

## 强于大市

# 纺织服饰行业 2023 年中期策略

### 博弈预期差，看好下半年消费复苏潜力

我国服装行业 2022 年受疫情影响有所波动，但 2023Q1 已呈现稳健复苏态势，同时出口筑底，展望 2023 全年随着消费信心与能力的提升，我们看好服装零售与出口的持续改善。我们建议重点关注三大方向：库存与折扣持续优化，估值进入合理配置区间的体育服饰；海外服企去库存顺利背景下订单逐步修复的出口龙头以及场景活动显著增加受益的高业绩弹性标的。

#### 支撑评级的要点

- 年初以来纺织服饰板块指数表现较好，品牌服饰受益疫后复苏表现优于上游制造。截止至 2023 年 5 月 23 日，纺织服饰板块指数较 2023 年初上涨 8.59%，跑赢沪深 300 指数 1.16pct。按细分板块，上游纺织制造板块指数较年初下跌 4.64%，下游服装家纺板块在消费环境改善下较年初上涨 15.61%，表现较为突出。2023Q1 末纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为 2.84%，相比 2023 年初小幅下降 0.15pct。
- 2023 年服装零售维持稳健复苏趋势。23Q1 我国社零稳健回暖，且呈现加速增长的趋势，2023 年 1-4 月社零总额同比增长 8.5%，体现出线下终端消费需求进一步回暖，居民消费信心持续提升。服装零售亦呈现良好复苏趋势。2023 年 1-4 月服装零售同比增长 13.4%，保持了稳健复苏，其中 4 月服装零售同比增长 32.4%，增长幅度高于整体社零，从绝对值来看同比 21 年增长 3.95%。目前部分品牌服饰龙头已较好地完成库存清理工作，并保持了良好的折扣水平。今年劳动节时间相较于往年有所提前，部分消费需求转移到 4 月，同时 4 月相对是服装消费的淡季，后续恢复情况还需重点关注下半年。综合来看，服装零售仍处于复苏进程中，我们看好服装消费市场的持续恢复。
- 品牌服饰 2023Q1 迎来复苏，其中中高端及体育服饰恢复较好。女装 2022 年承压明显，但龙头公司线下提质增效，线上持续投入，Q1 随内需恢复收入业绩有所回暖。2023Q1 男装整体业绩继续恢复，比音勒芬、报喜鸟加速成长。大众休闲对线下客流敏感，2022 年全年疫情反复下收入业绩受到冲击，Q1 随终端环境逐步改善业绩逐步反弹。体育服饰维持高景气，2022 全年稳健增长，23Q1 流水稳健恢复，我们预计 2023 年随经营环境大幅改善有望实现提速增长。

#### 投资建议

- 方向 1：体育服饰估值进入合理配置区间，推荐国内体育服饰龙头。体育服饰行业仍处于快速发展期，行业格局不断优化，库存问题我们认为短期对行业有影响，但库存与折扣低点已过，展望未来体育服饰龙头有望进一步扩大市场份额。同时体育服饰板块估值进入合理配置区间，我们推荐国内体育服饰龙头安踏体育、李宁、特步国际和 361 度。
- 方向 2：出口底部已至，看好海外服企去库存顺利背景下纺织龙头受益。海外服企去库存顺利，预计库存消化周期将在 2023 上半年结束，2023 全年出口将呈现前低后高趋势，看好海外出口订单在下半年出现改善。此外，重点公司海外客户占比高，且形成深度战略合作关系，随着海外需求的逐渐复苏有望受益。重点推荐纺织龙头华利集团、申洲国际、新澳股份、建议关注浙江自然。
- 方向 3：服装零售持续恢复，我们推荐业绩弹性较好的服企。随着疫情影响逐步减弱，服装弹性开始释放，我们坚定看好后续服装零售良好的复苏势头。推荐终端客流复苏背景下业绩弹性较好的太平鸟、海澜之家、森马服饰、歌力思、地素时尚；社会活动常态化背景下，商务、运动、社交类活动大幅提升推动场景类服装需求增长。重点推荐比音勒芬、报喜鸟、波司登。

#### 评级面临的主要风险

- 消费复苏不及预期；市场竞争加剧；海外市场订单需求不及预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格  
纺织服饰

证券分析师：郝帅  
(8610)66229231  
shuai.hao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡  
fan.ding@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

联系人：杨雨钦  
yuqin.yang@bocichina.com  
一般证券业务证书编号：S1300121080061

## 目录

一、服装板块表现承压但整体优于大盘，基金持仓下降 .....	5
二、服装零售稳健复苏，23Q1 中高端与体育服饰恢复较好 .....	6
2.1 服装社零稳健复苏，出口降幅收窄 .....	6
2.2 2022 全年服装板块受疫情影响，23Q1 中高端与体育服饰恢复较好 .....	7
三、2023 下半年投资策略：看好下半年场景消费的持续复苏 .....	21
3.1 体育服饰估值进入合理配置区间，行业低谷加速结构优化 .....	21
3.2 出口底部已至，看好逐步改善 .....	23
3.3 看好消费复苏下戴维斯双击持续 .....	26
四、投资建议 .....	31
五、风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1. 2023 年初以来纺织服饰板块指数表现较好（截至 2023 年 5 月 23 日）.....5	5
图表 2. 2023 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截至 2023 年 5 月 23 日）.....5	5
图表 3. 纺织服饰板块基金持股比例小幅下降（截至 2023 年 5 月 23 日）.....5	5
图表 4. 2023 年服装零售维持稳健复苏趋势.....6	6
图表 5. 2023 年服装出口仍有压力，但已经边际回暖.....7	7
图表 6. 2022 年全年中高端女装收入与业绩受疫情有所波动（单位：亿元）.....8	8
图表 7. 2022 年女装板块毛利率受折扣增加等影响有所下降.....8	8
图表 8. 2022 年女装板块费用率有所波动.....9	9
图表 9. 受疫情影响，2022 年女装公司净利率有所波动.....9	9
图表 10. 女装公司存货水平整体有所提升，总体平稳可控（单位：天）.....10	10
图表 11. 2023Q1 男装公司收入业绩改善（单位：亿元）.....10	10
图表 12. 2023Q1 男装公司毛利率同比提升.....11	11
图表 13. 男装龙头期间费用率优化.....11	11
图表 14. 2023Q1 男装公司净利率显著修复.....11	11
图表 15. 主要男装公司存货周转加快，营运质量提升（单位：天）.....12	12
图表 16. 大众服饰公司 2022 年承压，2023Q1 业绩率先释放弹性（单位：亿元）.....12	12
图表 17. 2023Q1 大众休闲品牌公司毛利率提升.....12	12
图表 18. 2023Q1 大众休闲品牌费用率均同比优化.....13	13
图表 19. 2023Q1 大众休闲品牌公司盈利能力修复.....13	13
图表 20. 大众休闲品牌公司存货周转呈现改善趋势（单位：天）.....13	13
图表 21. 家纺公司 2023Q1 业绩边际改善（单位：亿元）.....14	14
图表 22. 家纺公司毛利率持续提升.....14	14
图表 23. 家纺公司全年费用提升，2023Q1 小幅优化.....15	15
图表 24. 家纺公司 2023Q1 净利率迎来修复.....15	15
图表 25. 家纺公司存货周转放缓，期待后续改善（单位：天）.....15	15
图表 26. 体育服饰板块主要公司年报已披露，总体看全年经营情况稳健（单位：亿元）.....16	16
图表 27. 2023Q1 体育服饰公司呈现稳健复苏.....16	16
图表 28. 盈利能力受折扣提升等因素影响，看好常态化经营下盈利水平回升.....16	16
图表 29. 各大公司加大费用投放，销售费用率呈提升趋势.....17	17
图表 30. 存货周转天数保持健康水平（单位：天）.....17	17
图表 31. 耐克在大中华区业绩有所波动（单位：亿美元）.....17	17
图表 32. 阿迪达斯在大中华区业绩有所波动（单位：亿欧元）.....18	18
图表 33. 上游分化较为显著，期待后续进一步恢复（单位：亿元）.....18	18
图表 34. 2022 年毛利率受产能利用率下降以及原材料价格上涨影响有所波动.....19	19
图表 35. 各纺织制造龙头持续推进降本增效，费用整体稳定.....19	19

图表 36. 纺织制造龙头盈利能力有待修复.....	20
图表 37. 上游企业存货整体优化（单位：天） .....	20
图表 38. 体育服饰行业处于快速成长期.....	21
图表 39. 体育服饰龙头公司流水逆势稳健增长.....	21
图表 40. 格局持续优化，国产品牌市占率提升.....	22
图表 41. 阿迪达斯大中华区收入增速趋缓（单位：亿欧元） .....	22
图表 42. 体育服饰行业库存周转天数整体提升（单位：天） .....	22
图表 43. 体育服饰板块估值进入合理配置区间（截至 2023 年 5 月 8 日） .....	23
图表 44. 服装出口已现反弹，预计 2023 年下半年继续改善.....	24
图表 45. 海外龙头库存水平逐步优化（单位：天） .....	24
图表 46. 海外龙头去库存持续推进.....	24
图表 47. 近一年以来 328 棉价指数下行企稳.....	25
图表 48. Cotlook：A 指数(棉市场现货价格)企稳.....	25
图表 49. 羊毛价格处于历史低位（单位：美分/千克） .....	25
图表 50. 龙头公司盈利能力变动趋势与棉花均价走势有一定正相关性.....	25
图表 51. 龙头公司积极布局海外产能.....	26
图表 52. 龙头公司大客户占比高.....	26
图表 53. 消费复苏中服装行业弹性优于其他行业.....	27
图表 54. 大众休闲品牌线下门店数量规模较大(单位：家).....	27
图表 55. 中高端女装以线下为主要销售渠道(单位：亿元).....	27
图表 56. 参考 2021 年消费复苏，2023Q1 大众服饰及女装弹性并未充分释放(单位：亿元).....	28
图表 57. 2023Q1 大众休闲及女装扣非归母净利率已见明显改善.....	28
图表 58. 服装消费主要分为 4 大类型.....	28
图表 59. 非制造业 PMI：商务活动（单位：%） .....	29
图表 60. 体育赛事活动数量显著提升（单位：场） .....	29
图表 61. 马拉松赛事举办频次大幅提升（单位：次） .....	29
图表 62. 5-12 月马拉松赛事场次较多（单位：次） .....	29
图表 63. 2023 年五一期间出行人数与旅游收入实现大幅提升.....	29
图表 64. 餐饮零售同比恢复显著.....	29
图表 65. 大众服饰公司 2022 年承压，2023Q1 业绩率先释放弹性（单位：亿元） .....	30

## 一、服装板块表现承压但整体优于大盘，基金持仓下降

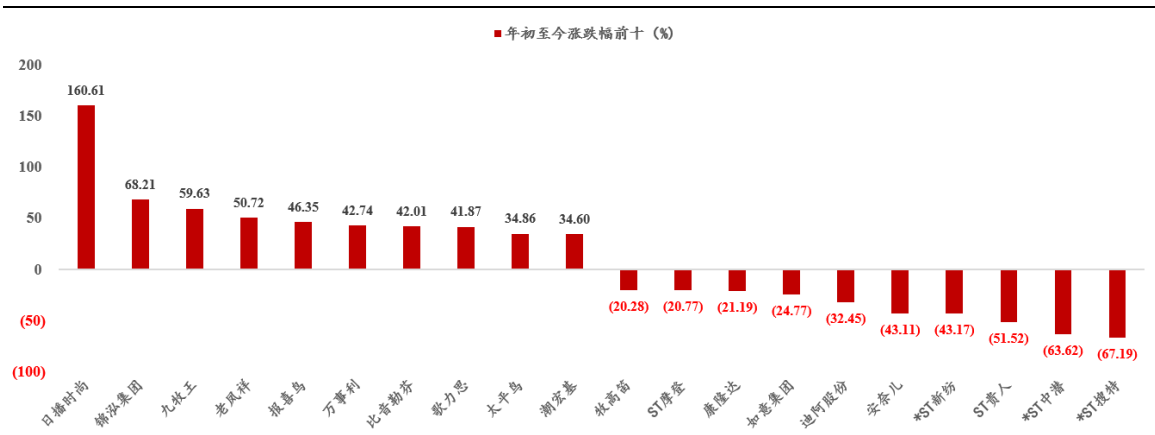
2023 年初以来纺织服饰板块指数表现较好，品牌服饰受益疫后复苏表现优于上游制造。截止至 2023 年 5 月 23 日，纺织服饰板块指数相较 2023 年初上涨 8.59%，跑赢沪深 300 指数 1.16pct。按细分板块，上游纺织制造板块指数较年初下跌 4.64%，主要系受到海外通胀及服企去库存影响，下游服装家纺板块在消费环境改善下较年初上涨 15.61%，表现较为突出，内需恢复背景下品牌服饰受益显著，推动板块指数上行。未来随消费持续复苏及海外服企库存调整完成，纺服板块整体表现有望提升。

