

纺服底部已现，免税蓄势待发

——2021年报&1Q22业绩总结

分析师：

李敬雷 执业编号：S1130511030026

谢丽媛 执业编号：S1130521120003

联系人：杨欣、李施璇

- 品牌服饰端：21年户外/运动板块领跑，22开年销售承压

21上半年受益于20年同期低基数、以及新疆棉事件催化下国潮元素兴起，服饰板块整体增长强劲；下半年先后受到洪水、暖冬天气以及疫情反复，增速有所放缓。1Q22行业营收合计为282.17亿元（-8.65%），归母净利合计达到14.92亿元（-44.36%），疫情严控政策导致部分城市客流下降、门店销售承压。从细分板块来看，21年在政策支持叠加冬奥会营销推动下，户外、运动板块分别同比增长37%、35%实现领跑，而休闲服饰板块同比下滑29%、相对表现较弱。

- 纺织制造端：业绩稳健增长，龙头韧性凸显

21年纺织制造收入、净利润分别同增17%、60%，表现好于下游，一方面得益于棉价上行利好上游纺织企业，另一方面海外需求回暖趋势下代工制造企业订单饱满。1Q22行业收入同比增长13%、延续稳增长趋势；利润端由于疫情导致部分企业出货放缓、产能受限，增速环比有所放缓。从细分板块来看，受益于棉价上涨原材料及纺织板块收入、净利同比分别增24%、255%；代工制造收入、净利分别同增9%、30%，东南亚疫情导致海外订单回流，龙头制造企业呈现产销两旺。

- 免税板块：疫情影响业绩触底，关注22年利润率提升

21年H2及1Q22免税板块受到疫情压制明显，其中板块龙头中国中免21年净利逆势提升57%、22年一季度同增25.63%。展望22年：离岛免税方面，5月初海南旅游区恢复营业，且公司海口市国际免税城等加快品牌招商及落地，三亚拟引入奢侈品牌；线上一体化平台建设继续加强，有望带动销售回升；同时考虑到公司22年发展着重“向管理要效益”，预计全年利润率提升可期。

- 投资建议

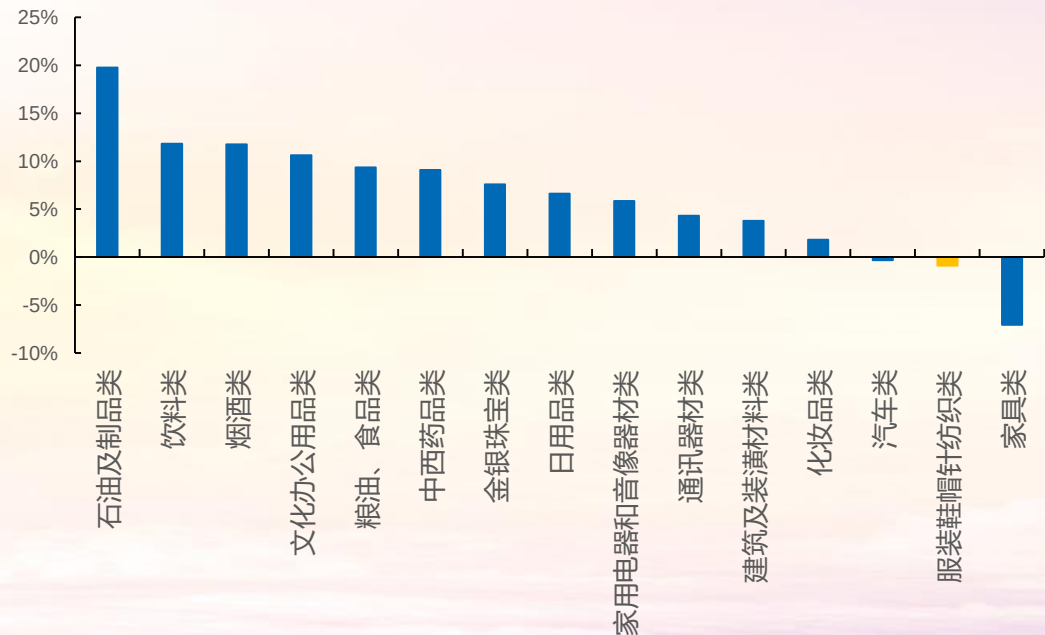
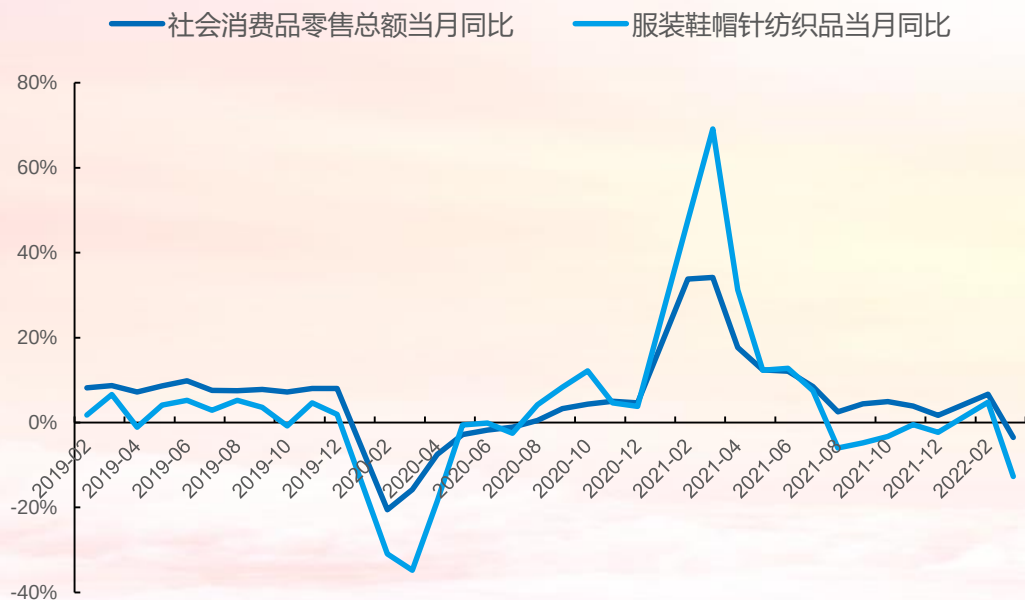
上游端建议关注客户优势显著、且限售解禁股价调整后即将迎来买入时机的龙头华利集团；以及上游需求改善，客户优化的健盛集团，以及份额不断提升，竞争对手受损的背景下相对优势突出的伟星股份。下游端在整体承压背景下，建议关注α领跑，品牌力提升非常显著、当下估值极具性价比的李宁；免税板块建议关注品牌招商加快落地、线上一体化建设不断加强的龙头中国中免。

- 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、提价不及预期风险、免税政策调整风险。

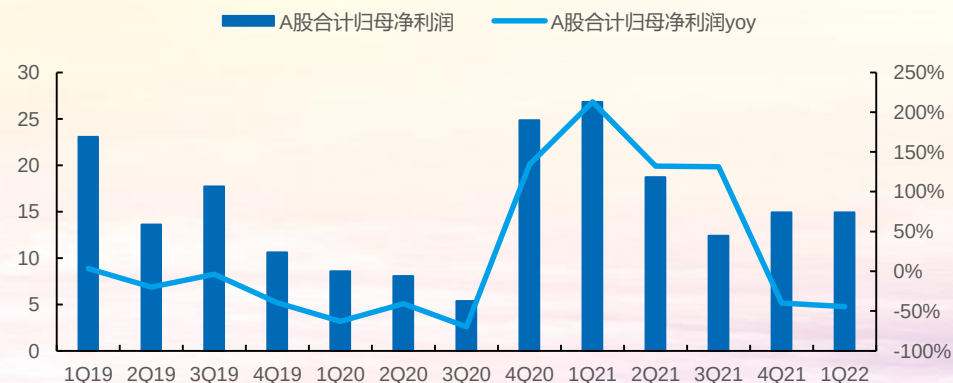
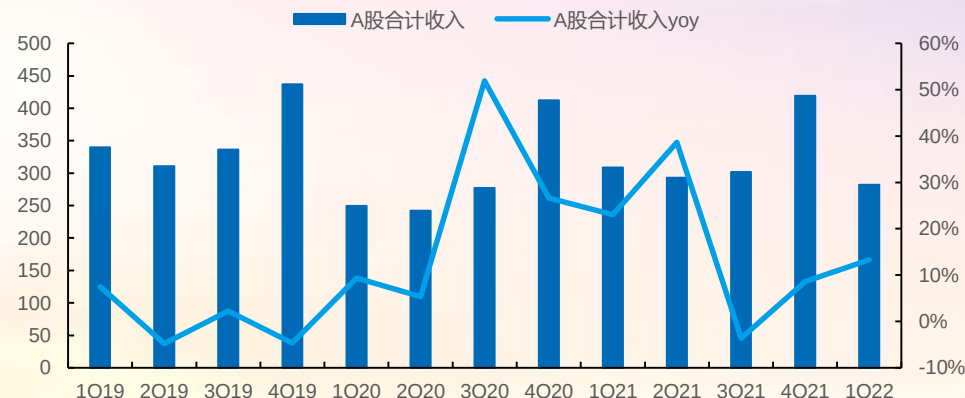
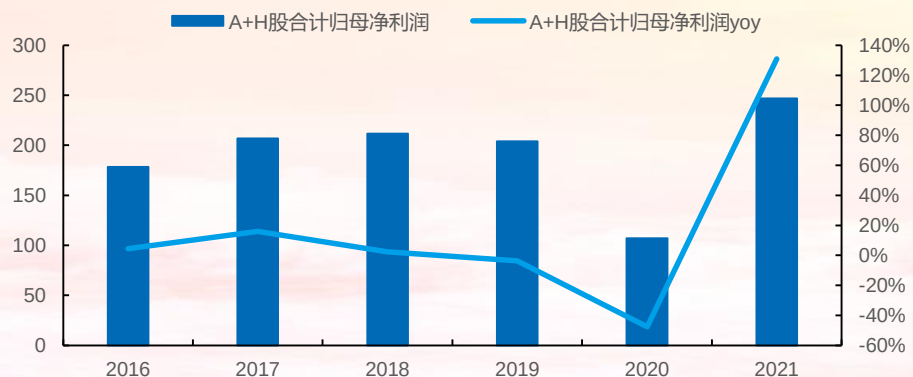
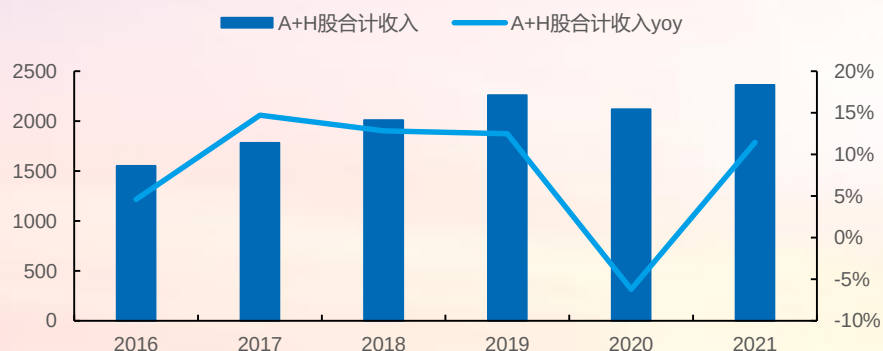
1、下游行业：零售端承压，服装板块持续走弱

