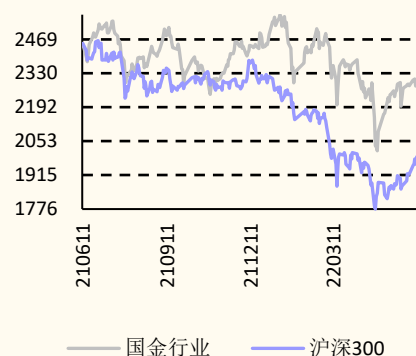


纺织品类和服装行业研究 买入 (维持评级)

行业中期年度报告

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品类和服装指数	2304
沪深 300 指数	4239
上证指数	3285
深证成指	12035
中小板综指	12279



相关报告

- 1.《复盘 2020，看服饰板块本轮疫后修复如何演绎-纺织服装周报 6...》，2022.6.5
- 2.《复工复产叠加大促，品牌服饰预计迎来拐点-纺服周报 5.30》，2022.5.30
- 3.《海外出行消费回暖，新增推荐新秀丽-纺服周报 5.15》，2022.5.15
- 4.《疫情催化“露营经济”，相关产业链有望受益-纺织服装行业周报 0...》，2022.5.9
- 5.《纺服底部已现，免税蓄势待发-纺服免税 2021 年报及 22 一季报...》，2022.5.4

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

海外景气持续，国内拐点已至

核心观点

■ **投资主线一：海外服装消费修复，看好出口景气度持续提升。**通过对中国及东南亚纺服出口、制造产业链的复盘、对本轮出口驱动因素的分析、对人民币贬值影响测算等，我们判断：**22 全年来看，一季度并非纺织制造龙头景气度的高点**，中国、越南出口增速同步提升反映本轮国内出口提速受海外需求恢复带动，而非此前的对越南疫情受损供应链的替代；同时 RECP 的生效、人民币贬值等因素均利好需求稳定、产能有序扩张的龙头业绩有望实现全年高增长。**长期来看**，纺织服装生产加工作为低附加值劳动密集型产业，由发达国家向发展中国家转移是必然趋势，但其中**积极顺应产业链转移趋势的全球化产能布局龙头预计将成分受益于东南亚服装出口的低成本、高增长趋势**；同时由于东南亚从产业结构上看以 CMT、FOB 等业务为主，涉及设计研发环节的 ODM 业务占比仅为 9%，且辅料、五金配套不完善，生产工艺相对简单，我们认为国内具备研发设计能力、自动化程度高、垂直一体化生产服装制造商竞争优势尤为稳固。**建议关注：华利集团、健盛集团。**

■ **投资主线二：海内外出行先后恢复，箱包龙头直接受益。**全球来看，21 年发达经济体旅游业率先复苏，带动全球旅游总人次达到 66.0 亿人次、恢复至 19 年的 53.7% 水平。22 年常态化管理下出行需求加速释放，截至 5 月 7 日全球已经有包括英国、挪威、丹麦在内的 46 个国家取消任何关于新冠的旅行限制，预计全球旅游业将逐步向常态化发展。**国内方面**，随着疫情管控显效，国内旅游业总人次与总收入增速有望迅速反弹。据国家文旅部统计，在 20 年疫情爆发前，国内旅游总人次呈现稳定增长，11-19 年 CAGR 为 10.8%，21 年规模达到 32.46 亿，同比增长 12.7%，预计随着疫情得到控制，国内出行将恢复疫情前稳定增长态势。考虑到箱包需求与出行的强相关性，推荐关注全球箱包龙头**新秀丽**。

■ **投资主线三：国内消费拐点将至，看好运动服饰龙头底部反弹。**线下：上海、北京疫情逐步受控，5 月 30 日上海市新冠肺炎疫情防控办公室发布通告，住宅小区恢复出入、公共交通恢复运营，机动车恢复通行，将持续有序复工复产；同时多地政府大力促进消费加快恢复，其中包括以节庆活动为契机推出主题购物节活动、支持大型企业/电商平台等发放消费优惠券等。**线上**：物流恢复+618 大促活动，服饰线上销售有望快速回升。近日上海港集装箱单日吞吐量已达 11.9 万标准箱，恢复至 3 月封控前的 9 成水平；全国范围来看，近一周（5/20-5/26）高速公路货车通行达到 5408.63 万辆、环比上周（5/13-5/19）提升 10.12%。我们认为，上海地区及全国物流运输的大幅改善为即将到来的 618 大促带来了充分保障，预计将推动品牌服饰线上销售的快速回升。品类方面，考虑到运动服饰线上占比相对较高且伴随着疫情期间健康需求的提升消费偏刚性，预计将显著受益。**建议关注：李宁、滔搏。**

投资建议

■ 品牌服饰端建议关注品牌势能领先、疫后预计率先复苏，当前估值处于历史低位的**李宁**，业绩逐季提升、显著受益于海外出行恢复的**新秀丽**，以及运营壁垒深厚、估值极具性价比的**滔搏**。纺织制造端建议关注客户优势显著、后续产能扩张计划明确的**华利集团**，以及棉袜业务增长稳健、无缝客户显著优化的**健盛集团**。

风险提示

疫情反复风险、汇率波动风险、越南人力成本上涨、提价不及预期风险。

内容目录

1、投资主线一：海外服装消费修复，看好出口景气度持续提升	4
1.1、前世：中美贸易摩擦加速调整，全球化布局大势已现	4
1.2、今生：从疫情替代轮动到需求驱动共生	9
1.3、建议关注需求稳定、海外产能布局完善的纺织制造龙头	11
2、投资主线二：海外出行大幅修复，箱包龙头直接受益	12
2.1、全球出行增长强劲，旅游常态化趋势已现	13
2.2、箱包龙头双重受益，重点推荐新秀丽	15
3、投资主线三：国内消费拐点将至，看好运动服饰龙头底部反弹	16
3.1、业绩端：疫情缓和叠加政策刺激，线上线下消费拐点将至	16
3.2、估值端：外部因素扰动下底部明确	18
4、投资建议	19
5、风险提示	19

图表目录

图表 1：1994-2007 年纺织品服装出口总额及增速（亿美元，%）	4
图表 2：1994-2007 年全球纺织品出口格局变化（%）	5
图表 3：1994-2007 年全球服装出口格局变化（%）	5
图表 4：中国出口主要国家及地区纺织品金额（亿美元）	5
图表 5：中国出口主要国家及地区服装金额（亿美元）	5
图表 6：2008-2019 年纺织品服装出口总额及增速（亿美元，%）	6
图表 7：2008-2019 年纺织品、服装出口总额及对应增速（亿美元，%）	6
图表 8：2008-2019 年全球纺织品出口格局变化（%）	7
图表 9：2008-2019 年全球服装出口格局变化（%）	7
图表 10：中国出口主要国家及地区纺织品金额（亿美元）	7
图表 11：中国出口主要国家及地区服装金额（亿美元）	7
图表 12：中国及部分东南亚国家劳动力成本及税收政策对比	8
图表 13：2004-2020 年外国投资东南亚累计金额（百万美元）	8
图表 14：部分中国纺织企业布局东南亚梳理	8
图表 15：2019-22 年纺织品及服装分季度出口额及增速（亿美元，%）	9
图表 16：中国出口主要国家及地区纺织品金额（亿美元）	10
图表 17：中国出口主要国家及地区服装金额（亿美元）	10
图表 18：中国、越南纺织品出口额及增速（亿美元，%）	10
图表 19：中国占美国进口服装总额比重（%）	11
图表 20：中国占美国进口纺织品总额比重（%）	11
图表 21：人民币贬值汇兑收益测算	11
图表 22：华利集团营收、归母净利及增速（亿元，%）	12

图表 23: 华利集团、裕元集团毛利率、净利率 (%)	12
图表 24: 健盛集团营收、归母净利及增速 (亿元, %)	12
图表 25: 健盛集团毛利率、净利率 (%)	12
图表 26: 2019-21 年全球旅游总人次 (亿人次)	13
图表 27: 2019-21 年全球旅游总收入 (万亿美元)	13
图表 28: 2021 年发达/新兴经济体旅游总人次及总收入恢复至 2019 年的比例 (%)	13
图表 29: 2021 年不同地区旅游总人次及总收入恢复至 2019 年的比例 (%)	13
图表 30: 2020-22 年入境日本旅客人数及同比 (人, %)	14
图表 31: 2020-22 年入境泰国旅客人数及同比 (人, %)	14
图表 32: 全球总收费客公里 (RPK) 当月同比 (%)	14
图表 33: 各地区收费客公里 (RPK) 当月同比 (%)	14
图表 34: 11-21 年中国国内旅游总人次 (亿人次, %)	15
图表 35: 11-21 年中国国内旅游总收入 (万亿元, %)	15
图表 36: 新秀丽营业收入及增速	15
图表 37: 新秀丽净利润及增速	15
图表 38: 上海新冠疫情确诊病例当日新增 (例)	16
图表 39: 北京新冠疫情确诊病例当日新增 (例)	16
图表 40: 部分城市发放消费券政策梳理	17
图表 41: 近两周全国每日高速公路货车通行情况 (万辆)	17
图表 42: 运动鞋服行业重点品牌 618 销售情况	18
图表 43: 户外行业重点品牌 618 销售情况	18
图表 44: 李宁 PE (TTM)	18
图表 45: 安踏体育 PE (TTM)	18
图表 46: 特步国际 PE (TTM)	19
图表 47: 滔搏 PE (TTM)	19
图表 48: 重点公司盈利预测与估值	19

1、投资主线一：海外服装消费修复，看好出口景气度持续提升

2022 年一季度我国纺织服装出口景气度抬升，叠加人民币对美元汇率贬值等利好因素，上游纺织制造龙头业绩环比改善明显。但考虑到二季度以来国内的服装零售因疫情而表现疲软，市场普遍担心需求的疲软会在三、四季度向上游传导，从而导致上游制造景气度走弱。我们认为，一季度并非纺织制造龙头景气度的高点，需求稳定、产能有序扩张的龙头业绩有望实现全年高增长。本章通过对中国及东南亚纺服出口、制造产业链的复盘、对本轮出口驱动因素的分析、对人民币贬值影响测算等回答了以下几个问题：1）本轮纺织制造景气度抬升是否具备持续性？2）人民币贬值对出口型纺服企业利润影响几何？3）利好哪些标的？

1.1、前世：中美贸易摩擦加速调整，全球化布局大势已现

从出口额及产品结构来看，在新冠疫情前，我国的纺织服装出口主要经历了以下几个阶段：

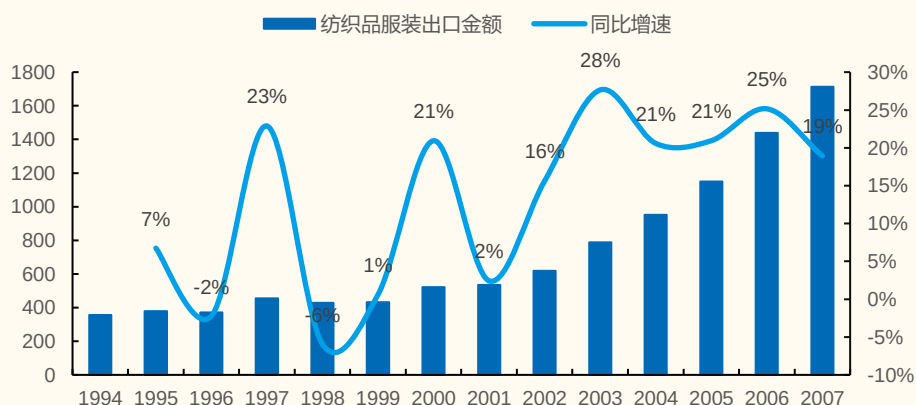
■ 第一阶段（1986-1993 年）：纺服产业由发达国家向中国转移，纺织大国启航