图表 1. 2023 年初以来纺织服饰板块指数表现较好（截至 2023 年 5 月 23 日）

	2023 年初至今涨幅
纺织服饰	8.59%
纺织制造	(4.64%)
服装家纺	15.61%
沪深 300	7.43%

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2023 年初至今涨跌幅排名前十的公司（截至 2023 年 5 月 23 日）



资料来源：万得，中银证券

纺织服饰板块持仓比例小幅下降。2023Q1 末纺织服饰板块基金持仓占公司总股本比例为 2.84%，相比 2023 年初小幅下降 0.15pct。分板块看，2023Q1 末纺织制造板块变动趋势相同，下降 0.66pct 至 1.76%。2023Q1 末服装家纺板块基金持仓比例略有上升，与年初相比增加 0.29pct 至 3.64%。

图表 3. 纺织服饰板块基金持股比例小幅下降（截至 2023 年 5 月 23 日）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
纺织服饰	3.80%	3.04%	3.07%	2.99%	2.84%
纺织制造	3.88%	2.44%	3.06%	2.42%	1.76%
服装家纺	3.77%	3.47%	3.07%	3.35%	3.64%

资料来源：万得，中银证券



## 二、服装零售稳健复苏，23Q1 中高端与体育服饰恢复较好

### 2.1 服装社零稳健复苏，出口降幅收窄

**2023 年服装零售维持稳健复苏趋势。**随着各地促消费政策发力叠加消费需求逐步回暖，23Q1 我国社零稳健回暖，且呈现加速增长的趋势，2023 年 1-4 月社零总额同比增长 8.5%，体现出线下终端消费需求进一步回暖，居民消费信心持续提升。服装零售亦呈现良好复苏趋势。**2023 年 1-4 月服装零售同比增长 13.4%，保持了稳健复苏，其中 4 月服装零售同比增长 32.4%，增长幅度高于整体社零，从绝对值来看同比 21 年增长 3.95%。反映出终端销售良好的复苏趋势。**

目前部分品牌服饰龙头已较好地完成库存清理工作，并保持了良好的折扣水平。我们认为服装零售整体向好但仍有不确定性，今年劳动节时间相较往年有所提前，部分消费需求转移到 4 月，同时 4 月相对是服装消费的淡季，5 月服装零售会有所波动，但不改长期向好趋势。**综合来看，服装零售仍处于复苏进程中，我们认为服装消费基本面情况有望长期向好，展望全年，我们看好服装消费市场的持续恢复。**

图表 4. 2023 年服装零售维持稳健复苏趋势

时间	社零当月同比%	社零累计同比%	服装零售当月同比%	服装零售累计同比%
2021.1-2	33.8	33.8	47.6	47.6
2021.3	34.2	33.9	69.1	54.2
2021.4	17.7	29.6	31.2	48.1
2021.5	12.4	25.7	12.3	31.9
2021.6	12.1	23.0	12.8	33.7
2021.7	8.5	20.7	7.5	29.8
2021.8	2.5	18.1	(6.0)	24.8
2021.9	4.4	16.4	(4.8)	20.6
2021.10	4.9	14.9	(3.3)	17.4
2021.11	3.9	13.7	(0.5)	14.9
2021.12	1.7	12.5	(2.3)	12.7
2022.1-2	6.7	6.7	4.8	4.8
2022.3	(3.5)	3.3	(12.7)	(0.9)
2022.4	(11.1)	-0.2	(22.8)	(6.0)
2022.5	(6.7)	(1.5)	(16.2)	(8.1)
2022.6	3.1	(0.7)	1.2	(6.5)
2022.7	2.7	(0.2)	0.8	(5.6)
2022.8	5.4	0.5	5.1	(4.4)
2022.9	2.5	0.7	(0.5)	(4.0)
2022.10	(0.5)	0.6	(7.5)	(4.4)
2022.11	(5.9)	(0.1)	(15.6)	(5.8)
2022.12	(1.8)	(0.2)	(12.5)	(6.5)
2023.1-2	3.5	3.5	5.4	5.4
2023.3	10.6	5.8	17.7	9.0
2023.4	18.4	8.5	32.4	13.4

资料来源：国家统计局，中银证券

**2023 年服装出口仍有压力，但已经边际回暖。**2023 年服装出口受海外需求走弱影响仍有压力，Q1 纺织纱线织物及其制品出口金额同比减少 12.1%，服装及衣着附件出口金额同比减少 1.3%。但从趋势上看服装出口呈现边际回暖趋势，3 月我国纺织纱线织物及其制品出口金额为 129.04 亿美元，同比增长 9.1%；服装及衣着附件出口金额为 134.85 亿美元，同比增长 31.9%，服装出口金额自 2022 年 9 月以来首次实现正增长，体现了我国纺织产业经营韧性以及全产业链的国际竞争优势，服装出口形势有望向好。4 月我国纺织纱线织物及其制品出口金额为 127.4 亿美元，同比增长 3.9%；服装及衣着附件出口金额为 129.2 亿美元，同比增长 14.0%，增速环比 3 月有所回落，但仍然保持增长。

展望未来，我们对服装出口维持谨慎乐观的态度，一方面 3、4 月份为服装出口淡季，基数较小，另一方面当前海外经济环境仍有较大不确定性，外需偏弱、订单不足以及地缘政治风险等因素短期内依然存在。越南作为近几年纺织业出口增长较快的国家之一，2023Q1 纺织品服装出口额同比下降 17.4%。综合来看我们认为我国服装出口有改善趋势，随着海外去库存周期稳步进行，预计下半年订单情况有望好转，建议关注出口链后续修复趋势。

图表 5. 2023 年服装出口仍有压力，但已经边际回暖

时间	纺织纱线织物及其制品 当月同比 %	纺织纱线织物及其制品 累计同比 %	服装及衣着附件 当月同比 %	服装及衣着附件 累计同比 %
2021.1	14.6	14.6	0.0	0.0
2021.2	284.8	60.8	320.9	50.0
2021.3	8.6	40.3	42.3	47.7
2021.4	(16.6)	18.0	65.2	51.7
2021.5	(41.2)	(3.1)	37.1	48.3
2021.6	(22.4)	(7.4)	18.1	40.3
2021.7	(26.7)	(10.8)	8.3	32.9
2021.8	(14.8)	(11.4)	8.7	28.1
2021.9	(15.6)	(10.7)	9.9	25.3
2021.10	7.3	(9.1)	24.7	25.2
2021.11	10.1	(7.5)	23.2	25.1
2021.12	16.2	(5.6)	14.5	24.0
2022.1	27.1	27.1	17.0	17.0
2022.2	(10.1)	11.9	(8.0)	6.1
2022.3	22.4	15.1	10.9	7.4
2022.4	0.9	11.1	2.4	6.2
2022.5	15.8	12.1	24.9	10.2
2022.6	8.0	11.3	19.1	12.0
2022.7	16.2	11.9	18.5	12.9
2022.8	(0.2)	10.2	5.1	11.6
2022.9	(2.7)	8.7	(4.4)	9.4
2022.10	(9.0)	6.9	(16.8)	6.4
2022.11	(14.8)	4.6	(14.4)	4.2
2022.12	(22.9)	2.0	(10.1)	3.2
2023.1	(26.3)	(26.3)	(10.5)	(10.5)
2023.2	(14.4)	(22.4)	(21.6)	(14.7)
2023.3	9.5	(12.1)	32.3	(1.3)
2023.4	4.1	(8.0)	14.3	2.5

资料来源：海关总署，中银证券

## 2.2 2022 全年服装板块受疫情影响，23Q1 中高端与体育服饰恢复较好

### 2.2.1 2022 年女装收入业绩波动，23Q1 稳健回暖

**2022 年全年中高端女装收入与业绩受疫情有所波动。**2022 年全年疫情反复，主要女装公司定位高端，门店位于一二线城市，收入与业绩受终端客流减少影响较大。2022 年全年歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份实现营收 23.95/24.00/38.99/17.43 亿元，同比+1.35%/-17.16%/-9.83%/-17.09%，歌力思多品牌矩阵驱动营收保持稳健，其他公司收入则有大幅度波动。归母净利润分别为 0.20/3.85/0.71/1.29 亿元，同比减少 93.27%/44.23%/68.12%/55.22%，净利润下滑幅度远大于收入下滑幅度，主要在于中高端女装终端固定成本及费用较高。

**2023Q1 内需恢复背景下中高端女装公司收入业绩稳健回暖。**Q1 我国内需逐步恢复，终端门店客流量以及消费能力回暖驱动女装公司收入业绩回升，歌力思/地素时尚营收为 6.66/6.10 亿元，同增 5.99%/2.27%，归母净利润 0.47/1.64 亿元，同增 0.39%/9.34%，当前内需仍处于恢复过程中，同时各女装公司终端门店提质增效，同时积极拓展电商渠道，看好后续收入与业绩持续复苏。

图表 6. 2022 年全年中高端女装收入与业绩受疫情有所波动（单位：亿元）

		2021	2022	2023Q1
安正时尚	营业收入	30.78	22.63	6.04
	yoy	(14.37%)	(26.47%)	4.80%
	归母净利润	0.70	(3.55)	0.27
	yoy	(64.70%)	(608.92%)	28.76%
歌力思	营业收入	23.63	23.95	6.66
	yoy	20.42%	1.35%	5.99%
	归母净利润	3.04	0.20	0.47
	yoy	(31.72%)	(93.27%)	0.39%
地素时尚	营业收入	28.98	24.00	6.10
	yoy	13.00%	(17.16%)	2.27%
	归母净利润	6.89	3.85	1.64
	yoy	9.47%	(44.23%)	9.34%
锦泓集团	营业收入	43.24	38.99	11.67
	yoy	29.48%	(9.83%)	8.05%
	归母净利润	2.24	0.71	1.03
	yoy	135.91%	(68.12%)	149.32%
欣贺股份	营业收入	21.02	17.43	4.51
	yoy	14.66%	(17.09%)	(10.54%)
	归母净利润	2.87	1.29	0.49
	yoy	61.07%	(55.22%)	(21.22%)

资料来源：万得，中银证券

女装板块毛利率受折扣增加等影响有所下降。受疫情影响，2022 年中高端女装销售折扣增加，同时线上销售占比提升，物流成本亦提升，综合毛利率有所波动。2022 年歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份毛利率分别为 63.81%/75.36%/69.20%/69.36%，同比下降 3.21pct/1.23pct/0.42pct/2.13pct，板块盈利有所承压。

23Q1 消费复苏态势明显，中高端女装公司毛利率平稳回升。2023Q1 主要女装公司毛利率稳中有升，歌力思/锦泓集团/欣贺股份毛利率分别为 65.51%/69.38%/70.16%，同比上升 3.26/0.24/0.50pct，内需恢复背景下女装销售折扣优化，同时公司继续优化产品及渠道结构。随着后续内需进一步恢复，看好女装板块盈利能力持续提升。

图表 7. 2022 年女装板块毛利率受折扣增加等影响有所下降

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
安正时尚	47.11%	47.12%	51.81%	49.26%
歌力思	67.02%	63.81%	62.25%	65.51%
地素时尚	76.59%	75.36%	76.65%	76.65%
锦泓集团	69.62%	69.20%	69.14%	69.38%
欣贺股份	71.49%	69.36%	69.66%	70.16%

资料来源：万得，中银证券

2022 年女装板块费用率有所波动。受疫情影响，2022 年中高端女装公司费用成本较多，总费用率普遍有较大幅度提升。安正时尚/歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份总费用率分别为 43.81%/60.33%/51.80%/68.08%/54.82%，同比上升 4.24pct/9.31pct/6.86%/5.68pct/6.08pct。

2023Q1 女装公司加强费用管控，费用率整体稳健。Q1 我国内需复苏态势明显，主要女装公司随着收入规模的提升，费用率持续优化。安正时尚/歌力思/欣贺股份销售及管理费用率整体稳健。地素时尚/锦泓集团管费用率有所优化，总费用率同比下降 2.63pct/6.70pct。我们预计未来女装板块费用率将维持稳健。



图表 8. 2022 年女装板块费用率有所波动

		2021	2022	2022Q1	2023Q1
安正时尚	销售费用率	29.42%	31.71%	32.61%	31.52%
	管理费用率	8.10%	9.90%	9.58%	9.96%
	研发费用率	2.30%	3.11%	2.90%	2.23%
	财务费用率	(0.25%)	(0.90%)	(0.80%)	0.42%
	总费用率	39.57%	43.81%	44.29%	44.14%
歌力思	销售费用率	40.68%	47.39%	41.22%	44.62%
	管理费用率	8.08%	9.34%	8.16%	7.89%
	研发费用率	2.40%	2.18%	1.99%	2.03%
	财务费用率	(0.14%)	1.42%	0.23%	1.25%
	总费用率	51.02%	60.33%	51.61%	55.79%
地素时尚	销售费用率	38.02%	43.64%	42.13%	40.21%
	管理费用率	5.74%	7.09%	7.22%	6.67%
	研发费用率	2.23%	2.97%	3.11%	3.43%
	财务费用率	(1.05%)	(1.91%)	(1.34%)	(1.81%)
	总费用率	44.94%	51.80%	51.12%	48.49%
锦泓集团	销售费用率	51.60%	57.66%	52.67%	48.22%
	管理费用率	3.77%	3.98%	3.85%	3.43%
	研发费用率	1.83%	2.37%	2.22%	2.36%
	财务费用率	5.20%	4.07%	4.43%	2.46%
	总费用率	62.40%	68.08%	63.17%	56.47%
欣贺股份	销售费用率	42.29%	46.55%	42.74%	43.53%
	管理费用率	4.23%	4.91%	3.75%	4.32%
	研发费用率	3.43%	4.48%	3.52%	4.47%
	财务费用率	(1.20%)	(1.12%)	(1.13%)	(0.96%)
	总费用率	48.74%	54.82%	48.88%	51.37%

