

纺织服装

2020 年报前瞻，2021 年 Q1 展望

消费信心平稳复苏，行业逢旺季利好。 1) 消费稳定复苏，2020 年 12 月服装纺织类/化妆品类/珠宝类社零当月值同增 3.8%/9.0%/11.6%（同期社零总额增速 4.6%）。**电商引领全年增长**，2020 全年实物商品网上零售额同增 14.8%（同期社零总额下滑 3.9%），其中吃类/穿类/用类分别增长 30.6%/5.8%/16.2%。2) **2020 年终端恢复情况良好，2021 年 1 月受春节错峰及基数影响承压，但是 Q1 恢复趋势持续。** 我们认为消费意愿对疫情波动逐渐脱敏，服饰/珠宝/化妆品/家纺行业迎来秋冬销售旺季，春节后置、密集电商节带动 2021Q1 向好趋势持续。

运动鞋服：高景气赛道产业链龙头表现优异。 运动鞋服板块在疫情冲击下表现稳健，后续终端回暖迅速的过程中龙头表现更佳，**重点关注安踏体育、申洲国际。**
①**制造商：**申洲国际订单、产能修复加速，据我们追踪，目前柬埔寨新工厂等招工进度超预期，我们预计 2020 年公司业绩略有增长（受汇率波动影响）/2021 年预计达到 20% 左右。
②**品牌商&零售商：**据我们追踪，2020Q4 板块公司流水环比加速复苏，我们估算安踏体育/李宁/滔搏 2020 全年收入能够实现稳健增长，预计 2021Q1 环比改善持续。

大众服饰：库存优化奠定增长基础。 1) 终端调整持续，据我们追踪并预计：①波司登 2021 年 1 月以来流水表现延续 2020 年 4-12 月的优质增长态势，我们预计 FY2021 波司登品牌收入增速能够达到 25%-30%。②森马服饰童装/休闲装全年流水预计持平/20% 下滑，2021Q1 预计下滑 20%（考虑疫情基数差异）。③太平鸟 2020 全年收入有望双位数增长，预计 2021Q1 上半月流水下滑但下半月恢复（考虑疫情基数差异）。2) **渠道库存轻量化为后续增长奠定基础，当下板块库存基本清理到位**，截至 2020Q3 末，森马服饰/太平鸟/海澜之家存货周转天数分别为 181/207/338 天。

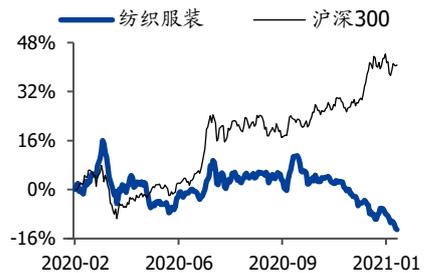
中高端服饰：终端平稳，效率优化。 1) 流水端据我们估算：①比音勒芬 2020 年收入/业绩有望 10%-15%/15% 增长，2021 年 1 月延续高增长态势。②地素时尚 2020 年全年收入/业绩预计持平略有增长，2021Q1 流水有望实现 20%+ 增长。2) **渠道端：优质拓店持续+运营质量改善，我们认为 2021 年门店效率有望提升**，估算比音勒芬门店净开 150 家左右。

投资建议。 1) 自上而下看好运动鞋服赛道，推荐【申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏】，对应 2021 年 PE 分别 34/44/54/27 倍。2) 推荐运营稳健的优质标的：旺季到来拉动销售的【波司登】，对应 2021 年 PE 为 19 倍；运营稳健低估值标的【地素时尚、比音勒芬】，对应 2021 年 PE 分别 10/15 倍。3) 推荐边际改善的【森马服饰】，对应 2021 年 PE 为 16 倍。

风险提示：新冠疫情影响超预期；终端消费低迷风险；各公司门店扩张不及预期；新业务开展不顺利等。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服装：运动鞋服：质优赛道领跑，龙头再创新高》2020-12-29
- 2、《纺织服装：复苏至，焕新生——2021 年度策略》2020-12-10
- 3、《纺织服装：服饰板块当下运营趋势如何？——2020 年三季度报分析》2020-11-01

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
02313	申洲国际	买入	3.39	3.57	4.18	4.94	42.2	40.0	34.2	30.5
02020	安踏体育	买入	1.98	1.93	2.72	3.41	59.9	61.4	43.6	36.6
02331	李宁	买入	0.60	0.62	0.79	0.92	70.6	69.0	53.8	48.8
06110	滔搏	买入	0.37	0.37	0.39	0.45	27.8	27.8	26.8	24.4
002832	比音勒芬	买入	0.78	0.89	1.11	1.32	21.0	18.2	14.7	12.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

