

证券研究报告

纺织服装

 兴业证券  
INDUSTRIAL SECURITIES

推荐 (维持)

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

## 纺服跟踪报告：Q2 纺服业绩修复确定性高， 纺服有望迎来补涨行情！

研究助理:

韩欣

hanxin@xyzq.com.cn

2023年04月18日

### 摘要

**1-2月出行数据:** 1) 大众出行活动不断恢复,北上广3月地铁客运量同比接近或超过2021年同期水平,与2019年差距也不断收窄,深圳已超过2019及2021年水平。2) 23年1-2月国内航线民航旅客周转量远超21年,接近19年同期水平。从民航局公布的内航线民航旅客周转量看,2023年1-2月周转量合计达1282.2万人公里,同比21年同期+62.5%,同比19年同期-5.9%。从上海机场看,23年1-2月吞吐量达525.69万人次,同比21年同期+75.1%,同比19年同期-10.9%。从白云机场看,23年1-2月吞吐量达829.12万人次,同比21年同期+52.2%。

**纺服行情复盘总结:** 宏观周期+库存周期波动影响公司业绩及估值,恢复期叠加部分主题性质炒作(18年海澜+森马),可带来超额收益;同时,比音勒芬和报喜鸟等行业龙头在业绩和估值恢复期,易跑出较高的超额收益。此外,行业内的特定事件(15年估值重组+21年新疆棉)也有望提振行业beta,带来大行情。

**22Q2低基数背景下,23Q2增速表现预计将较好,假若数字经济主题切换后,由于Q2消费修复确定性高,市场重新切换回消费赛道可能性高。**自2022/11月末始,随着疫情政策放松等原因,消费行业迎来大幅估值修复反弹,A股纺服主要标的基本上于22/11-23/02区间市值不断增长,23年3月始,部分标的有一定回调,部分标的处于滞涨状态,一部分系高预期弱复苏因素,一部分系市场资金转向数字经济、AI等行情。4月开始,纺服进入低基数区间,假若市场主题切换,纺服终端流水修复确定性高,有望再赢大涨行情。

**我们推荐三条主线。主线1: 关注中高端男装标的比音勒芬及报喜鸟。**疫后中高端人群消费力基本不受损,其中男装刚需性特征明显。随着商务出行增多,中高端男士服饰消费需求不断恢复,我们关注比音勒芬及报喜鸟,在中高端商务休闲领域,为少有的国货标的,品牌力强,渠道较国际品牌更为下沉,版型更符合中国人需求,在疫后修复背景下,业绩有望超预期,同时带动估值向峰值提升。**主线2: 困境修复+低估值标的有望迎来补涨行情。**二季度假若市场主线再次切换至消费,我们预计估值未修复至中枢的标的仍将迎来补涨行情,主要关注森马服饰、地素时尚及海澜之家。**主线3: 低估值+高分红的家纺龙头防御属性强。**疫后婚庆需求爆发叠加地产数据修复,有望逐步带动家纺需求回暖,估值提升,推荐关注罗莱生活、富安娜及水星家纺。

**风险提示:** 终端消费不及预期,地缘政治及疫情影响宏观环境

## 目 录

1、1-2月数据：出行正在快速恢复，带动相关场景和商品消费增长 .....	- 3 -
1.1、1-2月地铁及航空数据：接近或超过21年水平，与19年差距缩小 .....	- 3 -
1.2、1-2月消费数据：出行及场景消费修复带动服装领先恢复 .....	- 5 -
2、纺服行情复盘：波段结构性机会周期性涌现 .....	- 6 -
3、库存水平：疫情后行业库存处于历史较高水平 .....	- 9 -
4、投资建议：Q2消费修复确定性高，估值有望继续修复！ .....	- 9 -
5、风险提示：终端消费不及预期，地缘政治及疫情影响宏观环境 .....	- 11 -
5.1、终端消费不及预期 .....	- 11 -
5.2、地缘政治及疫情影响宏观环境 .....	- 11 -

## 图 目 录

图 1、上海地铁客流量（单位：万人） .....	- 3 -
图 2、北京地铁客流量（单位：万人） .....	- 3 -
图 3、广州地铁客流量（单位：万人） .....	- 4 -
图 4、深圳地铁客流量（单位：万人） .....	- 4 -
图 5、中国民航旅客周转量（国内航线）当月值情况 .....	- 4 -
图 6、白云机场：旅客吞吐量：国内航线：当月值（万人次） .....	- 5 -
图 7、上海机场：旅客吞吐量：国内：当月值（万人次） .....	- 5 -
图 8、纺服主要标的 PE-盈利预测 .....	- 7 -
图 9、品牌服饰指数（长江）PETTM .....	- 8 -
图 10、板块平均库存水平 .....	- 9 -
图 11、板块平均库存水平同比 .....	- 9 -