- ◆ 21年社会消费品零售总额达到440823亿元，累计同比增幅为12.5%，较19年增长7.1%，已恢复至疫情前水平。服装零售板块21年累计同比增长12.7%，同比于19年增长2.4%；其中上半年受益于20年同期低基数、新疆棉事件催化增幅显著，1-6月累计增幅达到33.7%，下半年受到洪水、疫情、天气偏暖等因素影响趋势走弱。
- ◆ 2022年1-3月，社消品零售总额累计同增3.27%，其中3月同比下降3.53%。服装零售板块1-3月累计下降0.89%，环比4Q21降幅有所收窄，其中1-2月同比增长4.8%、3月同比下降12.7%，板块表现弱于整体零售水平。
- ◆ 22年1-2月全国疫情蔓延导致零售环境、消费意愿受到压制，且冬季异常天气导致部分品牌4Q21、1Q22货品销售出现错位。3月下旬以来部分一线城市疫情加重导致线下服饰门店受到较大冲击，服饰零售进一步承压。



1.1、收入及净利：21年整体修复，22开年下行

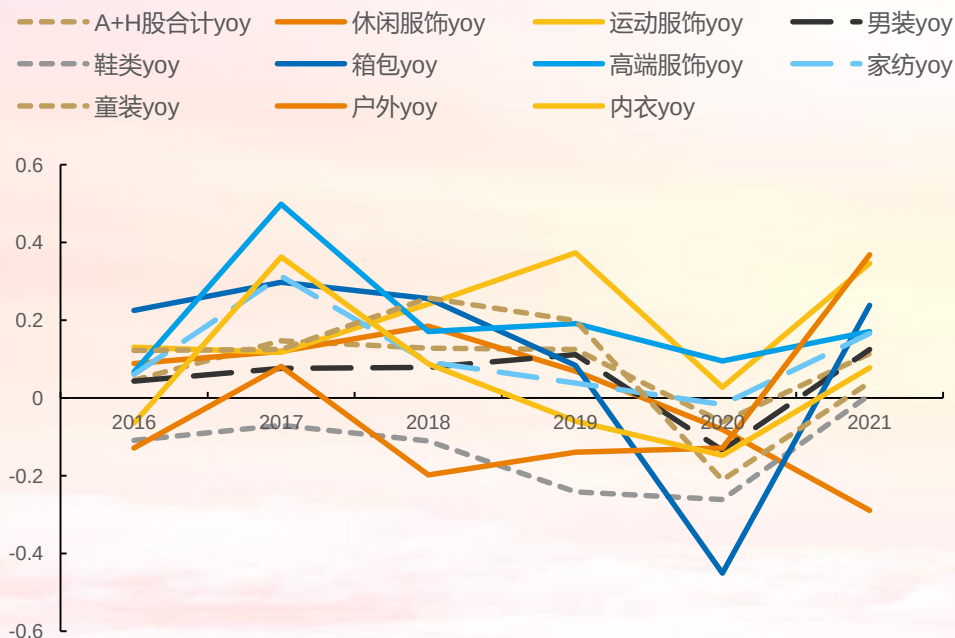
- ◆ 2021年A+H股年度营收总计为2362亿元，同比增长11.43%；Q1-4收入增速分别为23.73%、21.06%、9.01%、1.69%，上半年受益于20年同期低基数、新疆棉事件催化等增幅明显；下半年来受到疫情反复、洪水、暖冬影响等增长放缓。
- ◆ 2021年A+H股归母净利润实现246.44亿元，同比增长126.13%；Q1-4净利增速分别为213.17%、132.33%、131.48%、-39.98%，四季度以来在需求疲软、原材料上涨的双重压力下，业绩有明显下滑。
- ◆ 1Q22A股营收合计达到282.17亿元，同比下滑8.65%；归母净利润合计达到14.92亿元，同比下滑44.36%，疫情严控政策导致线下门店受到冲击，且部分城市物流滞缓影响线上销售。



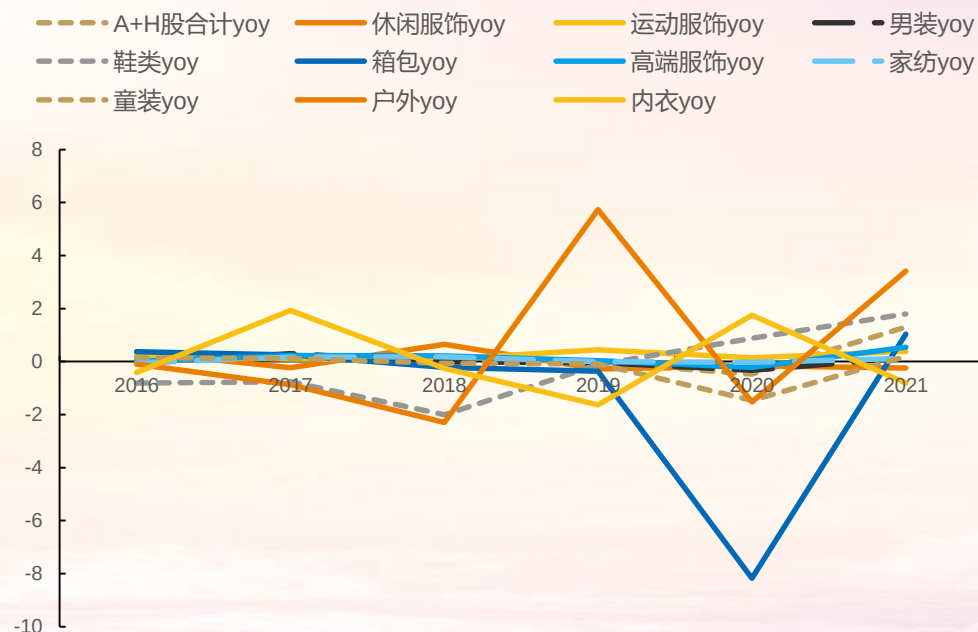
1.2、细分板块表现：户外运动持续领跑，高端走弱

- ◆ 21年户外服饰、运动服饰、高端服饰、家纺等营收表现优于整体，分别同比增长36.88%、34.66%、17.13%和16.58%。其中受益于滑雪、露营、徒步等户外等运动方式兴起，户外/运动服饰板块表现亮眼；高端服饰21年由于其目标人群消费力稳定表现相对较优，但1Q22由于高端消费非常依赖于线下场景的刺激，呈现了最大降幅。但由于板块龙头自身的核心竞争力其实并没有发生改变，我们认为随着疫情的修复，板块弹性相对最大。1Q22其余板块除户外/家纺维持正增长外，同比均有下滑。
- ◆ 21年户外服饰、高端服饰、运动服饰等板块净利增速领跑；1Q22童装、鞋类、休闲板块业绩分别同比下滑224%、110%、64%，户外板块同比增38%、环比4Q21增长有所放缓但依然领跑，高端服饰业绩表现走弱。

细分板块营收增速



细分板块归母净利润增速



1.2.1、运动板块重点个股表现

◆ 李宁：21全年表现亮眼，高质量经营下业绩具备韧性

- ✓ 21全年实现营收225.7亿元（+56%），其中1H/2H21分别同增65%/50%，下半年即使在服装零售增速放缓背景下依然实现超预期增长。全年实现归母净利润40.1亿元（+136%），其中1H/2H21分别同增187%/102%，公司在商品管理、折扣力度以及存货方面不断优化调整，向着“肌肉型组织”迈进下业绩兼备成长性和韧性。
- ✓ 1Q22公司全渠道流水实现20%-30%高段增长、主要系同店驱动；即使在疫情爆发环境下公司的折扣、库销比维持健康增长，全年有望维持优于同业水平。

◆ 安踏体育：DTC转型显效，1Q22疫情下增长放缓

- ✓ 21全年实现营收493.3亿元（+39%），其中1H/2H分别同增56%/27%；主品牌/FILA/其他品牌收入分别同增52%/25%/51%，主品牌在DTC转型带动下表现亮眼，FILA受到下半年疫情、天气影响增长有所拖累。全年实现归母净利润77.2亿元（+50%），其中主品牌DTC利润率超预期提升至中单位数、带动整体盈利有所优化。
- ✓ 1Q22主品牌/FILA/其他品牌流水分别同比实现10%-20%高段/中单位数/40%-50%增长，主品牌借势冬奥影响、品牌力不断提升；FILA门店在一二线城市占比高、受疫情冲击下仍然实现优于国际竞品的高质量增长。

◆ 特步国际：21下半年增长提速，22开年改革显效流水增长稳健

- ✓ 21全年实现营收100.1亿元（+23%），其中1H/2H分别同比增长12%/31%，产品力提升、渠道零售表现优异下加盟商提货积极性充分、从而带动下半年收入高增。21年实现归母净利9.1亿元（+77%），产品升级、单价提升带动业绩亮眼表现。
- ✓ 1Q22主品牌流水同增30%-35%，疫情下流水仍然健康增长，产品升级、渠道提升效果开始显现。

运动板块重点公司营收增速					
	2019	2020	1H21	2H21	2021
安踏体育	40.78%	4.67%	55.51%	27.22%	38.91%
李宁	31.95%	4.23%	64.97%	49.54%	56.13%
特步国际	28.19%	-0.13%	12.39%	30.84%	22.53%

运动板块重点公司归母净利润增速					
	2019	2020	1H21	2H21	2021
安踏体育	30.25%	-3.41%	131.60%	10.73%	49.55%
李宁	109.59%	13.30%	187.18%	101.80%	136.14%
特步国际	10.84%	-29.50%	72.05%	81.74%	77.05%

1.2.2、户外板块重点个股表现

◆ 浙江自然：产品优化促进营收高增，1Q22业绩维持靓丽表现

- ✓ 21年实现营收8.4亿元（+45%），其中Q1-4分别同增55%/37%/53%/38%；归母净利实现2.2亿元（+38%），订单饱满、产能扩充下增长稳健。1Q22公司营收、净利分别同增47%、38%，维持靓丽表现。

◆ 牧高笛：内外销强劲，22开年营收、净利高增

- ✓ 21年实现营收9.2亿元（+44%），其中1-4Q营收分别同增26%/59%/37%/51%，内外销收入分别同增28%/90%、露营需求旺盛带动下增长亮眼；21年归母净利润为7861万元、同比增71%。1Q22公司营收、归母净利分别同增56%、73%，海外旺季订单饱满带动外销业务快速增长。

户外服饰板块重点公司营收增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
探路者	-24.12%	-39.64%	29.18%	46.01%	48.91%	30.14%	36.23%	14.32%
三夫户外	-4.29%	16.21%	77.48%	4.26%	9.08%	9.53%	18.83%	1.45%
浙江自然	7.16%	6.68%	55.02%	37.36%	53.25%	38.23%	44.91%	46.55%
牧高笛	-3.97%	21.41%	25.70%	58.63%	36.59%	50.81%	43.64%	56.35%

户外服饰板块重点公司归母净利润增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
探路者	-162.16%	-343.11%	-274.79%	-102.31%	-141.85%	-126.70%	-119.8%	-25.48%
三夫户外	-691.31%	120.12%	-116.20%	-110.20%	651.13%	-82.31%	-60.02%	8.92%
浙江自然	60.86%	21.44%	59.69%	34.47%	39.35%	14.48%	37.59%	37.82%
牧高笛	-0.98%	12.72%	70.27%	27.76%	51.80%	-301.03%	70.99%	73.38%

1.2.3、高端服饰板块重点个股表现

◆ 地素时尚：21全年稳健增长，1Q22营收、净利均同比下滑

- ✓ 公司21年实现营收29.0亿元（+13%），其中Q1-4收入分别同比+62%/+20%/+4%/-6%，Q4疫情冲击导致线下直营下滑明显；21年归母净利润为6.9亿元（+10%）、其中Q4净利1.34亿元（-14%），4季度下滑主要系配合电商活动等导致销售费用提升。1Q22公司营收、净利分别同比下滑9%、23%，疫情对门店的影响延续。

