

信义山证 汇通天下

证券研究报告

纺织服装

年报一季报总结及前瞻

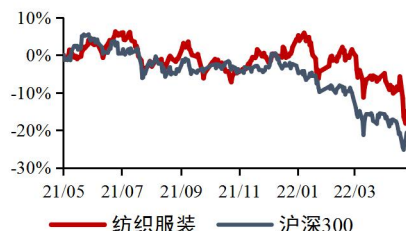
同步大市-A(首次)

疫情影响终端零售，关注低估值制造 & 优选品牌服饰企业

2022 年 5 月 4 日

行业研究/行业分析

纺织服装板块近一年市场表现



相关报告:

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

投资要点:

➢ **社零数据: 服装、珠宝等可选消费 3 月受疫情影响明显:** 2022 年一季度, 国内实现社会消费品零售总额 10.87 万亿元, 同比+3.3%。其中, 3 月社会消费品零售总额 3.42 万亿元, 同比-3.5%, 受国内疫情多点散发影响, 3 月消费市场整体规模同比下降, 增速低于预期。分品类看, 基本生活类商品在高基数下保持平稳增长, 部分受到疫情封控带来的囤货效应影响。可选消费类当月增速多呈现下降, 主要受到高基数+疫情影响, 其中 3 月服装类/金银珠宝类同比分别-12.7%/-17.9%, 此外金价波动也带来一定负面影响。

➢ **纺织制造: 收入端持续增长、毛利率提升推高净利润。** 纺织制造板块自 20 年疫情以来, 迅速恢复、并在 21 年全年持续表现较优。21Q1-22Q1 实现营收同比+24%、+27%、+27%、14%、14%维持了 5 个季度的较快正增长; 利润端来看, 21Q1-22Q1 实现扣非净利润同比增长 113%、62%、92%、24%、47%, 主要是收入的持续增长、毛利率提升带来盈利水平的大幅提升; 21Q4、22Q1 以来, 东南亚纺织制造产业陆续复工, 国内制造业收入略有放缓, 考虑到短期人民币贬值背景下, 短期提升国内企业纺织的出口竞争力。

➢ **男装: 营收变化与服装行业整体类似, 销售费用相对稳定。** 男装板块收入在 21Q1 高增长之后连续增速放缓, 22Q1 与 21Q4 营收同比下降均为 2.6%; 净利润端, 扣非净利润 21Q4 和 22Q1 分别下降 4%和 10%。毛利率 22Q1 有大幅提升至 49%, 中期来看, 男装毛利率存在季度波动, 但总体保持上升趋势。22Q1 存货周转天数同比增长 28 天至 236 天, 但较 20 年疫情期间存货周转效率有明显提升。

➢ **女装: Q1 同比小幅下滑, 费用上升拖累净利润。** 自 21 年下半年由于天气灾害、疫情多点散发、暖冬等因素影响, 中高端女装终端销售受到明显影响, 21Q2/Q3/Q4 连续三个季度增速持续放缓; 22Q1 终端销售环比有所改善, 营收增速为-4%; 22Q1 毛利率、净利润均环比改善并提升至 64%和 5%; 女装行业竞争激烈, 销售费用整体呈现上升趋势, 22Q1 达 43%。在加强库存管理、供应链反应能力的背景下, 21 年女装公司库存压力相较于 20 年有明显好转。22Q1 存货及应收账款周转天数同比分别上升 13 天、下降 1.8 天, 经营活动现金流量净额同比下降 11%, 最终扣非净利同比-54%。

➢ **休闲: Q1 营收增速降幅收窄, 毛利率与存货周转天数均小幅上升。** 休闲服饰板块来看, 营收趋势与女装类似, 21Q4 同比增速降至-7%; 同时, 由于线下客流影响较大, 各品牌打折促销以及加大消化库存, 毛利率和净利润率分别降至 41%和 5%; 存货周转天数下降 7 天至 235 天。在收入下滑、毛

利率下降背景下，休闲板块 21Q4 扣非净利下降 68%。22Q1 来看，由于 1-2 月终端销售表现良好，环比季度营收有所恢复，但由于 3 月开始，一线城市深圳、上海等受疫情影响，整体 22Q1 营收降幅-5%；毛利率为 48%同比基本持平，环比提升；存货周转天数同比上升 18 天至 251 天。

➤ **家纺：22Q1 收入端增速继续放缓，存货周转天数下降。**21 年家纺行业分季度收入增速逐季放缓，至 22Q1 同比增长 3%，收入端相较于前述女装、休闲、男装等子板块表现更优。从扣非净利润来看，21Q4 同比增速-31%后，22Q1 降幅收窄至-19%。21 年二季度毛利率达到 47%的高点之后，目前降至 22Q1 的 43%，毛利率的下降也反应了行业竞争激烈、公司加大促销、处理存货，21Q4、22Q1 家纺板块存货周转天数同比下降 20 天和 8 天至 159 天、193 天。

➤ **珠宝：收入保持持续较快增长、毛利率波动影响净利润。**珠宝消费在 20Q4 开始迎来反弹，前期被疫情影响的婚庆需求和日常消费需求持续释放，近 5 个季度均维持了较快增长，21Q1-22Q1 营收增长分别为 17%、25%、13%、18%和 14%，从毛利率来看，珠宝公司毛利率具有一定的季节性，从同比数据来看，21Q1-22Q1 重点公司毛利率分别-0.2pct、-3.24pct、-2.59pct、+2.9pct、-1.65pct 至 14.95%、14.88%、12.49%、24.78%和 13.30%。珠宝公司加强库存管理、营收保持良好增长的背景下，存货周转天数持续下降，21Q1-22Q1 存货周转天数分别为 260、239、226、231 和 214 天。

➤ **行业策略与投资建议：（一）纺织制造行业：人民币贬值提升出口竞争力，关注低估值优质制造企业。**由于东南亚疫情对于当地纺织制造企业开工率有所影响，21 年订单回流至国内的趋势较为明显。国内纺织服装出口在 21 年 7 月开始持续回升，在 20 年防疫物资出口的高基础背景下仍实现较快增长，22 年 3 月同比增长达 17%。随着东南亚疫情的逐步可控及复工，纺织产业长期向东南亚转移的趋势不变，但短期来看，人民币贬值利出口企业的国际竞争力，国内棉纺织景气度处于良好水平。（二）**品牌服饰：整体受疫情较为明显，自下而上优先品牌公司。**2022 年以来，1-2 月品牌服装销售较去年 Q4 有所好转，但受 3 月疫情影响，尤其是一线城市深圳、上海等均受到不同程度的影响，SW 纺织服装下跌-19.23%，落后于沪深 300 的-18.71%。其中 SW 服装家纺-20.09%，纺织制造下跌 16.39%。目前纺织制造、服装家纺、珠宝首饰 PE（TTM，整体法，剔除负值）分别约 17 倍、20 倍、12 倍，相较于 2019 年以来的行业平均 PE 的溢价率分别为-11%、-12%、和-41%。

（三）**投资建议：**疫情对于线下客流、物流等存在明显影响，未来，随着疫情进一步可控、物流、客流量的逐步恢复，可选消费有望迎来反弹。我们建议关注：（1）优选赛道和品牌力向上的公司、建议关注安踏体育、李宁、波司登、报喜鸟、周大生；（2）人民币贬值提升纺织制造企业竞争力，关注盈