资料来源：万得，中银证券

受疫情影响，2022 年女装公司净利率有所波动。2022 年女装板块整体净利率同比有所下降，安正时尚/歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份净利率分别为-17.10%/2.32%/16.02%/1.83%/7.41%，同比下降 19.50pct/11.76pct/7.78pct/3.35pct/6.25pct，主要系女装公司直营销售模式占比较大，疫情管控下固定成本开支较高及折扣水平加深。

23Q1 女装板块盈利能力回暖，看好未来盈利水平持续修复。23Q1 女装公司整体净利率同比均有所上升，主要得益于经营逐步常态化背景下毛利率水平提升，同时费用管控情况较好。展望未来，我们看好女装板块盈利能力持续修复。

图表 9. 受疫情影响，2022 年女装公司净利率有所波动

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
安正时尚	2.40%	(17.10%)	4.18%	4.62%
歌力思	14.08%	2.32%	9.09%	9.48%
地素时尚	23.80%	16.02%	25.19%	26.93%
锦泓集团	5.18%	1.83%	3.81%	8.79%
欣贺股份	13.66%	7.41%	12.34%	10.87%

资料来源：万得，中银证券

女装公司存货水平整体有所提升，总体平稳可控。2023Q1 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份存货周转天数分别为 287/250/268/505 天，较去年同期分别增加了 29/30/3/163 天，存货水平有所提升。但基本维持可控水平，部分是因为直营门店销售规模占比加大所致。相对大众女装而言，中高端女装存货波动较低，预计 2023 全年终端将持续稳定库存，保障销售。

图表 10.女装公司存货水平整体有所提升，总体平稳可控（单位：天）

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
安正时尚	391	295	278	226
歌力思	366	284	258	287
地素时尚	267	199	220	250
锦泓集团	418	214	265	268
欣贺股份	-	393	342	505

资料来源：万得，中银证券

## 2.2.2 男装：22 全年表现分化，23Q1 整体收入业绩改善

**2022 年男装龙头表现分化，高景气细分赛道公司成长性较好。**2022 全年疫情反复影响下，男装公司整体收入业绩有所波动。比音勒芬定位高端商务及休闲时尚，线上多平台布叠加线下门店逆势扩张（2022 年直营/加盟门店分别同增 47/44 家至 579/612 家），高尔夫门店持续释放新增量，全年收入/业绩分别同增 6.06%/16.50%至 28.85/7.28 亿元。报喜鸟持续推进主品牌年轻化升级与多品牌协同，全年收入/业绩小幅下降 3.55%/1.20%至 43.13/4.59 亿元，其中职业装品牌宝鸟营收逆势同增 17.18%至 7.98 亿元。

**男装龙头 Q1 迎来复苏，收入业绩明显改善。**疫情期间行业中小品牌有所出清，Q1 商务活动需求回暖背景下主要男装公司实现业绩修复，强成长性企业则借机快速增长。2023Q1 七匹狼/九牧王/比音勒芬/报喜鸟营收分别同增 2.75%/0.84%/33.12%/11.49%至 9.09/7.72/10.79/12.90 亿元，归母净利润同增 96.62%/269.20%/41.37%/24.22%至 0.89/0.97/3.01/2.56 亿元。

图表 11. 2023Q1 男装公司收入业绩改善（单位：亿元）

		2021	2022	2023Q1
七匹狼	营业收入	35.14	32.28	9.09
	yoy	5.52%	(8.13%)	2.75%
	归母净利润	2.31	1.51	0.89
	yoy	10.65%	(34.85%)	96.62%
九牧王	营业收入	30.50	26.20	7.72
	yoy	14.15%	(14.11%)	0.84%
	归母净利润	1.95	(0.93)	0.97
	yoy	(47.25%)	(148.01%)	269.20%
比音勒芬	营业收入	27.20	28.85	10.79
	yoy	18.09%	6.06%	33.12%
	归母净利润	6.25	7.28	3.01
	yoy	25.20%	16.50%	41.37%
报喜鸟	营业收入	44.51	43.13	12.90
	yoy	17.52%	(3.11%)	11.49%
	归母净利润	4.64	4.59	2.56
	yoy	26.70%	(1.20%)	24.22%

资料来源：万得，中银证券

**2022 年男装公司毛利率略有波动。**疫情扰动下直营终端收入占比降低，产品折扣力度加大，对毛利率产生不利影响，但主要男装公司积极推进产品品类升级，线下优质 VIP 客户引流带动电商毛利率提高，一定程度上减弱了冲击。2022 年七匹狼/九牧王/比音勒芬/报喜鸟毛利率分别同比变动 -0.94/-0.6/0.71/-1.18pct 至 45.23%/59.46%/77.40%/62.74%，比音勒芬毛利率逆势提升。

**2023Q1 男装龙头毛利率同比提升。**Q1 男装龙头公司毛利率稳中有升，七匹狼/比音勒芬/报喜鸟毛利率同比提升 6.76/0.22/0.33pct 至 43.44%/75.71%/66.07%，后续随消费复苏有望进一步提升。

图表 12.2023Q1 男装公司毛利率同比提升

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
七匹狼	46.17%	45.23%	36.68%	43.44%
九牧王	60.06%	59.46%	61.90%	60.53%
比音勒芬	76.69%	77.40%	75.49%	75.71%
报喜鸟	63.92%	62.74%	65.74%	66.07%

资料来源：万得，中银证券

控费效果良好，期间费用保持稳健。男装公司降本增效成效明显，2022 年比音勒芬/报喜鸟期间费用率优化 1.98/1.36pct 至 45.91%/47.30%，九牧王期间费用率小幅提升 0.11pct 至 47.88%。虽然受到疫情防控等影响，但主要男装公司对费用投放和支出上可以做到动态优化调整，保持高效的费用支出水平。

Q1 费用优化趋势延续。2023Q1 比音勒芬、报喜鸟销售费用率、管理费用率均同比降低，带动期间费用率同比降低 2.3/3.2pct 至 40.42%/42.46%。随着 2023Q2 需求不断释放，预计男装整体费用率整体仍会出现优化趋势。

图表 13.男装龙头期间费用率优化

		2021	2022	2022Q1	2023Q1
七匹狼	销售费用率	21.48%	23.26%	19.73%	23.17%
	管理费用率	7.26%	8.11%	6.59%	6.15%
	研发费用率	2.21%	2.35%	1.99%	1.94%
	财务费用率	(3.07%)	(5.07%)	(3.99%)	(4.60%)
	总费用率	27.88%	28.66%	24.32%	26.66%
九牧王	销售费用率	37.37%	37.17%	36.86%	32.32%
	管理费用率	8.07%	8.14%	6.80%	9.79%
	研发费用率	1.58%	1.75%	1.35%	1.45%
	财务费用率	0.74%	0.82%	0.83%	0.07%
	总费用率	47.77%	47.88%	45.84%	43.63%
比音勒芬	销售费用率	38.27%	35.92%	34.59%	33.25%
	管理费用率	5.75%	6.78%	5.39%	4.88%
	研发费用率	3.07%	3.47%	3.12%	3.05%
	财务费用率	0.80%	(0.27%)	(0.38%)	(0.76%)
	总费用率	47.89%	45.91%	42.72%	40.42%
报喜鸟	销售费用率	39.64%	39.68%	37.94%	34.83%
	管理费用率	7.39%	6.47%	6.54%	6.06%
	研发费用率	1.70%	1.93%	1.57%	1.70%
	财务费用率	(0.06%)	(0.78%)	(0.45%)	(0.13%)
	总费用率	48.66%	47.30%	45.61%	42.46%

资料来源：万得，中银证券

全年比音勒芬、报喜鸟净利率逆势提升。疫情反复扰动下比音勒芬经营管理和盈利能力仍增强，毛利率及费用率均优化带动净利率同比提升 2.3pct 至 25.22%。报喜鸟净利率提升 0.3pct 至 11.04%，经营韧性较强。七匹狼和九牧王受终端管控影响较大，净利率下降较为明显。

Q1 男装公司净利率显著修复。Q1 七匹狼/九牧王/比音勒芬/报喜鸟净利率分别同比提升 4.40/20.23/1.63/2.37pct 至 11.40%/12.85%/27.87%/20.14%，回归销售常态下比音勒芬和报喜鸟净利率创历史新高，七匹狼和九牧王弹性修复。

图表 14.2023Q1 男装公司净利率显著修复

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
七匹狼	7.77%	5.98%	7.00%	11.40%
九牧王	5.99%	(4.02%)	(7.38%)	12.85%
比音勒芬	22.96%	25.22%	26.24%	27.87%
报喜鸟	10.77%	11.04%	17.77%	20.14%

资料来源：万得，中银证券

存货周转整体优化。2022Q1 期末九牧王、比音勒芬、报喜鸟存货周转天数分别优化 37、58、22 天至 238、240、232 天，存货周转优化趋势延续。七匹狼存货周转天数小幅上升 6 天至 159 天，基本保持稳健。

图表 15.主要男装公司存货周转加快，营运质量提升（单位：天）

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
七匹狼	198	152	153	159
九牧王	298	210	275	238
比音勒芬	418	362	298	240
报喜鸟	372	261	254	232

资料来源：万得，中银证券

### 2.2.3 大众休闲：2023Q1 收入压力仍存，业绩显著修复

大众休闲品牌疫情反复下承压严重。大众休闲类品牌公司对终端客流较为敏感，2022 年龙头企业收入业绩均受到冲击，海澜之家/森马服饰/太平鸟分别实现营收 185.62/133.31/86.02 亿元，同比减少 8.06%/13.54%/21.24%，归母净利润 21.55/6.37/1.85 亿元，同比减少 13.49%/57.15%/72.73%。

Q1 消费环境回暖释放业绩弹性。2023Q1 大众消费弱复苏下龙头公司营收端压力尚未完全缓解，但业绩均取得较好增长。海澜之家营收为 56.82 亿元，同比增加 9.02%，归母净利润为 8.03 亿元，同比增加 11.07%。森马服饰收入同降 9.29%至 30.02 亿元，但盈利能力提升带动归母净利润高增 48.84%至 3.11 亿元，预计 2023 年门店加速拓展，有望全年实现高质量增长。太平鸟净利润同增 14.20%至 2.17 亿元。虽然销售收入仍需时间修复，但各家公司对折扣、费用、运营质量的把控使得净利润出现大幅度的提升，看好未来销售规模不断提升下公司净利润释放的潜力。

图表 16.大众服饰公司 2022 年承压，2023Q1 业绩率先释放弹性（单位：亿元）

		2021	2022	2023Q1
海澜之家	营业收入	201.88	185.62	56.82
	yoy	12.41%	(8.06%)	9.02%
	归母净利润	24.91	21.55	8.03
	yoy	39.60%	(13.49%)	11.07%
森马服饰	营业收入	154.20	133.31	30.02
	yoy	1.41%	(13.54%)	(9.29%)
	归母净利润	14.86	6.37	3.11
	yoy	84.50%	(57.15%)	48.84%
太平鸟	营业收入	109.21	86.02	20.74
	yoy	16.34%	(21.24%)	(15.83%)
	归母净利润	6.77	1.85	2.17
	yoy	(4.99%)	(72.73%)	14.20%

资料来源：万得，中银证券

2022 年大众休闲品牌毛利率波动。2022 年森马服饰、太平鸟毛利率分别为 41.30%、48.22%，同比下降 1.28、4.71pct，主要系疫情下高毛利的直营渠道收入占比降低所致。海澜之家渠道结构优化取得较好成效，直营门店和新品牌占比提升，毛利率逆势提升 2.25pct 至 42.89%。

折扣率控制带动 Q1 毛利率提升。2023Q1 森马服饰、太平鸟毛利率同比提升 1.69pct、5.81pct 至 44.34%、60.00%，盈利质量出现较大改善。

图表 17.2023Q1 大众休闲品牌公司毛利率提升

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
海澜之家	40.64%	42.89%	45.26%	44.58%
森马服饰	42.58%	41.30%	42.65%	44.34%
太平鸟	52.93%	48.22%	54.19%	60.00%

资料来源：万得，中银证券

**2022 年刚性费用较多拖累整体费用率。**2022 年海澜之家/森马服饰/太平鸟的期间费用率同比上升 2.65/3.36/1.60pct，其中销售费用率分别上升 2.34/2.54/0.65pct 至 18.45%/24.47%/36.81%，主要来源于门店租金、人员薪酬等刚性费用。