## 表 目 录

表 1、全国四大一线城市地铁客运量 1-3 月同比情况 .....	- 3 -
表 2、中国各个行业零售额 1-2 月当月同比（单位：%） .....	- 5 -
表 3、品牌服饰主要标的历史超额收益复盘（VS 沪深 300 指数） .....	- 6 -
表 4、2014-2020 年纺服行业转型情况 .....	- 7 -
表 5、2019-2023/3/31 日 PE-盈利预测情况 .....	- 10 -
表 6、A 股纺服主要标的涨幅情况 .....	- 10 -

## 1、1-2 月数据：出行正在快速恢复，带动相关场景和商品消费增长

### 1.1、1-2 月地铁及航空数据：接近或超过 21 年水平，与 19 年差距缩小

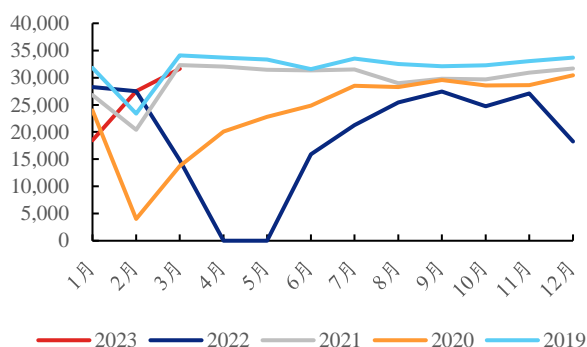
大众出行活动不断恢复，北上广 3 月地铁客运量同比接近或超过 2021 年同期水平，与 2019 年差距也不断收窄，深圳已超过 2019 及 2021 年水平。从目前全国四大一线城市的地铁客运量数据来看，上海地区 23 年 3 月同比 21 年及 19 年客运量分别同比-2.1%及-7.2%，北京地区 23 年 3 月同比 21 年及 19 年客运量分别同比+5.4%及-16.1%，广州地区 23 年 3 月同比 21 年及 19 年客运量分别同比-3.6%及-6.7%，深圳地区常住人口增多叠加出行增多，23 年 3 月同比 21 年及 19 年客运量分别同比+16.7%及+31.9%，恢复较好。

表 1、全国四大一线城市地铁客运量 1-3 月同比情况

2023 年 1-2 月及 3 月同比		上海	北京	广州	深圳
2021 年	1-2 月	-12.8%	-0.3%	-10.9%	4.2%
	3 月	-2.1%	5.4%	-3.6%	16.7%
2020 年	1-2 月	64.3%	64.2%	59.4%	137.0%
	3 月	130.6%	336.6%	130.5%	211.4%
2019 年	1-2 月	-16.7%	-22.3%	-14.5%	25.2%
	3 月	-7.2%	-16.1%	-6.7%	31.9%

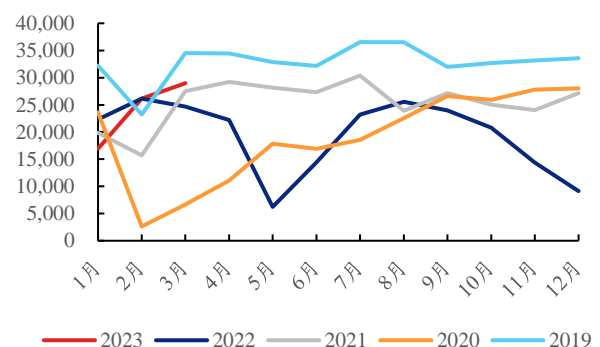
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、上海地铁客流量（单位：万人）



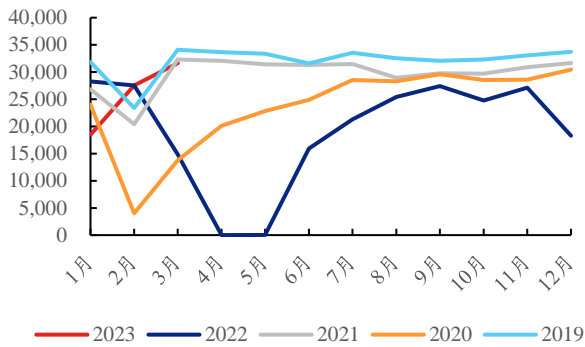
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、北京地铁客流量（单位：万人）



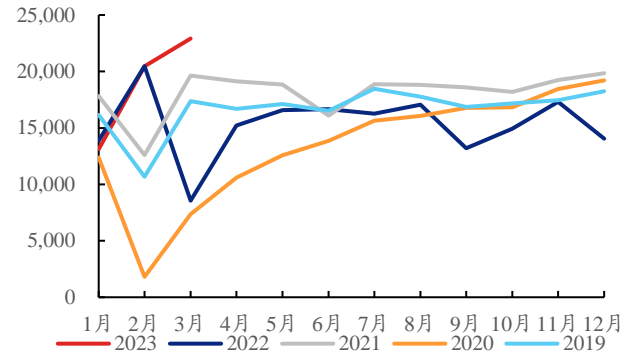
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、广州地铁客流量（单位：万人）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

