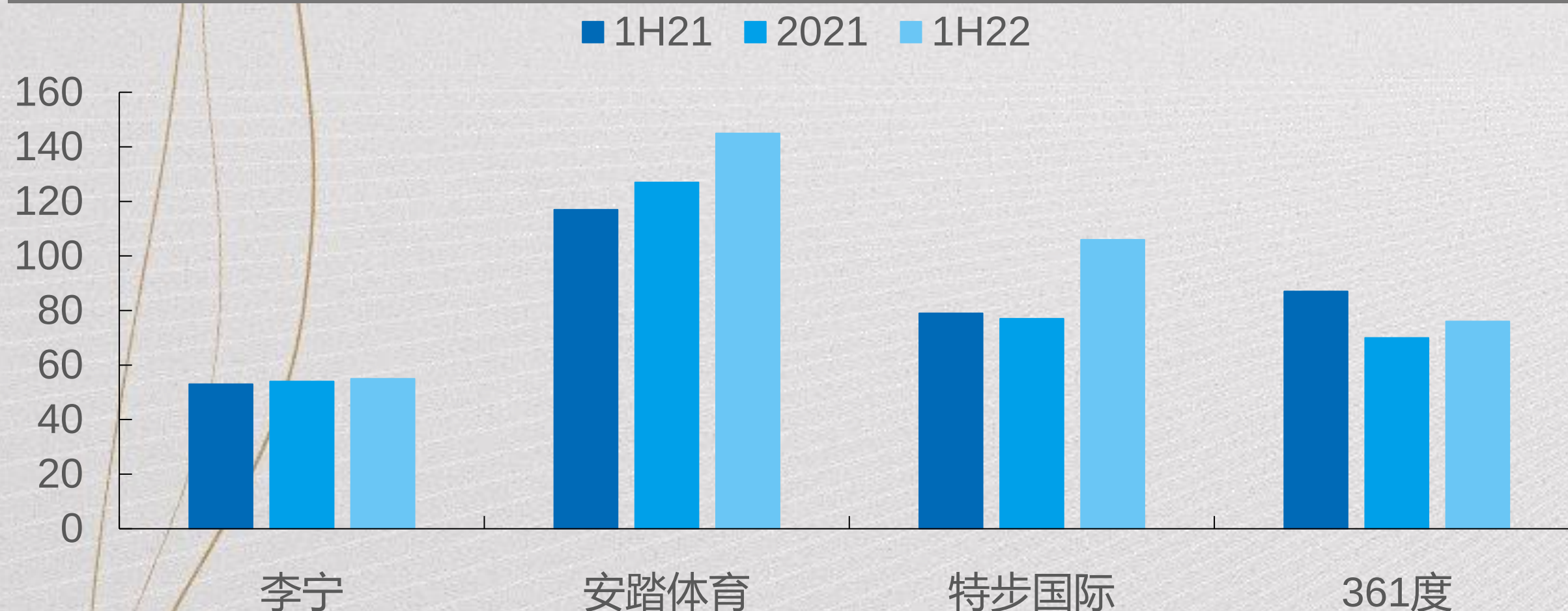
表：各运动品牌1Q21-2Q22流水情况

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
李宁	全渠道	80-90%高段	90%-100%低段	40-50%低段增长	30-40%低段	20%-30%高段	同降高单位数
安踏体育	主品牌	40-45%	35-40%	10-20%低双位数	25%-30%增长	10-20%高段	中单位数下滑
	FILA	75-80%	30-35%	中单位数增长	高单位数	中单位数增长	高单位数下滑
	户外品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40%-45%	20-25%增长
特步国际	零售流水	55%	30%-35%	中双位数增长	20%-25%	30%-35%	中双位数增长
361度	大货	高双位数增长	15-20%增长	低双位数增长	20-25%	高双位数增长	低双位数增长
	童装	20-30%低段增长	30-35%	15-20%	25-30%	-	20-25%增长

2.2、运动服饰：严格控费&运营提效为逆势下主旋律

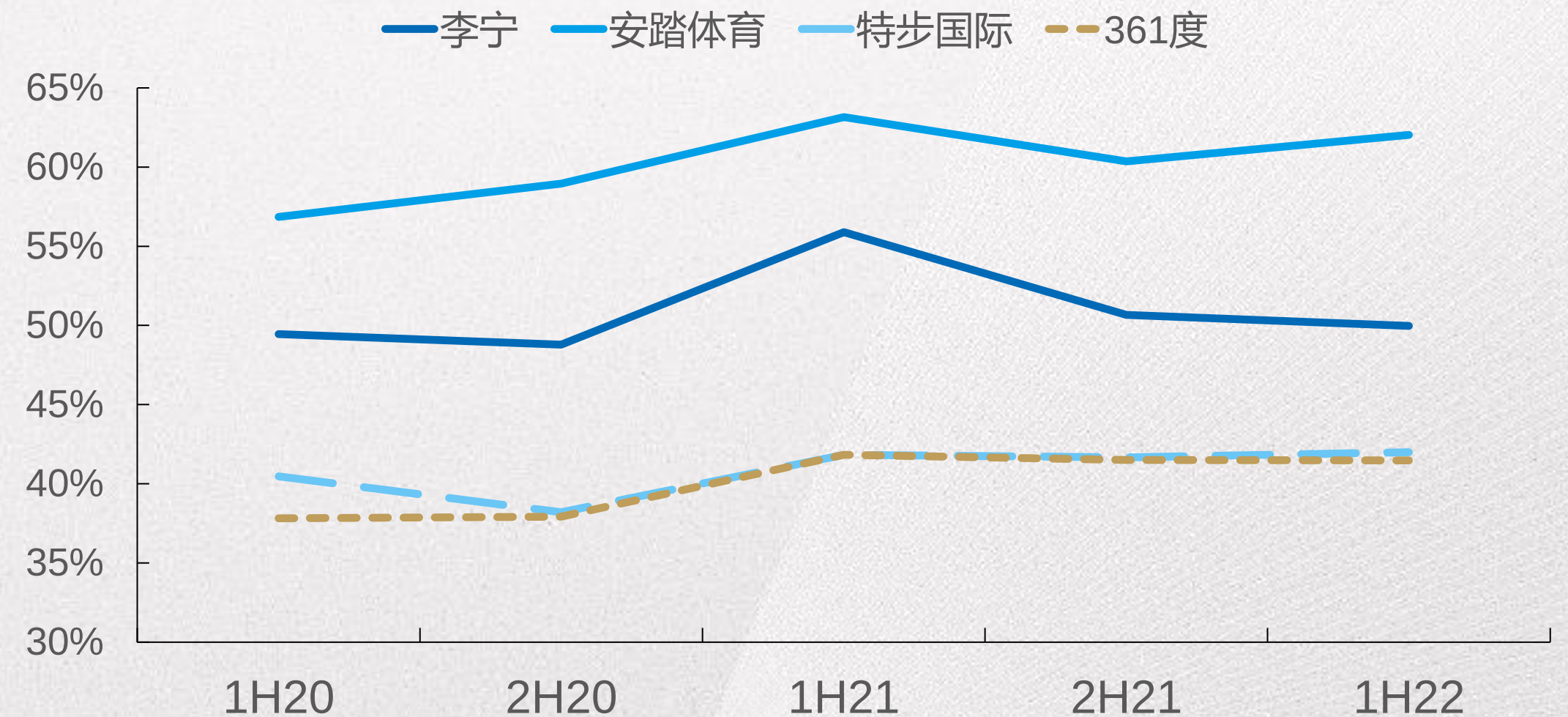
- **盈利能力：**李宁、安踏体育1H22毛利率分别为49.97%/62.04%，同比-6pct/-1.1pct，环比-0.7pct/+1.7pct，同比降幅较为明显主要来自折扣加深；而特步/361度采用全批发模式、折扣相对固定导致利润率受疫情冲击小，1H22特步国际/361度毛利率分别为41.99%/41.48%，同比几乎持平。净利率方面，在李宁灵活零售政策下单店效益提升（单店店效增长低双位数），叠加控费严格导致净利率同比+1.1pct；而361度净利率同增近8pct至15.08%，盈利能力有明显提升。
- **周转情况：**1H22李宁/安踏体育/特步国际/361度存货周转天数分别为55/145/106/76天，同比+2/+28/+27/-11天，其中李宁弱市下严格库存管理，渠道库销比维持3.6个月，行业中表现最优。

图：重点公司存货周转情况 (%)

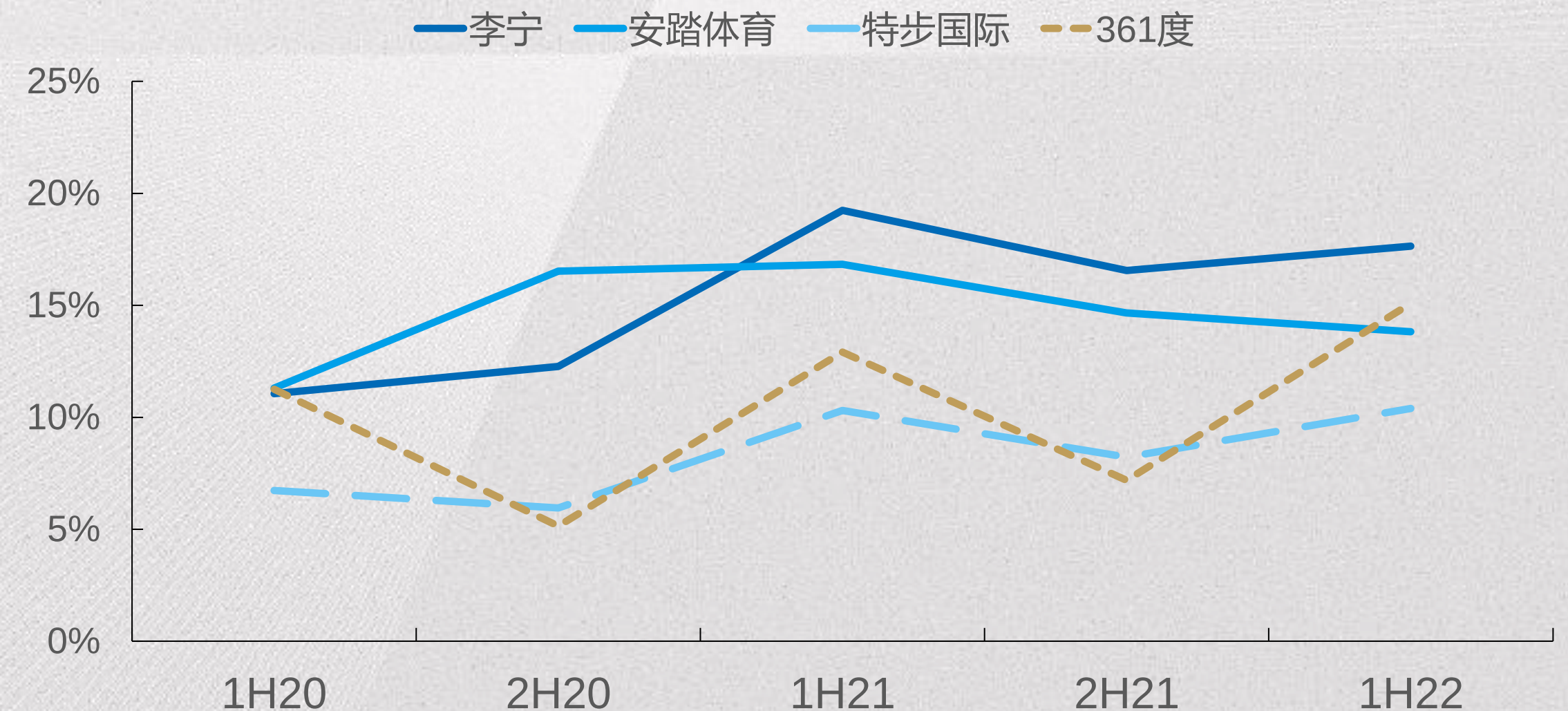


来源：Wind，国金证券研究所

图：重点公司2021-22年毛利率变动 (%)



