

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

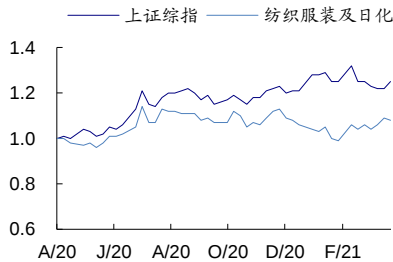
产业链梳理专题二

超配

(维持评级)

2021年04月06日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《纺织服装4月投资策略:消费旺季来临,关注国货机遇》——2021-04-01
《纺织服装行业重大事件快评:把握新时代下纺织服装行业的大机遇》——2021-03-29
《海外跟踪系列十:NikeQ3:大中华区增长强劲,全渠道协同深化DTC发展》——2021-03-22
《双周报 202103 期:服装内需恢复 2019 年水平,全球消费复苏》——2021-03-17
《纺织服装海外跟踪系列九:AdidasFY20&5 年战略:业绩全面恢复,未来五年DTC、大中华区、运动休闲驱动持续成长》——2021-03-15

证券分析师:丁诗洁

电话: 0755-81981391
E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040004

行业专题

从全球龙头市值变化看投资周期

● 40 年投资表现复盘:百舸争流,勇进者胜

纺织服装行业广阔、稳定且分散,全球装鞋规模 1.4 万亿美元,10 年 CAGR 2%。全球市值前 20 的 54 家纺织服装企业市值 CAGR 在 10.4%,欧美日各有代表性龙头,中国企业崭露头角。投资表现优越的公司众多,可分为超长期稳定回报、中长期持续成长、中短期景气爆发三类,分别对应的是 20 年年化收益率高于 15%且亏损概率低、10 年年化收益率高于 20%且亏损概率较低、3 年年化收益率高于 50%且亏损概率相对可控。

● 奢侈品:品牌护城河铸就稳健的格局与估值溢价

头部集团竞争格局高度稳固,品牌价值随时间沉淀而凸显。曾经跻身市值 Top20 的奢侈品集团共有 11 个。估值中枢在 30 倍上下,个股分化,近 5 年大部分公司估值有提升,导致估值差异的核心为盈利的稳定性。

● 运动鞋服:突出的成长性带来丰厚的投资收益

龙头长期成长性优越,受益赛道渗透率和品牌价值提升。曾经跻身市值 Top20 的运动鞋服集团共有 11 个。估值中枢在 25 倍上下,个股分化,近 5 年大部分公司估值中枢上移,导致估值差异的核心为成长的持续性。

● 休闲时装/快时尚:极致的效率赢得广阔的市场

龙头更替明显,行业空间最大。曾经跻身市值 Top20 的休闲时装快时尚集团共有 14 个。30 年来估值中枢多在 20 倍上下,个股分化,近 5 年大部分公司估值中枢下降。导致估值差异的核心为增长的速度。

● 制造供应:创造价值最大化成就隐形冠军

产业链繁杂,细分领域内形成寡头。曾经跻身市值 Top20 的制造供应集团数量较少,共有 8 个。30 年来估值中枢多在 15 倍上下,个股变化明显,整体中枢相对稳定。导致估值差异的核心因素为长期成长的能力。

● 风险提示

1、疫情反复;2、贸易摩擦加剧;3、品牌形象受损;4、系统性风险。

● 投资建议:匹配投资周期,关注竞争格局

行业属性决定,纺织服装行业龙头中最常见的大投资机会是追求超长期复利,当然也不乏中短期机会,最重要是应将投资周期与企业生命周期合理匹配。标的选择依据中竞争格局最为关键,最终落实到成长速度、盈利能力和兑现概率后再来给予合理的估值水平。中国企业正崭露头角,推荐竞争力突出的龙头,申洲国际、安踏体育、李宁、波司登、滔搏。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 元	总市值 亿元	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
02313	申洲国际	买入	137.89	2073	3.40	4.30	40.6	32.0
02020	安踏体育	买入	110.28	2981	1.91	2.86	57.8	38.6
02331	李宁	买入	43.61	1086	0.70	0.95	62.1	46.0
06110	滔搏	买入	9.85	611	0.40	0.51	24.5	19.2
03998	波司登	买入	3.03	327	0.15	0.18	20.7	17.2

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

纺织服装行业规模广阔、发展稳定、企业分散的行业属性决定，具有内在竞争优势的企业潜在的发展空间巨大，足以支撑数十年的超越行业的成长。而在本身增长平缓的行业中处于竞争劣势的企业潜在的成长性更差，因此行业个股间估值差异悬殊，把握具有长期竞争优势的企业，赚取超长期投资带来的复利回报是惊人的。同时，大部分服饰品牌本质是周转的生意，品牌势能提升带来的正循环会使得增长速度、利润率、估值三升，在较短周期内也会带来丰厚的投资回报，但反之负循环产生的风险亦然。当下，有一批优秀的中国企业正在显示出全球突出的竞争力，重点推荐申洲国际、安踏体育、李宁、波司登、滔搏。

核心假设或逻辑

第一，纺织服装行业需求相对稳定，穿衣是人的基本需求，在可选消费中偏向必选消费，在耐用消费品中偏向快速消费品；

第二，纺织服装行业供给相对稳定，行业供应生产技术会逐步迭代但并非突变。

与市场预期不同之处

第一，我们认为对于具有超长期成长生命周期的企业，如果持有时间过短，不仅不会增加年化收益率，还会损失长期丰厚的复利回报，且增加亏损的概率；

第二，我们认为对于中短期景气爆发型企业，正确择时将获得更高的短期年化收益率，但错误择时面临亏损的概率也较高，并且长期持有的年化收益率不佳；

第三，我们认为对于企业生命周期的判断的核心是对企业核心竞争力的判断，而竞争力是动态变化的，不应根据过于宽泛的标签概念决定估值，而是通过对企业竞争力的研究与跟踪，最终落实到成长速度快慢、盈利能力高低和稳定可预见概率水平，再来给予合理的估值水平。

股价变化的催化因素

第一，企业护城河牢固，持续激发成长动能，长期增长能力超出市场预期；

第二，企业运营优化、品牌升级，提高货品供需匹配能力，增强品牌影响力，引领潮流。

核心假设或逻辑的主要风险

第一， 疫情反复；

第二， 贸易摩擦加剧；

第三， 品牌形象受损；

第四， 系统性风险。

。

内容目录

40 年行情复盘：百舸争流，勇进者胜.....	6
行情纵览：全球市值 Top20 纺织服装行业龙头股价复盘.....	6
超长期稳定回报：稳健成长数十载，流水滔滔不绝	14
中长期快速成长：领跑行业十余年，大时代的明星	17
中短期景气爆发：三五年风头尽显，如花火流星闪耀.....	19
奢侈品：品牌护城河铸就稳健的格局与估值溢价	21
头部集团竞争格局高度稳固	21
20 年来估值中枢多在 30 倍上下，个股分化明显	23
导致估值差异的核心因素为盈利的稳定性.....	24
运动鞋服：突出的成长性带来丰厚的投资收益.....	25
众多龙头展现长期优越的成长性	25
30 年来估值中枢多在 25 倍上下，个股分化明显	27
导致估值差异的核心因素为成长的持续性.....	27
休闲时装/快时尚：极致的效率赢得广阔的市场.....	30
龙头更替的情况相当明显	30
30 年来估值中枢多在 20 倍上下，个股分化明显	31
导致估值差异的核心因素为增长的速度	32
制造供应：创造价值最大化成就隐形冠军	33
产业链繁杂，细分领域内形成寡头格局	33
30 年来估值中枢多在 15 倍上下，个股变化明显	35
导致估值差异的核心因素为长期成长性	35
投资建议：匹配投资周期，关注竞争格局.....	37
国信证券投资评级.....	39
分析师承诺	39
风险提示	39
证券投资咨询业务的说明.....	39

图表目录

图 1: 全球鞋服 10 大集团集中度变化.....	6
图 2: 全球鞋类公司头部集中度变化.....	6
图 3: 全球服装公司头部集中度变化.....	6
图 4: 纺织服装细分板块龙头市值占比变化情况.....	7
图 5: 纺织服装细分板块龙头市值增长变化情况.....	8
图 4: 纺织服装细分板块龙头市值占比变化情况.....	9
图 5: 纺织服装细分板块龙头市值增长变化情况.....	9
图 6: 上市以来股价最高涨幅达 400 倍以上的公司 1980 年至今行情走势.....	10
图 7: 上市以来股价最高涨幅达 100-400 倍的公司 1980 年至今行情走势.....	11
图 8: 上市以来股价最高涨幅达 35-100 倍的公司 1980 年至今行情走势.....	12
图 9: 上市以来股价最高涨幅达 25-35 倍的公司 1980 年至今行情走势.....	12
图 10: 上市以来股价最高涨幅达 10-25 倍的公司 1980 年至今行情走势.....	13
图 11: 上市以来股价最高涨幅达 6-10 倍的公司 1980 年至今行情走势.....	13
图 12: 上市以来股价最高涨幅达 0-6 倍的公司 1980 年至今行情走势.....	14
图 13: 超长期稳定回报型公司超长期持有 20 年收益率频率分布.....	15
图 13: 超长期稳定回报型公司持有 3 年收益率频率分布.....	16
图 14: 中长期快速成长型公司持有 10 年收益率频率分布.....	18
图 14: 中长期快速成长型公司持有 3 年收益率频率分布.....	19
图 15: 中短期景气爆发型公司持有 3 年收益率频率分布.....	20
图 15: 中短期景气爆发型公司持有 10 年收益率频率分布.....	21
图 16: 奢侈品龙头市值占比变化情况.....	22
图 17: 奢侈品龙头市值金额变化情况.....	23
图 18: 奢侈品 PE TTM.....	23
图 19: 奢侈品 PE TTM.....	23
图 20: 奢侈品 PE BF.....	24
图 21: 奢侈品 PE BF.....	24
图 22: 奢侈品代表性公司净利润 YoY.....	24
图 23: 奢侈品代表性公司 ROIC.....	24
图 22: 奢侈品代表性公司 PE BF.....	24
图 23: 奢侈品代表性公司累计涨幅.....	24
图 33: 运动鞋服龙头市值占比变化情况.....	26
图 34: 运动鞋服龙头市值金额变化情况.....	26
图 35: 运动鞋服 PE TTM.....	27
图 36: 运动鞋服 PE TTM.....	27
图 37: 运动鞋服 PE BF.....	27
图 38: 运动鞋服 PE BF.....	27
图 39: 运动鞋服代表性公司净利润 YoY.....	28
图 40: 运动鞋服代表性公司 ROIC.....	28
图 41: 运动鞋服代表性公司 PE BF.....	28
图 42: 运动鞋服代表性公司累计涨幅.....	28
图 44: 休闲时装快时尚龙头市值占比变化情况.....	30
图 45: 休闲时装快时尚龙头市值金额变化情况.....	31
图 46: 休闲时装快时尚 PE TTM.....	31
图 47: 休闲时装快时尚 PE TTM.....	31
图 48: 休闲时装快时尚 PE BF.....	32
图 49: 休闲时装快时尚 PE BF.....	32
图 50: 休闲时装快时尚代表性公司净利润 YoY.....	32
图 51: 休闲时装快时尚代表性公司 ROIC.....	32
图 52: 休闲时装快时尚代表性公司 PE BF.....	32
图 53: 休闲时装快时尚代表性公司累计涨幅.....	32
图 59: 制造供应龙头市值占比变化情况.....	34
图 60: 制造供应龙头市值金额变化情况.....	35
图 61: 制造供应 PE TTM.....	35
图 62: 制造供应 PE BF.....	35
图 63: 制造供应公司净利润 YoY.....	36

图 64: 制造供应代表性公司 ROIC	36
图 26: 制造供应公司 PE BF	36
图 27: 制造供应公司累计涨幅	36
表 1: 纺织服装细分板块龙头市值复合增长与占比情况	7
表 2: 纺织服装各国家地区龙头市值复合增长与占比情况	8
表 3: 2020 年全球市值前 20 纺织服装板块企业上市至今涨幅概览	10
表 4: 奢侈品龙头市值变化情况	22
表 5: 奢侈品代表性公司估值与基本面关系	25
表 6: 运动鞋服龙头市值变化情况	25
表 7: 运动鞋服代表性公司估值与基本面关系	29
表 8: 运动鞋服代表性公司估值与基本面关系	29
表 9: 龙头市值变化情况	30
表 10: 代表性公司估值与基本面关系	33
表 11: 制造供应龙头市值变化情况	34
表 12: 制造供应代表性公司估值与基本面关系	37

40 年行情复盘：百舸争流，勇进者胜

行情纵览：全球市值 Top20 纺织服装行业龙头股价复盘

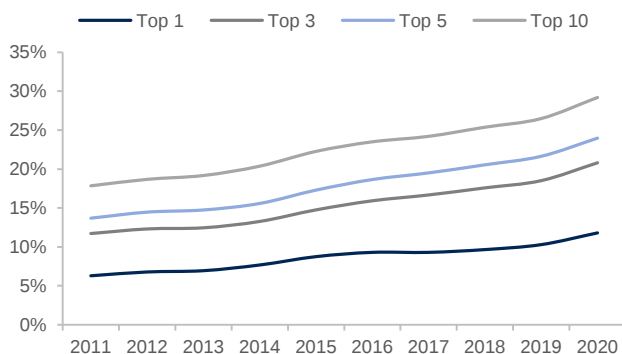
纺织服装行业具备规模广阔、增长稳定和企业分散的特征。充分竞争下，实现多年超额成长、集中度持续提升的企业往往呈现出出色的股价表现。2020 年全球服装鞋履零售规模 1.4 万亿美元，剔除疫情影响，2019 年及以前 10 年复合增速在 2.1%，规模多年呈现同比单位数增长。行业集中度较为分散，前 10 大鞋履公司集中度约为 29%，前 10 大服装公司集中度约为 11%。

图 1：全球鞋服 10 大集团集中度变化

项目	集团	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
鞋类集中度	Nike	6.3%	6.8%	6.9%	7.7%	8.7%	9.3%	9.3%	9.7%	10.3%	11.8%
	Adidas	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.5%	5.1%	5.8%	6.1%	6.3%	6.8%
	Skechers	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%	2.3%
	VF Corp	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.8%	2.0%	1.9%
	Asics	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
	Puma	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
	New Balance	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
	Deckers	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	1.0%
	Anta	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%
	Wolverine	0.8%	0.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
	其他	83.4%	82.6%	82.2%	80.9%	78.7%	77.3%	76.3%	75.0%	73.7%	70.8%
服装集中度	Inditex	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%
	Fast Retailing	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.7%
	H&M	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
	Nike	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
	adidas	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%
	Gap	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
	Hanesbrands	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
	PVH	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
	Levi's	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
	LVM H	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
	其他	91.4%	91.0%	90.8%	90.4%	90.1%	89.6%	89.4%	89.1%	88.8%	88.6%

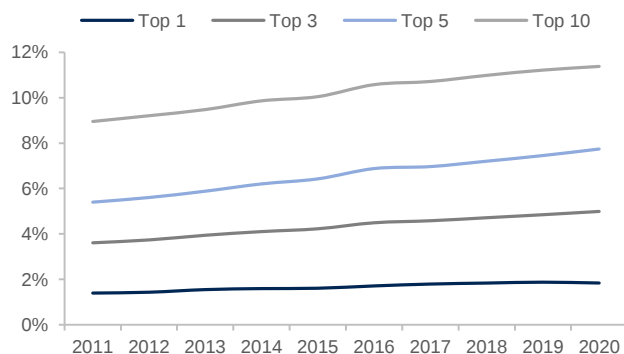
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 2：全球鞋类公司头部集中度变化



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 3：全球服装公司头部集中度变化



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

纺织服装全球龙头整体表现优于大盘，其中不同细分板块的发展趋势具有一定差异。我们根据 GISC 行业分类纺织服装与服装零售行业，将 1992-2020 年每年全球市值前 20 的纺织服装企业筛选出来，共有 54 家上市公司。我们将其过去的市值变化进行分类统计分析，按细分板块加总统计。可以看到过去 20 年这 54 家企业合计市值复合增速在 10.4%，与标普 500、上证综指、恒生指数相比

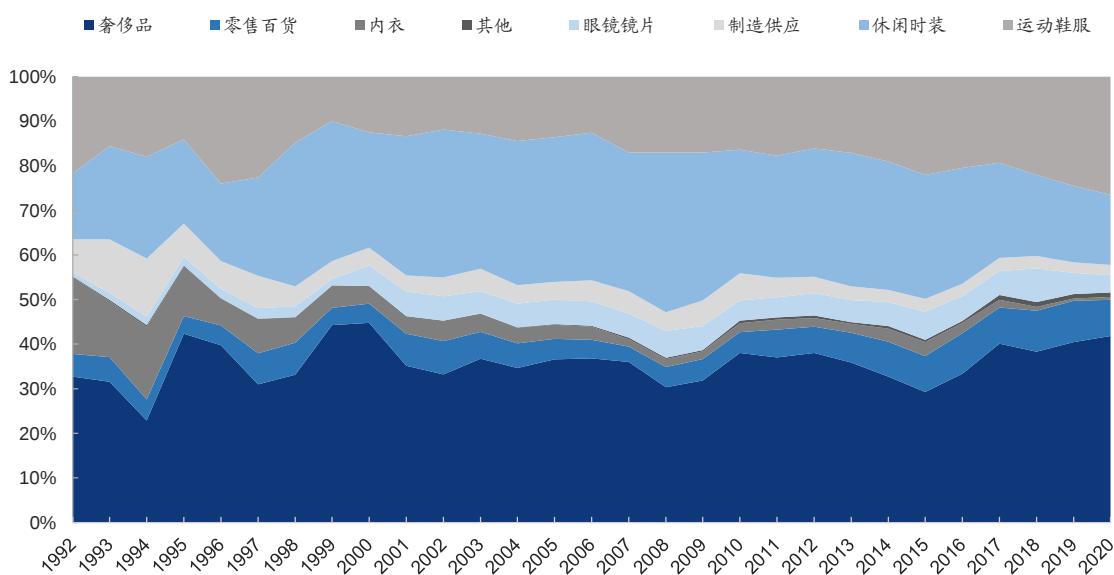
具有相对收益优势。而具体细分板块之中，奢侈品市值占比最高，表现出较强的稳定性；运动鞋服市值占比第二，表现出较强的成长性；休闲时装市值占比第三，成长性落后于纺织服装整体但优于部分大盘指数。