◆ 歌力思：多品牌战略下业务稳健恢复，短期业绩承压

- ✓ 21年公司实现收入23.6亿元（+20%），归母净利3.0亿元（-32%），主要系20年公司出让子公司百秋网络带来一次性收益。1Q22公司营收、净利分别同比+17%/-50%，多品牌恢复下收入增长，一线城市直营店受疫情冲击较大、叠加刚性费用导致业绩下滑。

◆ 欣贺股份：21业绩同比高增，疫情影响下业绩下滑明显

- ✓ 21年实现收入21.0亿元（+15%）、其中Q1-4收入分别同+33%/+38%/+2%/-2%；实现归母净利润2.9亿元（+61%），其中Q1-4净利分别同+139%/+183%/+17%/-29%，下半年业绩表现环比走弱。1Q22公司收入、净利分别同比下滑7%/34%。

高端服饰板块重点公司营收增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
歌力思	7.24%	-24.90%	30.77%	39.59%	8.68%	11.47%	20.42%	17.18%
地素时尚	13.23%	7.81%	61.56%	19.86%	3.82%	-6.15%	13.00%	-9.20%
欣贺股份	11.65%	-6.72%	32.95%	38.02%	1.67%	-1.82%	14.66%	-7.46%
比音勒芬	23.70%	26.17%	47.77%	23.06%	11.58%	2.75%	18.09%	30.06%
安正时尚	47.83%	47.43%	44.27%	4.07%	-24.26%	-40.21%	-14.37%	-29.96%
锦泓集团	-5.59%	14.65%	78.86%	68.79%	29.66%	-2.71%	29.48%	0.79%
戎美股份	-1.46%	22.66%	-	-	-21.55%	-10.63%	2.46%	-10.28%
朗姿股份	12.99%	-4.35%	52.27%	39.59%	12.22%	15.47%	27.42%	0.26%

高端服饰板块重点公司归母净利润增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
歌力思	-2.31%	24.80%	-61.60%	398.82%	-27.76%	-41.85%	-31.72%	-49.67%
地素时尚	8.75%	0.88%	60.14%	10.65%	-6.52%	-13.52%	9.47%	-23.07%
欣贺股份	17.76%	-26.41%	139.45%	182.63%	16.88%	-29.02%	61.07%	-34.29%
比音勒芬	39.13%	22.68%	55.09%	47.69%	14.04%	10.20%	25.20%	41.29%
安正时尚	7.67%	-34.75%	1.82%	-87.91%	-10.43%	-176.02%	-64.70%	-72.98%
锦泓集团	-60.10%	-672.91%	15661.80%	-1338.69%	-100.80%	-71.61%	-135.91%	-56.54%
戎美股份	9.45%	47.62%	-	-	-30.24%	-37.13%	0.38%	-9.45%
朗姿股份	-72.07%	141.65%	-1209.16%	19459.96%	22.73%	-68.23%	31.97%	-106.37%

1.2.4、休闲板块重点个股表现

◆ 森马服饰：21业务稳步修复，疫情导致22开年业绩承压

- ✓ 21全年实现营收154.2亿元（1.4%），Q1-4分别同比+21%/+6%/-6%/-6%，其中4Q在局部疫情反复、暖冬影响、20年同期高基数影响下收入同比下滑；21年公司实现归母净利润14.9亿元（+85%），若剔除K业务影响同比增长14%。1Q22公司收入/净利同比分别持平/降41%，业绩下滑明显主要系原材料上涨、折扣力度增加导致毛利率下滑，以及平台流量成本较为刚性导致销售费率增幅较大。

◆ 太平鸟：短期费用拖累业绩，品牌调整下期待长期盈利提升

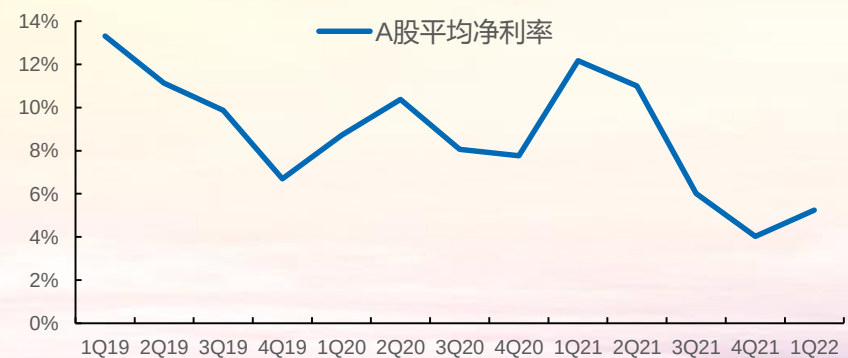
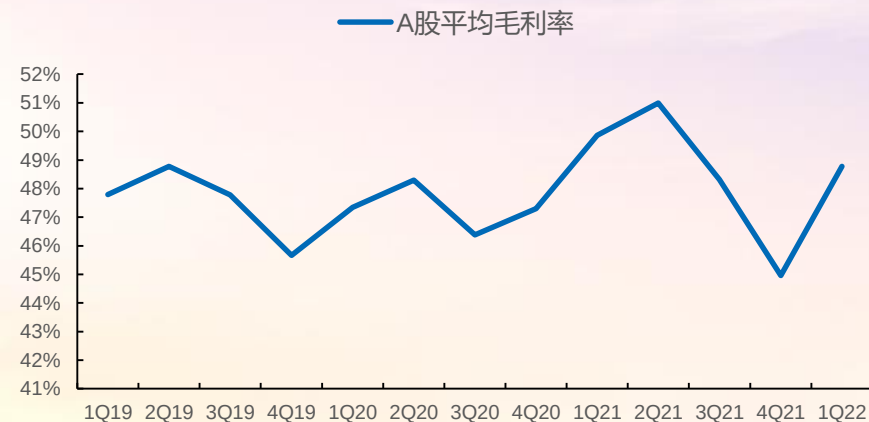
- ✓ 21年实现营收109.2亿元（+16%），Q1-4收入分别同比+94%/+28%/+4%/-9%；归母净利6.8亿元（-5%），Q1-4净利分别同比+2222%/86%/-25%/-69%。4季度作为重要销售旺季，受到疫情反复、暖冬气候等不利影响，收入、同店下滑，叠加营销、数字化转型等费用投入增加，净利大幅下滑。1Q22公司收入、净利分别同比-8%、-6%，随着公司女装品牌调整、控费力度加大，下半年业绩有望恢复。

休闲服饰板块重点公司营收增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
森马服饰	23.01%	-21.37%	20.95%	6.26%	-5.63%	-5.65%	1.41%	0.22%
太平鸟	2.80%	18.41%	93.87%	27.58%	4.21%	-9.09%	16.34%	-7.93%
美邦服饰	-28.84%	-30.10%	-13.85%	-15.00%	-48.83%	-37.69%	-30.91%	-40.96%
日播时尚	-1.57%	-26.19%	35.55%	38.07%	22.73%	12.45%	24.58%	9.83%

休闲服饰板块重点公司归母净利润增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
森马服饰	-8.52%	-48.00%	1916.78%	7499.66%	42.85%	-7.82%	84.50%	-40.74%
太平鸟	-3.50%	29.24%	2222.25%	85.52%	-24.66%	-69.33%	-4.99%	-6.44%
美邦服饰	-2145.20%	4.11%	-155.41%	-37.99%	-62.35%	123.72%	-45.49%	-227.76%
日播时尚	-77.03%	-639.22%	-194.46%	-115.15%	40.17%	-21.12%	-270.9%	-47.95%

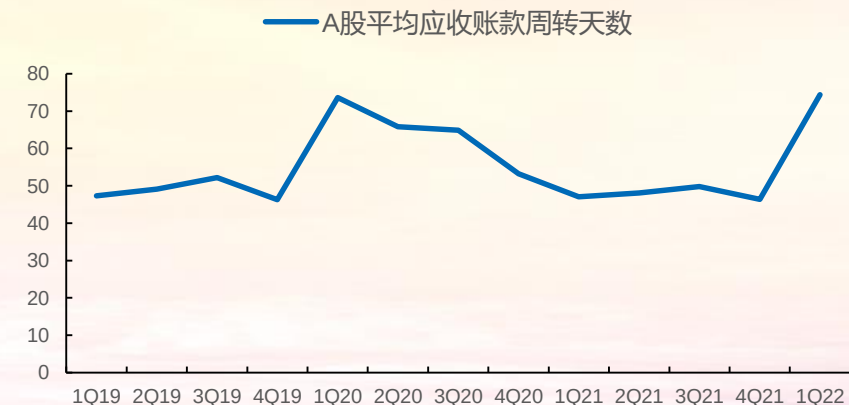
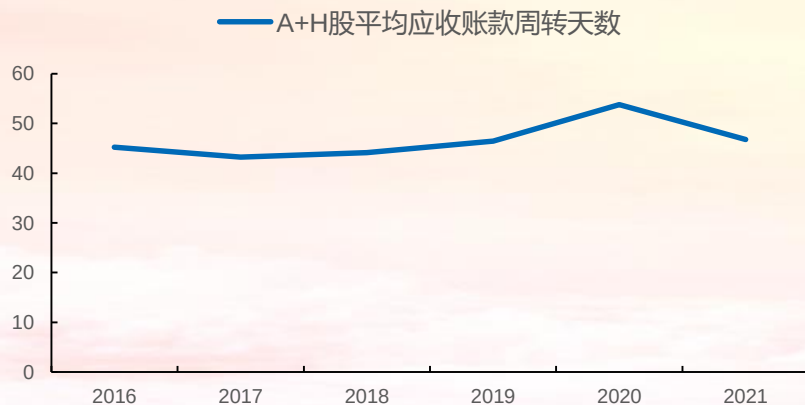
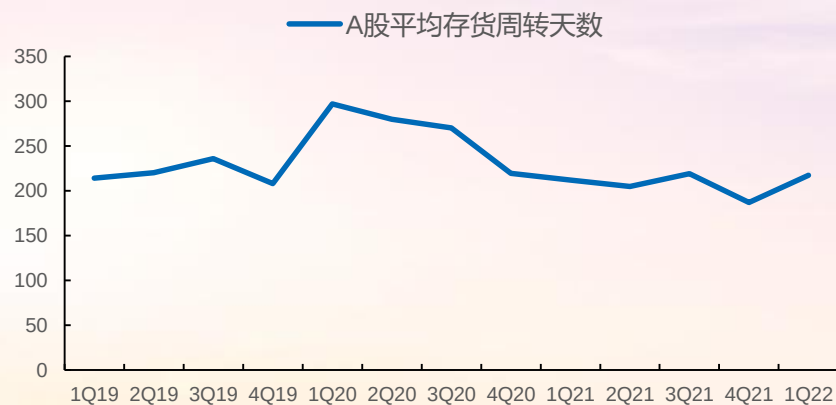
1.3、盈利能力：1Q22毛利率、净利率环比改善

- ◆ 21年A+H股平均毛利率为48.93%、较20年略有提升；分季度来看，1-4Q21A股平均毛利率分别为49.86%、50.99%、48.32%、44.96%，下半年下滑主要受到原材料上涨压力、终端提升折扣力度应对需求疲软等。1Q22A股平均毛利率恢复至48.78%，较去年Q4有明显改善。
- ◆ 21年A+H股平均净利率为6.92%、同比提升1.68Pct；1-4Q21A股平均净利率分别为12.17%、11%、6.02%、4.02%，与毛利率变动趋势一致。1Q22平均净利率回升至6.89%。