**2023Q1 期间费用率明显优化。**大众休闲品牌精准控费、渠道优化效果显现，Q1 三家主要公司费用率水平平均同比优化，海澜之家/森马服饰/太平鸟的期间费用率分别同比降低 0.74/1.55/0.85pct 至 22.76%/28.11%/45.26%。

图表 18. 2023Q1 大众休闲品牌费用率均同比优化

		2021	2022	2022Q1	2023Q1
海澜之家	销售费用率	16.11%	18.45%	17.35%	16.27%
	管理费用率	4.93%	4.96%	6.10%	5.78%
	研发费用率	0.62%	1.05%	0.68%	0.82%
	财务费用率	0.03%	(0.13%)	(0.62%)	(0.11%)
	总费用率	21.68%	24.33%	23.50%	22.76%
森马服饰	销售费用率	21.93%	24.47%	24.10%	23.40%
	管理费用率	4.03%	4.43%	4.43%	4.28%
	研发费用率	2.06%	2.22%	1.41%	1.36%
	财务费用率	(0.67%)	(0.41%)	(0.29%)	(0.93%)
	总费用率	27.34%	30.70%	29.66%	28.11%
太平鸟	销售费用率	36.16%	36.81%	37.54%	35.54%
	管理费用率	6.49%	7.28%	6.70%	7.14%
	研发费用率	1.39%	1.37%	1.11%	1.91%
	财务费用率	0.62%	0.80%	0.76%	0.67%
	总费用率	44.66%	46.26%	46.11%	45.26%

资料来源：万得，中银证券

**2022 疫情反复下大众服饰龙头公司净利率受损。**全年疫情反复下终端销售受阻，加之存货高企导致资产减值损失增加，业绩受到压力，海澜之家/森马服饰/太平鸟全年净利率分别下滑 0.78/5.06/4.06pct 至 11.11%/4.57%/2.14%。

**2023Q1 疫后盈利能力有所修复。**毛利率改善叠加费用率优化，大众服饰龙头盈利能力显著提升，森马服饰净利率提升 4.29pct 至 10.35%，太平鸟净利率提升 2.75pct 至 10.47%。

图表 19. 2023Q1 大众休闲品牌公司盈利能力修复

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
海澜之家	11.89%	11.11%	13.57%	13.98%
森马服饰	9.63%	4.57%	6.06%	10.35%
太平鸟	6.20%	2.14%	7.72%	10.47%

资料来源：万得，中银证券

**存货周转有望持续优化。**2022 年在需求疲软、物流受阻的背景下大众服饰品牌公司存货周转放缓，但 2023 年以来线下客流逐渐复苏，部分公司存货周转天数逐步开始改善。截至 2023Q1 海澜之家存货周转天数同比优化 17 天至 246 天，森马服饰和太平鸟存货周转天数同比增加 3 天和 25 天至 194 天，太平鸟存货周转放缓主要是直营门店销售占比加大所致。

图表 20. 大众休闲品牌公司存货周转呈现改善趋势（单位：天）

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
海澜之家	319	211	263	246
森马服饰	227	120	191	194
太平鸟	237	168	192	217

资料来源：万得，中银证券



## 2.2.4 家纺：盈利能力边际改善，期待后续复苏

**2022 年家纺公司业绩受疫情影响。**疫情反复对家纺企业收入业绩产生冲击，2022 全年三家主要家纺公司罗莱生活/富安娜/水星家纺收入同比变动-7.75%/-3.14%/-3.57%至 53.14/30.80/36.64 亿元，归母净利润同比变动-19.59%/-2.21%/-27.89%至 5.74/5.34/2.78 亿元。富安娜产品迭代加速叠加渠道改革，收入业绩低单位数下滑，经营稳健。罗莱生活全年门店逆势扩张，直营门店净增 46 家至 307 家，经销门店净增 135 家至 2355 家，预计疫后复苏弹性强。

**2023Q1 业绩边际改善，有望持续复苏。**Q1 家纺公司业绩增速迎来好转，罗莱生活营收 12.40 亿元，高基数下小幅下降 3.62%，归母净利润同增 11.13%至 1.77 亿元，业绩稳健改善，富安娜收入同比下降 7.57%至 6.20 亿元，但盈利能力提升带动归母净利润同比提升 5.28%至 1.11 亿元。

图表 21. 家纺公司 2023Q1 业绩边际改善（单位：亿元）

		2021	2022	2023Q1
罗莱生活	营业收入	57.60	53.14	12.40
	yoy	17.30%	(7.75%)	(3.62%)
	归母净利润	7.13	5.74	1.77
	yoy	21.92%	(19.59%)	11.13%
富安娜	营业收入	31.79	30.80	6.20
	yoy	10.62%	(3.14%)	(7.57%)
	归母净利润	5.46	5.34	1.11
	yoy	5.69%	(2.21%)	5.28%
水星家纺	营业收入	37.99	36.64	8.18
	yoy	25.19%	(3.57%)	1.45%
	归母净利润	3.86	2.78	0.84
	yoy	40.55%	(27.89%)	(1.22%)

资料来源：万得，中银证券

**2022 年家纺龙头公司毛利率稳中有升，2023Q1 提升态势延续。**家纺龙头持续推进产品结构优化，毛利率表现稳健，2022 全年罗莱生活/富安娜/水星家纺毛利率同比上升 0.96/0.96/0.75pct 至 45.96%/53.10%/38.70%。2023Q1 罗莱生活/富安娜/水星家纺毛利率继续同比提升 2.16/1.22/1.57pct 至 44.01%/54.34%/39.71%。

图表 22. 家纺公司毛利率持续提升

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
罗莱生活	45.00%	45.96%	41.85%	44.01%
富安娜	52.14%	53.10%	53.12%	54.34%
水星家纺	37.95%	38.70%	38.14%	39.71%

资料来源：万得，中银证券

**疫情影响致全年费用率提升。**疫情扰动下费用规模效率下降，销售费用提升带动三家主要家纺公司期间费用率整体上升，2022 年罗莱生活、富安娜、水星家纺销售费用率分别同比增加 1.85pct、2.52pct、3.49pct 至 21.46%、25.61%、23.34%。

**2023Q1 基本保持稳健。**2023Q1 罗莱生活/富安娜/水星家纺总费用率分别同比变动-0.22/-0.79/0.68pct 至 27.17%/32.52%/28.72%，罗莱生活、富安娜费用率有所优化。

图表 23. 家纺公司全年费用提升，2023Q1 小幅优化

		2021	2022	2022Q1	2023Q1
罗莱生活	销售费用率	19.61%	21.46%	17.87%	17.47%
	管理费用率	6.89%	6.73%	7.19%	7.84%
	研发费用率	2.17%	2.12%	2.55%	2.05%
	财务费用率	(0.68%)	(0.44%)	(0.21%)	(0.19%)
	总费用率	27.99%	29.87%	27.39%	27.17%
富安娜	销售费用率	23.09%	25.61%	25.64%	25.65%
	管理费用率	4.81%	4.04%	4.42%	4.22%
	研发费用率	2.39%	3.57%	3.39%	3.21%
	财务费用率	0.30%	(0.27%)	(0.14%)	(0.55%)
	总费用率	30.59%	32.95%	33.31%	32.52%
水星家纺	销售费用率	19.85%	23.34%	22.14%	22.36%
	管理费用率	4.00%	4.72%	4.57%	5.21%
	研发费用率	1.72%	1.96%	1.62%	1.83%
	财务费用率	(0.29%)	(0.37%)	(0.30%)	(0.68%)
	总费用率	25.28%	29.64%	28.04%	28.72%

资料来源：万得，中银证券

家纺龙头全年净利率有所下滑。2022 年罗莱生活/富安娜/水星家纺净利率同比变动-1.69/0.16/-2.57pct 至 10.79%/17.33%/7.59%，整体净利率承压。

2023Q1 净利率迎来修复。Q1 罗莱生活、富安娜净利率分别同比提升 1.83/2.19pct 至 14.24%/17.91%，净利率提升主要来源于毛利率改善。水星家纺净利率同比小幅下降 0.27pct 至 10.23%，降幅同比 2022 年收窄。

图表 24. 家纺公司 2023Q1 净利率迎来修复

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
罗莱生活	12.48%	10.79%	12.41%	14.24%
富安娜	17.17%	17.33%	15.72%	17.91%
水星家纺	10.16%	7.59%	10.50%	10.23%

资料来源：万得，中银证券

家纺龙头存货周转放缓。2023Q1 家纺龙头存货周转天数同比均上升，其中罗莱生活存货周转天数同比上升 49 天至 207 天，主要系美国家具业务备货周期较长且近年发展较快备货提升。富安娜存货周转天数同比 2022Q1 小幅上升 5 天至 236 天，但加盟商改革持续推进下，较 2020、2021 同期明显缩短。

图表 25. 家纺公司存货周转放缓，期待后续改善（单位：天）

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
罗莱生活	220	137	158	207
富安娜	322	271	231	236
水星家纺	245	160	169	182

资料来源：万得，中银证券

## 2.2.5 体育服饰 2022 全年经营情况稳健，2023Q1 呈现稳步恢复

**体育服饰 2022 全年经营情况稳健。**得益于线上线下多渠道发力，2022 全年四家体育龙头公司均实现稳健增长，安踏体育、李宁、特步国际、361 度收入增速分别为 8.76%、14.31%、29.13%、17.31%。**线上方面**，各公司积极布局多平台，发展线上直播等新型渠道，电商收入实现高增长，有效缓解疫情对线下业务的冲击。**线下方面**，体育服饰公司保持稳健的开店节奏，同时注重提升门店质量，终端销售提升效果明显。在产品端各公司加大专业运动产品开发力度，专业跑鞋等运动产品接受度有所提升，李宁鞋类产品收入同增 41.8%。在新品牌方面安踏、特步国际加大培育力度，新品牌收入实现强势增长，构建第二成长曲线。**总体来看，各大公司经营情况稳健，体现了运动服饰景气高及龙头品牌的优质产品力和运营能力。**

**Q1 稳健恢复，期待全年营收逐步加速。**Q1 四家体育龙头公司保持稳健恢复，1/2 月份安踏与李宁在高基数情况下增速有小幅压力，3 月终端零售流水呈现加速趋势，Q1 整体体现了较好的收入增长稳定性。特步、361 度布局多平台，加大电商推广，拉动流水快速增长。同时儿童品牌持续提升产品科技属性同时加大营销宣传，驱动品牌力持续提升。**综合来看，体育服饰龙头流水增长势头良好，库存与折扣情况亦持续改善。我们预计 2023 年消费信心恢复背景下各大公司将保持稳中向好的发展趋势，并且有望在 2023 年下半年经营环境大幅改善的情况下提速增长。**

图表 26. 体育服饰板块主要公司年报已披露，总体看全年经营情况稳健（单位：亿元）

		2020	2021	2022
安踏体育	营业收入	355.12	493.28	536.51
	yoy	4.67%	38.91%	8.76%
	归母净利润	355.12	493.28	536.51
	yoy	4.67%	38.91%	8.76%
李宁	营业收入	144.57	225.72	258.03
	yoy	4.23%	56.13%	14.31%
	归母净利润	144.57	225.72	258.03
	yoy	4.23%	56.13%	14.31%
特步国际	营业收入	81.72	100.13	129.30
	yoy	(0.13%)	22.53%	29.13%
	归母净利润	81.72	100.13	129.30
	yoy	(0.13%)	22.53%	29.13%
361 度	营业收入	51.27	59.33	69.61
	yoy	(8.97%)	15.73%	17.31%
	归母净利润	51.27	59.33	69.61
	yoy	(8.97%)	15.73%	17.31%

资料来源：万得，中银证券

图表 27. 2023Q1 体育服饰公司呈现稳健复苏

安踏体育	李宁	特步国际	361 度
主品牌安踏零售额同比录得中单位数增长，FILA 零售额同比录得高单位数正增长，其他品牌同比录得 75%-80% 的正增长	李宁（不包括李宁 YOUNG）全渠道零售流水同比录得中单位数增长；线下渠道录得高单位数增长；线上渠道录得 10%-20% 低端下降	特步主品牌零售额同比增长约 20%	361 度主品牌零售额同比录得约低双位数正增长；361 度童装品牌零售额同比录得约 20%-25% 正增长；361 度电商流水同比录得约 35% 正增长。

资料来源：万得，中银证券

**盈利能力受折扣提升等因素影响，看好常态化经营下盈利水平回升。**2022 全年体育龙头毛利率受折扣提升叠加原材料价格上涨影响普遍有所下降，安踏体育/李宁/特步国际/361 度毛利率分别下降 1.40pct/4.65pct/0.80pct/1.15pct，净利率亦有所回落。**我们认为影响板块盈利能力的大多为短期因素，展望未来，随着各大公司库存清理逐步完成，经营及原材料回归常态，折扣水平提升叠加成本下降有望驱动盈利水平回升，我们看好 2023 年各大公司盈利能力逐步恢复。**