改革开放初期我国纺织服装业以满足内需为主，出口能力有限，1985 年我国纺织品出口仅为 64.4 亿美元，较 1978 年增长 1.65 倍，增长较缓慢。1986-1993 年期间，从外部环境来看，随着发达国家和地区的产业结构向高新技术和资金密集转移，亚洲四小龙劳动力成本优势逐渐削弱，纺织企业逐步向中国大陆转移；而我国随着纺织服装内销市场饱和，生产能力出现过剩并通过“三来一补”方式提供出口加工业务。另外，在政策支持下纺织工业部指定“以扩大纺织品出口为重点”的战略转移，辅以一系列鼓励出口的措施和优惠政策，在此期间纺织出口贸易得到快速发展。1987 年，我国纺织品服装出口额突破 100 亿美元，1991 年至 200 亿美元、较 1985 年增长 2.11 倍。

■ 第二阶段（1994-2007 年）：加入 WTO 增速提升，跃居全球纺服第一出口国

1994 年我国纺织品服装出口额达到 355.5 亿美元，占到全球纺织品比重的 13.2%，一跃成为世界纺织品服装第一出口国；1995-2001 年期间，在劳动力成本优势持续、产能稳步释放基础上，我国纺织品服装出口额年复合增速达到 5.87%、整体增长较为稳健。2001 年中国加入 WTO 后，充分受益于《纺织品与服装协议》（ATC）下进口配额制逐步取消的政策，纺织服装出口进一步提速。2001-2007 期间，我国纺织品服装出口额从 534.39 亿美元增至 1712.04 亿美元，6 年间增长 3.2 倍、年复合增速达到 21.42%，出口规模优势得到加强。

图表 1：1994-2007 年纺织品服装出口总额及增速（亿美元，%）

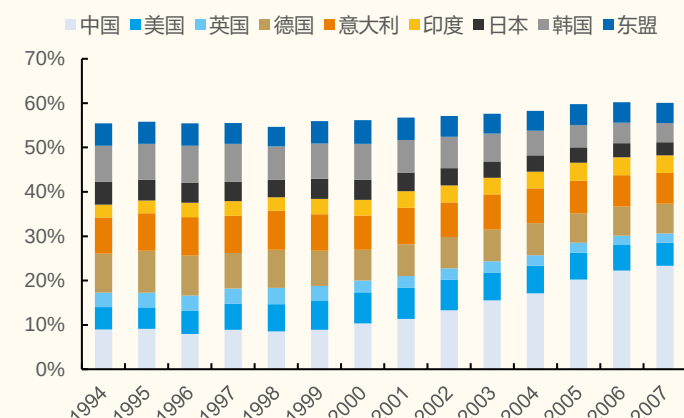


来源：海关总署，国金证券研究所

市占率方面，至 2007 年我国纺织品出口占比达到 23.35%、较 2000 年提升 13.0pct；服装成衣出口表现突出，1994 年即凭借 17% 的市占率位列全球第

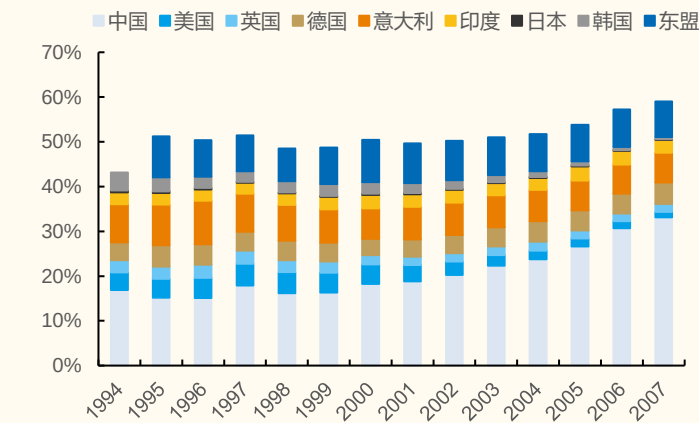
一，在随后的 13 年中与其他国家出口规模差距进一步加大，至 2007 年出口市占率达到 33%，服装出口第一大国根基稳固。

图表 2：1994-2007 年全球纺织品出口格局变化（%）



来源：WTO，国金证券研究所

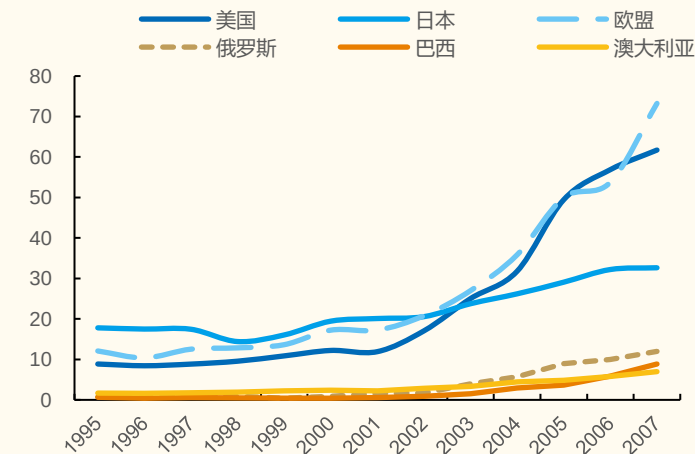
图表 3：1994-2007 年全球服装出口格局变化（%）



来源：WTO，国金证券研究所

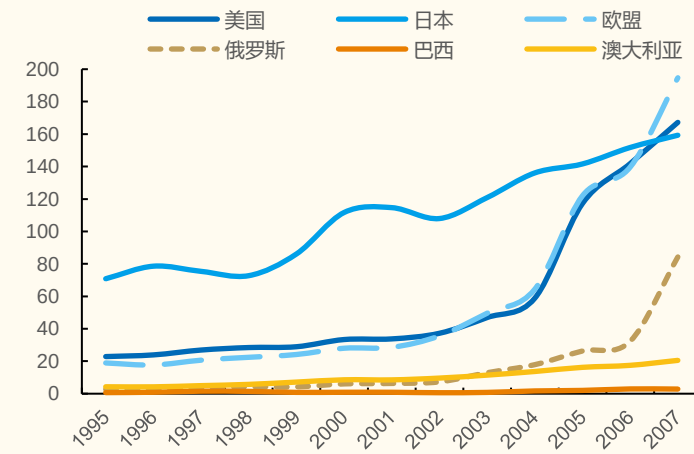
从主要出口国情况来看，1995-2007 年间纺织品及服装出口前三的国家（及地区）分别是美国、欧盟、日本。其中我国纺织品及服装出口日本增长趋缓，至 2007 年出口额分别为 32.63 亿美元、159.31 亿美元。1995-2007 年间我国纺织品出口美国、欧盟均实现快速增长，期间出口额年复合增速分别达到 17.56%、16.20%，至 07 年出口额分别实现 61.72 亿美元、73.23 亿美元。在海外需求持续拉动下，我国服装 1995-2007 年期间出口美国、欧盟分别实现 18.03%、21.44%，其中 07 年出口欧盟服装额加速上扬至 194.72 亿美元，超越出口至美国、日本的服装成衣额。

图表 4：中国出口主要国家及地区纺织品金额（亿美元）



来源：海关总署，国金证券研究所（按照 HS 编号 11 大类纺织原料及纺织制品除去第 61、62 章）

图表 5：中国出口主要国家及地区服装金额（亿美元）



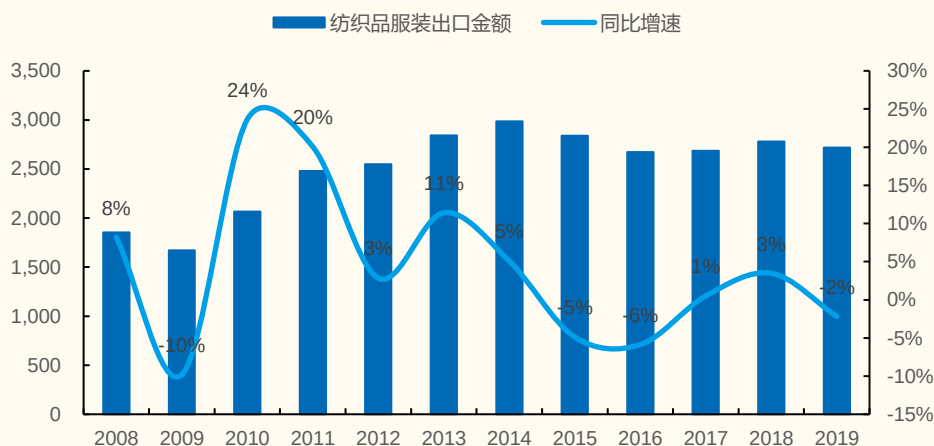
来源：海关总署，国金证券研究所（包含 HS 编号 11 大类纺织原料及纺织制品下第 61 章针织或钩编服装及衣着附件以及 62 章非针织或钩编服装及衣着附件）

■ 第三阶段（2008-2019 年）：贸易摩擦不断，产业格局调整在即

2008 年的全球金融危机对世界经济造成冲击，我国纺织出口规模了也经历加入世贸以来的最大一次回调，2009 年我国纺织品服装出口总额为 1670.33 亿美元、同比下滑 9.82%。为应对危机影响，国家出台保增长、扩内需、调结构的举措，并在 2008-09 年期间多次调高相关商品出口退税率以刺激出口，纺织行业也同步发布《纺织工业调整与振兴规划》。在良好产业基础支撑及政策良性引导下，我国的纺织出口很快触底回升，2010-2014 年复合增速达到 9.64%。2015 年起我国经济发展步入结构转型期，创新产业接棒贡献主要增长动力；而世界经济长期囿于金融危机后续影响，复苏进程缓慢、外需增长受到制约。在