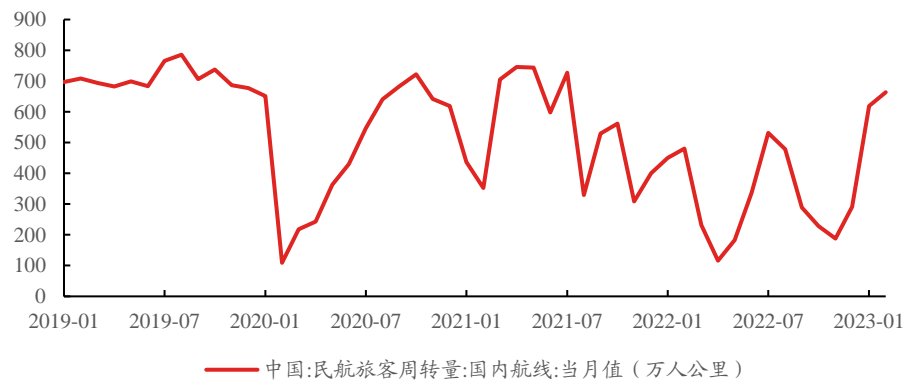
图 4、深圳地铁客流量（单位：万人）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

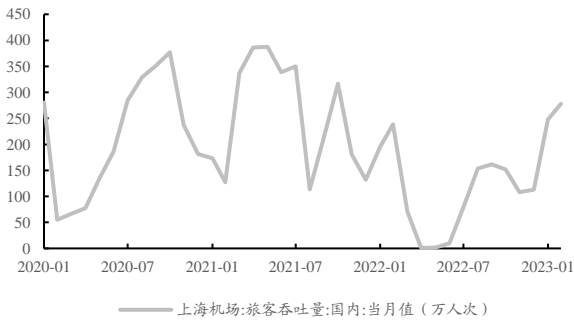
**23年1-2月国内航线民航旅客周转量远超21年，接近19年同期水平。**从民航局公布的内航线民航旅客周转量看，2023年1-2月周转量合计达1282.2万人公里，同比21年同期+62.5%，同比19年同期-5.9%。从上海机场看，23年1-2月吞吐量达525.69万人次，同比21年同期+75.1%，同比19年同期-10.9%。从白云机场看，23年1-2月吞吐量达829.12万人次，同比21年同期+52.2%。

图 5、中国民航旅客周转量（国内航线）当月值情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、白云机场:旅客吞吐量:国内航线:当月值(万人次)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、上海机场:旅客吞吐量:国内:当月值(万人次)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、1-2 月消费数据: 出行及场景消费修复带动服装领先恢复

从 1-2 月份公布零售数据看,社零同比增长 3.5%,疫后复苏趋势明显,逆转连续 3 个月的下滑趋势。出行及场景消费修复带动商品和服务消费反弹。分行业来看,服装鞋帽针纺织品类恢复领先,高于社零增速 1.90PCT。此外餐饮作为代表的接触类消费,疫后增速遥遥领先,并带动粮油食品、烟酒及饮料类零售额较快增长。

表 2、中国各个行业零售额 1-2 月当月同比(单位: %)

	社会消费品零售总额	服装鞋帽针纺织品类	烟酒类	化妆品类	金银珠宝类	餐饮收入	粮油、食品类	饮料类	日用品类	汽车类	家具类	家用电器和音像器材类
2023-02	3.50	5.40	6.10	3.80	5.90	9.20	9.00	5.20	3.90	-9.40	5.20	-1.90
2022-12	-1.80	-12.50	-7.30	-19.30	-18.40	-14.10	10.50	5.50	-9.20	4.60	-5.80	-13.10
2022-11	-5.90	-15.60	-2.00	-4.60	-7.00	-8.40	3.90	-6.20	-9.10	-4.20	-4.00	-17.30
2022-10	-0.50	-7.50	-0.70	-3.70	-2.70	-8.10	8.30	4.10	-2.20	3.90	-6.60	-14.10
2022-09	2.50	-0.50	-8.80	-3.10	1.90	-1.70	8.50	4.90	5.60	14.20	-7.30	-6.10
2022-08	5.40	5.10	8.00	-6.40	7.20	8.40	8.10	5.80	3.60	15.90	-8.10	3.40
2022-07	2.70	0.80	7.70	0.70	22.10	-1.50	6.20	3.00	0.70	9.70	-6.30	7.10
2022-06	3.10	1.20	5.10	8.10	8.10	-4.00	9.00	1.90	4.30	13.90	-6.60	3.20
2022-05	-6.70	-16.20	3.80	-11.00	-15.50	-21.10	12.30	7.70	-6.70	-16.00	-12.20	-10.60
2022-04	-11.10	-22.80	-7.00	-22.30	-26.70	-22.70	10.00	6.00	-10.20	-31.60	-14.00	-8.10
2022-03	-3.53	-12.70	7.20	-6.30	-17.90	-16.38	12.50	12.60	-0.80	-7.50	-8.80	-4.30
2022-02	6.70	4.80	13.60	7.00	19.50	8.90	7.90	11.40	10.70	3.90	-6.00	12.70