图表 28. 盈利能力受折扣提升等因素影响，看好常态化经营下盈利水平回升

		2020	2021	2022
安踏体育	毛利率	58.15%	61.64%	60.24%
	净利率	15.68%	16.66%	15.37%
李宁	毛利率	49.07%	53.03%	48.38%
	净利率	11.75%	17.77%	15.75%
特步国际	毛利率	39.14%	41.72%	40.92%
	净利率	6.18%	8.88%	7.06%
361 度	毛利率	37.87%	41.67%	40.52%
	净利率	9.66%	12.51%	11.73%

资料来源：万得，中银证券

各大公司加大费用投放，销售费用率呈提升趋势。2022 全年各大公司销售费用率呈现提升趋势，管理费用率仍保持优化，反映出各大公司在降本增效的同时加大品牌建设力度，通过优化各渠道提升品牌形象。安踏体育/李宁/特步国际/361 度销售费用率同增 0.60pct/1.16pct/1.92pct/1.38pct，安踏 DTC 渠道转型仍在进行中，根据公司公告，截至 2022 年底已有 7200 家门店完成转型，约占总门店的 75%。特步国际亦加大新品牌建设，时尚及专业运动各品牌仍处于高速增长期。看好各大公司在积极费用投放的驱动下品牌力持续提升。

图表 29.各大公司加大费用投放，销售费用率呈提升趋势

		2020	2021	2022
安踏体育	销售费用率	30.32%	35.99%	36.59%
	管理费用率	5.98%	5.94%	6.69%
李宁	销售费用率	30.61%	27.19%	28.35%
	管理费用率	5.57%	4.92%	4.31%
特步国际	销售费用率	18.81%	18.89%	20.81%
	管理费用率	12.85%	11.88%	11.24%
361 度	销售费用率	18.80%	19.21%	20.59%
	管理费用率	8.60%	9.41%	7.78%

资料来源：万得，中银证券

存货呈现改善趋势，我们预计各大公司年内完成库存清理。从各大公司库存情况看，截至 2022 年末已呈现向好趋势，一方面各大公司在 2022 年双十一着手清理库存，同时加大日常销售折扣，取得良好效果。另一方面随着供应链及物流等逐步恢复，如安踏、特步直营渠道以及海外品牌发货畅通。安踏/特步国际存货较 2022H1 优化显著。李宁、361 度存货控制较好，存货周转天数整体保持稳定。

图表 30.存货周转天数保持健康水平（单位：天）

	2020	2021H1	2021	2022H1	2022
安踏体育	120	116	125	145	136
李宁	67	53	53	54	56
特步国际	73	77	76	104	89
361 度	109	70	86	76	90

资料来源：万得，中银证券

国内运动龙头经过多年积累，在品牌力提升驱动下增长势头较好，与国际品牌的竞争中优势进一步凸现。在 2021 年“新疆棉”事件和供应链紧缺的背景下，国际运动品牌在大中华区市场业绩有所波动，面临竞争压力加大。耐克 2023 第三财季（2022 年 12 月-2023 年 2 月）大中华区营收 19.94 亿美元，同比下降 7.69%；阿迪达斯 2022 第四财季（2022 年 10 月-2022 年 12 月）在中国市场营收实现 5.20 亿欧元，同比下降 49.86%。而在国潮兴起等背景下，国内运动龙头找准定位，多品牌战略发展，增长势头较好。此外，国内运动品牌积极融合科技元素，增加研发投入，打造产品优势，相较于国际品牌，性价比更强，竞争优势凸显。展望未来国内运动品牌在店效、产品单价方面仍存空间。随着渠道端深化改革，产品端不断创新，预计国产运动品牌有望维持高增长。

图表 31.耐克在大中华区业绩有所波动（单位：亿美元）

		FY 2022 Q1	FY 2022 Q2	FY 2022 Q3	FY 2022 Q4	FY 2023 Q1	FY 2023 Q2	FY 2023 Q3
耐克	营业收入	19.82	18.44	21.60	15.61	16.56	17.88	19.94
	yoy	11.35%	(19.76%)	(5.22%)	(19.24%)	(16.45%)	(3.04%)	(7.69%)

资料来源：公司公告，中银证券

注：耐克财年为上一年度的 6 月 1 日至下一年度的 5 月 31 日

图表 32.阿迪达斯在大中华区业绩有所波动（单位：亿欧元）

	FY 2021 Q1	FY 2021 Q2	FY 2021 Q3	FY 2021 Q4	FY 2022 Q1	FY 2022 Q2	FY 2022Q3	FY 2022Q4
阿迪达斯	营业收入	14.02	10.03	11.55	10.37	10.04	7.19	9.36
	yoy	150.81%	(16.35%)	(10.95%)	(19.43%)	(28.39%)	(28.32%)	(18.96%)
								5.20
								(49.86%)

资料来源：公司公告，中银证券

注：阿迪达斯财年为1月1日-12月31日

## 2.2.6 纺织制造板块分化较为显著，期待后续进一步恢复

上游分化较为显著，纺织制造龙头产能布局优势显著，长期内生增长动力充足。2022 年主要上游纺织制造企业受到国内外疫情的双重影响，产能和物流受到限制。龙头企业加强内部管理，积极争取相关政策，迅速复工复产，展现较强韧性。鞋履专业制造商华利集团 2022 全年营收同比增长 17.74% 至 205.69 亿元。成衣制造龙头申洲国际 2022 年营收同增 16.51% 至 277.81 亿元，2022 年下半年海外需求转弱影响服装出口，但纺织制造龙头凭借产能优势及优质客户依旧保持稳健增长。毛精纺纱线龙头新澳股份 2022 年毛精纺纱产能稳健提升，同时羊绒业务持续提效，2022 年营收同增 14.64% 至 39.50 亿元，归母净利润同增 30.66% 至 3.90 亿元，整体经营情况良好。

**2023Q1 海外需求和库存仍有压力，期待后续进一步恢复。**2023Q1 海外需求仍有压力，龙头制造企业大客户面临去库存压力，同时内需处于恢复进程，整体收入与业绩有压力。华利集团 23Q1 营收同降 11.23% 至 36.61 亿元，归母净利润同降 25.77% 至 4.81 亿元。我们认为海外需求低点已过，看好订单回暖背景下公司业绩持续改善。新澳股份营收 9.78 亿元，同增 9.44%，归母净利润 0.90 亿元，同增 21.23%，收入在高基数下保持稳健增长，业绩增速亦亮眼。Q1 订单充足，产能利用率进一步提升，毛精纺纱线与羊绒业务双轮驱动收入与业绩保持快速增长。

图表 33. 上游分化较为显著，期待后续进一步恢复（单位：亿元）

		2021	2022	2023Q1
百隆东方	营业收入	77.74	69.89	14.86
	yoy	26.73%	(10.10%)	(24.78%)
	归母净利润	13.71	15.63	0.84
华孚时尚	yoy	274.47%	14.00%	(75.59%)
	营业收入	167.08	144.60	45.33
	yoy	17.40%	(13.46%)	9.30%
新澳股份	归母净利润	5.70	-3.51	0.52
	yoy	228.25%	(161.60%)	(65.37%)
	营业收入	34.45	39.50	9.78
健盛集团	yoy	51.57%	14.64%	9.44%
	归母净利润	2.98	3.90	0.90
	yoy	96.93%	30.66%	21.23%
华利集团	营业收入	20.52	23.54	4.97
	yoy	29.65%	14.71%	(6.57%)
	归母净利润	1.67	2.62	0.39
申洲国际	yoy	131.69%	56.50%	(52.99%)
	营业收入	174.70	205.69	36.61
	yoy	25.40%	17.74%	(11.23%)
华利集团	归母净利润	27.68	32.28	4.81
	yoy	47.34%	16.63%	(25.77%)
	营业收入	238.45	277.81	-
申洲国际	yoy	3.54%	16.51%	-
	归母净利润	33.72	45.63	-
	yoy	(33.98%)	35.33%	-

资料来源：万得，中银证券

**2022 年毛利率受产能利用率下降以及原材料价格上涨影响有所波动。**2022 全年上游纺织类企业在产能及运输方面受到疫情波及，同时原材料价格有所上升，毛利率受影响波动。2022 年申洲国际受年初宁波工厂停产等影响毛利率同降 2.23pct 至 22.05%。华利集团毛利率亦受到产能利用率下降影响，毛利率同降 1.37pct 至 25.86%。华孚时尚/新澳股份/健盛集团毛利率受原材料价格以及产能结构调整等影响有所下降。



**2023Q1 影响仍在持续，静待盈利回暖。**2023Q1 海外需求仍有待恢复，同时内需亦处于复苏进程中，纺织制造企业产能利用率受到影响。华利集团毛利率同降 2.31pct 至 23.34%。百隆东方/华孚时尚/健盛集团等毛利率受到产能利用率下降及棉价下跌影响有所下降。新澳股份毛利率同增 1.49pct 至 19.27%，在羊毛价格下降背景下仍有提升，反映盈利能力持续增强。总体而言，2023Q1 纺织制造龙头盈利仍在低点，期待盈利水平逐步回暖。

图表 34. 2022 年毛利率受产能利用率下降以及原材料价格上涨影响有所波动

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
百隆东方	26.21%	26.87%	26.08%	13.31%
华孚时尚	9.64%	5.21%	10.28%	5.70%
新澳股份	19.06%	18.81%	17.78%	19.27%
健盛集团	26.76%	25.78%	28.05%	22.38%
华利集团	27.23%	25.86%	25.65%	23.34%
申洲国际	24.28%	22.05%	-	-

资料来源：万得，中银证券

**各纺织制造龙头持续推进降本增效，费用整体稳定。**2022 全年疫情影响公司经营，但各纺织制造龙头费用率管控情况良好，新澳股份/健盛集团/华利集团/申洲国际总费用率同比优化 1.03pct/3.40pct/0.15pct/1.27pct 至 7.22%/12.92%/5.23%/8.60%，体现纺织制造龙头逆势经营降本增效能力。2023Q1 各公司费用率情况亦保持稳健，其中华孚时尚/新澳股份总费用率有所优化。

图表 35. 各纺织制造龙头持续推进降本增效，费用整体稳定

		2021	2022	2022Q1	2023Q1
百隆东方	销售费用率	0.48%	0.70%	0.57%	0.83%
	管理费用率	4.68%	5.61%	3.80%	6.53%
	研发费用率	2.00%	1.62%	1.33%	0.97%
	财务费用率	1.42%	2.25%	1.65%	2.05%
	总费用率	8.57%	10.18%	7.35%	10.37%
华孚时尚	销售费用率	0.74%	0.87%	0.89%	0.56%
	管理费用率	2.29%	2.63%	2.15%	1.82%
	研发费用率	0.79%	0.76%	0.88%	0.84%
	财务费用率	1.91%	1.74%	1.85%	1.60%
	总费用率	5.72%	6.00%	5.78%	4.81%
新澳股份	销售费用率	1.85%	1.83%	1.56%	1.75%
	管理费用率	2.99%	2.98%	2.79%	3.12%
	研发费用率	2.78%	2.72%	2.41%	2.26%
	财务费用率	0.63%	(0.31%)	0.54%	0.01%
	总费用率	8.25%	7.22%	7.30%	7.14%
健盛集团	销售费用率	2.91%	3.14%	3.76%	4.90%
	管理费用率	9.56%	7.42%	6.81%	8.21%
	研发费用率	2.87%	2.76%	2.77%	2.45%
	财务费用率	0.98%	(0.39%)	1.69%	1.42%
	总费用率	16.32%	12.92%	15.02%	16.98%
华利集团	销售费用率	0.37%	0.38%	0.47%	0.50%
	管理费用率	3.93%	3.75%	3.73%	3.39%
	研发费用率	1.34%	1.41%	1.48%	1.97%
	财务费用率	(0.26%)	(0.31%)	(0.26%)	0.81%
	总费用率	5.38%	5.23%	5.42%	6.67%
申洲国际	销售费用率	0.97%	0.74%	-	-
	管理费用率	8.30%	7.04%	-	-
	研发费用率	-	-	-	-
	财务费用率	0.60%	0.82%	-	-
	总费用率	9.87%	8.60%	-	-

资料来源：万得，中银证券

**2022 全年纺织制造龙头盈利能力有待修复。**受毛利率波动等影响，2022 全年纺织制造龙头净利率剔除一次性收益整体承压。2022 年申洲国际净利率为 16.43%，同增 1.29pct，若剔除汇兑收益，净利率有所下降。华利集团净利率同降 0.15pct 至 15.69%。百隆东方净利率有所提升系股权投资收益大幅提升。健盛集团/新澳股份净利率有所提升，在逆势经营下稳健提升盈利水平。综合来看，2022 全年纺织制造龙头盈利能力有待修复。

**2023Q1 盈利仍承压，静待盈利回暖。**百隆东方/华孚时尚/健盛集团/华利集团净利率同降 11.78pct/2.61pct/7.70pct/2.58pct 至 5.66%/1.19%/7.81%/13.14%，盈利水平仍有压力。新澳股份净利率同增 1.29pct 至 9.70%，在羊毛价格下降背景下仍有提升，盈利能力持续增强。总体而言，23Q1 纺织制造龙头盈利仍在低点，期待盈利水平逐步回暖。