这样的背景下，我国纺织行业出口在 2014 年达到峰值后逐年回落至不足 2800 亿美元，2014-19 年复合增长率仅为-1.85%。

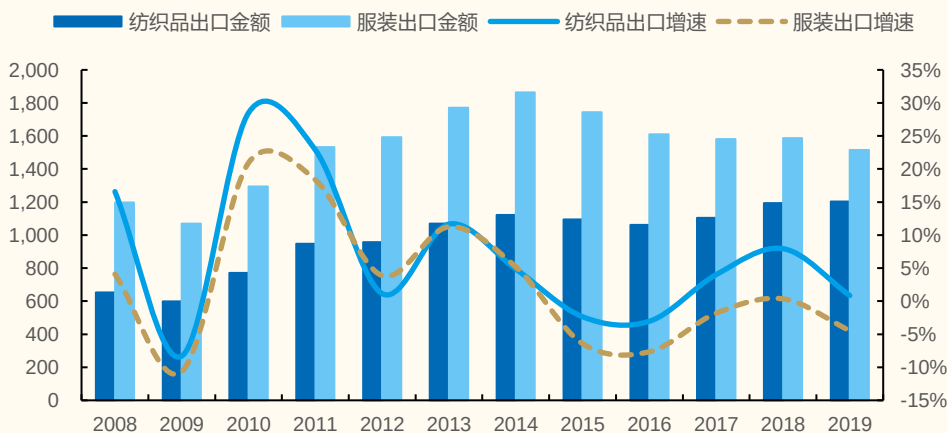
图表 6：2008-2019 年纺织品服装出口总额及增速（亿美元，%）



来源：海关总署，国金证券研究所

出口结构重心向上游纺织品转移，服装出口占比加速下滑。2009 年我国纺织品出口在金融危机影响下同比下滑 8.30%至 599.79 亿美元，随后在 2010-14 年间快速反弹至 1121.81 亿美元、年复合增长 13.34%，2015-19 年期间纺织品出口复合增速放缓至 1.41%。我国下游服装出口受到金融危机影响大于上游，09 年出口规模同比下滑 10.65%至 1070.54 亿美元，虽然在 2010-14 年间复合增速达到 11.72%、短期恢复明显，但受制于全球消费需求疲软，2015-19 年复合增速仅为-4.04%。从出口结构来看，上游纺织品出口占比从 08 年的 35.31% 提升至 19 年的 44.24%，重要性显著提升；而随着我国劳动力成本上涨、产业结构变化，服装成衣出口占比逐年下滑至 2019 的 55.76%、10 年间占比下滑 8.33Pct。

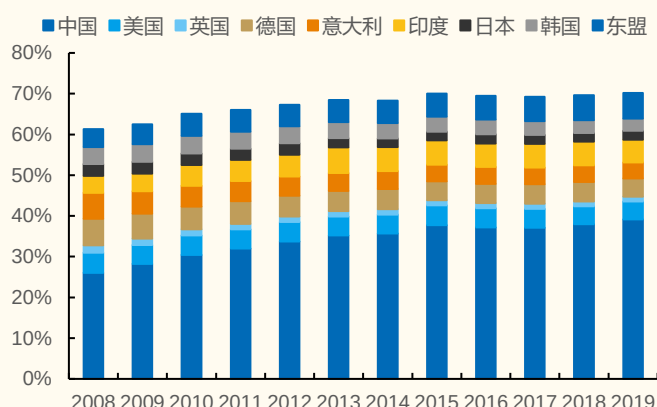
图表 7：2008-2019 年纺织品、服装出口总额及对应增速（亿美元，%）



来源：海关总署，国金证券研究所

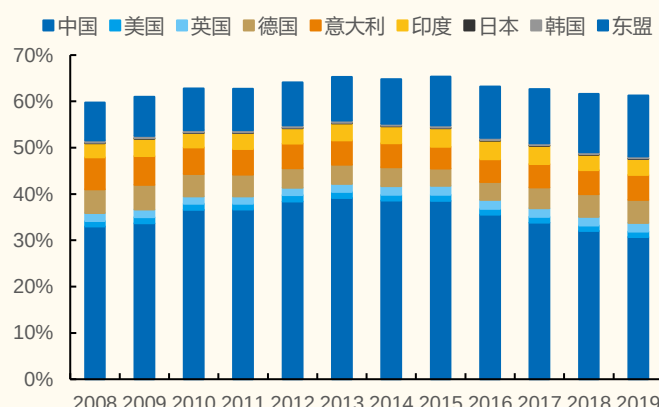
纺织品出口份额稳健提升，成衣制造业务加速向以东南亚为主的国家转移。由于我国纺织制造业在长期发展下优质产能积累深厚、劳动力素质较高，叠加发达国家劳动密集型产业加速外移，我国纺织品出口占全球出口比重从 2009 年的 28.20%提升至 2019 年的 39.18%，我国在全球纺织原料及面料贸易领域的重要性与日俱增。而在服装成衣出口上，一方面由于我国产业结构陆续调整、低附加值生产链加速出清，另一方面东南亚服装成衣制造起势明显、劳动力及政策促进下承接大量外溢订单，2015-19 年我国服装成衣出口占比明显回落，至 19 年仅占全球服装出口的 31%（较 15 年下滑 8Pct）。

图表 8: 2008-2019 年全球纺织品出口格局变化 (%)



来源: WTO, 国金证券研究所

图表 9: 2008-2019 年全球服装出口格局变化 (%)

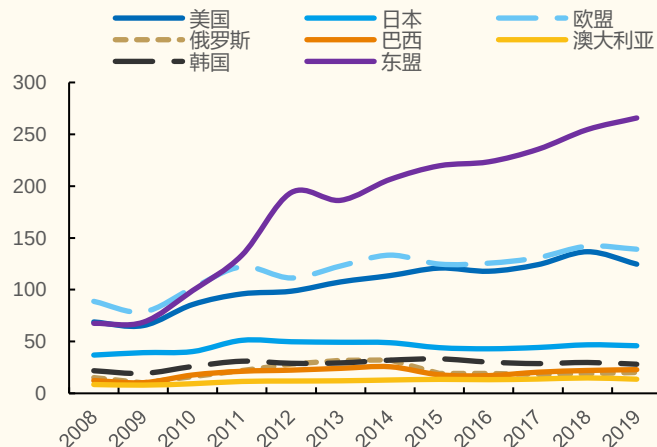


来源: WTO, 国金证券研究所

从进口国来看, 东南亚面料需求增势迅猛, 主要国家成衣进口规模收缩。2008-2019 年间东南亚国家进口我国纺织品规模从 67.55 亿美元增至 265.73 亿美元, 年复合增速达到 13.26%。进口面料快速增长主要系其成衣加工业务快速扩容, 而大部分生产所用面料来自我国出口所致。美国、欧盟仍然为我国纺织品主要出口国, 但 2012 年后在需求放缓背景下订单规模增长也有所降速, 至 2019 年美国、欧盟进口我国纺织品金额分别为 124.65 亿美元、139.08 亿美元。

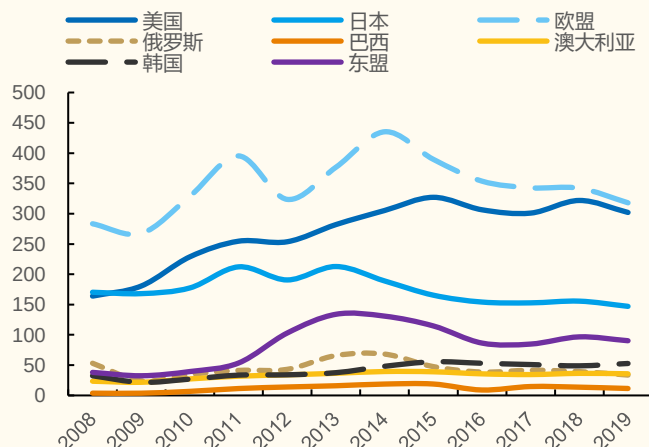
服装出口方面, 欧盟、美国、日本仍然为我国主要出口国家及地区, 但 08 年以后日本订单呈现下降趋势, 至 2019 年规模仅为 147.03 亿美元、较 08 年缩减 23.28 亿美元; 美国、欧盟进口我国服装成衣规模在经历金融危机之后两年短暂提速后规模逐年收缩, 至 2019 年两地进口分别为 302.01 亿美元、317.97 亿美元。

图表 10: 中国出口主要国家及地区纺织品金额 (亿美元)



来源: 海关总署, 国金证券研究所 (按照 HS 编号 11 大类纺织原料及纺织制品除去第 61、62 章)

图表 11: 中国出口主要国家及地区服装金额 (亿美元)



来源: 海关总署, 国金证券研究所 (包含 HS 编号 11 大类纺织原料及纺织制品下第 61 章针织或钩编服装及衣着附件以及 62 章非针织或钩编服装及衣着附件)

通过对 1986-2019 年我国的纺织服装出口历程、全球纺服产业链的转移趋势复盘可以发现:

1) 纺织服装生产加工作为低附加值劳动密集型产业, 由发达国家向发展中国家转移是必然趋势。在发达国家的产业结构向高新技术和资金密集型升级、倾斜, 同时人力成本大幅提升的过程中, 具备政策支持、人力成本相对较低的发展中国家逐步承接了发达国家向外转移的劳动密集型行业, 例如第一阶段的

中国和第三阶段的越南。目前从劳动力、关税等方面来看，越南相对我国成本优势显著，因此预计未来我国纺织服装产业链将进一步向东南亚越南等国转移。

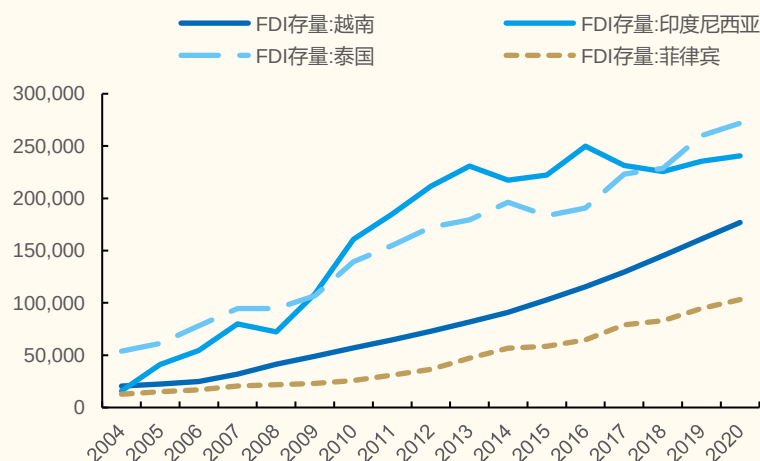
图表 12：中国及部分东南亚国家劳动力成本及税收政策对比

	中国	越南	柬埔寨	印尼
劳动力成本	804 美元/月	240 美元/月	190 美元/月	190 美元/月
企业所得税	25%	20%，其中在工业园的企业能获得前 2 年免税，之后 4 年纳税减半的政策。	20%，外资建厂自盈利可享受 4 年免税期。	25%，一个财年总收入超过 500 亿印尼盾（约 370 亿美元）可享受 50% 所得税率减免。
出口关税	美国：部分产品关税豁免至 2022 年底，部分 7.5%-15% 关税。 欧盟：2016 年欧盟将中国纺织服装进口关税由 9% 提高到 12%。 日本：原来征收关税 4.4%-13.4%，在 RCEP 框架下逐渐下调，分别在第 11 年和第 16 年下降至 0。	美国：14%，21 年后暂取消对越南加征关税。 欧盟：EVFTA 生效后，越南 86% 的商品出口欧盟将享有零关税，7 年后该数字将达到 99%。 日本：免征关税。	美国：对落后国家实行普惠制（GSP），不征收关税。 欧盟：8%-12%。 日本：同为 RCEP 成员国，免征关税。	日本：同为 RCEP 成员国，免征关税。

来源：国金证券研究所

2) 国内纺织服装龙头积极顺应产业链转移趋势，当前全球化产能布局已成形，预计将成分受益于东南亚服装出口的低成本、高增长。在生产成本、税收政策等多重利好下，叠加中国与美国贸易不确定性加剧，中资企业近年来纷纷加速南下布局服装制造产能。2020 年越南的外来直接投资额（FDI）已经达到 1769.11 亿美元，较 2010 年增加 2.1 倍，10 年复合增速达到 11.99%。从头部企业来看，目前申洲国际东南亚成衣产能占到公司的 40% 左右、百隆东方在东南亚纱线产能占到公司总产能的 60% 左右。