表 1: 纺织服装细分板块龙头市值复合增长与占比情况

项目	20 年市值 CAGR	2020 年市值占比
奢侈品	10.0%	41.8%
运动鞋服	14.6%	26.5%
休闲时装	7.7%	15.7%
服装零售	13.9%	8.1%
眼镜镜片	9.5%	3.9%
制造供应	7.2%	2.3%
内衣	1.2%	0.7%
其他	32.6%	1.0%
纺织服装总计	10.4%	100.0%
标普 500	5.4%	-
上证综指	2.6%	-
恒生指数	3.0%	-

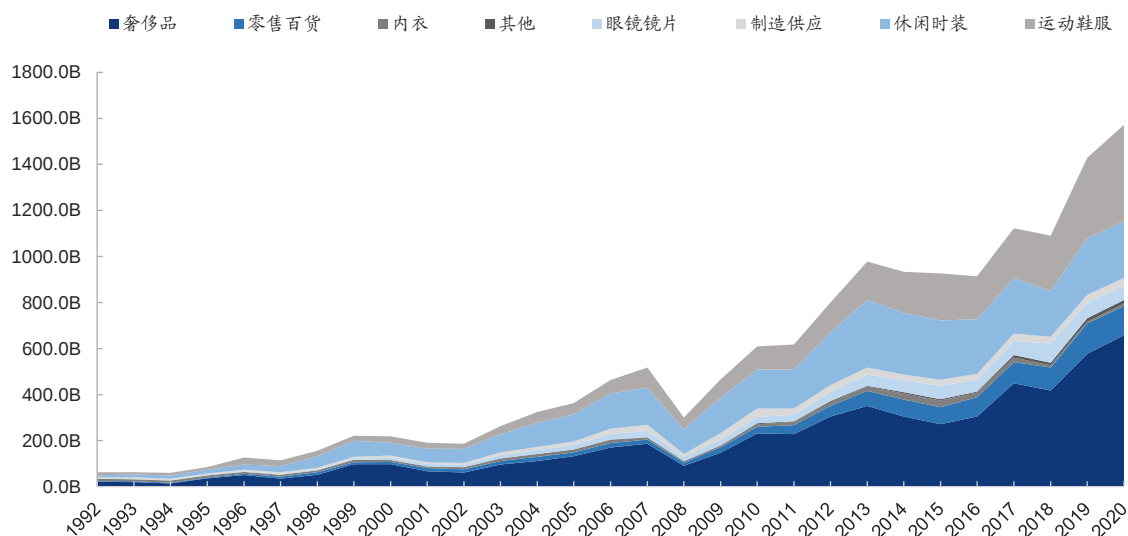
资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 4: 纺织服装细分板块龙头市值占比变化情况



资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 5: 纺织服装细分板块龙头市值增长变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

欧美日各有代表性龙头, 中国企业崭露头角。市值占比最大的两个国家是法国、美国, 另如果加上其他欧洲国家, 欧、美、日三地分别占据 2020 年 Top20 市值的 57.7%、29.2%、5.8%, 合计占据 92.7%。中国企业占 5%, 但成长性突出, 尤其中国内地企业近 10 年 CAGR 在 16.3%。具体看各国企业组成:

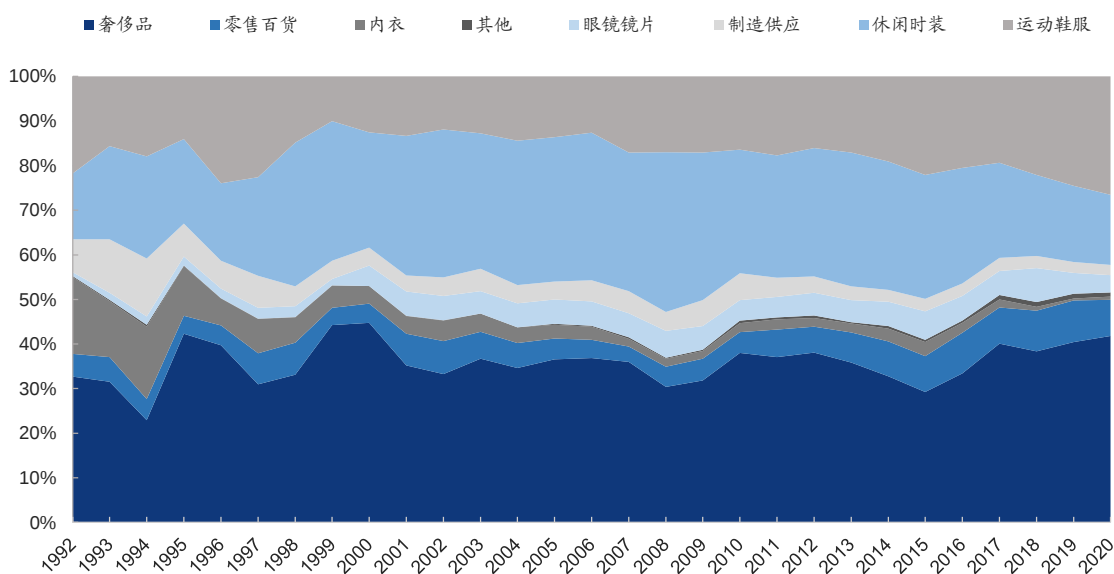
1. 欧洲: 品类集中, 奢侈品为主, 休闲时装其次。奢侈品有 LVMH、Hermes、开云集团、CHRISTIAN DIOR; 休闲时装龙头有 Inditex、H&M;
2. 美国: 结构丰富, 从休闲时装向运动鞋服切换。运动鞋服有 Nike、lululemon、VF 集团、UA、Foot locker, 休闲时装有 GAP、Hanes Brands、Ralph Lauren、CHICO 'S 女装、A&F、AE 美国鹰、PVH;
3. 日本: 品类集中, 休闲时装品牌迭代。休闲时装有青山商事、饰梦乐、思瓦德、迅销;
4. 中国: 结构丰富, 从港台向内地演变。中国香港公司有制造供应-利丰; 休闲时装-思捷环球; 中国台湾公司有制造供应-福懋兴业、台南纺织、宝成工业、裕元集团; 中国内地有制造供应-申洲国际、运动鞋服-百丽国际、安踏体育;

表 2: 纺织服装各国家地区龙头市值复合增长与占比情况

项目	2001-2010CAGR	2011-2020CAGR	2020 市值占比
法国	13.9%	16.5%	39.8%
美国	9.7%	10.8%	29.2%
西班牙	16.4%	7.6%	6.3%
日本	10.4%	14.0%	5.8%
德国	19.1%	17.9%	5.0%
中国内地	-	16.3%	5.0%
瑞士	15.6%	2.3%	3.8%
瑞典	13.1%	-5.4%	2.0%
意大利	7.4%	-7.6%	0.8%
中国台湾	15.9%	-0.9%	0.6%
中国香港	23.2%	-38.3%	0.0%
其他	64.9%	15.4%	1.7%
总计	13.8%	10.9%	100.0%

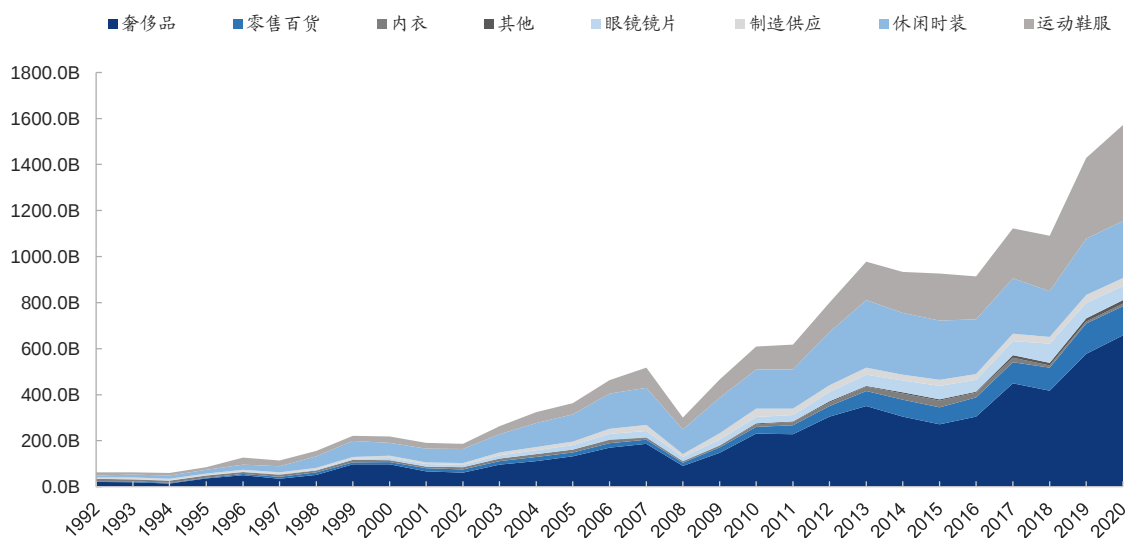
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 6：纺织服装细分板块龙头市值占比变化情况



资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 7：纺织服装细分板块龙头市值增长变化情况



资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

在稳定而广阔的行业背景下，不少优质公司凭借品牌护城河与经营管理效益，实现了超长期旺盛的生命力和成长性。另外也有公司在经历拐点后，实现了中短期的爆发式增长。我们从上市龙头公司中进行筛选和分析。截至2020年12月31日，GISC行业分类纺织服装与服装零售企业市值前20排名如下。我们对公司上市至今的涨幅进行统计，最早数据可以提取自1980年，统计发现，大部分公司上市至今年化收益在10%-20%之间，并且上市时间超过20年，长期呈现收益稳步增长的特征。其中，不乏上市至今市值总涨幅超过100倍的公司，若只看年化收益并不惊艳，但长时间的复利带来了惊人的回报，如TJX40年947倍，Nike 40年862倍，VF40年213倍，罗斯百货35年195倍，爱马

仕 28 年 168 倍。

表 3：2020 年全球市值前 20 纺织服装板块企业上市至今涨幅概览

序号	公司名称	上市时间（年）	市值涨幅（倍）	年化收益	2020 年市值（十亿美元）
1	LVMH	31.2	25.8	11.0%	315.26
2	NIKE	40.0	862.3	18.4%	222.08
3	HERMES	27.5	168.1	20.5%	113.52
4	迪奥	29.0	36.7	13.2%	100.32
5	Inditex	19.6	7.1	10.5%	99.22
6	迅销	26.4	69.2	17.4%	94.95
7	开云集团	31.2	36.0	12.2%	91.76
8	TJX 百货	40.4	946.7	18.5%	81.99
9	ADIDAS	25.1	30.2	14.6%	72.99
10	历峰集团	30.7	19.5	10.2%	51.95
11	LULU	13.4	21.7	25.8%	45.36
12	罗斯百货	35.1	195.3	16.2%	43.78
13	安踏体育	13.4	14.4	22.0%	42.85
14	H&M	31.2	146.4	17.3%	34.64
15	VF 集团	40.4	213.1	14.2%	33.31
16	申洲国际	15.1	51.5	29.9%	29.47
17	伯灵顿百货	7.2	9.8	37.4%	17.33
18	李宁	16.5	24.7	21.5%	17.11
19	PUMA	31.2	49.6	13.3%	17.01
20	PRADA	9.5	1.1	0.9%	16.90

资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

考虑到龙头更替，我们回顾了 2010/2015/2020 年全球市值前 20 的纺织服装企业，共有 33 家。我们对这 33 家企业上市至今长达 40 年的股价变化趋势进行复盘。由于公司上市至今股价涨幅差异较大，基于可视化角度，我们将 33 家公司按照股价最大涨幅划分为 7 组进行呈列。

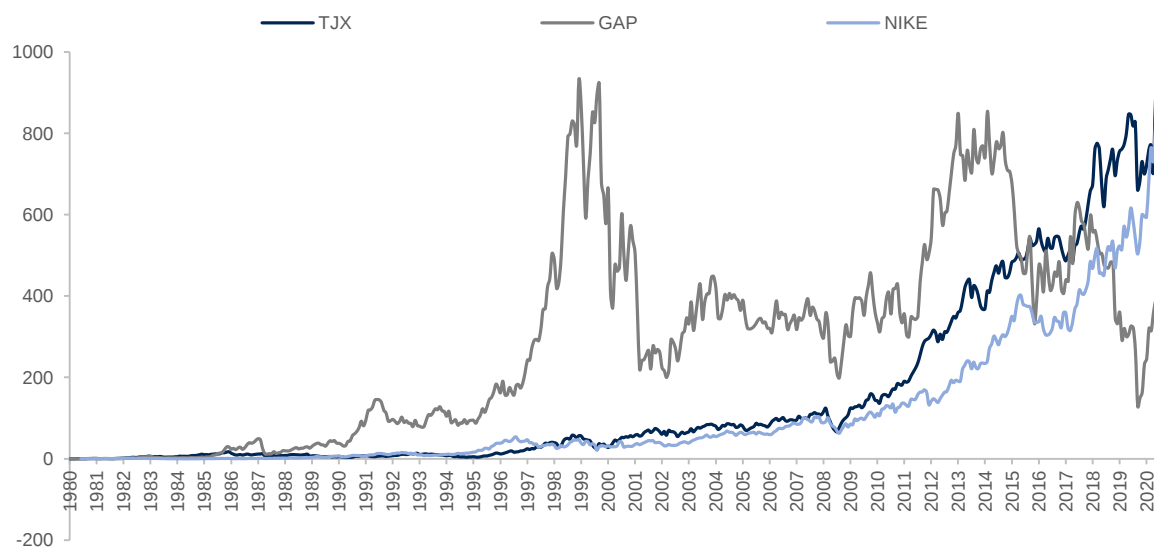
1、上市以来股价最高涨幅达 400 倍以上的公司：

TJX：上市时间 1980 年，最大涨幅 945.7 倍；

GAP：上市时间 1980 年，最大涨幅 931.7 倍；

NIKE：上市时间 1980 年，最大涨幅 861.3 倍；

图 8：上市以来股价最高涨幅达 400 倍以上的公司 1980 年至今行情走势



资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

2、上市以来股价最高涨幅达 100-400 倍的公司: VF 集团、罗斯百货、爱马仕、H&M、L Brands

H&M: 上市时间 1989 年, 最大涨幅 308.6 倍;

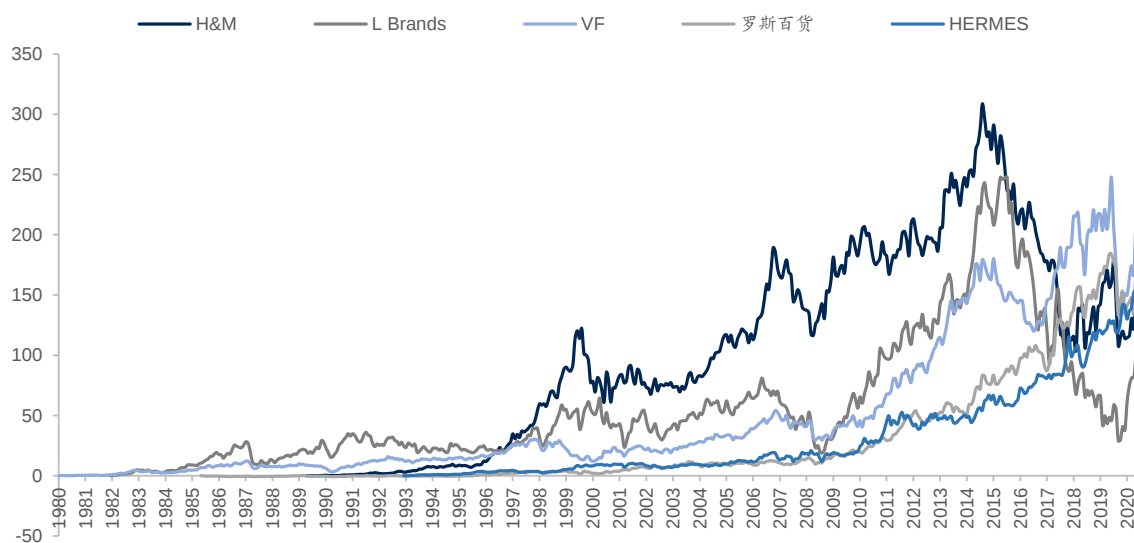
L Brands: 上市时间 1982 年, 最大涨幅 247.9 倍;

VF 集团: 上市时间 1980 年, 最大涨幅 247.7 倍;

罗斯百货: 上市时间 1985 年, 最大涨幅 194.3 倍;

HERMES: 上市时间 1993 年, 最大涨幅 176.5 倍;

图 9: 上市以来股价最高涨幅达 100-400 倍的公司 1980 年至今行情走势



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

3、上市以来股价最高涨幅达 35-100 倍的公司:

利丰: 上市时间 1992 年, 最大涨幅 93.1 倍;

迅销: 上市时间 1994 年, 最大涨幅 77.6 倍;

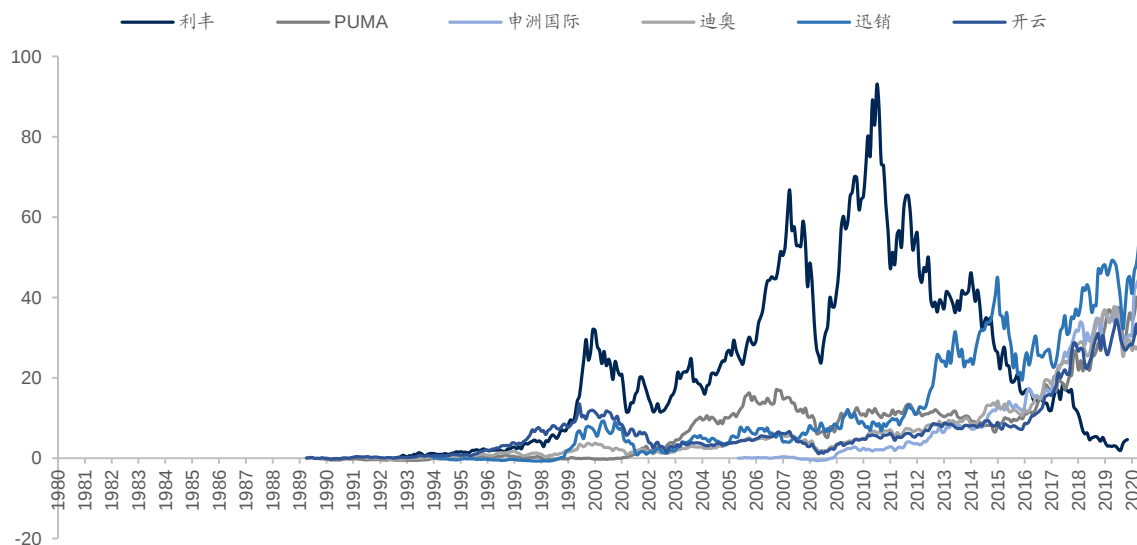
申洲国际: 上市时间 2005 年, 最大涨幅 55.3 倍;

PUMA: 上市时间 1989 年, 最大涨幅 48.6 倍;

迪奥: 上市时间 1991 年, 最大涨幅 37.7 倍;

开云: 上市时间 1989 年, 最大涨幅 35.6 倍;

图 10: 上市以来股价最高涨幅达 35-100 倍的公司 1980 年至今行情走势



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

4、上市以来股价最高涨幅达 25-35 倍的公司:

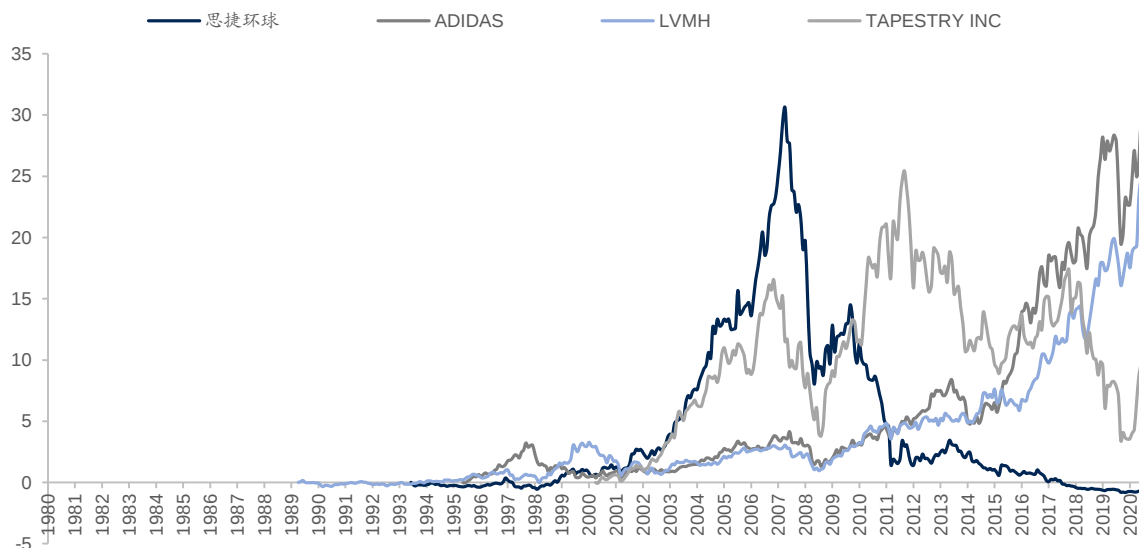
思捷环球: 上市时间 1993 年, 最大涨幅 30.6 倍;

ADIDAS: 上市时间 1995 年, 最大涨幅 29.2 倍;

LVMH: 上市时间 1989 年, 最大涨幅 26.1 倍;

TAPESTRY INC: 上市时间 2000 年, 最大涨幅 25.4 倍;

图 11: 上市以来股价最高涨幅达 25-35 倍的公司 1980 年至今行情走势



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

5、上市以来股价最高涨幅达 10-25 倍的公司:

李宁: 上市时间 2004 年, 最大涨幅 23.7 倍;

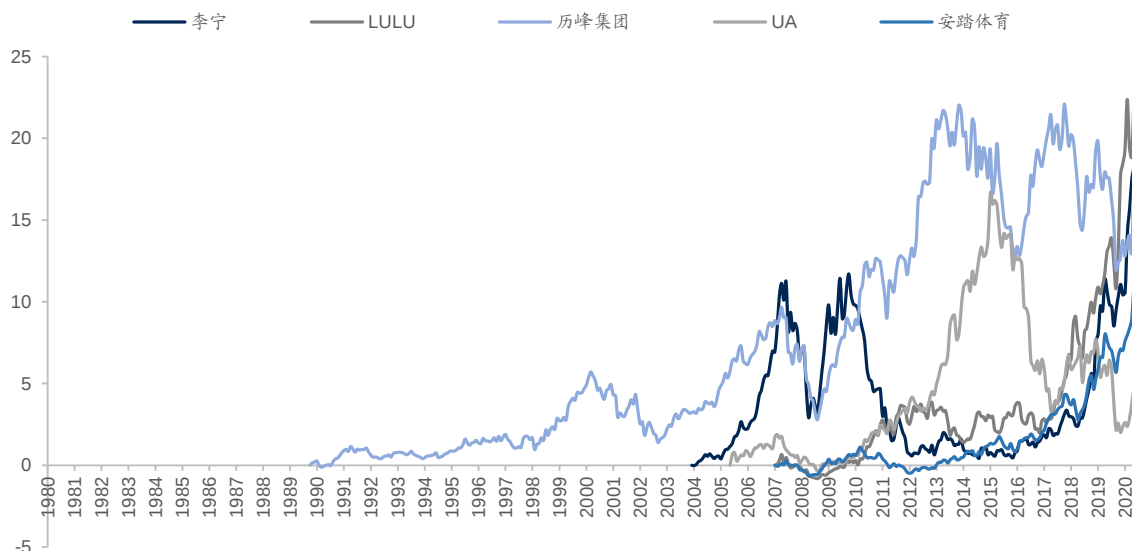
LULU: 上市时间 2007 年, 最大涨幅 22.4 倍;

历峰集团: 上市时间 1989 年, 最大涨幅 22.1 倍;

UA: 上市时间 2005 年, 最大涨幅 16.7 倍;

安踏体育: 上市时间 2007 年, 最大涨幅 14 倍;

图 12: 上市以来股价最高涨幅达 10-25 倍的公司 1980 年至今行情走势



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

6、上市以来股价最高涨幅达 6-10 倍的公司:

Footlocker: 上市时间 1980 年, 最大涨幅 10 倍;

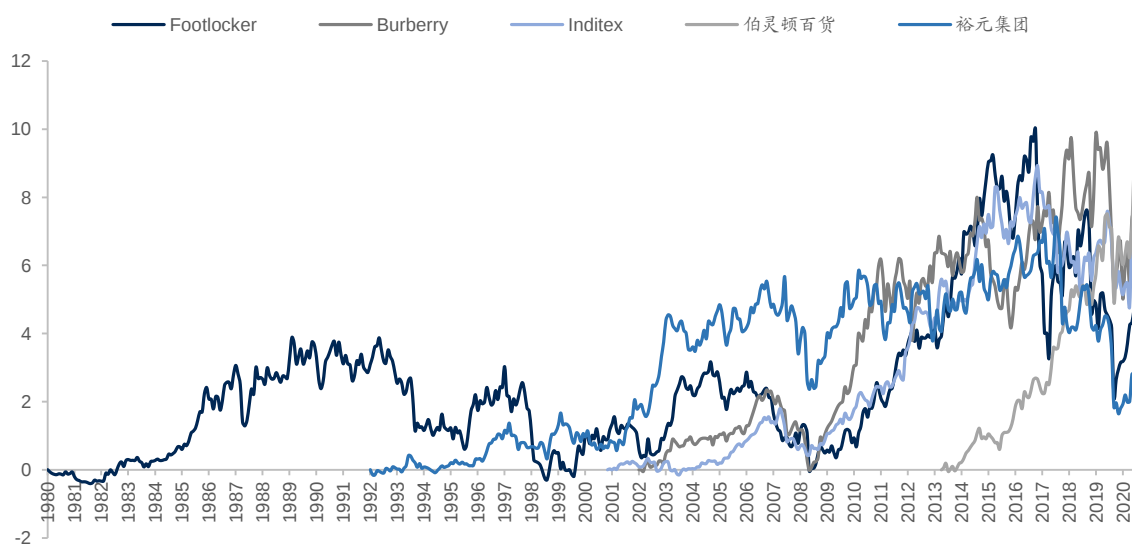
Burberry: 上市时间 2002 年, 最大涨幅 9.9 倍;

Inditex: 上市时间 2000 年, 最大涨幅 8.9 倍;

伯灵顿百货: 上市时间 2013 年, 最大涨幅 8.9 倍;

裕元集团: 上市时间 1992 年, 最大涨幅 7.4 倍;

图 13: 上市以来股价最高涨幅达 6-10 倍的公司 1980 年至今行情走势



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

7、上市以来股价最高涨幅达 0-6 倍的公司:

HANESBRANDS: 上市时间 2006 年, 最大涨幅 5.8 倍;

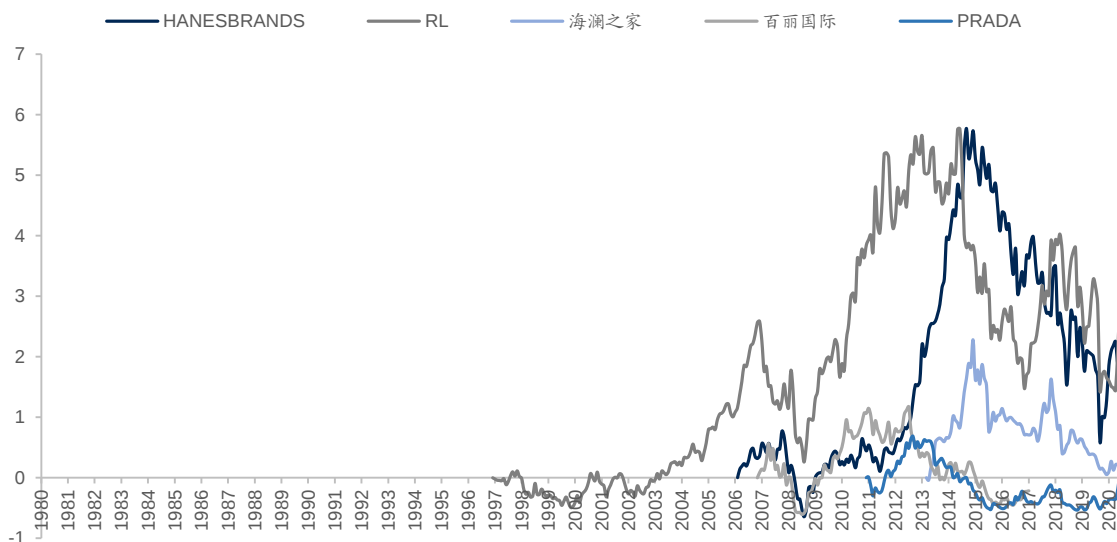
RL: 上市时间 1997 年, 最大涨幅 5.8 倍;

海澜之家: 上市时间 2013 年, 最大涨幅 2.3 倍;

百丽国际: 上市时间 2007 年, 最大涨幅 1.2 倍;

PRADA: 上市时间 2011 年, 最大涨幅 0.7 倍;

图 14: 上市以来股价最高涨幅达 0-6 倍的公司 1980 年至今行情走势



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

我们这 33 家纺织服装龙头企业中, 按持续上涨的年份时间和年化收益进行分组, 选出部分具备较好投资表现的公司和其相应的历史阶段, 分为超长期稳定回报、中长期持续成长、中短期景气爆发三类, 这三类的定义如下:

- 1) 对于超长期持有, 我们的期待是 20 年的年化收益率高于 15% 的概率高, 且任意持有 3 年周期里面亏损的概率非常低;
- 2) 对于中长期持有, 我们的期待是 10 年的年化收益率高于 20% 的概率高, 且任意持有 3 年周期里面亏损的概率较低;
- 3) 对于中短期持有, 我们的期待是 3 年的年化收益率高于 50% 的概率高, 且任意持有 3 年周期里面亏损的概率相对可控。

超长期稳定回报: 稳健成长数十载, 流水滔滔不绝

这一类企业的表现是长期稳健上涨, 绝大部分公司回撤幅度小、下跌时间短, 超长期持有大概率会带来几十倍、上百倍的投资回报。选择标准: 任意时间买入持有二十年, 年化收益高于 15% 的概率较高, 且任意时间买入持有三年, 亏损的概率低。我们从 33 家样本龙头企业中进行统计筛选, 有以下 6 家公司表现较为符合标准:

- 1) 罗斯百货: 任意时间买入持有 20 年, 有 98% 的概率获得超过年化收益率超过 15% 的投资回报; 其中概率最大的回报区间是 20%~25% 的年化收益率, 累计回报区间在 37-86 倍; 任意时间买入持有 3 年, 亏损的概率是 11%。
- 2) 迅销: 任意时间买入持有 20 年, 有 75% 的概率获得年化收益率超 15% 的投资回报; 其中概率最大的回报区间是 20%~25% 的年化收益率, 累计回报

区间在 37-86 倍；任意时间买入并持有 3 年，亏损的概率是 26%。

- 3) Hermes: 任意时间买入持有 20 年，有 74% 的概率获得年化收益率超 15% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 15%~20% 的年化收益率，累计回报区间在 15-37 倍；任意时间买入并持有 3 年，亏损的概率是 9%。
- 4) Nike: 任意时间买入持有 20 年，有 66% 的概率获得年化收益率超 15% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 15%~20% 的年化收益率，累计回报区间在 15-37 倍；任意时间买入并持有 3 年，亏损的概率是 15%。
- 5) TJX: 任意时间买入持有 20 年，有 61% 的概率获得年化收益率超 15% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 15%~20% 的年化收益率，累计回报区间在 15-37 倍；任意时间买入并持有 3 年，亏损的概率是 17%。
- 6) H&M: 任意时间买入持有 20 年，有 59% 的概率获得年化收益率超 15% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 15%~20% 的年化收益率，累计回报区间在 15-37 倍；任意时间买入并持有 3 年，亏损的概率是 21%。

图 15: 超长期稳定回报型公司超长期持有 20 年收益率频率分布

持有期	年化收益	累计收益 (倍)	罗斯百货	迅销	HERM ES	N KE	TJX	PUM A	H & M
20年	小于-60%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-60%~-55%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-55%~-50%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-50%~-45%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-45%~-40%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-40%~-35%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-35%~-30%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-30%~-25%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-25%~-20%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-20%~-15%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-15%~-10%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-10%~-5%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-5%~0%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	0%~5%	0x~2x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%
	5%~10%	2x~6x	0%	12%	0%	1%	6%	0%	8%
	10%~15%	6x~15x	2%	12%	26%	33%	34%	40%	8%
	15%~20%	15x~37x	36%	14%	70%	44%	47%	48%	22%
	20%~25%	37x~86x	51%	47%	4%	21%	12%	12%	18%
	25%~30%	86x~189x	11%	15%	0%	1%	2%	0%	17%
	30%~35%	189x~403x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
	35%~40%	403x~836x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	40%~45%	836x~1687x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	45%~50%	1687x~3324x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	50%~55%	3324x~6406x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	55%~60%	6406x~12088x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	60%~65%	12088x~22370x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	65%~70%	22370x~40641x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	70%~75%	40641x~72570x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	75%~80%	72570x~127481x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	80%~85%	127481x~220512x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	85%~90%	220512x~375899x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	90%~95%	375899x~631963x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	95%~100%	631963x~1048575x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	大于100%	大于1048575x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	年化收益率小于0%频率		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	年化收益率大于15%频率		98%	75%	74%	66%	61%	60%	59%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

并且，如果在超长期稳定回报型的公司上投资时间较短，获得更高年化收益的概率并不会明显上升，而累计收益却由于持有时间过短有巨大损失，同时还伴有一定亏损的风险。

- 1) 罗斯百货: 任意时间买入持有 3 年, 有 7%的概率获得年化收益率超 50% 的投资回报, 而亏损的概率是 11%;
- 2) 迅销: 任意时间买入持有 3 年, 有 13%的概率获得年化收益率超 50% 的投资回报, 而亏损的概率是 26%;
- 3) Hermes: 任意时间买入持有 3 年, 有 1%的概率获得年化收益率超 50% 的投资回报, 而亏损的概率是 9%;
- 4) Nike: 任意时间买入持有 3 年, 有 10%的概率获得年化收益率超 50% 的投资回报, 而亏损的概率是 15%;
- 5) TJX: 任意时间买入持有 3 年, 有 10%的概率获得年化收益率超 50% 的投资回报, 而亏损的概率是 17%;
- 6) PUMA: 任意时间买入持有 3 年, 有 14%的概率获得年化收益率超 50% 的投资回报, 而亏损的概率是 38%;
- 7) H&M: 任意时间买入持有 3 年, 有 20%的概率获得年化收益率超 50% 的投资回报, 而亏损的概率是 21%;

图 16: 超长期稳定回报型公司持有 3 年收益率频率分布

持有期	年化收益	累计收益 (倍)	罗斯百货	迅销	HERMES	NIKE	TJX	PUMA	H&M
3年	小于-60%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-60%~-55%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-55%~-50%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-50%~-45%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-45%~-40%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-40%~-35%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-35%~-30%	-	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
	-30%~-25%	-	0%	3%	0%	0%	0%	1%	2%
	-25%~-20%	-	0%	5%	0%	0%	1%	2%	1%
	-20%~-15%	-	1%	2%	0%	1%	3%	7%	2%
	-15%~-10%	-	2%	2%	0%	3%	4%	8%	6%
	-10%~-5%	-	2%	4%	2%	4%	5%	11%	5%
	-5%~0%	-	6%	8%	7%	6%	3%	9%	4%
	0%~5%	0x~0x	7%	9%	8%	5%	7%	6%	12%
	5%~10%	0x~0x	7%	10%	6%	11%	14%	4%	15%
	10%~15%	0x~1x	12%	4%	14%	19%	15%	6%	13%
	15%~20%	1x~1x	17%	11%	21%	12%	14%	6%	6%
	20%~25%	1x~1x	13%	6%	15%	12%	6%	4%	2%
	25%~30%	1x~1x	8%	4%	8%	5%	5%	3%	3%
	30%~35%	1x~1x	6%	4%	8%	5%	5%	6%	3%
	35%~40%	1x~2x	4%	7%	5%	4%	4%	4%	1%
	40%~45%	2x~2x	3%	4%	3%	2%	2%	5%	3%
	45%~50%	2x~2x	5%	3%	2%	2%	2%	4%	2%
	50%~55%	2x~3x	2%	1%	0%	2%	1%	3%	4%
	55%~60%	3x~3x	1%	1%	0%	3%	1%	2%	4%
	60%~65%	3x~3x	1%	0%	1%	2%	2%	2%	3%
	65%~70%	3x~4x	1%	1%	0%	2%	2%	1%	3%
	70%~75%	4x~4x	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%
	75%~80%	4x~5x	1%	0%	0%	1%	1%	0%	1%
	80%~85%	5x~5x	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
	85%~90%	5x~6x	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
	90%~95%	6x~6x	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
	95%~100%	6x~7x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
	大于100%	大于7x	1%	9%	0%	0%	0%	4%	1%
	年化收益率大于50%频率		7%	13%	1%	10%	10%	14%	20%
	年化收益率小于0%频率		11%	26%	9%	15%	17%	38%	21%

资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

中长期快速成长：领跑行业十余年，大时代的明星

这一类企业的表现是中长期快速上涨，大部分公司回撤幅度和下跌时间相对可控，中长期持有大概率会带来几倍、十几倍的投资回报。选择标准：任意时间买入持有十年，年化收益高于 20% 的概率较高，且任意时间买入持有三年，亏损的概率较低。我们从 33 家样本龙头企业中进行统计筛选，有以下 7 家公司表现较为符合标准：

- 1) 申洲国际：任意时间买入持有 10 年，有 100% 的概率获得超过年化收益率超过 20% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 30%~35% 的年化收益率，累计回报区间在 13-19 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 4%。
- 2) LULU：任意时间买入持有 10 年，有 82% 的概率获得超过年化收益率超过 20% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 30%~35% 的年化收益率，累计回报区间在 13-19 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 20%。
- 3) 罗斯百货：任意时间买入持有 10 年，有 66% 的概率获得超过年化收益率超过 20% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 20%~25% 的年化收益率，累计回报区间在 5-8 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 11%。
- 4) 安踏体育：任意时间买入持有 10 年，有 47% 的概率获得超过年化收益率超过 20% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 20%~25% 的年化收益率，累计回报区间在 5-8 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 19%。
- 5) PUMA：任意时间买入持有 10 年，有 43% 的概率获得超过年化收益率超过 20% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 25%~30% 的年化收益率，累计回报区间在 8-13 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 38%。
- 6) 迅销：任意时间买入持有 10 年，有 40% 的概率获得超过年化收益率超过 20% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 20%~25% 的年化收益率，累计回报区间在 5-8 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 26%。
- 7) H&M：任意时间买入持有 10 年，有 36% 的概率获得超过年化收益率超过 20% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 25%~30% 的年化收益率，累计回报区间在 8-13 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 21%。

图 17：中长期快速成长型公司持有 10 年收益率频率分布

持有期	年化收益	累计收益（倍）	申洲国际	LULU	罗斯百货	安踏体育	PUM A	迅销	H & M
10年	小于-60%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-60%~-55%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-55%~-50%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-50%~-45%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-45%~-40%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-40%~-35%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-35%~-30%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-30%~-25%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-25%~-20%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-20%~-15%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-15%~-10%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-10%~-5%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
	-5%~0%	-	0%	0%	0%	0%	14%	1%	14%
	0%~5%	0x~1x	0%	0%	1%	0%	15%	7%	7%
	5%~10%	1x~2x	0%	2%	1%	0%	7%	6%	24%
	10%~15%	2x~3x	0%	11%	9%	11%	14%	13%	16%
	15%~20%	3x~5x	0%	4%	23%	42%	7%	32%	3%
	20%~25%	5x~8x	6%	16%	37%	24%	6%	18%	5%
	25%~30%	8x~13x	25%	9%	20%	22%	28%	10%	11%
	30%~35%	13x~19x	38%	36%	7%	0%	9%	6%	4%
	35%~40%	19x~28x	3%	13%	2%	0%	0%	1%	4%
	40%~45%	28x~40x	11%	4%	0%	0%	0%	3%	2%
	45%~50%	40x~57x	5%	4%	0%	0%	0%	0%	3%
	50%~55%	57x~79x	11%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
	55%~60%	79x~109x	2%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
	60%~65%	109x~149x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
	65%~70%	149x~201x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	70%~75%	201x~268x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	75%~80%	268x~356x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	80%~85%	356x~469x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	85%~90%	469x~612x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	90%~95%	612x~794x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	95%~100%	794x~1023x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	大于100%	大于1023x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	年化收益率大于20%频率		100%	82%	66%	47%	43%	40%	36%
	年化收益率小于0%频率		0%	0%	0%	0%	14%	1%	16%

资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

如果在中长期持续成长型的公司上投资时间较短, 获得更高年化收益的概率有小幅上升, 但概率最大的收益率区间并未明显变化, 且亏损的概率也明显上升。

图 18: 中长期快速成长型公司持有 3 年收益率频率分布

持有期	年化收益	累计收益 (倍)	申洲国际	LULU	罗斯百货	安踏体育	PUM A	迅销	H & M
3年	小于-60%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-60%~-55%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-55%~-50%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-50%~-45%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-45%~-40%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-40%~-35%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-35%~-30%	-	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%
	-30%~-25%	-	1%	0%	0%	1%	1%	3%	2%
	-25%~-20%	-	2%	0%	0%	4%	2%	5%	1%
	-20%~-15%	-	0%	0%	1%	3%	7%	2%	2%
	-15%~-10%	-	1%	5%	2%	5%	8%	2%	6%
	-10%~-5%	-	1%	7%	2%	3%	11%	4%	5%
	-5%~0%	-	0%	9%	6%	3%	9%	8%	4%
	0%~5%	0x~0x	1%	9%	7%	2%	12%	6%	9%
	5%~10%	0x~0x	0%	6%	7%	1%	15%	4%	10%
	10%~15%	0x~1x	1%	8%	12%	6%	13%	6%	4%
	15%~20%	1x~1x	6%	2%	17%	4%	6%	6%	11%
	20%~25%	1x~1x	13%	2%	13%	9%	2%	4%	6%
	25%~30%	1x~1x	15%	1%	8%	16%	3%	3%	4%
	30%~35%	1x~1x	14%	5%	6%	9%	3%	6%	4%
	35%~40%	1x~2x	19%	3%	4%	12%	1%	4%	7%
	40%~45%	2x~2x	11%	4%	3%	8%	3%	5%	4%
	45%~50%	2x~2x	3%	6%	5%	8%	2%	4%	3%
	50%~55%	2x~3x	3%	5%	2%	4%	4%	3%	1%
	55%~60%	3x~3x	1%	4%	1%	1%	4%	2%	1%
	60%~65%	3x~3x	3%	4%	1%	2%	3%	2%	0%
	65%~70%	3x~4x	0%	2%	1%	1%	3%	1%	1%
	70%~75%	4x~4x	1%	4%	0%	0%	2%	1%	0%
	75%~80%	4x~5x	1%	4%	1%	0%	1%	0%	0%
	80%~85%	5x~5x	0%	1%	0%	0%	1%	1%	0%
	85%~90%	5x~6x	1%	3%	1%	0%	1%	0%	0%
	90%~95%	6x~6x	1%	0%	1%	0%	1%	1%	0%
	95%~100%	6x~7x	2%	1%	0%	0%	1%	0%	0%
	大于100%	大于7x	2%	6%	1%	0%	1%	4%	9%
	年化收益率大于50%频率		14%	33%	7%	7%	20%	14%	13%
	年化收益率小于0%频率		4%	20%	11%	19%	38%	26%	21%

资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

中短期景气爆发: 三五年风头尽显, 如花火流星闪耀

这一类企业的表现是中短期景气爆发, 部分公司历史上回撤下跌也具有较大波动性, 中短期持有机会带来两三倍的投资回报。选择标准: 正确择时买入持有三年, 年化收益高于 50% 的概率较高。我们从 33 家样本龙头企业中进行统计筛选, 有以下 5 家公司表现较为符合标准:

- 1) LULU: 任意时间买入持有 3 年, 有 33% 的概率获得超过年化收益率超过 50% 的投资回报; 其中概率最大的回报区间是 100% 以上的年化收益率, 累计回报区间在 7 倍以上; 任意时间买入持有 3 年, 亏损的概率是 20%。
- 2) UA: 任意时间买入持有 3 年, 有 26% 的概率获得超过年化收益率超过 50% 的投资回报; 其中概率最大的回报区间是 50%~55% 的年化收益率, 累计回报区间在 2-3 倍; 任意时间买入持有 3 年, 亏损的概率是 46%。
- 3) 李宁: 任意时间买入持有 3 年, 有 24% 的概率获得超过年化收益率超过 50% 的投资回报; 其中概率最大的回报区间是 65%~70% 的年化收益率, 累计回报区间在 3-4 倍; 任意时间买入持有 3 年, 亏损的概率是 45%。
- 4) H&M: 任意时间买入持有 3 年, 有 20% 的概率获得超过年化收益率超过 50%

的投资回报；其中概率最大的回报区间是 50%~55% 的年化收益率，累计回报区间在 2-3 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 21%。

5) GAP: 任意时间买入持有 3 年, 有 19% 的概率获得超过年化收益率超过 50% 的投资回报；其中概率最大的回报区间是 50%~55% 的年化收益率，累计回报区间在 2-3 倍；任意时间买入持有 3 年，亏损的概率是 33%。

图 19: 中短期景气爆发型公司持有 3 年收益率频率分布

持有期	年化收益	累计收益 (倍)	LULU	UA	李宁	H&M	GAP	TAPESTRY	申洲国际
3年	小于-60%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-60%~-55%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-55%~-50%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-50%~-45%	-	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%
	-45%~-40%	-	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%
	-40%~-35%	-	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%
	-35%~-30%	-	0%	0%	2%	0%	3%	2%	0%
	-30%~-25%	-	0%	5%	5%	2%	1%	2%	1%
	-25%~-20%	-	0%	11%	4%	1%	2%	0%	2%
	-20%~-15%	-	0%	14%	6%	2%	5%	9%	0%
	-15%~-10%	-	5%	10%	4%	6%	3%	12%	1%
	-10%~-5%	-	7%	4%	5%	5%	11%	13%	1%
	-5%~0%	-	9%	1%	10%	4%	7%	6%	0%
	0%~5%	0x~0x	9%	1%	5%	12%	10%	7%	1%
	5%~10%	0x~0x	6%	5%	0%	15%	4%	6%	0%
	10%~15%	0x~1x	8%	3%	3%	13%	7%	7%	1%
	15%~20%	1x~1x	2%	0%	3%	6%	7%	5%	6%
	20%~25%	1x~1x	2%	3%	5%	2%	5%	2%	13%
	25%~30%	1x~1x	1%	3%	4%	3%	5%	4%	15%
	30%~35%	1x~1x	5%	1%	6%	3%	4%	5%	14%
	35%~40%	1x~2x	3%	1%	2%	1%	3%	2%	19%
	40%~45%	2x~2x	4%	3%	1%	3%	3%	1%	11%
	45%~50%	2x~2x	6%	9%	1%	2%	2%	0%	3%
	50%~55%	2x~3x	5%	14%	1%	4%	4%	1%	3%
	55%~60%	3x~3x	4%	5%	1%	4%	2%	2%	1%
	60%~65%	3x~3x	4%	4%	4%	3%	2%	2%	3%
	65%~70%	3x~4x	2%	1%	5%	3%	2%	4%	0%
	70%~75%	4x~4x	4%	0%	1%	2%	3%	2%	1%
	75%~80%	4x~5x	4%	1%	2%	1%	2%	1%	1%
	80%~85%	5x~5x	1%	1%	4%	1%	1%	1%	0%
	85%~90%	5x~6x	3%	0%	0%	1%	0%	1%	1%
	90%~95%	6x~6x	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%
	95%~100%	6x~7x	1%	0%	2%	1%	0%	0%	2%
	大于100%	大于7x	6%	0%	3%	1%	2%	0%	2%
	年化收益率大于50%频率		33%	26%	24%	20%	19%	16%	14%
	年化收益率小于0%频率		20%	46%	45%	21%	33%	44%	4%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

如果对于中短期景气爆发型公司持有时间变长，会观察到公司的收益率分散程度收敛，获得高收益率的概率减小的同时亏损的概率也减小，但其中部分公司，相比起中长期、超长期成长的公司，这类公司的长期持有复合收益率并不十分理想，考虑到时间成本后长期配置性价比显著降低。

图 20: 中短期景气爆发型公司持有 10 年收益率频率分布

持有期	年化收益	累计收益 (倍)	LULU	UA	李宁	H&M	GAP	TAPESTRY	申洲国际
10年	小于-60%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-60%~-55%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-55%~-50%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-50%~-45%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-45%~-40%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-40%~-35%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-35%~-30%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-30%~-25%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-25%~-20%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-20%~-15%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-15%~-10%	-	0%	0%	12%	0%	2%	2%	0%
	-10%~-5%	-	0%	0%	21%	2%	4%	7%	0%
	-5%~0%	-	0%	0%	30%	14%	10%	21%	0%
	0%~5%	0x~1x	2%	2%	24%	7%	15%	26%	0%
	5%~10%	1x~2x	11%	28%	6%	24%	22%	12%	0%
	10%~15%	2x~3x	4%	14%	6%	16%	9%	6%	0%
	15%~20%	3x~5x	4%	25%	0%	3%	7%	4%	0%
	20%~25%	5x~8x	16%	25%	0%	5%	3%	6%	6%
	25%~30%	8x~13x	9%	6%	0%	11%	4%	9%	25%
	30%~35%	13x~19x	36%	2%	0%	4%	4%	7%	38%
	35%~40%	19x~28x	13%	0%	0%	4%	10%	1%	3%
	40%~45%	28x~40x	4%	0%	0%	2%	7%	0%	11%
	45%~50%	40x~57x	4%	0%	0%	3%	2%	0%	5%
	50%~55%	57x~79x	0%	0%	0%	3%	1%	0%	11%
	55%~60%	79x~109x	0%	0%	0%	2%	1%	0%	2%
	60%~65%	109x~149x	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%
	65%~70%	149x~201x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	70%~75%	201x~268x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	75%~80%	268x~356x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	80%~85%	356x~469x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	85%~90%	469x~612x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	90%~95%	612x~794x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	95%~100%	794x~1023x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	大于100%	大于1023x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	年化收益率小于0%的概率		0%	0%	63%	16%	16%	29%	0%
	年化收益大于20%的频率		82%	32%	0%	36%	32%	22%	100%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

接下来我们会具体探讨不同细分板块的龙头公司行情表现的差异, 以及背后的驱动因素。

奢侈品: 品牌护城河铸就稳健的格局与估值溢价

头部集团竞争格局高度稳固

曾经跻身世界纺织服装企业 Top20 的奢侈品集团数量较多, 共有 11 个。回溯历史市值变化与当下市值占比可以发现, 头部集团的竞争格局相当稳固, 且表现出优越的长期行情表现, 这与公司背后坚固的品牌护城河有较大的关系, 品牌价值随时间沉淀而越发凸显。

2020 年底, 市值占比前 4 的奢侈品公司为 LVMH、HERMES、迪奥和开云集团, 过往 30 年的市值复合增速大致在中高双位数水平, 呈现出明显的 α 。

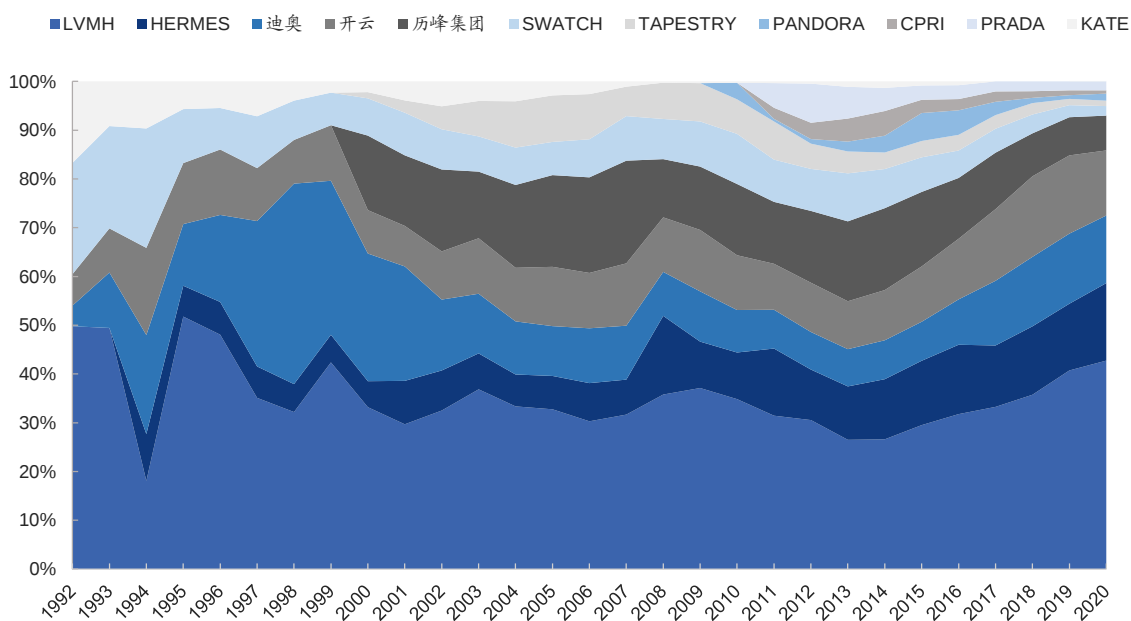
表 4: 奢侈品龙头市值变化情况

公司	起始年	终止年	市值 CAGR	市值占比
LVMH	1992	2020	12.5%	42.7%
HERMES	1994	2020	18.3%	15.9%
迪奥	1992	2020	18.1%	13.9%
开云	1992	2020	16.1%	13.3%
历峰集团	2000	2020	5.9%	7.1%
SWATCH	1992	2020	3.7%	2.0%
PRADA	2011	2020	0.5%	1.8%
PANDORA	2010	2020	1.9%	1.4%
TAPESTRY	2000	2020	9.2%	1.1%
CPRI	2011	2020	-1.8%	0.7%
KATE	1992	2016	-1.5%	0.8%
合计	1992	2020	13.2%	100.0%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头奢侈品的市值占比变化情况相对稳定, 体现出奢侈品集团的竞争格局高度稳固。

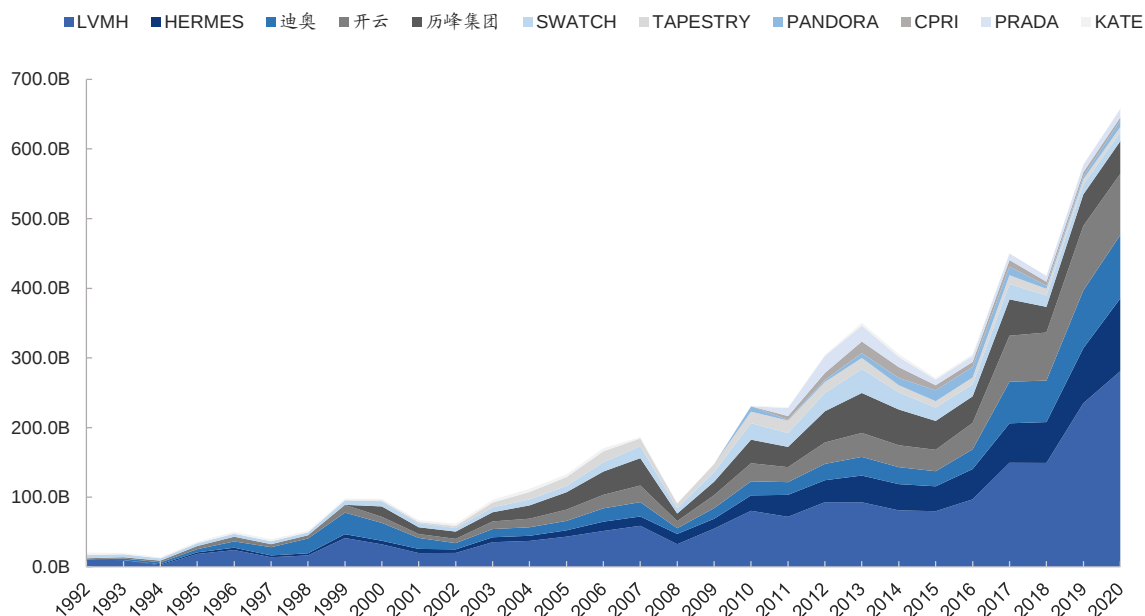
图 21: 奢侈品龙头市值占比变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头奢侈品的市值金额变化基本呈现稳步上涨趋势, 体现出奢侈品集团的整体发展势头稳步向上。

图 22: 奢侈品龙头市值金额变化情况

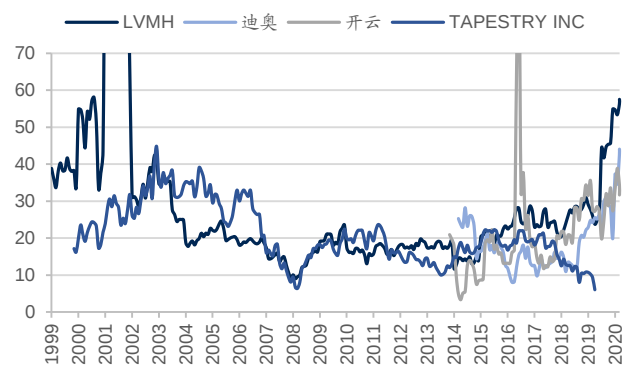


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

20 年来估值中枢多在 30 倍上下，个股分化明显

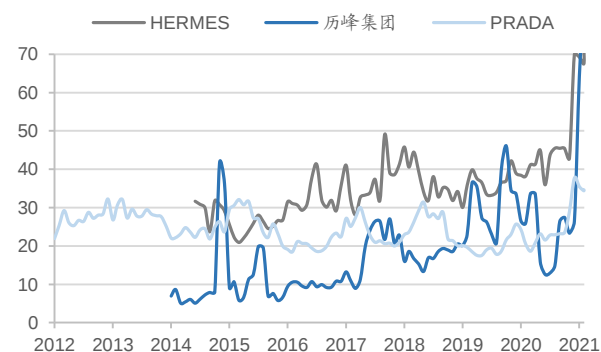
观察其中具有代表性的 7 家奢侈品公司的估值水平，PE TTM 普遍在 20-40 倍之间，PE BF（基于未来一年盈利预测）普遍在 15-35 倍之间，个股之间估值有一定分化，尤其最近 5 年大部分公司估值有一定提升，如 LVMH、开云、Hermes，而同时也有公司估值下探，如 Tapestry。

图 23: 奢侈品 PE TTM



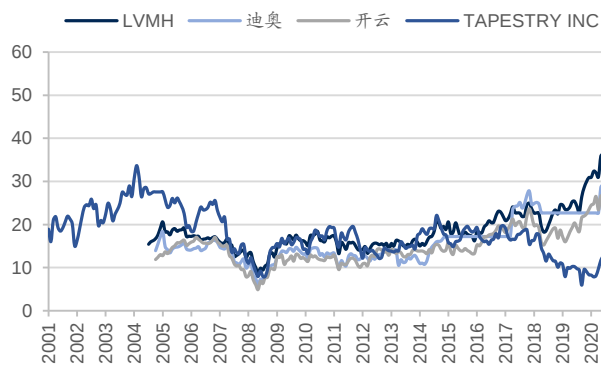
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 24: 奢侈品 PE TTM



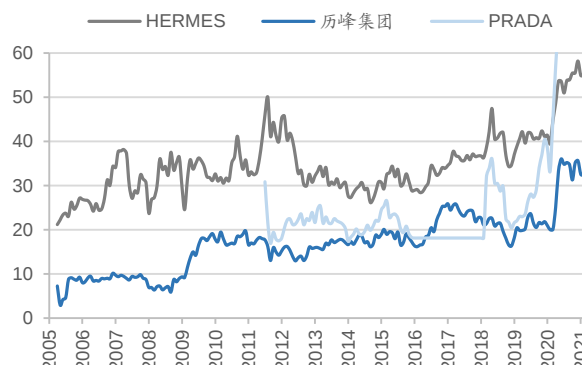
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 25: 奢侈品 PE BF



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 26: 奢侈品 PE BF

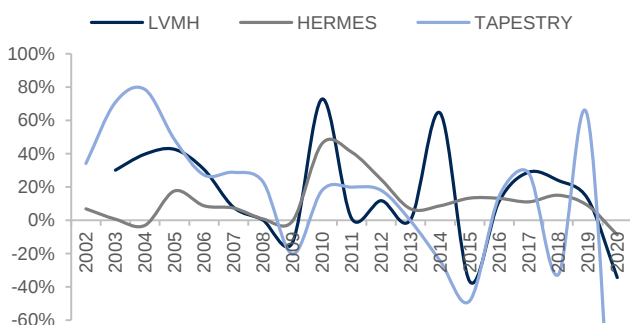


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

导致估值差异的核心因素为盈利的稳定性

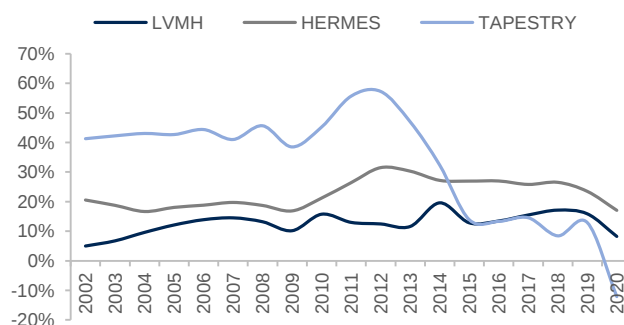
我们选取三家具有代表性的龙头奢侈品公司, 对比利润增速、盈利水平、估值和市值涨幅后发现, 估值最高的 Hermès 多年平均的利润增速、ROIC 并不显著优于 LVMH 和 Tapestry, 但多年来的成长速度与盈利水平的标准差显著小于的盈利的稳定性显著高于其他两家公司, 一定程度上体现了投资者对于奢侈品龙头公司格局稳定、经营稳健等特征的高度重视, 愿意给予超长期发展势头确定优良的公司估值溢价。

图 27: 奢侈品代表性公司净利润 YoY



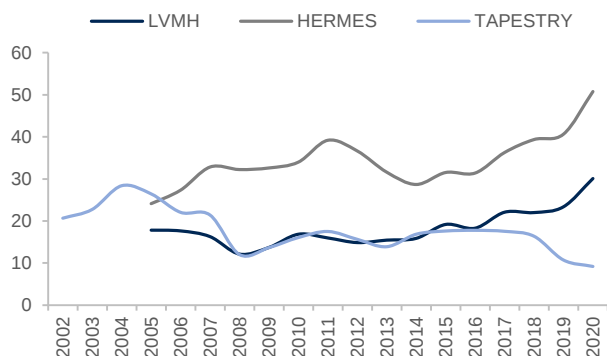
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 28: 奢侈品代表性公司 ROIC



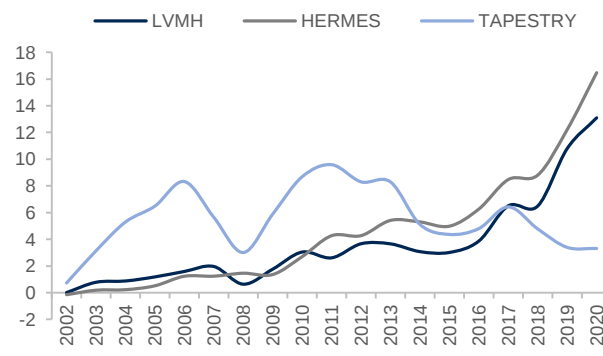
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 29: 奢侈品代表性公司 PE BF



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 30: 奢侈品代表性公司累计涨幅



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 5: 奢侈品代表性公司估值与基本面关系

公司	净利润 YoY			ROIC			PE BF			涨跌幅		
	LVMH	HERMES	TAPESTRY	LVMH	HERMES	TAPESTRY	LVMH	HERMES	TAPESTRY	LVMH	HERMES	TAPESTRY
2002		7%	34%	5%	21%	41%			21	1%	-15%	73%
2003	30%	1%	71%	7%	19%	42%			23	76%	39%	140%
2004	40%	-3%	79%	10%	17%	43%			28	5%	3%	52%
2005	43%	18%	48%	12%	18%	43%	18	24	26	16%	24%	19%
2006	30%	9%	27%	14%	19%	44%	18	27	22	19%	47%	25%
2007	8%	7%	29%	15%	20%	41%	16	33	21	14%	0%	-29%
2008	0%	1%	23%	13%	19%	46%	12	32	12	-45%	10%	-40%
2009	-13%	0%	-20%	10%	17%	38%	14	33	14	69%	-4%	72%
2010	73%	46%	18%	16%	21%	45%	17	34	16	46%	57%	41%
2011	1%	41%	20%	13%	26%	56%	16	39	18	-11%	42%	9%
2012	12%	24%	18%	12%	31%	57%	15	37	16	29%	0%	-12%
2013	0%	7%	0%	12%	30%	47%	15	32	14	0%	22%	0%
2014	64%	9%	-24%	20%	27%	32%	16	29	17	-12%	-2%	-34%
2015	-37%	13%	-48%	13%	27%	14%	19	32	18	-2%	-5%	-12%
2016	11%	13%	14%	13%	27%	13%	18	31	18	21%	21%	8%
2017	29%	11%	28%	15%	26%	15%	22	36	18	54%	30%	28%
2018	24%	15%	-33%	17%	27%	8%	22	39	16	0%	3%	-22%
2019	13%	9%	62%	16%	23%	13%	23	41	11	57%	35%	-24%
2020	-34%	-9%	-201%	8%	17%	-12%	30	51	9	20%	32%	-2%
平均值	16%	12%	6%	13%	23%	33%	18	34	18	20%	20%	12%
CAGR	7%	10%	11%							15%	16%	8%
标准差	29%	14%	62%	3%	5%	19%				31%	20%	44%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

运动鞋服: 突出的成长性带来丰厚的投资收益

众多龙头展现长期优越的成长性

曾经跻身世界纺织服装企业 Top20 的运动鞋服集团数量也较多, 共有 11 个。回溯历史市值变化与当下市值占比可以发现, 其中有不少公司长期成长性突出, 这与运动鞋服赛道处于超长期渗透率提升带来的红利有关, 也与专业技术与运动精神塑造的品牌价值有关。

2020 年底, 过去 30 年内市值复合增速超过 10% 的公司有 6 家, 是纺织服装主要品类中长期表现出 α 的公司数量最多的, 分别为 Nike、Adidas、lululemon、安踏体育、李宁、PUMA, 市值复合增速大致在低双位数到 25% 左右。

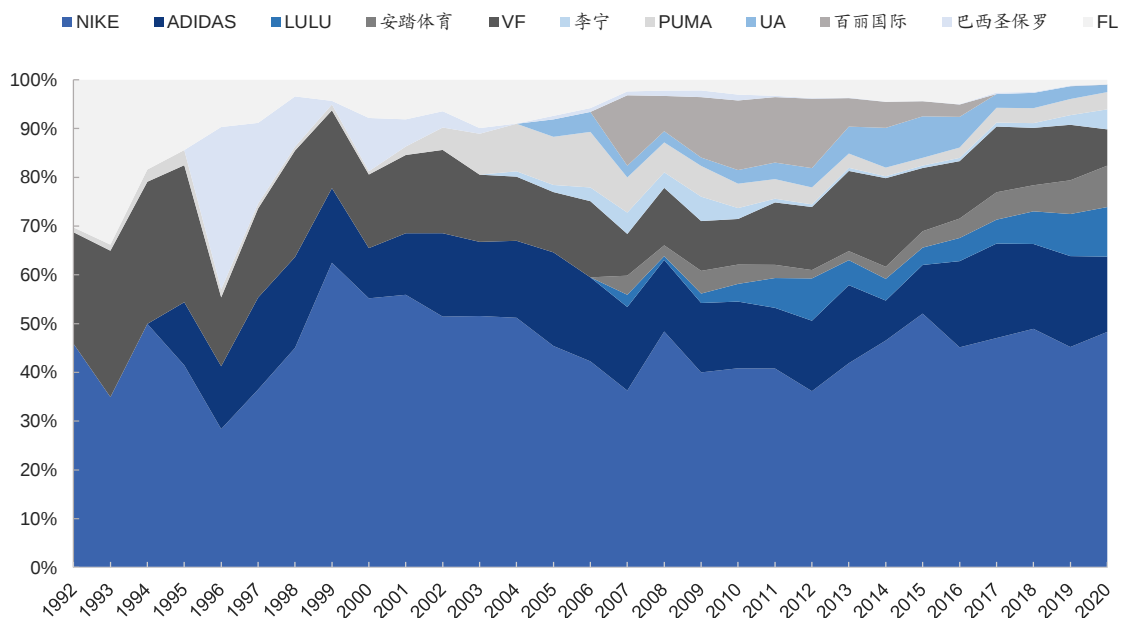
表 6: 运动鞋服龙头市值变化情况

公司	起始年	终止年	市值 CAGR	市值占比
NIKE	1992	2020	13.2%	48.3%
ADIDAS	1995	2020	16.1%	15.4%
LULU	2007	2020	25.5%	10.2%
安踏体育	2007	2020	19.6%	8.5%
VF	1992	2020	8.5%	7.4%
李宁	2004	2020	24.5%	4.1%
PUMA	1992	2020	18.2%	3.5%
UA	2005	2020	8.8%	1.5%
FL	1992	2020	-0.2%	0.9%
巴西圣保罗	1996	2020	0.9%	0.1%
百丽国际	2007	2016	-10.4%	2.5%
合计	1992	2020	13.0%	100.0%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头运动鞋服公司的市值占比变化情况也较为稳定, 体现出运动鞋服集团竞争格局的稳定性较好。

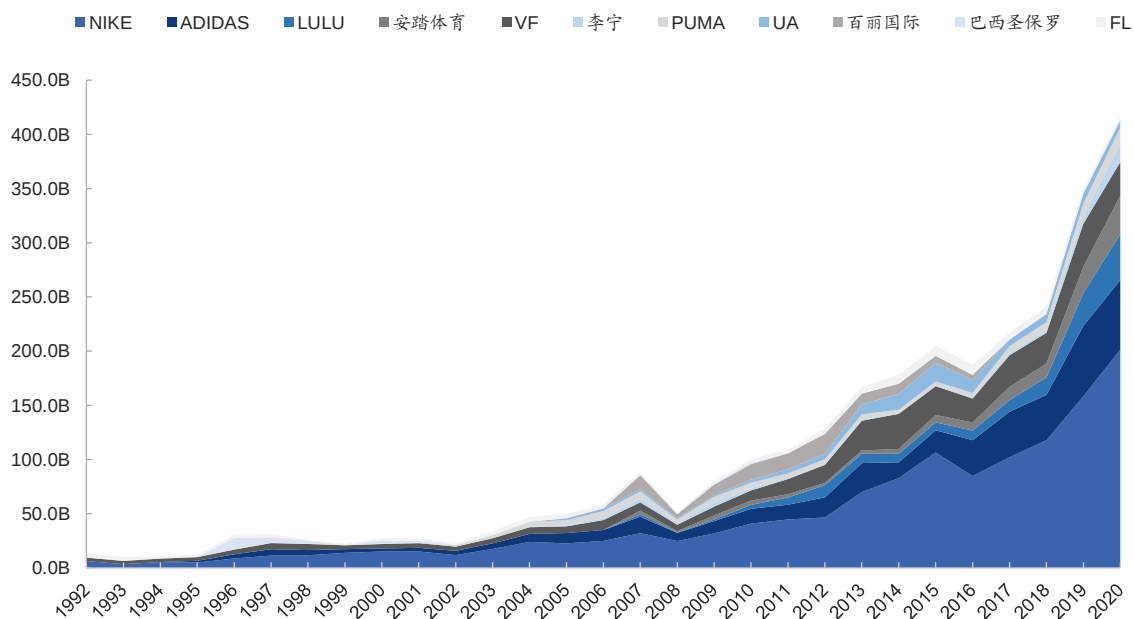
图 31: 运动鞋服龙头市值占比变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头运动鞋服公司的市值金额变化情况呈现出良好的长期上涨势头, 体现板块成长性突出。

图 32: 运动鞋服龙头市值金额变化情况

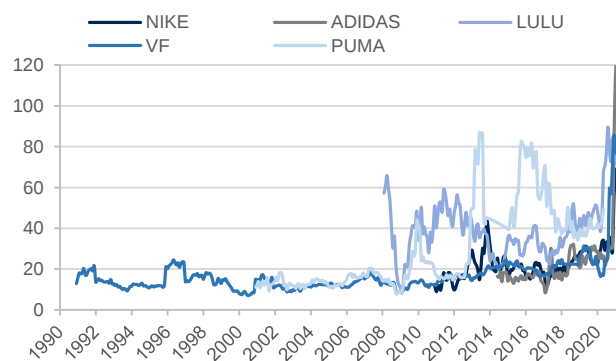


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

30 年来估值中枢多在 25 倍上下，个股分化明显

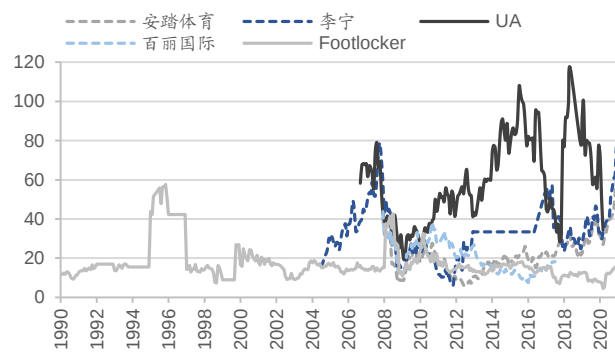
观察其中具有代表性的 10 家运动鞋服公司的估值水平，PE TTM 普遍在 15-40 倍之间，PE BF（基于未来一年盈利预测）普遍在 10-30 倍之间，个股之间估值分化明显，最近 5 年大部分公司估值中枢上移，如 Nike、Adidas、lululemon、安踏、李宁，而同时也有公司估值下探，如 UA、Footlocker。

图 33: 运动鞋服 PE TTM



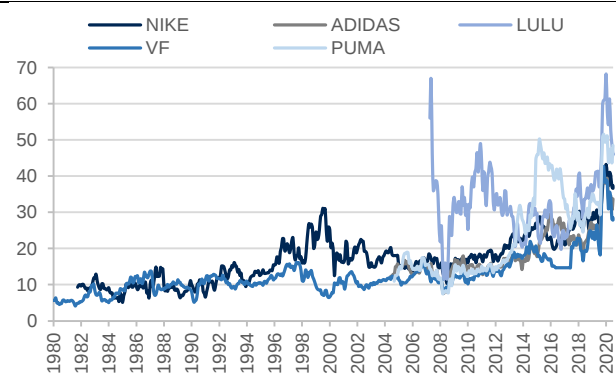
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 34: 运动鞋服 PE TTM



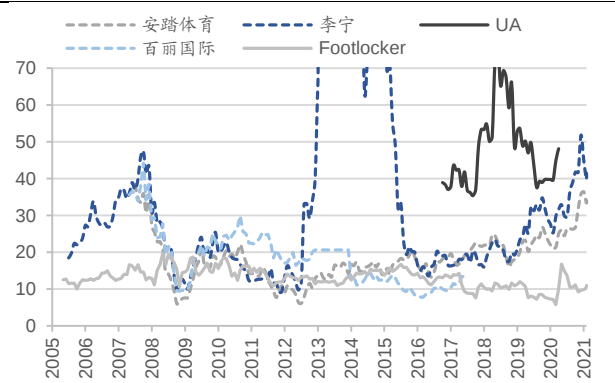
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 35: 运动鞋服 PE BF



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 36: 运动鞋服 PE BF

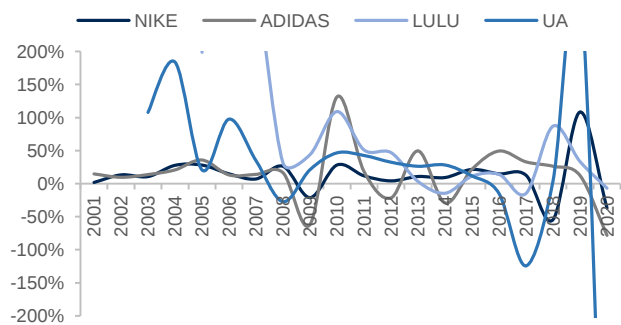


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

导致估值差异的核心因素为成长的持续性

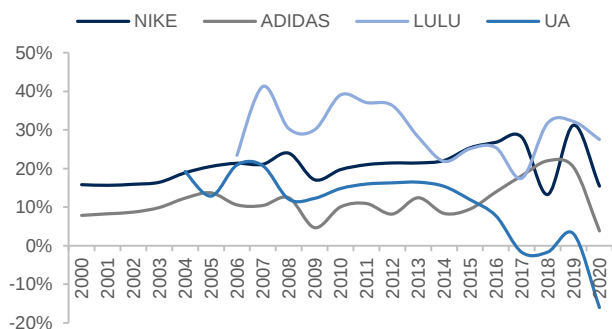
我们选取 8 家具有代表性的龙头运动鞋服公司，对比利润增速、盈利水平、估值和市值涨幅后发现，当下估值最高的 lululemon 近十年利润增速最为突出且盈利水平也保持领先，而从历史悠久的品牌中对比，Nike 多年估值高于 Adidas，除了全球品牌市占的优势以外，Nike 的成长速度的标准差更小且 ROIC 更高。

图 37: 运动鞋服代表性公司净利润 YoY



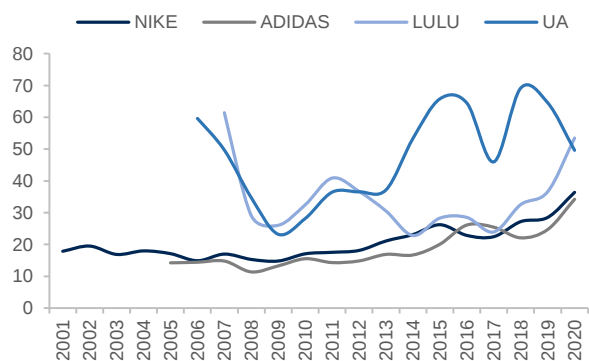
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 38: 运动鞋服代表性公司 ROIC



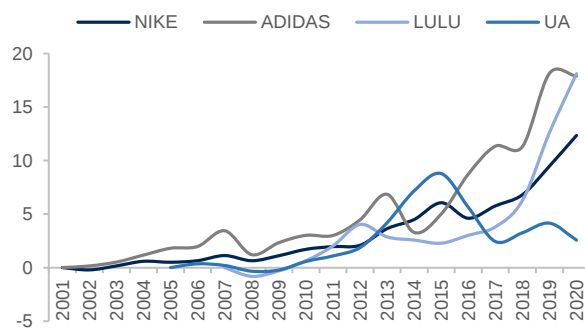
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 39: 运动鞋服代表性公司 PE BF



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 40: 运动鞋服代表性公司累计涨幅



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 7: 运动鞋服代表性公司估值与基本面关系

项目	净利润 YoY									ROIC								
公司	NIKE	ADIDAS	VF	PUMA	LULU	UA	FL	李宁	安踏	NIKE	ADIDAS	VF	PUMA	LULU	UA	FL	李宁	安踏
2000/12/31										16%	8%	14%	14%			8%		
2001/12/31	2%	15%	-27%	126%			4%			16%	8%	9%	25%			8%		
2002/12/31	13%	10%	-48%	114%			46%	35%		16%	9%	4%	39%			11%	37%	
2003/12/31	11%	14%	164%	111%		108%	29%	40%		16%	10%	14%	56%			13%	31%	
2004/12/31	28%	21%	9%	43%		184%	22%	42%		19%	12%	15%	56%		19%	13%	19%	
2005/12/31	28%	36%	19%	11%	199%	21%	3%	40%		21%	14%	16%	41%		13%	12%	17%	35%
2006/12/31	15%	13%	9%	-8%	450%	98%	-6%	58%	207%	21%	11%	16%	28%	23%	21%	10%	23%	84%
2007/12/31	7%	14%	3%	2%	302%	35%	-80%	61%	265%	21%	10%	15%	25%	41%	21%	2%	30%	24%
2008/12/31	26%	17%	15%	-13%	31%	-27%	-261%	52%	66%	24%	12%	14%	20%	30%	12%	-3%	40%	21%
2009/12/31	-21%	-62%	-2%	-45%	44%	21%	159%	31%	40%	17%	5%	13%	11%	30%	12%	2%	41%	26%
2010/12/31	28%	131%	-23%	58%	109%	47%	260%	17%	24%	20%	10%	10%	15%	39%	15%	8%	36%	28%
2011/12/31	12%	18%	24%	14%	51%	43%	64%	-65%	12%	21%	11%	12%	15%	37%	16%	13%	11%	28%
2012/12/31	4%	-22%	55%	-69%	47%	32%	43%	-613%	-21%	21%	8%	16%	4%	36%	16%	17%	-69%	20%
2013/12/31	11%	50%	22%	-92%	3%	26%	8%	80%	-3%	21%	12%	17%	0%	28%	16%	17%	-13%	19%
2014/12/31	9%	-29%	11%	1109%	-14%	28%	21%	-100%	29%	22%	8%	17%	4%	22%	15%	20%	-23%	23%
2015/12/31	22%	22%	-13%	-42%	11%	12%	4%	102%	20%	25%	9%	14%	2%	25%	12%	20%	-1%	25%
2016/12/31	15%	49%	18%	68%	14%	-15%	23%	2207%	17%	27%	14%	18%	4%	25%	8%	24%	6%	27%
2017/12/31	13%	33%	-5%	118%	-15%	-124%	-57%	56%	29%	28%	18%	17%	8%	17%	-2%	10%	11%	26%
2018/12/31	-54%	26%	-11%	38%	87%	4%	90%	39%	33%	13%	22%	16%	11%	32%	-2%	21%	13%	28%
2019/12/31	108%	12%	21%	40%	33%	299%	-9%	110%	30%	31%	20%	20%	12%	32%	3%	12%	22%	25%
2020/12/31	-37%	-78%	-50%	-70%	-7%	-696%	-34%	7%	-2%	15%	4%	9%	3%	28%	-16%	6%	22%	23%
平均值	12%	15%	15%	71%	84%	5%	16%	116%	50%	21%	12%	15%	17%	30%	11%	12%	13%	28%
CAGR	14%	22%	9%	10%	55%	36%	6%	21%	40%									
标准差	31%	43%	44%	252%	129%	196%	104%	530%	79%	5%	5%	4%	17%	7%	10%	7%	26%	16%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 8: 运动鞋服代表性公司估值与基本面关系

项目	PE									涨跌幅								
公司	NIKE	ADIDAS	VF	PUMA	LULU	UA	FL	李宁	安踏	NIKE	ADIDAS	VF	PUMA	LULU	UA	FL	李宁	安踏
2000/12/31										9%	-17%	16%	-31%			122%		
2001/12/31	18		11							0%	21%	5%	157%			2%		
2002/12/31	19		11							-22%	15%	-10%	126%			-32%		
2003/12/31	17		10							48%	32%	19%	170%			127%		
2004/12/31	18		11							37%	43%	32%	60%			25%		
2005/12/31	17	14	11	14			12	21		-6%	29%	0%	8%			-12%	42%	
2006/12/31	15	14	12	16		60	13	29		10%	6%	49%	36%		35%	-7%	127%	
2007/12/31	17	15	14	15	61	50	14	39	35	29%	49%	-18%	-5%		-12%	-38%	134%	
2008/12/31	15	11	11	11	29	35	16	22	16	-23%	-50%	-20%	-51%	-82%	-45%	-46%	-58%	-67%
2009/12/31	15	13	11	12	26	23	16	18	15	29%	51%	35%	60%	284%	16%	53%	145%	226%
2010/12/31	17	16	12	14	32	28	16	18	19	28%	21%	15%	0%	136%	104%	74%	-44%	7%
2011/12/31	18	14	13	14	41	36	13	12	12	9%	0%	50%	-12%	85%	33%	19%	-62%	-25%
2012/12/31	18	15	14	15	37	37	13	22	10	4%	36%	19%	2%	67%	37%	34%	-18%	-26%
2013/12/31	21	17	16	18	31	37	12	69	15	50%	44%	65%	9%	-23%	81%	26%	57%	40%
2014/12/31	23	17	18	27	23	53	14	73	16	18%	-45%	18%	-36%	-8%	57%	31%	-35%	43%
2015/12/31	26	20	19	39	28	66	15	42	17	29%	40%	-18%	3%	-8%	20%	12%	46%	56%
2016/12/31	23	26	17	43	28	64	13	17	16	-21%	62%	-17%	22%	23%	-32%	5%	23%	9%
2017/12/31	22	25	15	36	24	46	11	18	20	21%	27%	32%	66%	19%	-48%	-39%	40%	63%
2018/12/31	27	22	20	28	33	69	11	20	21	15%	0%	-3%	12%	51%	24%	6%	33%	6%
2019/12/31	28	25	23	32	37	65	9	29	23	34%	56%	41%	57%	87%	21%	-32%	195%	88%
2020/12/31	36	34	33	44	53	50	11	35	26	27%	-1%	-22%	27%	40%	-31%	-5%	146%	46%
平均值	21	19	15	24	35	48	13	30	19	19%	22%	15%	24%	52%	17%	10%	48%	36%
CAGR										14%	15%	11%	21%	25%	9%	7%	25%	20%
标准差	5.5	6.2	5.5	11.7	11.0	14.8	2.1	18.1	6.3	22%	30%	27%	59%	90%	45%	43%	81%	71%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

休闲时装/快时尚：极致的效率赢得广阔的市场

龙头更替的情况相当明显

曾经跻身世界纺织服装企业 Top20 的休闲时装快时尚集团数量最多，共有 14 个。回溯历史市值变化与当下市值占比可以发现，龙头更替的情况相当明显，这与休闲时装快时尚行业特性有关，行业空间最大而同时集中度最低。品牌之间的竞争复杂多元，能够占据广阔市场的公司需要有品质、款式、成本、价格、触达消费者的方式等等多方面的优势，而背后需要企业极致的经营效率。

2020 年底，市值占比前 3 的休闲时装快时尚公司为 Inditex、迅销和 H&M，过往 30 年的市值复合增速在低双位数到 20% 之间，也呈现出明显的 α 。

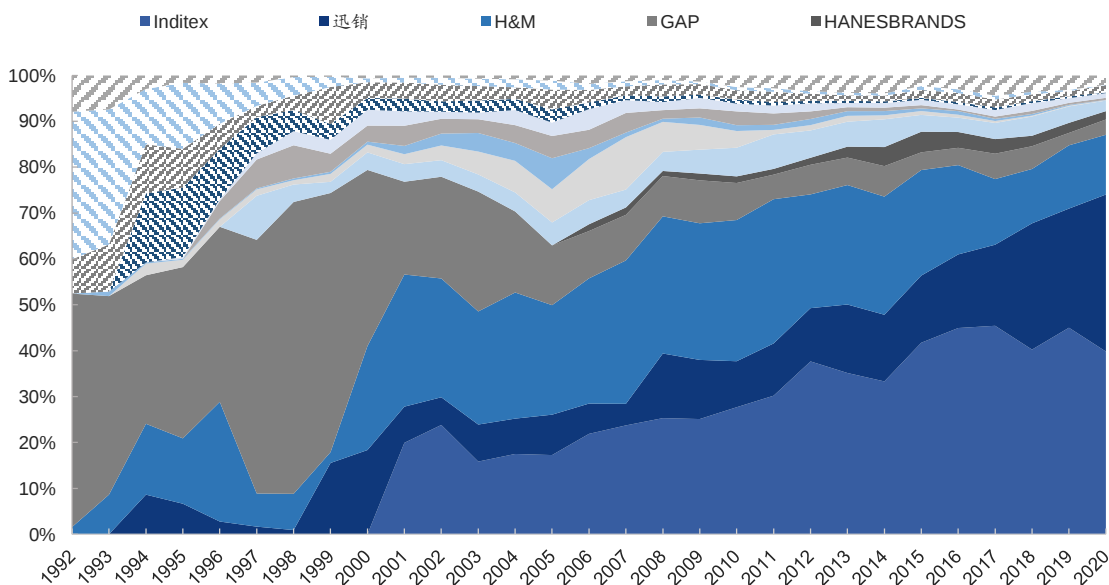
表 9：龙头市值变化情况

公司	起始年	终止年	市值 CAGR	市值占比
Inditex	2001	2020	11.8%	39.8%
迅销	1994	2020	17.8%	34.2%
H&M	1992	2020	21.2%	13.0%
GAP	1992	2020	2.0%	3.3%
RL	1997	2020	3.8%	2.3%
PVH	1992	2020	7.1%	2.0%
HANESBRANDS	2006	2020	5.0%	1.8%
饰梦乐	1992	2020	6.4%	1.6%
AE 美国鹰	1995	2020	16.2%	1.0%
A&F	1996	2020	1.2%	0.5%
恩瓦德	1994	2020	-7.0%	0.1%
青山商事	1992	2020	-8.6%	0.1%
思捷环球	1994	2020	-1.8%	0.1%
CHICO'S 女装	1993	2020	0.8%	0.1%
合计	1992	2020	4.6%	100.0%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头休闲时装快时尚公司的市值占比变化情况较为剧烈，体现出休闲时装快时尚集团竞争激烈的特征。

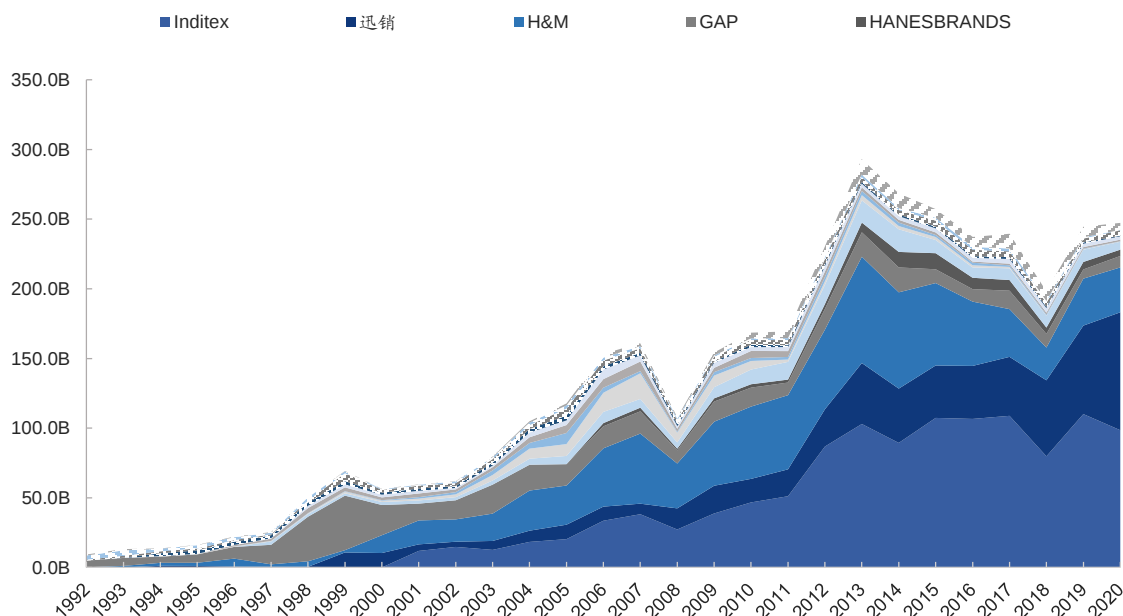
图 41：休闲时装快时尚龙头市值占比变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头休闲时装快时尚公司的市值金额变化情况呈现近十年增长放缓的趋势，主要由早期龙头份额下降新龙头扩张的综合效应导致。

图 42：休闲时装快时尚头市值金额变化情况

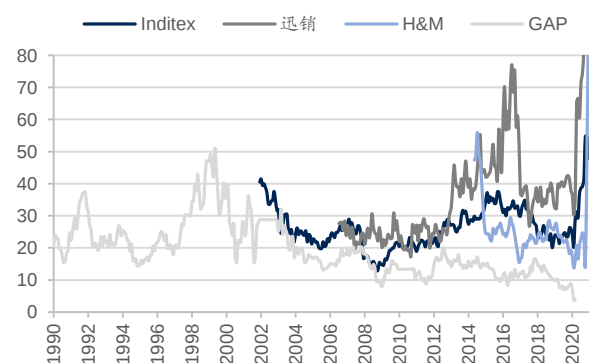


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

30 年来估值中枢多在 20 倍上下，个股分化明显

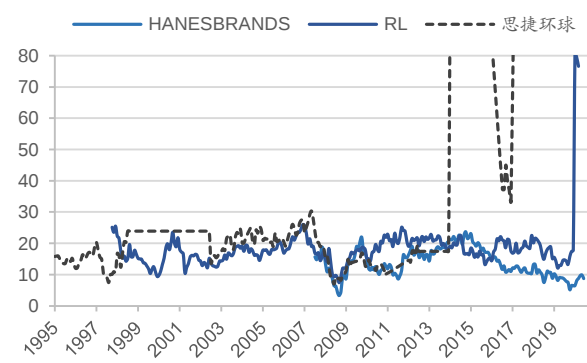
观察其中具有代表性的 7 家头休闲时装快时尚公司的估值水平，PE TTM 普遍在 15-40 倍之间，PE BF（基于未来一年盈利预测）普遍在 10-30 倍之间，个股之间估值分化明显，最近 5 年大部分公司估值中枢下降，如 H&M、Inditex、GAP，而同时也有公司估值上行，如迅销。

图 43：休闲时装快时尚 PE TTM



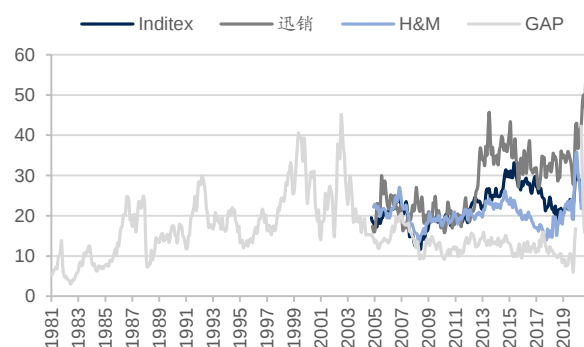
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 44：休闲时装快时尚 PE TTM



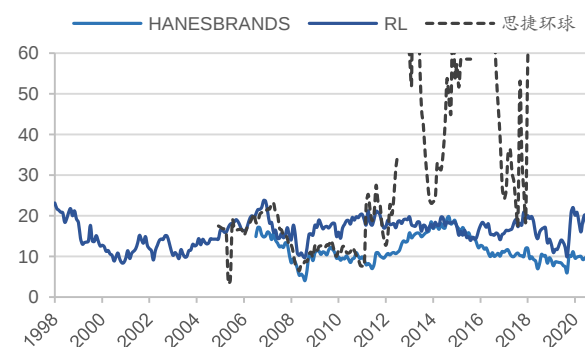
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 45: 休闲时装快时尚 PE BF



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 46: 休闲时装快时尚 PE BF

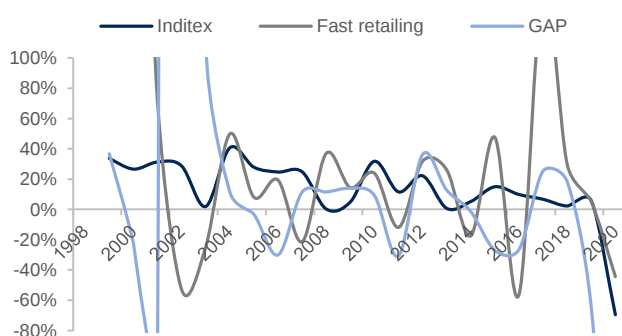


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

导致估值差异的核心因素为增长的速度

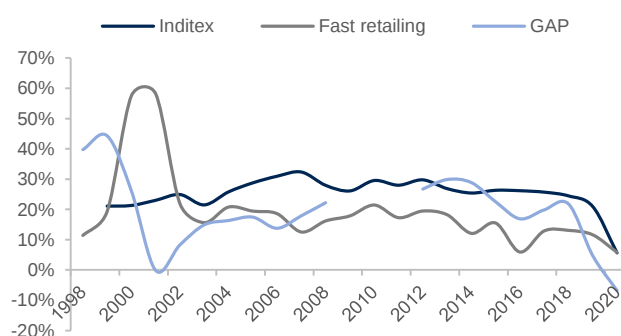
我们选取 3 家具有代表性的龙头休闲时装快时尚公司, 对比利润增速、盈利水平、估值和市值涨幅后发现, 当下估值最高的迅销近十年利润增速最为突出, 但增长的波动性比 Inditex 更明显, 标准差更大, 且 ROIC 处于较低水平, 而估值最低的 GAP 近 20 年处于增长缓慢份额下降的趋势中, 尽管不少年份 ROIC 较高。

图 47: 休闲时装快时尚代表性公司净利润 YoY



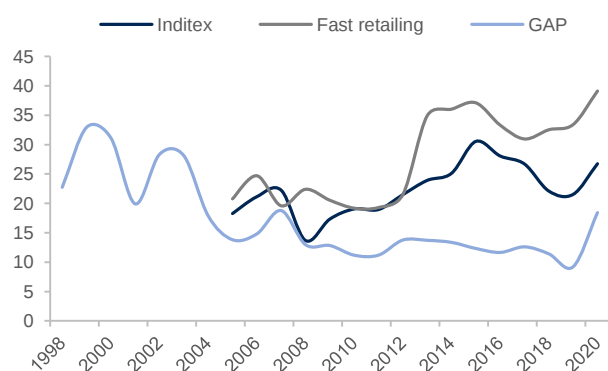
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 48: 休闲时装快时尚代表性公司 ROIC



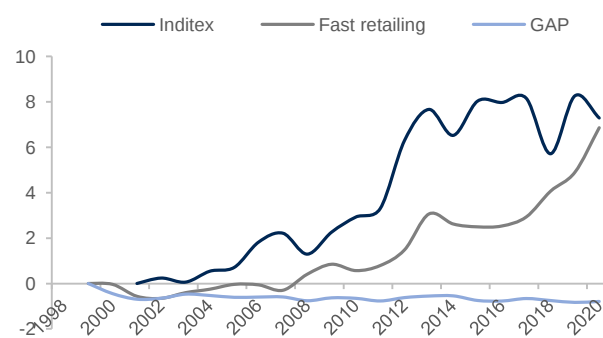
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 49: 休闲时装快时尚代表性公司 PE BF



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 50: 休闲时装快时尚代表性公司累计涨幅



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 10: 代表性公司估值与基本面关系

项目	净利润 YoY			ROIC			PE BF			涨跌幅		
公司	Inditex	Fast retailing	GAP	Inditex	Fast retailing	GAP	Inditex	Fast retailing	GAP	Inditex	Fast retailing	GAP
1998/12/31					11%	40%			23			128%
1999/12/31	34%	133%	37%	21%	19%	44%			33			22%
2000/12/31	27%	406%	-22%	21%	58%	26%			31		-4%	-45%
2001/12/31	31%	72%	-101%	23%	58%	0%			20		-55%	-44%
2002/12/31	29%	-53%	6250%	25%	22%	8%			28	24%	-21%	14%
2003/12/31	2%	-25%	116%	21%	16%	15%			28	-14%	72%	52%
2004/12/31	41%	50%	12%	26%	21%	16%			18	45%	26%	-11%
2005/12/31	28%	8%	-3%	29%	19%	17%	18	21	14	11%	28%	-17%
2006/12/31	25%	19%	-30%	31%	19%	14%	21	25	15	65%	-2%	3%
2007/12/31	25%	-21%	11%	32%	13%	18%	22	20	19	14%	-25%	1%
2008/12/31	0%	37%	12%	28%	16%	22%	14	22	13	-29%	100%	-41%
2009/12/31	5%	14%	14%	26%	18%		17	21	13	42%	31%	53%
2010/12/31	32%	24%	9%	30%	21%		19	19	11	20%	-15%	-6%
2011/12/31	12%	-12%	-31%	28%	17%		19	19	11	10%	14%	-33%
2012/12/31	22%	32%	36%	30%	19%	27%	21	21	14	70%	39%	64%
2013/12/31	1%	26%	13%	27%	18%	30%	24	35	14	19%	64%	18%
2014/12/31	5%	-18%	-1%	25%	12%	29%	25	36	13	-13%	-11%	2%
2015/12/31	15%	48%	-27%	26%	16%	23%	31	37	12	20%	-3%	-44%
2016/12/31	10%	-56%	-27%	26%	6%	17%	28	33	12	-1%	1%	-10%
2017/12/31	7%	148%	25%	26%	13%	20%	27	31	13	2%	11%	48%
2018/12/31	2%	30%	18%	24%	13%	22%	22	33	11	-27%	29%	-26%
2019/12/31	6%	5%	-65%	21%	12%	5%	22	33	9	38%	16%	-33%
2020/12/31	-70%	-44%	-289%	6%	6%	-7%	27	39	18	-11%	33%	25%
平均值	9%	15%	-12%	26%	15%	18%	22	28	13	15%	23%	2%
CAGR	16%	21%	1%							12%	10%	-7%
标准差	23%	47%	1403%	6%	11%	10%	4.4	7.4	2.5	28%	36%	34%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

制造供应：创造价值最大化成就隐形冠军

产业链繁杂，细分领域内形成寡头格局

曾经跻身世界纺织服装企业 Top20 的制造供应集团数量较少，共有 8 个。回溯历史市值变化与当下市值占比可以发现，龙头更替的情况相对缓和，这与产品出厂价格低、供应链琐碎繁杂和产业带历史迁移有关。在细致的产业分工和规模效应驱使下，不同的细分领域内供应商普遍形成寡头格局。能够形成“世界工厂”体量的供应链巨头需要占据最为大众的终端产品品类赛道，如服装、鞋履，并能够提供给品牌商的不仅是优良的产品品质和优化的成本结构，还有帮助品牌引领市场的研发创新能力，以及配合品牌货品流转的快速可靠的交期。2020 年底，市值占比前 3 的制造供应公司为申洲国际、裕元集团和宝成工业，过往市值复合增速在低单位数到 30% 之间。

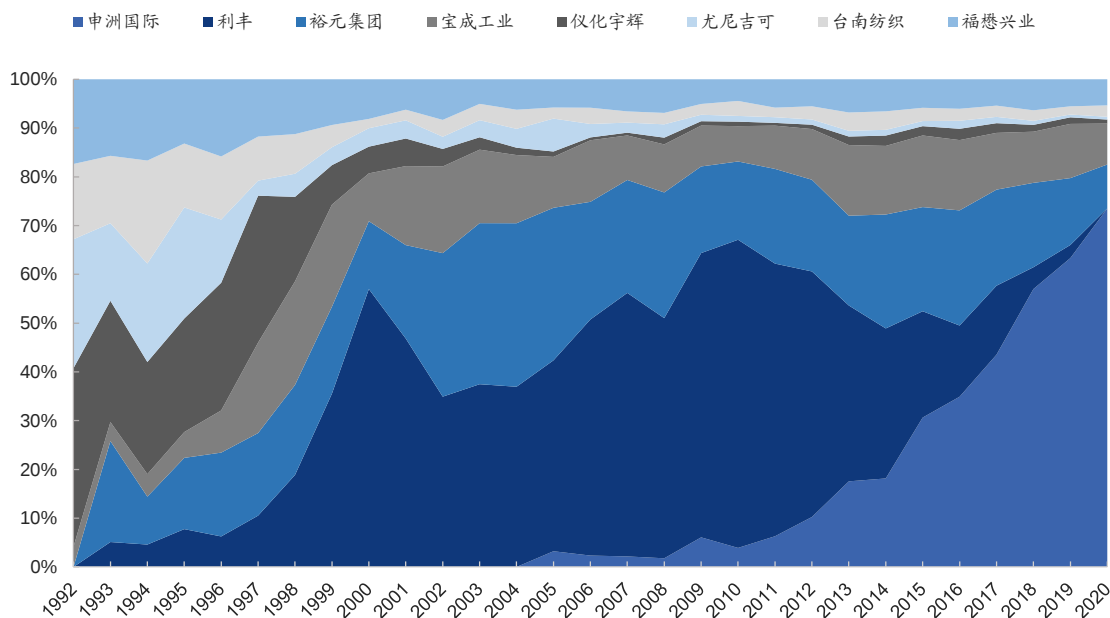
表 11: 制造供应龙头市值变化情况

公司	起始年	终止年	市值 CAGR	市值占比
申洲国际	2005	2020	30.8%	73.5%
裕元集团	1993	2020	2.7%	9.0%
宝成工业	1992	2020	10.3%	8.4%
福懋兴业	1992	2020	3.1%	5.4%
台南纺织	1992	2020	0.5%	2.3%
仪化宇辉	1992	2020	-6.1%	0.8%
尤尼吉可	1992	2020	-6.2%	0.6%
利丰	1993	2020	3.4%	2.7%
合计	1992	2020	7.5%	100.0%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头制造供应公司的市值占比变化情况较为缓和, 体现出行业细分领域众多, 寡头格局较为稳固, 而新供应链龙头成长性显著。