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、纺服行情复盘：波段结构性机会周期性涌现

表 3、品牌服饰主要标的历史超额收益复盘（VS 沪深 300 指数）

日期	变动趋势	时长	变动行业因素	超额收益(单位: pct)														
				森马服饰	太平鸟	海澜之家	七匹狼	九牧王	比音勒芬	报喜鸟	地素时尚	歌力思	罗莱生活	富安娜	水星家纺	品牌服饰指数(长江)		
2011-06-30	跑赢沪深300	20	线下渠道规模快速扩张	-8.99		-9.6	13.11	6.99		15.03			36.55	27.91		4.94		
2011-09-30				20.09		5.0	26.05	26.97		13.94			22.39	29.34	5.74			
2011-12-30	跑输沪深300	20	收入增速放缓	-16.56		-14.9	8.86	-2.97		-2.11			-1.37	8.52		-1.37		
2012-03-30				-13.54		-3.0	-2.06	-0.91		-2.06			-10.19	-16.22	-2.60			
2012-06-29	跑赢沪深300	10	七匹狼渠道改革: 九牧王提价+开店, 家纺迎来升级期	-21.09		0.1	15.41	27.91		11.96			6.54	29.72		2.90		
2012-09-28	跑输沪深300	40	库存周期	-14.90		0.0	-18.20	-22.68		-15.37			-30.44	-15.75		-10.51		
2012-12-31				-5.12		-3.9	-20.37	-28.55		-15.82			-18.49	-17.26	-13.35			
2013-03-29	跑输沪深300	50	库存周期结束, 并购潮开始, 大牛市	-10.06		5.7	-17.69	-8.11		-18.38			-9.82	4.28		-1.00		
2013-06-28				19.29		-8.6	-17.78	-2.99		-12.92			-0.01	-12.54	-4.66			
2013-09-30	跑赢沪深300	50	库存周期结束, 并购潮开始, 大牛市	17.81		72.5	17.03	5.74		14.80			10.81	20.27		13.81		
2013-12-31				10.74		32.6	-9.20	-2.30		-13.69			23.45	-4.82	5.17			
2014-03-31	跑赢沪深300	40	并购潮开始, 大牛市	20.17		36.9	6.92	2.22		9.58			-0.04	1.08		7.56		
2014-06-30				-7.49		2.6	6.11	-7.14		-4.71			-7.20	4.13	-2.98			
2014-09-30	跑输沪深300	10	库存消化	5.11		8.2	20.80	11.34		36.04			8.16	9.23		12.49		
2014-12-31				-39.10		-52.2	-60.31	-44.33		-48.42			-37.01	-44.27	-39.37			
2015-03-31	跑赢沪深300	40	并购潮开始, 大牛市	26.35		29.7	43.83	11.48		63.42			18.97	15.06		35.67		
2015-06-30				-5.56		16.8	38.86	28.25		19.81			22.69	32.18	22.09			
2015-09-30	跑输沪深300	10	库存消化	11.75		6.1	-20.84	-4.89		-12.76		-6.61	6.67	2.54		-0.88		
2015-12-31				9.96		-14.0	15.05	42.86		25.43		26.49	15.63	18.29	19.42			
2016-03-31	跑输沪深300	10	库存消化	-4.06		-10.3	-15.74	-23.78		-23.78		-12.25	-17.98	-17.12		-2.42		
2016-06-30	龙头大部分跑赢沪深300	10	大盘整体跌, 纺服跌的少	2.76		3.2	-0.47	3.13		-5.89			13.51	3.96	-3.22	-0.38		
2016-09-30	跑输沪深300	60	牛市消化估值/库存消化	-3.60		-8.2	-1.86	-4.05		-5.84			-0.67	-3.43	-0.44	0.07		
2016-12-30				-5.22		0.1	-1.17	15.13		15.07			7.01	-2.03	0.19	-1.21		