利稳定、订单充裕的纺织制造公司，健盛集团、百隆东方、鲁泰 A。

➤ **风险提示：**（1）疫情或有反复，将对于线下消费产生影响、物流对发货的影响、以及对于品牌的线下门店拓展有影响；（2）行业库存加大将同时影响收入和盈利能力；（3）消费线上化趋势持续改变市场格局；（4）人民币贬值趋势发生改变，影响纺织企业出口竞争力；（5）原材料价格上升带来毛利率波动的影响。

目录

1. 服装、珠宝等可选消费 3 月受疫情影响明显.....	7
2. 纺织服装：22Q1 男装、女装、休闲收入降幅收窄、家纺、珠宝收入维持正增长.....	8
2.1 纺织制造：收入端持续增长、毛利率上升提高盈利能力.....	8
2.2 男装：营收变化与服装行业整体类似，销售费用相对稳定.....	10
2.3 女装：受疫情影响 Q1 同比小幅下滑，费用上升拖累净利润.....	11
2.4 休闲：Q1 营收增速降幅收窄，毛利率与存货周转天数均小幅上升.....	13
2.5 家纺：22Q1 收入端增速继续放缓，存货周转天数下降.....	15
2.6 珠宝：收入保持持续较快增长、毛利率波动影响净利润.....	16
3. 行业策略及投资建议.....	18
3.1 纺织制造行业：人民币贬值提升出口竞争力，关注低估值优质制造企业.....	18
3.2 品牌服饰：整体受疫情较为明显，自下而上优先品牌公司.....	19
4. 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 国内社会消费品零售增速.....	8
图 2： 网上商品服务零售&线下实物商品零售增速.....	8
图 3： 纺织制造公司季度营收.....	8
图 4： 纺织制造公司季度扣非净利.....	8
图 5： 纺织制造公司利润率情况.....	9
图 6： 纺织制造公司费用率情况.....	9
图 7： 纺织制造公司经营活动现金流.....	9
图 8： 纺织制造公司存货及应收账款周转.....	9
图 9： 男装公司季度营收.....	10

图 10: 男装公司季度扣非净利.....	10
图 11: 男装公司利润率情况.....	10
图 12: 男装公司费用率情况.....	10
图 13: 男装公司经营活动现金流.....	11
图 14: 男装公司存货及应收账款周转.....	11
图 15: 女装公司季度营收.....	12
图 16: 女装公司季度扣非净利.....	12
图 17: 女装公司利润率情况.....	12
图 18: 女装公司费用率情况.....	12
图 19: 女装公司经营活动现金流.....	12
图 20: 女装公司存货及应收账款周转.....	12
图 21: 休闲公司季度营收.....	13
图 22: 休闲公司季度扣非净利.....	13
图 23: 休闲公司利润率情况.....	14
图 24: 休闲公司费用率情况.....	14
图 25: 休闲公司经营活动现金流.....	14
图 26: 休闲公司存货及应收账款周转.....	14
图 27: 家纺公司季度营收.....	15
图 28: 家纺公司季度扣非净利.....	15
图 29: 家纺公司利润率情况.....	15
图 30: 家纺公司费用率情况.....	15
图 31: 家纺公司经营活动现金流.....	16
图 32: 家纺公司存货及应收账款周转.....	16

图 33: 珠宝公司季度营收.....	17
图 34: 珠宝公司季度扣非净利.....	17
图 35: 珠宝公司利润率情况.....	17
图 36: 珠宝公司费用率情况.....	17
图 37: 珠宝公司经营活动现金流.....	17
图 38: 珠宝公司存货及应收账款周转.....	17
图 39: 国内纺织服装出口金额及其增长.....	18
图 40: 人民币对美元汇率变化.....	18
图 41: 2022 年 1 至 4 月申万一级行业行情表现.....	19
图 42: SW 纺织、服装、珠宝首饰估值变化.....	19
表 1: 近 1 年社会消费品零售数据增速.....	7
表 2: 重点纺织制造公司 22 Q1 主要财务指标情况 (亿元, %)	9
表 3: 重点男装公司 22 Q1 主要财务指标情况 (亿元, %)	11
表 4: 重点女装公司 22 Q1 主要财务指标情况 (亿元, %)	13
表 5: 重点休闲公司 22 Q1 主要财务指标情况 (亿元, %)	14
表 6: 重点家纺公司 22 Q1 主要财务指标情况 (亿元, %)	16
表 7: 重点珠宝公司 22 Q1 主要财务指标情况 (亿元, %)	18

1. 服装、珠宝等可选消费 3 月受疫情影响明显

2022 年一季度，国内实现社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比+3.3%；其中，除汽车以外的消费品零售额 9.79 万亿元/+3.6%。扣除价格因素，一季度社会消费品零售总额同比实际增长 1.3%。

3 月，社会消费品零售总额 3.42 万亿元，同比-3.5%，受国内疫情多点散发影响，3 月消费市场整体规模同比下降，增速低于预期。

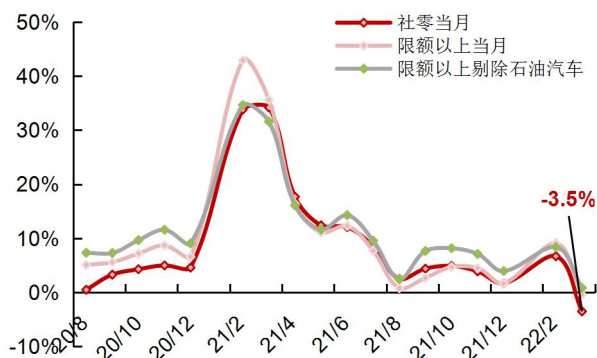
分品类看，基本生活类商品在高基数下保持平稳增长，部分受到疫情封控带来的囤货效应影响。可选消费类商品当月增速多呈现下降，主要受到高基数+疫情影响，其中 3 月服装类/金银珠宝类同比分别 -12.7%/-17.9%，此外金价波动也带来一定负面影响。

表 1：近 1 年社会消费品零售数据增速

3 月社会消费品零售数据												
时间	21 年 3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	22 年 1~2 月	3 月
社零累计	10.5	13.8	17.4	21.2	24.7	28.1	31.8	35.9	40.0	44.1	7.4	10.9
累计增速	33.9%	29.6%	25.7%	23.0%	20.7%	18.1%	16.4%	14.9%	13.7%	12.5%	6.7%	3.3%
当月增速	34.2%	17.7%	12.4%	12.1%	8.5%	2.5%	4.4%	4.9%	3.9%	1.7%	6.7%	-3.5%
限额以上当月	35.6%	16.4%	11.1%	12.3%	7.7%	0.8%	2.7%	4.7%	4.5%	1.7%	9.1%	-0.4%
剔除石油汽车	31.6%	16.1%	11.6%	14.3%	9.6%	2.5%	7.7%	8.2%	7.1%	4.0%	8.4%	0.9%
网上实物商品	18.5%	15.7%	9.7%	14.6%	11.0%	5.1%	10.1%	10.3%	4.9%	1.4%	12.3%	2.9%
线下实物商品	34.6%	15.0%	11.5%	9.3%	7.4%	2.1%	2.9%	3.3%	4.5%	3.4%	4.7%	-3.9%
粮油食品	8.3%	6.5%	10.6%	15.6%	11.3%	9.5%	9.2%	9.9%	14.8%	11.3%	7.9%	12.5%
日用品类	30.7%	17.2%	13.0%	14.0%	13.1%	-0.2%	0.5%	3.5%	8.6%	18.8%	10.7%	-0.8%
烟酒类	47.4%	26.2%	15.6%	18.2%	15.1%	14.4%	16.0%	14.3%	13.3%	7.0%	13.6%	7.2%
饮料类	33.3%	22.3%	19.0%	29.1%	20.8%	11.8%	10.1%	8.8%	15.5%	12.6%	11.4%	12.6%
化妆品类	42.5%	17.8%	14.6%	13.5%	2.8%	0.0%	3.9%	7.2%	8.2%	2.5%	7.0%	-6.3%
金银珠宝类	83.2%	48.3%	31.5%	26.0%	14.3%	7.4%	20.1%	12.6%	5.7%	-0.2%	19.5%	-17.9%
纺织服装鞋帽	69.1%	31.2%	12.3%	12.8%	7.5%	-6.0%	-4.8%	-3.3%	-0.5%	-2.3%	4.8%	-12.7%
家电音像器材	38.9%	6.1%	3.1%	8.9%	8.2%	-5.0%	6.6%	9.5%	6.6%	-6.0%	12.7%	-4.3%

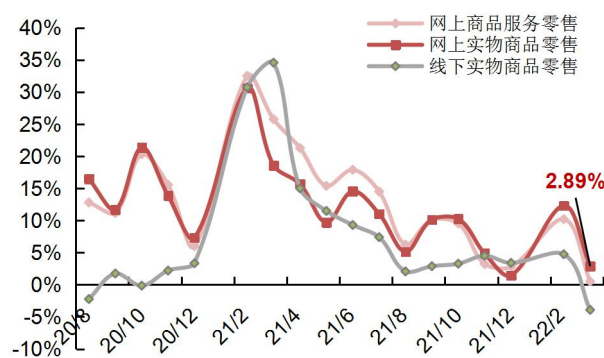
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 1：国内社会消费品零售增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 2：网上商品服务零售&线下实物商品零售增速



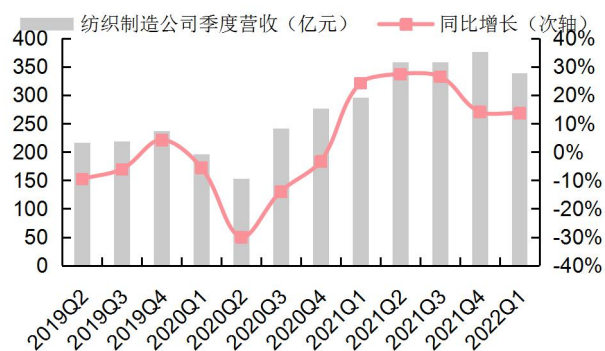
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

2. 纺织服装：22Q1 男装、女装、休闲收入降幅收窄、家纺、珠宝收入维持正增长

2.1 纺织制造：收入端持续增长、毛利率上升提高盈利能力

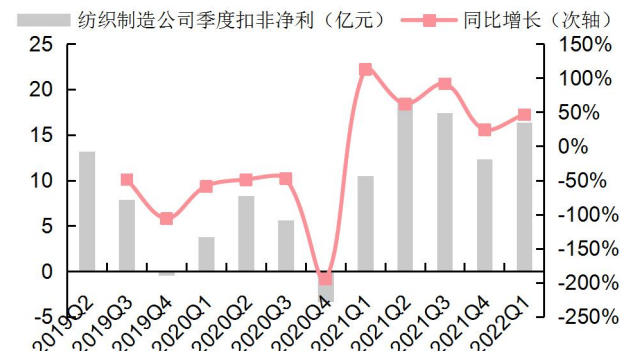
纺织制造板块自 20 年疫情以来，迅速恢复、并在 21 年全年持续表现较优。21Q1-22Q1 实现营收同比 +24%、+27%、+27%、14%、14% 维持了 5 个季度的较快正增长；利润端来看 21Q1-22Q1 实现扣非净利润同比增长 113%、62%、92%、24%、47%，主要是收入的持续增长、毛利率提升带来盈利水平的大幅提升；21Q4、22Q1 以来，东南亚纺织制造产业陆续复工，国内制造业收入略有放缓，考虑到短期人民币贬值背景下，有利于提升国内企业纺织的出口竞争力。

图 3：纺织制造公司季度营收



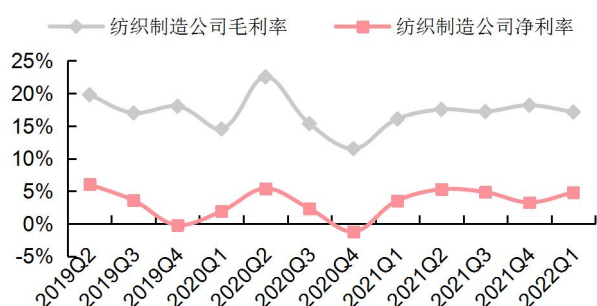
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：纺织制造公司季度扣非净利



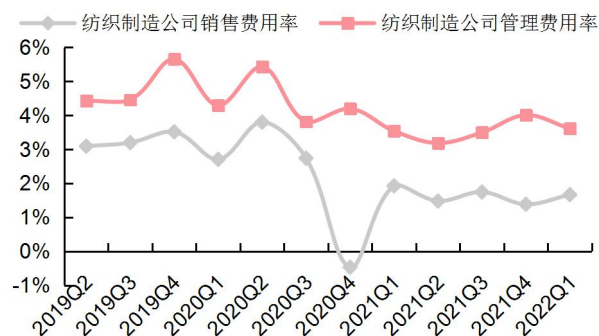
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：纺织制造公司利润率情况



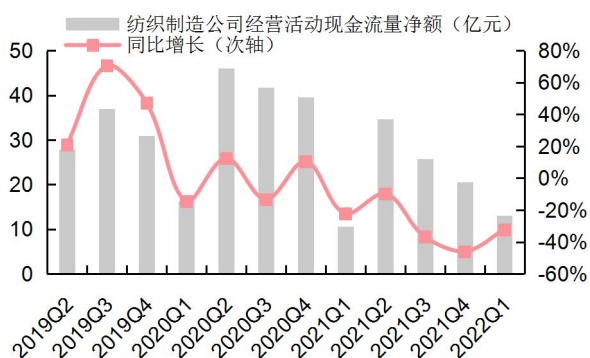
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：纺织制造公司费用率情况



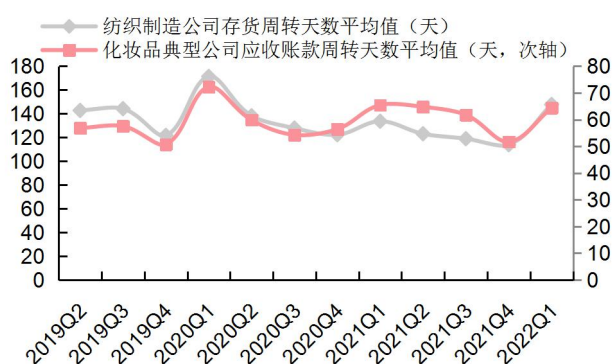
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：纺织制造公司经营活动现金流



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：纺织制造公司存货及应收账款周转



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：重点纺织制造公司 22Q1 主要财务指标情况（亿元，%）

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
鲁泰 A	15.80	59.0%	1.59	785.9%	-0.16	56.6%	24.4%	6.4pct	8.7%	7.1pct
百隆东方	19.75	5.4%	3.45	55.8%	3.15	-19.1%	26.1%	8.2pct	17.0%	5.5pct
华利集团	41.24	11.4%	6.48	10.2%	3.77	-11.5%	25.6%	-3.7pct	15.5%	-0.2pct
健盛集团	5.32	28.5%	0.82	40.7%	0.74	130.5%	28.1%	1.5pct	12.5%	1.1pct
伟星股份	7.23	33.6%	0.65	40.7%	-0.70	14.1%	37.9%	1.4pct	8.7%	0.4pct

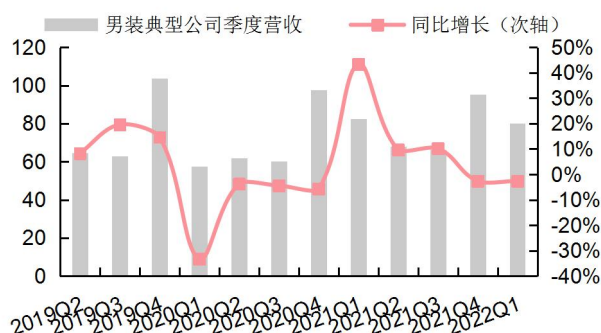
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 男装：营收变化与服装行业整体类似，销售费用相对稳定

男装板块收入变化与女装、休闲较为类似，在 21Q1 高增长之后连续增速放缓，22Q1 与 21Q4 营收同比下降均为 2.6%，净利润端，扣非净利润 21Q4 和 22Q1 分别下降 4%和 10%。

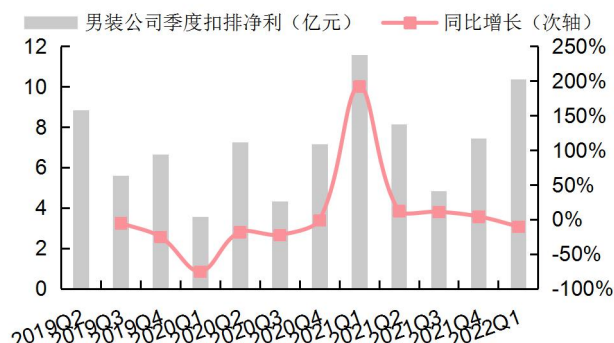
男装板块毛利率在 22Q1 有明显回升，由去年四季度的 42%上升至 49%，男装毛利率存在季度波动，但总体保持上升趋势。22Q1 存货周转天数同比增长 28 天至 236 天，但较 20 年疫情期间存货周转效率有明显提升。

图 9：男装公司季度营收



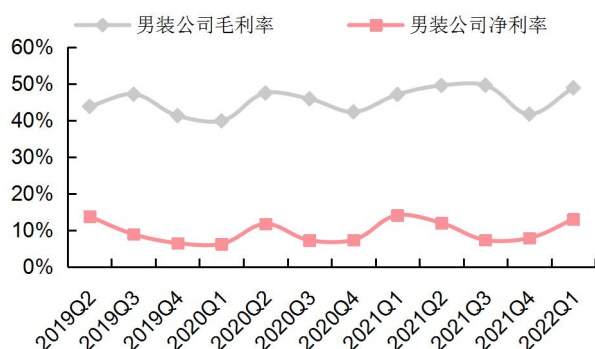
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：男装公司季度扣非净利



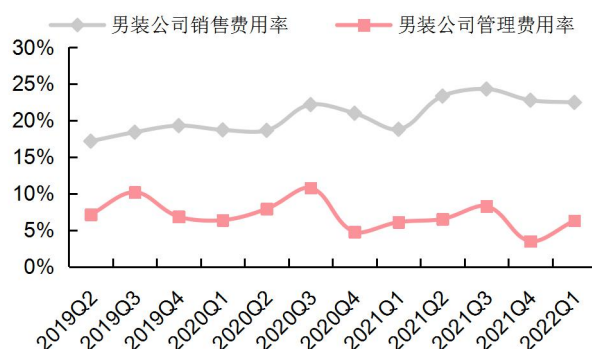
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：男装公司利润率情况



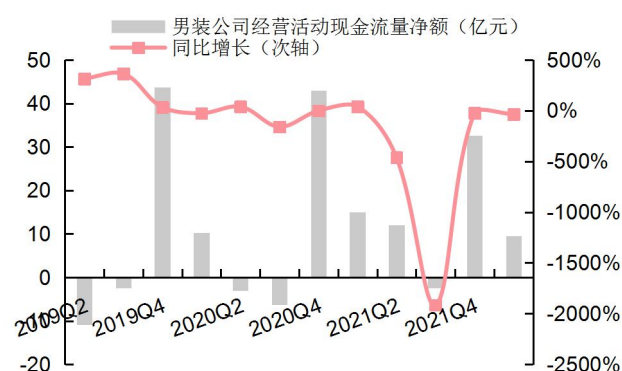
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：男装公司费用率情况



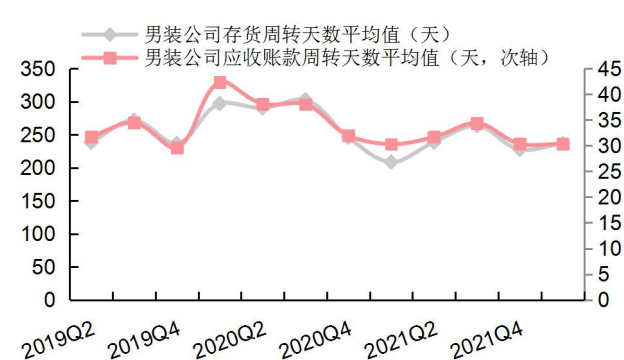
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：男装公司经营活动现金流



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：男装公司存货及应收账款周转



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 3：重点男装公司 22Q1 主要财务指标情况（亿元，%）

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
七匹狼	8.85	-5.2%	0.45	-32.5%	0.86	-38.8%	36.7%	-1.6pct	4.5%	-1.8pct
九牧王	7.66	-5.6%	-0.57	-3.0%	0.54	-62.6%	61.9%	1.5pct	13.8%	0.4pct
报喜鸟	11.57	16.3%	2.06	7.2%	-0.93	-558.7%	65.7%	-1.4pct	14.4%	-1.2pct
海澜之家	52.12	-5.1%	7.23	-12.9%	9.09	-24.3%	45.3%	2.4pct	13.9%	-1.2pct

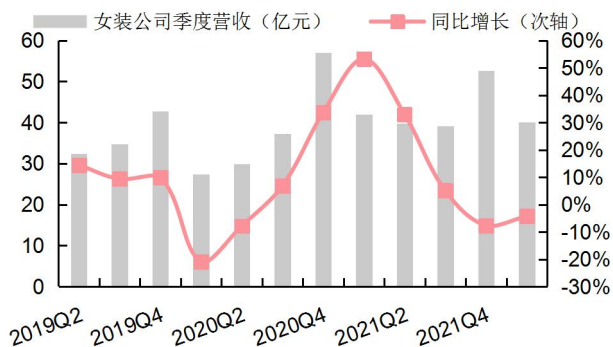
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3 女装：受疫情影响 Q1 同比小幅下滑，费用上升拖累净利润

自 21 年下半年由于天气灾害、疫情多点散发、暖冬等因素影响，中高端女装终端销售受到明显影响，21Q2/Q3/Q4 连续三个季度增速持续放缓；22Q1 终端销售环比有所改善，22Q1 女装营收增速为-4%；毛利率与净利润率趋势与营收端变化较为相关，22Q1 毛利率、净利润均环比改善并提升至 64%和 5%；女装行业竞争激烈，销售费用整体呈现上升趋势，22Q1 达 43%。

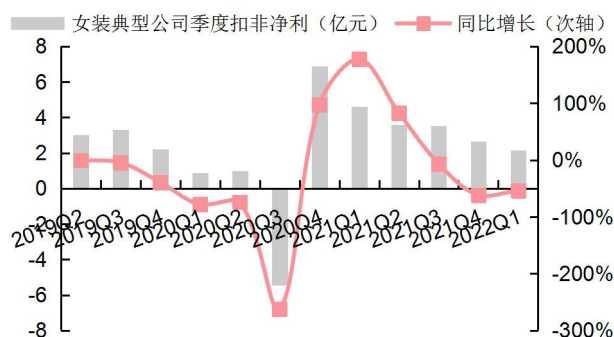
在加强库存管理、供应链反应能力的背景下，21 年女装公司库存压力相较于 20 年有明显好转。22Q1 存货及应收账款周转天数同比分别上升 13 天、下降 1.8 天，经营活动现金流量净额同比下降 11%，最终扣非净利同比-54%。

图 15：女装公司季度营收



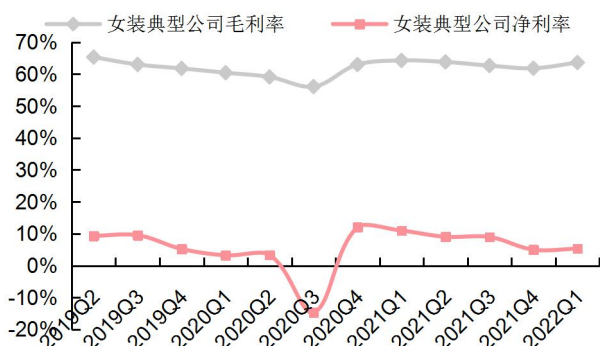
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：女装公司季度扣非净利



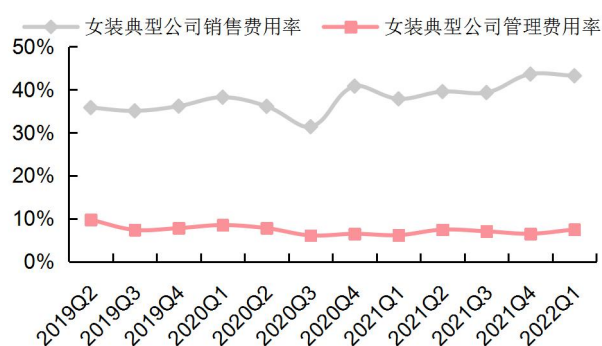
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：女装公司利润率情况



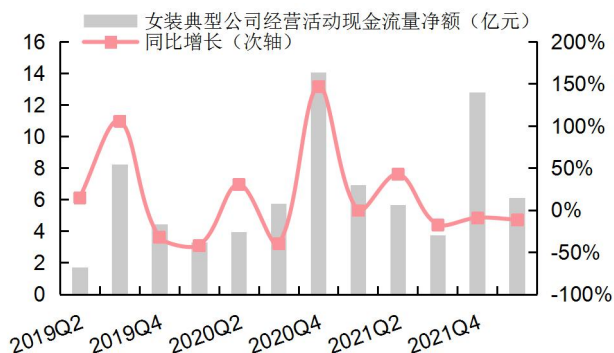
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：女装公司费用率情况



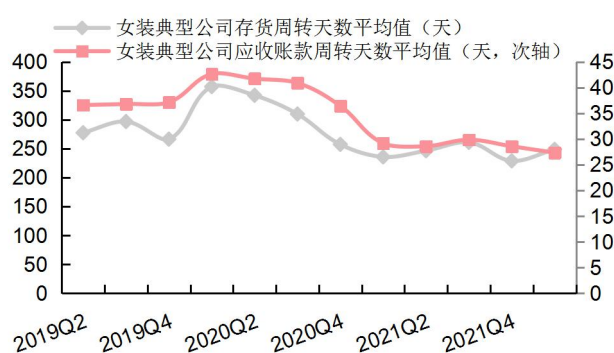
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：女装公司经营活动现金流



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：女装公司存货及应收账款周转



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：重点女装公司 22Q1 主要财务指标情况（亿元，%）

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
日播时尚	2.42	10.0%	0.08	-60.7%	0.11	-71.1%	58.3%	-5.1pct	2.5%	-4.4pct
安正时尚	5.76	-29.9%	0.21	-75.8%	1.50	365.0%	51.8%	-1.7pct	3.0%	-5.7pct
朗姿股份	8.94	0.3%	-0.02	-102.4%	0.76	-57.5%	58.3%	4.8pct	-0.1%	-3.9pct
锦泓集团	10.80	0.7%	0.41	-53.0%	2.22	36.8%	69.1%	-1.4pct	3.8%	-4.4pct
歌力思	6.28	17.2%	0.47	-45.0%	0.70	-30.0%	62.3%	-7.2pct	7.8%	-8.9pct
地素时尚	5.97	-9.1%	1.50	-38.1%	0.84	-53.6%	76.7%	-1.7pct	16.8%	-7.9pct

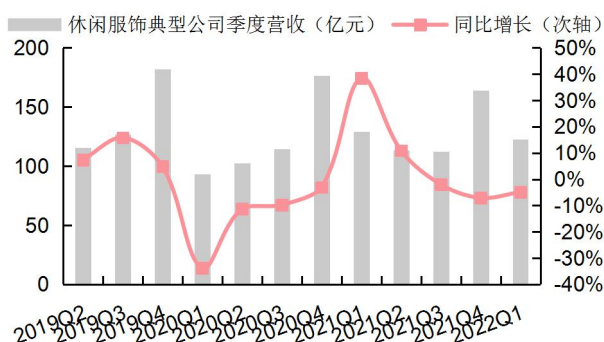
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.4 休闲：Q1 营收增速降幅收窄，毛利率与存货周转天数均小幅上升

休闲服饰板块来看，营收趋势与女装类似，去年四个季度增速逐步放缓、21Q4 同比增速降至-7%；同时，由于线下客流影响较大，各品牌打折促销以及加大消化库存，毛利率和净利润率分别降至 41%和 5%；存货周转天数下降 7 天至 235 天。在收入下滑、毛利率下降背景下，休闲板块 21Q4 扣非净利下降 68%。

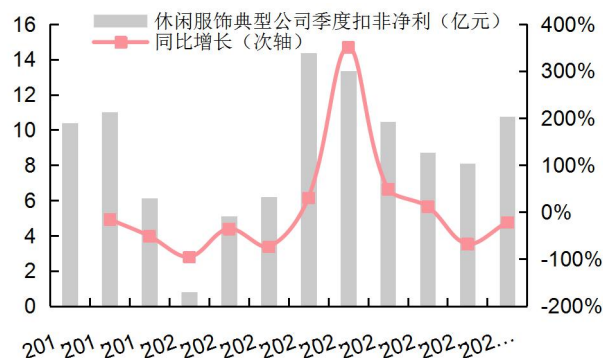
22Q1 来看，由于 1-2 月终端销售表现良好，环比季度营收有所恢复，但由于 3 月开始，一线城市深圳、上海等受疫情影响，整体 22Q1 营收降幅-5%；毛利率为 48%同比基本持平，环比提升；存货周转天数同比上升 18 天至 251 天。

图 21：休闲公司季度营收



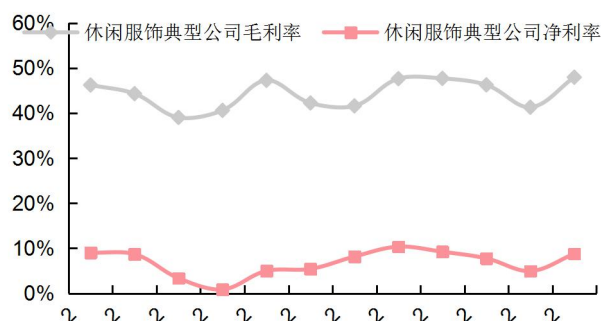
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：休闲公司季度扣非净利



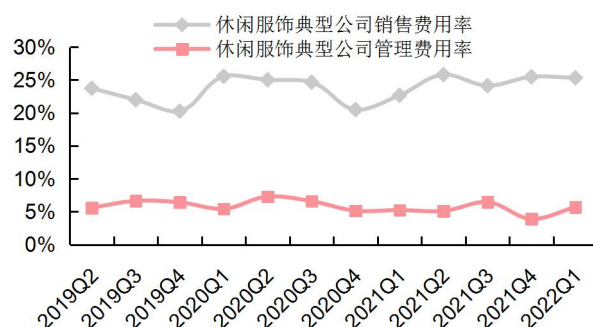
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：休闲公司利润率情况



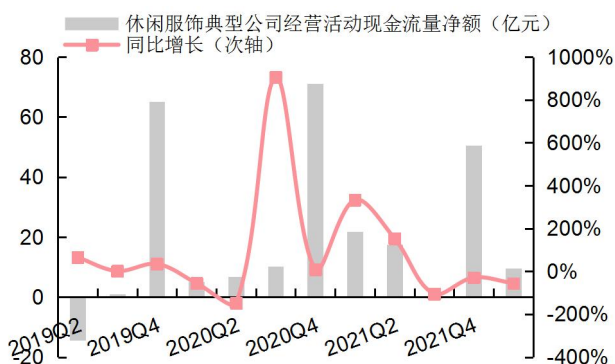
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：休闲公司费用率情况



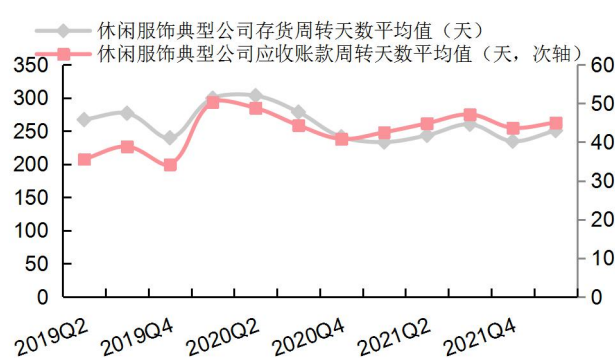
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：休闲公司经营活动现金流



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：休闲公司存货及应收账款周转



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 5：重点休闲公司 22Q1 主要财务指标情况（亿元，%）

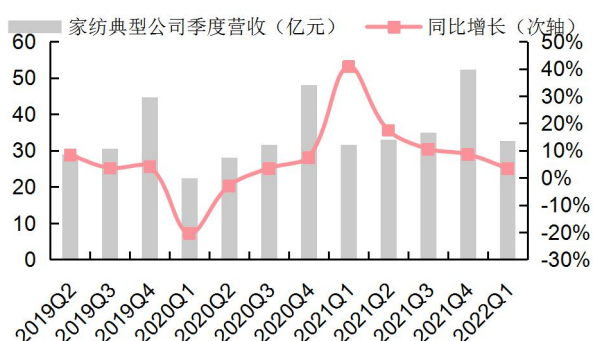
公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
美邦服饰	4.70	-41.1%	-1.55	11.2%	-1.82	-414.3%	34.7%	-10.3pct	-31.9%	-10.7pct
森马服饰	33.09	0.0%	2.09	-45.0%	-0.06	-100.8%	42.7%	-1.3pct	5.6%	-4.6pct
海澜之家	52.12	-5.1%	7.23	-12.9%	9.09	-24.3%	45.3%	2.4pct	13.9%	-1.2pct
比音勒芬	8.10	30.2%	2.13	38.7%	4.67	27.4%	75.5%	-1.1pct	24.9%	1.5pct
太平鸟	24.64	-7.7%	1.90	-40.2%	-2.28	-16.0%	54.2%	-1.7pct	4.6%	-2.5pct

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.5 家纺：22Q1 收入端增速继续放缓，存货周转天数下降

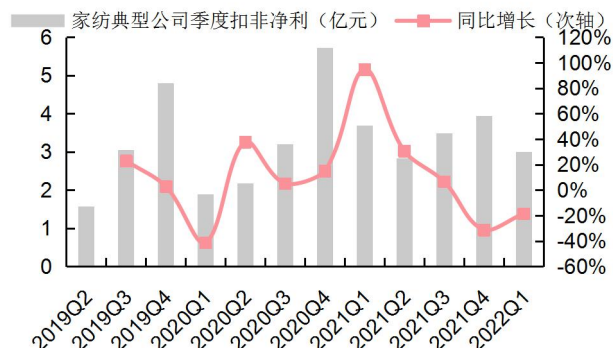
21 年家纺行业分季度收入增速逐季放缓，至 22Q1 同比增长 3%，收入端相较于前述女装、休闲、男装等子板块表现更优。从扣非净利润来看，21Q4 同比增速-31%后，22Q1 降幅收窄至-19%。21 年二季度毛利率达到 47%的高点之后，目前降至 22Q1 的 43%，毛利率的下降也反应了行业竞争激烈、公司加大促销、处理存货，21Q4、22Q1 家纺板块存货周转天数同比下降 20 天和 8 天至 159 天、193 天。

图 27：家纺公司季度营收



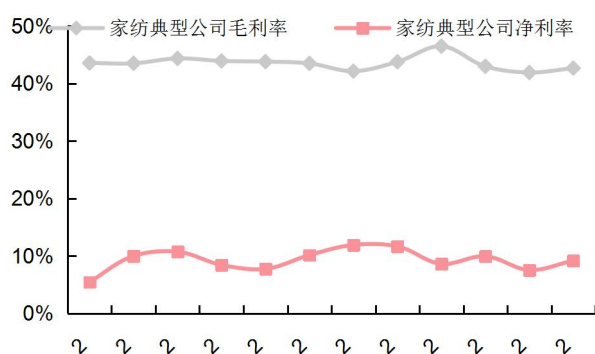
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 28：家纺公司季度扣非净利



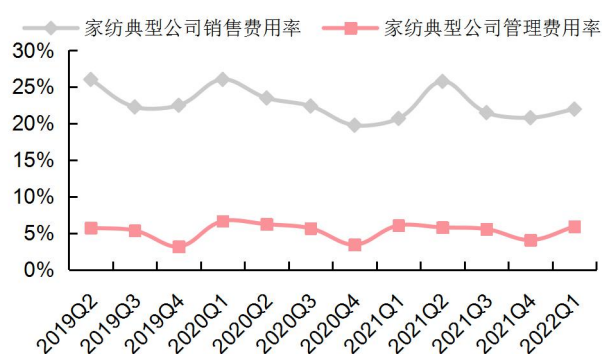
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：家纺公司利润率情况



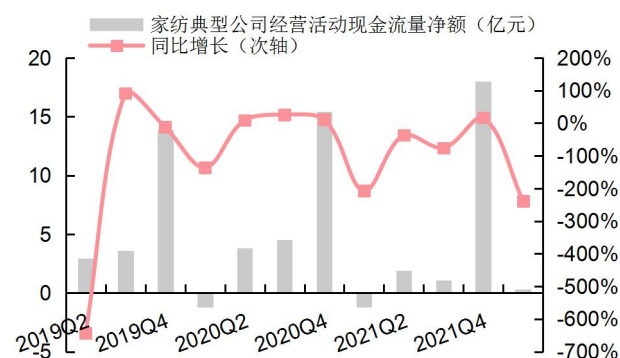
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：家纺公司费用率情况



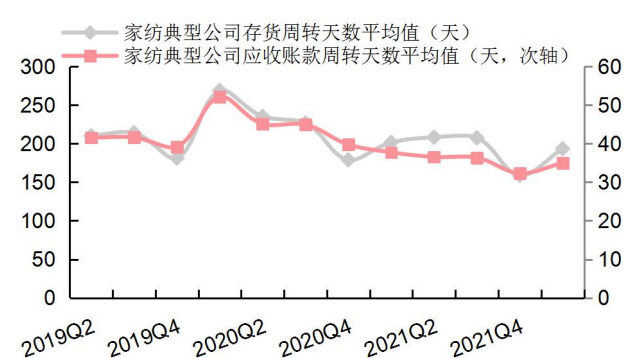
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：家纺公司经营活动现金流



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 32：家纺公司存货及应收账款周转



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 6：重点家纺公司 22Q1 主要财务指标情况（亿元，%）

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
罗莱生活	12.86	-2.5%	1.59	-17.7%	0.20	34.6%	41.8%	-0.6pct	11.1%	-2.1pct
富安娜	6.71	6.8%	1.05	6.3%	0.28	751.2%	53.1%	-4pct	14.7%	-0.1pct
梦洁股份	5.14	2.2%	-0.09	-122.3%	0.55	221.8%	38.3%	-1.8pct	-1.4%	-7.7pct
水星家纺	8.06	12.3%	0.85	-6.2%	-0.72	24.1%	38.1%	0.9pct	8.3%	-1.6pct

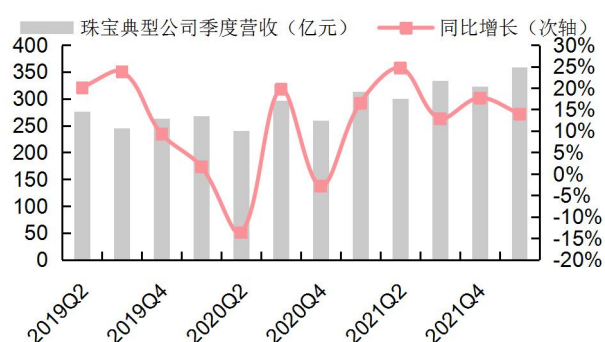
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.6 珠宝：收入保持持续较快增长、毛利率波动影响净利润

珠宝消费在 20Q4 开始迎来反弹，前期被疫情影响的婚庆需求持续释放，近 5 个季度均维持了较快增长，21Q1-22Q1 营收增长分别为 17%、25%、13%、18%和 14%，从毛利率来看，珠宝公司毛利率具有一定的季节性，从同比数据来看，21Q1-22Q1 重点公司毛利率分别-0.2pct、-3.24pct、-2.59pct、+2.9pct、-1.65pct 至 14.95%、14.88%、12.49%、24.78%和 13.30%。

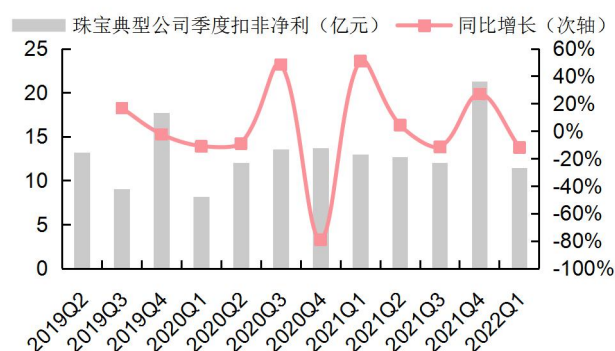
珠宝公司加强库存管理、营收保持良好增长的背景下，存货周转天数持续下降，21Q1-22Q1 存货周转天数分别为 260、239、226、231 和 214 天。

图 33：珠宝公司季度营收



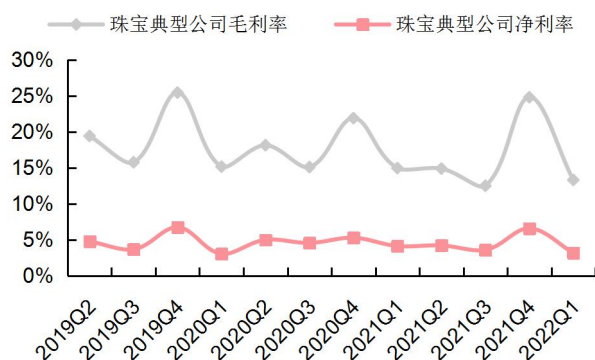
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：珠宝公司季度扣非净利



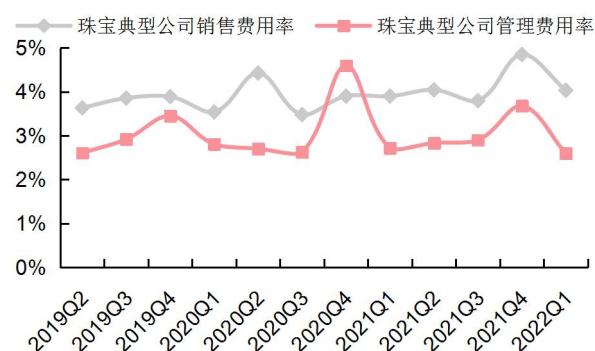
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：珠宝公司利润率情况



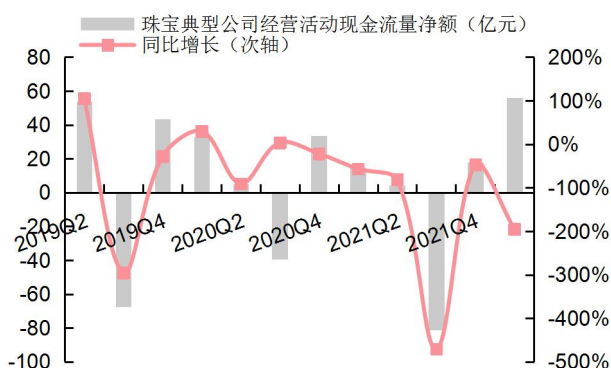
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 36：珠宝公司费用率情况



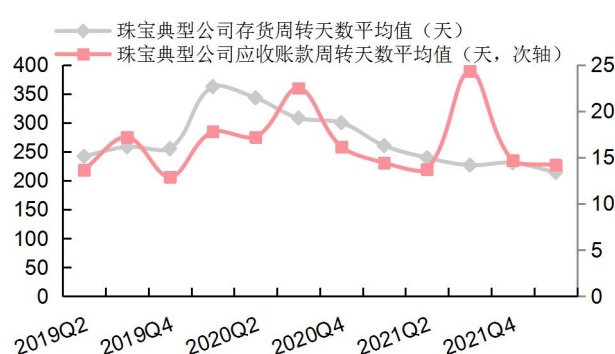
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 37：珠宝公司经营活动现金流



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 38：珠宝公司存货及应收账款周转



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 7：重点珠宝公司 22Q1 主要财务指标情况（亿元，%）

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
周大生	27.54	138.1%	2.90	26.3%	6.64	267.2%	20.2%	-20.2pct	10.2%	-9.1pct
老凤祥	184.42	7.2%	4.07	7.5%	61.90	111.0%	7.9%	0.2pct	2.5%	0pct
潮宏基	12.53	11.9%	0.95	-6.6%	2.15	1157.1%	31.3%	-4.7pct	7.5%	-1.5pct
豫园股份	122.38	12.0%	3.34	-47.2%	-16.92	-81.3%	18.4%	-3.6pct	2.2%	-2.5pct
明牌珠宝	11.76	11.3%	0.36	30.9%	2.18	330.2%	10.3%	-1.3pct	2.8%	0.4pct