图：重点公司2021-22年净利率变动 (%)

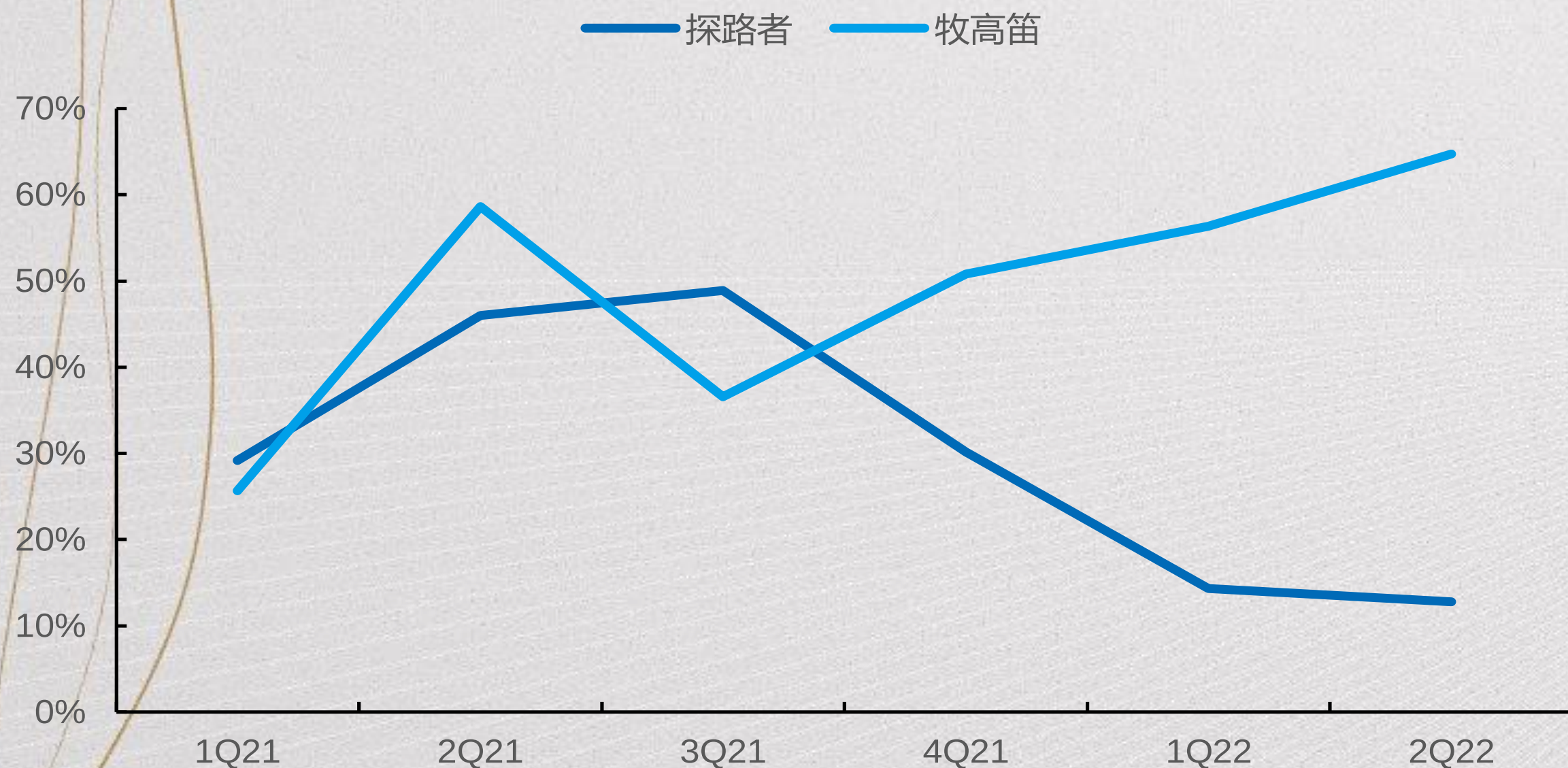


2.3、户外服饰：高增兑现，盈利能力环比提升

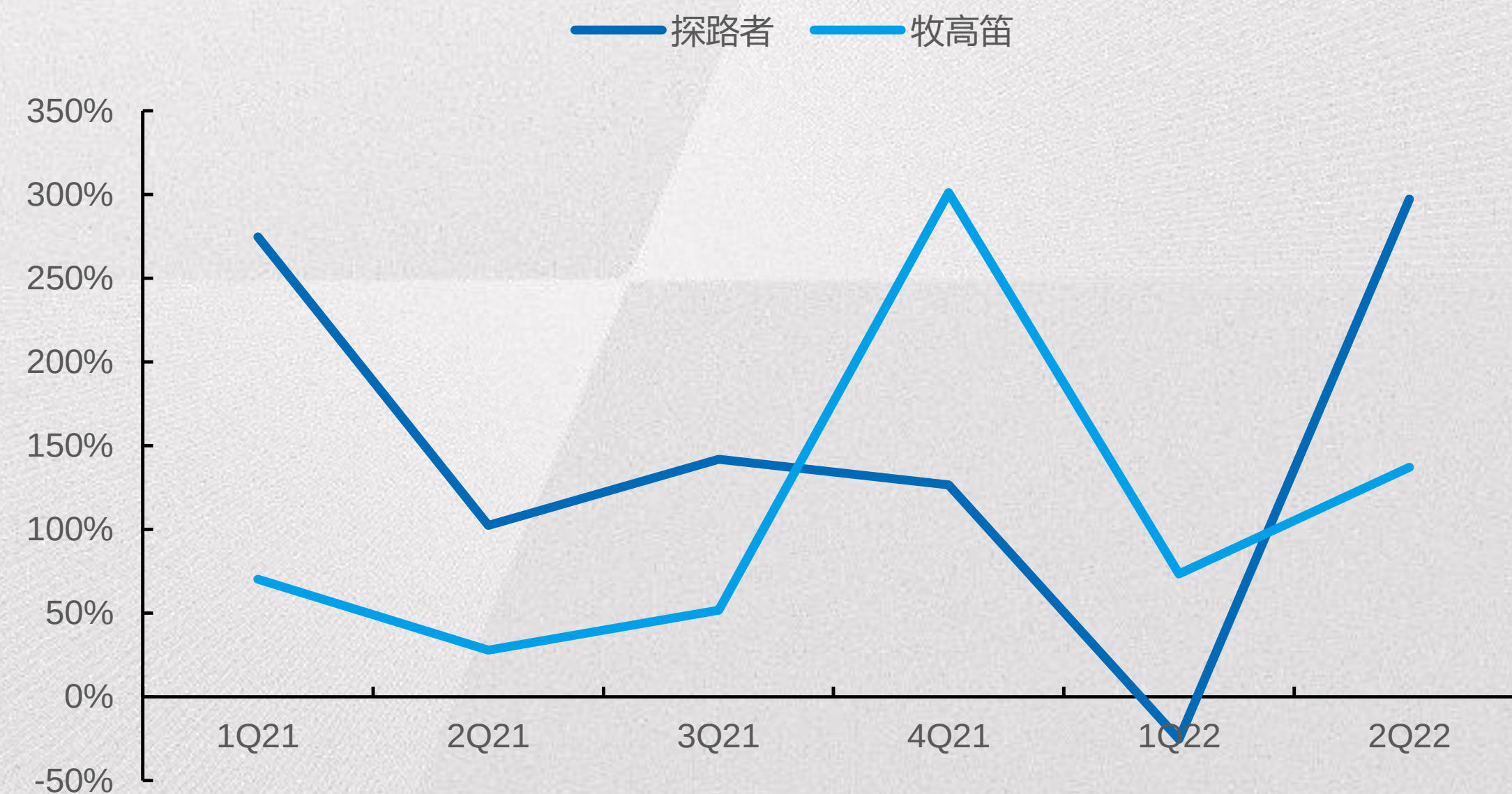
■ 户外赛道高景气，户外服饰表现靓丽

- 2Q22牧高笛营收、归母净利分别同增64.74%、137.09%，增速环比Q1分别提升8.4pct、63.7pct，Q2增长提速，主要来自期间为露营旺季叠加五一等节假日，导致露营用品相关需求不断增加。分业务来看，1) 大牧在去年高基数下仍实现近3倍同比增长，其中1H22线上、分销营收分别同增249%/341%。2) 小牧上半年收入同比下滑27%，且Q2环比降幅加深，受疫情影响较大。3) 外销1H22营收同增25%、呈现稳健增长趋势，其中Q2环比Q1增幅回落，主要系国内疫情影响交货。
- 2Q22探路者营收、归母净利分别同比增长12.79%、297.25%，其中收入环比Q1略有下滑，归母净利环比Q1+322.73%。