2017-03-31	跑输沪深300	60	牛市消化估值/库存消化	-7.69		-6.4	-1.35	-7.36		-1.53		-17.24	-4.68	-6.38	5.69	-6.73		
2017-06-30				-14.88		-26.80	-9.8	-11.85	-4.42		-15.60	-24.99	-11.47	-15.23	-17.05	-14.45		
2017-09-29	跑输沪深300	20	库存消化结束+热点事件炒作	-1.19		-4.73	0.9	-5.19		-2.85			1.69	-9.01	5.50	-6.57		
2017-12-29				-14.61		-7.32	-7.4	-17.43	-17.66		13.82	-12.49		-8.12	30.59	9.88	-14.41	
2018-03-30	跑赢沪深300	20	库存消化结束+热点事件炒作	35.66		11.78	23.1	13.70		8.28		-2.22	-8.60	-6.12	6.31	11.70	11.42	
2018-06-29				51.26		24.41	24.5	-0.65	16.10		23.43	20.93		19.32	11.84	8.72	9.95	3.79
2018-09-28	跑输沪深300	60	库存消化	-23.28		-37.26	-20.1	-14.05		-10.67		-11.72	-7.17	-40.12	-22.22	-27.79	-26.64	-34.51
2018-12-28				-11.12		-0.97	-9.1	-2.15	8.06		9.73	5.01		-1.14	1.32	-12.78	1.81	1.02
2019-03-29	跑输沪深300	60	库存消化	5.69		-24.89	-15.2	-11.29		-25.86		9.94	-0.37	-3.98	-22.34	9.42	-7.99	-3.34
2019-06-28				-3.57		-17.93	-1.9	-11.10	-6.01		7.85	-11.71		-11.61	-11.19	-8.36	-12.79	-2.57
2019-09-30	跑输沪深300	10	消费环境恶化	14.84		-8.39	-7.4	-9.46		-6.09		-2.82	-12.53	1.23	9.13	-5.70	-9.10	-4.71
2019-12-31				-26.89		4.39	-12.2	-3.21	-4.51		-7.24	7.84		6.96	-11.79	-6.30	-0.95	-13.75
2020-03-31	跑赢沪深300	10	家纺呈现显著抗跌性	-16.64		7.30	-6.4	-0.06		1.43		-10.92	6.88	-5.99	-14.46	9.35	9.93	-1.63
2020-06-30	跑输沪深300	10	疫后业绩尚未修复	-8.09		-11.95	-21.4	-15.81		-21.89		33.98	-12.65	-12.54	3.26	-4.11	-3.43	0.53
2020-09-30	龙头大部分跑赢沪深300	10	纺服业绩修复	5.91		83.98	3.7	0.32		29.39		-10.16	-5.41	12.12	4.61	8.67	-1.60	-10.56
2020-12-31	跑输沪深300	10	新疆棉事件炒作, 估值修复	13.46		-1.27	-8.3	-13.74		-17.03		-14.37	-6.61	-17.11	-18.69	4.17	-9.06	-16.37
2021-03-31	跑赢沪深300	20	新疆棉事件炒作, 估值修复	5.26		64.16	16.3	6.26		2.23		30.40	9.27	8.73	10.91	12.84	13.96	13.60
2021-06-30				18.34		10.80	2.0	23.82	44.02		22.61	81.98		22.71	12.88	1.10	-4.72	-1.46
2021-09-30	跑输沪深300	10	消费环境恶化	-27.04		-20.40	4.0	-2.36		6.63		7.75	-10.42	-10.60	-5.71	-7.32	13.79	17.92
2021-12-31	跑赢沪深300	20	家纺呈现显著抗跌性	0.97		-28.32	-9.0	2.11		-20.98		-0.37	-2.16	-3.59	5.51	30.09	3.05	5.77
2022-03-31				2.10		-9.90	-1.5	3.13	-2.05		6.95	-9.12		-0.79	-1.15	4.58	4.65	5.46