1.4、存货及应收：疫情下库存堆积，周转环比下滑

- ◆ 21年行业平均存货周转天数为201天、同比下降19天，库存端改善主要系终端销售恢复，各季度周转能力均维持在合理水平。1Q22行业平均存货周转天数为217天，环比有所增加，主要系疫情下商品销售滞缓、库存堆积。
- ◆ 21年行业平均应收账款周转天数为47天，回款能力有所改善；1Q22行业平均应收账款周转天数为74天、环比有所增加。



1.5、个股：1H21增长强劲，全年运动板块表现领先

◆ 重点公司分季度营收增速

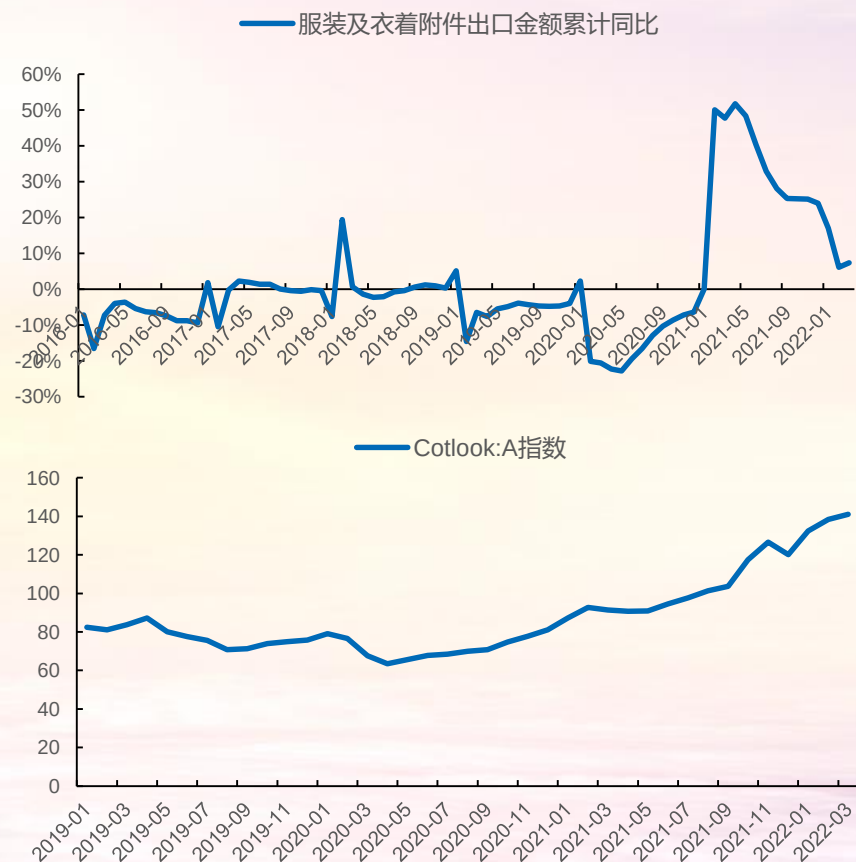
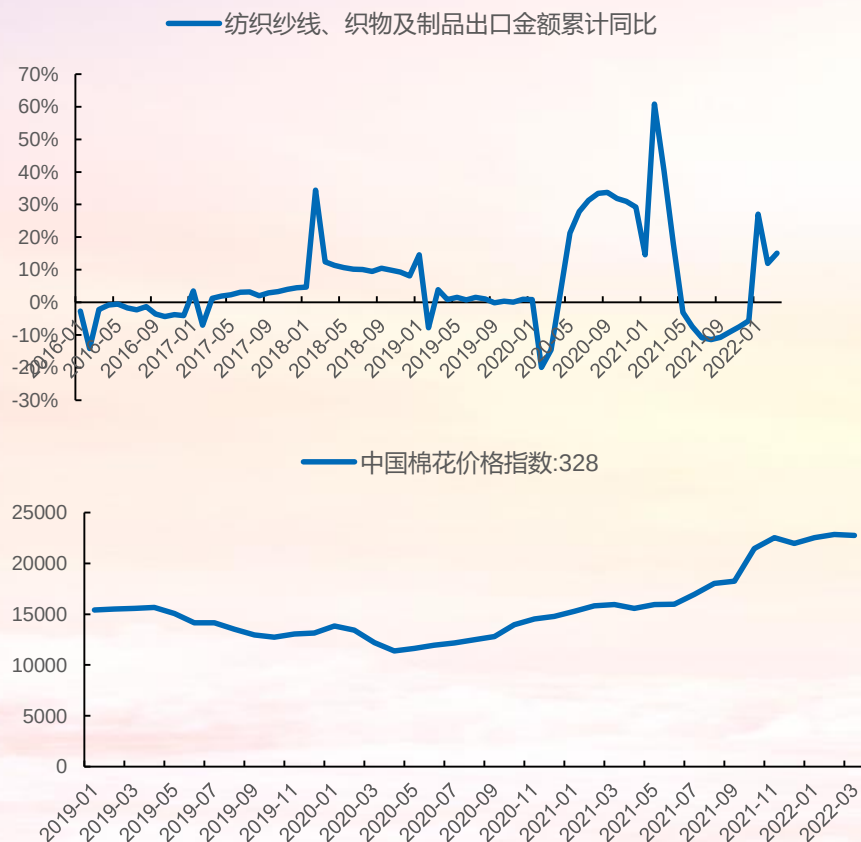
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1
2020.HK	安踏体育	55.51%		27.22%		38.84%	-
2331.HK	李宁	64.97%		49.54%		56.55%	-
1368.HK	特步国际	12.39%		30.84%		22.58%	-
3998.HK	波司登	15.63%		-		-	-
605080.SH	浙江自然	55.02%	37.36%	53.25%	38.23%	44.91%	46.55%
603908.SH	牧高笛	25.70%	58.63%	36.59%	50.81%	43.64%	56.35%
002832.SZ	比音勒芬	47.77%	23.06%	11.58%	2.75%	18.09%	30.06%
603808.SH	歌力思	30.77%	39.59%	8.68%	11.47%	20.42%	17.18%
603587.SH	地素时尚	61.56%	19.86%	3.82%	-6.15%	13.00%	-9.20%
003016.SZ	欣贺股份	32.95%	38.02%	1.67%	-1.82%	14.66%	-7.46%
603518.SH	锦泓集团	78.86%	68.79%	29.66%	-2.71%	29.48%	0.79%
301088.SZ	戎美股份	-	-	-21.55%	-10.63%	2.46%	-10.28%
002563.SZ	森马服饰	20.95%	6.26%	-5.63%	-5.65%	1.41%	0.22%
603877.SH	太平鸟	93.87%	27.58%	4.21%	-9.09%	16.34%	-7.93%
600398.SH	海澜之家	42.93%	9.02%	9.40%	-2.40%	12.41%	-5.01%
603001.SH	奥康国际	92.40%	21.34%	9.83%	-30.34%	8.06%	-8.91%
300577.SZ	开润股份	-15.84%	29.08%	12.37%	52.46%	17.76%	35.50%
002293.SZ	罗莱生活	47.96%	19.48%	8.98%	6.85%	17.30%	-2.79%
002327.SZ	富安娜	22.70%	15.55%	13.82%	1.11%	10.62%	6.87%
603365.SH	水星家纺	49.81%	31.42%	11.43%	19.93%	25.19%	11.61%
603511.SH	爱慕股份	13.57%	10.72%	-6.99%	3.07%	4.66%	4.59%

◆ 重点公司分季度归母净利润增速

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1
2020.HK	安踏体育	131.60%		10.73%		49.55%	-
2331.HK	李宁	187.18%		101.80%		136.14%	-
1368.HK	特步国际	72.05%		81.74%		77.05%	-
3998.HK	波司登	31.36%		-		-	-
605080.SH	浙江自然	59.69%	34.47%	39.35%	14.48%	37.59%	37.82%
603908.SH	牧高笛	70.27%	27.76%	51.80%	301.03%	70.99%	73.38%
002832.SZ	比音勒芬	55.09%	47.69%	14.04%	10.20%	25.20%	41.29%
603808.SH	歌力思	-61.60%	398.82%	-27.76%	-41.85%	-31.72%	-49.67%
603587.SH	地素时尚	60.14%	10.65%	-6.52%	-13.52%	9.47%	-23.07%
003016.SZ	欣贺股份	139.45%	182.63%	16.88%	-29.02%	61.07%	-34.29%
603518.SH	锦泓集团	15662%	1339%	100.80%	-71.61%	135.91%	-56.54%
301088.SZ	戎美股份	-	-	-30.24%	-37.13%	0.38%	-9.45%
002563.SZ	森马服饰	1916.78%	7499.66%	42.85%	-7.82%	84.50%	-40.74%
603877.SH	太平鸟	2222.25%	85.52%	-24.66%	-69.33%	-4.99%	-6.44%
600398.SH	海澜之家	185.33%	23.87%	15.89%	-10.25%	39.60%	-14.17%
603001.SH	奥康国际	1738.42%	111.10%	-279.13%	-160.04%	21.87%	-75.09%
300577.SZ	开润股份	41.81%	59.62%	300.01%	-29.07%	131.03%	2.78%
002293.SZ	罗莱生活	156.15%	3.90%	6.96%	-0.23%	21.92%	-12.81%
002327.SZ	富安娜	21.52%	28.58%	0.08%	-5.44%	5.69%	13.82%
603365.SH	水星家纺	91.12%	58.14%	10.18%	33.93%	40.55%	7.36%
603511.SH	爱慕股份	61.07%	56.23%	-97.46%	-37.86%	-22.42%	1.03%

