



中信证券研究部

核心观点



冯重光  
纺织服装行业首席  
分析师  
S1010519040006



郑一鸣  
纺织服装分析师  
S1010519120002



郑逸坤  
纺织服装分析师  
S1010522060001

纺织服装纺织服装行业

评级

强于大市 (维持)

**1H22 国产龙头运动品牌在局部疫情反复压力下实现超预期增长，国潮替代叠加消费复苏边际改善，我们看好国产运动龙头品牌对于下半年积极预期的兑现能力。运动鞋服代工厂还需持续观察上下游压力的释放情况，静待海外品牌库存见底和未来各季度财报的业绩指引上调的信号。建议重点关注品牌势能持续向上、长期仍有开店和提价空间且估值具备吸引力的国产品牌以及经营边际改善的零售和代工龙头，重点推荐李宁、波司登、嘉益股份、滔搏、安踏体育、华利集团、台华新材、伟星股份，建议关注申洲国际、特步国际。**

**运动品牌上半年复盘：国产龙头疫情承压下超预期，国潮替代进行时。** 1) 财务：国产龙头疫情承压，超预期增长显韧性。2022H1 李宁/安踏/特步/361 度营收同比+22%/+14%/+37%/+18%，归母净利润同比+12%/-7%/+38%/+37%。龙头品牌在疫情下因渠道分布&产品定位相对承压，均通过合理策略实现超预期增长，也侧面印证了在国产崛起的背景下国产品牌影响力和韧性持续增强。2) 预期：品牌积极展望全年业绩。李宁预期维持全年收入增长高双位数至 20%~30%低段，安踏预计 ANTA 主品牌全年收入增长+20%，FILA 预计下半年流水维持双位数以上增长；特步预期全年营业收入+30%。

**经营复盘：夯实内功，龙头品牌运营精益求精。** 1) 产品：科技+国潮。安踏发力奥运科技，公司计划下半年推出大量奥运科技产品，氮科技持续切入跑步赛道。李宁超轻 19 成为现象级爆款，䨻鞋面科技助力䨻科技再升级，特步发布 160X 3.0 继续做强跑步势能，361 度持续推进跑步、篮球矩阵。2) 营销：绑定赛事和文化资源。李宁坚持专业&潮流&文化三位一体，“日进斗金”等文潮产品持续发力文化国潮；安踏深度挖掘冬奥资源，迪桑特&可隆发力滑雪、户外等新热点；特步持续深耕跑步资源；361 度蓄力杭州亚运会。3) 运营：龙头精益求精。李宁强化精准铺货，渠道持续扩大与提效，上半年新品 3 个月售罄率处在 50%-60% 的高段。存量店铺平均月店效提升 10%-20%低段。安踏持续发力 DTC 转型进程，上半年 DTC 渠道营收同比+79%，占比提升 14.7 pcts 至 49.7%。

**运动行业趋势：国产品牌升级和海外品牌降级并行，国产品牌量价提升。** 根据魔镜市场情报数据，2022 年上半年李宁/安踏 600-1000 元区间天猫淘宝成交价的产品销量同比+87%/108%，Nike/Adidas 高价位产品量价持续下滑。1) 价格提升：魔镜市场情报数据显示，今年 6 月为例，李宁/安踏品牌淘系电商平台月度均价同比增长 15%/28%，比 2019 年 6 月同期增长 21%/41%。2) 销量追赶：根据各公司公告，Adidas 大中华区营收连续 5 个季度下滑，Nike 大中华区近 3 个季度下滑，而国产品牌在疫情压力下，自 2021 年 BCI 事件发生以来表现出色。3) 上游代工：上半年短期补货刺激&成本承压。2022 年上半年华利集团/申洲国际/裕元（制造业务）营收同比+21%/+20%/+14%，主要受益于年初品牌商积极补货以弥补 2021 年下半年供应链紧张，但未来海外库存消化仍需时间。

**A 股纺织上半年表现：疫情&成本上涨等多因素扰动下，制造表现优于品牌。** 上半年中信证券纺服指数公司收入/利润平均增速为 1.6%/-23%（剔除异常值），其中纺织制造公司收入/利润增速为 11%/8%，优于品牌服饰公司表现，主要系 1) 上半年纺织制造企业订单相对饱满，且疫情对生产影响小于对终端品牌的零售的影响。2) 上半年生产成本虽依旧高位，但部分企业 Q1 以来开始与下游协商调价，5 月底以来原材料价格也开始有所下跌。3) 4 月底以来汇率的贬值为部分出口型企业带来利润弹性。4) 部分制造企业近年来积极推进的智能化、数字化改造对生产效率的提升效果逐步体现。各板块中，户外细分板块在全球户外需求高增、渗透率快速提升的背景下表现亮眼，浙江自然/牧高笛/嘉益股份上半年利

润同增 27%/112%/162%。

- **风险因素：**消费下行超预期；局部地区疫情出现反弹；行业竞争加剧；品牌公司线下门店拓展不及预期；制造公司产能释放不及预期等。
- **投资策略。**1H22 国产龙头运动品牌在局部疫情反复压力下实现超预期增长，国潮替代叠加消费复苏边际改善，我们看好国产运动龙头品牌对于下半年积极预期的兑现能力。运动鞋服代工厂还需持续观察上下游压力的释放情况，静待海外品牌库存见底和未来各季度财报的业绩指引上调的信号。综合来看，我们建议重点关注品牌势能持续向上、长期仍有开店和提价空间且估值具备吸引力的国产品牌以及经营边际改善的零售和代工龙头，重点推荐李宁、波司登、嘉益股份、滔搏、安踏体育、华利集团、台华新材、伟星股份，建议关注申洲国际、特步国际。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
李宁	2331.HK	70.30	1.82	2.29	2.94	3.67	39	31	24	19	买入
安踏体育	2020.HK	95.10	3.37	3.61	4.51	5.56	28	26	21	17	买入
滔搏	6110.HK	6.05	0.46	0.55	0.50	0.57	13	11	12	11	买入
申洲国际	2313.HK	80.00	2.66	3.70	4.29	5.40	30	22	19	15	买入
华利集团	300979.SZ	59.50	2.37	2.92	3.49	4.17	25	20	17	14	买入
台华新材	603055.SH	11.30	0.53	0.59	0.92	1.30	21	19	12	9	买入
盛泰集团	605138.SH	12.40	0.52	0.74	0.93	1.16	24	17	13	11	买入
浙江自然	605080.SH	61.92	2.17	2.76	3.62	4.46	29	22	17	14	买入
伟星股份	002003.SZ	11.61	0.43	0.55	0.63	0.71	27	21	18	16	买入
嘉益股份	301004.SZ	34.45	0.82	1.59	2.02	2.65	42	22	17	13	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价；安踏体育、李宁、滔搏、申洲国际收盘价与 EPS 为港元，其余公司为人民币

## 目录

运动品牌 1H22：本土品牌普遍强势，验证景气度和格局优化延续.....	6
财务分析：疫情承压，本土品牌龙头突出.....	6
经营分析：国潮+科技特色突出，国产龙头韧性向上.....	13
复盘 1H 22：国潮依旧，疫情之下显韧性.....	19
运动代工 1H22：下半年静待上下游压力缓解.....	22
财务分析：上半年下游品牌短暂补货，整体成本端承压.....	22
复盘 1H 22：上游成本上升，下游需求波动.....	24
A 股纺服 1H22：疫情&成本上涨等多因素扰动下，制造表现优于品牌.....	27
风险因素.....	30
投资策略.....	30

## 插图目录

图 1: 2018H1-2022H1 年运动公司整体收入规模对比 (亿元)	7
图 2: 2018H1-2022H1 年运动公司净利润对比 (亿元)	7
图 3: 2019H1-2022H1 年运动公司营收增速	7
图 4: 2019H1-2022H1 年运动公司净利润增速	7
图 5: 各细分国内与海外品牌营收增长情况 (%)	7
图 6: 各运动品牌门店情况	8
图 7: 2022H1 各运动品牌线上营收同比增长率	8
图 8: 各运动品牌线上收入占比	8
图 9: 2022 年 1-8 月国内外棉价 (元/吨)	9
图 10: 李宁每半年折扣率变化情况 (百分点)	9
图 11: 各运动品牌毛利率情况	9
图 12: 各运动品牌净利率情况	9
图 13: 各运动品牌管理费用情况	10
图 14: 各运动品牌销售费用情况	10
图 15: 各运动品牌广告及宣传费用率情况	10
图 16: 各运动品牌研发费用率情况	10
图 17: 各品牌经营性现金流净额 (亿元) 情况	11
图 18: 2022H1 各品牌经营性现金流净额 (亿元) 与净利率	11
图 19: 各运动品牌存货周转天数情况	11
图 20: 各运动品牌应收账款周转天数情况	11
图 21: 李宁渠道库存库龄结构	12
图 22: 李宁公司库存库龄结构	12
图 23: 李宁商品运营情况	12
图 24: 李宁商品库存情况	12
图 25: 安踏上半年重点产品	13
图 26: 李宁上半年重点产品	13
图 27: 8 月: 安踏创新科技大会联合华为发布奥运冠军跑鞋	14
图 28: 7 月: 2022 秋季篮球鞋新品发布会上, 李宁篮球鞋产品矩阵	14
图 29: 特步上半年重点产品	14
图 30: 361 度重点产品	14
图 31: 国潮配色与 IP 联名已经成为行业标配	14
图 32: 安踏为北京冬奥会官方合作伙伴	15
图 33: 李宁“日进斗金”文化系列	15
图 34: 特步上半年新开设: 广州天河体育中心跑步俱乐部	16
图 35: 361 度 AG 系列篮球鞋亚运会配色	16
图 36: 李宁上半年商品运营情况	16
图 37: 李宁上半年渠道拓展升级情况	16
图 38: ANTA 分部 DTC 营收占比	17
图 39: FILA 及其他品牌 (以迪桑特&可隆为主) 经营溢利率	17
图 40: 特步门店情况 (间)	18
图 41: 公司专业运动 (索康尼、迈乐) 品类营收情况	18
图 42: 公司新增门店城市层级分布	18

图 43: 公司线上渠道营收占比.....	18
图 44: 淘宝天猫运动鞋品类 1H21vs1H22 各价格区间销售额同比 .....	19
图 45: 淘宝天猫运动鞋品类 1H21vs1H22 各价格区间销售额同比 .....	19
图 46: 各品牌电商平台份额变化情况.....	19
图 47: 各运动品牌淘系电商平台流水增速情况 .....	20
图 48: 各运动品牌淘系电商平台均价 (元/每件) .....	20
图 49: 各公司营收增速对比 .....	21
图 50: 各赛道线下营业门店数量环比变化情况统计 .....	21
图 51: 社零与 CPI 变化情况.....	22
图 52: 6-7 月营业门店开关幅度 (单位: %) .....	22
图 53: 2018H1-2022H1 年运动代工公司整体收入规模对比 (亿元) .....	23
图 54: 2018H1-2022H1 年运动代工公司净利润模对比 (亿元) .....	23
图 55: 2018H1-2022H1 年营收增速 .....	23
图 56: 2018H1-2022H1 年利润增速 .....	23
图 57: 各运动代工企业毛利率情况 .....	24
图 58: 各运动代工企业净利率情况 .....	24
图 59: 各运动代工企业管理费用率 .....	24
图 60: 各运动代工企业销售费用率 .....	24
图 61: 2022 年 1-8 月布伦特原油期货价格 (美元/桶) .....	25
图 62: 2022 年 1-8 月粘胶短纤价格 (元/每吨) .....	25
图 63: 2022 年 1-8 月国内外棉价 (元/吨) .....	25
图 64: 美国服装库存销售情况.....	26
图 65: 2022 年上半年产业用纺织品行业国内、国际市场需求情况 .....	26
图 66: 2022 年上半年产业用纺织品行业企业在手订单情况(按企业规模划分).....	27
图 67: 各赛道线下营业门店数量与变化情况统计.....	29
图 68: 6-7 月营业门店开关幅度 (单位: %) .....	29
图 69: 受访企业行面临的主要困难 .....	30
图 70: 受访企业行面临的主要外部挑战 .....	30

## 表格目录

表 1: 各运动品牌下半年业绩指引 .....	12
表 2: 品牌服饰板块个股业绩变动 .....	28
表 3: 纺织制造板块个股业绩变动 .....	28

## 运动品牌 1H22：本土品牌普遍强势，验证景气度和格局优化延续

**财务分析：局部疫情下承压，本土品牌龙头突出**

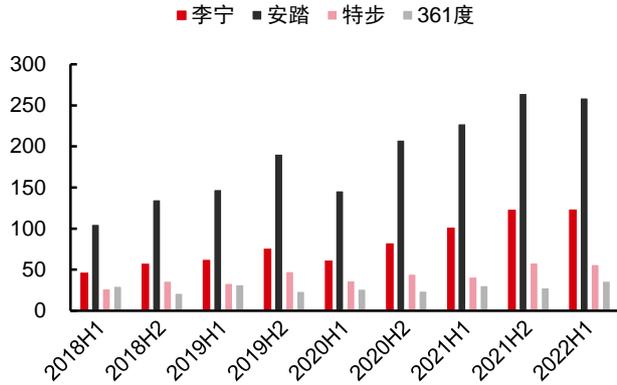
**收入端分析：龙头品牌在疫情压力下实现超预期表现**

局部疫情影响了品牌正常的增长节奏，但本土品牌普遍表现出强劲的韧性。2022 上半年，李宁/安踏/特步/361 度营收同比+22%/+14%/+37%/+18%，归母净利润同比+12%/-7%/+38%/+37%，皆好于市场的预期。龙头品牌在局部疫情下因渠道分布&产品定位相对承压，一二线城市上半年经营受局部疫情扰动影响较为明显。而去年三季度江苏疫情带来的低基数也给今年下半年良好的恢复增长奠定了基础。