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

A 股纺服行业自 2010 年后, 主要经历了 2015 年大牛市, 随后在 2018H1 有小幅跑赢行情。自 2020 年后, 随着消费复苏超跌反弹及新疆棉事件催化等, A 股纺服行业迎来了波段的结构性机会。

**2011Q2-Q3 (门店扩张期):** 2011 年 Q3 前处于品牌服饰行业快速扩张末端期, 粗放式的扩张带来了收入的快速增长并使得品牌服饰指数跑赢了沪深 300 指数 5pct~6pct。

**2011Q4-2013Q2 (库存调整期):** 扩张后行业经历半年的调整期。2012Q2 部分品牌如七匹狼由批发转为零售带来增长, 九牧王继续开店+产品提价及家纺行业进入消费升级期, 纺服行业短暂跑赢了沪深 300。但好景不长, 纺服行业继续进入到了长达一年的调整期。整体来看, 行业增速放缓后, 品牌服饰消化库存, 调整低效门店用了一年半的时间。

**2013Q3-2015Q4 (转型大牛市):** 经历一年多的调整, 同时在流动性宽松及移动互联网浪潮兴起的背景下, 纺服迎来了长达两年的大牛市, 大量纺服公司在这个时

间借壳重组，估值达到巅峰。尤其在 2015 年期间，品牌服饰（长江指数）基本跑赢沪深 300 指数 20pct。

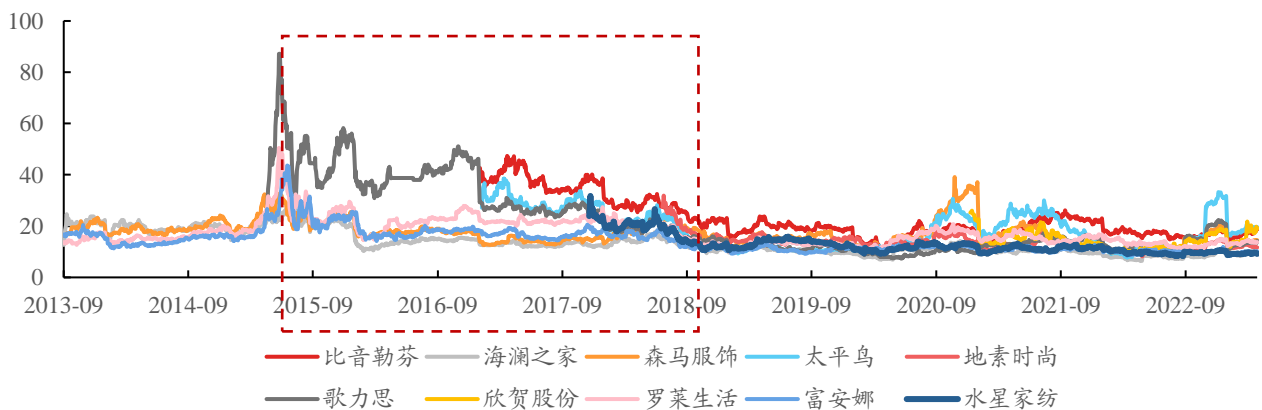
表 4、2014-2020 年纺服行业转型情况

转型前名称	转型后名称	转型后所属行业	重组时间
湖北迈亚	ST高升	互联网软件与服务	2015
丝绸股份	东方盛虹	化纤	2018
大杨创世	圆通速递	快递	2015-2016
常山股份	常山北明	纺织+软件	2015
贤成矿业	青海春天	食品制造业	2015
庆丰股份	祥源文旅	文化艺术业	2006, 2017
华芳纺织	嘉化能源	化学制品	2014
南纺股份	富能股份	电力电能	2014
汉麻产业	联创电子	电子光学	2015-2016
江苏三友	美年健康	医疗服务	2015
新民科技	南极电商	互联网电商	2015-2016
金飞达	奥特佳	汽车零部件	2015
中茵股份	闻泰科技	计算机、通信等电子设备	2015
凯撒股份	凯撒文化	纺服+互联网游戏	2014
泰达股份	恺英网络	传媒游戏	2015-2016
鹿港文化	浙文影业	纺服+影视+酒店	2016、2020
百圆裤业	跨境通	互联网电商	2015

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

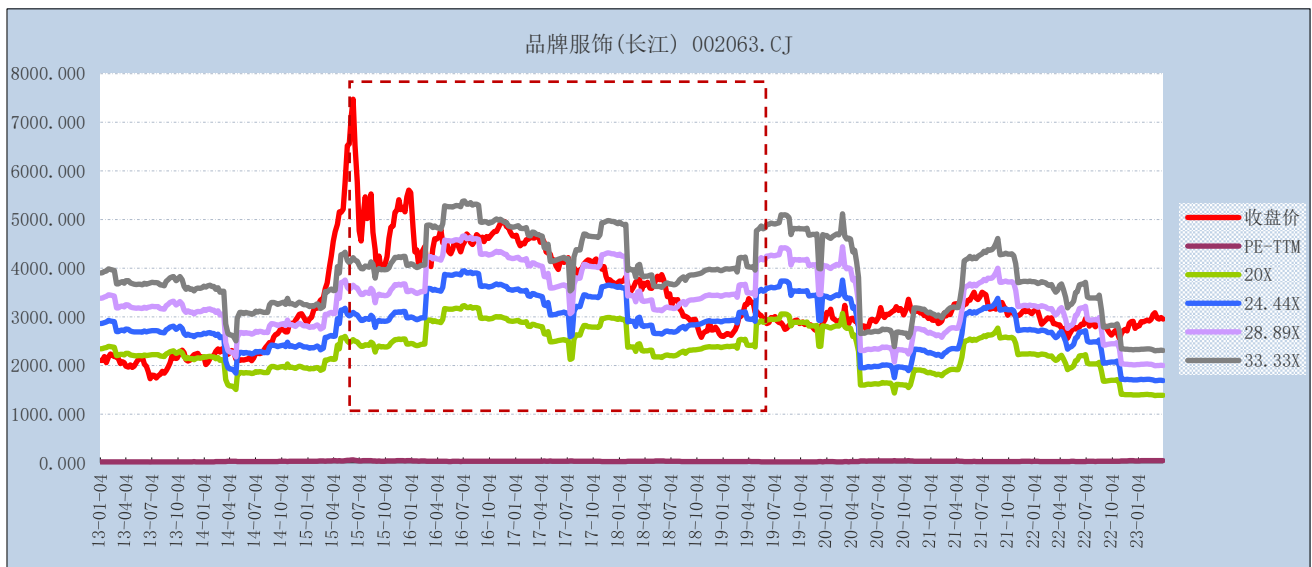
**2016Q1-2017Q4(估值调整期):** 两年牛市后纺服迎来两年估值调整期，PE(TTM)来看，品牌服饰(长江指数)从 2015 年的 40.4X 跌至 2016 的 30.9X-2017 的 30.8X。

图 8、纺服主要标的 PE-盈利预测



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、品牌服饰指数（长江）PE（TTM）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**2018Q1-Q2（补库周期+热点事件炒作）：**2017年末开始，随着库存消化、渠道数量调整结束及渠道结构持续优化，龙头品牌开始流水复苏，同期龙头进行一系列的并购操作，有一定市场关注度。2018年森马公布拟收购欧洲中高端童装品牌Kidiliz和收购了北美最大全年龄段童装零售商The Children's Place在大中华地区的经营权，童装矩阵的完善叠加流水改善，公司2018Q2末股价较2017年末上涨85.5%。2017年末，海澜收购英氏44%的股权，且腾讯于2018年3月入股海澜，叠加流水改善，公司股价也表现较好，2018Q2末股价较2017年末上涨36%。