图表 36.纺织制造龙头盈利能力有待修复

	2021	2022	2022Q1	2023Q1
百隆东方	17.63%	22.36%	17.44%	5.66%
华孚时尚	3.67%	(2.53%)	3.80%	1.19%
新澳股份	9.09%	10.34%	8.41%	9.70%
健盛集团	8.14%	11.11%	15.51%	7.81%
华利集团	15.84%	15.69%	15.72%	13.14%
申洲国际	14.14%	16.43%	-	-

资料来源：万得，中银证券

**上游企业存货整体优化。**从存货水平看，纺织制造龙头整体呈现分化，23Q1 末华孚时尚存货周转天数同降 50 天，优于 2021 年同期水平。新澳股份订单充足，为实现快返加大备货，存货周转天数同增 20 天至 208 天。华利集团存货周转天数有小幅提升，主要系海外需求仍有压力，但当前海外需求低点已过，看好未来库存水平逐步恢复。

图表 37.上游企业存货整体优化（单位：天）

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
百隆东方	319	203	259	378
华孚时尚	222	127	164	114
新澳股份	186	168	188	208
健盛集团	145	133	162	148
华利集团	-	75	84	91
申洲国际	-	-	-	-

资料来源：万得，中银证券

## 三、2023 下半年投资策略：看好下半年场景消费的持续复苏

### 3.1 体育服饰估值进入合理配置区间，行业低谷加速结构优化

体育服饰行业目前仍处于快速成长期。受产业政策、消费升级等因素驱动，我国体育服饰行业保持快速增长，2021 年体育服饰行业规模达 3718 亿元，2014-2021 年的 CAGR 达 14.03%。2022 全年体育服饰公司在疫情反复下保持逆势增长，2023 年一季度外部环境逐步改善下龙头增长动能强劲，反映出目前体育服饰行业仍处于快速成长期。

图表 38. 体育服饰行业处于快速成长期

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国体育服饰行业规模（亿元）	1,483	1,669	1,904	2,215	2,691	3,199	3,123	3,718
同比增速	10.1%	12.5%	14.1%	16.3%	21.5%	18.9%	-2.4%	19.1%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 39. 体育服饰龙头公司流水逆势稳健增长

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
安踏体育	安踏主品牌零售额同比录得 10-20% 的高段正增长，FILA 零售额同比录得中单位数的正增长，其他品牌零售额同比录得 40-45% 的正增长	安踏主品牌零售额同比录得中单位数负增长，FILA 零售额同比录得高单位数的负增长，其他品牌零售额同比录得 20-25% 的正增长	安踏主品牌零售额同比录得中单位数正增长，FILA 零售额同比录得 10-20% 低段的正增长，其他品牌零售额同比录得 40-45% 的正增长	安踏主品牌零售额同比录得高单位数负增长，FILA 零售额同比录得 10-20% 低段的负增长，其他品牌零售额同比录得 10-20% 低段的正增长	安踏主品牌零售额同比录得中单位数正增长，FILA 零售额同比录得高单位数正增长，其他品牌零售额同比录得 75%-80% 的正增长
李宁	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 20%-30% 低段增长	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 10%-20% 低段下降	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得 10%-20% 中段增长	公司整体零售流水(包括线上及线下渠道)录得中单位数增长	李宁（不包括李宁 YOUNG）全渠道零售流水同比录得中单位数增长，线下渠道录得高单位数增长，线上渠道录得 10%-20% 低段下降
特步国际	特步主品牌零售额（包括线上线下渠道）同比增长 30%-35%	特步主品牌零售额（包括线上线下渠道）同比增长中双位数	特步主品牌零售额（包括线上线下渠道）同比增长 20-25%	特步主品牌零售额（包括线上线下渠道）同比下跌高单位数	特步主品牌零售额（包括线上线下渠道）同比增长约 20%
361 度	361° 主品牌零售额取得高双位数同比增长，童装品牌录得 20%-25% 的同比增长，电商渠道录得 50% 的同比增长	361° 主品牌零售额录得低双位数同比增长，童装品牌录得 20%-25% 的同比增长，电商渠道录得 40% 的同比增长	361° 主品牌零售额同比录得低中位数增长，童装品牌录得 20%-25% 的同比增长，电商渠道录得 45% 的同比增长	361° 主品牌零售额同比大致持平，童装品牌录得低单位数正增长，电商渠道录得约 25% 的同比增长	361° 主品牌零售额同比录得约低双位数正增长；361 度童装品牌零售额同比录得约 20%-25% 正增长；361 度电商流水同比录得约 35% 正增长。

资料来源：万得，中银证券

**格局持续优化，国产品牌市占率提升。**近年国产体育服饰品牌市占率持续提升，安踏、李宁、特步国际和 361 度合计市占率从 2017 年 25.5% 提升至 2021 年 31.8%。一方面本土头部企业通过积极赞助国际体育赛事提升品牌影响力，同时积极拥抱新零售，多渠道助力收入稳健增长。另一方面国际品牌阿迪达斯受 H&M 事件以及大中华区运营效率下降等影响，市占率逐步下降。随着国产体育服饰品牌不断提升影响力，我们预计行业格局将进一步优化。

图表 40. 格局持续优化，国产品牌市占率提升

市占率 (%)	2017	2018	2019	2020	2021
耐克	22.4	23.1	23.9	25.9	25.2
安踏	11.0	12.9	14.6	15.2	16.2
阿迪达斯	18.6	19.4	19.0	17.3	14.8
李宁	6.2	6.0	6.5	6.8	8.2
斯凯奇	3.9	4.9	5.3	5.9	6.6
特步国际	4.5	4.7	4.8	4.6	4.8
361 度	3.8	3.1	2.9	2.7	2.6

资料来源：万得，中银证券

图表 41. 阿迪达斯大中华区收入增速趋缓（单位：亿欧元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
收入	37.9	45.5	52.8	43.4	46.0	31.8
yoy	25.9%	20.0%	16.1%	-17.7%	5.9%	-30.8%

资料来源：万得，中银证券

**库存与折扣瓶颈已过，体育行业进入上行周期。**在疫情反复以及东南亚复工后集中供货等因素影响下体育服饰行业整体库存水平有所上升，2022H1 末除李宁整体存货保持稳健外，安踏体育、特步国际、361 度存货周转天数分别同增 28 天、27 天、6 天，存货提升背景下 2022Q4 和 2023Q1 面临一定去库存和折扣压力。但从 2022 年双十一情况看龙头已初步完成清理库存任务，2022 年末体育服饰龙头库存周转水平已呈环比改善，2023Q1 库销比继续好转，折扣方面，2 月为折扣低点，3-5 月进入上升通道。**综合来看，库存问题我们认为短期对行业有影响，但库存与折扣低点已过，展望未来体育服饰龙头有望进一步扩大市场份额。**

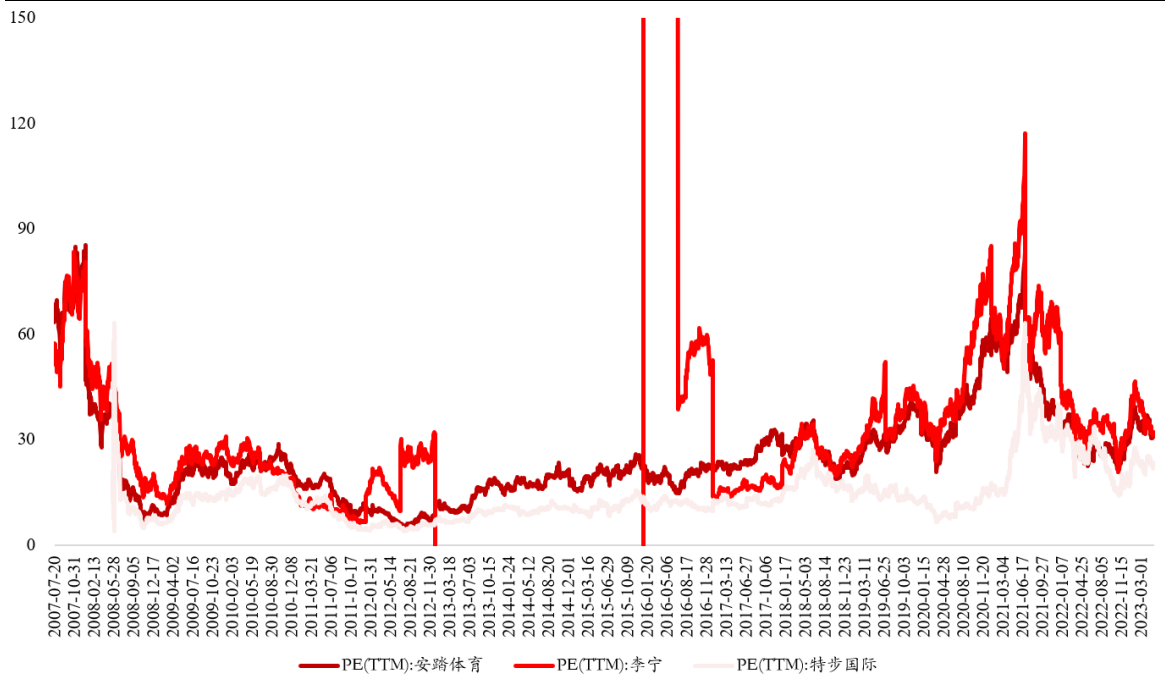
图表 42. 体育服饰行业库存周转天数整体提升（单位：天）

	2021H1	2021	2022H1	2022
安踏体育	116	125	145	136
李宁	53	53	54	57
特步国际	77	76	104	89
361 度	70	86	76	90

资料来源：万得，中银证券

**估值进入合理配置区间，推荐国内体育服饰龙头。**复盘体育服饰龙头 15 年股价，2008 年在北京奥运会的催化下体育服饰行业估值达到历史高点，安踏体育、李宁和特步国际期间最高估值(PE TTM)分别达到 85 倍、84 倍和 63 倍。随着 2010 年开始奥运会热度褪去，体育服饰行业进入调整期，各大龙头公司纷纷调整渠道与经营策略，行业估值于 2012 年底企稳回升，并保持了上升趋势。2020 年底在疫后需求复苏的背景下体育服饰行业估值大幅提升，安踏体育、李宁和特步国际期间最高估值(PE TTM)分别达到 83 倍、117 倍和 63 倍，之后体育服饰板块估值呈现下行趋势，主要系疫情反复影响居民消费意愿以及进店客流，截至 2023 年 5 月 8 日收盘安踏体育、李宁和特步国际估值分别为 32 倍、32 倍和 23 倍，目前已进入合理配置区间。

图表 43. 体育服饰板块估值进入合理配置区间（截至 2023 年 5 月 8 日）



资料来源：万得，中银证券

综合来看，我们预计体育服饰板块短期有去库存压力，但库存问题长期来看是行业优化的催化剂，体育服饰龙头在强压的环境下有望进一步扩大市场份额。同时体育服饰板块估值进入合理配置区间，我们推荐国产体育服饰龙头**安踏体育**、**李宁**、**特步国际**和**361度**。

## 3.2 出口底部已至，看好逐步改善

### 3.2.1 海外龙头去库存顺利，出口端出现反弹

**服装出口已现反弹，预计 2023 下半年继续改善。**受海外加息导致的需求变动影响，海外库存水平提升，加之俄乌冲突背景下供应链受到影响，2022Q3 以来我国纺织品服装出口承压。2023 年虽 1-2 月份纺织服装出口金额仍同比下滑，但随海外服企积极消化库存，3 月出口额开始出现反弹，4 月我国纺织纱线织物及其制品出口金额同比增长 4.1%，1-4 月我国纺织纱线织物及其制品出口金额同比下降 8.0%，降幅持续收窄。4 月服装及衣着附件出口金额同比增长 14.3%，1-4 月服装及衣着附件出口金额同比增长 2.5%。**我们认为海外服企去库存顺利，预计库存消化周期将在上半年结束，下半年服装出口数据有望持续改善。**



图表 44. 服装出口已现反弹，预计 2023 下半年继续改善

时间	纺织纱线织物及其制品 当月同比 %	纺织纱线织物及其制品 累计同比%	服装及衣着附件 当月同比%	服装及衣着附件 累计同比%
2022.1	27.1	27.1	17.0	17.0
2022.2	(10.1)	11.9	(8.0)	6.1
2022.3	22.4	15.1	10.9	7.4
2022.4	0.9	11.1	2.4	6.2
2022.5	15.8	12.1	24.9	10.2
2022.6	8.0	11.3	19.1	12.0
2022.7	16.2	11.9	18.5	12.9
2022.8	(0.2)	10.2	5.1	11.6
2022.9	(2.7)	8.7	(4.4)	9.4
2022.10	(9.0)	6.9	(16.8)	6.4
2022.11	(14.8)	4.6	(14.4)	4.2
2022.12	(22.9)	2.0	(10.1)	3.2
2023.1	(26.3)	(26.3)	(10.5)	(10.5)
2023.2	(14.4)	(22.4)	(21.6)	(14.7)
2023.3	9.5	(12.1)	32.3	(1.3)
2023.4	4.1	(8.0)	14.3	2.5