海外品牌持续受挫，Adidas 中华区下滑明显。Adidas 上半年大中华区销售额同比下滑-35%，营业利润同比下滑-57%，Nike 第三、四财季（12-2 月，3-5 月）大中华区总销售额下降-5%/-19%。

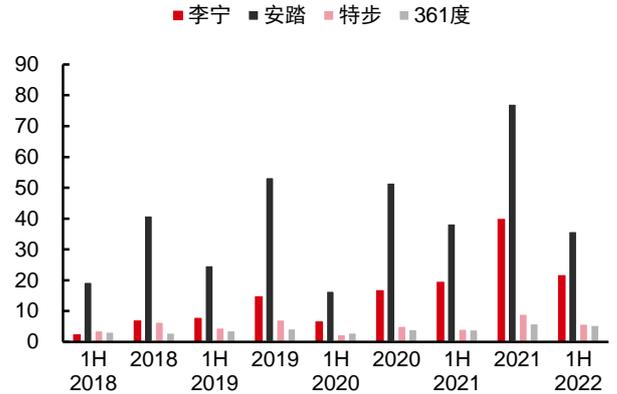
- **李宁：主品牌韧性增长，童装成意外之喜。**公司 2022H1 收入/净利润分别同比+21.7%/+11.6%，今年上半年的局部疫情与去年上半年的高基数均对今年业绩增长造成压力，公司凭借积极补货以及精细化运营管理实现超预期增长。上半年童装流水同比+40%~50%，单价提升 10%~20%低段，连带率提升 10%-20%中段，同店销售同比增长 10%~20%低段，有望在未来单店模型跑通后进入开店周期。
- **安踏：主品牌 DTC 效率提高，FILA 持续平稳调整，迪桑特&可隆受行业热点催化。**分品牌看，上半年安踏/FILA/其他品牌收入分别同比+26.3%/-0.5%/+29.9%。安踏大装上半年流水中单位数增长，和收入增速的差异主要就是 DTC 带来的效率提升。FILA 持续调整中，在局部疫情对高线城市持续影响的背景下，保持持平微降，跑赢国际品牌，考虑到 2H21 年的低基数，下半年有望有所改善。迪桑特与可隆在滑雪&户外热的催化下快速增长，各项经营指标有所改善。
- **特步：局部疫情冲击下收入相对受益，库存因疫情波动。**主品牌/童装 H1 收入同比+36.2%/84.2%，在局部疫情下因渠道分布&产品定位相对受益，取得良好表现。儿童业务高速增长，主因在儿童体育热潮下，公司精准推出特步 100 等校园运动产品与体考产品。公司上半年因物流受阻未发出的库存，下半年有待持续清理。
- **361 度延续复苏增长，童装和电商受益品牌改善快速增长。**1H22/2021 营收同比+16%/+18%，净利润同比+45%/+37%。主要由于是品牌力和产品力向上复苏所驱动，美元债的清偿也助力公司净利润的提升。童装和电商受益品牌改善快速增长，1H22/2021 营收分别同比增长+37%/+60%。

图 1：2018H1-2022H1 年运动公司整体收入规模对比（亿元）



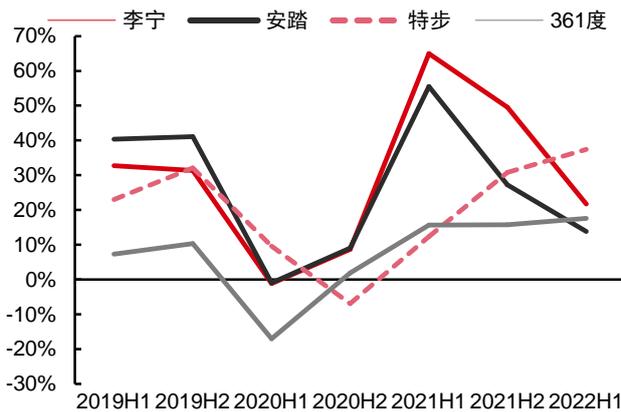
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 2：2018H1-2022H1 年运动公司净利润对比（亿元）



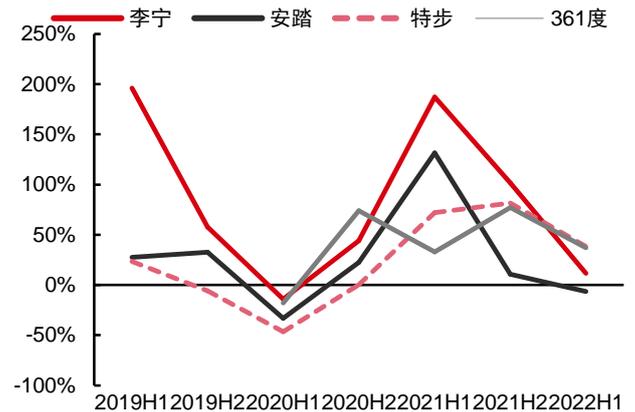
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 3：2019H1-2022H1 年运动公司营收增速



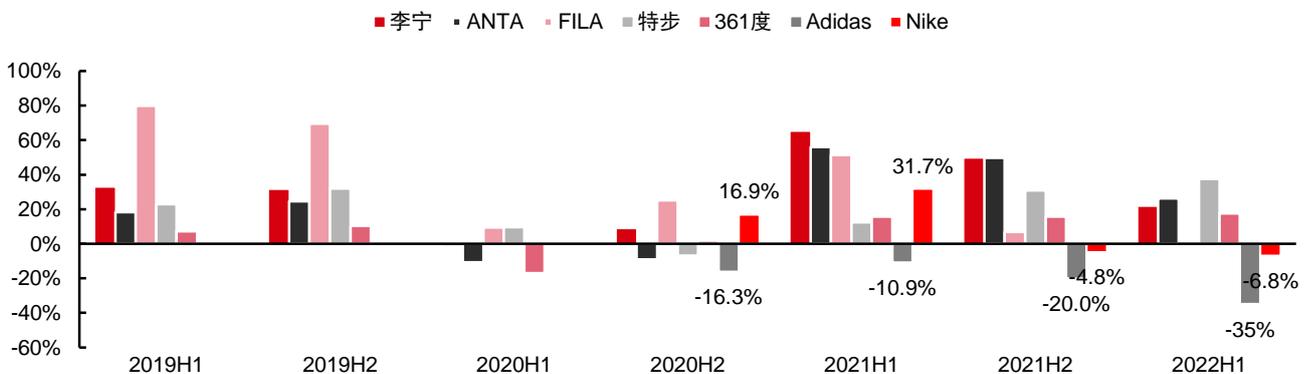
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 4：2019H1-2022H1 年运动公司净利润增速



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

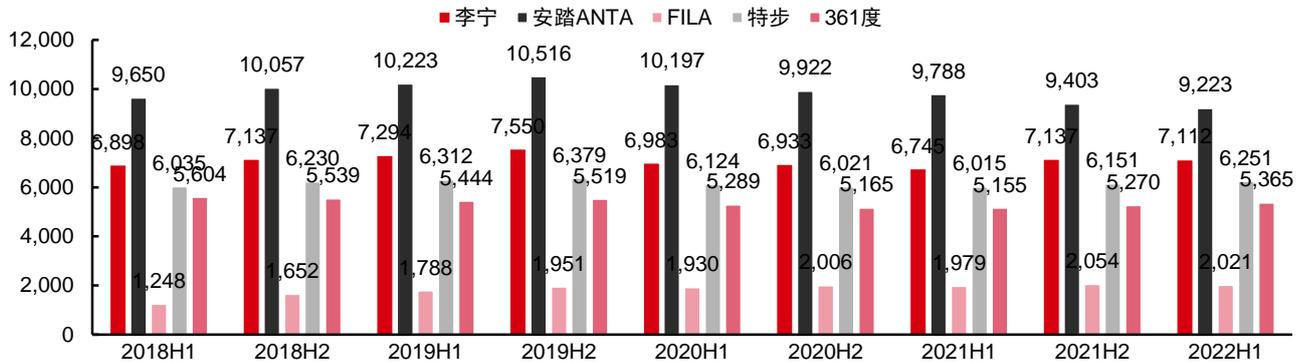
图 5：各细分国内与海外品牌营收增长情况（%）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：为方便对比，Nike 为实际年度，例如 2022Q1 为 2021 年 12 月-2022 年 2 月数据

**线下门店：龙头门店扩张、局部疫情下承压，二线梯队延续扩张。**2022 年上半年，李宁/安踏/Fila/特步/361 度门店净变化-25/-180/-33/100/95。根据历史经验来看，李宁开店往往在下半年，安踏积极推进门店结构的优化升级，二线品牌受益低线市场竞争压力缓解，扩店开店节奏较为顺利。

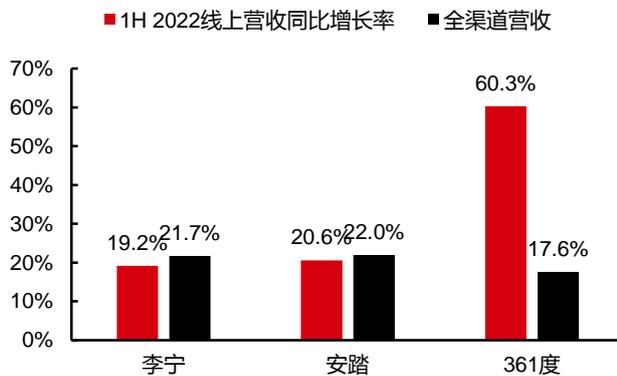
图 6：各运动品牌门店情况



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

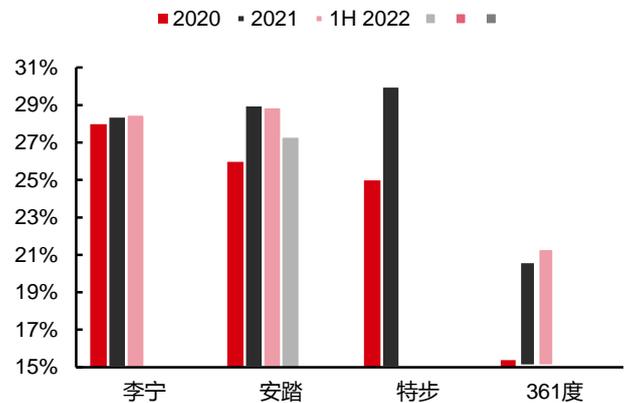
**线上：上半年保持稳定增长。**根据各公司公告，2022 年上半年，李宁/安踏/361 度线上营收占比 28.5%/28.9%/21.4%，电商营收规模同比+19.2%/+20.6%/+60.3%，头部品牌由于线上占比较高，线上营收与集团营收同步增长。

图 7：2022H1 各运动品牌线上营收同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 8：各运动品牌线上收入占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

**盈利端分析：毛利率受疫情影响略有下行，净利率受益费用优化降幅较毛利率有所收窄**

毛利率整体保持稳定，受疫情影响略有下行。2022 上半年，李宁/安踏/特步/361 度毛利率同比-5.9 pcts/-1.1 pcts/+0.2 pct/-0.3 pct，至 50.0%/62.0%/42.0%/41.5%，整体受到疫情影响。

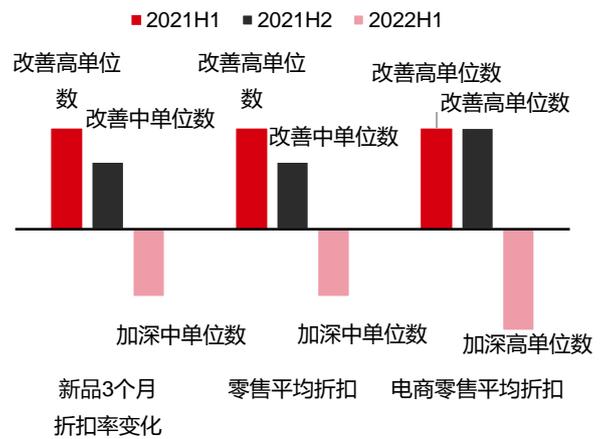
- **李宁：成本和折扣拖累毛利率。**其中李宁毛利率大幅下降主要源于原材料成本上升和折扣的变化上，受疫情影响进行了库存清理导致毛利率下降，我们预计在下半年不利因素出清后，将会迎来改善。
- **安踏：DTC 提升利好毛利，FILA 仍处于调整期。**安踏/FILA/其他品牌毛利率分别同比+2.3pcts/-3.7pcts/+3.7pcts，其中 FILA 品牌受折扣加深与成本上升等负面因素影响毛利率有所下滑，安踏品牌在 DTC 带动下毛利率同比提升。
- **特步、361 疫情终端影响小，毛利率保持稳定。**特步、361 度以经销商渠道为主，且价格产品定位略低于头部品牌，毛利率因而低于头部品牌。