**2018Q3-2019Q4（跑输大盘）：**2018Q3-2019Q4期间，由于2018年增速较好，2019年大部分品牌服饰标的收入增速回落，基本跑输大盘。

**2020Q1-2021H1（疫后复苏+新疆棉）：**2020年爆发新冠疫情后，2020Q3迎来第一波业绩修复，品牌服饰估值修复，但2020年末随着春节核心资产行情到来，品牌服饰跑输沪深300涨幅。2021H1伴随着新疆棉事件，纺服大幅跑赢沪深300。

**2022Q3-2023Q1（疫后复苏+超跌反弹）：**2022年10月起，随着疫后复苏一致预期达成叠加业绩真空期，消费实现超跌反弹，跑赢沪深300。

**总结：**宏观周期+库存周期波动影响公司业绩及估值，恢复期叠加部分主题性质炒作（18年海澜+森马），可带来超额收益；同时，例如比音勒芬和报喜鸟等行业龙头在业绩和估值恢复期，易跑出较高的超额收益。此外，行业内的特定事件（15年估值重组+21年新疆棉）也有望提振行业beta，带来大行情。

### 3、库存水平：疫情后行业库存处于历史较高水平

**疫情影响，库存水平创历史新高：**从库存水平看，由于2022年3月份后，上海深圳等大城市开始爆发疫情，客流受阻，部分季度线上发货也受到一定影响，整体来看，各细分行业库存水平基本处于创历史新高水平。

**分行业看库存对终端销售的影响：休闲服饰>中高端女装>家纺>中高端男装。**①中高端男装直营占比高，产品类似标品，库存消化快，商场店铺在总部控制下可快速铺货新品，迎合市场换装需求。②家纺标品属性次于中高端男装，库存水平整体可控，且目前罗莱及富安娜主营中高端家纺产品，直营占比高，铺新货速度也较快。③休闲服饰由于时尚属性较强，易形成库存，且经销占比较高，疫情后经销商资金实力弱，库存需要一定时间消化，使得进货恢复较慢。

图 10、板块平均库存水平

	板块平均库存水平(亿元)				
	运动	休闲服饰	家纺	运动时尚男装	中高端女装
2022-9-30	0.00	53.74	12.25	9.86	7.92
2022-6-30	33.47	48.68	11.31	8.72	6.72
2022-3-31	0.00	49.60	10.22	8.71	6.54
2021-12-31	29.51	48.95	10.19	9.05	6.80
2021-9-30	0.00	53.64	11.25	9.05	6.88
2021-6-30	21.04	40.93	10.69	7.78	5.48
2021-3-31	0.00	39.56	9.67	7.51	5.08
2020-12-31	21.42	40.58	8.78	7.86	5.48
2020-9-30	0.00	47.12	10.01	8.61	6.11
2020-6-30	21.47	46.46	9.80	8.00	5.82
2020-3-31	0.00	48.33	9.70	8.30	5.95
2019-12-31	20.07	50.03	9.64	8.45	6.62
2019-9-30	0.00	56.21	10.11	8.89	6.78
2019-6-30	16.06	49.12	9.65	7.32	5.67
2019-3-31	0.00	50.73	9.60	7.22	5.17

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、板块平均库存水平同比

	板块平均库存水平同比				
	运动	休闲服饰	家纺	中高端男装	中高端女装
2022Q3		0.2%	8.9%	8.9%	15.2%
2022Q2	59.1%	18.9%	5.8%	12.0%	22.6%
2022Q1		25.4%	5.7%	15.9%	28.6%
2021Q4	37.8%	20.6%	16.1%	15.1%	24.2%
2021Q3		13.8%	12.5%	5.1%	12.6%
2021Q2	-2.0%	-11.9%	9.1%	-2.7%	-5.9%
2021Q1		-18.2%	-0.4%	-9.5%	-14.6%
2020Q4	6.8%	-18.9%	-9.0%	-6.9%	-17.3%
2020Q3		-16.2%	-1.0%	-3.1%	-9.9%
2020Q2	33.7%	-5.4%	1.5%	9.2%	2.7%
2020Q1		-4.7%	1.1%	14.9%	15.1%
2019Q4	33.4%	-4.6%	-2.3%	17.1%	22.8%
2019Q3		4.8%	-6.3%	28.0%	18.3%
2019Q2	21.1%	12.1%	-0.1%	27.1%	17.2%
2019Q1		18.2%	15.9%	23.4%	14.9%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4、投资建议：Q2 消费修复确定性高，估值有望继续修复！

**部分标的估值恢复到历史中枢，离峰值仍有一定空间。**从历史估值中枢看，目前男装板块的比音勒芬/报喜鸟/海澜之家，中高端女装板块的歌力思、欣贺股份基本上回到了2019-2023/3/31区间的历史中枢水平，但估值分位数仍在50%-60%区间，离峰值仍有一定距离。由于森马及家纺板块Q1终端数据恢复慢于其他板块，估值仍低于历史中枢水平。