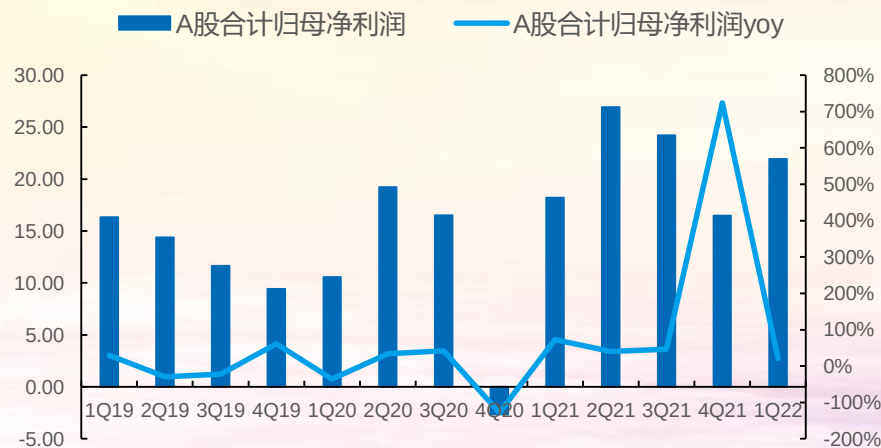
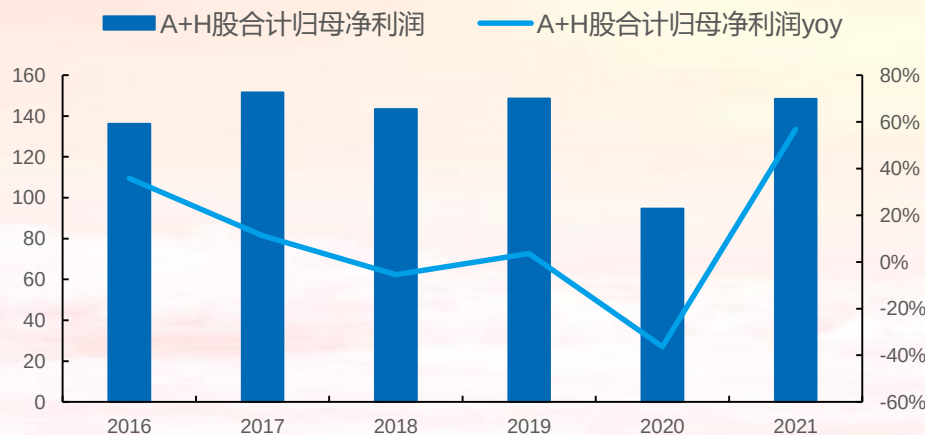
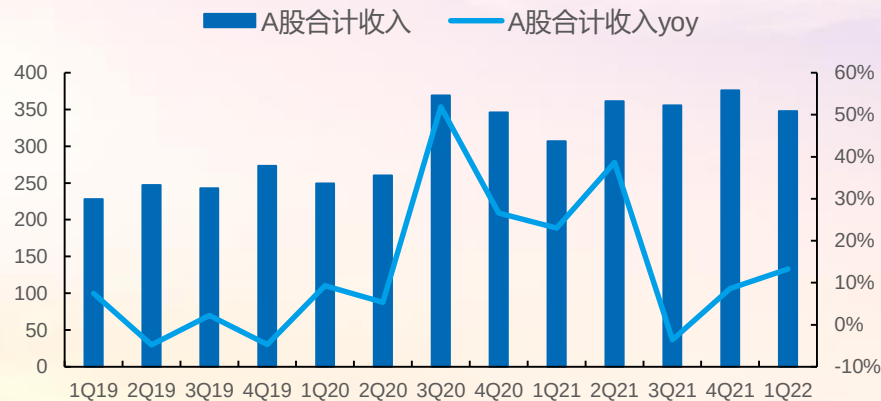
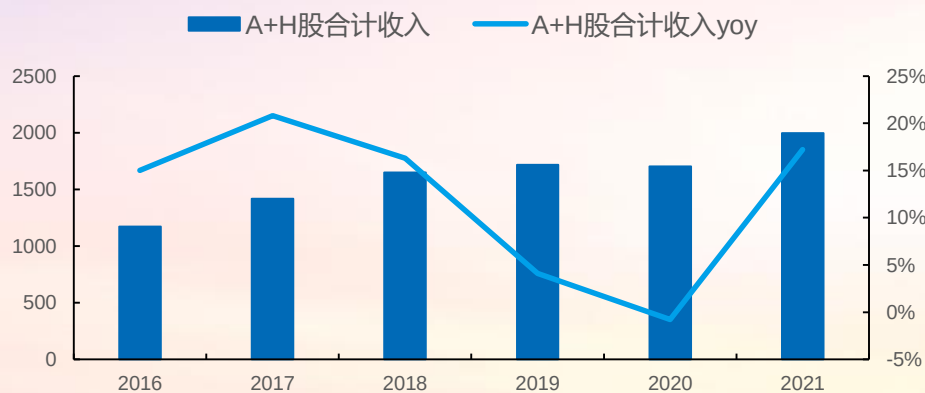
2、上游行业：出口景气提升，棉价持续上行

- ◆ 21年整体由于海外压制需求释放、品牌加大采购力度，全年服装出口累计同比增长24%；而由于口罩、防护服、无纺布等防疫物资需求下滑，纺织品出口累计同比降5.60%。22年以来尽管面对海运费上涨、原材料价格提升等不利因素，但海外国家及地区对我国纺织服装产品需求仍在增加，1-3月服装累计出口额达到356.85亿美元、同比增加7.40%，环比于4Q21增速有所放缓；1-3月纺织品累计出口额达到365.66亿美元、同增15.10%，环比于4Q21有所提升。
- ◆ 22年3月328平均棉价为22739元/吨，同比+42.6%；CotlookA指数为141.13美分/磅，同比+54.3%，21年以来棉花价格持续走高。



2.1、收入及净利：业绩稳健增长，韧性凸显

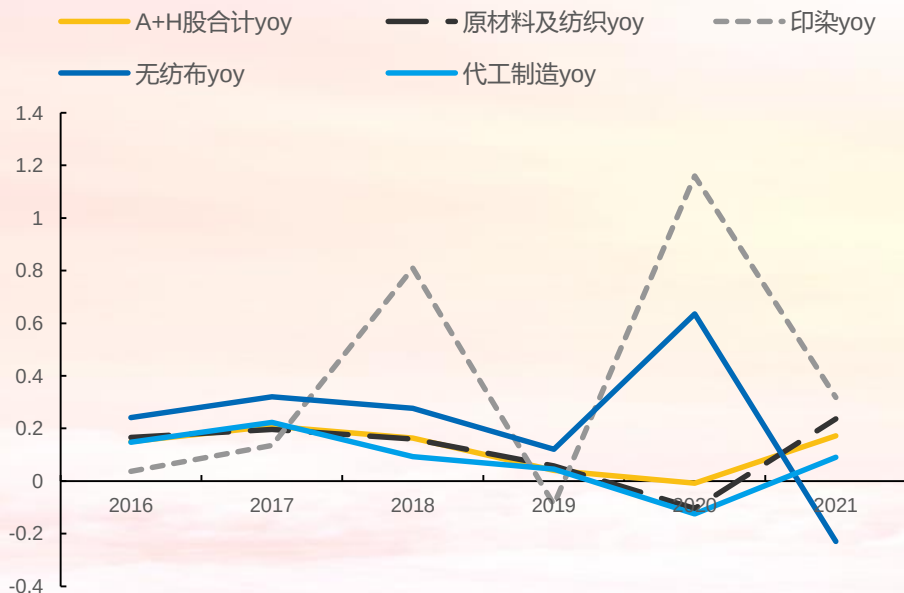
- ◆ 21年A+H股收入实现1996.14亿元、同比增长17.21%，其中Q1-4A股收入同比分别+23.05%、+38.67%、-3.59%、+8.63%，全年增长好于下游，一方面得益于棉价上行利好上游纺织企业，另一方面海外需求回暖趋势下代工制造企业订单饱满。1Q22 A股收入同比增幅达到13.28%，延续稳定增长趋势。
- ◆ 21年A+H股归母净利润实现156.04亿元、同比增长60.20%，其中Q1-4归母净利润分别同比增长72.49%、40.06%、46.50%、723.92%，其中4季度高增主要受到去年低基数叠加原材料上涨影响。1Q22A股归母净利润同比增长20.54%，环比增速放缓。



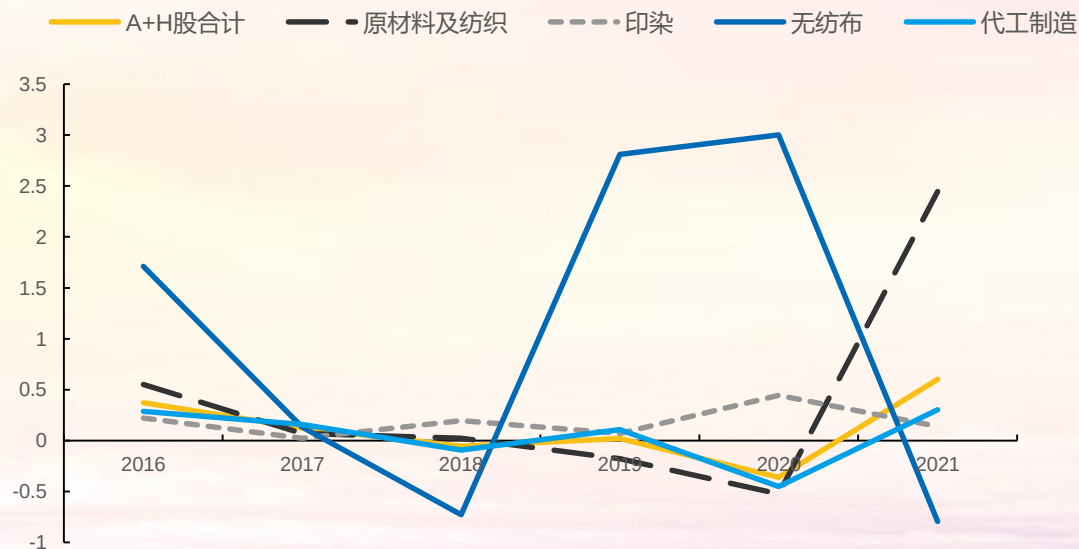
2.2、细分板块：棉价上行利好纺企，代工产销两旺

- ◆ 21年原材料及纺织板块实现收入837.16亿元、同比高增23.64%，主要受益于棉价上涨向下传导顺利带动产品价格提升；代工制造全年收入为764.58亿元、同比增长9%，主要受益于海外订单回流、龙头企业呈现产销两旺。由于防疫相关订单缩减，无纺布板块收入同比下滑22.95%。1Q22原材料及纺织/印染/代工制造分别同比+12%/+17%/-16%/+15%，其中原材料及纺织、代工制造环比均有所改善。
- ◆ 21年上游纺织板块受益于棉价提升、业绩提升明显，全年归母净利达到60.87亿元、同比高增254.73%，棉价上涨促进企业盈利空间得到释放。代工制造板块21年实现归母净利70.72亿元、同比增30.25%，虽然订单回流利好行业，但部分龙头在疫情影响下扩产受限，且原材料上行、运费提升等因素压缩利润空间。1Q22原材料及纺织/印染/代工制造分别同比+10%/+75%/-108%/+25%，印染板块业绩同比高增，原材料及纺织/代工制造板块维持稳健增长。

◆ 细分板块营收增速



◆ 细分板块归母净利润增速



2.2.1、原材料及纺织板块重点公司

◆ 华孚时尚：改革见效修复显著，21开端表现良好

- ✓ 21全年实现营收167亿元（+17%），其中纱线主业方面积极拓展国内市场、叠加产能利用率大幅回升下收入提升16%；归母净利5.7亿元（+228%），棉价上行叠加工业互联网降本增效带动业绩扭亏。1Q22公司收入、净利分别同增8%、14%，开局增长稳健；随着工业互联网改造全面落地，有望向行业输出、助力公司实现轻资产扩张。

◆ 台华新材：21年全年表现亮眼，1Q22环比增速放缓

- ✓ 21全年营收为42.6亿元（+70%），其中锦纶长丝收入同比增114%、差异化产能顺利释放下表现亮眼；归母净利润为4.6亿元（+287%），产品结构调整叠加产能利用率提升盈利空间。1Q22收入、净利分别同增28%、17%，疫情下发货延迟、原材料提价导致收入、净利增速均环比放缓。

原材料及纺织板块重点公司营收增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
鲁泰A	-1.13%	-30.14%	-20.58%	19.19%	24.89%	21.00%	10.25%	59.65%
华孚时尚	11.04%	-10.42%	67.28%	45.15%	34.34%	-28.67%	17.40%	7.89%
百隆东方	3.73%	-1.40%	37.64%	61.82%	5.41%	13.32%	26.73%	5.32%
台华新材	-9.54%	-7.04%	58.37%	85.20%	103.84%	43.07%	70.19%	28.10%
新澳股份	5.60%	-16.12%	30.52%	90.98%	47.49%	33.90%	51.57%	40.29%
联发股份	-6.19%	-0.95%	4.27%	56.96%	21.68%	-63.12%	0.61%	22.29%
新野纺织	-5.41%	-15.11%	26.60%	-13.09%	1.02%	29.98%	8.99%	-26.63%
孚日股份	-3.25%	-11.13%	8.99%	36.10%	4.23%	21.88%	16.36%	11.31%
华茂股份	7.10%	13.87%	42.65%	-18.76%	14.19%	-4.96%	3.14%	4.64%
天虹纺织	14.86%	-11.03%	-	-	-	-	35.47%	-
棒杰股份	44.62%	4.12%	22.49%	6.55%	4.43%	-22.45%	-1.92%	30.64%
凤竹纺织	1.87%	2.56%	19.17%	62.35%	35.46%	-6.32%	24.03%	14.85%