行业：消费稳健向好	3
分板块：恢复趋势确定，各赛道龙头领跑	3
运动鞋服：赛道优质，产业链龙头表现出色，关注申洲国际、安踏体育	3
大众服饰：终端调整持续，库存优化奠定增长基础	7
中高端服饰：板块平稳向好，头部品牌运营稳健	8
年报前瞻	9
投资策略	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 截至 2020 年 12 月社零表现 (%)	3
图表 2: 申洲国际订单占客户采购份额 (%)	4
图表 3: 申洲国际近年产能扩张计划及最新进展	4
图表 4: 2019Q1-2020Q4 运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速 (%)	5
图表 5: 滔搏疫情前后线上收入占直营零售额比重 (%)	6
图表 6: 滔搏运动 APP 场景实览	6
图表 7: 安踏体育 PE Band	6
图表 8: 李宁 PE Band	6
图表 9: 运动鞋服龙头 PE (TTM)	7
图表 10: 森马说行·火钳留名系列产品	8
图表 11: 大众服饰板块重点公司线上收入占比 (%)	8
图表 12: 2016-2020 大众服饰板块公司存货周转天数 (天)	8
图表 13: 重点公司年报财务表现前瞻	9
图表 14: 重点公司估值表	10

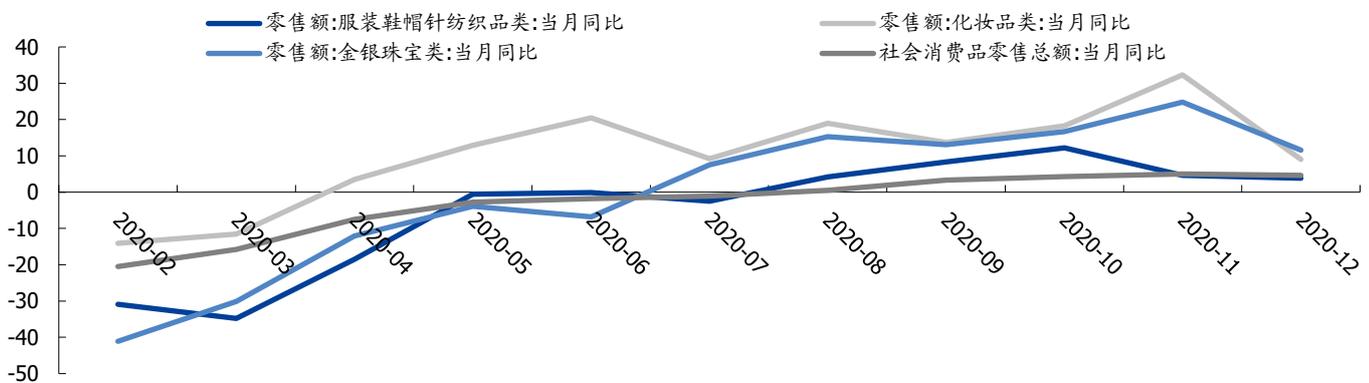
行业：消费稳健向好

社零增速表现放缓，消费信心平稳复苏。1) 消费复苏加速趋势明显，2020年12月则略有放缓，服装鞋帽针纺织品类/化妆品类/金银珠宝类 2020年12月社零当月同比增长3.8%/9.0%/11.6%（同期社零总额同比增速4.6%）。2) 2020年全年来看，整体经济恢复情况良好，服装鞋帽针纺织品类/化妆品类/金银珠宝类全年累计值同比变动-6.6%/+9.5%/-4.7%；社零总额累计值同比下滑3.9%，实物商品网上零售额全年累计值同比增长14.8%，其中吃类/穿类/用类商品网上零售额分别增长30.6%/5.8%/16.2%。

我们认为后疫情时代，居民消费意愿对疫情波动逐渐脱敏，趋势向好稳健。回首2020年，新冠疫情暴发初期居民消费支出受到抑制，后续三四季度社零增速稳中有升，当下即使局部城市疫情状况有所反复，但带来的消费者信心波动较6月疫情更小，叠加疫情期间被抑制的消费需求在未来将会进一步得到释放，消费市场整体稳健向好。**临近新春佳节，服饰/珠宝/化妆品/家纺行业迎来秋冬销售旺季，**寒冷天气、春节假期后置叠加密集的电商节带动，Q4行业环比加速复苏的大方向趋势不变。