图 9：2022 年 1-8 月国内外棉价（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部 截止 08.26 日

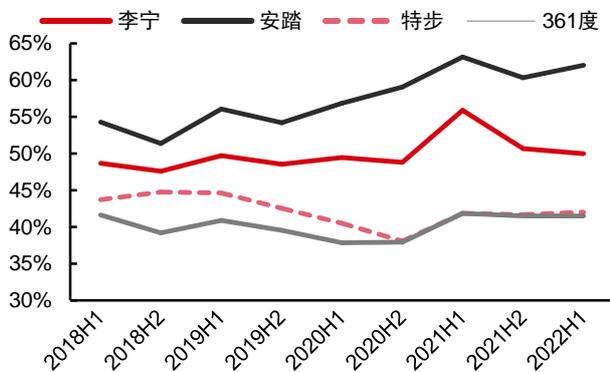
图 10：李宁每半年折扣率变化情况（百分点）



资料来源：李宁公司公告，中信证券研究部

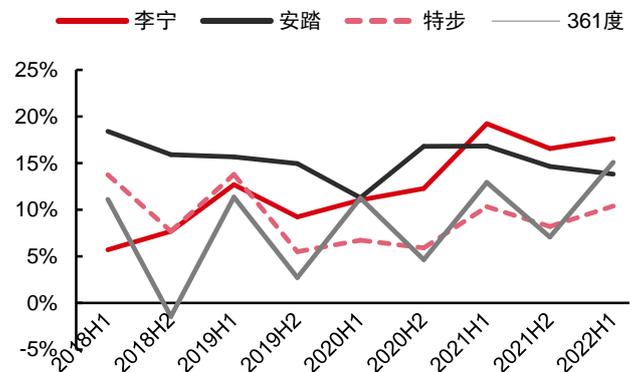
**净利润率受益费用优化，疫情下整体降幅相较毛利率有所收窄。**2022 上半年，李宁/安踏/特步/361 度归母净利润率同比 -1.6 pcts/-3.1 pcts/+0.2 pct/1.3 pcts，至 17.5%/12.7%/10.3%/16.2%；整体受到疫情影响，其中安踏由于冬奥会带来的大量营销投入和疫情内，短期内净利率有所下滑，我们预计下半年会有所改善。

图 11：各运动品牌毛利率情况



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

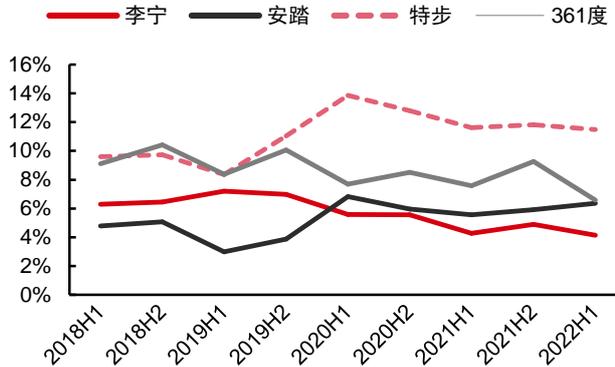
图 12：各运动品牌净利率情况



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

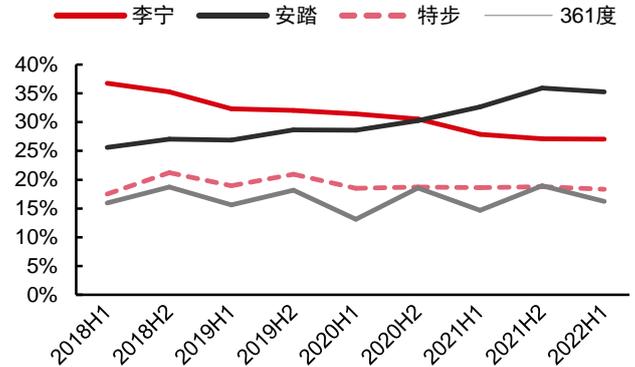
**费用率：整体保持平稳优化，安踏&361 度营销发力：**根据各公司公告显示，上半年各品牌受疫情影响，费用率情况在疫情压力下稳中有降，其中安踏、361 度销售费用率均有上升，安踏是受到了冬奥营销的影响，361 度则处于品牌复苏上升期，加大了公司营销投入，安踏/361 度上半年 A&P 费用率同比+0.9pct/+1.2 pcts 至 10.0%/9.2%。

图 13：各运动品牌管理费用情况



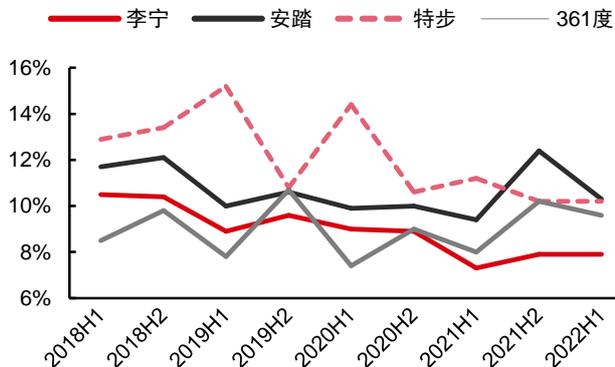
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 14：各运动品牌销售费用情况



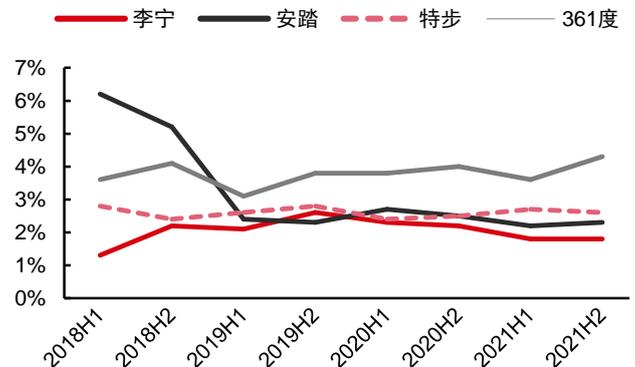
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 15：各运动品牌广告及宣传费用率情况



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 16：各运动品牌研发费用率情况

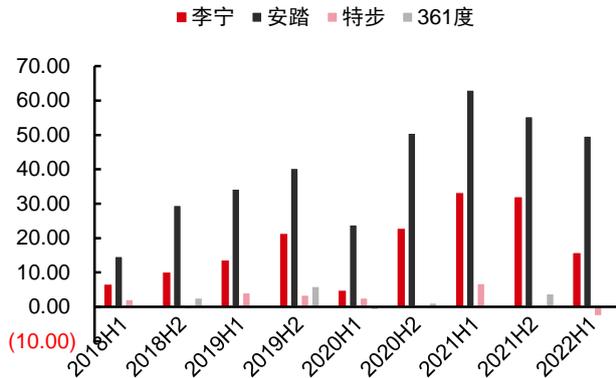


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 经营现金流分析：整体经营受局部疫情影响

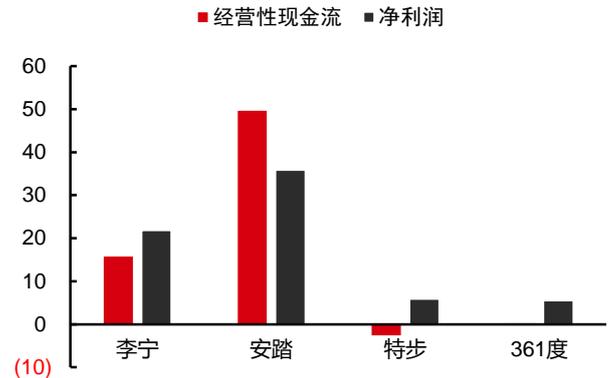
上半年本土运动品牌整体经营稳健，经营性现金流基本匹配净利润增长，其中特步主要受局部疫情干扰物流导致库存积压的影响，经营性现金流同比-139%，安踏/李宁受到上半年高线城市疫情封锁以及去年上半年高基数的影响，经营性现金流净值分别同比-52%/21%；361 度受益于美元债务清偿完毕以及品牌复苏进程，经营性现金流由负转正。

图 17: 各品牌经营性现金流净额 (亿元) 情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 18: 2022H1 各品牌经营性现金流净额 (亿元) 与净利润

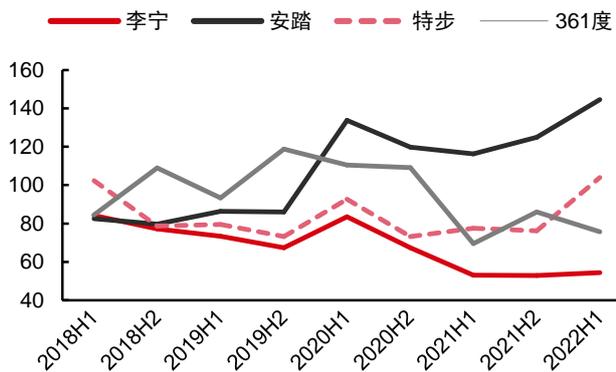


资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

### 营运情况分析: 龙头品牌局部疫情下表现出经营韧性

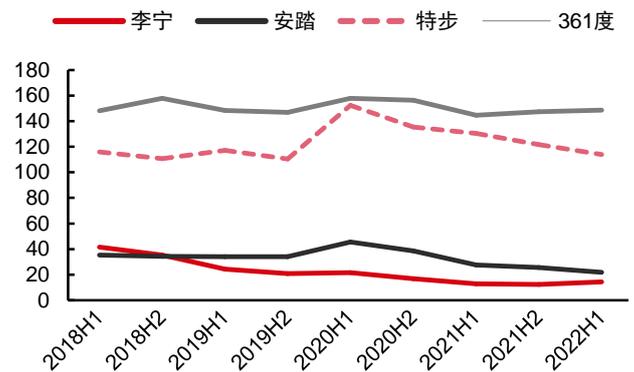
**营运情况: 各品牌表现分化。1) 李宁: 营运情况保持稳定, 显示局部疫情下的经营韧性。** 1H22 李宁存货/应收账款周转天数同比+1/+1 天。李宁通过有效的商品管理, 在公司整体库存涨价 50%的基础上, 新旧品结构在持续优化, 12 个月以上库存占比下降中单位的百分点。**2) 安踏: 局部疫情&DTC 转型拉高周转天数。** 1H22 安踏存货/应收账款周转天数同比+28/-6 天, 受疫情&DTC 转型收回零售库存影响。**3) 特步: 局部疫情下工厂发货受阻, 存货积累。** 1H22 特步存货/应收账款周转天数同比+29/-5 天, 主因上半年受局部疫情影响地区未发货, 时尚运动品牌海外客户订单受供应链扰动未及时发出。**4) 361 度品牌改善, 延续 2021 年营运优化进程。** 1H22 361 度存货/应收账款周转天数同比-11 /+1 天。

图 19: 各运动品牌存货周转天数情况



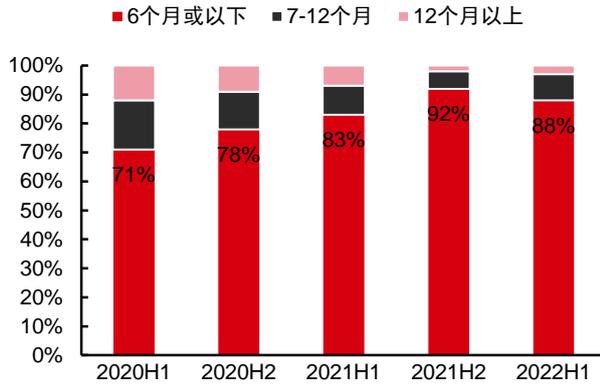
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 20: 各运动品牌应收账款周转天数情况



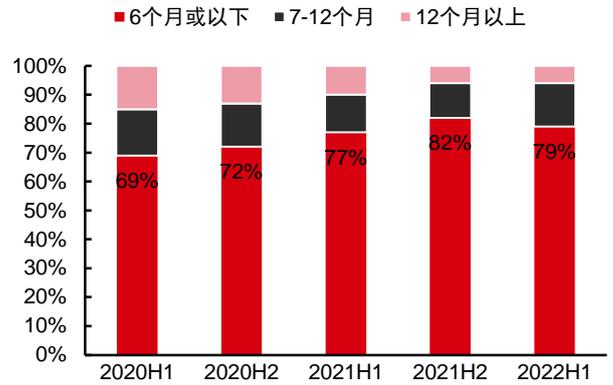
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 21: 李宁渠道库存库龄结构