资料来源：Wind，山西证券研究所

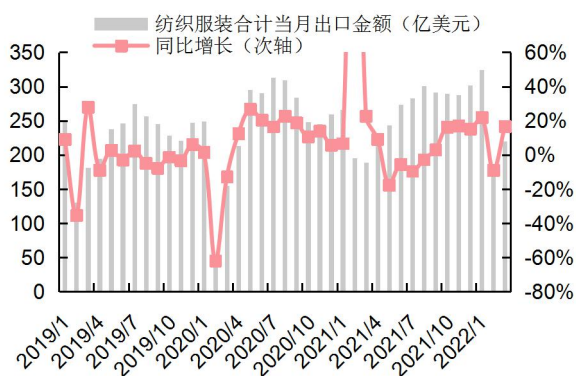
3. 行业策略及投资建议

3.1 纺织制造行业：人民币贬值提升出口竞争力，关注低估值优质制造企业

由于东南亚疫情对于当地纺织制造企业开工率有所影响，21 年订单回流至国内的趋势较为明显。国内纺织服装出口在 21 年 7 月开始持续回升，在 20 年防疫物资出口的高基础背景下仍实现较快增长，22 年 3 月同比增长达 17%。

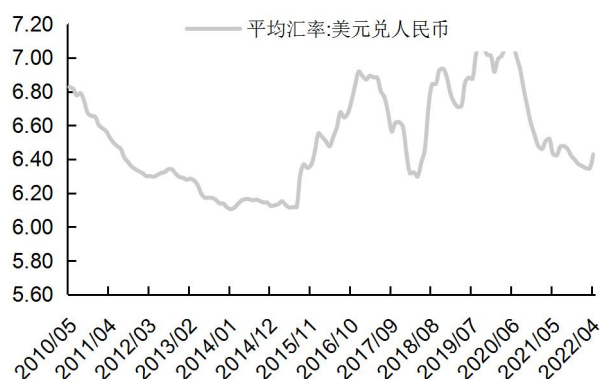
随着东南亚疫情的逐步可控及复工，纺织产业长期向东南亚转移的趋势不变，但短期来看，人民币贬值利出出口企业的国际竞争力，国内棉纺织景气度处于良好水平。

图 39：国内纺织服装出口金额及其增长



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 40：人民币对美元汇率变化

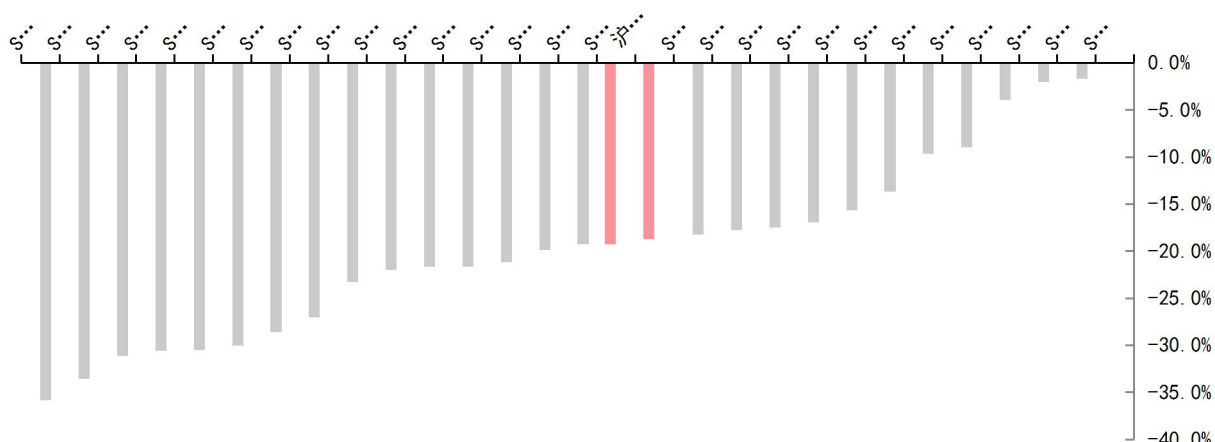


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 品牌服饰：整体受疫情较为明显，自下而上优先品牌公司

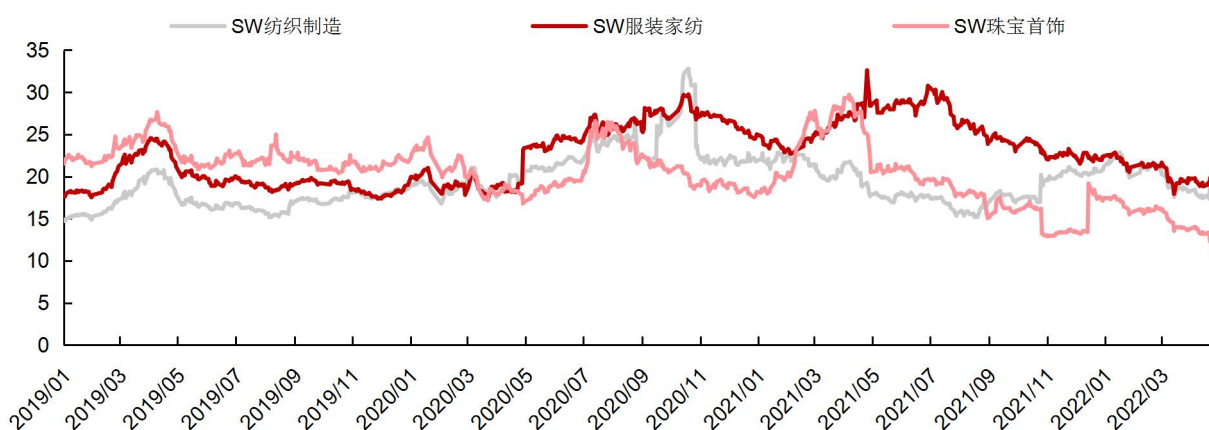
2022 年以来，1-2 月品牌服装销售较去年 Q4 有所好转，但受 3 月疫情影响，尤其是一线城市深圳、上海等均受到不同程度的影响，SW 纺织服装下跌-19.23%，落后于沪深 300 的-18.71%。其中 SW 服装家纺-20.09%，纺织制造下跌 16.39%。目前纺织制造、服装家纺、珠宝首饰 PE（TTM，整体法，剔除负值）分别约 17 倍、20 倍、12 倍，相较于 2019 年以来的行业平均 PE 的溢价分别为-11%、-12%、和-41%。

图 41：2022 年 1 至 4 月申万一级行业行情表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 42：SW 纺织、服装、珠宝首饰估值变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

疫情对于线下客流、物流等存在明显影响，未来，随着疫情进一步可控、物流、客流量的逐步恢复，

可选消费有望迎来反弹。我们建议关注：（1）优选赛道和品牌力向上的公司、建议关注安踏体育、李宁、波司登、报喜鸟、周大生；（2）人民币贬值提升纺织制造企业竞争力，关注盈利稳定、订单充裕的纺织制造公司，百隆东方、鲁泰 A、健盛集团。

4. 风险提示

- 疫情或有反复，将对于线下消费产生影响、物流对发货的影响、以及对于品牌的线下门店拓展有影响；
- 行业库存加大将同时影响收入和盈利能力；
- 消费线上化趋势持续改变市场格局；
- 人民币贬值趋势发生改变，影响纺织企业出口竞争力；
- 原材料价格上升带来毛利率波动的影响。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转交给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