展望2021年Q1：我们认为由于2021/2020年春节错峰，且2020年1月前三周未受到疫情影响带来一定程度的高基数效应，我们判断2021年1月服装终端销售增长有一定压力，但是判断整体Q1，尽管在就地过节对消费的负面影响下，我们仍然持乐观态度，2021年Q1服饰销售相较Q4环比改善：一方面各品牌冬装动销情况良好，另一方面在2020年底库存压力有所缓和奠定良好的增长基础。

图表1：截至2020年12月社零表现（%）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

分板块：恢复趋势确定，各赛道龙头领跑

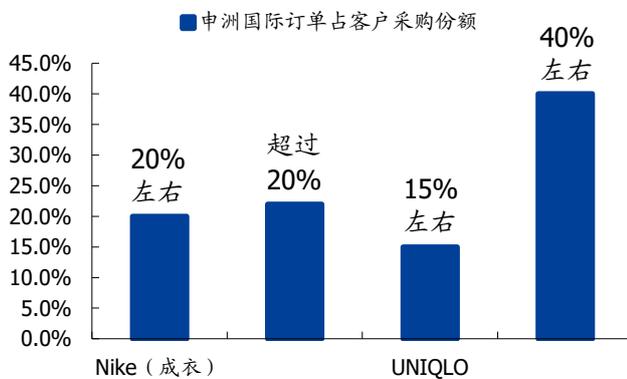
运动鞋服：赛道优质，产业链龙头表现出色，关注申洲国际、安踏体育

业务层面：运动鞋服板块得益于一贯的高景气，在疫情利空冲击下表现相对稳健，后续终端销售恢复回暖迅速。终端的快速消化叠加龙头公司运营能力提升，带来行业渠道库存轻量化，为后续持续健康增长赋能。行业快速回暖恢复的过程中龙头表现更佳，全产业链马太效应明显，优质制造商、品牌商和零售商表现优于行业平均水平。我们坚定地看好运动鞋服全产业链优质龙头标的：

1、上游制造商：品牌商对于产品制造的需求已逐渐从低成本过度到要求高质、高效、稳定的多元化需求，【申洲国际】作为全球最大纵向一体化成衣制造商，产业链一体化稳定优势明显，疫情下不断攫取市场份额。

- 申洲国际：**短期订单、产能修复加速：**①产能方面：我们预计 2020H2 产能同比有所提升/2021 年产能增速超 15%。我们判断目前柬埔寨新工厂、阿迪达斯专用工厂招工进度快于原预期。②订单方面：我们预计 2020H2 订单同比有正增长/2021 年收入增速能够接近 20%。终端需求驱动订单恢复，原客户增长稳定（其中优衣库贡献重要增量），新客户合作持续推进。**长期核心竞争力依旧：**公司拥有纵向稳定一体化产业链，绑定下游高景气优质品牌商，疫情下所占头部客户份额持续提升，我们判断目前公司在耐克、阿迪达斯成衣订单份额均超 20%，未来海外产能扩张有望驱动长期业绩增长。我们预计 2020 年公司业绩仅略有增长（受汇率波动影响）/2021 年预计达到 20%左右。

图表 2：申洲国际订单占客户采购份额（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

图表 3：申洲国际近年产能扩张计划及最新进展

申洲国际近年产能扩张计划及最新进展		
柬埔寨金边市	新建成衣工厂	2020H1 已完成一期建设，Q3 开始招工并投产，目前 3000 人左右，预计会使用三年的时间达到 1.8 万人规模。
越南	扩产面料工厂	产能进一步增加，2019 年其面料产能已占集团总产能 45%以上。
越南	新建成衣工厂	新建专为阿迪达斯而设的成衣工厂（与越南面料工厂位于同一工业区内）。据 19 年 11 月公告计划投资 1 亿美元，当年顺利投产，员工人数稳步扩充，当前 5000+人。
中国浙江省宁波市	扩产面料工厂	2019 年起拟适度扩大国内生产基地之面料产能，以替代当前从海外基地进口的面料，今年年内集团已安排于宁波基地购置面料生产所需之相应土地。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

2、品牌商：疫情以来运动鞋服板块终端客流回暖迅速，2020Q2-Q3 品牌商流水表现持续环比加速反弹，电商表现尤其强势拉动增长。据我们追踪，安踏/李宁/特步品牌 Q3 流水增速转正实现单位数增长，FILA/迪桑特品牌流水分别同增 20%+/90%+。我们认为当下客流恢复叠加旺季新品上市拉动终端销售，同时渠道库存消化良好为增长奠定基础，展望 2021-2022 年，奥运会+冬奥会昭示体育大年，我们认为将为运动行业带来周期性热潮。