图表 13：2004-2020 年外国投资东南亚累计金额（百万美元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：部分中国纺织企业布局东南亚梳理

公司名称	东南亚产能布局情况
申洲国际	为规避欧美国家对中国纺织品出口的配额限制，2005 年公司在柬埔寨安达工业建成第一个海外工厂；2014 年公司进而在越南建成新的成衣和面料工厂实现纵向一体化布局；目前公司在柬埔寨+越南面料产能占比 1/2 左右，成衣产能 40% 左右。随着东南亚疫情区域平稳，公司持续东南亚产能建设，在柬埔寨及越南新设成衣生产设施。
华利集团	2005 年开始在越南北部及中部地区布局产能，截至 21 年自有产能达到 21857 万双、且全部来自海外；考虑到越南地区人力成本逐步上涨，公司 22 年计划在印尼、缅甸新建工厂。
健盛集团	2013 年开始将产能向东南亚迁移，21 年公司在越南清化工厂大幅扩产，越南棉袜出货达到 2.1 亿多双，无缝在越南逐

	步实现规模量产，之前疫情搁置的产能项目逐步开展。
百隆东方	2013 年在越南建设生产项目，目前在越南地区有 100 万锭纱线产能，占到公司总产能的 60%。21 年 7 月公司又在越南新建 39 万锭产能，预计 22-23 年逐步释放。
鲁泰纺织	2014 年起在越南、柬埔寨和缅甸布局产能，目前东南亚面料产能主要分布在越南西宁、占到公司面料产能的 17%；服装产能主要分布额在越南、柬埔寨和缅甸，占公司服装总产能的 53%。目前公司计划在越南西宁投资梭织、针织面料生产基地，实施完成后可年产 6000 万米高档梭织面料。
华孚时尚	2015 年起加速布局越南产能，截至 21 年底在越南地区与拥有 29 万锭纱线产能、占比 14%。

来源：各公司公告，国金证券研究所

3) 产业链完备的垂直一体化头部企业稀缺性明显，竞争优势突出。由于东南亚缺少纱线、面料产能（如越南面料自给率不足 25%，60%需从中国进口），如申洲国际等具备面料、成衣垂直一体化生产的头部企业在与东南亚当地出口企业竞争中具备生产周期短、交期稳定、成本较低等优势，更易获取与 Nike、Adidas 等头部国际品牌的合作机会；并且由于头部品牌验厂时间长、审核严格，供应商集中度提升趋势显著，制造龙头预计呈现强者愈强的格局。

4) 部分优质资产中长期来看仍将留存于国内。考虑到东南亚生产效率相对低于国内、缺少专业技术性人才，从产业结构上看以 CMT、FOB 等业务为主，涉及设计研发环节的 ODM 业务占比仅为 9%，且辅料、五金配套不完善，生产工艺相对简单，我们预计国内具备研发设计能力、快反能力，且品类款式复杂的服装制造商竞争优势稳固，其订单因成本单一因素向东南亚转移风险较弱，例如申洲国际、伟星股份等。

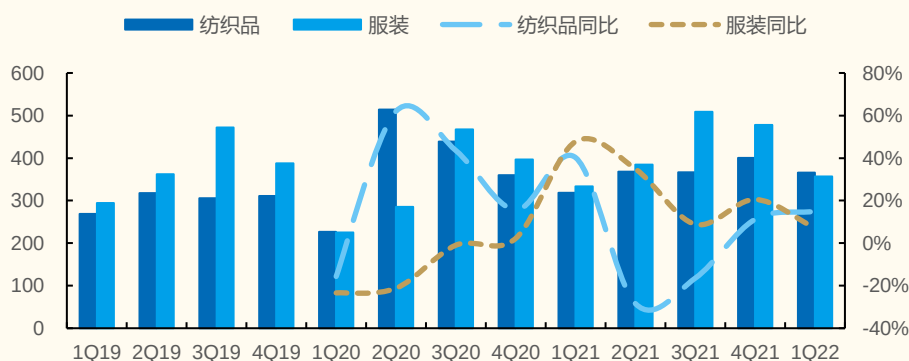
1.2、今生：从疫情替代轮动到需求驱动共生

2020 年初国内外疫情加速蔓延，在国内劳动力春节后复工延误、物流受阻，海外多国短暂封锁海关导致订单延误或取消的双重压力下，1Q20 纺织品服装出口同比下滑 19.69%至 452.28 亿美元，其中纺织品、服装分别同比下滑 15.65%、23.39%。

20 年防疫物资带动纺织品出口加速。随着我国供应链率先恢复部分海外订单回流国内，叠加国际防疫物资需求旺盛，2Q20 纺织品出口同比高增 61.99%至 514.19 亿美元，远超服装出口。2020 全年来看，我国外贸发展快速回稳、供应链展现强大韧性，纺织品服装全年出口实现 2913.98 亿美元、同比增 7.17%，其中纺织品、服装出口分别实现 1539.43 亿美元（+27.97%）、1374.56 亿美元（-9.33%）。

把握海外订单回流窗口，21 全年服装出口超预期恢复。2021 年全球贸易环境在疫情持续、政治经济形势不清晰下加剧动荡，我国纺织行业不断加强产业链上下协同，抓住海外订单加速回流窗口期，全年纺织品服装出口金额同增 8.34%至 3157.11 亿美元。受到去年高基数、且防疫物资出口回落影响，全年纺织品出口额为 1452.81 亿美元、较 20 年略有所收缩；而服装出口额随着海外消费需求回升稳健恢复，同比增长 24%至 1704.50 亿美元。

图表 15：2019-22 年纺织品及服装分季度出口额及增速（亿美元，%）

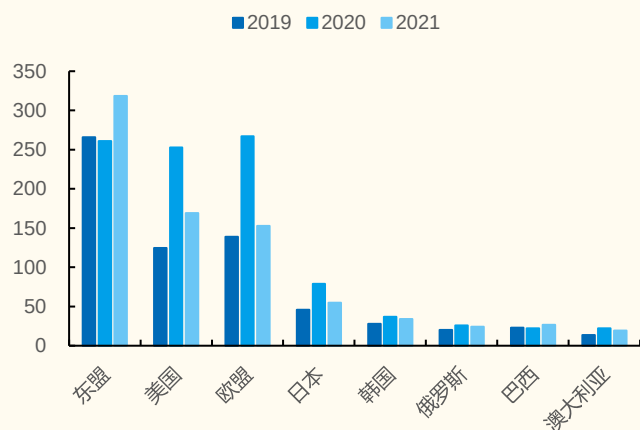


来源：海关总署，国金证券研究所

我国纺织品对东盟出口增长强劲，服装对发达国家出口额基本恢复至疫情前水平。21 年我国纺织品出口额排名前三的国家及地区分别是东盟、美国及欧

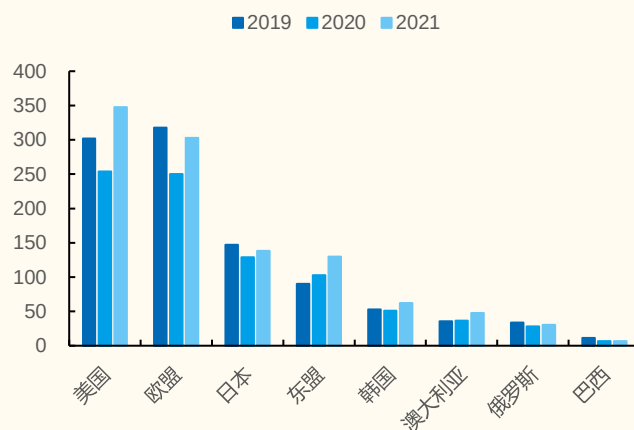
盟。其中东盟出口额实现 318.50 亿美元，东南亚疫情好转、产能恢复下纺织原料进口额同比提升 12.53%；美国、欧盟 21 年分别进口我国纺织品 169.30 亿美元、152.79 亿美元，同比分别下滑 33.0%、42.8%，主要系防疫物资需求下滑。21 年我国服装成衣出口额排名前三的国家及地区分别是美国，欧盟和日本。其中美国进口我国服装 327.72 亿美元、同比+37.06%、同比于 19 年+15.13%；欧盟进口我国服装 302.87 亿美元、同比+21.01%、同比于 19 年略有下滑。

图表 16：中国出口主要国家及地区纺织品金额（亿美元）



来源：海关总署，国金证券研究所（按照 HS 编号 11 大类纺织原料及纺织制品除去第 61、62 章）

图表 17：中国出口主要国家及地区服装金额（亿美元）

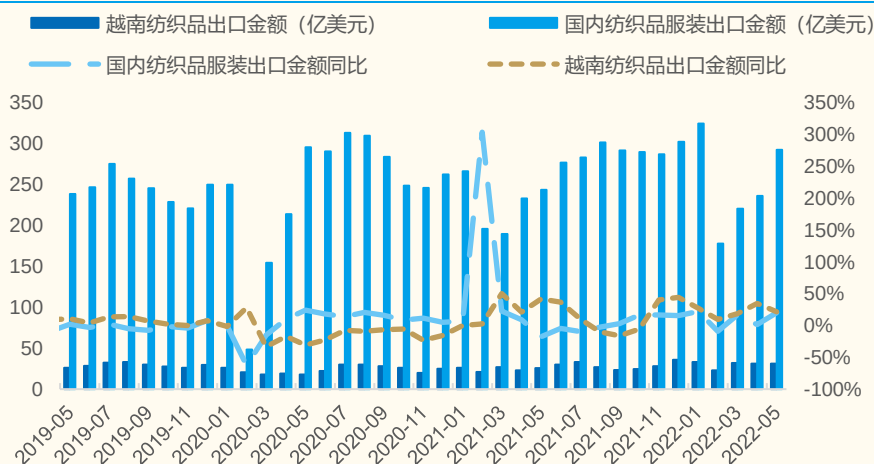


来源：海关总署，国金证券研究所（包含 HS 编号 11 大类纺织原料及纺织制品下第 61 章针织或钩编服装及衣着附件以及 62 章非针织或钩编服装及衣着附件）

对于 22 年出口景气度的判断：我们认为海外服装消费景气度的回升、RCEP 的生效、产能的疫后恢复等将共同带动中国、东南亚的出口维持快速增长，头部企业受益于此全年业绩预期乐观。判断主要基于：

1) 中国、越南出口增速同步提升反映本轮国内出口提速受海外需求恢复带动，而非此前的对越南疫情受损供应链的替代。从中越两国出口情况来看，22 年一季度，纺织品服装出口金额共计 723 亿美元、同增 11%，其中服装/纺织品出口金额分别同增 7%/15%，5 月得益于国内疫情形势好转，物流运输及供应链较好修复，纺织品服装出口增速同比增长 20.18%；1-4 月越南出口纱线、其他纺织品及服装金额共计 137.7 亿美元，同比增长 21.4%。其中，纱线出口额为 19.4 亿美元，同比增长 14.9%；其他纺织品及服装合计出口额为 118.3 亿美元，同比大幅增长 22.2%。