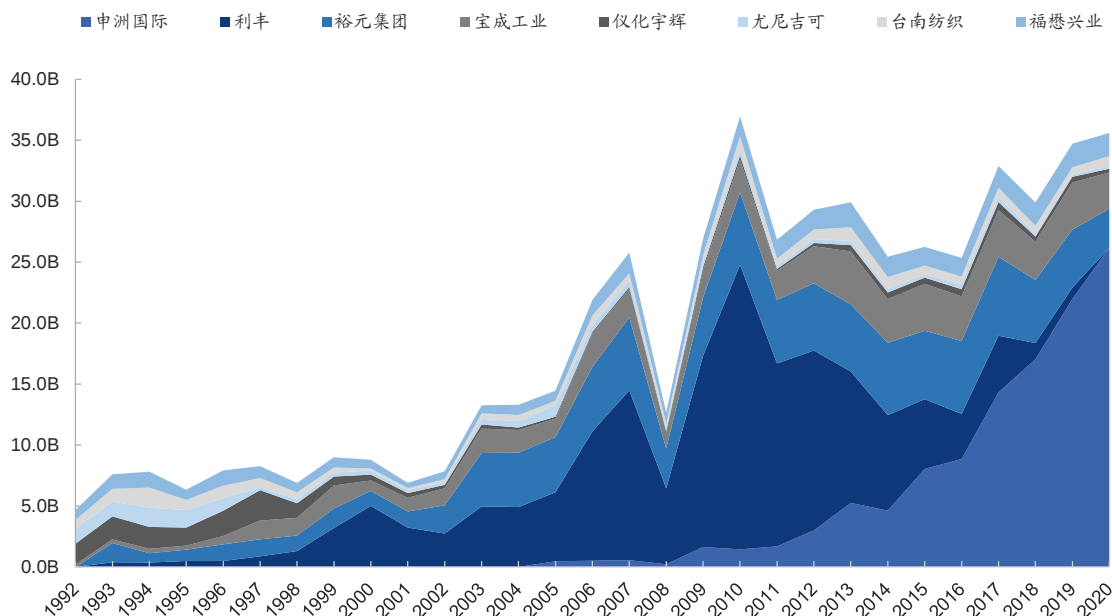
图 51: 制造供应龙头市值占比变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

过往 30 年龙头制造供应公司的市值金额变化情况呈现缓慢上升的趋势, 主要由大部分寡头稳健成长, 个别龙头迅速衰落, 以及新晋龙头快速成长的综合效应导致。

图 52: 制造供应头市值金额变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

30 年来估值中枢多在 15 倍上下，个股变化明显

观察其中具有代表性的 3 家制造供应公司的估值水平，PE TTM 普遍在 5-40 倍之间，PE BF（基于未来一年盈利预测）普遍在 5-30 倍之间，个股之间、个股自身估值变化分化明显，近 15 年中，利丰估值中枢持续下行，裕元集团估值中枢相对稳定，申洲国际估值中枢持续上行。

图 53: 制造供应 PE TTM



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 54: 制造供应 PE BF

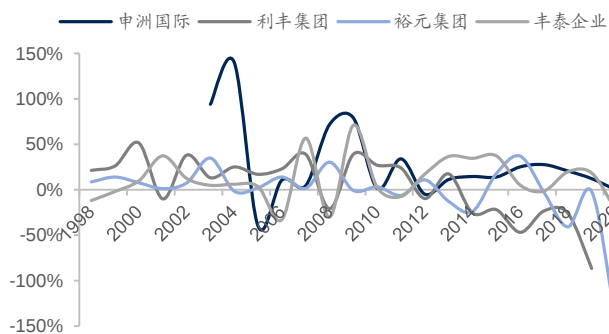


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

导致估值差异的核心因素为长期成长性

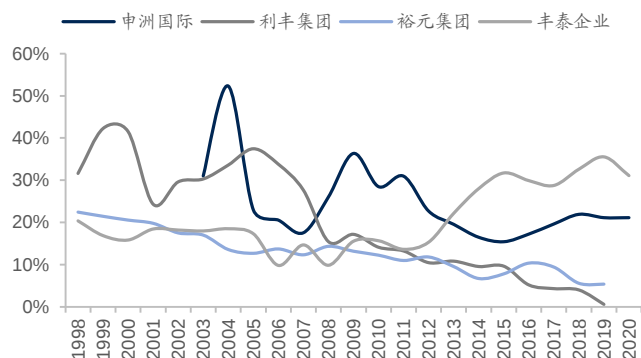
我们选取 4 家具有代表性的龙头制造供应公司，对比利润增速、盈利水平、估值和市值涨幅后发现，当下估值最高的申洲国际近十年利润增速最为突出，其次估值较高的丰泰企业利润复合增速也显著优于利丰和裕元集团，且申洲国际和丰泰企业的 ROIC 维持在较好的水平，而利丰集团和裕元集团呈现下降趋势。我们认为长期成长性优越，和持续保持较高水平的 ROIC，象征了供应链企业深厚的壁垒护城河与良性的再投入拉动持续成长的能力。

图 55: 制造供应公司净利润 YoY



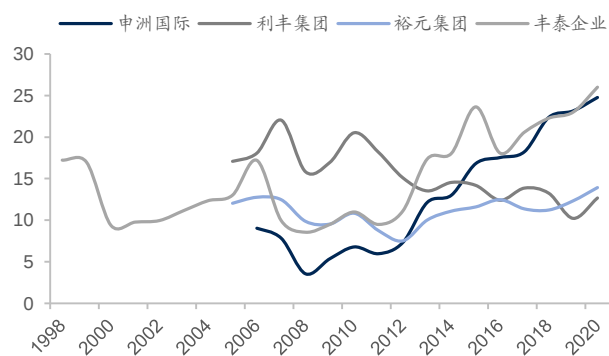
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 56: 制造供应代表性公司 ROIC



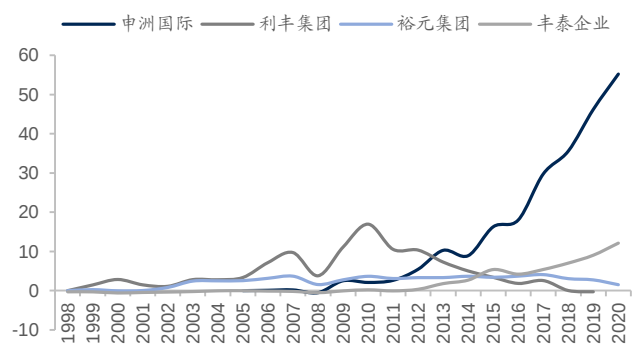
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 57: 制造供应公司 PE BF



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 58: 制造供应公司累计涨幅



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 12：制造供应代表性公司估值与基本面关系

项目 公司	净利润			YoY				ROIC				PE BF			涨跌幅		
	申洲 国际	利丰 集团	裕元 集团	丰泰 企业	申洲 国际	利丰 集团	裕元 集团	丰泰 企业	申洲 国际	利丰 集团	裕元 集团	丰泰 企业	申洲 国际	利丰 集团	裕元 集团	丰泰 企业	申洲 国际
1998/12/31		21%	9%	-12%		32%	22%	20%					17		49%	-9%	-8%
1999/12/31		26%	14%	-2%		42%	21%	17%					17		146%	26%	-1%
2000/12/31		51%	8%	10%		42%	21%	16%					9		57%	-24%	-41%
2001/12/31		-10%	1%	37%		24%	20%	18%					10		-35%	8%	32%
2002/12/31		38%	7%	12%		30%	18%	18%					10		-15%	75%	18%
2003/12/31	94%	13%	35%	5%	31%	30%	17%	18%					11		81%	89%	20%
2004/12/31	140%	25%	-2%	6%	52%	34%	14%	19%					12		-1%	2%	25%
2005/12/31	-40%	17%	2%	3%	23%	37%	13%	17%		17	12	13		15%	1%	4%	
2006/12/31	11%	23%	14%	-33%	21%	34%	14%	10%	9	18	13	17	10%	87%	17%	-11%	
2007/12/31	5%	39%	2%	57%	18%	28%	12%	15%	8	22	12	10	9%	31%	13%	-8%	
2008/12/31	72%	-21%	30%	-30%	26%	15%	14%	10%	4	16	10	9	-60%	-55%	-45%	-41%	
2009/12/31	79%	39%	-1%	71%	36%	17%	13%	16%	5	17	10	9	627%	152%	47%	95%	
2010/12/31	2%	27%	3%	2%	28%	14%	12%	16%	7	21	11	11	-12%	49%	24%	30%	
2011/12/31	34%	24%	-6%	-7%	31%	13%	11%	14%	6	18	9	9	17%	-36%	-12%	-23%	
2012/12/31	-5%	-10%	11%	17%	23%	10%	12%	15%	7	15	8	11	78%	-2%	6%	43%	
2013/12/31	11%	17%	-13%	37%	20%	11%	10%	22%	12	14	10	17	75%	-27%	0%	108%	
2014/12/31	15%	-26%	-24%	35%	16%	10%	7%	28%	13	15	11	18	-12%	-27%	8%	32%	
2015/12/31	14%	-22%	18%	37%	15%	10%	8%	32%	17	14	12	24	74%	-27%	-6%	73%	
2016/12/31	25%	-47%	37%	5%	17%	5%	10%	30%	18	12	12	18	10%	-35%	7%	-18%	
2017/12/31	28%	-23%	-3%	-1%	20%	4%	9%	29%	18	14	11	21	62%	26%	8%	23%	
2018/12/31	21%	-26%	-41%	20%	22%	4%	6%	33%	22	13	11	22	19%	-71%	-20%	26%	
2019/12/31	12%	-87%	-2%	18%	21%	1%	5%	36%	23	10	12	23	29%	-30%	-8%	25%	
2020/12/31	0%		-141%	-22%	21%			31%	25	13	14	26	19%		-33%	31%	
平均值	29%	4%	-2%	12%	25%	20%	13%	21%	13	16	11	15	63%	15%	8%	19%	
CAGR	24%	-5%	3%	10%										31%	3%	3%	14%
标准差	42%	34%	35%	26%	9%	13%	5%	8%	7	3	2	5	160%	61%	31%	38%	

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

投资建议：匹配投资周期，关注竞争格局

纺织服装行业总体上规模广阔、增长稳定，而因为企业分散度高，影响个体的成长生命力的关键是竞争格局。每年小幅度的集中度提升放在广阔的行业空间和稳定的大环境下，时间的累积可以成就巨头。而随着潮流需求变换和企业供应状态的配合，也可以在短时间里塑造明星。

我们认为，在纺织服装行业中获得令人满意的投资回报的关键之一是对企业生命周期有清晰的定义，将自己的投资周期与其进行合理匹配。对于超长期稳定回报型企业，如果持有周期过短，不仅不会增加年化收益率，并损失数十倍复利回报，还会增加亏损的概率；对于中短期景气爆发型企业，买入的时间不够准确，面临亏损的概率是相当的高，尽管进行长期持有也并不能获得比超长期稳定回报型企业更好的年化收益率。

第二，我们认为纺织服装行业投资关键的要素之二是对企业核心竞争力的判断。企业是在持续发生动态的变化的，板块内个股之间的差异也有可能大于板块整体之间的差异。在纺织服装行业广阔的规模下，中短期景气爆发型企业具备继续成长为超长期稳定回报型企业的可能性，而在激励的竞争下，长期稳定回报型企业也可能沦落为平庸的公司。不应根据过于宽泛的标签概念决定估值，而是通过对企业竞争力的研究与跟踪，最终落实到成长速度快慢、盈利能力高低和稳定可预见概率水平，再来给予合理的估值水平。

当下，中国兼具全球领先的市场优势和供应链优势，而企业在有一批优秀的中

国企业正在显示出全球突出的竞争力，部分企业从中长期成长向超长期成长过渡，部分企业从中短期爆发向中长期成长过渡，我们重点推荐**申洲国际、安踏体育、李宁、波司登、滔搏**。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
02020	安踏体育	买入	105.68	1.91	2.86	3.56	55.3	37.0	29.7	14.2
02331	李宁	买入	42.99	0.70	0.95	1.23	61.3	45.4	35.0	14.0
06110	滔搏	买入	9.65	0.40	0.51	0.63	24.0	18.8	15.4	5.7
03813	宝胜国际	买入	1.50	0.06	0.20	0.27	26.6	7.5	5.5	1.1
01368	特步国际	买入	3.94	0.20	0.27	0.32	19.6	14.8	12.5	1.4
01361	361度	无评级	1.87	0.24	0.23	0.28	7.8	8.1	6.7	0.6
03818	中国动向	无评级	0.74	0.15	0.16	0.10	5.1	4.8	7.4	0.4
NKE	耐克	无评级	860.28	19.54	25.06	29.31	44.0	34.3	29.4	25.7
LULU	露露柠檬	无评级	2051.79	29.59	43.69	54.02	69.3	47.0	38.0	21.2
ADS	阿迪达斯	无评级	2070.33	17.15	64.78	83.46	120.7	32.0	24.8	7.6
02313	申洲国际	买入	134.25	3.40	4.30	5.09	39.5	31.2	26.4	8.0
00551	裕元集团	无评级	16.43	-0.60	0.98	1.36	-27.2	16.7	12.1	0.9
02232	晶苑国际	无评级	3.37	0.22	0.31	0.36	15.6	10.8	9.3	1.3
02678	天虹纺织	无评级	9.55	0.39	1.65	2.00	24.5	5.8	4.8	1.2
601339	百隆东方	增持	4.49	0.21	0.29	0.33	21.4	15.5	13.6	0.8
000726	鲁泰 A	无评级	6.61	0.00	0.51	0.88	-	13.1	7.5	0.7
300577	开润股份	买入	24.32	0.32	1.07	1.39	74.9	22.7	17.5	6.3
603558	健盛集团	无评级	8.72	0.02	0.66	0.84	541.6	13.2	10.4	1.2
002042	华孚时尚	无评级	4.60	-0.18	0.28	0.32	-26.2	16.4	14.2	1.1
1476	儒鸿	无评级	111.52	3.42	3.96	4.41	32.6	28.2	25.3	7.3
1477	聚阳实业	无评级	57.03	2.10	2.48	2.77	27.2	23.0	20.6	10.9
9910	丰泰企业	无评级	45.03	1.28	1.76	2.00	35.1	25.6	22.5	8.6
300888	稳健医疗	买入	133.81	10.01	5.47	7.02	13.4	24.5	19.0	15.9
002563	森马服饰	买入	10.13	0.30	0.65	0.82	34.1	15.6	12.3	2.3
600398	海澜之家	增持	7.20	0.53	0.70	0.84	13.7	10.3	8.6	2.4
603877	太平鸟	无评级	48.00	0.00	1.92	2.31	-	25.0	20.7	6.5
002029	七匹狼	无评级	5.36	0.23	0.39	0.00	22.9	13.6	-	0.7
601566	九牧王	无评级	11.18	0.74	0.76	0.88	15.2	14.6	12.7	1.5
002293	罗莱生活	无评级	13.53	0.71	0.81	0.91	19.1	16.6	14.8	2.7
01234	中国利郎	买入	4.32	0.47	0.67	0.78	9.1	6.5	5.5	1.4
03998	波司登	买入	2.90	0.15	0.18	0.21	19.8	16.5	14.1	3.1
ITX.MA	Inditex	无评级	216.37	3.62	8.01	9.34	59.8	27.0	23.2	5.8
9983	迅销	无评级	5328.34	105.34	128.78	145.02	50.6	41.4	36.7	9.4
002832	比音勒芬	增持	20.50	1.42	1.93	2.22	14.4	10.6	9.2	3.2
603808	歌力思	增持	14.09	1.41	0.86	0.96	10.0	16.4	14.6	2.5
603587	地素时尚	无评级	19.94	1.37	1.58	1.81	14.6	12.6	11.0	2.4
603839	安正时尚	无评级	9.08	0.58	0.80	0.97	15.7	11.3	9.4	1.3
03306	江南布衣	无评级	11.75	0.80	0.94	1.07	14.6	12.5	10.9	4.3
03709	赢家时尚	无评级	8.76	0.59	0.83	0.92	14.8	10.6	9.5	1.9
01913	普拉达	无评级	40.16	-0.14	0.51	0.81	-277.2	79.0	49.8	4.4
MC.PA	LVMH	无评级	4190.10	73.08	115.87	134.80	57.3	36.2	31.1	7.2
KER.PA	Kering	无评级	4289.77	135.62	174.50	202.54	31.6	24.6	21.2	5.8
CFR.SIX	历峰集团	无评级	618.76	12.92	10.79	20.10	47.9	57.3	30.8	47.9
RMS.PA	Hermes	无评级	7138.63	103.67	123.22	143.46	68.9	57.9	49.8	13.0

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032