资料来源：海关总署，中银证券

图表 45. 海外龙头库存水平逐步优化（单位：天）

	时间	2022Q1	2023Q1	2022H1	2023H1	2022Q3	2023Q3
NIKE	存货周转天数	93	115	95	109	106	108
	时间	2021H1	2022H1	2021Q3	2022Q3	2021Q4	2022Q4
Adidas	存货周转天数	153	157	139	160	145	151
	时间	2021H1	2022H1	2021Q3	2022Q3	2021Q4	2022Q4
GAP	存货周转天数	90	113	99	110	98	95

资料来源：各公司公告，中银证券

注：Nike 财报 2023Q1 为 2022.6.1-8.31，2023Q2 为 2022.9.1-11.30，2023Q3 为 2022.12.1-2023.2.28。

Adidas 财报 2022Q2 为 2022.4.1-6.30，2022Q3 为 2022.7.1-9.30，2022Q4 为 2022.10.1-12.31。

GAP 财报 2022Q2 为 2022.5.1-7.30，2022Q3 为 2022.8.1-10.31，2022Q4 为 2022.11.1-2023.1.31。

海外龙头库存消化情况良好，当前已见优化。2022 年下半年海外龙头服装公司库存水平较高，存货周转有所放缓。但各龙头公司积极采取手段促进库存消化，Adidas 计划在加大营销投入的同时促进线上业务进一步发展，NIKE 通过加强对经销商的支持力度促进库存消化，GAP 未来将致力于库存结构优化，根据各公司最新数据，存货周转环比有明显优化。各龙头公司库存消化战略布局清晰，未来整体存货情况预计进一步改善。

图表 46. 海外龙头去库存持续推进

公司	未来展望
Adidas	未来进一步结合足球世界杯推出新产品；布局全渠道销售；打造不同消费场景，细分消费者市场；加大营销投入。
Nike	加强对经销商的支持力度，促进库存消化；促进线上业务进一步发展；加大产品创新投入。
GAP	未来将致力于优化库存结构；降低运营费用，提高净利率；继续执行“关闭 350 家门店计划”；增强旗下新品牌投入，新开 Athleta、Old Navy 等子品牌门店，促进多品牌布局。

资料来源：各公司公告，中银证券

### 3.2.2 原材料价格处于历史较低水平

全球纺织原材料价格处于历史底部，预计 2023 年下半年有所回升。2022 年纺织原材料价格呈下跌趋势，全年中国棉花价格指数：328 下降 7161 元/吨至 15046 元/吨，Cotlook:A 指数(国际陆地棉市场现货价格)下降 25.80 美分/磅至 99.25 美分/磅。2023 年 5 月 8 日中国棉花价格指数：328 为 16363 元/吨，虽较年初有小幅上升但仍处于较低水平，Cotlook:A 指数为 94.20 美分/磅，持续走低。

图表 47. 近一年以来 328 棉价指数下行企稳



资料来源：万得，中银证券

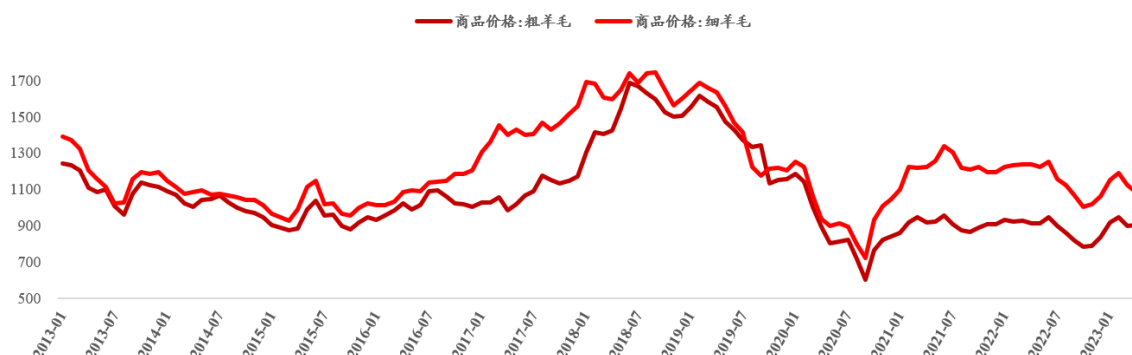
图表 48. Cotlook: A 指数(棉市场现货价格)企稳



资料来源：万得，中银证券

注：Cotlook:A 指数反映国际陆地棉市场现货价格

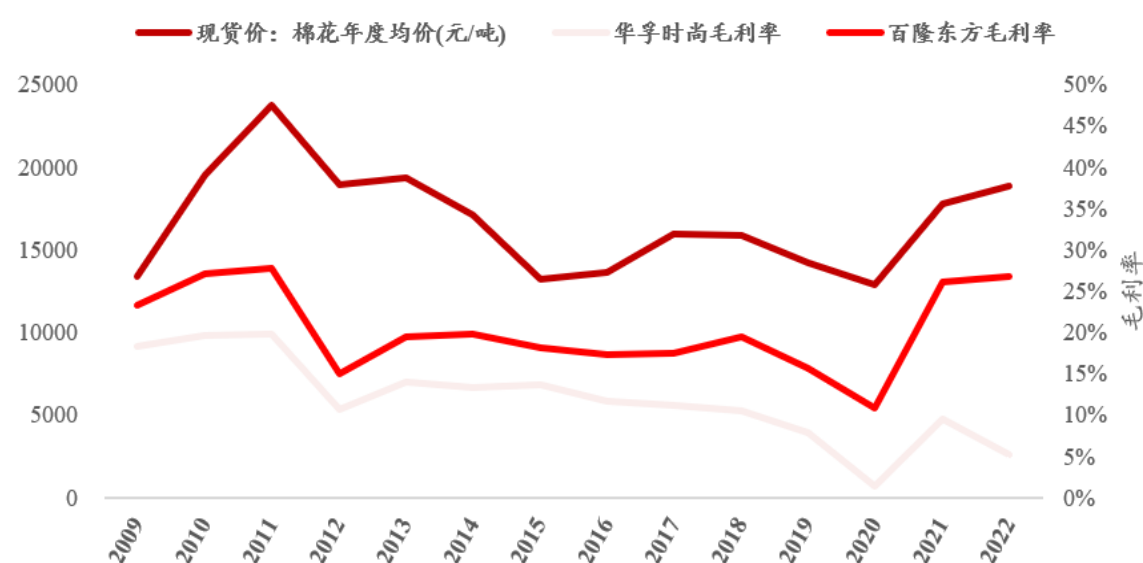
图表 49. 羊毛价格处于历史低位 (单位：美分/千克)



资料来源：万得，中银证券

未来随着原材料价格有所回升，龙头公司盈利能力有望提高。历史上看，在棉价上行周期中，纺织龙头的盈利能力显著提升，龙头公司盈利能力与棉花年度均价走势存在正相关性。随着 2023 年海外龙头库存消化，收入进一步复苏，以及内需企稳回升，原材料价格回升，棉价上涨将有效带动纺织龙头利润释放，盈利能力有望提高。

图表 50. 龙头公司盈利能力变动趋势与棉花均价走势有一定正相关性



资料来源：万得，中银证券

### 3.2.3 看好海外产能布局完善的纺织制造龙头

完善海外布局，海外巨头客户高占比，龙头公司有望表现较好。纺织制造领域龙头公司积极布局海外产能，产能优势有望进一步释放。其中，2022 年 H1 申洲国际越南面料工厂扩建完成，新建柬埔寨和越南成衣工厂顺利推进；2022 年华利集团新建印尼、缅甸工厂，扩建越南工厂。此外，重点公司海外客户占比高，且形成深度战略合作关系，随着海外需求的逐渐复苏有望受益。重点推荐纺织龙头华利集团、申洲国际、新澳股份、开润股份，建议关注浙江自然。

图表 51. 龙头公司积极布局海外产能

公司	海外产能布局情况
华利集团	截至 2022 年底，公司海外产能占比 100%。（主要位于越南，2023 年在越南和印度尼西亚都将有新工厂投产）。
申洲国际	截至 2022 年底，公司海外产能占比约 50%（位于越南和柬埔寨）。
百隆东方	2021 年底越南建成投产 110 万纱锭产能（占比 60% 以上），公司将在越南继续投入 39 万锭纱线扩产项目，截至 2022 年底其中 8 万锭产线已建成投产。
新澳股份	2020 年 4200 万元拍得英国邓肯 100% 股权，产能约 250 吨羊绒，2022 年底在越南投资建厂，规划产能约 6500 吨精纺针织纱线。
浙江自然	目前越南、柬埔寨生产基地均已经投产。

资料来源：各公司公告，中银证券

图表 52. 龙头公司大客户占比高

公司	主要客户	前五大客户占比
华利集团	前五大客户为 Nike、DECKERS、VF、Puma、Under Armour。	91.27%
申洲国际	前四大客户为 Nike、UNIQLO、Adidas、PUMA。	87.37%
百隆东方	主要客户为 UNIQLO、MUJI、Nike、Aidas、安踏、李宁等。	44.14%
浙江自然	主要客户为迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等。	51.97%

资料来源：各公司公告，中银证券

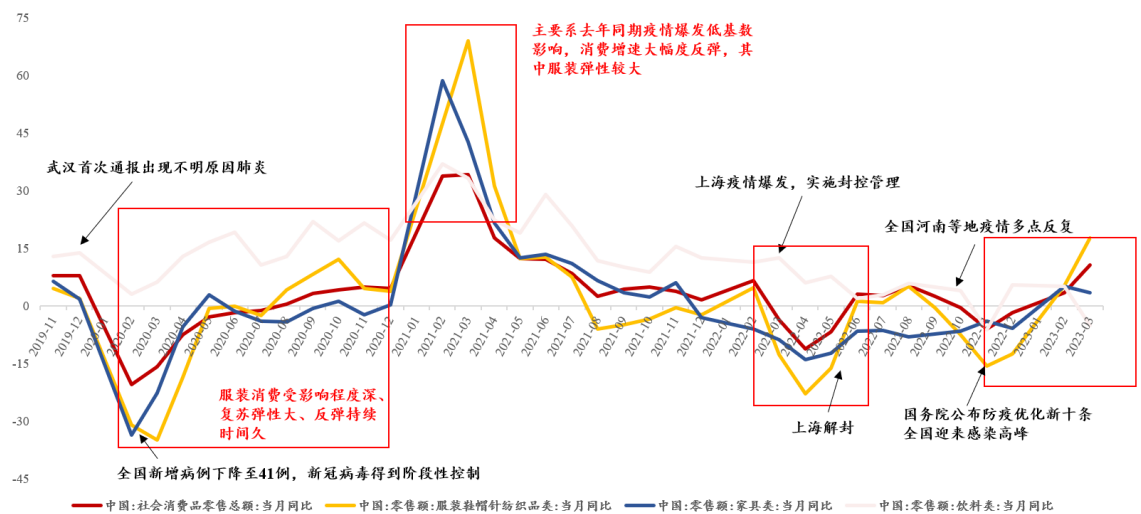
注：数据截至 2022 年底

### 3.3 看好消费复苏下戴维斯双击持续

#### 3.3.1 坚定看好服装零售弹性

服装行业消费复苏节奏慢，但弹性更强。复盘疫情以来各行业消费复苏情况，从弹性上看，服装弹性较大，持续时间较长。服装作为对线下渠道依赖度较高的可选消费品，2020 年初疫情期间受制于消费场景等因素，服装行业拐点出现较晚，但在疫情影响减弱、消费环境好转后，服装消费快速反弹，同比增速显著优于社零增速。多轮疫情扰动中，服装行业受影响程度相对较大，但复苏弹性亦最强。2023 年初随着疫情影响逐步减弱，服装弹性开始释放，我们坚定看好后续服装零售良好的复苏势头。

图表 53. 消费复苏中服装行业弹性优于其他行业



资料来源：万得，中银证券

### 3.3.2 流量依赖型品牌有望改善

大众休闲和女装等流量依赖型品牌有望充分受益线下终端复苏。线下终端客流复苏将是 2023 年零售恢复的主旋律，同时，线下终端客流回暖会刺激消费者在线下消费、出行的意愿。在众多服装品类中，大众休闲线下门店布局广泛，对终端客流敏感度最高，女装线下收入占比较高且固定开支较多，可选属性强，二者有望随消费环境改善实现较好收入业绩修复。

图表 54. 大众休闲品牌线下门店数量规模较大(单位：家)

	2020	2021	2022
太平鸟	4,616	5,214	4,671
海澜之家	7,381	7,652	8,219
森马服饰	8,725	8,567	8,140

资料来源：各公司公告，中银证券

图表 55. 中高端女装以线下为主要销售渠道(单位：亿元)