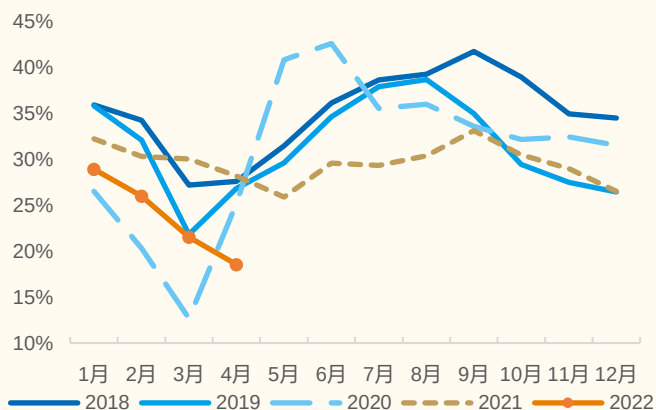
图表 18：中国、越南纺织品出口额及增速（亿美元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

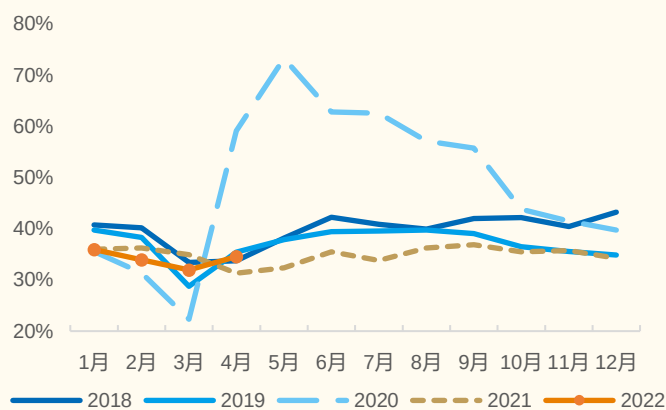
另一方面，国内 1-4 月纺服出口占美国纺服总进口比例处于近年来的相对低位，我们判断主要系供应链受疫情影响所致。随着疫情管控显效、复工复产推进，预计国内出口将恢复高速增长态势。

图表 19：中国占美国进口服装总额比重 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：中国占美国进口纺织品总额比重 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

2) RCEP 的实施利好我国与日本贸易，以我国为中心的区域纺织服装产业合作模式逐步成型。22 年 1 月，《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 陆续在 15 个成员国正式生效，该全球最大自贸区的成立有助于深化我国于东盟国家在纺织服装领域的产能合作，以我国为中心的区域产业合作模式逐步成型。具体来讲：(1) 从贸易层面，RCEP 是中日首个自由贸易协定，生效后日本将在 15 年内对绝大多数我国纺织服装产品实现零关税，带来直接成本利好的同时有助于稳定我国在日本市场份额；(2) 从投资层面，RCEP 统一、简洁和明确的原产地规则有利于实现区域资源的最优配置，并减缓我国纺织服装产业链的对外转移速度。

3) 人民币贬值利好纺服出口企业利润提升。基于各公司的海外收入占比及汇兑敞口等（不考虑公司套保对冲影响）测算可得，人民币兑美元汇率贬值将对纺织制造出口企业带来汇兑收益，从而推动净利率的提升。其中华利集团、申洲国际、健盛集团、浙江自然等弹性相对较大，若人民币贬值 5%，则公司净利率将分别提升 4.9/3.8/5.2/4.9pct。

图表 21：人民币贬值汇兑收益测算

公司名称	海外收入占比 (%)	汇兑敞口 (百万元)	汇兑收益 (百万元)					净利率总变化幅度 (pct)				
			人民币贬值幅度假设					人民币贬值幅度假设				
			1%	3%	5%	7%	10%	1%	3%	5%	7%	10%
华利集团	98.7%	852.8	8.5	25.6	42.6	59.7	85.3	1.0	3.0	4.9	6.8	9.4
申洲国际	68.3%	2485.1	24.9	74.6	124.3	174.0	248.5	0.8	2.3	3.8	5.3	7.4
健盛集团	86.9%	449.7	4.5	13.5	22.5	31.5	45.0	1.1	3.2	5.2	7.2	10.0
伟星股份	27.1%	274.2	2.7	8.2	13.7	19.2	27.4	0.4	1.0	1.7	2.4	3.4
浙江自然	79.8%	186.1	1.9	5.6	9.3	13.0	18.6	1.0	3.0	4.9	6.8	9.4
华孚时尚	13.1%	426.8	4.3	12.8	21.3	29.9	42.7	0.2	0.5	0.8	1.1	1.5
开润股份	64.9%	232.4	2.3	7.0	11.6	16.3	23.2	0.7	2.2	3.6	5.0	7.0
牧高笛	66.7%	60.9	0.6	1.8	3.0	4.3	6.1	0.7	2.2	3.5	4.9	6.9

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、建议关注需求稳定、海外产能布局完善的纺织制造龙头

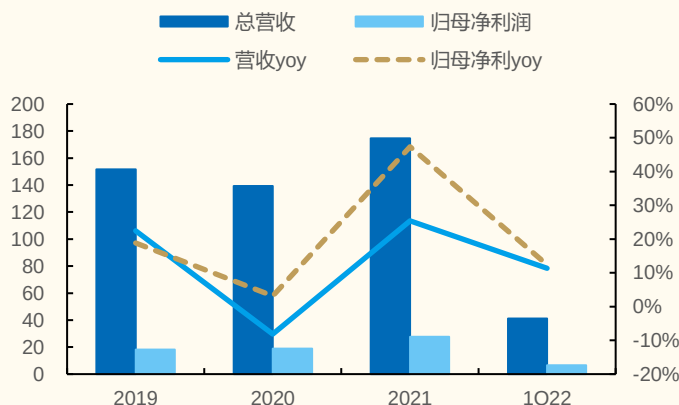
■ 华利集团：量价齐升促订单增长，盈利能力保持高位

收入端来看，公司的核心客户增长势头强劲，Nike/Deckers/VF/Puma/UA 收入分别同增 23.1%/14.7%/12.8%/0.7%/53.2%（美元口径），其中 Nike 品牌预计增速超 40%，体量超 Converse。从量的角度，1Q22 成品鞋销量达到 5114 万双、同比增长 7.1%，环比去年 Q4 销量略有下滑主要系春节放假及 2 月疫情爆发影响开工；从价的角度，1Q22 订单 ASP 提升 6.8%，预计受益于

订单结构改善、高单价鞋类及品牌占比提升。另外，公司在产能方面不断扩充、优化以匹配订单增长，一方面越南 21 年投产的三个新厂持续爬坡提效，预计将陆续达产；另一方面印尼一期工厂 22 年开始投产，23 年将贡献产能。

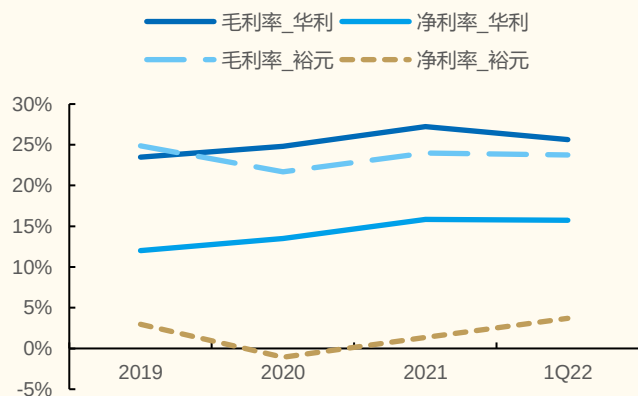
从利润端来看，1Q22 公司毛利率同比下滑 2Pct 至 25.65%，主要系新工厂爬坡拖累、2 月份春节放假及北越疫情影响员工出勤，但全年来看，在疫情常态化、产能爬坡顺利下毛利率有望回升。1Q22 公司的净利率增 0.14Pct 至 15.72%，得益于公司优质的品牌客户资源及自动化产线，公司的盈利水平始终保持高位。

图表 22：华利集团营收、归母净利及增速（亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：华利集团、裕元集团毛利率、净利率（%）



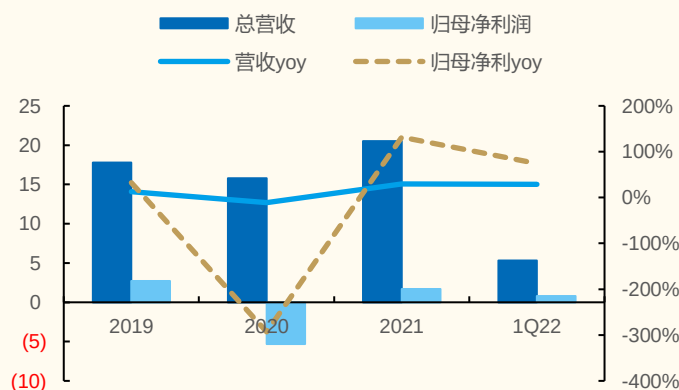
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 健盛集团：棉袜延续稳健增长，无缝调整结束订单快速放量

从收入端来看，1) 棉袜业务订单饱满，核心客户包括 Puma、UA、迪卡侬、Bombas、Adidas 等，头部客户订单占比达 80%，合作关系稳固；产能扩张同步于订单稳步推进，22 年公司规划在 3.6 亿双棉袜产能基础上再增 6000 万双。2) 无缝业务客户结构优化，老客户优衣库、DELTA 订单量较去年有明显恢复，新客户中李宁、H&M 持续放量，预计全年订单较 21 年将有明显改善；越南新增 100 台无缝织机，预计上半年将完成投产，促进销售转化。

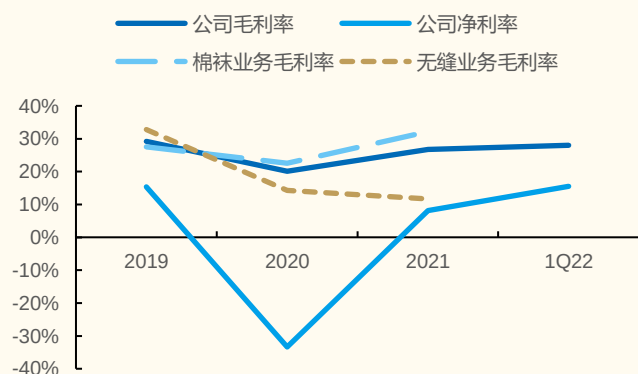
从利润端来看，20-21 年无缝产能不断扩张但客户拓展不畅导致产能利用率受到拖累，今年以来无缝订单开拓顺利，叠加越南疫情管控放开，越南工厂开工率得到保障，无缝业务净利率上行至双位数，带动 1Q22 公司净利率提升 5.02Pct 至 12.5%，全年利润端表现有望进一步提升。

图表 24：健盛集团营收、归母净利及增速（亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：健盛集团毛利率、净利率（%）