原材料及纺织板块重点公司归母净利润增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
鲁泰A	17.36%	-89.78%	-28.00%	94.50%	293.31%	6009.56%	257.22%	113.84%
华孚时尚	-46.49%	-210.42%	531.03%	207.18%	364.86%	162.04%	228.25%	14.36%
百隆东方	-31.93%	22.92%	212.64%	404.22%	464.13%	209.65%	274.47%	54.58%
台华新材	-43.15%	-38.87%	458.10%	393.49%	177.09%	217.46%	287.26%	17.20%
新澳股份	-28.16%	5.75%	-21.84%	361.96%	592.95%	-13.06%	96.93%	47.40%
联发股份	0.70%	19.73%	-85.34%	-36.18%	-37.35%	-89.93%	-61.33%	-25.63%
新野纺织	-27.70%	-38.37%	-47.75%	-38.92%	18.43%	-4221.51%	-71.58%	-68.64%
孚日股份	-15.12%	-39.48%	-9.34%	62.57%	2.70%	1466.62%	22.25%	-38.69%
华茂股份	66.59%	12.40%	85.42%	-38.89%	38.05%	534.18%	116.32%	534.91%
天虹纺织	-24.02%	-41.49%	-	-	-	-	419.31%	-
棒杰股份	109.71%	62.04%	13.56%	-25.93%	-20.44%	12.08%	-9.81%	-14.03%
凤竹纺织	-15.19%	14.16%	212.90%	257.79%	446.26%	-102.97%	147.05%	-3.66%

2.2.2、代工制造板块重点公司

◆ 华利集团：头部客户订单饱满，全年业绩有望稳健提升

- ✓ 公司21年实现收入175亿元（+25%），海外需求恢复下客户订单高增；实现归母净利27.7亿元（同增47%），优质客户订单、锁定价格对冲原材料成本上涨影响、规模效应以及稳健运营促进公司盈利能力维持高水平。1Q22公司收入、净利分别同增11%、12%，订单优化、稳健扩产有望驱动全年业绩稳健增长。

◆ 健盛集团：21年业绩扭亏为盈，22开局增长强劲

- ✓ 21年公司实现收入20.5亿元（+30%），其中棉袜/无缝业务分别同增42%/5%；实现归母净利1.7亿元（+132%），产能利用率同比提升、客户优化且原材料涨价向下传导顺利导致盈利能力有所提升。1Q22公司收入、净利分别同增29%、74%，随着客户结构优化、产能调整下无缝业务全年有望快速增长。

◆ 伟星股份：21年主营业务双增，1Q22业绩环比提升

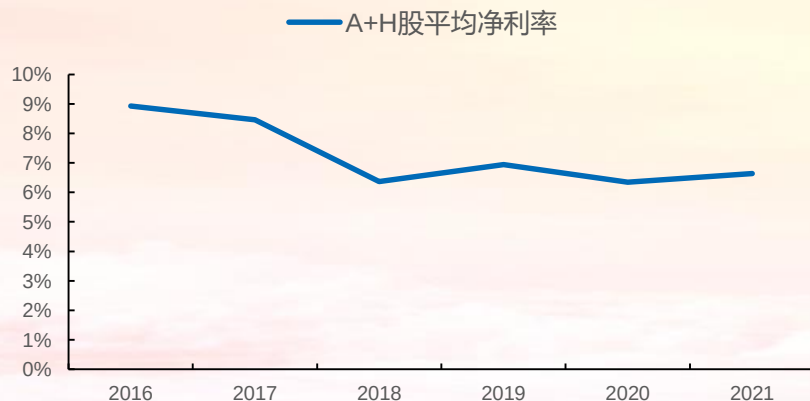
- ✓ 21年实现收入33.6亿元（+34%），其中拉链/纽扣两项主营业务分别同增38%/26%；21年归母净利为4.5亿元（+13%），产业链优势稳固下业绩稳步提升。1Q22公司收入、净利分别同增34%、45%，开年业绩靓丽。

代工制造板块重点公司营收增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
华利集团	22.42%	-8.14%	7.77%	28.52%	31.47%	33.48%	25.40%	11.38%
健盛集团	12.86%	-11.12%	11.45%	40.28%	44.63%	22.43%	29.65%	28.54%
伟星股份	0.77%	-8.65%	33.86%	29.99%	28.92%	44.97%	34.44%	33.52%
际华集团	-6.72%	-29.31%	27.65%	-12.70%	17.95%	-2.67%	3.61%	22.88%
乔治白	11.59%	-2.91%	19.96%	23.50%	30.69%	10.16%	19.77%	12.46%
浪莎股份	-14.59%	4.67%	37.41%	23.13%	25.76%	1.31%	16.15%	-2.70%
龙头股份	-6.14%	-20.53%	-3.07%	-11.88%	8.74%	-29.61%	-9.36%	-13.69%
康隆达	8.99%	2.71%	21.89%	-5.83%	-11.22%	-3.95%	3.85%	5.98%
裕元集团	4.23%	-16.43%	-	-	-	-	1.05%	-
申洲国际	8.19%	1.61%	-	-	-	-	3.54%	-

代工制造板块重点公司归母净利润增速								
	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22
华利集团	18.86%	3.16%	42.29%	93.24%	30.15%	37.39%	47.34%	12.40%
健盛集团	32.39%	-293.09%	-13.49%	19134%	2163.62%	97.63%	131.69%	74.10%
伟星股份	-6.33%	36.34%	96.12%	-14.53%	65.40%	-2.67%	13.22%	45.13%
际华集团	192.10%	-1339.95%	-58.33%	228.90%	-252.77%	79.06%	78.67%	867.74%
乔治白	26.69%	0.51%	9.56%	57.57%	55.37%	13.80%	29.88%	-8.78%
浪莎股份	-45.69%	12.11%	22.57%	-34.65%	40.50%	18.86%	13.62%	-25.71%
龙头股份	-49.17%	-1636.26%	110.46%	199.84%	140.87%	-87.68%	-3.54%	-278.93%
康隆达	-40.09%	53.39%	86.91%	-108.72%	-55.80%	-22359%	-300.89%	-19.33%
裕元集团	-0.53%	-128.25%	-	-	-	-	223.85%	-
申洲国际	12.22%	0.23%	-	-	-	-	-33.98%	-

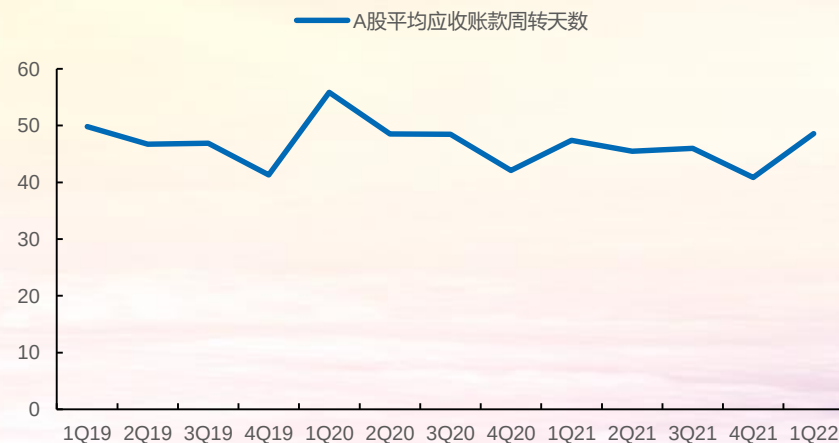
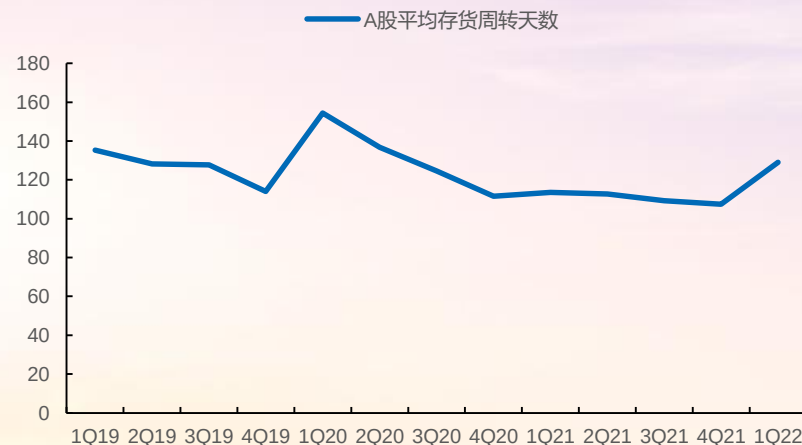
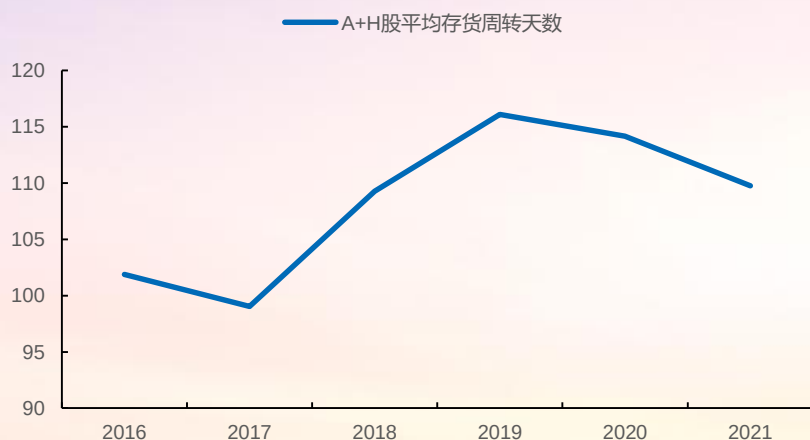
2.3、盈利能力：毛利率环比改善，上中游净利率提升

- ◆ 21年A+H股行业毛利率为19.56%，其中Q1-4毛利率分别为20.77%、20.41%、19.42%、18.54%，逐季下降，其中Q4受到报表调整的影响。1Q22行业平均毛利率为18.85%，环比有所改善。
- ◆ 21年A+H股行业平均净利率为6.64%，同比提升0.29Pct；其中A股Q1-4平均净利率为7.15%、8.39%、8.14%、6.95%。1Q22行业平均净利率为4.59%，其中上游纺织、代工制造板块净利率均有所提升。



2.4、存货及应收：周转天数环比提升

- ◆ 21年A+H股存货周转天数为110天、同比下降4天，其中Q1-4存货周转天数逐季改善，订单拉动下库存受到较好控制。1Q22存货周转天数提升至130天，主要受到原材料上涨叠加海运受阻导致客户订单无法及时出库。
- ◆ 21年A+H股应收账款周转天数为43天，其中4Q环比下降显著；1Q22应收账款周转天数回升至49天。



2.5、个股：疫后普遍恢复，龙头增长稳健

◆ 重点公司分季度营收增速

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1
300979.SZ	华利集团	7.77%	28.52%	31.47%	33.48%	25.40%	11.38%
605138.SH	盛泰集团	-	-	-	-	9.68%	31.27%
603558.SH	健盛集团	11.45%	40.28%	44.63%	22.43%	29.65%	28.54%
002003.SZ	伟星股份	33.86%	29.99%	28.92%	44.97%	34.44%	33.52%
603055.SH	台华新材	58.37%	85.20%	103.84%	43.07%	70.19%	28.10%
002042.SZ	华孚时尚	67.28%	45.15%	34.34%	-28.67%	17.40%	7.89%
601339.SH	百隆东方	37.64%	61.82%	5.41%	13.32%	26.73%	5.32%
603889.SH	新澳股份	30.52%	90.98%	47.49%	33.90%	51.57%	40.29%
000726.SZ	鲁泰A	-20.58%	19.19%	24.89%	21.00%	10.25%	59.65%
600987.SH	航民股份	121.11%	78.88%	79.77%	57.96%	81.38%	-1.43%
605189.SH	富春染织	58.33%	55.29%	44.35%	28.93%	43.57%	44.02%
002687.SZ	乔治白	19.96%	23.50%	30.69%	10.16%	19.77%	12.46%
2678.HK	天虹纺织	52.49%		23.17%		35.47%	-
2313.HK	申洲国际	11.09%		-2.50%		3.54%	-
0551.HK	裕元集团	17.66%		-14.52%		1.12%	-
2232.HK	晶苑国际	14.49%		20.92%		18.00%	-

◆ 重点公司分季度归母净利润增速

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1
300979.SZ	华利集团	42.29%	93.24%	30.15%	37.39%	47.34%	12.40%
605138.SH	盛泰集团	-	-	-	-	-0.56%	43.41%
603558.SH	健盛集团	-13.49%	19134%	2163.62%	97.63%	131.69%	74.10%
002003.SZ	伟星股份	96.12%	-14.53%	65.40%	-2.67%	13.22%	45.13%
603055.SH	台华新材	458.10%	393.49%	177.09%	217.46%	287.26%	17.20%
002042.SZ	华孚时尚	531.03%	207.18%	364.86%	162.04%	228.25%	14.36%
601339.SH	百隆东方	212.64%	404.22%	464.13%	209.65%	274.47%	54.58%
603889.SH	新澳股份	-21.84%	362%	592.95%	-13.06%	96.93%	47.40%
000726.SZ	鲁泰A	-28.00%	94%	293.31%	6009.56%	257.22%	113.84%
600987.SH	航民股份	35.34%	-0.63%	-2.28%	21.64%	10.87%	15.78%
605189.SH	富春染织	291.57%	337.42%	97.74%	20.09%	105.39%	-32.72%
002687.SZ	乔治白	9.56%	57.57%	55.37%	13.80%	29.88%	-8.78%
2678.HK	天虹纺织	12192.32%		175.87%		419.31%	-
2313.HK	申洲国际	-11.39%		-55.85%		-33.98%	-
0551.HK	裕元集团	213.60%		-197.45%		226.74%	-
2232.HK	晶苑国际	110.51%		23.31%		50.91%	-

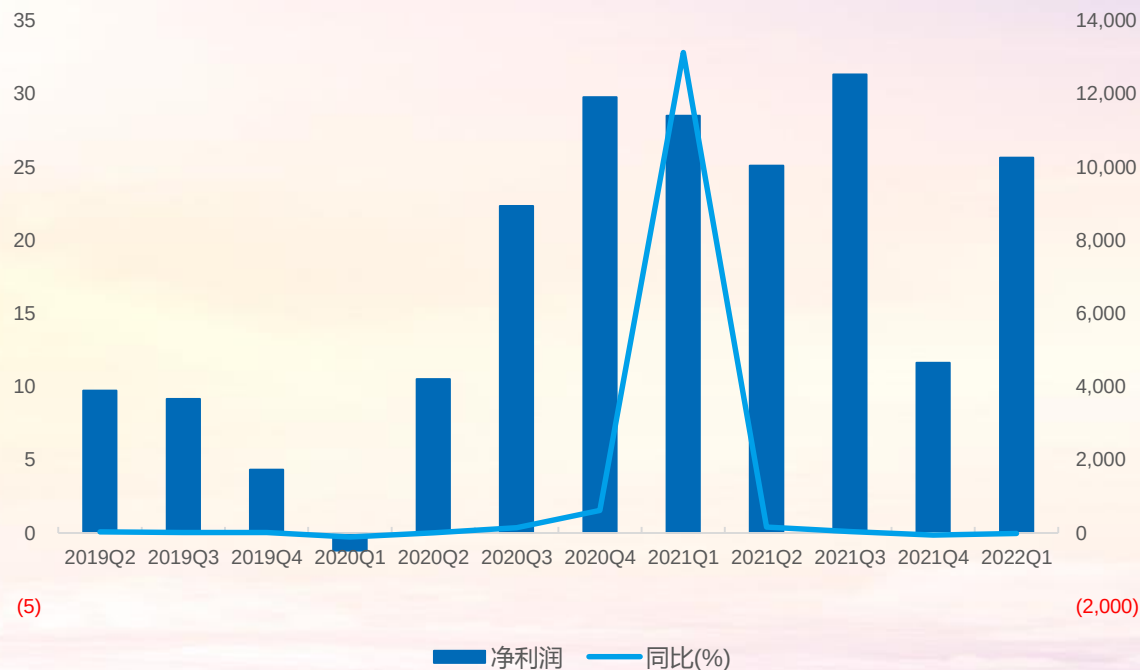
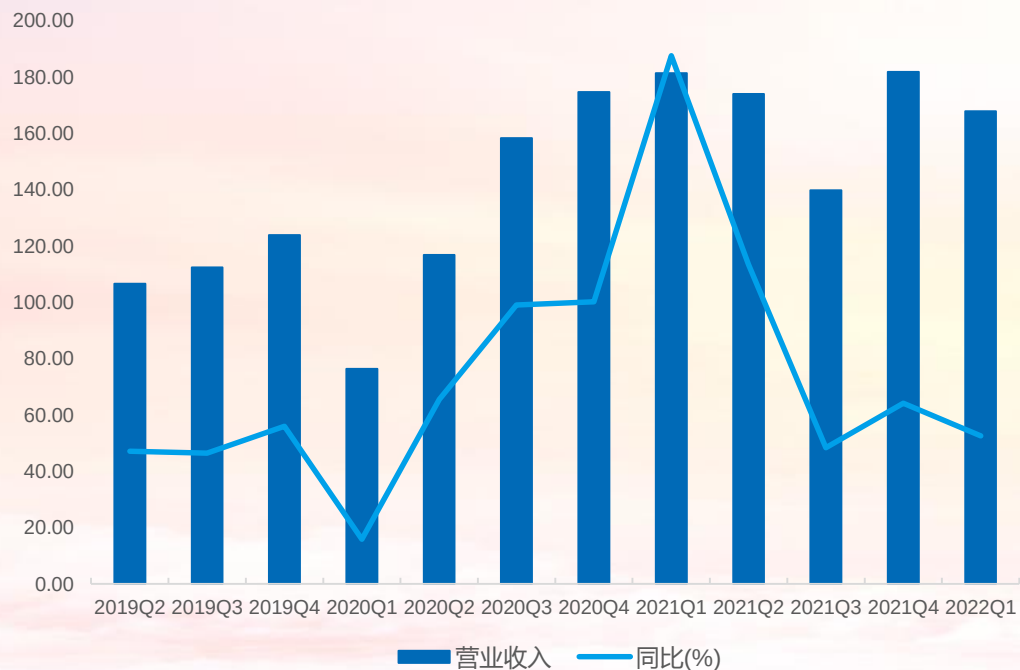
3、免税板块：21年恢复显著，22年一季度增速下行

- ◆ 出入境仍停摆，海南旅游有序复苏。海南省2021年游客数量合计同比下降2.5%，旅游收入同比+30.9%。
- ◆ 离岛免税销售收入恢复显著，量价齐升。据海南省商务厅数据，2021年海南全省10家离岛免税店实现销售额601.73亿元（+84%），其中免税货品销售额为504.9亿元（+83%），免税购物人数/件数分别同比增加73%/71%，客单价同比增加5.78%至5218元，件单价同比增加7.02%至944元。
- ◆ 1Q22疫情影响客流下降、闭店，销售环境转弱。22年3月海南省旅游收入同比下降38%，较1/2月的+22%/21%环比转弱。



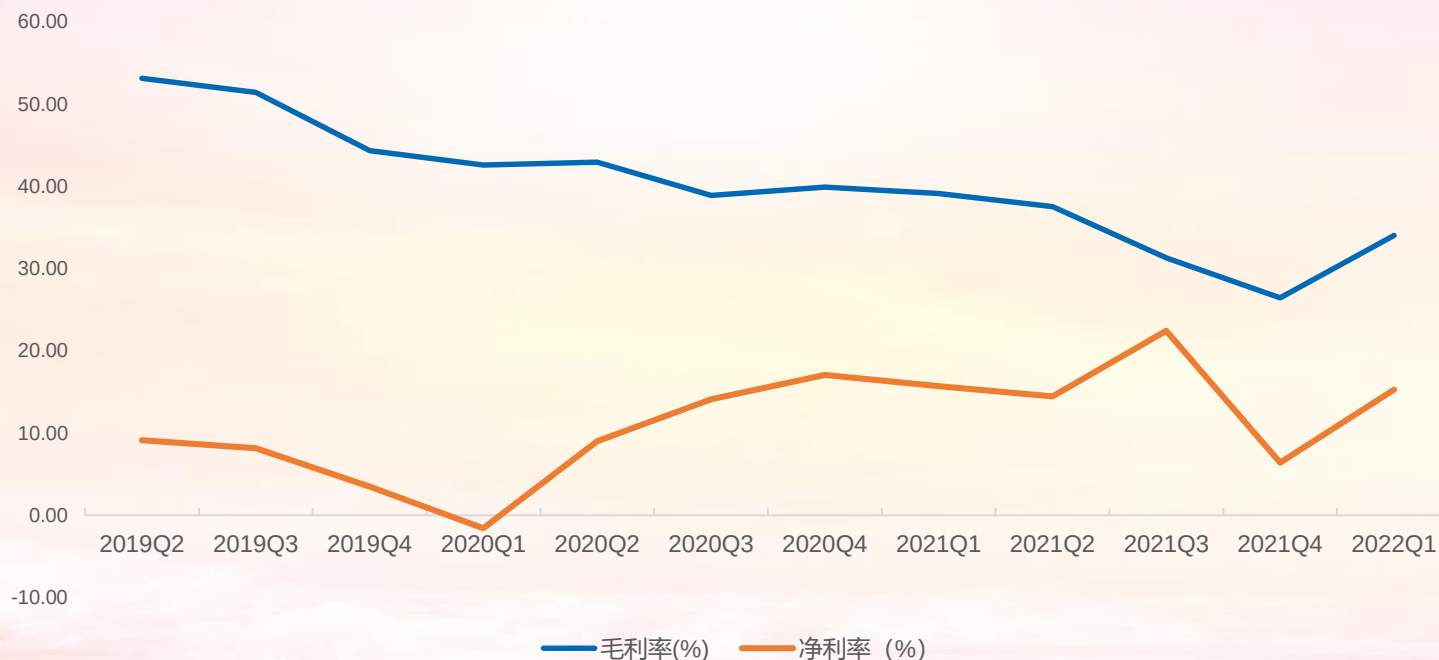
3.1、中国中免：3Q21以来业绩受疫情影响显著

- ◆ **21年：前高后低，疫情扰动。**2021年中国中免实现收入676.76亿元（+28.67%），归母净利润96.54亿元、同增57.23%，主要受益于离岛免税政策红利的持续释放以及海南客流的恢复。其中Q1-4收入增速分别为127%/53%/-12%/4%，H2增速下行显著，仅在销售旺季10月、12月有所回升，主要系8月初起疫情局部频发，海南客流大幅下滑所致。
- ◆ **22年一季度：疫情继续压制业绩表现。**1Q22公司实现收入167.82亿元（-7.45%），其中1-2月收入、净利均同增约20%；3月受疫情影响，三亚国际免税城闭店实现收入36.82亿元、同减约49%，归母净利润1.63亿元、同减约81%，主要系疫情影响客流下降、三亚国际免税城临时闭店4.5天等外部负面因素导致。