表 5、2019-2023/3/31 日 PE-盈利预测情况

	比音勒芬	报喜鸟	海澜之家	森马服饰	太平鸟	地素时尚	歌力思	欣贺股份	罗莱生活	富安娜	水星家纺
<b>最大值</b>	26.14	17.8	14.2	39.1	33.2	17.9	22.4	26.1	20.8	13.1	15.9
日期	2021-9-14	2021-7-5	2020-11-11	2020-10-26	2022-12-8	2020-11-10	2022-12-8	2020-12-15	2020-10-22	2020-11-9	2019-6-26
<b>最小值</b>	10.8	8.1	6.4	9.2	7.7	8.2	7.4	9.4	10.0	8.5	8.3
日期	2020-3-23	2022-3-15	2022-4-27	2022-8-3	2022-3-15	2022-4-28	2020-5-22	2022-4-26	2019-1-3	2022-3-15	2022-8-26
<b>最新动态估值</b>	18.74	12.04	10.16	14.55	19.67	11.61	14.12	19.32	13.85	10.21	9.21
<b>历史中枢</b>	18.18	11.14	9.80	15.75	16.10	13.11	12.25	14.48	14.26	10.78	11.41
VS 历史中枢	高	高	高	低	高	低	高	高	低	低	低
估值分位	51.7%	40.6%	48.3%	18.0%	46.9%	35.2%	44.9%	59.4%	35.9%	37.3%	12.6%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

22Q2 低基数背景下，23Q2 增速表现预计将较好，假若数字经济主题切换后，由于 Q2 消费修复确定性高，市场重新切换回消费赛道可能性高。自 2022/11 月末始，随着疫情政策放松等原因，消费行业迎来大幅估值修复反弹，A 股纺服主要标的基本上于 22/11-23/02 区间市值不断增长，23 年 3 月始，部分标的有一定回调，部分标的处于滞涨状态，一部分系高预期弱复苏因素，一部分系市场资金转向数字经济、AI 等行情。4 月开始，纺服进入低基数区间，假若市场主题切换，纺服终端流水修复确定性高，有望再赢大涨行情。

其中，我们推荐三条主线

**主线 1：关注中高端男装标的比音勒芬及报喜鸟。**疫后中高端人群消费力基本不受损，其中男装刚需性特征明显。随着商务出行增多，中高端男士服饰消费需求不断恢复，我们关注比音勒芬及报喜鸟，在中高端商务休闲领域，为少有的国货标的，品牌力强，渠道较国际品牌更为下沉，版型更符合中国人需求，在疫后修复背景下，业绩有望超预期，同时带动估值向峰值提升。

**主线 2：困境修复+低估值标的有望迎来补涨行情。**二季度假若市场主线再次切换至消费，我们预计估值未修复至中枢的标的仍将迎来补涨行情，主要关注森马服饰、地素时尚及海澜之家。

**主线 3：低估值+高分红的家纺龙头防御属性强。**疫后婚庆需求爆发叠加地产数据修复，有望逐步带动家纺需求回暖，估值提升，推荐关注罗莱生活、富安娜及水星家纺。

表 6、A 股纺服主要标的涨幅情况

	森马服饰	太平鸟	海澜之家	七匹狼	九牧王	比音勒芬	报喜鸟	地素时尚	歌力思	罗莱生活	富安娜	水星家纺	沪深 300	品牌服饰 (长江)
22/10	-6.3%	-6.3%	1.2%	1.9%	-2.5%	-0.7%	-2.8%	-3.6%	-2.9%	-7.9%	-4.5%	-3.8%	-7.8%	-2.8%
22/11	12.7%	10.9%	14.0%	6.0%	15.8%	10.7%	8.0%	9.4%	9.4%	8.4%	5.9%	8.5%	9.8%	8.3%
22/12	3.8%	5.8%	8.6%	-1.4%	-4.6%	5.8%	9.6%	3.3%	0.2%	10.1%	1.1%	0.2%	0.5%	1.7%
23/1	5.5%	0.9%	-0.8%	1.4%	10.4%	6.4%	10.0%	2.5%	16.3%	5.1%	4.1%	5.6%	7.4%	3.6%
23/2	10.1%	19.5%	17.9%	8.0%	36.0%	11.1%	20.1%	9.7%	4.7%	7.2%	8.4%	3.8%	-2.1%	6.3%
23/3	-1.1%	-4.9%	0.6%	-3.3%	-9.6%	6.3%	-5.9%	-9.6%	1.2%	-2.6%	1.4%	-7.6%	-0.5%	-4.7%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、风险提示：终端消费不及预期，地缘政治及疫情影响宏观环境

### 5.1、终端消费不及预期

新冠疫情对消费影响较大，假若疫情重来，商场人流恢复不及预期，民众消费力受损，则终端消费恢复可能不达预期。

### 5.2、地缘政治及疫情影响宏观环境

宏观环境稳定决定民众消费力、消费环境，目前全球地缘政治问题兴起，俄乌战争带来了全球通胀，假若欧美国家恶意挑衅中国，对中国经济发展进行阻挠，可能会一定程度影响宏观环境，进而影响消费。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn