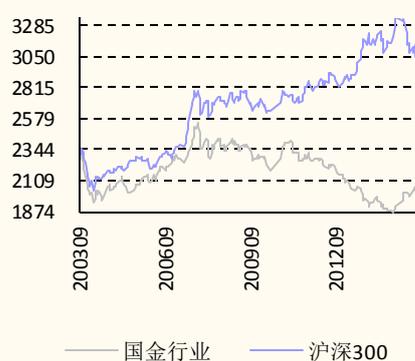


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2050
沪深300指数	5263
上证指数	3502
深证成指	14412
中小板综指	12869



## 相关报告

- 1.《棉花产业链跟踪报告：棉价持续走强，棉纺龙头有望受益》，2021.2.28
- 2.《纺织服装行业月度专题（2021年1月）：春节临近恰逢冷冬，终端需求望继续改善》，2021.2.8

李婕

分析师 SAC 执业编号：S1130520110003  
lijie6@gjzq.com.cn

## 2月出口及线上销售亮眼，棉价加速上行

## 行情回顾

- 上月（2021.02）上证综指、深证成指、沪深300分别涨0.75%、跌2.12%、跌0.28%，纺织服装板块涨3.73%，跑赢沪深300指数4.01pct，其中纺织制造板块涨3.12%、服装家纺板块涨4.07%。

## 数据点评

- **线上数据**：2020年同期疫情影响导致基数较低，叠加春节促销活动与春季换季需求，2021年2月服装各细分行业线上销售额同比大幅上涨。

**运动服饰**：从运动鞋服整体销售情况来看，2020年2月各品牌销售情况同比、环比改善明显，其中迪桑特、安踏、FILA、李宁2月阿里旗舰店销售额分别同增198.9%、115.5%、101.6%、67.6%，表现亮眼。

**女装**：2月女装线上销售额、销量、均价分别同增102%、100%、1%，春节消费旺季叠加换季需求使得女装行业销量大幅提升。

**童装、童鞋**：2021年2月童装线上销售额、销量、均价分别同增127%、66%、37%，春节换新需求和气候因素对销量、均价都有明显带动作用。

- **出口数据**：1-2月我国纺织纱线、织物及制品累计出口金额221.34亿美元，同比上升60.80%；服装及衣着附件1-2月累计出口金额为240.54亿美元，同比上升50%，板块整体出口趋势向好，低基数下同比增幅较大。

- **棉价**：2月棉价加速上行，中国棉花价格指数（328）上涨约8.63%，国际棉花指数（Cotlook:A）上涨约8.87%。

## 行业公司动态

- **行业动态新闻**：1)阿迪达斯证实出售锐步 Reebok，外界估值10亿欧元；2)Puma发布2020年财报：全球跑步热潮助力品牌复苏；3)Moncler最新季报“大大超过”预期，公布针对中国市场的四大发展计划；4)JNBY母公司上半财年收入增长逾8%，股价S一度大涨24%。
- **重点公告**：1)森马服饰：预计2020年收入151.67亿元，同减21.56%；归属于上市公司股东净利8.02亿元，同减48.21%。2)天虹纺织：预计2020年营收同减约15%，净利润同减约45%。

## 投资建议

- **品牌服饰**：长期看，服装发展逐步成熟、行业增速放缓，细分品类中运动服饰景气度较高；短期看，疫情后服装消费持续修复，叠加冷冬效应、春节旺季销售，建议关注业绩、估值有望双修复的优质服装企业，关注森马服饰、太平鸟、海澜之家等。
- **纺织制造**：下游运动服饰企业销售复苏利于上游优质代工龙头订单回流，棉价上涨对棉纺织产业链公司业绩及股价表现有望形成催化，关注棉花储备较多、棉花原材料成本占比较高的棉纺龙头企业，如华孚时尚、天虹纺织等。

## 风险提示

- 疫情反复、消费不及预期、汇率波动、棉价大幅波动。

## 内容目录

1、行业回顾.....	4
2、重点数据跟踪与点评.....	5
2.1、春节销售火爆，换季需求旺盛，各品类线上销售额普遍同比上升.....	5
2.2、纺织服装出口同比回升.....	10
3、行业新闻动态.....	10
4、公司动态.....	13
5、原材料数据跟踪.....	16
6、行业估值及投资建议.....	17
6.1、行业估值.....	17
6.2、投资建议：低基数下业绩增长可期，看好 PEG 折价及高速内生性增长标的.....	18
7、风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1：近一月纺织服装板块表现情况.....	4
图表 2：纺织服装板块区间涨跌幅统计情况.....	4
图表 3：近一月纺织服装行业涨幅前五名.....	4
图表 4：近一月纺织服装行业跌幅前五名.....	5
图表 5：淘系平台 2021 年 2 月服装细分品类销售情况.....	5
图表 6：运动服龙头公司淘系平台销售额（百万元）.....	6
图表 7：淘系平台运动服单月销售额 TOP10 品牌对比.....	6
图表 8：运动鞋龙头公司淘系平台销售额（百万元）.....	6
图表 9：淘系平台运动鞋单月销售额 TOP10 品牌对比.....	6
图表 10：2 月各品牌销售情况同比、环比改善明显.....	7
图表 11：男装行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）.....	7
图表 12：淘系平台男装单月销售额 TOP10 品牌对比.....	7
图表 13：女装行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）.....	8
图表 14：淘系平台女装单月销售额 TOP10 品牌对比.....	8
图表 15：内衣行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）.....	8
图表 16：淘系平台内衣单月销售额 TOP10 品牌对比.....	8
图表 17：家纺行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）.....	9
图表 18：淘系平台家纺单月销售额 TOP10 品牌对比.....	9
图表 19：婴童行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）.....	9
图表 20：淘系平台婴童单月销售额 TOP10 品牌对比.....	9
图表 21：纺织品出口增长.....	10
图表 22：服装及衣着附件出口.....	10

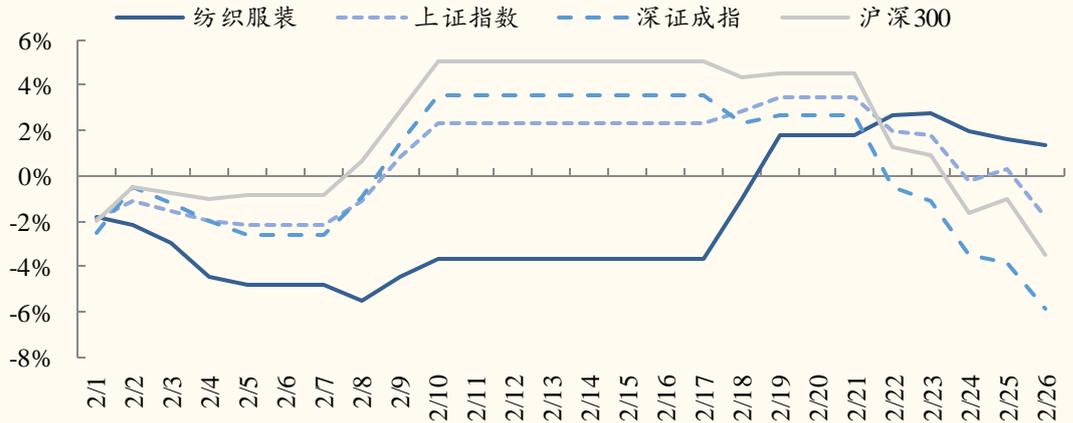
图表 23: 2021 年 2 月重点公司公告.....	13
图表 24: 近期上市公司预计 2020 年报披露时间.....	14
图表 25: 2021 年重点公司限售解禁情况.....	14
图表 26: 重点公司 19 年以来业绩增速.....	15
图表 27: 大宗原材料价格汇总.....	16
图表 28: 328 级棉现价走势图 (元/吨) .....	16
图表 29: CotlookA 指数 (美分/磅) .....	16
图表 30: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨) .....	16
图表 31: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨) .....	16
图表 32: 长绒棉价格走势图 (元/吨) .....	17
图表 33: 内外棉价差价格走势图 (元/吨) .....	17
图表 34: 重点上市公司估值表.....	18
图表 35: 近年来 A+H 股品牌服饰上市公司收入表现.....	19
图表 36: 近年来 A 股品牌服饰上市公司合计收入及增速.....	19

## 1、行业回顾

上月（2021.02）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 0.75%、跌 2.12%、跌 0.28%，纺织服装板块涨 3.73%，跑赢沪深 300 指数 4.01pct，其中纺织制造板块涨 3.12%、服装家纺板块涨 4.07%。

个股方面，鄂尔多斯、朗姿股份、江南布衣等涨幅居前，柏堡龙、搜于特、兴业科技等跌幅居前。

图表 1：近一月纺织服装板块表现情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：纺织服装板块区间涨跌幅统计情况

板块名称	一月涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	0.75
深证成份指数成份	-2.12
沪深 300	-0.28
纺织服装	3.73
纺织制造	3.12
服装家纺	4.07

来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：近一月纺织服装行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	月度收盘价 (元)	上月涨跌幅 (%)	上月成交量 (万股)
600295.SH	鄂尔多斯	13.46	22.92	57,520
002612.SZ	朗姿股份	27.09	21.59	62,048
3306.HK	江南布衣	10.66	21.27	1,106
000971.SZ	*ST高升	2.69	21.17	13,857
002127.SZ	南极电商	10.93	14.93	238,786

来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：近一月纺织服装行业跌幅前五名

证券代码	证券简称	月度收盘价（元）	上月涨跌幅（%）	上月成交量（万股）
002776.SZ	柏堡龙	3.12	-40.46	24,411
002503.SZ	搜于特	1.64	-31.95	144,212
002674.SZ	兴业科技	11.42	-19.92	4,183
300658.SZ	延江股份	21.56	-19.70	5,299
600070.SH	浙江富润	6.64	-19.22	16,780

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、重点数据跟踪与点评

### 2.1、春节销售火爆，换季需求旺盛，各品类线上销售额普遍同比上升

从行业来看，由于 2020 年同期疫情影响导致基数较低，叠加春节促销活动与春季换季需求，2021 年 2 月服装各细分行业线上销售额同比普遍上涨，男装、女装、鞋类等行业销售额增速较高。

集中度方面，男女装行业竞争依然激烈，线上 CR10 较低；家纺、婴童等行业集中度较高，运动鞋、服继续保持市场高度集中于头部品牌的格局。

从重点品牌来看，2021 年 2 月多数服装上市公司线上销售额增速同比提升，运动鞋服（耐克、安踏、李宁）、家纺（罗莱生活、水星家纺）、男装（太平鸟、森马服饰）、婴童（巴拉巴拉）等行业龙头品牌表现突出。

图表 5：淘系平台 2021 年 2 月服装细分品类销售情况

品类		销售额	销售额	销量	销量	均价	均价
		(百万元)	YoY	(万件/双)	YoY	(元)	YoY
男装	总计	7443	159%	5000	146%	149	5%
	T恤	845	127%	1022	118%	83	4%
	休闲裤	1045	129%	891	130%	117	-1%
女装	卫衣	912	143%	626	155%	146	-5%
	总计	19719	102%	12539	100%	157	1%
	裤子	1785	55%	1602	78%	111	-13%
	T恤	1068	35%	1505	45%	71	-7%
内衣	连衣裙	2062	81%	1041	104%	198	-11%
	总计	3691	53%	5757	51%	64	1%
	内裤	954	67%	1702	40%	56	19%
箱包	总计	2447	103%	1238	107%	198	-2%
	女士包袋	1575	157%	635	126%	248	14%
	双肩背包	298	2%	230	96%	130	-48%
家纺	旅行箱	233	64%	111	79%	210	-8%
	总计	1747	80%	1430	99%	122	-10%
婴童	童装	3196	127%	4851	66%	66	37%
	童鞋	669	134%	788	75%	85	33%
鞋类	男鞋	1426	166%	797	113%	179	25%
	女鞋	2923	127%	1733	92%	169	18%
运动鞋服	运动服	1289	81%	980	154%	132	-29%
	运动鞋	2981	80%	795	86%	375	-3%

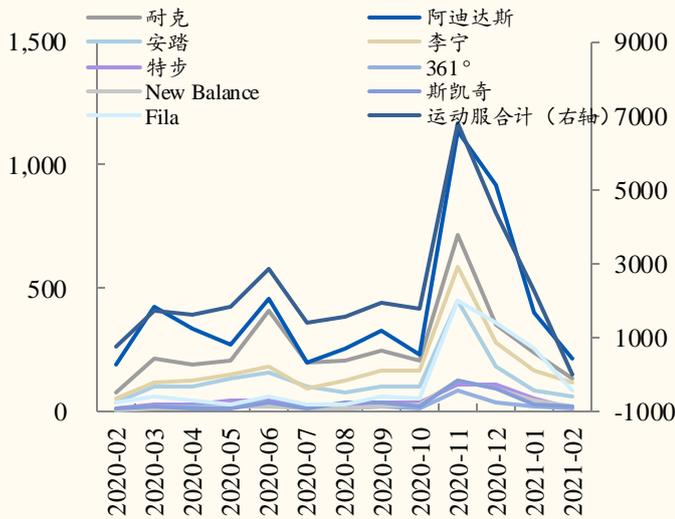
来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

### 2.1.1、运动服饰品类：继续去化库存，行业格局稳固

运动服品类 2 月淘系平台销售额同比增长 81%，主要受销量驱动，销量、均价同比分别增 154%、减 29%，均价降低主要出于加大折扣力度清理库存考虑。

行业内品牌格局并未发生改变，耐克、阿迪达斯占据主导地位，本土头部品牌安踏、李宁进步显著，当月线上销售 CR10 高达 69%。数字化转型下 FILA、李宁、Nike 增幅亮眼，分别同增 159.5%，110.2%，78.7%，展现良好抗风险能力。

图表 6：运动服龙头公司淘系平台销售额（百万元）



来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

图表 7：淘系平台运动服单月销售额 TOP10 品牌对比

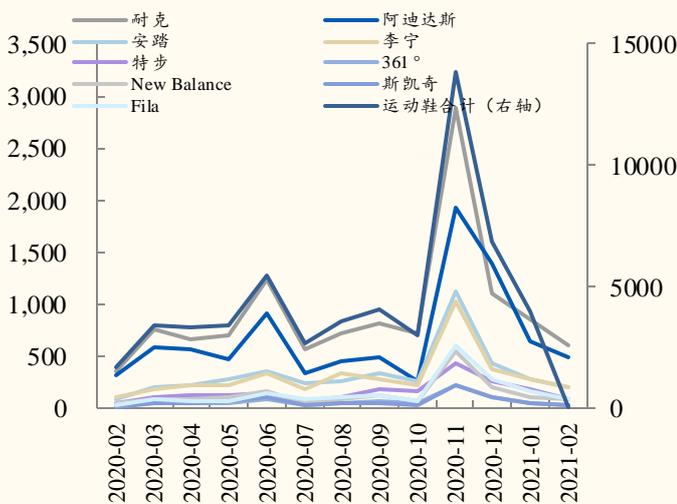
品牌 2021.2	销售额 百万元	品牌 2020.2	销售额 百万元
阿迪达斯	211	阿迪达斯	187
耐克	134	耐克	75
李宁	114	李宁	54
FILA	86	安踏	36
安踏	58	FILA	33
彪马	49	彪马	33
mlb	31	特步	15
lululemon	23	lululemon	13
迪桑特	23	under armour	9
under armour	18	迪卡侬	8

来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

2020 年 2 月阿里全网运动鞋销售额同比增长 80%，增长主要依靠销量（同增 86%）拉动，均价略有下调以去化库存（同减 3%），运动鞋服板块整体保持稳健增长。

运动鞋由于产品技术含量和品牌忠诚度更高而具有最高的线上市场集中度，2 月 CR10 达到 77.5%。本土龙头品牌表现亮眼，安踏、李宁销售额同增 131%、95.9%；耐克、阿迪达斯在高端市场优势显著，同增 76.3%、49.8%。

图表 8：运动鞋龙头公司淘系平台销售额（百万元）



来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

图表 9：淘系平台运动鞋单月销售额 TOP10 品牌对比

品牌 2021.2	销售额 百万元	品牌 2020.2	销售额 百万元
阿迪达斯	479	阿迪达斯	320
匡威	211	jordan	175
安踏	204	匡威	125
李宁	196	李宁	100
jordan	181	安踏	88
彪马	150	vans	65
vans	107	彪马	53
匹克	91	特步	39
fila	88	new balance	36
阿迪达斯	479	阿迪达斯	320

来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

从运动鞋服整体销售情况来看，2020年2月各品牌销售情况同比、环比改善明显，其中迪桑特、安踏、FILA、李宁2月阿里旗舰店销售额分别同增198.9%、115.5%、101.6%、67.6%，表现亮眼。

图表 10：2月各品牌销售情况同比、环比改善明显

品牌	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2020.9	2020.10	2020.11	2020.12	2021.1	2021.2
Nike	-5.5%	-25.0%	9.8%	16.5%	120.8%	69.1%	46.5%	85.8%	109.5%	244.0%	35.2%	91.8%	86.0%	48.9%
Adidas	30.1%	-20.4%	-9.5%	43.0%	71.9%	14.6%	70.7%	46.1%	50.3%	122.7%	42.3%	41.9%	29.0%	35.4%
李宁	27.1%	-21.7%	-13.0%	-11.1%	36.5%	7.2%	-0.2%	19.8%	18.8%	23.9%	23.4%	22.7%	26.7%	67.6%
安踏	17.4%	-10.2%	1.9%	18.9%	70.4%	42.8%	38.0%	16.0%	26.3%	38.9%	2.5%	18.0%	37.8%	115.5%
Fila	-	-	-	38.9%	103.9%	62.2%	52.5%	44.2%	30.0%	115.6%	11.4%	148.8%	172.0%	101.6%
迪桑特	145.7%	111.6%	122.7%	147.1%	291.4%	98.0%	143.2%	128.4%	195.8%	167.8%	68.7%	167.5%	112.5%	198.9%
安德玛	-12.5%	-43.4%	-6.1%	26.3%	357.5%	123.4%	-31.9%	92.2%	10.2%	129.8%	63.0%	45.9%	108.4%	63.5%
Puma	64.7%	-12.3%	-20.9%	-24.8%	71.6%	4.6%	-37.0%	-31.3%	-28.3%	94.7%	-0.8%	71.5%	18.0%	184.0%
露露柠檬	13.0%	38.3%	155.2%	105.6%	183.8%	170.0%	150.1%	175.2%	282.4%	333.2%	67.8%	94.3%	110.3%	109.7%
JORDAN	45.5%	79.0%	199.6%	82.6%	190.1%	431.4%	-8.7%	41.4%	-8.7%	102.6%	17.9%	5.3%	4.3%	-37.8%
迪卡侬	-6.1%	-21.7%	-34.9%	-12.2%	31.9%	16.0%	14.3%	58.6%	19.7%	3.4%	13.4%	21.2%	18.2%	-8.0%
特步	28.8%	-49.7%	-26.4%	-4.5%	47.5%	8.2%	-4.1%	-7.6%	78.4%	31.4%	17.1%	45.3%	45.5%	19.0%
斯凯奇	75.9%	122.2%	170.6%	203.9%	287.9%	325.8%	127.9%	793.5%	450.2%	227.8%	298.2%	230.5%	14.9%	98.7%
Kappa	24.7%	-21.5%	-4.5%	37.5%	177.1%	37.0%	89.5%	64.5%	59.7%	178.9%	29.2%	42.5%	-2.6%	132.0%

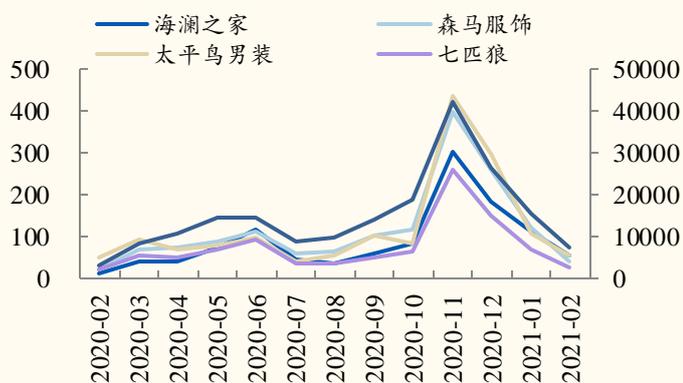
来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

### 2.1.2、男装品类：销量带动增长，集中度较高

整体来看，2021年2月男装线上销售额、销量、均价分别同增159%、146%、5%，男装需求刚性相对较大、春节销售旺季及春季换新需求使得线上销售保持增长，销量增长带动收入提升，价格增速较为稳定。

市场份额来看，2月男装线上市场CR10为13.7%，集中度有所降低。其中节日促销流量较大的优衣库、保暖功能性较强的南极人、恒源祥等男装销售额显著增长。

图表 11：男装行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）



来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

图表 12：淘系平台男装单月销售额TOP10品牌对比

品牌	2021.2	品牌	2020.2
花花公子	238	花花公子	93
优衣库	121	优衣库	77
吉普盾	121	太平鸟	46
南极人	116	南极人	33
九森虎	79	gxg	32
恒源祥	78	杰克琼斯	29
罗蒙	71	雅鹿	27
card sean	69	马克华菲	24
杰克琼斯	67	美特斯邦威	23
帝文化	61	公牛丹尼	22

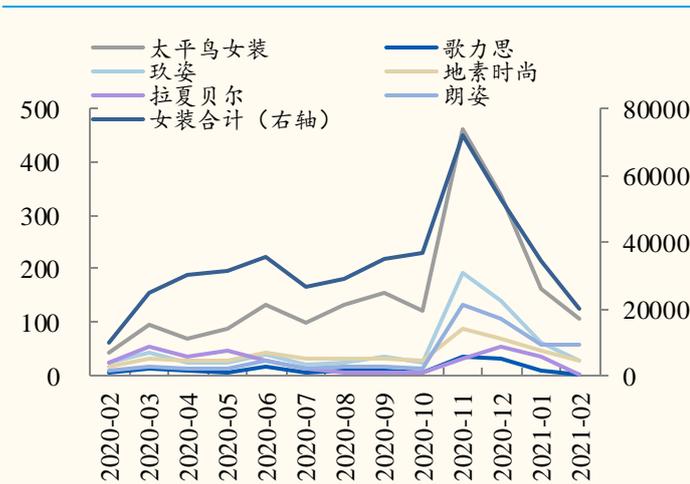
来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

### 2.1.3、女装品类：量价齐升景气向好，集中度有所提升

整体来看，2021年2月女装线上销售额、销量、均价分别同增102%、100%、1%，春节消费旺季叠加换季需求使得女装行业销量大幅提升，行业景气向好。

市场份额方面，女装行业竞争仍较为激烈，但由于春节各大龙头品牌集中促销，并受到流量倾斜，线上行业集中度有所上升，2月前十大品牌市占率为14.9%。品类方面，换季需求旺盛，T恤、连衣裙等销售火热。高性价比品牌优衣库、太平鸟迎合大众需求，位列女装线上市占率前十。

图表 13：女装行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）



来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

图表 14：淘系平台女装单月销售额TOP10品牌对比

品牌 2021.2	销售额 百万元	品牌 2020.2	销售额 百万元
优衣库	142	初岚	289
k soeur	133	壹密语	112
烈儿亲亲	122	优衣库	107
vero moda	120	only	81
only	116	vero moda	81
太平鸟	105	烈儿亲亲	70
itib	98	zara	67
南瓜谷	98	ur	66
鸭鸭	86	k soeur	61
笑涵阁	85	morninghaze	48

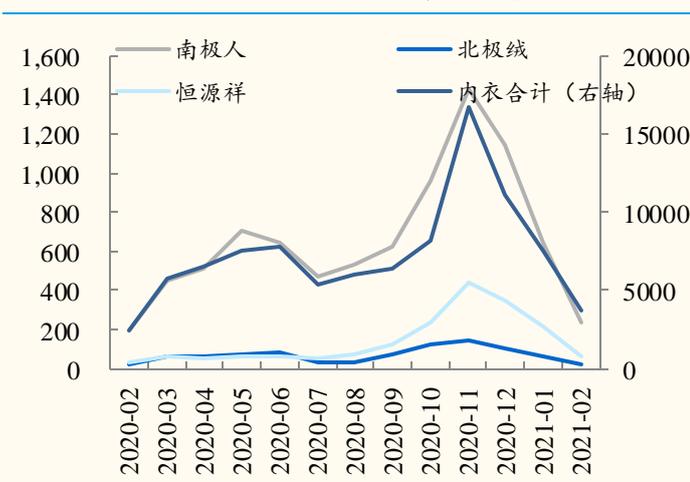
来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

### 2.1.4、内衣品类：行业大幅增长，龙头地位稳固

整体来看，2021年2月内衣线上销售额、销量、均价分别同增53%、51%、1%，销量同比大幅上涨带动销售额提升。

市场份额来看，内衣线上市场CR10为25.9%、高于大部分细分行业，2月南极人、恒源祥销售额同比均显著增长，处市场领先地位。

图表 15：内衣行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）



来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

图表 16：淘系平台内衣单月销售额TOP10品牌对比

品牌 2021.2	销售额 百万元	品牌 2020.2	销售额 百万元
南极人	239	南极人	201
派睿斯	143	波亚婷	36
ubras	129	猫人	35
双彩	98	优衣库	34
猫人	76	芬腾	32
缺一	66	浪莎	31
恒源祥	60	歌瑞尔	30
约莉	52	恒源祥	29
浪莎	48	七匹狼	28
优衣库	43	蕉内	28

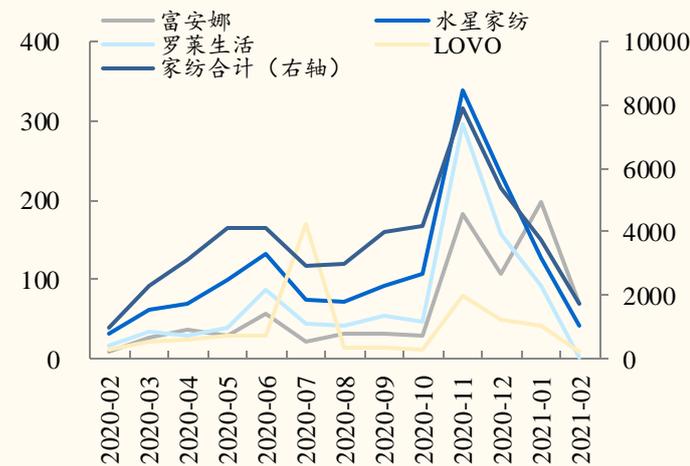
来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

### 2.1.5、家纺品类：疫情改变消费观念，增速维持高位

2021年2月家纺线上销售额、销量分别同增80%，99%，均价下滑10%。我们认为疫情影响下居家活动增加加速了家纺产品消耗，且健康观念的流行恰逢中国春节促使消费者提高家纺产品更换频率，需求集中爆发使得家纺行业快速增长；均价的下滑主要系节日期间促销导致折扣率提升所致。

家纺行业集中度较为稳定，高于大部分纺服细分赛道，截至2月底CR10为26.6%。

图表 17：家纺行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）



来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

图表 18：淘系平台家纺单月销售额TOP10品牌对比

品牌 2021.2	销售额 百万元	品牌 2020.2	销售额 百万元
南极人	175	南极人	90
富安娜	68	与郎共枕	34
水星	41	水星	30
罗莱	33	北极绒	28
博洋	31	royallatex	18
多喜爱	31	罗莱	17
北极绒	26	mido house	12
金橡树	22	博洋	12
无印良品	20	lovo	12
春风里	17	久洲兔	12

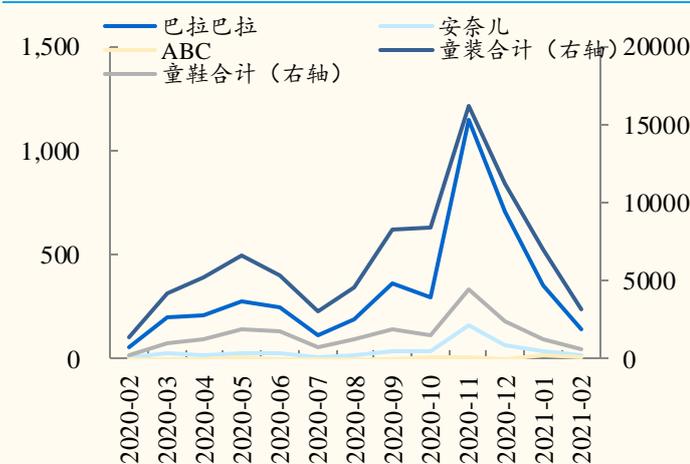
来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

### 2.1.6、婴童品类：消费持续升级，集中度显著提升

整体来看，2021年2月童装线上销售额、销量、均价分别同增127%、66%、37%，春节换新需求和气候因素对销量、均价都有明显带动作用。童鞋线上销售增速变动与童装类似，线上销售额、销量、均价分别同增134%、75%、33%，婴童消费持续升级。

市场份额方面，2月童装前十大品牌市占率为34.5%，巴拉巴拉品牌销售额保持较快增速，市场优势地位凸显。

图表 19：婴童行业龙头公司淘系平台销售额（百万元）



来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

图表 20：淘系平台婴童单月销售额TOP10品牌对比

品牌 2021.2	销售额 百万元	品牌 2020.2	销售额 百万元
巴拉巴拉	137	巴拉巴拉	51
辰辰妈	65	南极人	25
阿漫兔	65	优衣库	22
南极人	42	童泰	21
lusion	41	h&m	16
dave & bella	37	dave & bella	15
英氏	25	mini balabala	15
阿迪达斯	24	mini peace	15
优衣库	23	zara	14
童泰	22	caramella	13

来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

## 2.2、纺织服装出口同比回升

截至 2021 年 2 月底，据海关总署发布的数据显示，1-2 月我国纺织纱线、织物及制品累计出口金额 221.34 亿美元，同比上升 60.80%；服装及衣着附件 1-2 月累计出口金额为 240.54 亿美元，同比上升 50%，板块整体出口趋势向好，同比增幅较大主要系疫情影响下 2020 年基数较低所致。

图表 21：纺织品出口增长



图表 22：服装及衣着附件出口



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

## 3、行业新闻动态

### ■ 阿迪达斯证实出售锐步 Reebok，外界估值 10 亿欧元（品牌服装网 2021/2/19）

运动老牌锐步（Reebok）将要被德国运动巨头阿迪达斯（Adidas）出售的消息，再次引来了媒体们的关注。近日，阿迪达斯对外宣布，正式启动了针对锐步的剥离程序，而这正是该公司五年计划中的一部分。五年计划的详情将于 3 月 10 日公布，届时，阿迪达斯的 2020 年度业绩也会对外公布。

从 2021 年首一季度财报开始，阿迪达斯将不会再对外公布锐步的业绩报告。行业人士对阿迪达斯处置锐步的方案猜测纷纷，其一是，阿迪达斯可能将锐步剥离出来作为独立上市公司，或者，锐步将被直接出售给其他企业。有消息人士透露，如果锐步出售，交易的金额大约为 10 亿欧元。而在疫情之前，阿迪达斯对锐步的出售估价大约是 20 亿欧元。

事实上，面对锐步这一美国老牌“肥肉”，许多企业早已垂涎欲滴、摩拳擦掌，就等着阿迪达斯启动出售程序。所谓“瘦死的骆驼比马大”，锐步在运动行业，正是这一大“骆驼”。

锐步是出自美国本土的运动品牌，曾经在运动服饰领域也风靡过一时，在篮球鞋史上更是赫赫有名。在最鼎盛时，锐步风头甚至一度盖过阿迪达斯和耐克。NBA 的许多球星穿着锐步球鞋演绎出篮球史上的经典投篮时刻。

然而，因为后期经营不善，在 2005 年时，锐步被阿迪达斯以 38 亿美元的价格收购。阿迪达斯收购锐步的目的是为了借助这个美国运动品牌打败当时最大的竞争对手 Nike（耐克），相比来自德国的阿迪达斯，出身美国的耐克在北美拥有着强大的“主场优势”。遗憾的是，被阿迪达斯收购后的锐步，接下来几年的表现并不理想，最终没有成为阿迪达斯打败耐克的大助力，反而还成为了阿迪达斯集团许多股东眼中严重需要抛售的“不良资产”。

在阿迪达斯于四年前实施了“Muscle Up”转型计划以后，锐步的业绩已经出现了明显的改善。但一切的努力和增长在疫情面前都化成了炮灰。2020 年第三季度，阿迪达斯的销售额同比下降 3%，营业利润率同比下降 13.3%。其中，锐步的销售额同比下滑 7%至 4.03 亿欧元，今年前 9 个月的销售额同比下滑了 20%。

美国品牌管理公司 Authentic Brands Group 的首席执行官 Jamie Salter 明确表示过该品牌的兴趣。而此前外界传闻美国户外运动服饰巨头 VF Corporation、中国的安踏体育 (Anta Sports) 或许也是锐步的潜在购买方。饶舌歌手 Master P 和前 NBA 有名球星 Baron Davis 不久前也表示, 打算用 24 亿美元收购锐步。

■ **Puma 发布 2020 年财报: 全球跑步热潮助力品牌复苏, 将更关注女性市场 (华丽志 2021/3/4)**

2020 财年第四季度, Puma 销售额增长 2.8%, 至 15.2 亿欧元 (经汇率调整后增长了 9.1%), 由于销售状况改善、促销活动减少以及库存管理良好, 毛利率提高至 48%, 息税前利润 (EBIT) 增长 14.6%, 至 6300 万欧元; 息税前利润率 (EBIT margin) 提高至 4.2%。公司预计, 疫情封锁带来的财务影响将持续到本财年第二季度, 但全球的运动热潮将有助于此后的业绩改善。

该公司首席执行官比 Bjorn Gulden 在接受记者采访时说: “我们明显看到了全球的跑步热潮。”他指出, 瑜伽和其他户外运动也很受欢迎。他预计, 即使在疫情之后, 健康生活方式的趋势也将继续下去。Bjorn Gulden 表示, 与去年相比, Puma 2021 年的订单增长了近 30%, 跑步产品的订单尤其增多。

然而, 欧洲的疫情封锁何时结束仍存在不确定性, 在该品牌的本土市场, 大约一半销售其产品的商店都处于关闭状态。对于全年来说, Puma 预计销售额至少会在不变汇率下温和增长, 并具有上升潜力, 其运营利润和净利润与 2020 年相比都将有显著改善。

Puma 还在 2 月 24 日发布的年度业绩报告中表示: “2021 年将实现 2020 年 (如果没有疫情的情况下) 应有的业绩, 即与 2019 年的基线相比, 2021 年的销售额增长将达到两位数; 随着毛利率和经营杠杆略有提高, 息税前利润 (EBIT) 将得到很大改善 (2019 年 EBIT 为 4.402 亿欧元)。毛利率和 OPEX-ratio (营业费用率) 的发展将取决于疫情对我们负面影响的程度和持续时间。”Bjorn Gulden 指出, 运输亚洲制造产品的集装箱短缺将影响利润率, 未来 12 个月里运输费用可能会翻倍。

同时 Bjorn Gulden 介绍说, Puma 未来将更加关注女性市场, 将开发出更适合女性跑步和踢球的鞋子, 并利用与歌手 Dua Lipa 和模特 Cara Delevingne 等名人的合作关系。

Bjorn Gulden 承认, Puma 在开发自有 app 应用程序方面一直进展缓慢, 但 Puma 已计划在今年年底推出一款 app 应用程序, 以进一步支持线上销售, 其线上销售额在 2020 年增长了 63%。

去年 12 月, Puma 的竞争对手 Nike (耐克) 上调了全年销售预期, 此前户外运动服装的强劲需求推动 Nike 线上销售激增了 84%。

■ **Moncler 最新季报“大大超过”预期, 公布针对中国市场的四大发展计划 (华丽志 2021/2/20)**

意大利奢侈品牌 Moncler (盟可睐) 公布了 (截至 12 月 31 日的) 2020 财年第四季度和全年关键财务数据。按不变汇率计, 第四季度销售额增长 8%, 大大超过分析师预期, 中国销售额飙升帮助抵消了欧洲的下滑和疫情的影响。

10 到 12 月对 Moncler 的羽绒服销售至关重要。第四季度, Moncler 在亚洲的销售额增长了 26%, 主要受到中国大陆的推动。首席运营官 Roberto Eggs 在电话会议中披露, 中国大陆第四季度的销售额增长超过 60%。

从全年来看, 按不变汇率计, 亚洲是唯一实现增长的地区, 销售额增长 2%。其中, 中国大陆也实现了全年销售额两位数增长。Roberto Eggs 向分析师们表示, 去年第四季度的复苏势头得到了延续, 2021 年开局强劲。他说, 当前中国 2 月份的销售额略好于预期, 实现了三位数增长。中国是奢侈品行业最重要的市场, 中国农历新年假期对零售商来说非常关键。需要注意的是, 去年同期的状况尤其糟糕。因为 2020 年春节假期来得更早, 当时中国成为第一个因为疫情进入封锁。

2020 财年，Moncler 的在线销售蓬勃发展，占总销售额的 15%，而 2019 年的比例为 10%。公司表示，将在今年把 Moncler 品牌的所有电子商务业务纳入内部管理，并于 6 月推出一个新的网站。

Moncler 今年将着重扩大在中国的足迹，首席执行官 Remo Ruffini 表示：“中国将成为一个更重要的焦点，尤其是本土消费者和新顾客”。在数字传播方面，计划于今年 9 月在中国推出一个专门的网站，同时继续运营微信小程序。实体门店方面，将把北京三里屯的一家门店改造为旗舰店，并计划于 2022 年初在上海恒隆广场（Plaza 66）开设新的门店。“2022 年北京冬奥会是展示 Moncler 品牌基因的绝佳机会”，将从今年 12 月起至 2022 年初在中国的主要商场和重要位置开设大量快闪店。集团还计划今年在亚太地区新开 8 家门店。

另外，“2021 年的 Genius 天才计划将发展为一个媒体中心”。也就是说，往年在米兰举行的天才计划将向线上形式转型。去年 12 月，Moncler 透露新一季 Moncler Genius 设计师联名系列发布活动将于 2021 年 9 月在中国举办，从中国跨时区向世界转播活动。据介绍，今年的活动将涉及全球 4 座城市，其中一个位于中国。

Moncler 于去年 12 月收购了意大利高端休闲服装品牌 Stone Island（石头岛），公司将从 4 月 1 日起对 Stone Island 进行整合。最后首席执行官 Remo Ruffini 表示，在 2021 年的大部分时间里，为遏制疫情传播而采取的限制仍将持续，这仍会扼制旅游客流和本地购物，但集团已经做好了更充足的准备，应对疫情后的情况。

#### ■ 国内女装 JNBY 母公司上半财年收入增长逾 8%，股价一度大涨 24%（Ladymax 2021/2/28）

坐拥 450 万会员的江南布衣正在稳步攀升，核心业务韧性渐显。国内服饰集团江南布衣于周四发布最新的业绩数据，在截至去年 12 月 31 日的上半财年内的销售额同比增长 8.4% 至 23.15 亿元人民币，较上一财年的 5.3% 增速进一步提升，毛利率为 61.5%，净利润也录得 7.8% 的增幅至 4.64 亿元。

报告期内，江南布衣的主要收入来源依然是中国本土市场，销售额同比上涨 8.29% 至 22.97 亿元，海外市场收入大涨 22% 至 1755 万元。其中成立超过 20 年的成熟品牌 JNBY 销售额增长 8.2% 至 13.18 亿元，占总收入的 57%。

成长品牌部门销售额增长 9.6% 至 9.5 亿元，其中业绩增幅最为显著的是高端女装品牌 less，销售额大涨 26% 至 2.04 亿元，童装 jnby by JNBY 销售额则上涨 8.3% 至 3.57 亿元，占比最高的 CROQUIS 速写增长 3.6% 至 3.89 亿元。

包括 JNBYHOME、POMME DE TERRE 和其他业务的新兴品牌部门销售额虽下跌 8.3% 至 4517.3 万元，但其中 JNBYHOME 销售额大涨 82.2% 至 1275.1 万元，POMME DE TERRE 则下滑 0.6% 至 2683.7 万元。

截至报告期末，江南布衣集团在全球共设有 1931 个零售点，主要分布在国内二、三线城市，其中 JNBY 有 914 家，CROQUIS 速写 331 家，jnby by JNBY 462 家，less 188 家，POMME DE TERRE 33 家。

得益于 2015 年开始落实的全面数字化布局，江南布衣过去半年共新增了 30 万个会员，去重后的会员账户总数超过 450 万个，报告期内集团会员所贡献的零售额占零售总额约 70%。在成熟的会员互通体系促进下，微信已成为江南布衣在线上渠道的主要经营场景，会员中微信账户数超过 410 万个，较 2020 年 6 月 30 日增长约 40 万个，集团电子化微信会员占比超过 90%，活跃会员账户数超过 41 万个。2020 年，购买总额超过人民币 5000 元的会员账户数超过 18 万个，消费零售额达到 22 亿元。

集团还于 2018 年 8 月推出“不止盒子”小程序，为消费者提供搭配建议。消费者在成为江南布衣会员并缴纳年费 199 元后，可享受每年六次一对一的搭配师造型风格定制服务，消费者在签收盒子后 5 天内可寄回不需要的服饰，并且一年内可享受 6 次盒子往返包邮服务和双重积分等。

多元化的渠道和业务布局逐渐形成江南布衣的护城河，尽管在疫情对零售行业的巨大冲击下，集团 2020 年活跃会员账户数、微信活跃会员账户数及购买总

额超过人民币 5000 元的会员账户数均较 2019 年有所下降，但江南布衣+店铺的销售转化率明显提升，包括不止盒子及微商城在内的新兴全域渠道的 GMV 增长接近一倍。

实体零售方面，江南布衣采取的也是积极的举措，去年净增加 76 家新店。鉴于去年整体零售大环境的低迷，大部分商业地产在租金方面给出了一定让步，江南布衣在与部分业主协商后也获得租金优惠，共节省了 1600 万元资金，这在一定程度上也推动了集团盈利能力的复苏。

有分析指出，2020 年初疫情爆发以来，众多行业痼疾被暴露无遗，唯有拥有扎实实力的服饰企业能挺过难关，江南布衣上半财年业绩的反弹正是其自身实力的最佳体现，疫情的短暂停滞反而成为该集团更上一层次的跳板。

而江南布衣在危机时期体现的韧性，来源于 26 年的积累。1994 年，中国设计师女装品牌 JNBY 创立，伴随中国服饰行业的发展，逐渐建立起多品牌矩阵，将设计师品牌品类与资本结合，说服投资者，至今无人超越。

集团首席财务官 Frank Zhu 表示，“作为设计师品牌，集团一直认为品牌价值和可持续健康发展是最重要的，也是最需要被长期建设的基石。”随着中国零售市场的逐渐回升，江南布衣未来将继续通过自我孵化或并购的方式，进一步优化设计师品牌及品类组合，提升前瞻设计及研发能力，培养新的江南布衣粉丝，同时运用互联网思维和技术增强国内外的各类零售网络和全渠道互动平台，持续不断地为粉丝创造及提供增值服务的场景和触点建设。

值得关注的是，由江南布衣集团投资与 GOA 大象设计开发的杭州天目里项目于去年 10 月正式投入使用，该商业综合体由巴黎蓬皮杜中心建筑设计师 Renzo Piano 设计，总建筑面积约 23 万平方米，耗时长达 8 年。天目里不仅是江南布衣集团新总部所在地，也是江南布衣实施国际和国内设计师及品牌孵化计划的孵化基地，涵盖办公空间、艺术空间、实验剧场、买手百货、设计酒店、独特商业集合等多元业态，目前已成为消费者的热门打卡点。

为总部迁址，江南布衣特别与慧展科技（杭州）有限公司订立多份租约，租期自 2020 年 10 月 1 日起计 26 个月及 33 个月，可选择延期，每年租赁付款总额约为 4000 万元。由于考虑到大量租赁改善装修、过往租赁期限及更换租赁资产所需的成本及业务中断，租赁期限可合理确定延长至十年。

受积极的业绩表现推动，江南布衣 3 月 1 日股价一度大涨 24%，后于收盘收窄至 18%，最新市值约为 62 亿港元。

#### 4、公司动态

图表 23：2021 年 2 月重点公司公告

公司代码	上市公司	公告时间	关键字	公告内容
002563.SZ	森马服饰	2021/2/28	业绩预告	预计 2020 年营业总收入 151.67 亿元，同减 21.56%；归属于上市公司股东的净利润 8.02 亿元，同减 48.21%。
2678.HK	天虹纺织	2021/2/28	业绩预告	预计 2020 年营收同减约 15%，净利润同减约 45%。
002612.SZ	朗姿股份	2021/2/28	业绩预告	预计 2020 年实现营业总收入 28.73 亿元，同减 4.46%；利润总额 1.32 亿元，同减 6.60%；归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同增 134.13%。
002394.SZ	联发股份	2021/2/25	业绩预告	公司预计 2020 年营业收入 38.62 亿元，同减 1.25%；利润总额 6.20 亿元，同增 21.31%；归属于上市公司股东的净利润 4.85 亿元，同增 23.46%
002003.SZ	伟星股份	2021/2/28	业绩预告	预计 2020 年实现营业总收入 2,4.96 亿元，同减 8.65%；利润总额 4.58 亿元，同增 33.13%；归属于上市公司股东的净利润 4.00 亿元，同增 37.66%。
002761.SZ	多喜爱	2021/2/28	业绩预告	公司预计 2020 年营业总收入 800.34 亿元，同增 5.80%；利润总额 15.11 亿元，同增 24.01%；归属上市公司股东净利润 10.88 亿元，同增 30.23%。
3306.HK	江南布衣	2021/2/25	业绩公告	公司 2021 上半财年（截至 2020 年 12 月 31 日止 6 个月）实现营收 23.15 亿元，同增 8.4%；净利润 4.64 亿元，同增 7.8%。
603877.SH	太平鸟	2021/2/22	重大项目	公司公开发行可转债的申请获证监会审核通过。

公司代码	上市公司	公告时间	关键字	公告内容
300005.SZ	探路者	2021/2/28	股东变更	公司控股股东变更为通域众合，实际控制人变更为李明。公司更换总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书、证券事务代表。
002832.SZ	比音勒芬	2021/2/18	股份回购	公司完成第三期员工持股计划 649.5 万股股份回购，占公司总股本 1.24%，成交均价 16.93 元/股。
002293.SZ	罗莱生活	2021/3/1	股份质押	控股股东余江罗莱（持股比例 18.4%）解除质押 1735 万股，占总股本 2.1%。
002397.SZ	梦洁股份	2021/2/8	定向增发	公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募资 5 亿元用于品牌升级渠道建设、高端洗护中心建设、蚕丝原料基地建设。
002269.SZ	美邦服饰	2021/2/28	资产减值	公司计提 3.66 亿元资产减值准备，主要为应收账款、存货及投资性房地产。
002503.SZ	搜于特	2021/2/22	股东减持	公司控股股东马鸿及兴原投资合计减持公司股份 3574.6 万股，占公司总股本的 1.16%。
002083.SZ	孚日股份	2021/2/28	重大项目	公司收到控股股东及其关联方归还的 5.12 亿元欠款及利息 818.40 万元，累计已偿还公司 8.92 亿元，占用资金余额 2.08 亿元。
002875.SZ	安奈儿	2021/2/28	定向增发	公司拟非公开发行不超过 4259.4 万股新股，已获证监会核准。

来源：Wind、国金证券研究所

图表 24：近期上市公司预计 2020 年报披露时间

公司	日期	公司	日期
深纺织 A	2021/3/12	鲁泰 A	2021/3/31
开润股份	2021/3/16	嘉欣丝绸	2021/3/31
华升股份	2021/3/18	金鹰股份	2021/3/31
安踏体育	2021/3/24	凤竹纺织	2021/3/31
申洲国际	2021/3/29	新澳股份	2021/3/31
安奈儿	2021/3/25	*ST 拉夏	2021/3/31
*ST 中绒	2021/3/26	延江股份	2021/3/31
开开实业	2021/3/26	七匹狼	2021/4/2
太平鸟	2021/3/30	伟星股份	2021/4/2
天创时尚	2021/3/31	森马服饰	2021/4/13

来源：Wind、国金证券研究所

图表 25：2021 年重点公司限售解禁情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	收益率(%)	变动前(万股)			变动后(万股)		
						总股本	流通A股	占比(%)	总股本	流通A股	占比(%)
002291.SZ	星期六	2021-01-07	7,967	121,343	170	73,849	53,600	73	73,849	61,568	83
603608.SH	天创时尚	2021-01-07	60	371	-54	42,890	42,472	99	42,890	42,532	99
002327.SZ	富安娜	2021-02-05	51	392		85,258	51,001	60	85,258	51,052	60
002293.SZ	罗莱生活	2021-02-10	4,320	53,310	28	82,767	77,759	94	82,767	82,079	99
300577.SZ	开润股份	2021-05-24	2,279	55,841	-17	24,016	10,632	44	24,016	-	-
002397.SZ	梦洁股份	2021-05-28	80	325		75,826	48,309	64	75,826	-	-
002397.SZ	梦洁股份	2021-06-21	612	2,485		75,826	48,309	64	75,826	-	-
603587.SH	地素时尚	2021-06-22	6,972	140,216		48,120	11,400	24	48,120	-	-
603477.SH	巨星农牧	2021-07-21	20,355	311,224	105	46,791	24,000	51	46,791	-	-
600370.SH	三房巷	2021-09-22	12,870	42,985	30	365,717	79,724	22	365,717	-	-
000971.SZ	*ST高升	2021-10-26	6,686	17,851		105,531	80,573	76	105,531	-	-
003016.SZ	欣贺股份	2021-10-26	3,893	34,568		42,667	10,667	25	42,667	-	-
600987.SH	航民股份	2021-12-20	7,821	43,487	-11	108,082	92,120	85	108,082	-	-
603587.SH	地素时尚	2021-12-22	29,748	598,223		48,120	11,400	24	48,120	-	-
600626.SH	申达股份	2021-12-28	4,413	17,080	-23	85,229	80,816	95	85,229	-	-

来源：Wind、国金证券研究所

**图表 26：重点公司 19 年以来业绩增速**

证券代码	证券简称	营收增速				归母净利润增速			
		19A	20Q1	20Q2	20Q3	19A	20Q1	20Q2	20Q3
<b>品牌服饰-A股</b>									
002563.SZ	森马服饰	23.0%	-33.5%	-30.2%	-28.7%	-42.6%	-95.0%	-98.9%	-66.8%
600398.SH	海澜之家	15.1%	-36.8%	-24.4%	-19.8%	-28.1%	-75.6%	-28.8%	-30.2%
603877.SH	太平鸟	2.8%	-16.7%	3.1%	10.3%	19.2%	-89.9%	146.7%	153.4%
002832.SZ	比音勒芬	23.7%	-22.3%	-9.4%	4.0%	10.5%	-25.3%	45.9%	36.4%
603587.SH	地素时尚	13.2%	-30.1%	-11.2%	-4.2%	16.3%	-37.4%	22.0%	25.8%
603808.SH	歌力思	7.2%	-34.1%	-35.7%	-28.6%	-16.0%	173.3%	-81.6%	-6.6%
603839.SH	安正时尚	47.8%	2.9%	11.8%	19.6%	-27.5%	-23.8%	-86.6%	-49.5%
603518.SH	锦泓集团	-5.6%	-12.5%	-12.3%	-5.1%	-42.1%	-95.5%	-126.4%	-184.0%
603557.SH	起步股份	8.9%	-19.4%	-22.0%	-16.1%	-125.8%	-33.1%	-42.0%	-44.9%
<b>品牌服饰-港股</b>									
2020.HK	安踏体育	40.8%	-	-1.0%	-	30.3%	-	-33.2%	-
2331.HK	李宁	32.0%	-	-1.2%	-	109.6%	-	-14.1%	-
1368.HK	特步国际	28.2%	-	9.6%	-	10.8%	-	-46.5%	-
3998.HK	波司登	17.4%	-	5.1%	-	22.6%	-	41.8%	-
3306.HK	江南布衣	17.3%	-	5.3%	-	18.1%	-	12.9%	-
<b>纺织制造-A股</b>									
002042.SZ	华孚时尚	11.0%	-36.5%	-24.4%	-21.7%	-124.8%	-117.7%	-188.6%	-197.3%
601339.SH	百隆东方	3.7%	-10.2%	-8.1%	-8.5%	-104.7%	-41.9%	-36.1%	-40.7%
000726.SZ	鲁泰A	-1.1%	-18.9%	-28.2%	-30.0%	62.3%	-47.0%	-81.2%	-127.5%
603558.SH	健盛集团	12.9%	-7.8%	-12.0%	-12.3%	39.6%	-20.5%	-99.6%	-96.1%
600987.SH	航民股份	-11.1%	-40.9%	-33.8%	-27.0%	-1.1%	-40.9%	-14.5%	-10.8%
<b>纺织制造-港股</b>									
2313.HK	申洲国际	8.2%	-	-0.4%	-	12.2%	-	4.0%	-
2678.HK	天虹纺织	14.9%	-	-19.4%	-	-24.0%	-	-97.8%	-
<b>家纺</b>									
002293.SZ	罗莱生活	1.0%	-21.9%	-12.9%	-4.1%	19.3%	-50.7%	52.8%	29.2%
603365.SH	水星家纺	10.4%	-20.0%	-8.5%	-5.1%	-3.3%	-45.4%	-8.5%	-2.6%
002327.SZ	富安娜	-4.4%	-2.0%	-0.4%	1.3%	3.3%	-5.9%	23.5%	18.0%
002397.SZ	梦洁股份	12.8%	-34.6%	-22.9%	-19.6%	10.9%	-46.6%	-41.2%	-236.4%
<b>电商及MCN</b>									
002127.SZ	南极电商	16.5%	-18.5%	-0.5%	4.7%	38.2%	5.3%	14.4%	34.9%
300577.SZ	开润股份	31.6%	-10.3%	-21.8%	-24.5%	10.9%	-29.8%	-52.5%	-144.0%
002291.SZ	星期六	36.6%	-21.3%	2.7%	2.8%	-518.4%	-330.1%	-238.6%	-121.4%

来源：Wind，国金证券研究所

## 5、原材料数据跟踪

图表 27：大宗原材料价格汇总

原料名称	价格	月涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	16336 元/吨	6.69%	2021/3/5
美棉 CotlookA	92.6 美分/吨	6.01%	2021/3/5
粘胶短纤	15700 元/吨	16.30%	2021/3/5
涤纶短纤	7450 元/吨	21.14%	2021/3/5
长绒棉	22900 元/吨	6.51%	2021/3/2
内外棉价差	937 元/吨	156.7%	2021/3/5

来源：Wind，国金证券研究所（月涨跌幅统计区间为 2021 年 2.1-2.28 日）

图表 28：328 级棉现价走势图（元/吨）



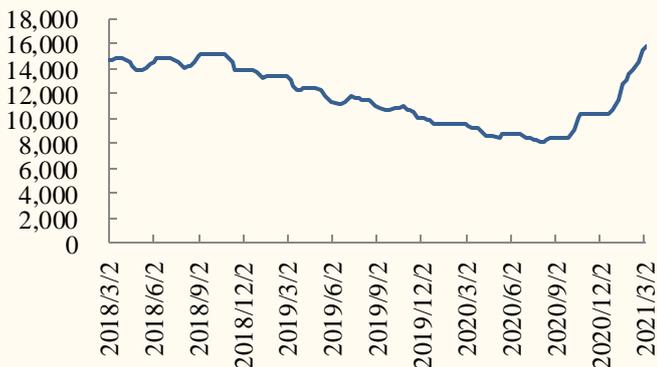
来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：CotlookA 指数（美分/磅）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：粘胶短纤价格走势图（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：涤纶短纤价格走势图（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32: 长绒棉价格走势(元/吨)



图表 33: 内外棉价差价格走势(元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 6、行业估值及投资建议

### 6.1、行业估值

纺织服装板块估值水平处于正常历史区间, 2020 年以来受疫情影响板块整体业绩下滑, 估值有所提升。横向对比其他行业来看, 纺织服装估值水平居中。

在当前市场环境下, 纵向比较来看, 国内纺织服装企业受疫情影响 2020 年业绩基数较低, 2021 年有望实现显著增长; 横向比较来看, 国内市场销售情况显著优于海外, 但估值并无明显相对优势, 提升潜力较大。因此, 我们继续看好 2021 年国内纺织服装龙头业绩复苏+估值回升的投资机会。

**图表 34：重点上市公司估值表**

证券代码	证券简称	现价 (元)	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG 21E	市值 (亿元)	月涨跌幅 (%)
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E				
<b>品牌服饰-A股</b>														
002563.SZ	森马服饰	9.80	0.58	0.28	0.58	0.70	16.9	34.5	16.9	14.0	6.4%	2.65	264	9.53
600398.SH	海澜之家	6.96	0.72	0.48	0.72	0.81	9.7	14.6	9.7	8.6	4.1%	2.36	301	6.93
603877.SH	太平鸟	38.36	1.17	1.48	1.84	2.22	32.8	25.9	20.9	17.3	23.8%	0.88	183	34.49
002832.SZ	比音勒芬	17.92	1.32	1.01	1.25	1.55	13.6	17.8	14.3	11.6	5.5%	2.62	67	17.00
603587.SH	地素时尚	20.11	1.56	1.39	1.61	1.85	12.9	14.5	12.5	10.9	5.8%	2.15	97	19.03
603808.SH	歌力思	14.39	1.07	1.31	1.09	1.25	13.4	11.0	13.2	11.5	5.2%	2.53	48	14.32
603839.SH	安正时尚	8.65	0.76	0.65	0.83	0.97	11.4	13.3	10.5	8.9	8.6%	1.22	67	8.53
603518.SH	锦泓集团	5.24	0.43	0.74	0.81	0.89	12.2	7.1	6.5	5.9	27.4%	0.24	68	4.85
603557.SH	起步股份	8.77	0.30	0.22	0.39	0.52	29.2	39.1	22.6	16.8	20.2%	1.12	67	7.98
<b>品牌服饰-港股</b>														
2020.HK	安踏体育	101.61	1.86	1.99	2.81	3.45	54.7	51.1	36.1	29.4	23.0%	1.57	2,747	-5.30
2331.HK	李宁	36.96	0.58	0.64	0.83	1.03	63.9	57.9	44.4	35.7	21.3%	2.08	920	-8.96
1368.HK	特步国际	3.08	0.29	0.18	0.27	0.33	10.7	17.1	11.5	9.4	4.6%	2.48	78	5.75
3998.HK	波司登	2.72	0.09	0.10	0.15	0.18	29.9	27.1	18.3	15.0	25.7%	0.71	293	-5.52
3306.HK	江南布衣	12.74	0.90	0.75	1.18	1.40	14.1	17.1	10.8	9.1	15.7%	0.69	66	10.74
<b>纺织制造-A股</b>														
002042.SZ	华孚时尚	4.19	0.27	0.27	0.29	0.33	15.5	15.5	14.7	12.9	6.4%	2.31	76	28.46
601339.SH	百隆东方	4.59	0.20	0.20	0.28	0.33	23.0	23.0	16.4	13.9	18.2%	0.90	67	17.63
000726.SZ	鲁泰A	5.73	1.11	1.11	0.74	0.99	5.2	5.2	7.7	5.8	-3.9%	-1.98	49	8.73
603558.SH	健盛集团	7.16	0.68	0.68	0.66	0.83	10.5	10.5	10.8	8.6	7.0%	1.54	36	2.64
600987.SH	航民股份	4.65	0.68	0.68	0.73	0.80	6.8	6.8	6.4	5.8	5.6%	1.14	60	0.72
<b>纺织制造-港股</b>														
2313.HK	申洲国际	134.23	3.17	3.56	4.30	5.03	42.4	37.7	31.2	26.7	16.7%	1.87	2,018	5.52
2678.HK	天虹纺织	9.27	0.91	0.32	1.28	1.57	10.2	28.9	7.2	5.9	20.1%	0.36	85	34.79
<b>家纺</b>														
002293.SZ	罗莱生活	12.05	0.66	0.71	0.82	0.93	18.3	17.0	14.7	13.0	12.0%	1.23	100	12.53
603365.SH	水星家纺	14.05	1.19	1.04	1.30	1.46	11.8	13.5	10.8	9.6	7.1%	1.53	37	14.04
002327.SZ	富安娜	8.00	0.61	0.66	0.74	0.83	13.1	12.1	10.8	9.7	10.6%	1.02	68	7.94
002397.SZ	梦洁股份	4.06	0.11	0.03	0.10	0.14	36.9	135.3	40.6	29.0	8.4%	4.85	31	3.91
<b>电商及MCN</b>														
002127.SZ	南极电商	9.92	0.49	0.63	0.80	1.00	20.2	15.8	12.4	9.9	26.8%	0.46	244	10.72
300577.SZ	开润股份	24.50	1.04	0.47	1.16	1.53	23.6	52.5	21.1	16.0	13.7%	1.55	59	23.53
002291.SZ	星期六	18.96	0.24	0.03	0.96	1.56	79.0	569.4	19.8	12.1	86.8%	0.23	140	17.40

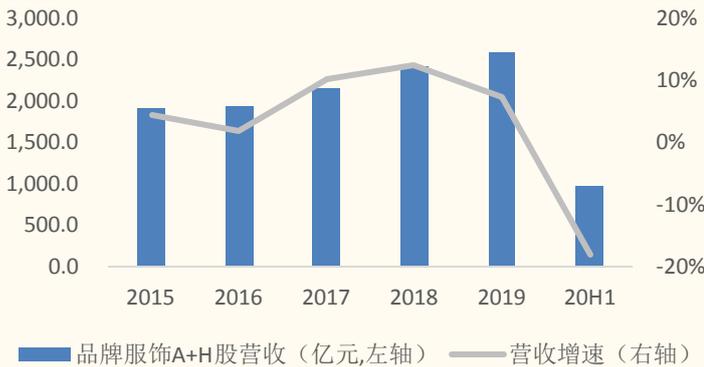
来源：Wind，国金证券研究所（收盘价截至 2021/03/05）

## 6.2、投资建议：低基数下业绩增长可期，看好 PEG 折价及高速内生性增长标的

2020 年 1-2 月纺织服装板块面临多种外部环境压力，包括疫情影响下市场需求收缩、门店关闭影响线下渠道销售等等，整体业绩承压，基数较低。然而，各细分行业龙头企业在疫情期间积极开展内在转型变革，大力调整品牌、渠道、产品策略，且本身具备较强的盈利能力及抗风险能力，自 20Q2 以来业绩逐季复苏。随着疫情负面影响减弱，消费市场恢复，叠加春节旺季、春季换新需求的刺激，行业整体持续复苏，各细分领域龙头竞争优势有望进一步加强。

短期波动不改长期竞争优势，结合 2020 年 1-2 月零售数据及部分企业业绩预告来看，我们继续看好：1) 高景气、竞争壁垒深厚、高速内生性增长的运动服饰龙头；2) PEG 折价、疫情期间业绩受损，疫后业绩复苏的低估值服饰龙头；3) 预计受益于棉价上涨的棉纺企业龙头。

图表 35：近年来 A+H 股品牌服饰上市公司收入表现



来源：Wind、国金证券研究所

图表 36：近年来 A 股品牌服饰上市公司合计收入及增速



来源：Wind、国金证券研究所

■ 投资主线 1：疫情期间表现出较强韧性，受益消费者健康观念提升，销售快速增长的运动服饰龙头

**安踏体育：**从估值端来看，受益于 1) 公司长期执行“单聚焦”战略，充分受益于具备天然的规模性壁垒的运动鞋服高景气赛道，且龙头地位领先；2) “多品牌”战略下各品牌差异化运营；3) 高效、强把控的渠道“全覆盖”，公司估值与业绩同步提升，享受合理的龙头估值溢价。尽管 2020 年受疫情影响公司 EPS 增速有所放缓，但估值水平仍不断提升，带动公司总市值提升，反映了市场对龙头地位、深厚壁垒的充分认可与信心。2021 年 1-2 月公司多品牌逻辑再加强，主品牌安踏销售额增速稳步提升，FILA、迪桑特等品牌逆势高增长，实现 100%+ 同比增速。

**李宁：**公司已从业绩修复进入到“新增长阶段”，业绩增长将更加聚焦于提升发展质量、运营效率。长期来看，公司围绕商品/渠道/供应链全方位的零售转型有利于构筑长期的业务竞争力，进一步提升收入及盈利能力。短期来看，随着疫情持续缓解，我们估计 2020 年下半年公司流水将实现双位数增长，加价倍率仍有提升空间，毛利率有望维持平稳，控费仍将持续，预计全年净利润率提升至 10.5% 左右。海外疫情方面，李宁公司来自海外市场的收入占比仅为 1.9%，风险敞口较小，估值恢复较快。且公司净利润率仍有提升空间，业绩弹性较大，市场估值在合理水平内高于同行，继续看好公司高速内生性增长。

■ 投资主线 2：PEG 折价、疫情期间业绩受损，疫后率先业绩复苏的低估值服饰龙头

**森马服饰：**公司发布 2020 年业绩快报，20Q4 收入为 57.17 亿元 (-5.90%)，净利润 5.87 亿元 (+142.29%)，业绩环比前三季度大幅改善。剔除 Kidiliz 并表影响，20Q4 公司原有主业收入同比增长约 9%，归母净利润同比增长约 50% 以上。考虑到 2020 年下半年公司店铺仍维持净减少趋势，公司业绩增长主要受同店增长驱动，复苏势头强劲。从 2020 年 1-2 月线上数据来看，公司森马品牌男装业务、巴拉巴拉品牌童装业务龙头地位稳固，销售额保持较快增长。

**海澜之家：**从业绩及经营数据来看，公司整体加速恢复，零售流水于 2020Q3 增速转正，拐点确立。2020 年前三季度公司新品牌实现约 57% 增长，Q3 单季度电商增长 111.27%，表现亮眼，后续增长可期。从估值端来看，公司作为国内男装龙头，市占率保持领先优势，但 PEG 显著低于 Gap、迅销集团（优衣库）等国际服装龙头，仍有上升空间。

**太平鸟：**2021 年 1-2 月公司官方旗舰店 1+2 月线上零售额同比 20 年增长超过 40%，复苏进程进一步加快。我们认为，公司过去 2-3 年的渠道线上线下融合，产品、品牌年轻化策略效果显现，通过线上线下一体新零售模式更加贴近消费者，准确把握销售趋势，在疫情做到了率先复苏，领先优势确立，未来业绩规模、盈利能力有望进一步提升。

### ■ 投资主线 3：棉价上行，棉纺龙头企业预计收益

2020 年 4 月，随着经济复苏，棉花价格出现向上拐点，并于 10 月向上快速拉升，至 11 月恢复稳步向上。2021 年 2 月中国棉花价格指数（328）上涨约 8.63%，国际棉花指数（Cotlook:A）上涨 8.87%。

3 月以来，随着美元走强以及缺乏利好消息的推动，棉价小幅下调。截至 3 月 5 日，中国棉花价格指数（328）相较月初下跌 1.25%至 16336 元/吨，国际棉花指数（Cotlook:A）下跌 1.85%至 92.6 美分/吨。但我们认为，本轮棉价上涨背后的因素（需求端受益新冠疫苗接种加快，下游消费明显复苏；供给端国际棉花种植面积下降；宽松的货币政策推高全球资产价格，棉价受大宗产品上涨带动）尚未发生显著变化，有望继续对棉价形成支撑，向下调整空间有限。

由于国内棉纺织企业多采用成本加成定价，受棉花价格影响较大，且通常会储备 3-6 个月棉花库存，棉价上涨后棉纺产品提价，在低价棉花原料储备下成本上涨滞后，带动棉纺企业毛利率提升，为企业带来利润提升空间。从产业链的价格传导来看，在棉价上升/下降通道中，中游各环节产品价格变化幅度均小于原材料，且随着产业链延伸，相关系数降低。所以从企业端，越接近于棉花近端产业链、产业链条越短、原材料储备越多，对棉价波动弹性越大。

**建议关注棉花储备较多、棉花原材料成本占比较高的棉纺龙头企业。**包括产业链条较短的色纺纱龙头**百隆东方**、**华孚时尚**，棉包芯纱龙头**天虹纺织**，棉纱及坯布龙头**新野纺织**，色织布龙头**鲁泰 A**（主要采用长绒棉，其价格走势受长绒棉供需变化影响）等。

## 7、风险提示

疫情反复；消费恢复不及预期；汇率波动；棉价大幅波动。

**公司投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402