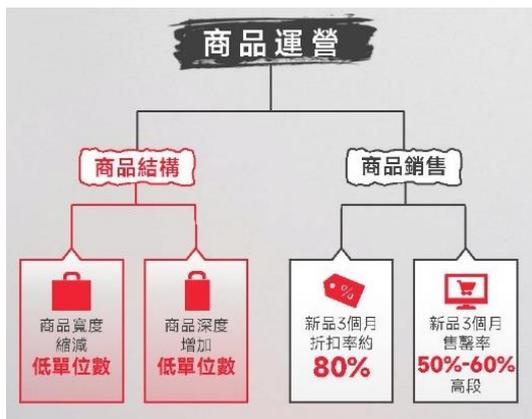
资料来源: 李宁公司公告, 中信证券研究部

图 22: 李宁公司库存库龄结构



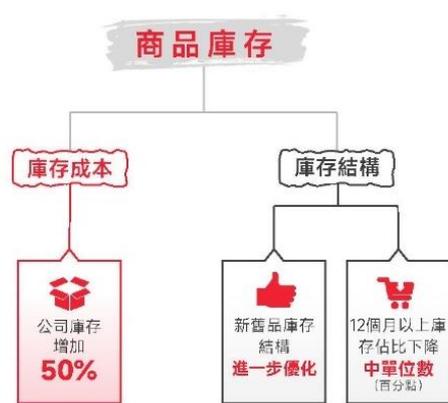
资料来源: 李宁公司公告, 中信证券研究部

图 23: 李宁商品运营情况



资料来源: 李宁公司公告

图 24: 李宁商品库存情况



资料来源: 李宁公司公告

**业绩指引: 各品牌积极展望下半年增长情况。**根据其 2022 年中报业绩交流电话会, 李宁/安踏 Anta/特步预计全年营收分别增长高双位数至 20%~30%低段/20%/双位数以上/30%。

表 1: 各运动品牌下半年业绩指引

公司	下半年业绩指引
李宁	公司面对下半年多变的外部环境, 仍有信心维持全年收入增长高双位数至 20%~30%低段, 净利率达高双位数的业绩指引。
安踏	公司预计安踏品牌 H2 流水表现+10%, 全年收入在 DTC 贡献减少的情况下目标+20%, 且 OPM 预计改善; FILA 品牌经历疫情冲击逐步进入下半年的低基数期, 公司预计流水有双位数以上增长。Amer 全球业务持续复苏, 公司预计全年贡献 1 亿元净利润。
特步	2022 全年营业收入+30%, 集团全年利润率预计下滑 0.3pct~0.5pct。
Adidas	公司预计大中华区全年实现两位数下降
Nike	公司预计大中华区销售以美元计价保持持平或略微增长, 汇率的影响大致在 5 pcts 左右

资料来源: 各公司公告、中期业绩交流电话会, 中信证券研究部

## 经营分析：国潮+科技特色突出，国产龙头韧性向上

### 产品研发：深耕科技属性，“国潮+联名”拓宽影响

科技属性持续增强，跑步领域竞争持续深化，国潮配色+联名成为行业主流

- ① **李宁：“䨻”科技再升级，䨻丝鞋面科技问世，超轻 19 成为爆款，积极拓展女子健身品类。**上半年继续以李宁䨻轻弹科技为核心，为其搭配最新的䨻丝鞋面科技超轻 19 跑鞋成为现象级单品（上半年销售解决 200 万双）；驭帅䨻系列持续发售新主题配色，推出 leggings 系列（揉柔裤、翘俏裤）。加速布局女子健身领域。7 月李宁召开 2022 秋季篮球鞋新品发布会，推出韦德之道 10、WOW Infinity 3.0、李宁 JB1 等新款球鞋，受到广泛关注。
- ② **安踏：冬奥科技大赚眼球，下半年预计推出相关产品。主品牌-深度发力奥运科技与氮科技；**上半年安踏国家队以及奥运相关系列产品引人注目，北京冬奥会特许商品国旗款系列、谷爱凌龙纹滑雪服、马赫 2.0 跑鞋吸引关注，8 月安踏推出与华为联合发布的奥运冠军跑鞋，并宣布使用安踏“冰肤科技”和“炽热科技”的服饰类产品也将陆续发售。迪桑特&可隆则借助滑雪&户外热度持续发力。
- ③ **特步：深耕跑步领域，推出 160X3.0，以及大众跑步运动产品。**上半年特步推出覆盖专业到大众线系列产品：新一代马拉松专业跑鞋 160X3.0、更适合日常跑步的减震旋 9.0 和破风背心。
- ④ **361 度：发力跑步与篮球中高端领域。**跑步方面推出飞燃、飞燃 ST、飞飏碳板竞速跑鞋矩阵，覆盖各级别跑步人群；篮球方面，利用 NBA 签约资源推出 AG 系列、Big 3 系列中高端爆款篮球鞋，并推出亚运会配色。

图 25：安踏上半年重点产品



资料来源：安踏公司官网，官方微信公众号，天猫旗舰店，中信证券研究部

图 26：李宁上半年重点产品



资料来源：李宁公司官网，官方微信公众号，天猫旗舰店，中信证券研究部

图 27：8 月：安踏创新科技大会联合华为发布奥运冠军跑鞋



资料来源：安踏公司官网

图 28：7 月：2022 秋季篮球鞋新品发布会上，李宁篮球鞋产品矩阵



资料来源：李宁微信公众号

图 29：特步上半年重点产品



资料来源：特步官网、官方微信公众号、天猫旗舰店，中信证券研究部

图 30：361 度重点产品



资料来源：361 度官网、官方微信公众号、天猫旗舰店，中信证券研究部

图 31：国潮配色与 IP 联名已经成为行业标配



资料来源：特步官网、官方微信公众号、天猫旗舰店，中信证券研究部

**营销策略：安踏深度绑定冬奥资源，李宁坚持文化破圈，特步强化跑步属性，361 度蓄力亚运会**

- ① **李宁-专业、潮流、文化三位一体。**
  - ①**专业：签约运动员+绑定专业人士。**例如篮球品类持续扩大强化 NBA 代言阵容，瑜伽等新品类则通过与瑜伽、混合体能、舞蹈专业的场馆、教练、老师和 KOL 合作，打造女子健身专业产品口碑。
  - ②**潮流：以中国李宁为抓手，多样化潮流联名：**上半年中国李宁“无聊猿”系列以“无聊不无聊”为主题，在北京三里屯打造限时快闪活动。
  - ③**文化：深入传统文化内涵。**持续推进“日进斗金”系列，以中国传统节日、文化、品牌历史为切入点，强化消费者对产品所承载文化的体验感。
  
- ② **安踏-上半年深度发力奥运优质资源，户外运动群紧抓行业热度：**
  - ①**专业运动-安踏 ANTA 深度绑定冬奥资源。**安踏作为中国奥委会合作伙伴，持续为 22 支中国国家代表队提供运动装备，2022 年北京冬奥会期间持续大放异彩。合作代言运动员谷爱凌等人奥运战绩优异，持续吸睛，谷爱凌慈善跑活动更是带动“马赫 2.0”新跑鞋热度。
  - ②**时尚运动-社媒营销引发话题热度：**推出“FILA 拿铁女孩”网上热门话题。
  - ③**户外运动-发力行业热点。**Decente 专业滑雪装备发力冰雪运动，签约彭于晏为最新产品代言人，KOLON 发力户外及女性运动热点，KOLON ROAD LAB 持续举办户外主题活动，并在三八女王节活动通过代言人刘诗诗为品牌树立可隆女子独特形象。
  
- ③ **特步-继续加强在马拉松赛事的资源优势，**2022 年 4 月，在杭州举行的马拉松世界锦标赛暨亚洲运动会选拔赛中，前六名选手包括杨绍辉、仁青东知布及董国建，均穿著“160X”系列并取得令人满意的佳绩。上半年新设 11 家特步跑步俱乐部，俱乐部总数至 41 家。
  
- ④ **361 度-蓄力亚运会，注重年轻&运动&潮流：**连续赞助四届亚运会，亚洲奥林匹克理事会特别授予 361° 集团“亚运会杰出贡献奖”。这是有史以来首次授予企业此项荣誉。公司为其旗舰产品 AG1 PRO 篮球鞋，打造了三款全新的杭州亚运专属配色。三款配色取名“良渚、杭罗和汉服”，展现了公司设计的注重年轻&运动&潮流的国风基因。

图 32：安踏为北京冬奥会官方合作伙伴



资料来源：安踏官网

图 33：李宁“日进斗金”文化系列



资料来源：李宁官网

图 34：特步上半年新开设：广州天河体育中心跑步俱乐部



资料来源：大众点评网

图 35：361 度 AG 系列篮球鞋亚运会配色



资料来源：361 度公司官网

### 运营效率：头部品牌加深精细化运营水平，二线梯队渠道扩张与升级

回顾 2022 年上半年，各运动品牌继续在运营方面夯实经营内功，龙头品牌不断探索大店与渠道的高效运营，具体来看：

**李宁：持续优化库存商品规划能力，坚持开大店新店，深化打磨大店运营模式。**

- **商品管理-精准铺货**，通过商品、促销推广、卖场销售三大业务板块的协同整合，实现更精准的铺货能力，商品宽度缩减单低位数，商品深度增加单低位数。新品 3 个月售罄率处在 50%-60% 的高端。
- **渠道拓展-持续开拓新店、大店**：上半年存量店铺总面积增加 20-30% 低段，平均面积约 220 平方米，上半年新开门店超过 240 家，平均面积达 320 平方米。
- **店铺运营-持续打磨大店经营模型**，以“搭建总部平台”“提升店铺经营效率”和“构建标准化零售运营体系”三个方向，推进大店整体经营模式的实践，上半年平均月店效提升 10%-20% 低段，300 平方米以上大店流水占比提升高单位数百分点，购物中心流水贡献提升高单位数百分点。

图 36：李宁上半年商品运营情况



资料来源：李宁公司公告

图 37：李宁上半年渠道拓展升级情况

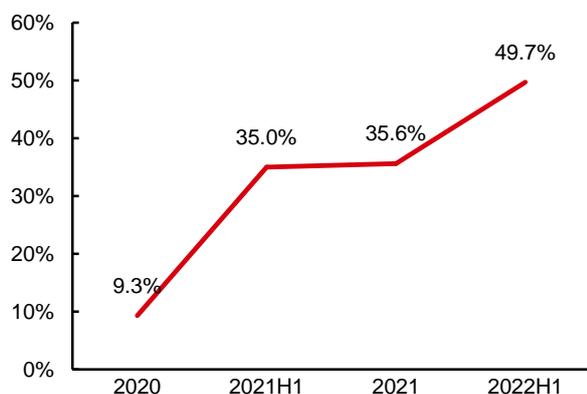


资料来源：李宁公司公告

**安踏：主品牌持续推进 DTC 进程，户外品牌群抓住行业热点机遇。**

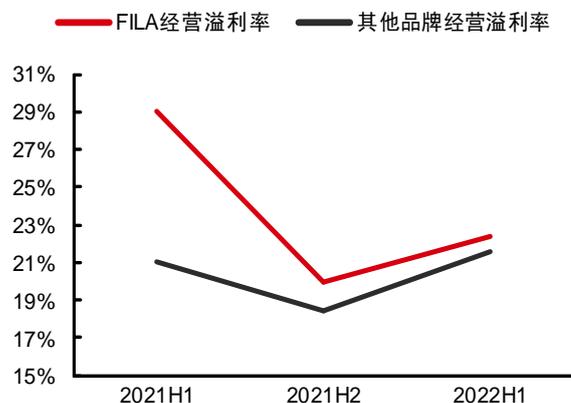
- **专业运动品牌：深化 DTC，追求高效经营。**安踏主品牌 2022 上半年 DTC 渠道营收占比提升 14.7 pcts 至 49.7%，当前在 DTC 模式下，总计约 6,600 家安踏及安踏儿童门店中，约有 52% 直营，并于上半年开设“安踏冠军店”持续入驻多个一二线城市核心商圈。
- **时尚运动品牌：FILA 费用节约，持续调整。**当前 FILA 调整初现成效，通过折扣坚守、费用节约与库存管理，FILA 营业利润率环比+2.5 pcts 至 22.5%。
- **户外运动：稳步拓展。**迪桑特 DESCENTE 与可隆体育 KOLON SPORT 在疫情之下保持强劲增长，2022 上半年安踏旗下除 Anta、FILA 外所有其他品牌收益同比增长 29.9% 至 18.28 亿。迪桑特新增门店 31 家。

图 38：ANTA 分部 DTC 营收占比



资料来源：安踏公司公告，中信证券研究部

图 39：FILA 及其他品牌（以迪桑特&可隆为主）经营溢利率

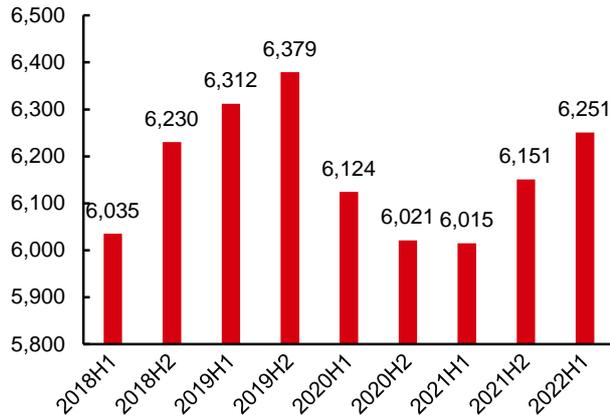


资料来源：安踏公司公告，中信证券研究部

**特步：坚持开大关小挺进一线，疫情期间灵活调整销售**

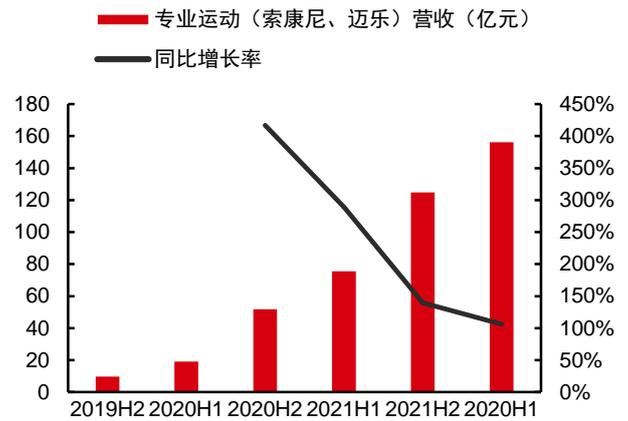
- **渠道拓展-持续开大关小，聚焦大店好商圈，**公司上半年新增店铺 100 家，从主力的 3~5 线城市转向 2~3 线城市，同时在部分 1 线城市开店，并尝试与国际品牌地区经销商展开合作，加速挺进高线市场。
- **渠道调整-疫情期间灵活调整。**疫情期间主品牌受影响小，但索康尼等高端品牌受较大影响，公司一方面推动电子商务加以销售，另一方面利用特步主品牌协同效应，通过特步俱乐部推广索康尼产品，因此索康尼上半年收入实现翻倍。