- 安踏体育：1) **短期全线品牌终端加速改善：**我们估算 2020Q4 安踏/FILA/迪桑特品牌流水增速分别低单位数/25%-30%/80%+，电商依旧强劲增长。2) **渠道健康+折扣力度合理，为未来增长奠基：**我们判断安踏品牌/FILA 品牌线下库销比降至正常水平约 5+/6+，折扣加深 2-3 个点至 7 折/7 折+。3) **展望全年，我们预计 2020 年集团收入平稳增长，其中安踏品牌/FILA 品牌全年流水分别中单位数下滑/中双位数增长。预计 2021 年安踏/FILA 品牌能够 10%+/20%+增长。**
- 李宁：1) 终端流水 2020Q4 以来持续正向恢复，12 月线下恢复至双位数增长。我们判断 Q4 公司线下流水有望实现双位数增长、电商高速增长。2) **渠道库存处于好转通道，**预计 2021 年初恢复正常。我们预计 2020Q4 折扣压力环比改善、新品折扣同比持平，整体来看 2020H2 折扣仍略深于往年同期。3) **展望全年，我们预计公司全年收入有望稳健增长。**

图表 4: 2019Q1-2020Q4 运动鞋服重点公司各品牌龙头单季度流水增速 (%)

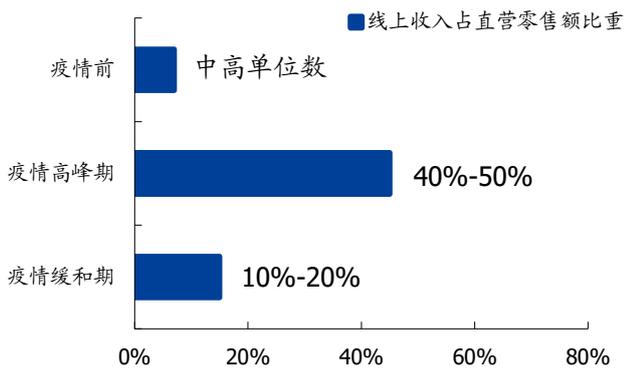
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
安踏整体	低双位数	中双位数	中双位数	高双位数	20-25%下滑	低单位数下滑	低单位数	低单位数
安踏大货	高单位数	低双位数	低双位数	高单位数	20%+下滑	低单位数下滑	正增长	低单位数
安踏儿童	20%+	30%+	25%+	25%+	25%左右下滑	单位数	低单位数	低单位数
安踏电商	中双位数	25%	30%-35%	40%+	中单位数	约 40%	约 50%	正增长
FILA 整体	70%	近 60%	50-55%	50-55%	中单位数下滑	10%-20%	20%-25%	25%-30%
FILA 大货	50%+	45%+	40%	40%	20%+下滑	中单数	正增长	中双位数
FILA KIDS	70%	70%+	70%+	70%+	低单位数下滑	约 30%*	约 30%	20%+
FILA Fusion	6 倍	3 倍	2 倍	1 倍	中单位数	约 70%*	约 50%	50%+
FILA 电商	100%+	80%+	80%+	70%+	1.6 倍	80%+	近 90%	70%+
安踏其他	-	-	30%-35%	25-30%	高单位数下滑	中双位数	50%-55%	55%-60%
迪桑特				65%	双位数	50%+	90%+	80%+
李宁流水	20%-30% 低段	20%-30% 低段	30%-40% 低段	30%-40% 中	10%-20% 高段下滑	中单位数下滑	中单位数	-
李宁线下	10%-20% 高段	20%-30% 低段	20%-30% 高段	30%-40% 中	20%-30% 低段下滑	低双位数下滑	低单位数下滑	-
李宁零售	10%-20% 低段	高单位数	10%-20% 中	10%-20% 高	30%-40% 中段下滑	高双位数下滑	持平	-
李宁批发	20%-30% 低段	20%-30% 中	30%-40% 中	40%-50% 低	10%-20% 高段下滑	低双位数下滑	低单位数下滑	-
李宁电商	40%-50% 低段	20%-30% 高	50%-60% 低	40%-50% 低	10%-20% 低段	20%-30% 中段	40%-50% 低段	-
特步	低双位数	低双位数	约 10%	低双位数	20-25%下滑	低单位数下滑	中单位数	高单位数
361度	低单位数	低单位数	低单位数	低单位数	25-30%下滑	低双位数下滑	高单位数下滑	低单位数

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算 *处数据包含线上及线下整体增速

3、下游零售商：运动鞋服国际品牌通常由大代理商服务，具备广泛渠道布局及精细化终端管理能力的大代理商与品牌形成相辅相成、龙头对话的关系。我们关注运营能力持续提升的，【滔搏】作为优质龙头零售商，运营效率提升持续，注重可持续高质量增长。

- **滔搏：**1)我们估算公司 2020Q4 流水环比 2020Q3 加速(剔除 Q4 的电商节日因素，我们估算 Q4 线下流水增速亦环比加速)。2021 年年初增长态势持续。2)库存、折扣端压力较小，据我们追踪，当下公司库销比、库存周转天数、库龄等较为健康，2020Q4 折扣率环比改善、同比接近持平。3)公司门店结构运营优化+科技赋能推动渠道融合，我们预计全年仍然能够实现收入的稳定增长。

图表 5: 滔搏疫情前后线上收入占直营零售额比重 (%)



资料来源：国盛证券研究所预测

图表 6: 滔搏运动 APP 场景实览

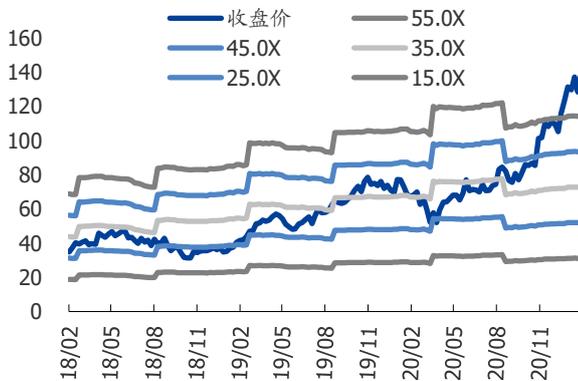


资料来源：滔搏运动 APP，国盛证券研究所

估值方面，我们认为当前运动鞋服行业享受着高成长性带来的高估值水平，对标海外龙头，估值中枢仍然有望持续上行。

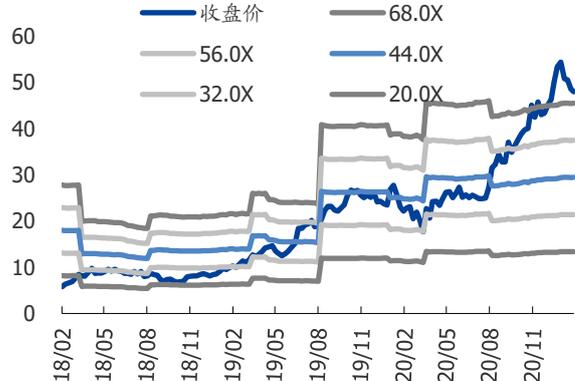
纵览行业龙头标过往估值情况：我们判断，随着行业景气度的上行，运动产业链龙头标的业绩快速增长，哪怕在疫情期间，其经营恢复及运营质量都体现出一定的韧性，因此安踏体育/李宁/申洲国际估值持续上行，当前估值水平位于历史中枢之上。我们认为当前安踏体育业绩仍处于快速增长阶段，且收购 Amer 进入新的发展历程，李宁集团尚处于净利率提升的业绩复苏阶段，而申洲国际稳定的供应链及海内外一体化的产业布局具备稀缺性，因此享受较高的估值溢价。

图表 7: 安踏体育 PE Band



资料来源：Wind，国盛证券研究所

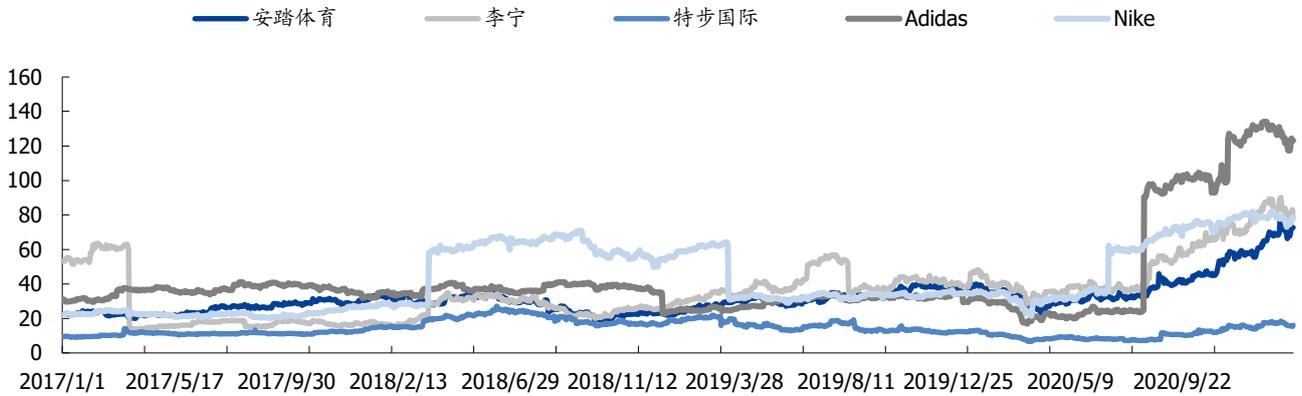
图表 8: 李宁 PE Band



资料来源：Wind，国盛证券研究所

横向对标国际运动鞋服龙头：我们认为国内龙头安踏体育/李宁与国外龙头 Nike/Adidas 估值水平仍然存在一定的差距，NIKE 在业绩快速增长周期估值中枢逐步抬升，也享受较高估值溢价。

图表 9: 运动鞋服龙头 PE (TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

大众服饰：终端调整持续，库存优化奠定增长基础

对于依靠大众流量、消费者忠诚度不高的大众服饰品牌而言，疫情前期板块整体受疫情影响较大，后期持续积极向好回暖，Q4 流水表现相对稳定，但是大多数公司当下仍然处于调整阶段。龙头公司终端零售弹性大，头部品牌依赖前期在电商领域积累的经验充分释放潜能，电商业务表现普遍较好。

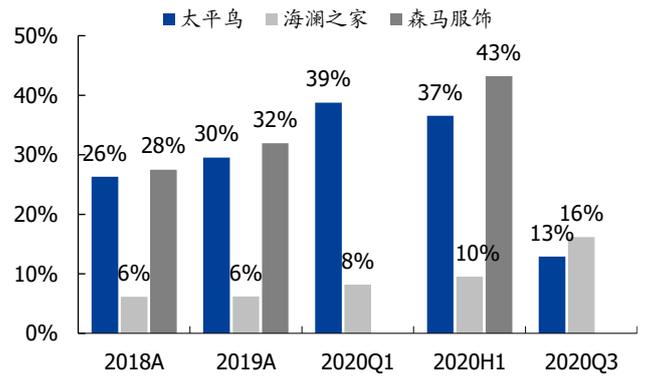
- **波司登：**据我们跟踪判断，公司 2021 年 1 月以来流水表现延续 2020 年 4-12 月的优质增长态势，我们估算波司登品牌流水累计同比增速在 25%左右。我们预计 **FY2021 公司羽绒服业务维持高速增长：**①预计波司登品牌收入增速能够达到 25%-30%。②预计其他品牌全年收入增速表现略好于波司登品牌。
- **森马服饰：**1) 终端流水向好态势稳定，我们估算整体流水 2020 年 12 月同比持平略增。全年来看，我们预计 2020 年全年童装业务/休闲装业务分别持平/20%左右下滑、电商业务能够达到双位数增长。2) 展望 2021Q1: 考虑 2020 年 1 月基数影响，2021 年 1 月终端流水同比下滑 20%左右（去年同期流水受疫情影响较小，基数差异带来同比增速表现断层），童装业务表现显著优于休闲服饰，公司 2-3 月有望盈利快速增长。
- **太平鸟：**终端恢复迅速优于行业：1) 2020 年 10-12 月全渠道流水迎来高速增长，其中加盟/电商表现更为优异，女装业务终端出色引领增长；2) 展望 2021Q1: 2021 年 1 月受去年同期基数差异影响，上半月零售终端同比仍有下滑，我们判断下半月其同比增速将表现出明显恢复，估算 1 月线上/线下仍能同比实现正增长。

图表 10: 森马说行·火钳留名系列产品



资料来源: 微博, 国盛证券研究所

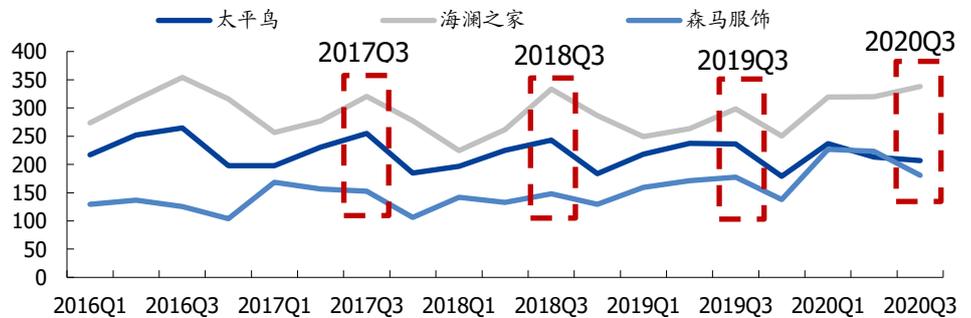
图表 11: 大众服饰板块重点公司线上收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

轻量化库存带来的良好健康的渠道状态为后续的增长奠定基础。随着终端客流加速恢复+折扣加深助力去化库存, 当下板块库存基本清理到位, 截至 Q3 末, 森马服饰/太平鸟/海澜之家存货周转天数分别为 181/207/338 天, 考虑到品牌商有意识为 2020Q4 旺季备货, 我们认为板块当前整体库存去化状态良好。与此同时, 板块公司加速推进供应链改革, 通过供应链结构性柔化自根本处提升渠道管理灵活度。如波司登调低首次订货比例, 采用拉式补货、快速上新、小单快反等模式灵活补充, 公司存货周转天数较之前有明显下降, 由 FY2017 的 154 天下降到 FY2020 的 131 天(剔除疫情时期带来的约 24 天影响)。

图表 12: 2016-2020 大众服饰板块公司存货周转天数 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中高端服饰: 板块平稳向好, 头部品牌运营稳健

中高端品牌属性决定运营状况的稳健特征, Q4 以来板块整体表现较为平稳, 随着板块公司优质拓店持续+运营质量改善, 我们预计 2021 年有望迎来门店效率提升的一年。

- **比音勒芬:** 终端表现出色。1) 据我们追踪判断, 公司 12 月终端零售表现保持 20% 左右的高速增长, 全年来看, 优质产品创新迭代, 渠道运营效率持续提升, 我们预计 2020 年公司收入/业绩能够有 10%-15%/15% 左右增长。2) 展望 2021Q1: 2021 年 1 月延续 2020Q4 高增长态势, 我们预计同店表现同比双位数增长。

- **地素时尚：环比改善大趋势稳定。**1) 据我们追踪判断，2020年11月公司线下持平略增/电商30%左右高速增长，12月线下环比改善/电商增速维持，我们预计2020Q4收入端能够实现10%左右增长，全年来看，我们预计2020年全年收入持平略增/业绩略有增长。2) 展望2021年Q1，1月增长趋势维持稳，2-3月随着店铺的位置调整及公司销售激励措施的到位，我们认为流水有望实现20%+增长。

运营质量改善同时拓店持续，2021年有望迎来门店效率提升。1) 板块公司渠道层面注重内功修炼，门店质量提升成为近年主要打法，如地素时尚注重前线员工与客户关系维护，定期进行销售培训以更好匹配会员需求，搭建云店便捷化获客运营，当下终端零售水平已有显著改善。2) 店效提升同时展店持续，疫情加速线下门店结构优化进程，强势品牌能够以低成本获取优质门店，2021年有望贡献增长。我们预计比音勒芬门店数量将会扩张有望加速，我们估算拓店数量在150家左右，而地素时尚的渠道拓展仍主要以加盟商为主。

年报前瞻

疫情带来的负面压力逐渐消弭，消费信心表现积极向上，我们基于行业板块整体及重点公司终端流水的跟踪和判断，对标的公司2020年年报重点财务表现进行前瞻预测。据我们追踪判断：全年来看纺织服装行业整体表现良好：运动鞋服板块作为高景气子行业表现及恢复程度仍相对领先，中高端服饰运营稳健业绩表现相对佳，大众服饰板块受挫后调整加速。

图表 13: 重点公司年报财务表现前瞻

行业	公司名称	2020H1		2020Q3		2020Q1-Q3		2020E	
		收入增速	业绩增速	收入增速	业绩增速	收入增速	业绩增速	收入增速	业绩增速
运动鞋服	安踏体育	0.2%	-28.6%	-	-	-	-	个位数增长	-5%~0%
	李宁	-1.0%	-14.1%	-	-	-	-	个位数增长	0%~5%
	滔搏	12.4%	21.2%	-	-	-	-	3.5%	4.7%
中高端服饰	比音勒芬	-9.4%	-7.2%	27.7%	36.4%	4.0%	12.0%	10%左右	15%左右
	地素时尚	-11.2%	-12.2%	9.0%	25.8%	-4.2%	-1.1%	0%~5%	0%~5%
	歌力思	-35.7%	37.8%	-14.0%	-6.6%	-28.6%	24.1%	-10%左右	15%~20%
大众服饰	波司登	29.2%	36.4%	-	-	-	-	17.4%	22.6%
	海澜之家	-24.4%	-55.4%	-7.3%	-30.2%	-19.8%	-50.7%	-10%左右	下滑
	太平鸟	3.1%	-8.5%	22.3%	153.4%	10.3%	50.0%	15%左右	27%左右
制造	森马服饰	-30.2%	-97.0%	-26.3%	-66.8%	-28.7%	-83.5%	-20%+	-50%左右
	申洲国际	-0.4%	4.0%	-	-	-	-	0-5%	0-5%
	稳健医疗	98.5%	348.9%	427.4%	1112.8%	205.4%	678.6%	170%左右	500%+
	开润股份	-21.8%	-43.5%	-29.1%	-144.0%	-24.5%	-78.7%	下滑	下滑
珠宝	健盛集团	-12.0%	-61.7%	-12.9%	-96.1%	-12.3%	-74.4%	下滑	下滑
	老凤祥	-5.8%	0.2%	23.9%	15.3%	4.1%	5.7%	5%左右	5%左右
	周大生	-30.0%	-30.4%	17.9%	51.3%	-12.1%	-2.1%	0%~10%	0%~10%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

投资策略

当下正值品牌服饰、家纺消费旺季，疫情波动带来的影响逐渐减弱，终端销售复苏加快。当下消费信心坚挺，春节日期后置延长服饰销售旺季时长，我们判断 Q4 时尚消费环比 Q3 有所改善。

- 自上而下看好高景气运动鞋服赛道：运动板块中短期快速增长确定性大，长期高景气度能够持续，我们自上而下看好运动鞋服赛道，推荐【申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏】，目前对应 2021 年 PE 分别为 34/44/54/27 倍。
- 推荐运营稳健、高分红的优质品牌服饰标的：推荐秋冬旺季销售佳的【波司登】，对应 2021 年 PE 为 19 倍；推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【地素时尚、比音勒芬】，对应 2021 年 PE 分别为 10/15 倍。
- 提醒关注边际改善的低估值标的：1)我们提醒关注边际改善的低估值标的森马服饰，对应 2021 年 PE 为 16 倍；关注终端流水逐步恢复的太平鸟/海澜之家，对应 2021 年 PE 分别为 16/11 倍。

图表 14: 重点公司估值表

行业	公司	评级	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
体育	安踏体育	买入	141.70	1.98	1.93	2.72	59.9	61.4	43.6	3830.62
	李宁	买入	50.90	0.60	0.62	0.79	70.6	69.0	53.8	1266.97
	滔搏	买入	12.38	0.37	0.37	0.39	27.8	27.8	26.8	767.71
中高端服饰	比音勒芬	买入	16.28	0.78	0.89	1.11	21.0	18.2	14.7	85.32
	地素时尚	买入	16.10	1.30	1.34	1.57	12.4	12.0	10.2	77.47
	歌力思	买入	13.86	1.07	1.25	1.07	12.9	11.1	12.9	46.09
	九牧王	增持	9.37	0.64	1.06	-	14.5	8.9	-	53.84
大众服饰	波司登	买入	3.45	0.09	0.11	0.15	31.7	25.9	19.3	372.51
	海澜之家	增持	6.58	0.74	0.45	0.61	8.9	14.6	10.9	284.23
	太平鸟	增持	30.45	1.16	1.56	1.88	26.3	19.5	16.2	145.16
	森马服饰	买入	9.30	0.57	0.26	0.57	16.2	35.2	16.2	250.88
制造	申洲国际	买入	171.10	3.39	3.57	4.18	42.2	40.0	34.2	2572.01
	稳健医疗	买入	192.56	1.28	8.86	4.23	150.3	21.7	45.5	821.25
	健盛集团	买入	8.34	0.66	0.75	0.93	12.7	11.1	8.9	34.72
	开润股份	增持	21.60	0.94	1.06	1.39	23.0	20.4	15.6	51.88
珠宝	老凤祥	买入	47.67	2.69	2.85	3.20	17.7	16.7	14.9	189.49
	周大生	增持	32.50	1.36	1.46	1.76	24.0	22.2	18.5	237.52

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (收盘价截至 2021 年 02 月 05 日, 安踏体育、李宁等港股股价及市值单位港元, 波司登 19A 为 19/20 财年)

风险提示

新冠疫情影响超预期。新冠疫情对于行业终端销售有较大影响，倘若其持续时间及影响超过预期，会给业内公司经营带来一定风险。

终端消费低迷风险。消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期，造成公司营业收入及利润增速不及预期。

各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com