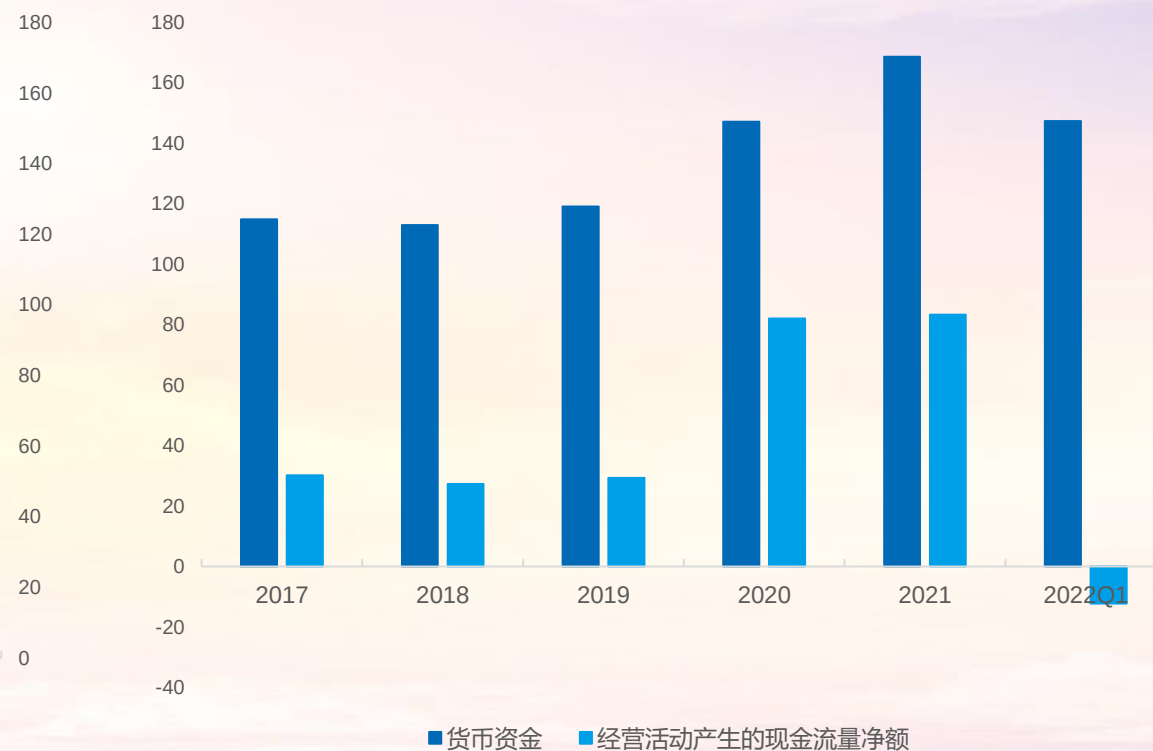
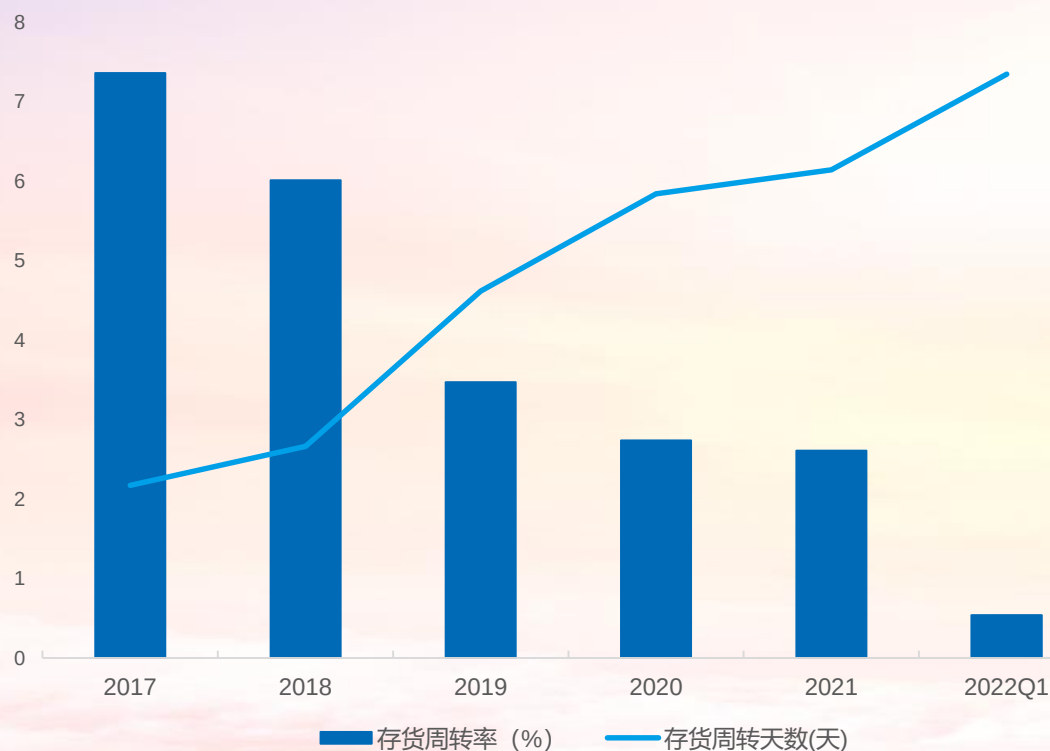
3.1、中国中免：1Q22利润率环比上行明显

- ◆ **21年：折扣加大毛利率下滑，税收优惠、租金减免冲淡影响。**21年公司实现毛利率33.7%（-7.0pct），主要系疫情影响客流下降，公司相应增加线上有税渠道销售、加大折扣力度所致；净利率为14.3%（+2.6pct），主要系海南子公司15%所得税优惠、首都机场租金减免落地增厚利润，冲淡了疫情影响。
- ◆ **22年一季度：利润率环比上行明显。**Q1 公司毛利率环比提升7.6pct、同比提升5.1pct至34%，主要受到折扣环比收窄叠加旺季销售恢复带动；净利率同比下降2.83pct至14.18%，其中3月单月受疫情影响净利率降至4%，拖累一季度整体表现。



3.1、中国中免：疫情影响存货周转减弱、现金流充足

- ◆ **存货：**2021 年公司存货周转率为 2.61，同比微降0.13pct，主要系品类扩张备货增加所致。1Q22公司存货周转率同比下降0.13pct至 0.54，主要系疫情影响销售、临时闭店等因素导致。
- ◆ **现金流：**2021 年公司经营性净现金流为83.29 亿元，同比基本持平；货币资金达 168.56 亿元，同比增加14.62%，充足的现金流为后续经营打下良好基础。



投资建议

◆ 纺织制造：一季度不是高点

我们认为一季度并非制造板块的景气度高点，需求稳定、产能有序拓张的龙头后续有望逐季提升。判断主要基于：1) 海外需求快速恢复利好全球化产能布局、出口订单占比高的龙头企业；2) 越南局部地区疫情缓解后招工、员工出勤情况有所改善；3) 人民币贬值利好出口占比高的企业；以及4) 棉花价格从去年大幅上涨变为震荡调整，利好中游制造公司利润端改善。建议关注客户优势显著、且限售解禁股价调整后即将迎来买入时机的龙头**华利集团**；以及上游需求改善，客户优化的**健盛集团**，以及份额不断提升，竞争对手受损的背景下相对优势突出的**伟星股份**。

◆ 品牌服饰：底部明确，建议布局

品牌服饰板块底部已现，22年上半年面临前所未有的线下客流大幅减少、线上销售方面物流受损，以及供应链局部受到影响的多重压力，预计自身品牌势能强、且内部运营管理良好的公司将在疫情好转后率先恢复。在整体消费承压背景下建议关注α领跑，品牌力提升显著、当下估值极具性价比的**李宁**。

◆ 免税板块：壁垒深厚，蓄势待发

我们预计随着疫情的改善，免税板块整体有望强势反弹，建议关注品牌招商加快落地、线上一体化建设不断加强免税板块龙头**中国中免**。短期考虑到短期考虑5月海南景区恢复经营，公司海口市国际免税城等加快品牌招商及落地，三亚海棠湾拟引入重奢品牌；线上一体化平台建设继续加强，有望带动销售回升；同时考虑到公司22年发展着重“向管理要效益”，预计全年利润率提升可期。长期来看，尽管2025年有海南全岛封关的预期，但是我们认为，若全岛牌照都放开，则品牌资源、运营能力将成为最核心竞争力，中免领先优势依然突出，壁垒深厚。从估值来看，免税板块疫情负面影响延续，离岸方面国际航班基本仍停摆；离岛方面客流/折扣力度均受到影响，但当前股价已充分反映，建议重点关注。

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。

附录1：品牌服饰细分板块公司

板块	代码	名称	板块	代码	名称	板块	代码	名称
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	箱包	300577.SZ	开润股份	童装	603557.SH	起步股份
	603877.SH	太平鸟		1910.HK	新秀丽		603214.SH	爱婴室
	3998.HK	波司登	高端服饰	603808.SH	歌力思		002875.SZ	安奈儿
	002269.SZ	美邦服饰		603587.SH	地素时尚		002762.SZ	金发拉比
	603196.SH	日播时尚		003016.SZ	欣贺股份	户外	300005.SZ	探路者
	0592.HK	堡狮龙国际		002832.SZ	比音勒芬		002780.SZ	三夫户外
运动服饰	2020.HK	安踏体育		603839.SH	安正时尚		605080.SH	浙江自然
	2331.HK	李宁		603518.SH	锦泓集团	603908.SH	牧高笛	
	1368.HK	特步国际		301088.SZ	戎美股份	内衣	002763.SZ	汇洁股份
	1361.HK	361度		002612.SZ	朗姿股份		603511.SH	爱慕股份
	3818.HK	中国动向		3306.HK	江南布衣		2298.HK	都市丽人
男装	600400.SH	红豆股份	3709.HK	赢家时尚	1388.HK		安莉芳控股	
	600398.SH	海澜之家	家纺	002293.SZ	罗莱生活			
	002029.SZ	七匹狼		002327.SZ	富安娜			
	601566.SH	九牧王		603365.SH	水星家纺			
	002154.SZ	报喜鸟		002397.SZ	梦洁股份			
	1234.HK	中国利郎		003041.SZ	真爱美家			
鞋类	603001.SH	奥康国际						
	603116.SH	红蜻蜓						
	603958.SH	哈森股份						
	1028.HK	千百度						
	0210.HK	达芙妮国际						

附录2：纺织制造细分板块公司

板块	代码	名称	板块	代码	名称
原材料及纺织	000726.SZ	鲁泰A	无纺布	300658.SZ	延江股份
	002042.SZ	华孚时尚		603238.SH	诺邦股份
	601339.SH	百隆东方		000955.SZ	欣龙控股
	603055.SH	台华新材		300877.SZ	金春股份
	603889.SH	新澳股份	代工制造	300979.SZ	华利集团
	002394.SZ	联发股份		603558.SH	健盛集团
	002087.SZ	新野纺织		002003.SZ	伟星股份
	002083.SZ	孚日股份		601718.SH	际华集团
	000850.SZ	华茂股份		002687.SZ	乔治白
	2678.HK	天虹纺织		600137.SH	浪莎股份
	002634.SZ	棒杰股份		600630.SH	龙头股份
	600493.SH	凤竹纺织		603665.SH	康隆达
印染	600987.SH	航民股份		0551.HK	裕元集团
	605189.SH	富春染织		2313.HK	申洲国际
	600448.SH	华纺股份			
	600370.SH	三房巷			

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。