	时间	2020	2021	2022
歌力思	线下收入	16.45	20.55	20.13
	占比	86.85%	88.31%	85.15%
地素时尚	线下收入	21.92	25.07	20.87
	占比	85.63%	86.65%	87.21%
欣贺股份	线下收入	14.48	13.44	12.70
	占比	78.97%	73.29%	73.41%

资料来源：各公司公告，万得，中银证券

参考 2020-2021 疫情好转时期，2023Q1 大众休闲和女装复苏仍有空间。对比 2021 年 Q1、Q2 疫情好转后大众休闲服饰及女装公司收入高增速，2023Q1 主要公司收入同比下滑或低单位数增长，消费复苏弹性并未充分释放。我们认为主要原因有二：一是此次疫情管控时间较长、放开后感染人数较多，出于自身健康考虑放开后人们不会立即恢复线下活动，且消费信心、消费能力及线下活跃度等需要一定时间恢复，二是 2023Q1 仍有疫情反复情况，线下客流并未完全恢复。

利润端先于收入释放弹性。从经营层面看，各公司在疫情困境下普遍重视对利润的考核，降本增效能力及经营效率均有所提升，叠加折扣率改善，2023Q1 盈利能力同比环比均已见明显提升。我们看好后续随流量进一步恢复，流量依赖型品牌收入业绩的稳健增长。

图表 56.参考 2021 年消费复苏，2023Q1 大众服饰及女装弹性并未充分释放(单位：亿元)

	时间	2021Q1	2021Q2	2023Q1
太平鸟	营业收入	26.70	23.45	20.74
	Yoy	93.10%	27.82%	(15.83%)
森马服饰	营业收入	33.10	32.06	30.02
	Yoy	20.91%	7.01%	(9.29%)
歌力思	营业收入	5.36	5.64	6.66
	Yoy	30.61%	39.50%	5.99%
地素时尚	营业收入	6.57	6.96	6.10
	Yoy	61.08%	20.34%	2.28%
欣贺股份	营业收入	5.44	5.03	4.51
	Yoy	32.72%	38.34%	(10.54%)

资料来源：万得，中银证券

图表 57.2023Q1 大众休闲及女装扣非归母净利率已见明显改善

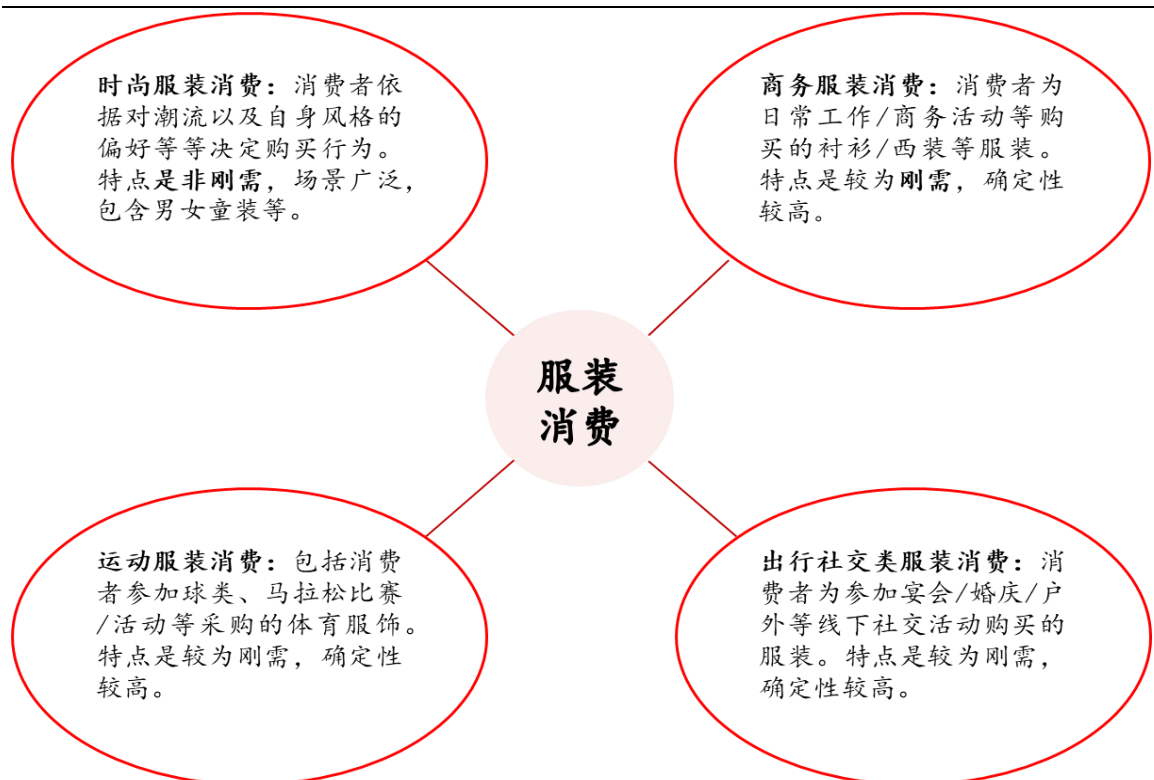
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
太平鸟	4.56%	(6.17%)	(0.09%)	(1.27%)	8.58%
森马服饰	5.58%	(6.84%)	4.40%	7.45%	9.74%
海澜之家	13.93%	12.57%	11.98%	6.34%	13.93%
歌力思	7.84%	(1.52%)	5.26%	(10.20%)	6.45%
地素时尚	16.81%	19.33%	19.51%	9.54%	17.88%
欣贺股份	11.16%	8.19%	6.54%	(2.08%)	9.95%

资料来源：万得，中银证券

### 3.3.3 场景类刚性服装需求短期表现更好，静待消费信心全面恢复

服装消费主要有 4 大类型。服装消费按大类来分可以分为时尚和场景消费，时尚消费是消费者依据对潮流以及自身风格的偏好等等决定购买行为，特点是非刚需，场景适用广泛，包括各种风格的男女童装。场景消费主要分为商务、运动、出行社交等场景，一般是针对某些特定场合，所产生的服装消费需求，相较时尚消费更加刚性。

图表 58. 服装消费主要分为 4 大类型



资料来源：万得，中银证券



社会活动常态化背景下，商务、运动、社交类活动同比大幅提升。2023 年 1-4 月非制造业商务活动 PMI 均显著高于 50，较去年同期有明显改善，反映商业活动包括招投标、下订单、出口等有明显恢复，以此产生的商务出行以及服装需求预计会有明显提升。

体育活动频次亦有明显提升，2023 年国家体育总局登记在案的篮球、马拉松、足球等群众赛事活动场次有明显提升，其中全国 4 月共计 63 场，同比提升 54 场，从马拉松赛事看 2023 年比赛数量亦有显著恢复，其中 4 月全国马拉松赛事共举办 124 场，而 2022 年因疫情扰动 4 月未举办马拉松赛事，根据目前马拉松赛事安排，预计 2023 年 5-12 月仍有超 140 场马拉松赛事。

从出行情况来看，2023 年五一假期间全国营业性客运量达 2.7 亿人次，实现国内旅游收入 1481 亿元，同比 22/21/19 年均有所提升，显示出生活常态化情况下人民出行及消费意愿均有明显提升。2023 年 4 月餐饮零售额同比增长 43.8%，线下用餐需求显著恢复，反映日常聚会、商务洽谈等频次的大幅提升。综合来看，商务、体育、社交等活动频次提升预计将产生更多的场景类服装需求。

图表 59. 非制造业 PMI：商务活动（单位：%）

	2022.5	2022.6	2022.7	2022.8	2022.9	2022.10	2022.11	2022.12	2023.1	2023.2	2023.3	2023.4
指数	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7	41.6	54.4	56.3	58.2	56.4
yoy(pct)	-7.4	1.2	0.5	5.1	-2.6	-3.7	-5.6	-11.1	3.3	4.7	9.8	14.5

资料来源：万得，中银证券

图表 60. 体育赛事活动数量显著提升（单位：场）

	22.1	22.2	22.3	22.4	22.5	22.6	22.7	22.8	22.9	22.10	22.11	22.12	23.1	23.2	23.3	23.4
场次	18	5	7	9	23	26	20	16	21	4	33	17	14	17	26	63

资料来源：国家体育总局，中银证券

图表 61. 马拉松赛事举办频次大幅提升（单位：次）

	22.1	22.2	22.3	22.4	22.5	22.6	22.7	22.8	22.9	22.10	22.11	22.12	23.1	23.2	23.3	23.4
场次	2	0	2	0	0	0	0	0	0	1	8	4	1	10	49	124

资料来源：马拉松官网，中银证券

图表 62. 5-12 月马拉松赛事场次较多（单位：次）

	22.5	22.6	22.7	22.8	22.9	22.10	22.11	22.12
场次	76	17	4	2	4	14	18	16

资料来源：马拉松官网，中银证券

图表 63. 2023 年五一期间出行人数与旅游收入实现大幅提升

五一	营业性客运量	国内旅游收入
亿人次/亿元	2.7	1481
同比	162.9%	128.9%
同比 21 年	1.2%	30.8%
同比 19 年	19.3%	0.66%

资料来源：政府网，新华社，中银证券

图表 64. 餐饮零售同比恢复显著

	2022.7	2022.8	2022.9	2022.10	2022.11	2022.12	2023.2	2023.3	2023.4
餐饮零售同比	-1.5%	8.4%	-1.7%	-8.1%	-8.4%	-14.1%	9.2%	26.3%	43.8%

资料来源：政府网，新华社，中银证券

从业绩端来看部分公司已有体现。随着服装场景需求不断释放，部分公司报表端已有体现。从报喜鸟、比音勒芬、森马服饰等男装龙头一季度数据来看，归母净利润表现出了良好的弹性，男装龙头 22Q1 业绩基数相对稳健，归母净利润仍取得快速增长，反应出良好的动销情况以及折扣水平持续优化，社交、商务与体育活动增加了消费者对正装以及高品质服装的需求，我们预计该需求仍将持续释放。

当前阶段以场景式刚需服装需求为主，期待服装板块全面改善。2023 年我国内需保持稳健复苏，但从消费信心与消费能力来看恢复仍需一个过程，我们认为从短期半年维度来看服装需求的恢复以场景式刚需服饰为主，待消费信心全面恢复，时尚服装需求推动下各类型服饰有望迎来量价齐升。

图表 65. 大众服饰公司 2022 年承压，2023Q1 业绩率先释放弹性（单位：亿元）

		2023Q1
森马服饰	营业收入	30.02
	yoy	(9.29%)
	归母净利润	3.11
	yoy	48.84%
太平鸟	营业收入	20.74
	yoy	(15.83%)
	归母净利润	2.17
	yoy	14.20%
七匹狼	营业收入	9.09
	yoy	2.75%
	归母净利润	0.89
	yoy	96.62%
九牧王	营业收入	7.72
	yoy	0.84%
	归母净利润	0.97
	yoy	269.20%
比音勒芬	营业收入	10.79
	yoy	33.12%
	归母净利润	3.01
	yoy	41.37%
报喜鸟	营业收入	12.90
	yoy	11.49%
	归母净利润	2.56
	yoy	24.22%

资料来源：万得，中银证券

#### 四、投资建议

1) 体育服饰估值进入合理配置区间，推荐国内体育服饰龙头。体育服饰行业仍处于快速发展期，行业格局不断优化，库存问题我们认为短期对行业有影响，但库存与折扣低点已过，展望未来体育服饰龙头有望进一步扩大市场份额。同时体育服饰板块估值进入合理配置区间，我们推荐国内体育服饰龙头安踏体育、李宁、特步国际和 361 度。

2) 出口底部已至，看好海外服企去库存顺利背景下纺织龙头受益。海外服企去库存顺利，预计库存消化周期将在 2023 上半年结束，2023 全年出口将呈现前低后高趋势，看好海外出口订单在下半年出现改善。此外，重点公司海外客户占比高，且形成深度战略合作关系，随着海外需求的逐渐复苏有望受益。重点推荐纺织龙头华利集团、申洲国际、新澳股份，建议关注浙江自然。

3) 服装零售持续恢复，我们推荐业绩弹性较好的服企。随着疫情影响逐步减弱，服装弹性开始释放，我们坚定看好后续服装零售良好的复苏势头。推荐终端客流复苏背景下业绩弹性较好的太平鸟、海澜之家、森马服饰、歌力思、地素时尚；社会活动常态化背景下，商务、运动、社交类活动大幅提升推动场景类服装需求增长。重点推荐比音勒芬、报喜鸟、波司登。

## 五、风险提示

### 1) 线下消费复苏不及预期。

终端消费处于弱复苏趋势，但整体改善向好，后续如果宏观经济增长及消费信心恢复不及预期，对未来消费复苏的弹性将有较大影响。

### 2) 市场竞争加剧。

龙头品牌积极完善全渠道销售建设，持续发力线下实体消费及线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。

### 3) 海外市场订单需求不及预期。

当前海外品牌龙头去库存进展顺利，预计未来新品订单占比有所提升。但海外市场需求仍面临一定不确定性，多重因素影响下海外订单需求进展恢复可能低于市场预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371