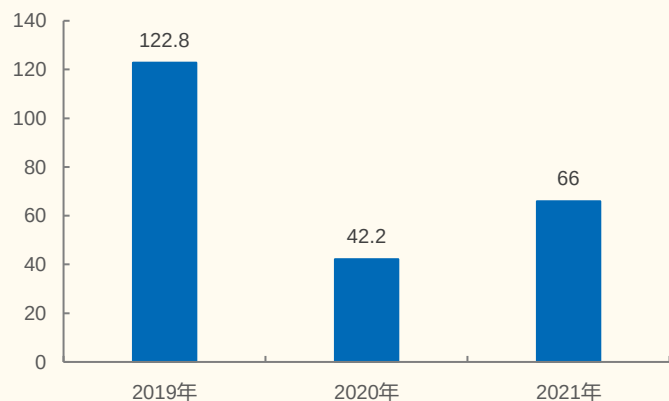
来源：公司公告，国金证券研究所

2、投资主线二：海外出行大幅修复，箱包龙头直接受益

2.1、全球出行增长强劲，旅游常态化趋势已现

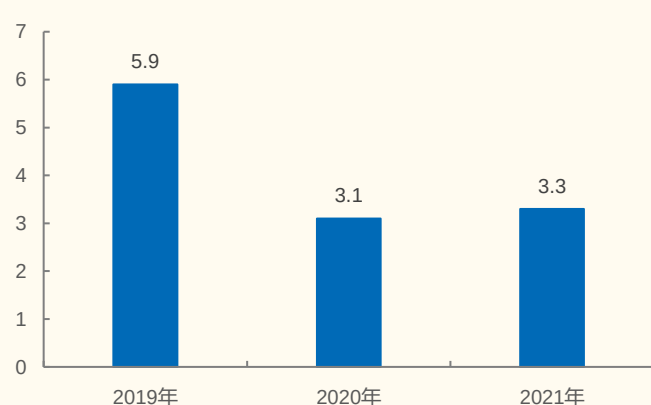
发达经济体旅游业率先复苏，22 年常态化管理下出行需求有望加速释放。2021 年全球旅游总人次（含国内旅游和国际旅游）达到 66.0 亿人次、恢复至 19 年的 53.7%，全球旅游总收入达到 3.3 万亿美元、恢复至 19 年的 55.9%；其中发达经济体率先复苏，21 年旅游总人次、旅游总收入分别达到 19 年的 55.7%、58.9%。分区域来看，美洲、欧洲旅游恢复速度领先，其中美洲旅游总人次/总收入分别恢复至 19 年的 65.2%/67.0%，其次欧洲旅游总人次/总收入分别恢复至 19 年的 52.6%/57.7%，而亚太地区整体出行管控更严格，欧洲旅游总人次/总收入恢复至 19 年的 48%左右水平。

图表 26：2019-21 年全球旅游总人次（亿人次）



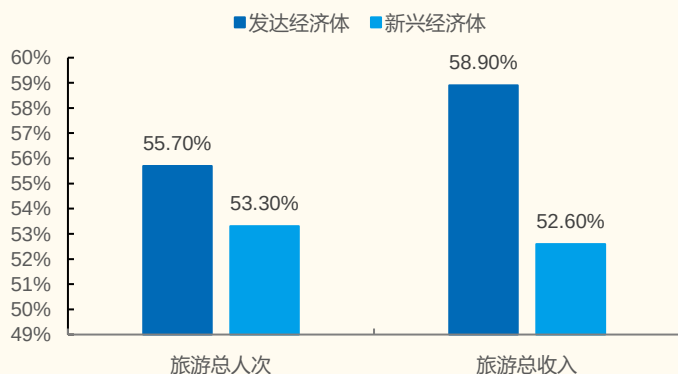
来源：WTCF《世界旅游经济趋势报告（2022）》，国金证券研究所

图表 27：2019-21 年全球旅游总收入（万亿美元）



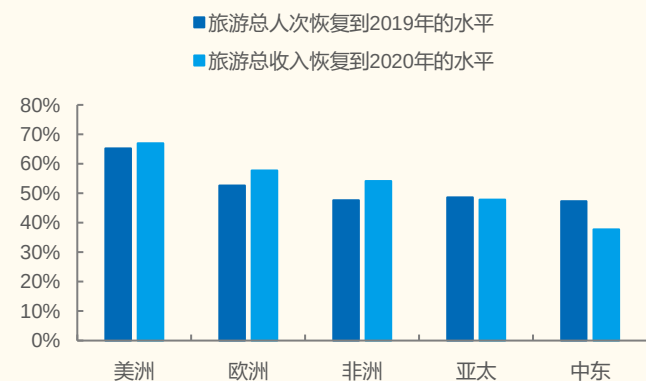
来源：WTCF《世界旅游经济趋势报告（2022）》，国金证券研究所

图表 28：2021 年发达/新兴经济体旅游总人次及总收入恢复至 2019 年的比例（%）



来源：WTCF《世界旅游经济趋势报告（2022）》，国金证券研究所

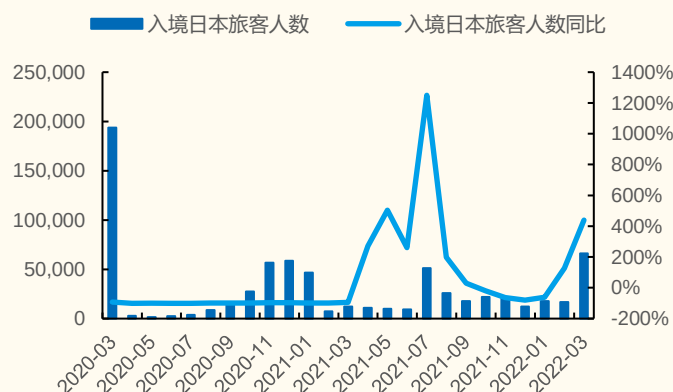
图表 29：2021 年不同地区旅游总人次及总收入恢复至 2019 年的比例（%）



来源：WTCF《世界旅游经济趋势报告（2022）》，国金证券研究所

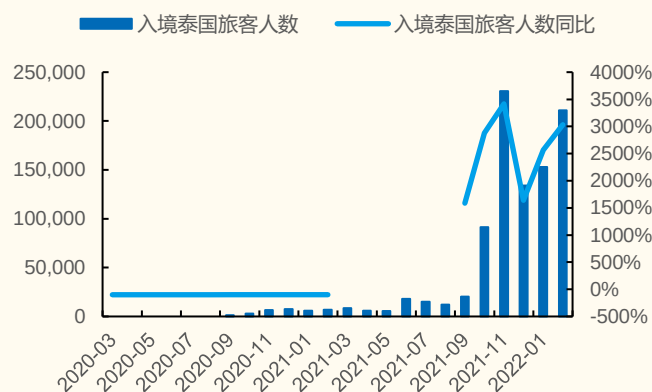
多国重新开放边境，旅游业常态化趋势已现。22 年以来日本、泰国、新加坡等多个国家重新开放边境，积极促进跨境游发展力度。22 年 3 月入境日本游客达到 66100 人、同比提升 438.45%；近日日本表示将试行让已接种疫苗的小型旅行团入境，并计划将进一步放宽边境口岸对策，预计 6 月底将上调每日入境人数上限至 1 万人。22 年以来泰国入境旅游人数快速提升，其中 3 月入境人数达到 21.08 万人、同比+3030%；而随着泰国 5 月 1 日起启动免隔离和核酸证明政策，目前泰国通行证申请通过率已经大幅提升，预计下半年泰国旅游业将进一步复苏。根据旅游网站 Travel Off Path 数据显示，截至 5 月 7 日全球已经有包括英国、挪威、丹麦在内的 46 个国家取消任何关于新冠的旅行限制，预计全球旅游业将逐步向着常态化发展。

图表 30：2020-22 年入境日本旅客人数及同比 (人, %)



来源：日本政府观光局，国金证券研究所

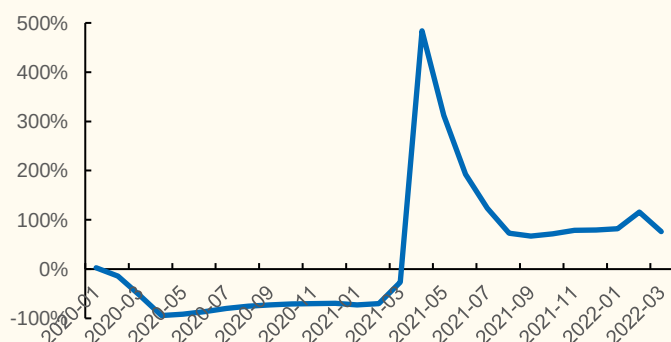
图表 31：2020-22 年入境泰国旅客人数及同比 (人, %)



来源：泰国旅游部，国金证券研究所

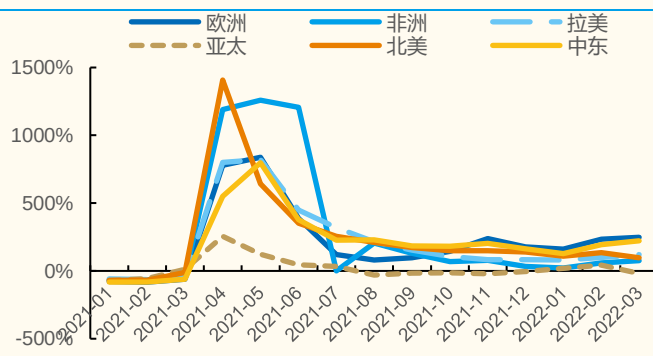
出行需求释放，国际航班增长强劲。21 年以来随着全球大多数地区旅行障碍解除，长期被压制的出行需求激增，据 IATA 月度航运报告，22 年 1-3 月全球国内+国际航班收费客公里（RPK）分别同比提升 82%/116%/76%，呈现稳健恢复态势。国际航班在出境管控放松后大幅提升，22 年 3 月全球国际航线总 RPK 同比提升 285.3%，其中欧洲、中东、拉美、北美地区国际航班 RPK 分别同比提升 425.4%、245.8%、239.9%、227.8%增幅居前，而亚太地区主要由于中国出入境政策尚未放开，同比增幅仅为 197.1%。国内航线方面，3 月巴西、美国、日本境内 RPK 同比增长 99.1%、70.3%、47.0%，而中国在疫情多点频发影响下，境内航线 RPK 同比下滑 59.1%。

图表 32：全球总收费客公里（RPK）当月同比 (%)



来源：IATA，国金证券研究所

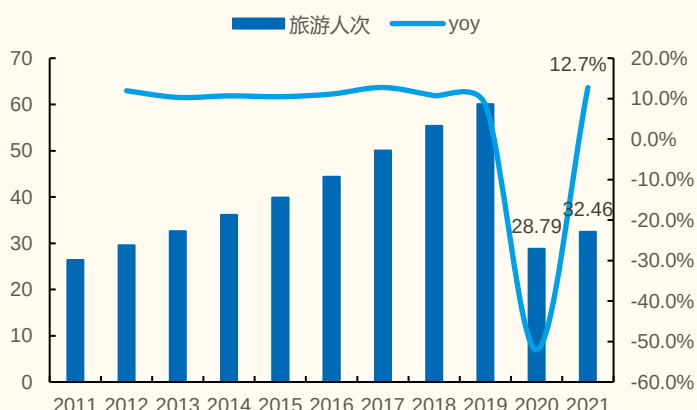
图表 33：各地区收费客公里（RPK）当月同比 (%)