图 40: 特步门店情况 (间)



资料来源: 特步公司公告, Wind, 中信证券研究部

图 41: 公司专业运动 (索康尼、迈乐) 品类营收情况

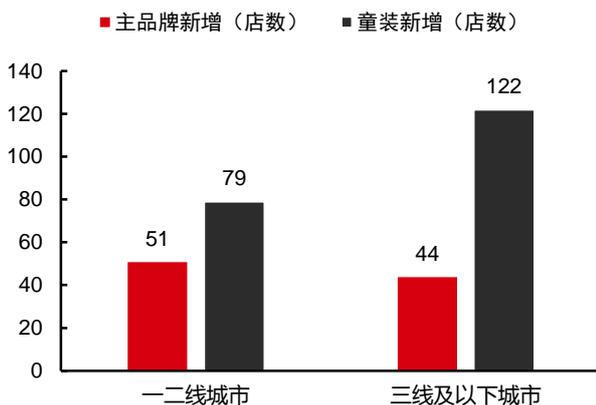


资料来源: 特步公司公告, 中信证券研究部

### 361 度: 重启扩店规划, 电商高速增长

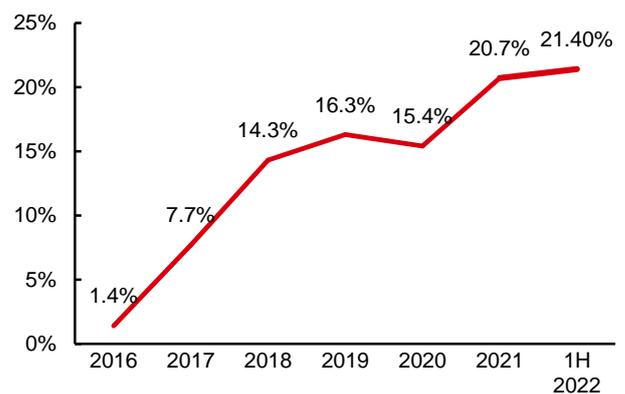
- **重启扩店增长, 低线为主。**公司 2022H1/2021 年主品牌门店 5365/5270 家, 实现近 6 年门店数量首次正增长。上半年主品牌/童装新增店铺 95/201 家, 其中一二线城市 51/79 家, 三线及以下城市 44/122 家。
- **电商渠道高速增长, 占比快速追赶同行。**2022 年上半年电商营收同比增长 60.3%, 电商营收占比 21.4%, 同比提升 6.0pcts。 电商一季度零售额录得同比增长 40%-50%, 第二季度录得同比增长约 40%。

图 42: 公司新增门店城市层级分布



资料来源: 361 度公司公告, 中信证券研究部

图 43: 公司线上渠道营收占比



资料来源: 361 度公司公告, 中信证券研究部

## 复盘 1H 22：国潮依旧，疫情之下显韧性

国潮崛起：BCI 事件之后，国产替代趋势明显。

- 1) **国产品牌升级与海外品牌降级并行。**根据魔镜市场情报数据，2022 年上半年国产龙头品牌持续升级趋势，李宁/安踏 600-1000 元区间天猫淘宝成交价的产品销量同比+87%/108%，海外品牌持续降级，Nike/Adidas 高价位产品量价持续下滑。

图 44：淘宝天猫运动鞋品类 1H21vs1H22 各价格区间销售额同比

1H21vs1H22 各价格区间销售额同比				
价格：	0~300	300~600	600~1000	>1000
Nike	17.5%	-1.7%	0.9%	-8.5%
Adidas	-1.6%	-14.0%	-34.7%	-24.3%
李宁	5.4%	23.2%	86.8%	107.3%
安踏	-11.9%	65.8%	108.1%	-10.3%
FILA	14.5%	5.0%	29.2%	117.3%
特步	-12.1%	130.2%	93.6%	15.4%
361°	3.9%	157.0%	309.6%	-10.6%
匹克	-3.3%	-24.4%	-19.9%	-64.0%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

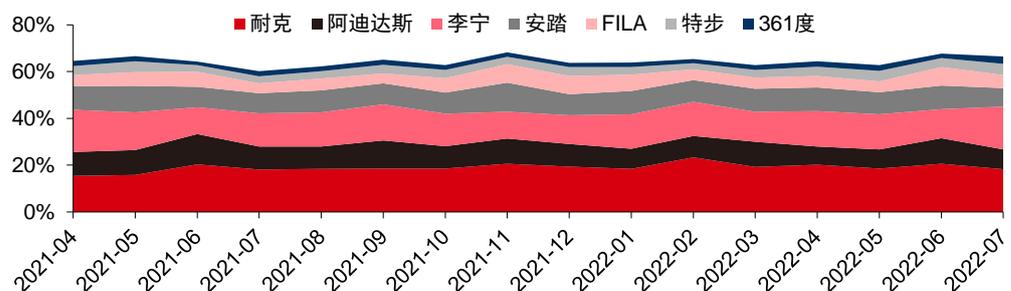
图 45：淘宝天猫运动鞋品类 1H21vs1H22 各价格区间销量同比

1H21vs1H22 各价格区间销量同比				
价格：	0~300	300~600	600~1000	>1000
Nike	10.1%	-1.0%	-0.8%	-4.4%
Adidas	-7.6%	-14.7%	-34.2%	-30.4%
李宁	-8.5%	17.1%	88.8%	122.1%
安踏	-22.4%	65.6%	108.0%	-31.5%
FILA	19.2%	4.5%	28.5%	127.5%
特步	-20.4%	121.3%	128.7%	6.3%
361°	-4.5%	166.6%	278.6%	-41.9%
匹克	-10.2%	-28.1%	-18.1%	-72.0%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

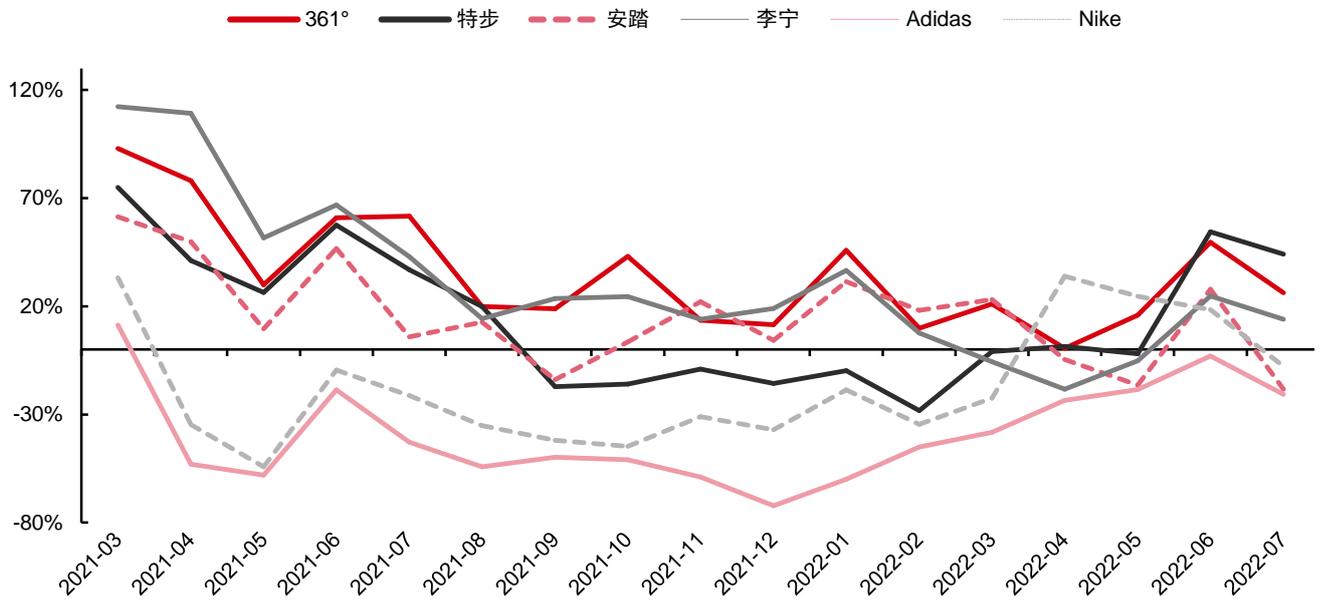
- 1) **价格：国产龙头持续提价：**魔镜市场情报数据显示，2021-2022 年国产头部运动品牌持续提价，以 2022 年 6 月为例，安踏品牌淘系电商平台月度均价 223.1 元，同比增长 28%，同比 2019 年增长 41%；李宁品牌淘系电商平台月度均价 124.4 元，同比增长 15%，同比 2019 年增长 21%。
- 2) **销量：国产品牌流水&营收全面追赶。全渠道：**根据各公司公告，Adidas 大中华区营收连续 5 个季度下滑，Nike 大中华区近 3 个季度下滑，而自 2021 年二季度 BCI 事件发生以来，国产品牌在压力下依然表现出色。**线上渠道：**根据魔镜市场情报数据显示，2021 年 3 月至 2022 年 7 月，头部海外运动品牌中，Adidas 淘系电商平台销售额连续 15 个月同比负增长，Nike 淘系电商平台销售额有 12 个月出现同比负增长。