图：重点公司营收增速（%）



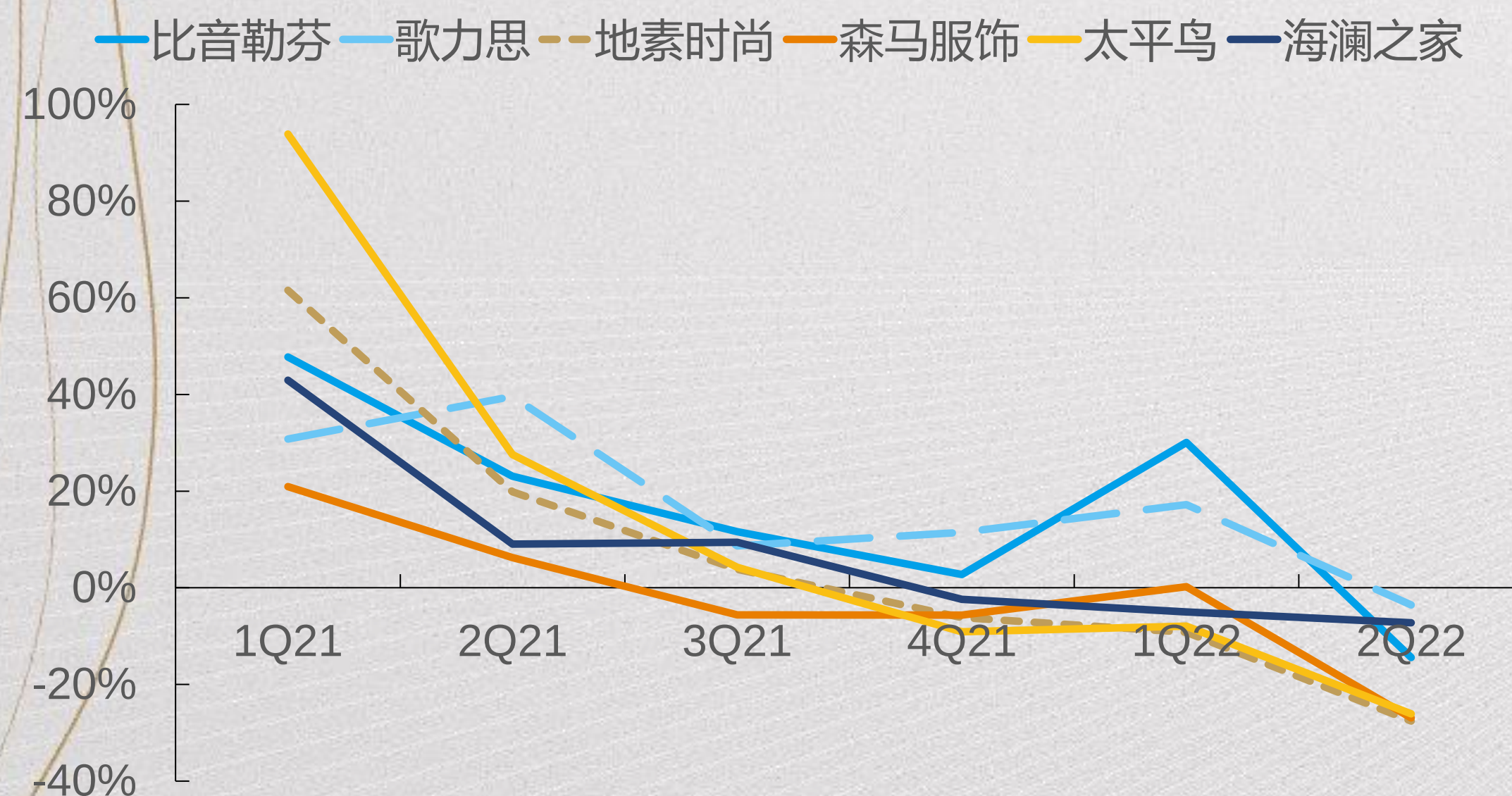
图：重点公司归母净利增速（%）



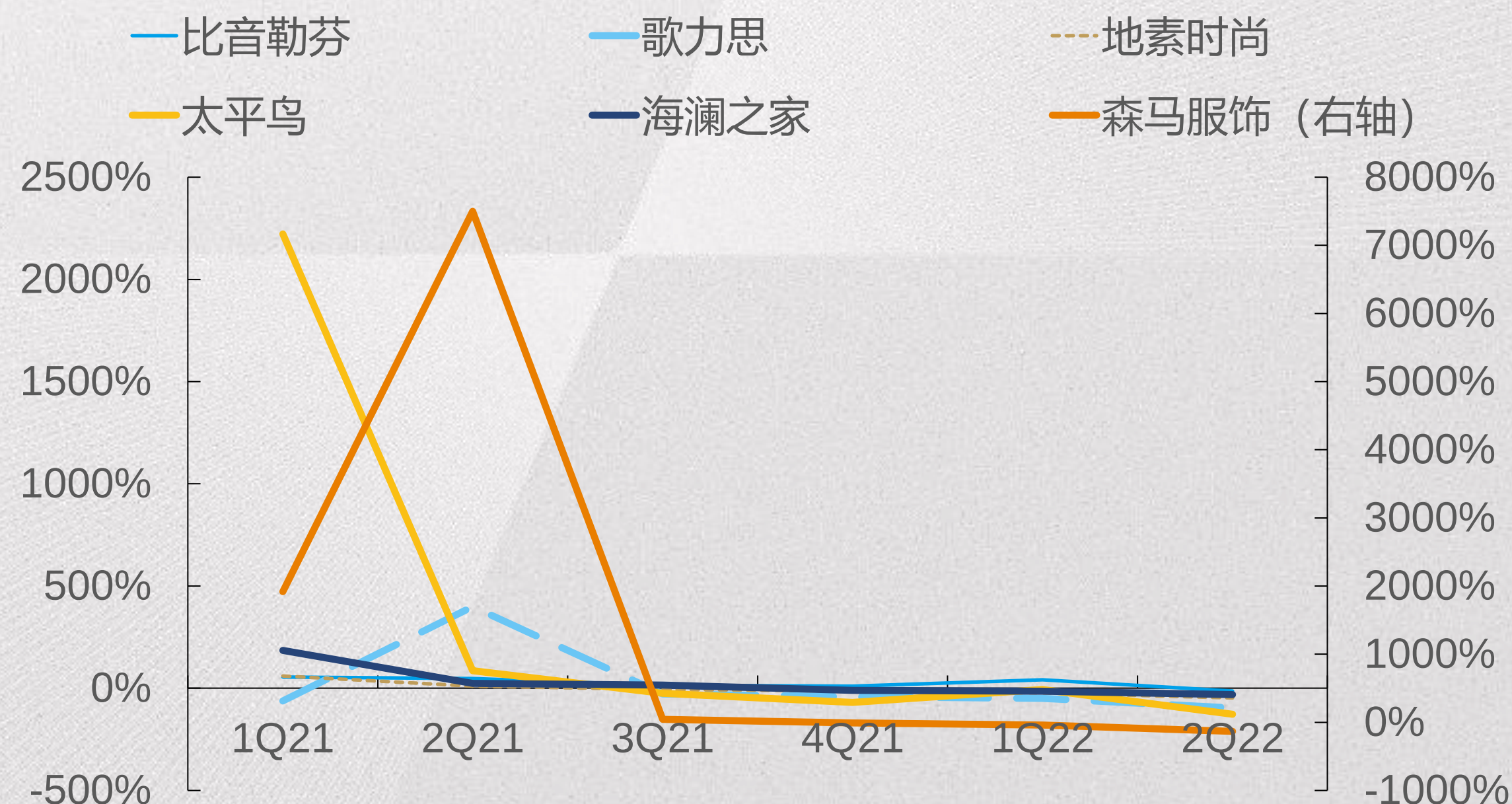
2.4、其他品牌服饰：户外高增兑现，大众服饰受损严重

- **中高端服饰**：比音勒芬/歌力思/地素时尚2Q22营收分别同比下滑14.4%/3.6%/27.7%，归母净利分别同比下滑13.4%/96.4%/47.9%，主要受到疫情扰动影响。由于中高端服饰相对依赖线下场景，以及核心客群受宏观经济影响较小，预计随着疫情好转线下流水将得到快速改善。
- **大众服饰**：1H22森马服饰/太平鸟/海澜之家营收分别同比下滑33%/54%/16%，归母净利分别同比下滑133%/127%/32%，利润降幅大于收入端一方面由于原材料涨价尚未传导至终端价格，另一方面系开店以及管理费用相对刚性。

图：重点公司分季度营收同比（%）



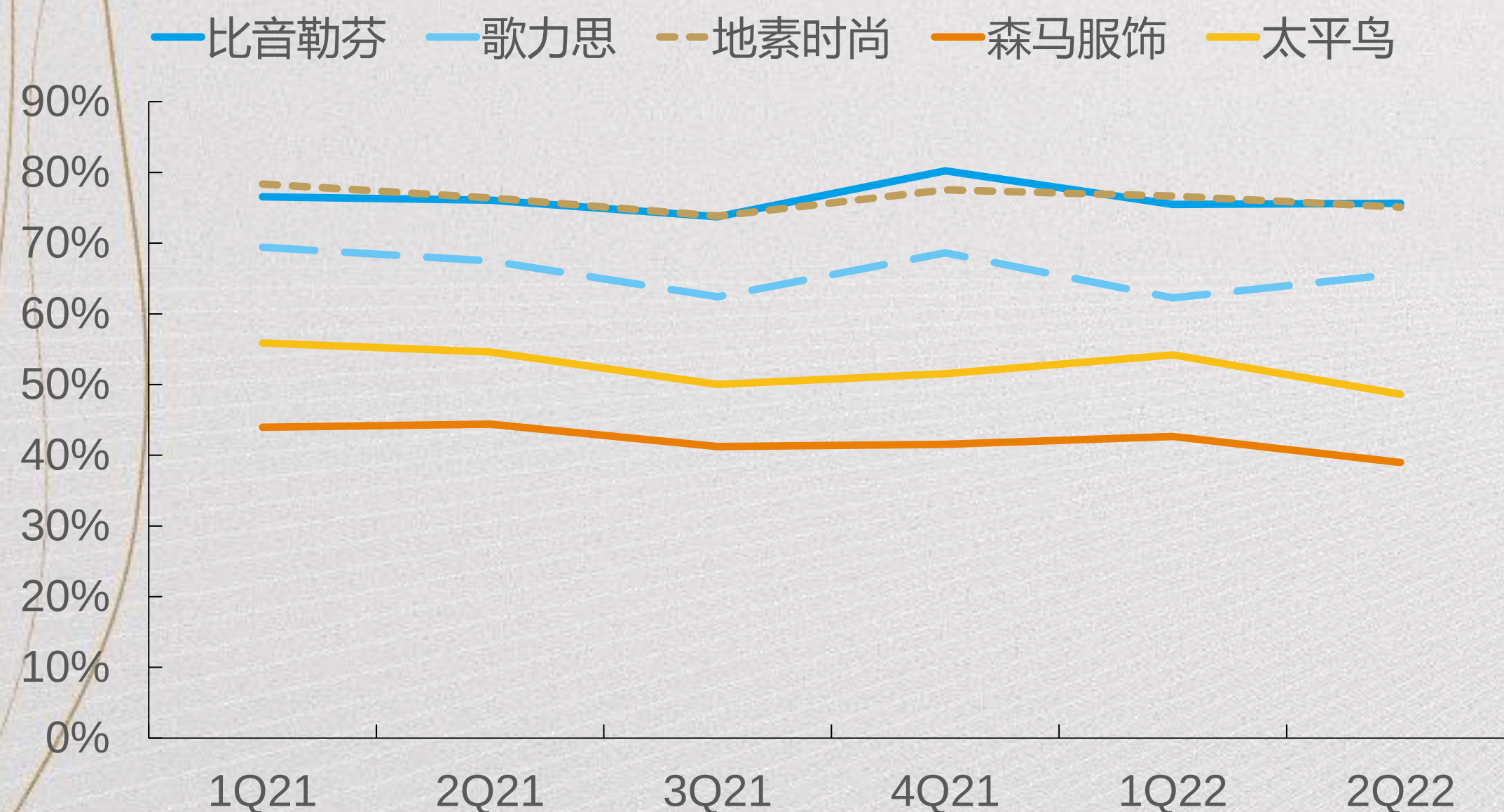
图：重点公司分季度归母净利同比（%）



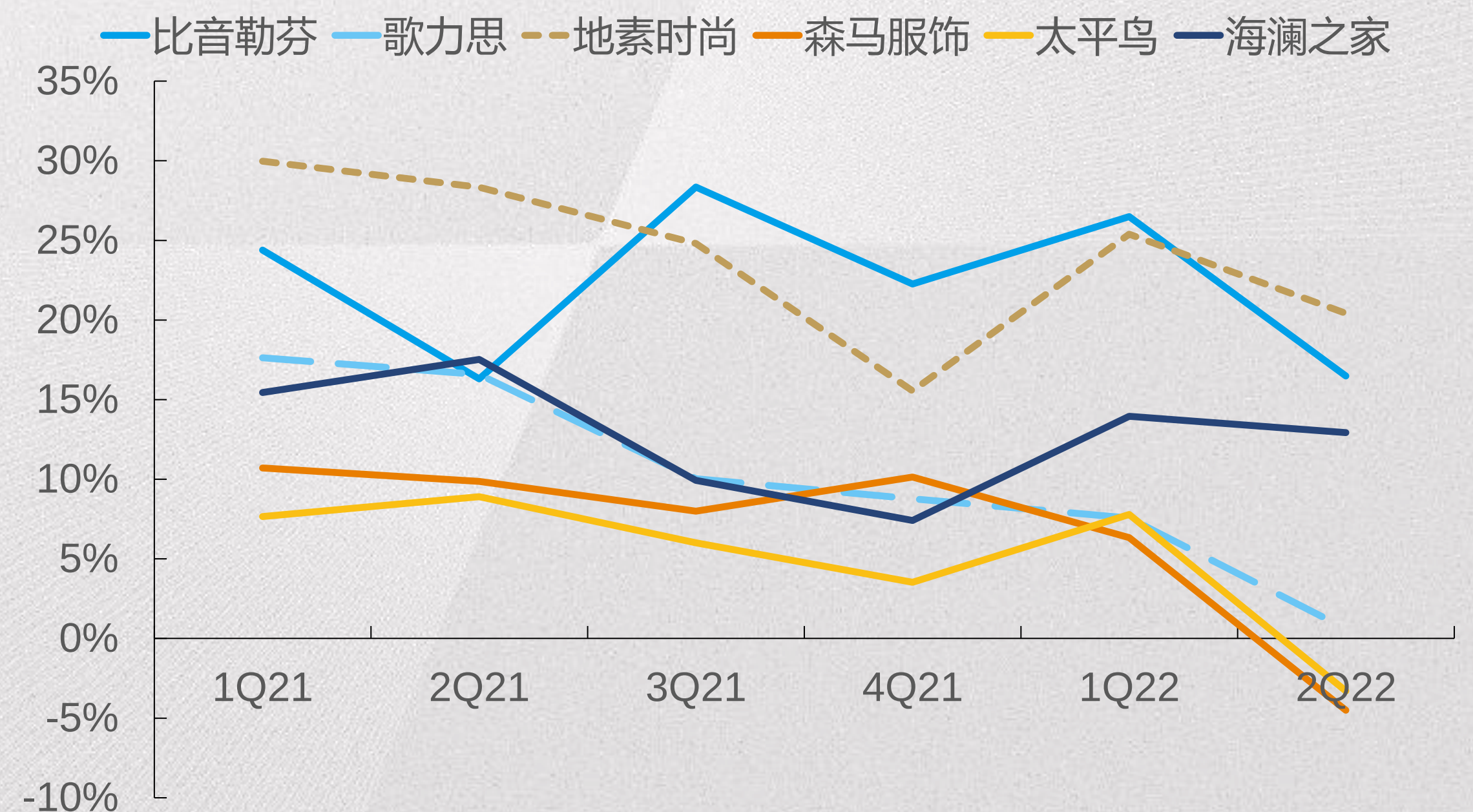
2.4、其他品牌服饰：毛/净利率同比、环比均有所下滑

- **毛利率方面**，2Q22户外牧高笛表现亮眼，其毛利率同比+5.4%/环比+2.9pct至28.34%；而部分其他品牌毛利率同比、环比均有明显下降，其中太平鸟毛利率同比/环比下滑6pct至48.6%，森马服饰同比-5.4pct/环比-3.7pct至38.99%，较中高端品牌毛利率下滑幅度更为明显。中高端服饰为保证品牌形象，疫情下仍然严控折扣、毛利率下滑幅度有限。
- **净利率方面**，2Q22除牧高笛、比音勒芬外其他重点公司均有不同程度的下滑，其中高端品牌比音勒芬/歌力思/地素时尚净利率分别同比+0.2pct/-16.0pct/-7.9pct至16.5%/0.6%/20.4%；大众服饰中森马服饰、太平鸟Q2亏损，净利率分别同比下滑14.4pct、12.2pct。

图：重点公司分季度毛利率（%）



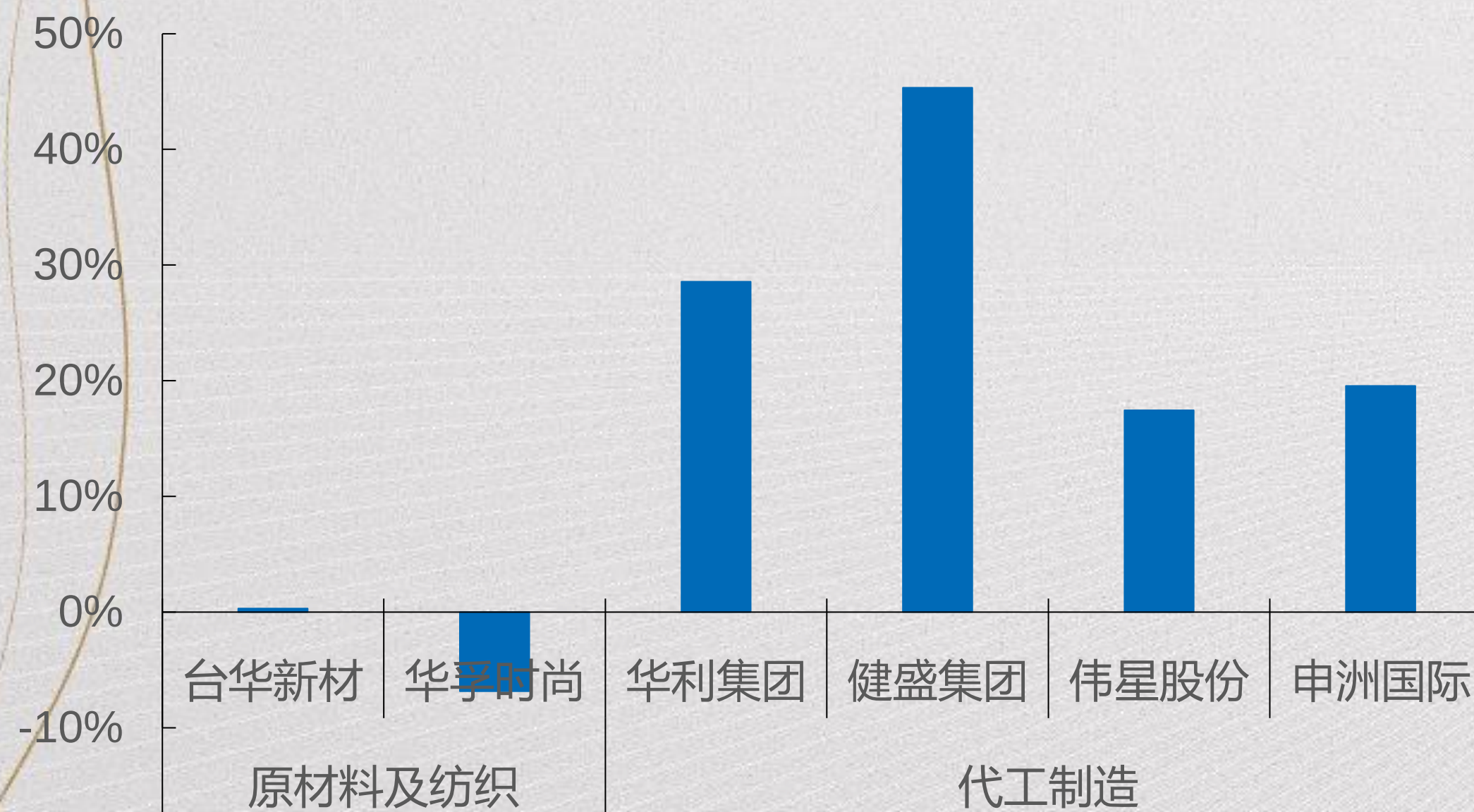
图：重点公司分季度归母净利率（%）



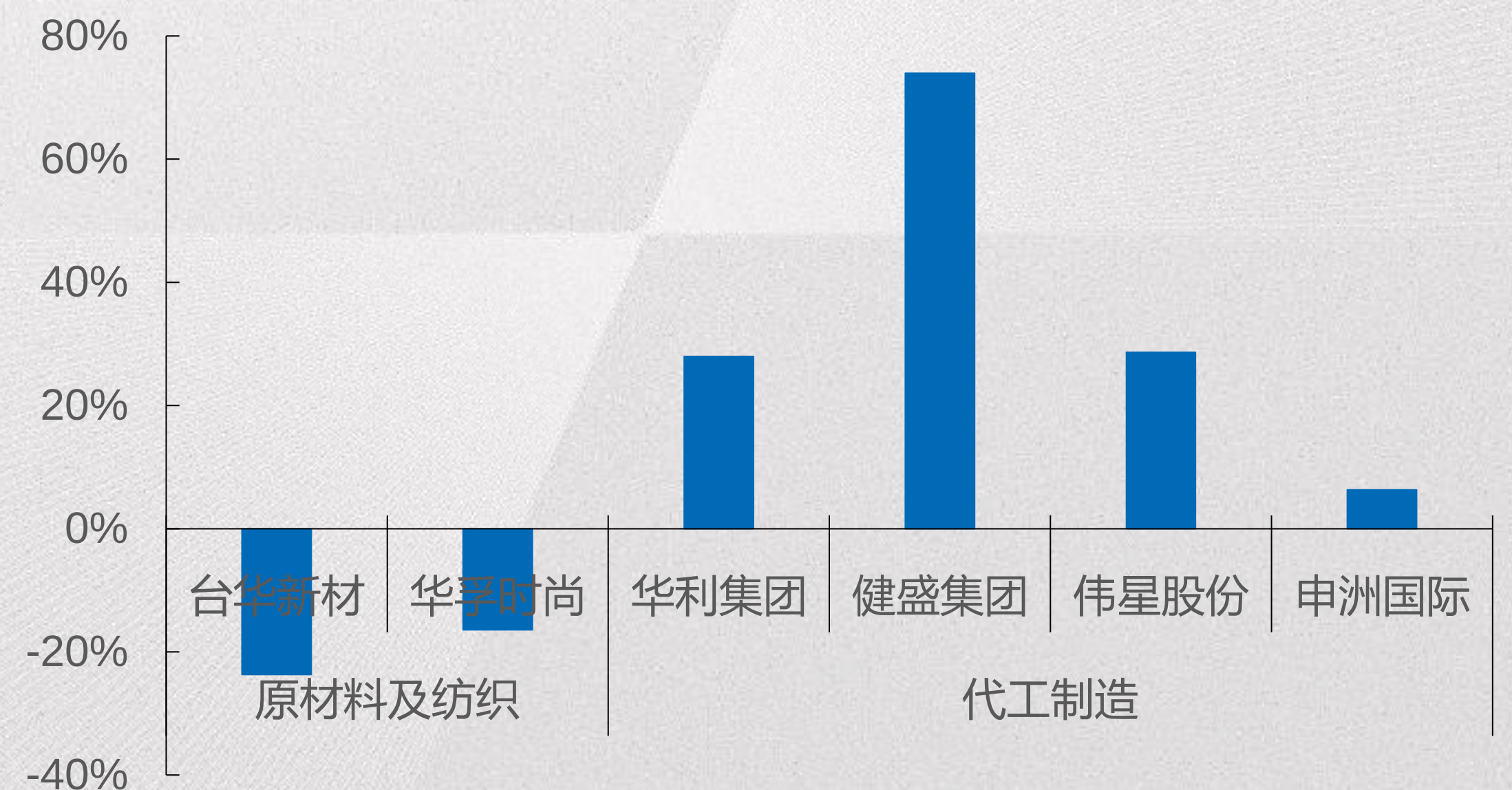
3.1、代工制造板块整体增长亮眼，海外零售放缓影响有限

- 原材料及纺织板块：**2Q22上游台华新材/华孚时尚收入分别+0.32%/-6.84%，其中华孚时尚营收下滑主要系主营纱线订单需求下降，台华新材在疫情叠加原材料及能源成本上涨基础上相关订单需求减少，收入与去年同期基本持平。利润端来看，需求不足导致产能利用率下滑，叠加原材料及能源成本上涨影响，台华/华孚归母净利分别同比下滑23.68%、16.42%。
- 代工制造板块：**在海外零售需求放缓背景下，板块龙头企业2Q22均实现优质增长，其中华利集团/健盛集团/伟星股份/申洲国际营收分别同增28.56%/45.34%/17.45%/19.56%；归母净利分别同增29.99%/73.95%/28.65%/6.3%。

图：各板块重点公司2Q22营收同比（%）



图：各板块重点公司2Q22归母净利同比（%）

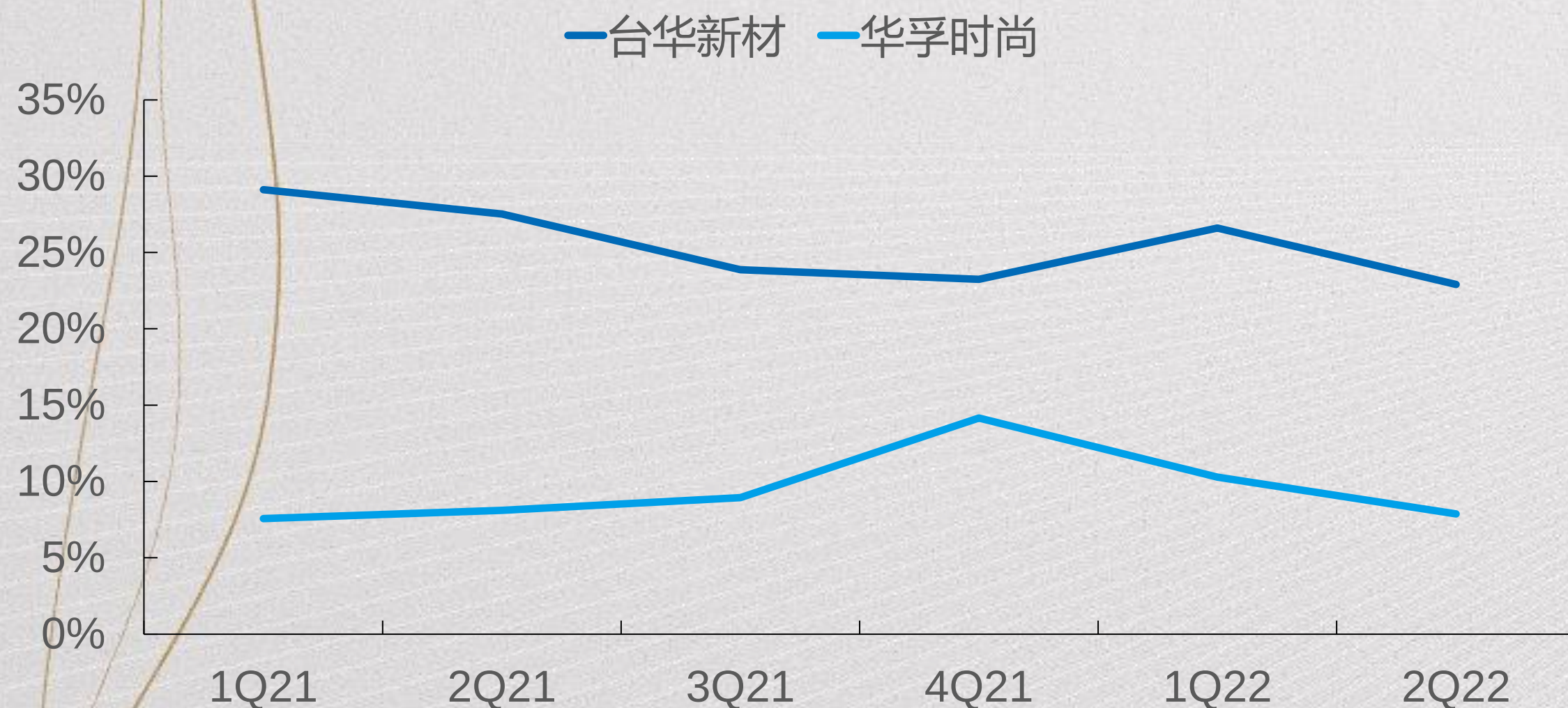


来源：Wind，国金证券研究所（其中申洲国际为1H22增速）

3.2、原材料及纺织：与上游原材料价格同步变动

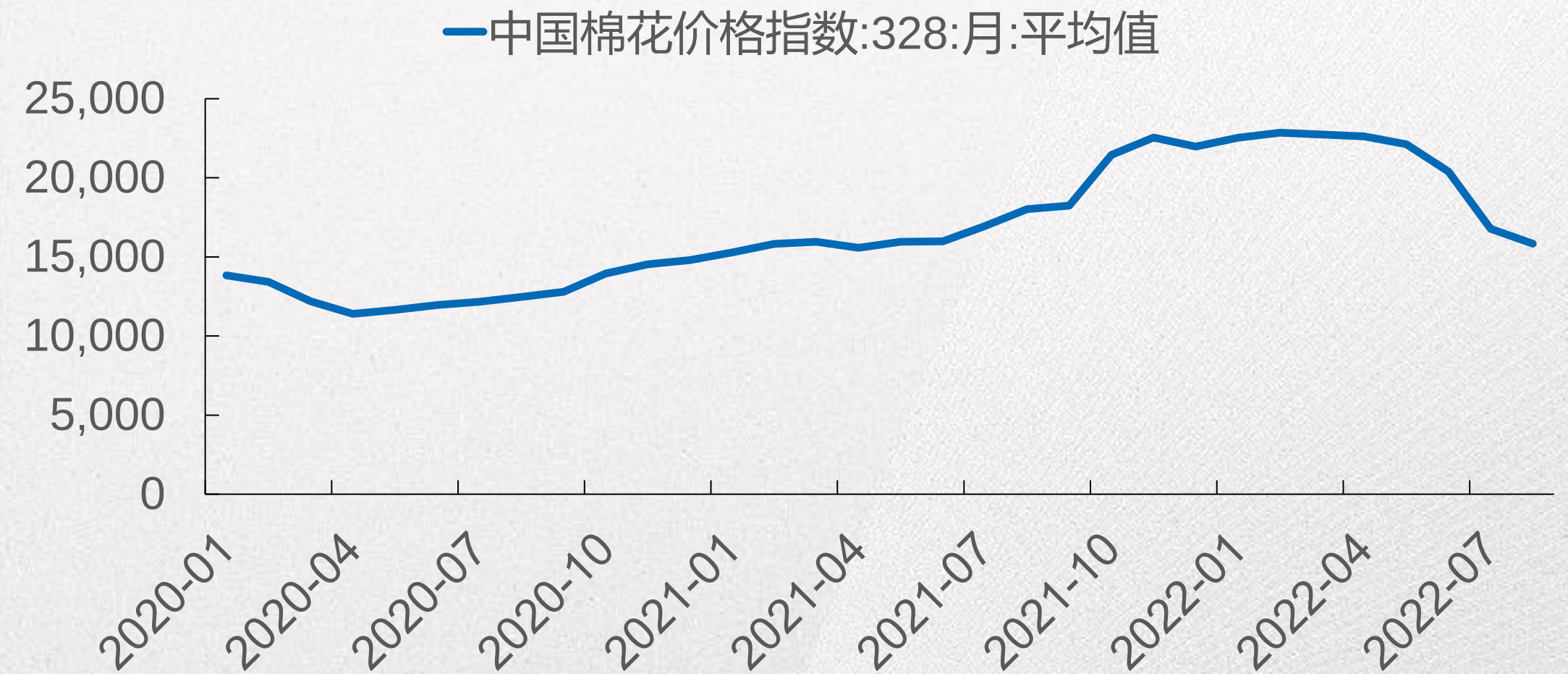
- **上游原材料及纺织企业毛利率与原材料价格变动同步。**
- 328棉花价格指数（月平均值）在今年2月达到峰值后逐渐回落，其中8月328棉价格指数为1.58万元/吨，同比+26.91%，环比-5.62%，尚未回落至去年同期水平。
- 考虑到华孚时尚主营色纺纱生产与棉价高度相关，棉花价格下行基础上，下半年公司毛利率预计进一步下行。

图：重点公司分季度毛利率（%）

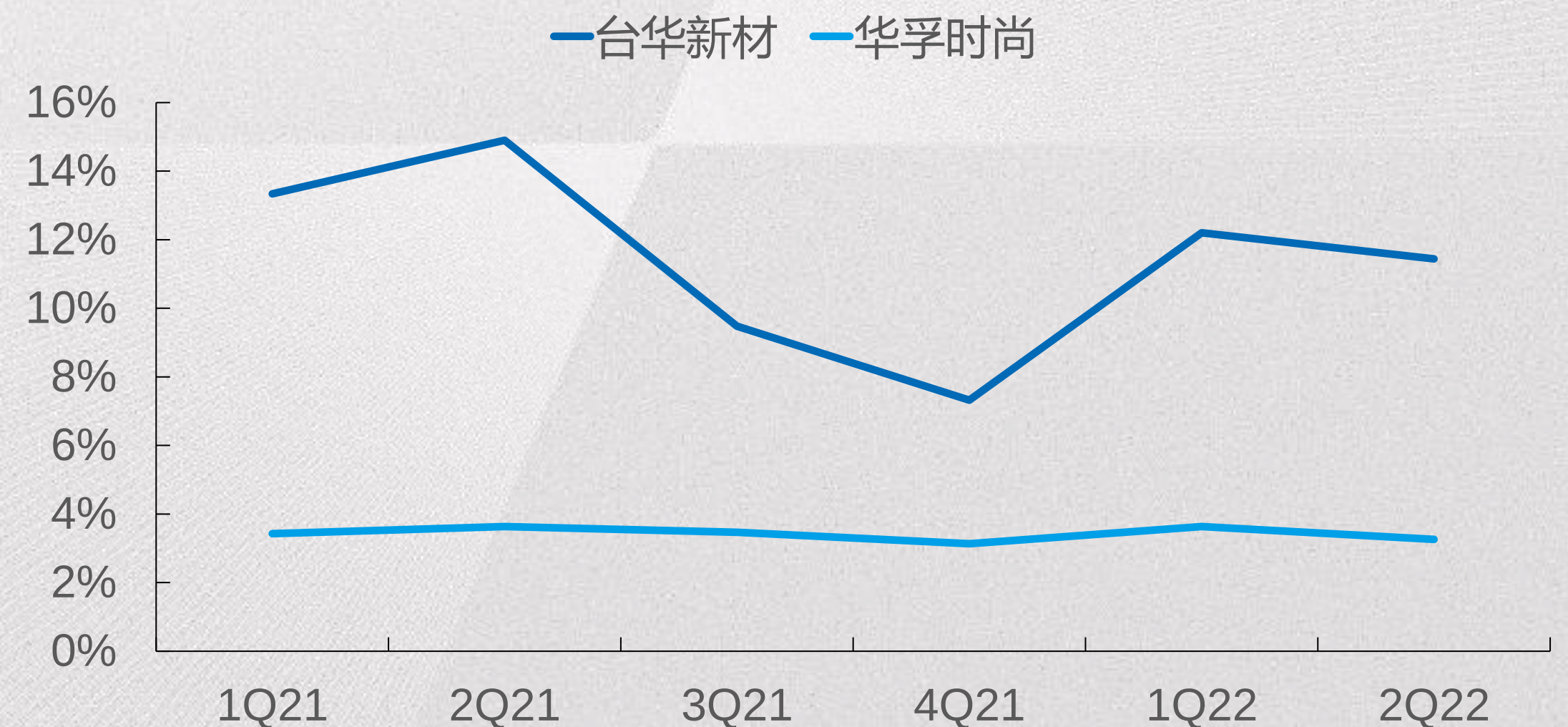


来源：Wind，国金证券研究所

图：中国328棉价格指数（元/吨）



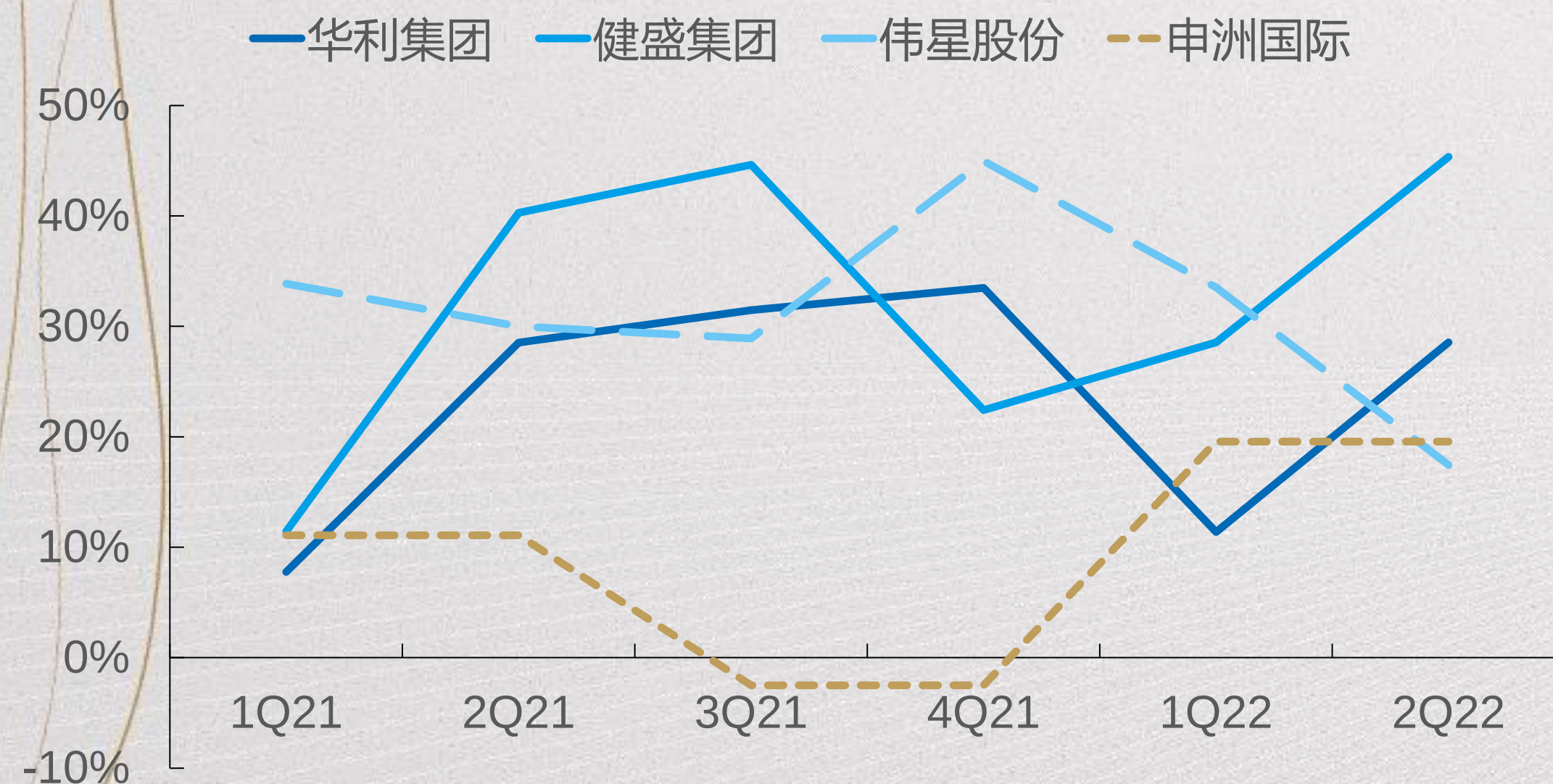
图：重点公司分季度归母净利润率（%）



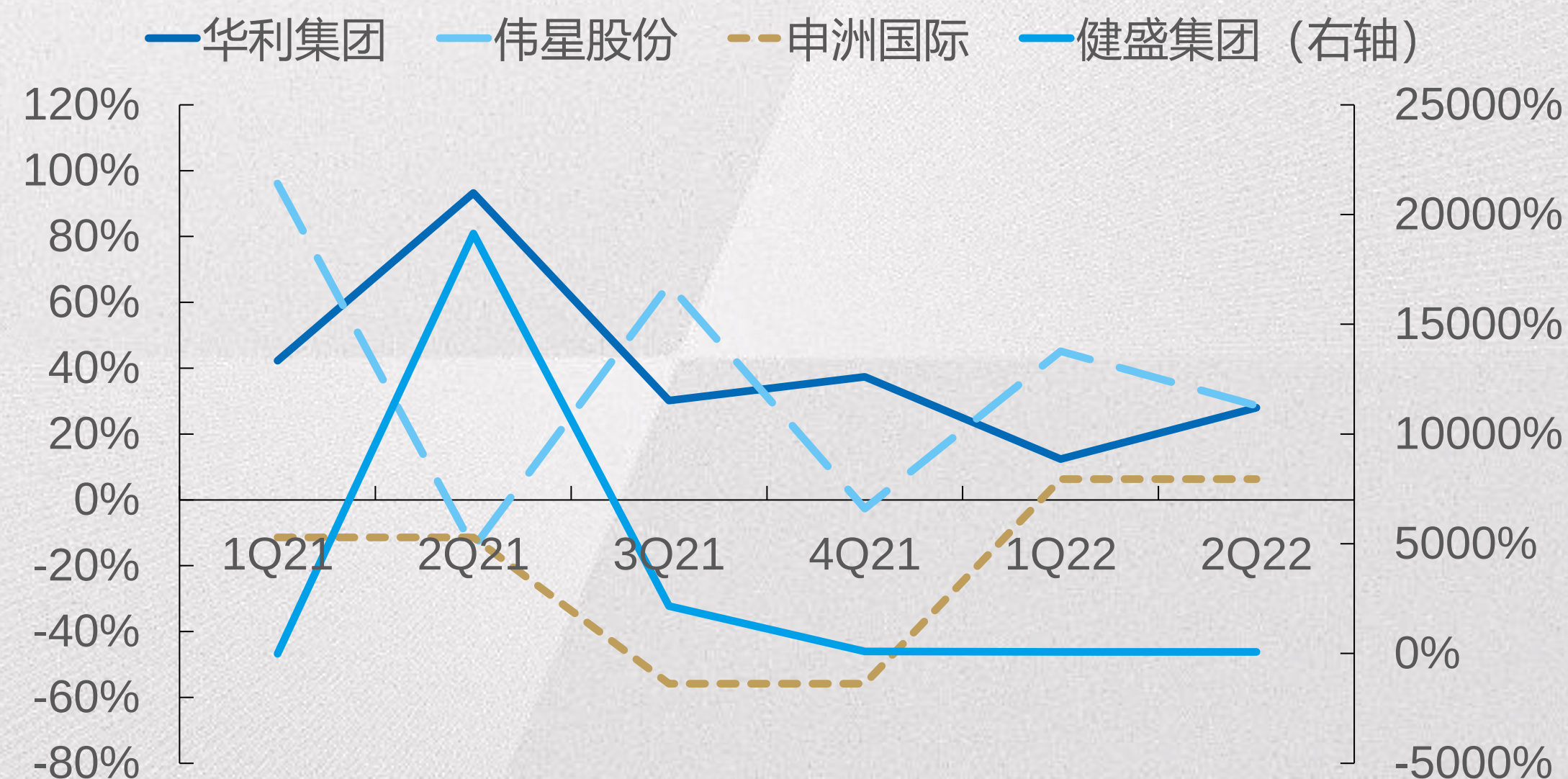
3.3、代工制造：龙头延续高增，马太效应逐步体现

- 2Q22华利集团/健盛集团/伟星股份/申洲国际营收分别同增28.56%/45.34%/17.45%/19.56%，归母净利分别同增27.99%/73.95%/28.65%/6.3%:
- **龙头共性：**1) 核心客户海外占比高，受益于此前海外零售恢复；2) 赛道优质，其中1H22健盛无缝业务营收/归母净利分别同增87%/413%，伟星股份拉链业务营收同增29.2%，有效带动整体业绩增长；3) 供应链稳固，并注重快反与柔性生产，在海外零售逐渐放缓背景下，行业有望加速出行，而代工龙头在海外产能、供应链稳定性等方面优势逐步显现，预计被砍单幅度有限。

图：重点公司分季度营收同比 (%)



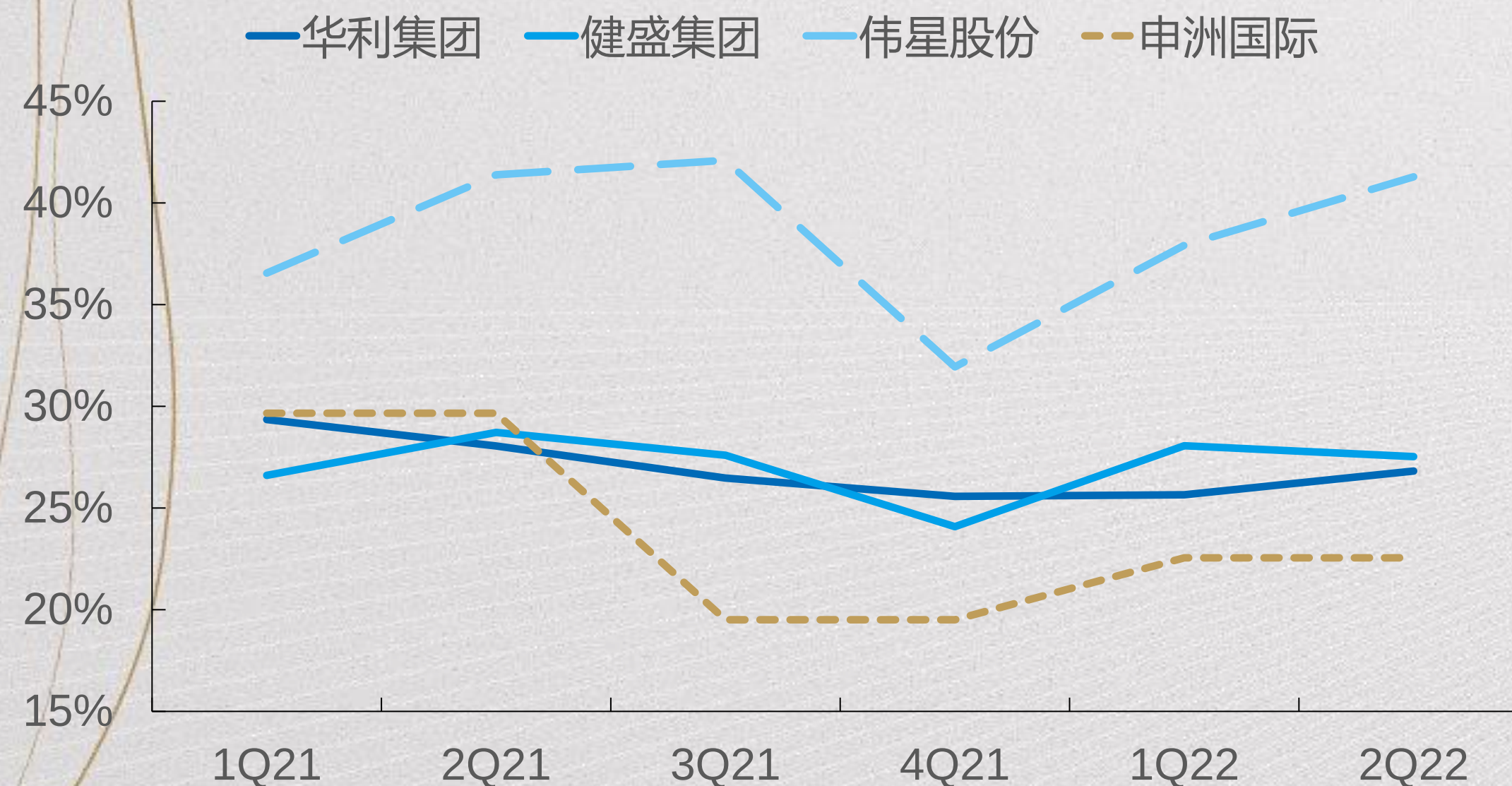
图：重点公司分季度归母净利同比 (%)



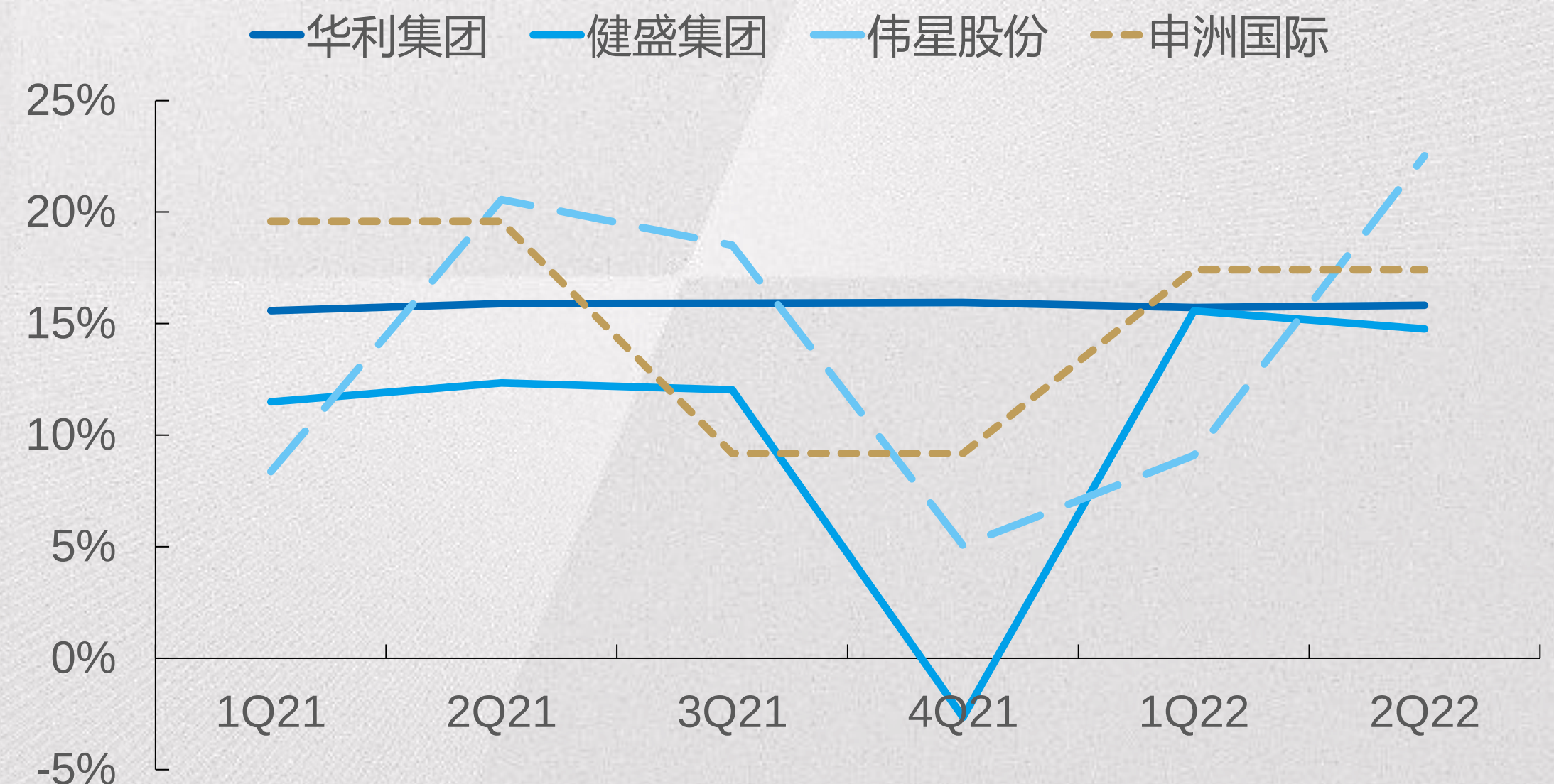
3.3、代工制造：盈利端表现分化

- 2Q22华利/健盛/伟星/申洲毛利率分别为26.81%/27.53%/41.28%/22.55%，同比下滑1.24pct/1.19pct/0.11pct，环比+1.2pct/-0.5pct/+3.4pct/持平。其中1) 华利集团毛利同比下滑主要系海外新工厂投产拖累整体产能利用率；2) 申洲毛利率上涨主要系原材料涨价传导至下游滞后。
- 2Q22华利/健盛/伟星/申洲归母净利率分别为15.82%/14.76%/22.52%/17.41%，同比分别-0.07pct/+2.43pct/+1.96pct/-2.17pct,环比+0.1pct/-0.8pct/+13.43%/持平。

图：重点公司分季度毛利率（%）



图：重点公司分季度归母净利率（%）



4.1、免税板块：疫情拐点已至，快速修复可期

◆Q2疫情影响下赴岛客流、海南旅游收入有所承压

- ✓ 今年3月以来上海等一线城市疫情封控导致赴海南岛客流以及对应旅游消费出现明显下滑，其中4月海南旅游收入为60.35亿元、接待客流312.65万人，为21年9月以来最低水平。进入5月以后随着疫情逐渐缓解，上海复工复产，赴岛客流以及海南旅游收入环比明显改善，且同比降幅不断收窄。
- ✓ 进入7月以后在疫情受控、海南政府发放消费券叠加消博会拉动下，离岛免税业务持续反弹，其中7月10家离岛免税店销售额超过40亿元、创下今年3月以来最好表现，疫情后修复弹性显著。

◆8月疫情拐点已至，参考7月表现修复可期

- ✓ 8月海南疫情反复影响客流，但29-30日连续两天新增感染人数降至100例以内，且三亚新增连续13日下降，向好趋势下各市县陆续解除静态管控，反映本轮疫情已进入收尾阶段，后续快速修复可期。

图：月海南旅游收入（亿元，%）



图：月海南接待客流人数（万人，%）

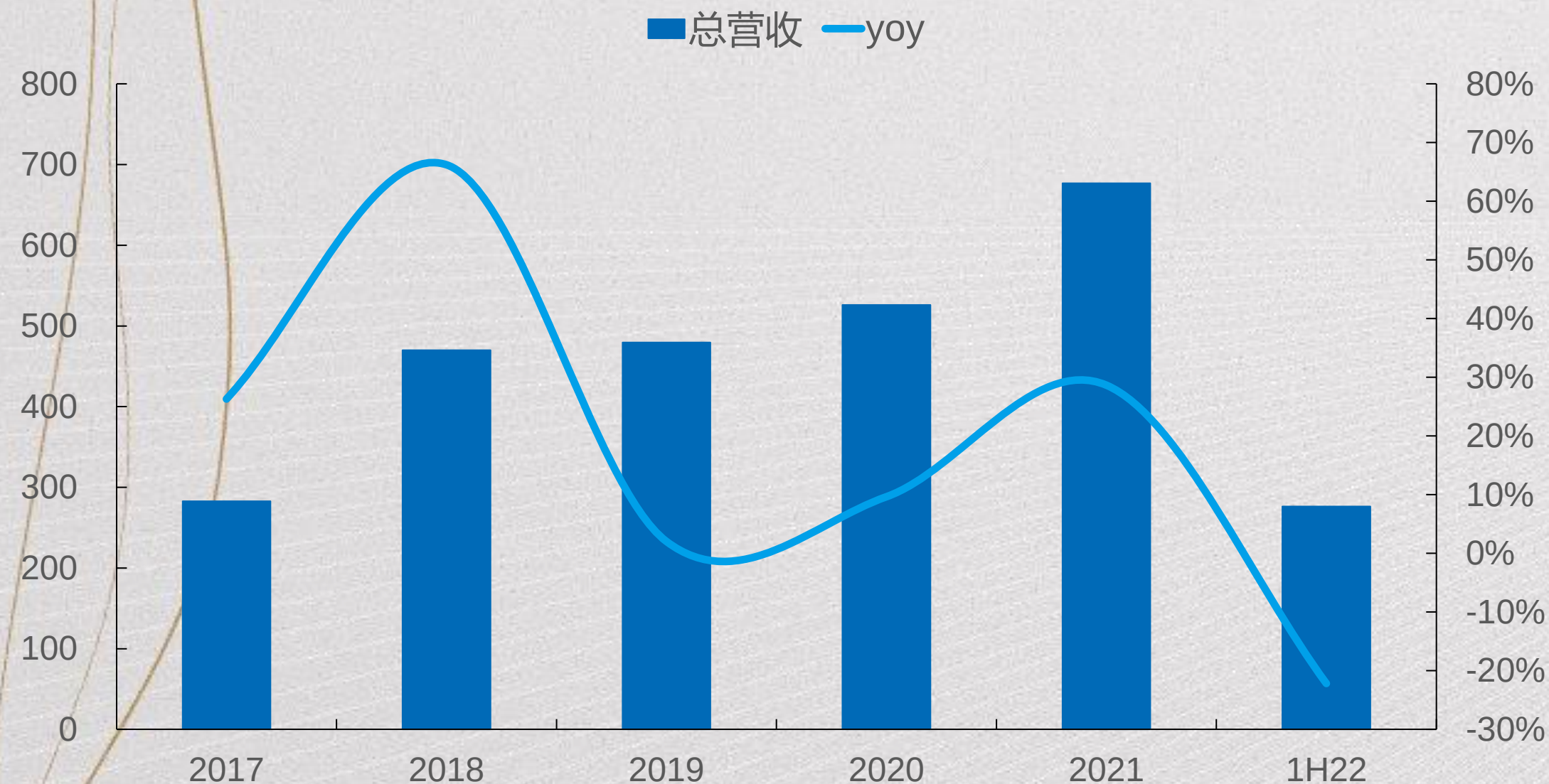


4.2、中国中免：疫情背景下Q2业绩好于预期，经营韧性凸显

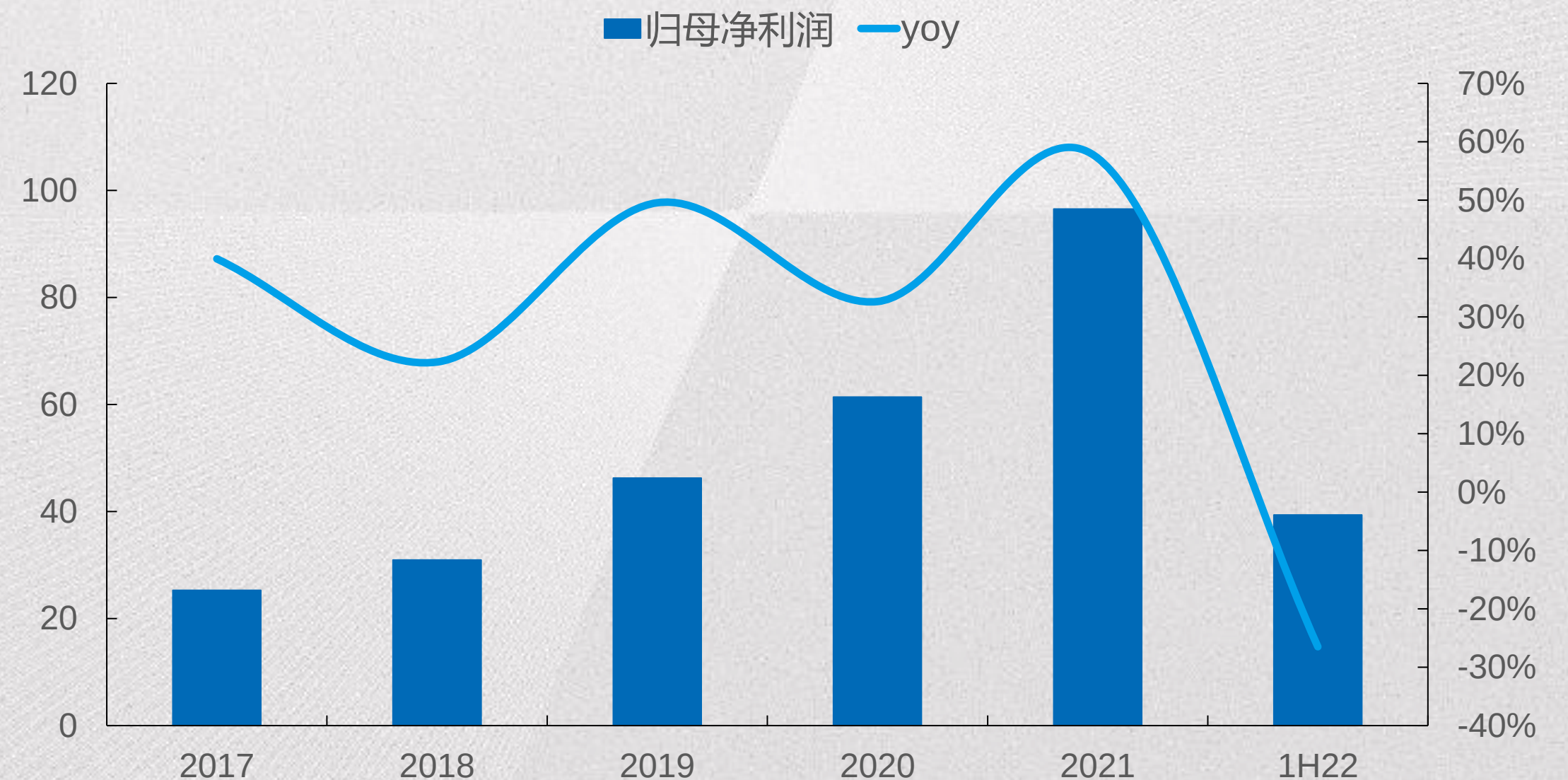
◆离岛免税业绩承压，线上部分冲淡疫情影响

- ✓ 公司1H22实现营收276.5亿元（-22.2%），实现归母净利39.4亿元（-26.5%）。其中Q2实现营收108.7亿元（-37.5%），实现归母净利13.75亿元（-45.2%）。分业务类别来看，1H22三亚市内免税店/海免公司/日上上海分别实现营收153.5/34.6/54.5亿元，同降17%/55%/5%，实现归母净利24.6/1.8/2.5亿元，同降4%/64%/54%，主要系多地疫情反复下赴岛客流承压；
- ✓ 期间公司发力线上，对线下形成有效弥补，至1H22末cdf会员购海南日均销售额较年初增长近2倍，且会员总数超2200万。
- ✓ 盈利能力方面，1H22公司毛利率为33.98%（-4.4pct），环比2H21提升5.5pct；Q2单季度毛利率为33.95%（-3.57pct），在疫情扰动下环比Q1仍持平，龙头议价权、经营实力凸显。1H22公司净利率为14.24%（-0.84pct），环比2H21提升0.88pct。

图：中国中免营收及增速（亿元，%）



图：中国中免归母净利及增速（亿元，%）



- 首推免税龙头**中国中免**——海南疫情进入收尾阶段，新增确诊降至双位数，参考6-7月海南客流快速反弹，预计短时间内客流与销售将有明显回升；中期出入境恢复利好机场免税经营改善，同时海口免税城+三亚海棠湾一期2号地项目陆续落地有望带来免税扩容与份额提升；长期来看海南离岛免税系承载海外消费回流重要渠道，根据海南省“十四五规划”，预计吸引免税购物回流3000亿元。
- 建议重点关注消费、出行修复趋势下的运动服饰龙头**李宁**、箱包龙头**新秀丽**——当前高线城市疫情逐步受控，确诊人数逐日下降，持续有序复工复产。考虑到国产运动服饰龙头竞争格局优化、疫后健康需求提升消费偏刚性，预计将率先反弹，β上行；其中李宁凭借品牌、产品力提升冲淡疫情不利影响，取得了领先于同业的表现。新秀丽1H22收入同比大幅增长59%至12.74亿美元、净利大增139.5%至5600万美元，预计将持续充分受益于全球出行恢复趋势。
- 建议关注低估值纺织制造龙头**华利集团**、**健盛集团**——鞋服制造板块受美国、欧洲零售疲软影响增幅环比有所收窄，但龙头受益于集中度提升趋势订单相对稳定，在市场预期悲观背景下股价有所回调，估值性价比提升。

	营收增速			归母净利增速			EPS			PE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中国中免	3.47%	38.69%	23.34%	-4.00%	44.81%	29.40%	4.509	6.529	8.449	43.36	29.94	23.14
李宁	20.11%	21.10%	21.51%	21.24%	24.26%	23.01%	1.86	2.31	2.84	33.01	26.56	21.59
新秀丽	45.92%	25.19%	12.47%	1153.22%	47.83%	31.42%	0.12	0.18	0.24	20.51	13.68	10.26
华利集团	20.56%	22.01%	20.63%	27.28%	25.04%	21.51%	3.02	3.77	4.59	20.00	16.02	13.16
健盛集团	29.84%	19.35%	18.30%	98.38%	25.22%	29.56%	0.88	1.11	1.44	11.77	9.34	7.21

风险提示

- **疫情反复风险：**疫情影响服装终端销售疲软，导致收入不及预期；东南亚疫情影响工厂停工，拖累制造企业整体盈利能力，工厂停滞和订单减少导致行业内主要公司业绩大幅波动。
- **汇率波动风险：**纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。
- **越南人力成本上涨风险：**越南地区人力成本在近几年上涨幅度较大，未来3-5年若人力成本继续上涨，或影响行业内国际化产能布局的公司利润水平。
- **提价不及预期风险：**品牌服饰企业存在品牌力提升不达预期，ASP降低、终端折扣力度加大导致收入增速放缓风险。
- **免税政策调整风险：**根据海南省规划，海南将在2025年前适时启动全岛封关运作，预计对现有免税运营商产生影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。