来源：IATA，国金证券研究所

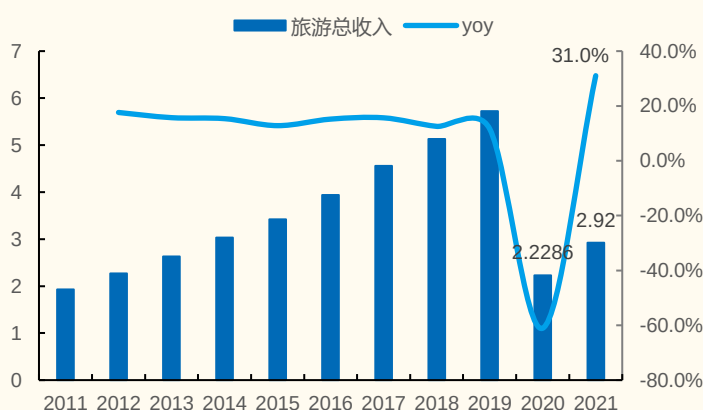
随着疫情管控显效，国内旅游业总人次与总收入增速有望迅速反弹。据国家文旅部统计，在 20 年疫情爆发前，国内旅游总人次呈现稳定增长，11-19 年 CAGR 为 10.8%，21 年规模达到 32.46 亿，同比增长 12.7%；国内旅游总收入 11-19 年 CAGR 为 14.6%，21 年规模达到 2.92 万亿元，同比增长 31%。预计随着疫情得到控制，国内出行将恢复疫情前稳定增长态势。

图表 34: 11-21 年中国国内旅游总人次 (亿人次, %)



来源: 文旅部, 国金证券研究所

图表 35: 11-21 年中国国内旅游总收入 (万亿元, %)



来源: 文旅部, 国金证券研究所

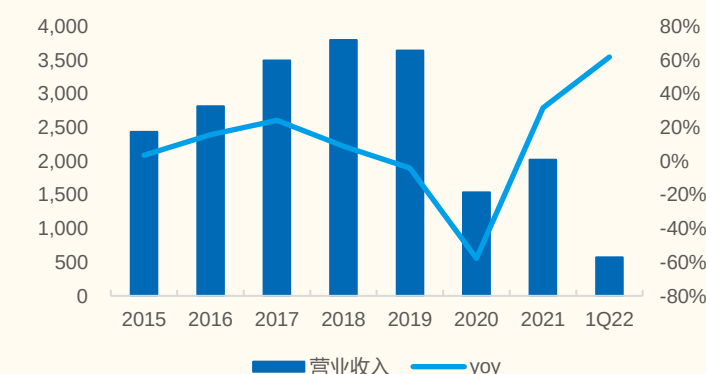
2.2、箱包龙头双重受益, 重点推荐新秀丽

从历史数据来看, 旅行箱包销售与全球出行人次、出行收入呈现显著正相关性。我们认为, 从全球箱包龙头新秀丽将直接受益于海外、国内先后两轮出行复苏。

21 年海外出行修复, 公司业绩大幅反弹。2012-17 年, 随着全球出行人次逐步增加, 公司收入、净利均呈稳定增长态势, CAGR 分别为 15%/18%。2018-19 年公司受到中美贸易摩擦、加征关税等影响业绩有所波动; 2020 年开始的新冠疫情的影响, 导致全球出行量大幅度减少, 线下占比较高的新秀丽受到了极大的影响。2021 年受益于疫苗接种、出行市场恢复等, 公司业绩大幅反弹, 21 全年实现收入 20.21 亿美元 (+32%), 其中 Q1-4 公司亚太以外地区呈现明显的逐季复苏态势, 但较 19 年仍有 44% 缺口; 利润端扭亏为盈至 900 万美元。

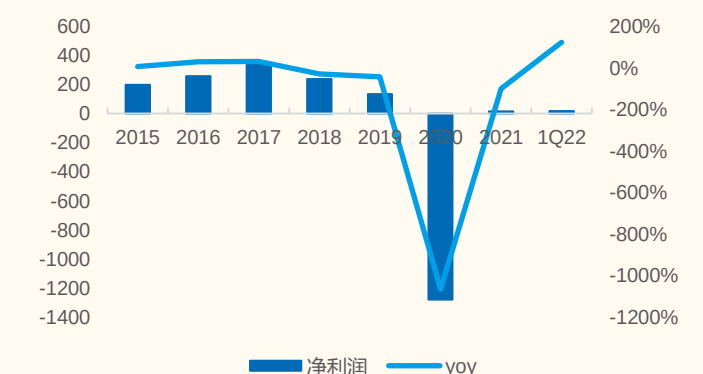
1Q22 随着出行政策的进一步放开, 公司业绩进一步修复。收入端, 同比提升 61.7% 至 6.74 亿美元, 较 19 年 Q1 仍有 31% 缺口, 降幅维持, 环比 4Q21 有 14%。4 月份公司的收入同比 19 年的降幅已收窄至 22% 的水平。分地区来看, 主要受到亚太市场拖累。北美/欧洲对比 1Q19 降幅收窄至 21.6% 和 21.5%, 拉美实现 28.7% 增长, 而亚洲下滑 38.6%, 主要受疫情封控影响。品类方面, 出行类产品占比同比大幅提升 12pct 至 61%, 反映出出行市场继续复苏。

图表 36: 新秀丽营业收入及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 新秀丽净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

22 全年来看, 我们认为公司压制因素解除、短期催化明确。收入端主要包括: 1) 海外出行市场的进一步回升。边境放开的趋势由欧美进一步向亚太扩散, 日本计划试行让接种疫苗小型旅行团入境、以及进一步放宽边境口岸政策; 越南 5 月 1 日启动免隔离和核酸证明后申请率大幅提升。2) 中国市场疫后触底反弹。3) 即将进入销售旺季, 预计加速修复。公司 2-4 季度为销售旺季 (主要

受 3、4 季度的暑假出行、礼品需求及 2 季度经销商前置采购带动)，1Q22 公司在疫情之下经营情况仍然取得了超预期的表现，Q2 开始预计销售规模将进一步提升。

利润端：1) 关税优化。美国关税最惠国清单在 22 年有望得到更新，解决公司一直以来的关税问题；同时在国内的产业链也在向东南亚转移。对利润影响幅度可能为：美国销售*中国出口比例*(25%-10%)即约 0.69 亿左右。2) 人民币贬值同样利好成本改善。公司以美元本币结算，由于公司仍有约 45%货品从中国采购，人民币贬值将利好公司成本节约。3) 高端品牌 TUMI 整体渗透率较低，21 年 TUMI 的在北美销售同比增长约 90.6%，若占比提升将持续带动公司利润率提升。

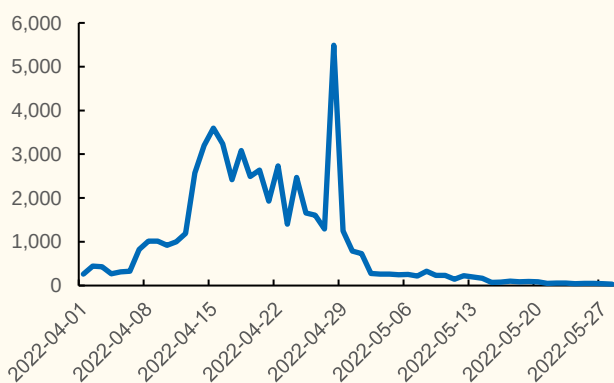
3、投资主线三：国内消费拐点将至，看好运动服饰龙头底部反弹

3.1、业绩端：疫情缓和叠加政策刺激，线上线下消费拐点将至

■ 线下：解封逐步推进、多地派发消费券

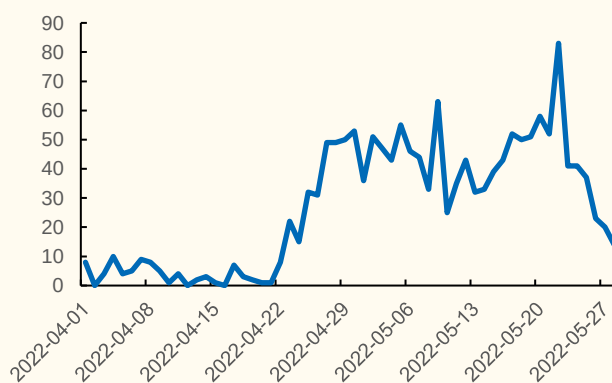
上海、北京疫情感染人数逐步受控。从北京、上海新冠疫情确诊人数来看，5 月 28 日上海单日新冠确诊人数 32 人，单日确诊人数较月初下降 697 人、降幅达到 96%，且近半个月单日确诊人数维持在双位数。5 月 28 日北京单日新冠确诊人数 14 人、单日确诊人数较月初下降 22 人、降幅达到 61%，上海、北京疫情感染人数在严控下均出现明显下降。

图表 38：上海新冠疫情确诊病例当日新增（例）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：北京新冠疫情确诊病例当日新增（例）



来源：Wind，国金证券研究所

复工复产有序开展，利好线下客流恢复。5 月 29 日，上海市人民政府印发《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，有序推进复工复产复市，大力促进消费加快恢复，其中包括以节庆活动为契机推出主题购物节活动、支持大型企业/电商平台等发放消费优惠券、并加大对健身场馆、文创旅游项目等的扶持。除此之外，22 年以来广东、四川、重庆等多个省市地区陆续向居民派发消费券以刺激当地消费；预计随着解封逐步推进、复工复产有序开展，叠加政府系列刺激经济举措，线下客流有望得到快速恢复。服饰品牌整体较依赖于线下场景，叠加夏季到来消费者的户外运动、出行增加，以运动服饰、箱包为首的服饰行业零售有望迎来拐点。

图表 40：部分城市发放消费券政策梳理

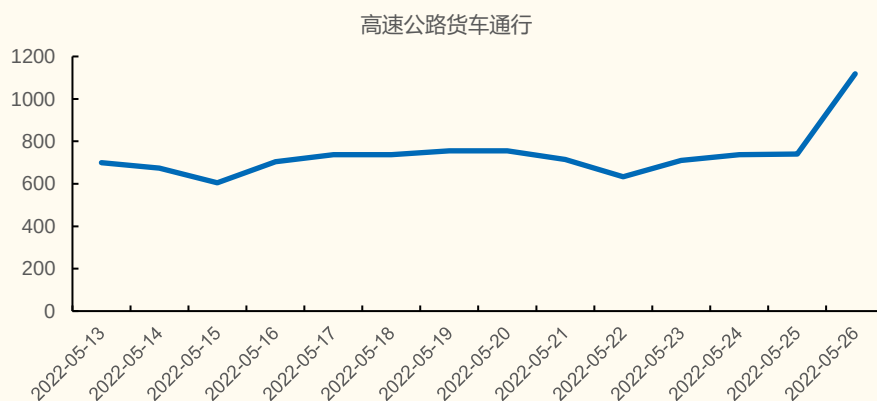
地区	发布时间	政策概要
四川省	2022.1	1 月起，四川省各地将在新春期间发放 1170 余万元文旅消费券，推出 301 个景区门票减免、100 家酒店系列优惠、部分航线机票优惠等一系列文旅惠民举措，以保障旅游恢复。
深圳市	2022.3	在大型电商平台设立“深圳专区”，组织消费电子、服装服饰、黄金珠宝、眼镜钟表、家装家居、食品饮料等领域重点企业入驻，安排 5 亿元资金发放消费券，推动以数字人民币红包形式发放，带动形成消费热点。
广东省	2022.4	广东省政府发布文件鼓励各地发放消费券、惠民券，用于零售、餐饮、文旅、住宿、体育领域消费，活跃消费市场。
成都市	2022.5	举办“数字生活消费节”，开展线上促消费活动，鼓励传统商贸零售和餐饮企业加快转型升级，创新线上线下融合经营模式。将联合区（市）县政府、金融机构、商贸平台企业，分两批次发放约 6 亿元的“成都 520”消费券，鼓励零售、餐饮中小微企业和个体工商户参与让利促销。
重庆市	2022.5	爱尚重庆·潮享渝北千万惠民消费券大放送”活动，先后分四波共派送超千万元的消费券，涵盖 5 大主题节会，数十场商业促销，全区各大商场、购物中心、特色街区积极参与，联动文化、旅游、金融各类行业资源

来源：各城市官方发布公众号，国金证券研究所

■ 线上：物流恢复+618 大促活动，服饰、家纺销售有望受益

物流恢复边际改善，为线上大促提供保障。5 月 8 日上海邮政管理局发布上海邮政快递业第一批复工复产白名单，包括顺丰、圆通、中通在内的多家物流公司陆续投入运营，以保障上海地区物资运输通畅。据 5 月 19 日上海疫情防控发布会，近日上海港集装箱单日吞吐量已达 11.9 万标准箱，恢复至正常的 9 成，经由高速公路省界道口进出上海的货运车辆单日达 7.8 万辆、恢复至常态的 2/3。从全国范围来看，根据交通运输部，近一周（5/20-5/26）高速公路货车通行达到 5408.63 万辆、较上周（5/13-5/19）提升 10.12%，其中最新披露的 5.26 高速公路货车通行达到 1118 万辆、环比提升 51%。上海地区及全国的物流运输边际改善为即将到来的 618 大促带来充分保障。

图表 41：近两周全国每日高速公路货车通行情况（万辆）



来源：交通运输部，国金证券研究所

大促热度持续升级，运动服饰有望延续去年亮眼表现。回顾 21 年 618 电商大促，京东平台上运动国货品牌成交额同比增长超 100%，天猫平台运动户外品类成交增速领先。今年运动、户外板块热度持续升级，截至 6 月 8 日运动鞋服累计销售额达到 41.17 亿元、较去年同期增长 30%，其中运动服饰板块实现销售额 12.71 亿元、同比增长 41%，运动鞋实现销售额 28.46 亿元、同比增长 25%。国产品牌中安踏销售额同比高增 140%，其次 361°、迪桑特销售额分别同比增长 59%、51%；海外品牌较去年有所回暖，其中耐克销售额同比高增 166%。“露营潮”带动户外板块大促期间（截至 6 月 8 日）实现销售额 11.35 亿元、同比高增 60%，其中迪卡侬、牧高笛以及安踏体育旗下的始祖鸟和可隆均有靓丽表现。

图表 42: 运动鞋服行业重点品牌 618 销售情况

运动鞋服行业重点品牌 618 销售情况一览 (截至 2022 年 6 月 8 日)										
公司名称	品牌名称	2022 销售额 (万元)	2021 销售额 (万元)	YOY	2022 销售量 (万件)	2021 销售量 (万件)	YOY	2022 年平均 单价 (元)	2021 年平均 单价 (元)	YOY
安踏体育	安踏	45,666	19,034	140%	192.95	81.91	136%	237	232	2%
	FILA	39,864	33,016	21%	85.25	58.61	45%	468	563	-17%
	迪桑特	5,882	3,895	51%	7.97	5.31	50%	738	734	1%
李宁	李宁	34,211	26,676	28%	191.74	140.39	37%	178	190	-6%
特步国际	特步	12,067	8,418	43%	78.68	56.50	39%	153	149	3%
361°	361°	6,672	4,196	59%	49.59	29.71	67%	135	141	-5%
海外品牌	耐克	54,818	20,595	166%	171.34	48.14	256%	320	428	-25%
	阿迪达斯	49,546	37,343	33%	164.52	98.82	66%	301	378	-20%
	安德玛	12,217	18,602	-34%	40.36	51.25	-21%	303	363	-17%
	Puma	10,709	3,731	187%	36.63	13.26	176%	292	281	4%
	亚瑟士	9,122	8,387	9%	20.28	15.80	28%	450	531	-15%
	斯凯奇	9,591	13,270	-28%	38.26	41.78	-8%	251	318	-21%
	Lululemon	4,457	3,090	44%	7.78	5.22	49%	573	592	-3%
	迪卡侬	2,666	189	1313%	26.97	1.35	1902%	99	140	-29%

来源: 魔镜市场情报, 国金证券研究所

图表 43: 户外行业重点品牌 618 销售情况

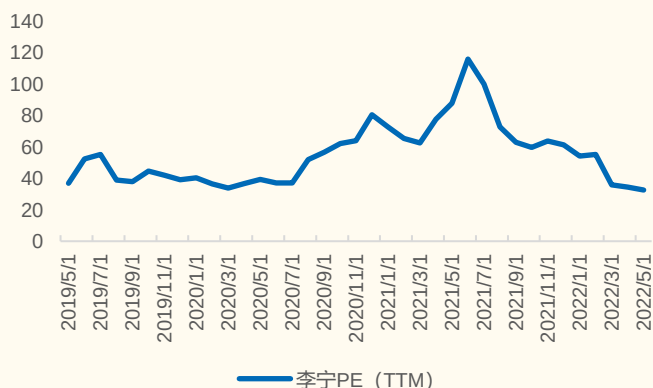
户外行业重点品牌销售情况一览 (截至 2022 年 6 月 8 日)										
公司名称	品牌名称	2022 预售额 (万元)	2021 预售额 (万元)	YOY	2022 预售量 (万件)	2021 预售量 (万件)	YOY	2022 年平均 单价 (元)	2021 年平均 单价 (元)	YOY
牧高笛	牧高笛	1,456	523	178%	5.49	2.17	153%	265	242	10%
-	迪卡侬	1,544	53	2816%	9.56	0.15	6084%	161	342	-53%
安踏体育	可隆	1,420	1,004	41%	1.86	1.44	30%	762	699	9%
	始祖鸟	2,553	1,615	58%	1.95	1.52	28%	1307	1061	23%
VF	北面	4,754	3,933	21%	12.41	9.39	32%	383	419	-9%
	Timberland	1,317	1,472	-11%	2.69	2.49	8%	490	591	-17%
蕉下控股	蕉下	9,860	3,059	222%	34.49	12.52	176%	286	244	17%
-	ohsunny	2,399	668	259%	9.55	2.80	241%	251	238	5%
-	蕉内	1,967	202	872%	7.77	0.88	779%	253	229	11%

来源: 魔镜市场情报, 国金证券研究所

3.2、估值端: 外部因素扰动下底部明确

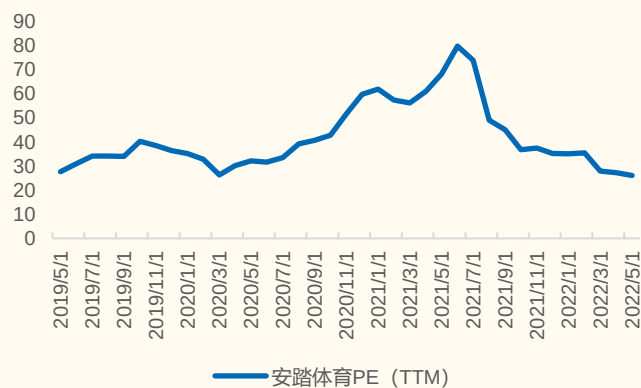
从运动服饰龙头当前估值来看, 疫情对二季度经营的影响、21 年新疆棉事件高基数的影响等均已充分反映, 叠加挪威基金因新疆棉事件卖出、美国海关扣留新疆棉产品等扰动因素, 李宁等公司 PE 已低于新疆棉前及 2020 年疫情期间水平。后续随着疫情防控显效、消费预期趋向乐观, 预计公司估值将显著回升。

图表 44: 李宁 PE (TTM)



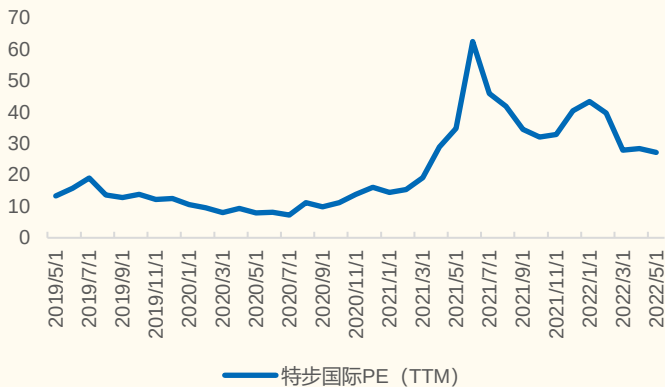
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 安踏体育 PE (TTM)



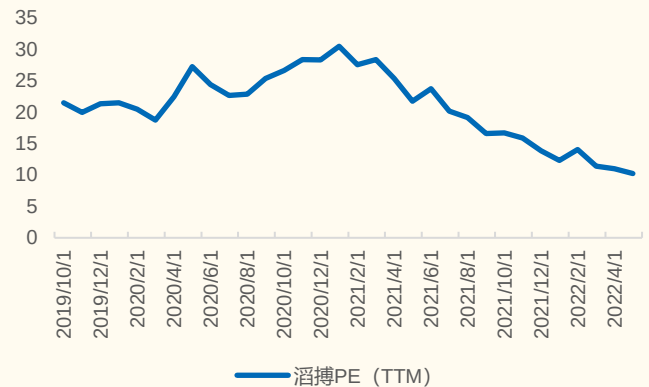
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 特步国际 PE (TTM)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 滔搏 PE (TTM)



来源: Wind, 国金证券研究所

4、投资建议

品牌服饰端建议关注品牌势能领先、疫后预计率先复苏,当前估值处于历史低位的**李宁**,业绩逐季提升、显著受益于海外出行恢复的**新秀丽**,以及运营壁垒深厚、估值极具性价比的**滔搏**。纺织制造端建议关注客户优势显著、后续产能扩张计划明确的**华利集团**,以及棉袜业务增长稳健、无缝客户显著优化的**健盛集团**。

图表 48: 重点公司盈利预测与估值

	营收增速			归母净利增速			EPS			PE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
李宁	20.11%	21.10%	21.51%	21.24%	24.26%	23.01%	1.86	2.31	2.84	29.90	24.06	19.56
新秀丽	43.90%	24.21%	-	1130.77%	42.61%	-	0.82	1.17	-	17.54	12.29	-
滔搏	6.06%	11.50%	9.63%	9.66%	14.47%	13.98%	0.433	0.495	0.564	12.70	11.11	9.75
华利集团	20.56%	22.01%	20.63%	27.28%	25.04%	21.51%	3.02	3.77	4.59	24.70	19.79	16.25
健盛集团	22.27%	16.98%	16.00%	78.38%	26.05%	28.98%	0.76	0.96	1.23	16.27	12.90	10.01

来源: Wind, 国金证券研究所 (除新秀丽采用 Wind 一致预测值外,其他重点公司采用国金预测,对应股价为 2022 年 6 月 10 日收盘价)

5、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。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402