图 46：各品牌电商平台份额变化情况



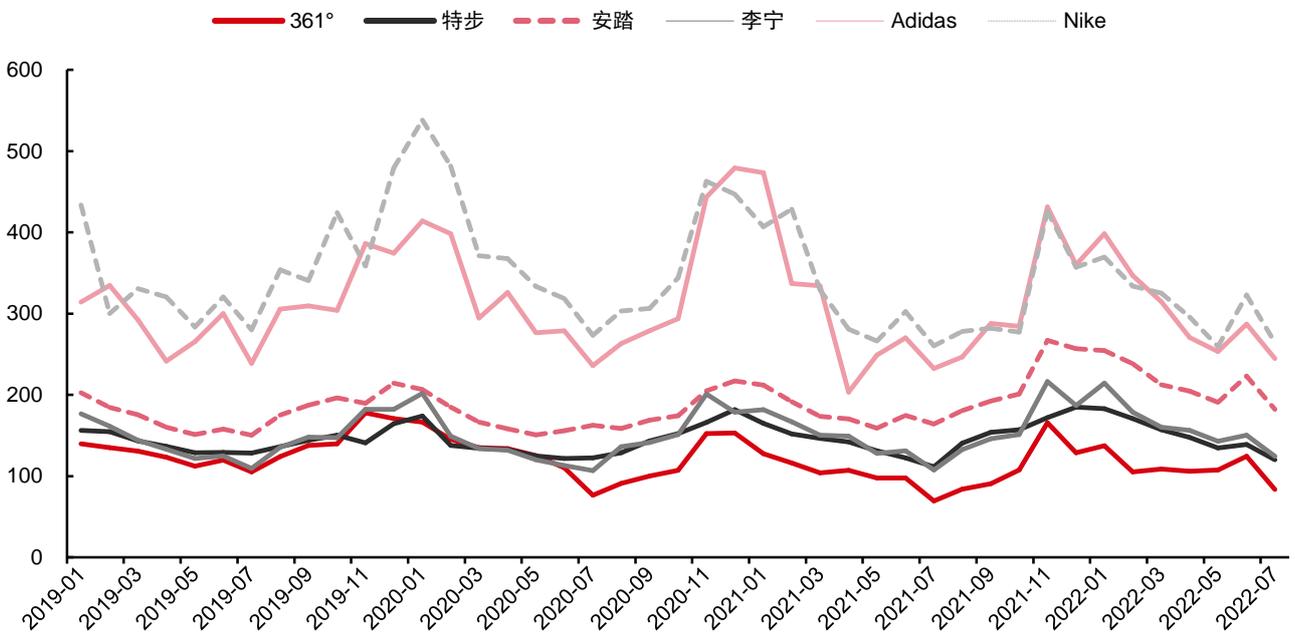
资料来源：各公司公告，魔镜市场情报，中信证券研究部

图 47：各运动品牌淘系电商平台流水增速情况



资料来源：各公司公告，魔镜市场情报，中信证券研究部

图 48：各运动品牌淘系电商平台均价（元/每件）

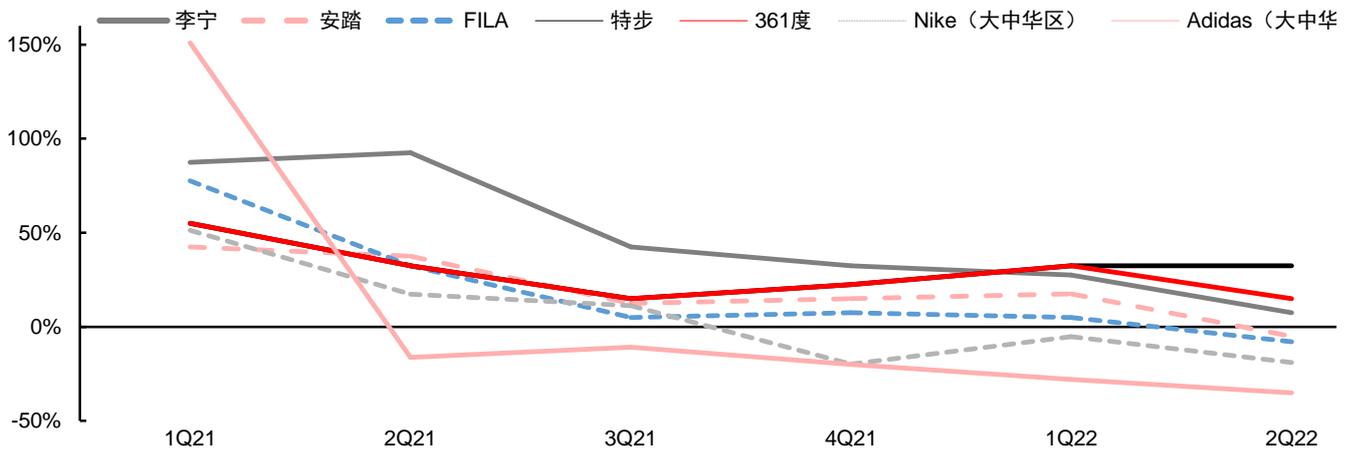


资料来源：各公司公告，魔镜市场情报，中信证券研究部

期待下半年疫情边际改善：经营环境边际改善，龙头库存结构健康

- 1) 经营情况持续改善，运动相关需求有望率先复苏。从 1-7 月来看，各购物中心除了汽车、运动场所、母婴童门店数量保持正增长。其余赛道门店数量呈现不同幅度的缩减。
- 2) 消费边际改善明显，复苏可期。2022 年 7 月，社会消费品零售总额达 35,870 亿元，同比增加 2.7%，其中鞋帽纺织品类同步增长 2.0%。7 月 CPI 同比增幅 2.7%。结合 CPI 与社零增速，环比来看 7 月消费需求得到一定释放，同比来看消费仍有回暖空间，消费需求有望得到进一步释放。
- 3) 2021 年下半年较低基数。去年下半年江苏疫情带来的低基数，各品牌增长情况有所暂时性收窄，尤其是 FILA 等定位高端的品牌，这也给今年下半年运动品牌整体良好的恢复增长奠定了基础。

图 49：各公司营收增速对比



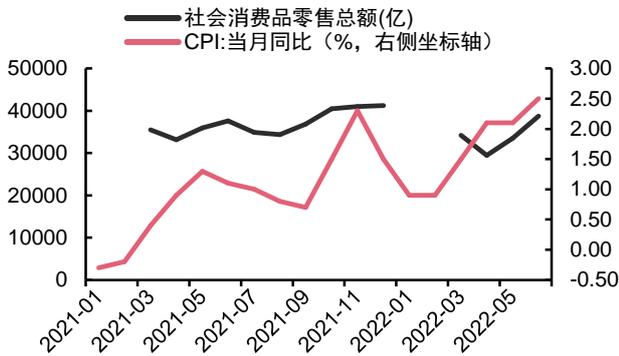
资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：为方便对比，Nike 为实际年度，例如 2022Q1 为 2021 年 12 月-2022 年 2 月数据

图 50：各赛道线下营业门店数量环比变化情况统计

	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07
餐饮	4.6%	1.2%	0.3%	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-1.1%
服装	3.9%	3.0%	1.1%	-1.0%	-2.0%	-1.8%	-1.5%	-2.4%
教育培训	-3.2%	2.3%	1.9%	1.6%	-7.7%	-5.9%	-1.1%	-1.4%
美业	10.2%	0.9%	-0.3%	-1.7%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.7%
母婴童	14.1%	2.8%	-3.3%	5.3%	0.3%	0.0%	-0.6%	-0.7%
汽车	11.2%	9.1%	5.3%	2.3%	1.1%	0.2%	-2.4%	3.3%
商贸零售	14.4%	0.9%	0.5%	0.1%	-1.8%	-1.5%	-0.9%	-0.9%
奢侈品	0.8%	1.0%	0.1%	-1.0%	-1.0%	-1.3%	-1.8%	1.0%
生活服务	22.3%	-2.8%	-3.1%	-3.7%	-3.0%	-2.8%	-2.2%	-2.5%
娱乐	4.8%	1.6%	0.6%	-0.5%	-2.4%	-1.7%	-0.3%	-1.1%
运动场所	3.6%	2.8%	2.1%	2.1%	0.5%	0.7%	1.0%	0.2%

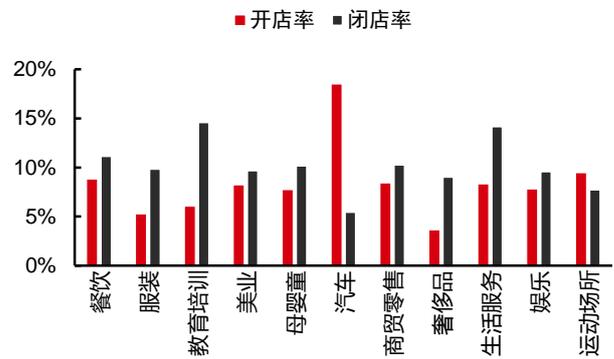
资料来源：大众点评网，中信证券研究部；注：统计数据覆盖全国 23 个一线城市中所有购物中心门店（北上广深线下门店数量占统计数据的比例为 35%）

图 51: 社零与 CPI 变化情况



资料来源: WIND, 国家统计局, 中信证券研究部

图 52: 6-7 月营业门店开关幅度 (单位: %)



资料来源: 大众点评网, 中信证券研究部; 注: 统计数据覆盖全国 95 个二三线城市中所有大众点评显示门店数量大于 10 家的购物中心, 数据截止 2022 年 7 月 30 日

## 运动代工 1H22: 下半年静待上下游压力缓解

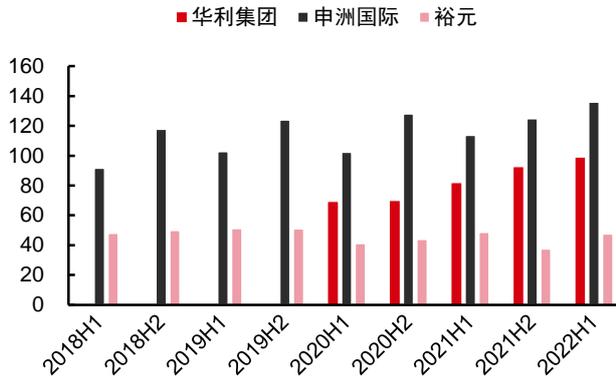
**财务分析: 上半年下游品牌短暂补货, 整体成本端承压**

**收入端分析: 上半年下游补充库存拉升订单, 下半年库存有待消化**

**营收: 上半年品牌补充库存以解决商品短缺。**各公司公告显示, 2022 年上半年华利集团/申洲国际/裕元营收同比+21%/+20%/-2%至 98.97/136.09/47.71 亿元。其中申洲/华利受益于年初品牌商积极补货以弥补 2021 年下半年供应链短缺, 裕元整体营收受宝胜业务拖累, 其制造业务营收同比+14.4%。

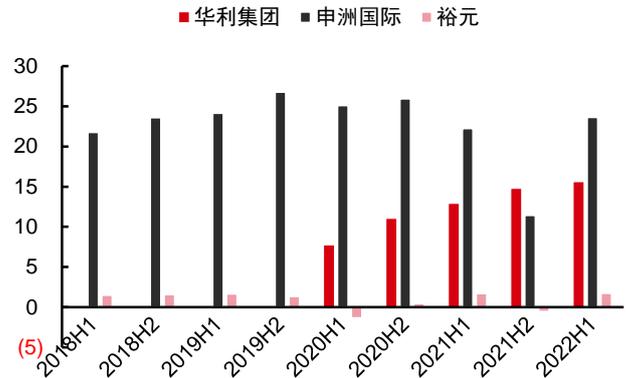
**净利润: 成本提升影响利润情况。**各公司公告显示, 2022 年上半年华利集团/申洲国际/裕元归母净利润同比+21%/+6%/3%至 15.62/23.67/1.75 亿元。疫情补贴等政府补贴的减少也会导致净利率的变化, 其中申洲国际 1H22 实现净利润 23.7 亿元/+6.3%; 若剔除政府补助及汇兑损益影响, 净利润同比-25.5%。

图 53: 2018H1-2022H1 年运动代工公司整体收入规模对比 (亿元)



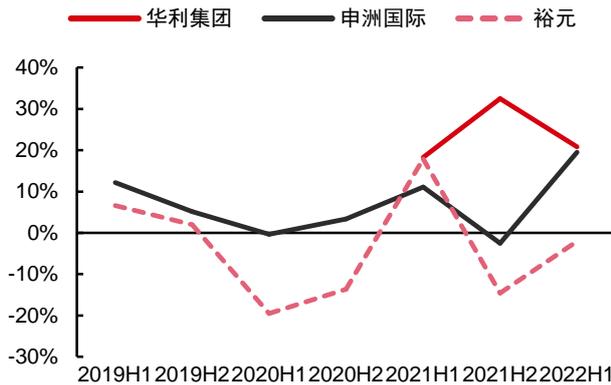
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 54: 2018H1-2022H1 年运动代工公司净利润模对比 (亿元)



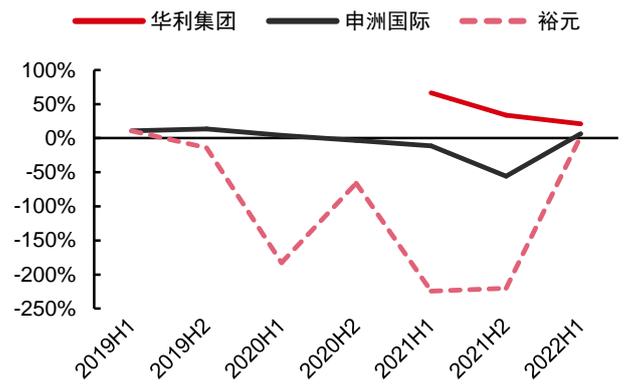
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 55: 2018H1-2022H1 年营收增速



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 56: 2018H1-2022H1 年利润增速



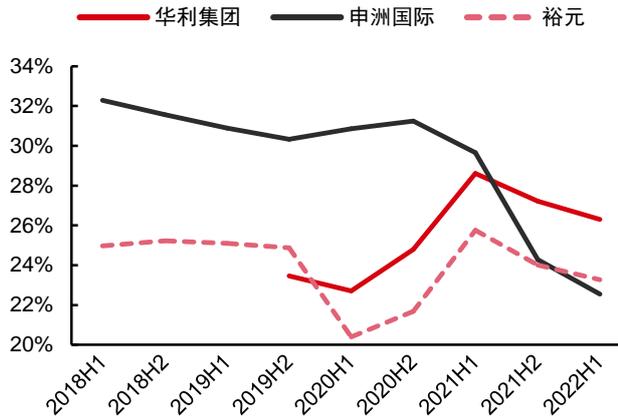
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

### 盈利端分析: 上半年原材料成本上升, 疫情扰动产效

**毛利率: 上半年成本上升, 各厂商成本传导能力分化。**各公司公告显示, 2022 年上半年华利集团/申洲国际/裕元毛利率同比-1.4 pcts/-5.4 pcts/-1.8 pcts 至 26.3%/22.6%/23.3%。上半年原材料成本上升造成毛利率端压力。

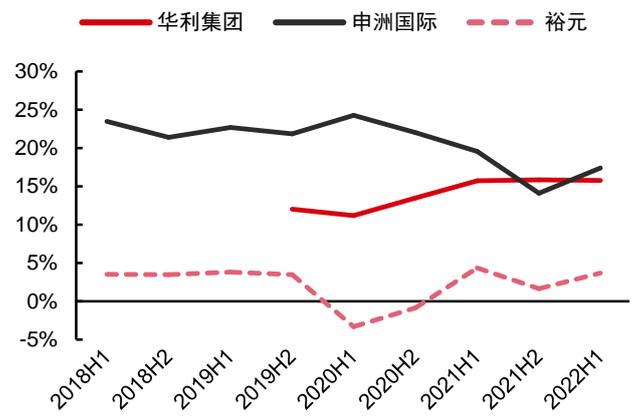
**净利率: 局部疫情扰动&成本上涨带来负面影响。**各公司公告显示, 2022 年上半年华利集团/申洲国际/裕元净利润率同比 -0.1pcts/-5.4pcts/-1.8pcts 至 15.8%/17.4%/3.7% , 净利率的向下动力主要来自于毛利率端的压力。申洲净利润表现不及收入是因为国内工厂受局部疫情影响产能利用率下降、成本上涨等原因导致。

图 57: 各运动代工企业毛利率情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

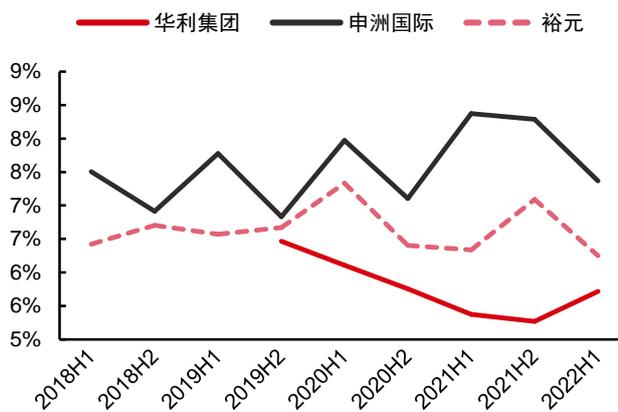
图 58: 各运动代工企业净利率情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

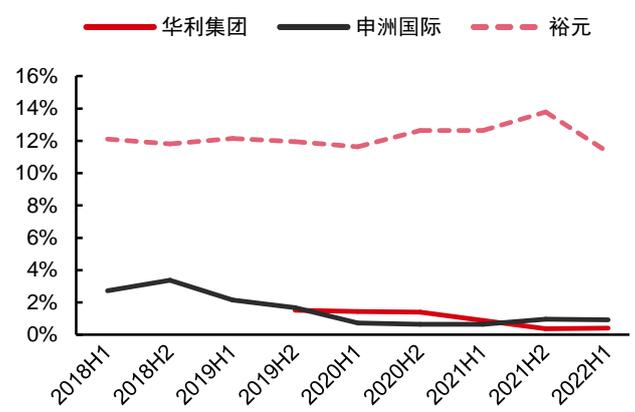
**费用率: 整体保持稳定。**各公司公告显示, 2022 年上半年华利集团/申洲国际/裕元管理费用同比-0.1 pct/-0.1 pct/+0.8 pct, 2022 年上半年华利集团/申洲国际/裕元管理费用同比-0.5 pct/+0.3 pct/+1.1 pcts。

图 59: 各运动代工企业管理费用率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 60: 各运动代工企业销售费用率

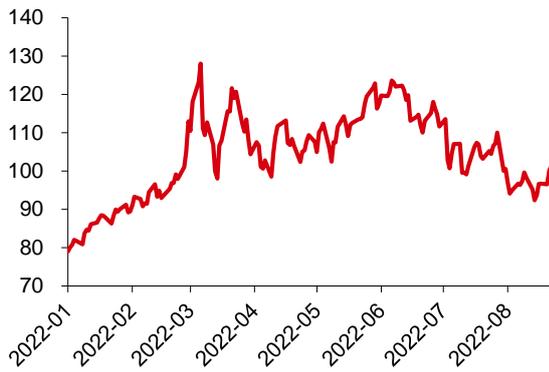


资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

## 复盘 1H 22: 上游成本上升, 下游需求波动

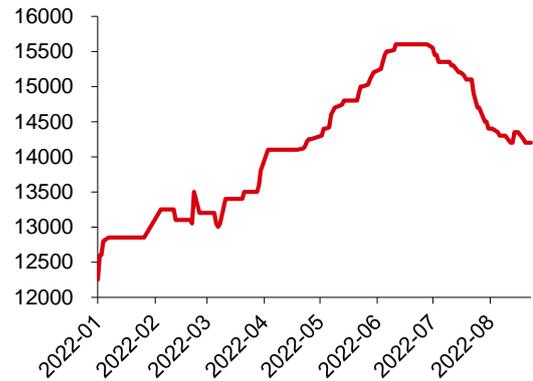
**上游: 原材料成本普遍上涨。**受俄乌危机和疫情反复等不利影响, 上半年纺织类原材料价格持续上涨。2022 年 1-6 月, 布伦特原油期货价格最高时较年初上涨了 55.8%。

图 61: 2022 年 1-8 月布伦特原油期货价格 (美元/桶)



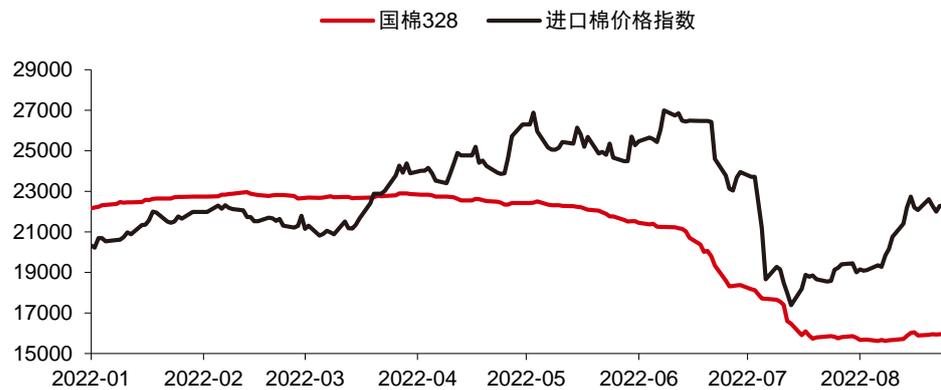
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 08.26

图 62: 2022 年 1-8 月粘胶短纤价格 (元/每吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 08.26

图 63: 2022 年 1-8 月国内外棉价 (元/吨)

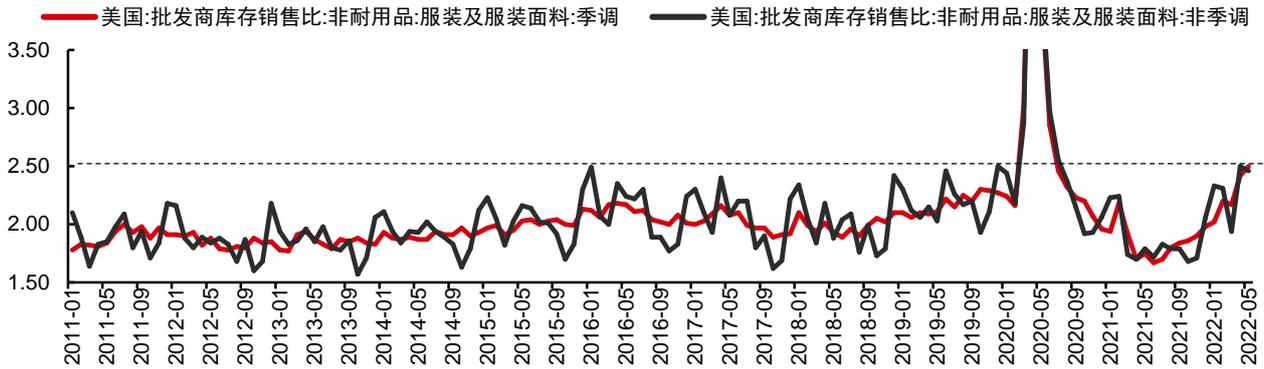


资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 08.26

**下游: 库存有待持续消化, 海外宏观下半年承压**

**海外需求:** 美国市场服装库销比处于近十年 (疫情爆发初期外) 较高水平。美国商务部的数据显示, 2022 年上半年美国服装市场库销比持续上升, 5 月批发商库存销售比上升至 2.5, 处于除 2020 年疫情爆发期外的较高水平。

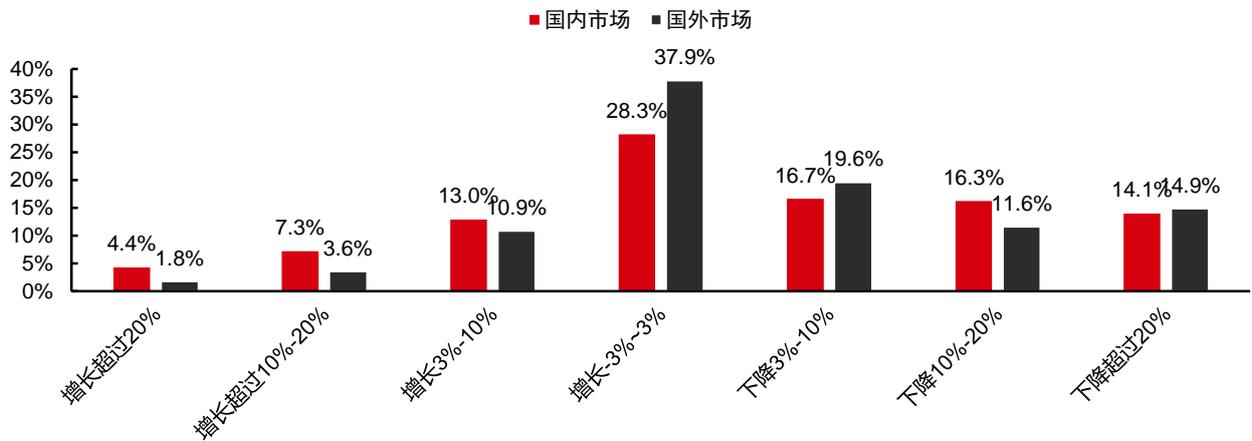
图 64: 美国服装库存销售情况



资料来源: Wind, 美国商务部, 中信证券研究部

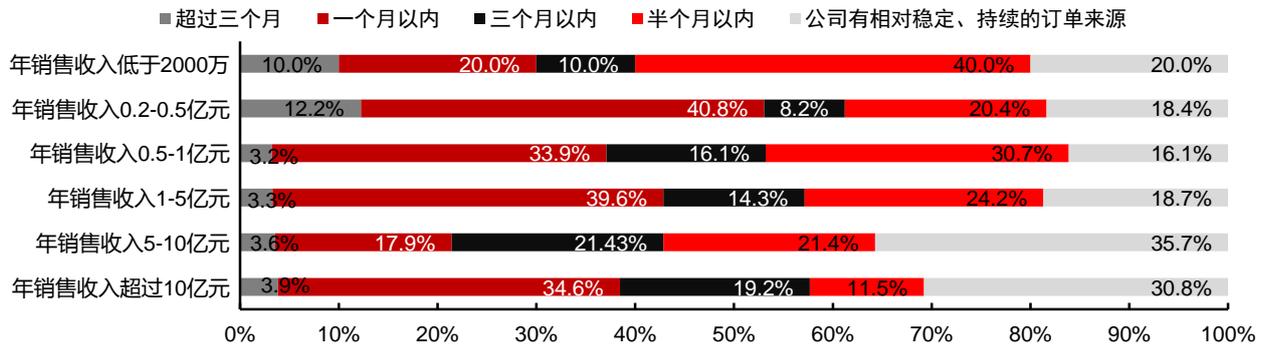
**国内需求: 内需亟待回暖。**根据中国产业用纺织品行业协会的调研, 分别有 47.1%和 46.0%的受访企业表示今年上半年国内和国际市场的需求出现了不同程度的下降, **在手订单方面**, 26.4%的受访企业拥有相对稳定、持续的订单来源或在手订单能够支持三个月以上的生产, 而 34.4%的受访企业在手订单仅能够支撑企业一个月以内的生产。

图 65: 2022 年上半年产业用纺织品行业国内、国际市场需求情况



资料来源: 中国产业用纺织品行业协会, 中信证券研究部

图 66：2022 年上半年产业用纺织品行业企业在手订单情况(按企业规模划分)



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，中信证券研究部

## A 股纺服 1H22：局部疫情&成本上涨等多因素扰动下，制造表现优于品牌

从板块整体看，上半年中信证券纺服指数公司收入/利润平均增速为 1.6%/-23%（剔除异常值），其中纺织制造增速为 11%/8%，优于品牌表现-9%/-59%，主要系 1) 上半年纺织制造企业订单相对饱满，且局部疫情对制造企业生产影响小于对终端品牌的零售影响。2) 上半年生产成本虽依旧高位，但部分企业 Q1 以来开始与下游协商调价，5 月底以来原材料价格也开始有所下跌。3) 4 月底以来汇率的贬值为部分出口型企业带来利润弹性。4) 部分制造企业近年来积极推进的智能化、数字化改造对生产效率的提升效果逐步体现。各板块中，户外细分板块在全球户外需求高增、渗透率快速提升的背景下表现亮眼，浙江自然/牧高笛/嘉益股份上半年利润同增 27%/112%/162%。

**营收&盈利分析：疫情扰动拖累品牌服饰营收，成本上涨纺织制造盈利承压。**2022 年上半年，中信证券行业分类纺织服装行业上市公司 98 家，其中纺织制造 48 家，品牌服饰 50 家。上半年纺织服装/纺织制造（子板块）/品牌服饰（子板块）中各有 49/30/19 家实现营收增长，同比去年-26/-5/-21 家，35/21/14 家实现归母净利润增长，同比去年-22/-9/-10 家。

**品牌服饰：**中信证券纺服重点品牌服饰上市公司合计 18 家，上半年收入/利润平均增速为-0.3%/-32%。其中，牧高笛、比音勒芬、七匹狼归母净利润同比增速排名前三，增速分别为 112%/20%/9%，净利润分别为 1.1/0.5/2.9 亿元，主要原因为 1) 牧高笛受益国内露营需求高增；2) 比音勒芬依靠强用户忠诚度和经营管理能力实现逆势增长；3) 七匹狼主要为利润修复，1H22 利润较 1H19 同比仍下滑 27%。行业整体受到局部疫情影响线下客流减少，店铺经营困难。

**表 2：品牌服饰板块个股业绩变动**

公司	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
	1H22	较 1H21	较 1H20	较 1H19	1H22	较 1H21	较 1H20	较 1H19
牧高笛	8.7	61%	132%	165%	1.1	112%	200%	204%
比音勒芬	13.1	9%	47%	55%	2.9	20%	83%	70%
七匹狼	14.5	-6%	7%	-7%	0.9	9%	273%	-27%
报喜鸟	20.0	1%	45%	40%	2.6	1%	128%	137%
富安娜	13.4	2%	21%	21%	2.1	1%	26%	36%
戎美股份	3.9	-7%	22%	-	0.7	-19%	38%	-
罗莱生活	23.8	-6%	25%	9%	2.2	-21%	33%	7%
海澜之家	95.2	-6%	17%	-11%	12.8	-23%	35%	-40%
红豆股份	11.3	9%	-8%	-10%	0.5	-31%	-51%	-45%
水星家纺	16.4	1%	41%	29%	1.1	-35%	12%	-21%
地素时尚	11.0	-19%	12%	-1%	2.5	-35%	-15%	-26%
爱慕股份	17.0	-2%	10%	-	1.5	-41%	-6%	-
欣贺股份	9.0	-14%	16%	0%	1.0	-48%	34%	-12%
太平鸟	42.0	-16%	30%	35%	1.3	-68%	10%	1%
歌力思	11.7	6%	44%	-8%	0.5	-73%	-81%	-74%
森马服饰	56.4	-13%	-2%	-31%	1.0	-84%	383%	-86%
朗姿股份	18.1	1%	47%	29%	0.1	-90%	-421%	-90%
九牧王	12.9	-8%	15%	-5%	-0.6	-149%	-129%	-118%

资料来源：Wind，中信证券研究部

**纺织制造：**中信证券纺服重点纺织制造上市公司合计 23 家，上半年收入/利润平均增速为 14%/20%。其中，际华集团、嘉益股份、鲁泰归母净利润增速排名前三，增速分别为 447%/162%/157%，净利润分别为 1.7/1.2/3.9 亿元，主要原因为 1) 鲁泰受益订单&产能利用率提升，逐步修复至 2019 年水平，1H22 收入/利润较 1H19+5%/-4%。2) 际华集团受益 21 式军服换装以及亏损业务的剥离，1H22 收入较 1H19 虽下滑 13%，但利润增长 846%。3) 嘉益股份行业景气度高，订单需求旺盛。**从行业整体来看**，上半年在品牌补库周期下整体订单情况相对饱满，但下半年受到海外通胀导致的消费需求预期下降以及品牌库存上升，整体海外品牌订单预期有所下降。其中部分纱线企业（富春染织、华孚时尚、台华新材）上半年的归母净利润增速较低，主要系行业订单周期短，对终端需求下降反馈快，叠加 5 月底以来价格进入下行周期，而部分企业库存成本仍较高侵蚀利润。户外产业链公司（浙江自然、嘉益股份）整体景气度较高，主要系海外户外消费需求旺盛，且目前订单情况相对其他品类依旧良好。

**表 3：纺织制造板块个股业绩变动**

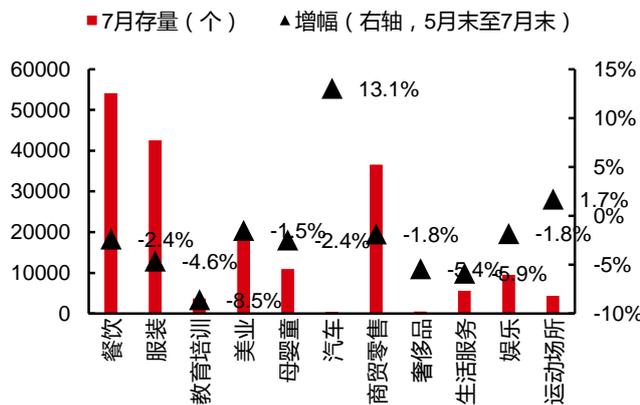
公司	收入 (百万元)				归母净利润 (百万元)			
	1H22	较 1H21	较 1H20	较 1H19	1H22	较 1H21	较 1H20	较 1H19
际华集团	87.5	20%	22%	-13%	1.7	447%	1538%	846%
嘉益股份	10.4	109%	213%	-	1.2	162%	193%	-
鲁泰 A	33.3	50%	46%	5%	3.9	157%	173%	-4%
健盛集团	12.5	38%	72%	52%	1.9	74%	242%	31%
百隆东方	39.6	1%	51%	38%	7.8	41%	470%	246%

新澳股份	21.2	20%	97%	35%	2.4	40%	166%	84%
酷特智能	3.0	4%	-18%	16%	0.5	40%	-9%	40%
伟星股份	18.3	23%	62%	39%	3.1	32%	26%	88%
浙江自然	6.4	28%	86%	76%	85.0	27%	84%	83%
华利集团	99.0	21%	43%	-	15.6	21%	102%	-
稳健医疗	51.6	27%	23%	145%	8.9	17%	-14%	288%
富春染织	10.4	13%	76%	-	1.2	16%	388%	-
南山智尚	7.8	19%	21%	-12%	0.7	16%	42%	2%
盛泰集团	28.4	25%	24%	5%	2.0	12%	55%	88%
航民股份	43.7	-4%	91%	26%	2.8	3%	13%	-15%
泰慕士	3.8	-10%	27%	-	0.5	-1%	16%	-
星华反光	3.7	-3%	46%	-	0.4	-1%	19%	-
乔治白	5.7	10%	34%	13%	0.5	-1%	38%	-6%
华孚时尚	85.4	0%	54%	16%	2.9	-3%	-254%	-17%
众望布艺	2.5	-10%	28%	21%	0.7	-6%	27%	84%
台华新材	20.5	11%	92%	59%	2.4	-8%	373%	65%
舒华体育	277.6	-15%	1%	11%	13.3	-19%	-13%	-26%
开润股份	13.2	33%	38%	8%	0.5	-49%	-23%	-56%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

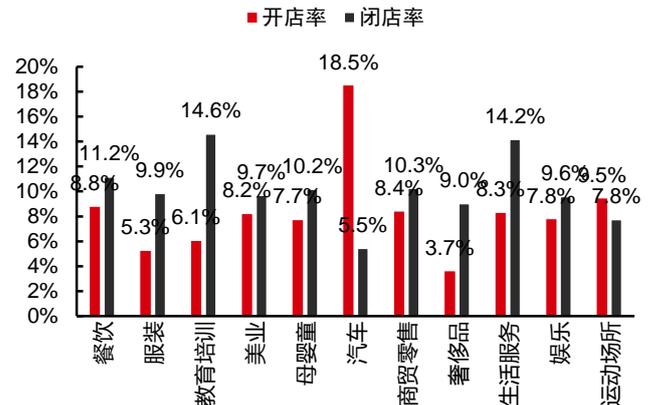
**渠道分析: 服饰门店受局部疫情影响持续调整。**服装门店数量 3-7 月份持续环比下降, 近两个月 (5 月 30 日至 7 月 30 日), 位于购物中心内的服装赛道门店数量缩减-4.6%。6-7 月服装品类开店率 5.3%, 闭店率 9.9%。

图 67: 各赛道线下营业门店数量与变化情况统计



资料来源: 大众点评网, 中信证券研究部; 注: 统计数据覆盖全国 95 个二三线城市中所有大众点评显示门店数量大于 10 家的购物中心门店, 数据截止 2022 年 7 月 30 日

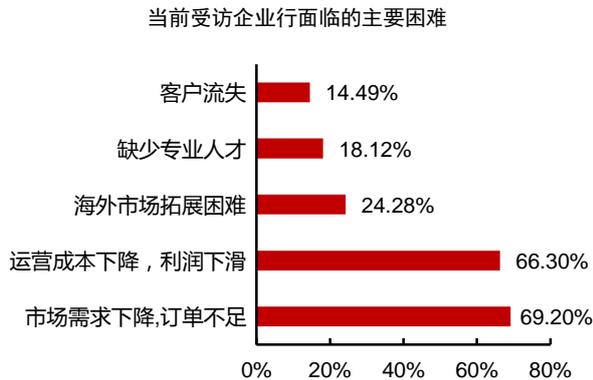
图 68: 6-7 月营业门店开关幅度 (单位: %)



资料来源: 大众点评网, 中信证券研究部; 注: 统计数据覆盖全国 95 个二三线城市中所有大众点评显示门店数量大于 10 家的购物中心门店, 数据截止 2022 年 7 月 30 日

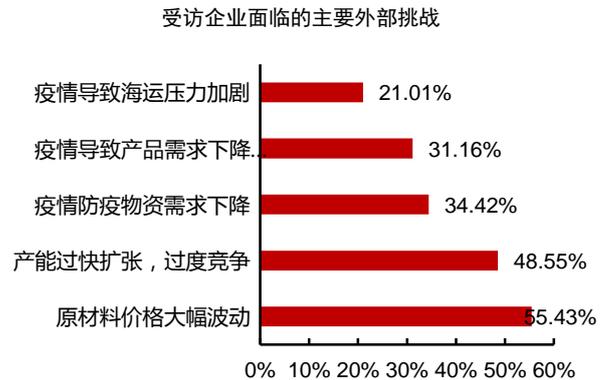
**制造业动态: 成本上涨与订单不足是上半年最大挑战。**根据中国产业用纺织品行业协会对会员企业的调研, 市场需求下降和运营成本增加是当前受访企业在经营过程中面临的主要困难; 对于行业当前面临的主要外部挑战, 受访企业反映的问题主要集中在原材料价格的大幅波动和行业产能的过快扩张。

图 69: 受访企业行面临的主要困难



资料来源: 中国产业用纺织品行业协会, 中信证券研究部

图 70: 受访企业行面临的主要外部挑战



资料来源: 中国产业用纺织品行业协会, 中信证券研究部

## 风险因素

消费下行超预期; 局部地区疫情出现反弹; 行业竞争加剧; 品牌公司线下门店拓展不及预期; 制造公司产能释放不及预期等。

## 投资策略

1H22 国产龙头运动品牌在局部疫情压力下实现超预期增长, 国潮替代叠加消费复苏边际改善, 我们看好国产运动龙头品牌对于下半年积极预期的兑现能力。运动鞋服代工厂还需持续观察上下游压力的释放情况, 静待海外品牌库存见底和未来各季度财报的业绩指引上调的信号。

综合来看, 我们建议重点关注品牌势能持续向上、长期仍有开店和提价空间且估值具备吸引力的国产品牌以及经营边际改善的零售和代工龙头, 重点推荐李宁、波司登、嘉益股份、滔搏、安踏体育、华利集团、台华新材、伟星股份, 建议关注申洲国际、特步国际。

表 4: 纺服行业重点公司盈利预测、估值及投资评级

代码	简称	收盘价	EPS				PE				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
2331.HK	李宁	70.30	1.82	2.29	2.94	3.67	38.6	30.6	23.8	19.1	买入
2020.HK	安踏体育	95.10	3.37	3.61	4.51	5.56	27.3	25.5	20.4	16.6	买入
6110.HK	滔搏	6.05	0.53	0.48	0.50	0.57	13.5	14.8	14.2	12.6	买入
2313.HK	申洲国际	80.00	2.66	3.70	4.29	5.40	32.4	23.3	20.1	15.9	买入
300979.SZ	华利集团	59.50	2.37	2.92	3.49	4.17	25.5	20.7	17.3	14.5	买入
603055.SH	台华新材	11.30	0.53	0.59	0.92	1.30	23.7	21.3	13.7	9.7	买入
605138.SH	盛泰集团	12.40	0.52	0.74	0.93	1.16	20.1	14.3	11.4	9.1	买入
605080.SH	浙江自然	61.92	2.17	2.76	3.62	4.46	28.3	22.3	17.0	13.8	买入
002003.SZ	伟星股份	11.61	0.43	0.55	0.63	0.71	24.4	19.2	16.8	14.9	买入
301004.SZ	嘉益股份	34.45	0.82	1.59	2.02	2.65	41.9	21.6	17.1	13.0	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价; 安踏体育、李宁、滔搏、申洲国际收盘价与 EPS 为港元, 其余公司为人民币

## ■ 相关研究

- 户外运动行业跟踪快报—疫情转变消费习惯，催化户外大市场 (2022-07-29)
- 纺织服装行业重大事项点评—新疆棉事件或再发酵——美国所谓的“维吾尔强迫劳动预防法”正式实行 (2022-06-22)
- 纺织服装行业 2022 年 618 销售盘点—整体销售稳健增长，细分板块表现亮眼 (2022-06-21)
- 百丽时尚招股书梳理 20220319—时尚龙头，二次启航 (2022-03-20)
- 纺织服装行业运动品牌 2021 年度盘点—行业迎来复苏增长，本土品牌全面进化 (2022-03-16)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。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、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。