

国货当自强，全面看好国产龙头抢占市场

——行业深度报告

✉ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉ : mali@stocke.com.cn

报告导读

新疆棉事件后，我们从淘数据上看到李宁、安踏为首的国产品牌在天猫官方旗舰店的销售自3.24开始爆发出高增速，李宁官方旗舰店3.24-4.4同比增速超过200%，安踏同样超过100%。同时近期各大平台上李宁、安踏等品牌的“限量款”球鞋价格大幅上涨，也充分显示出国产品牌的品牌力提升

我们认为当下国产品牌在整体运营能力上与海外品牌的差距正在迅速缩小，同时在Z世代消费者对国潮不断提升的认可度下，国内服装品牌龙头已经迎来了发展的黄金时期，建议重点关注有能力承接海外品牌流量的龙头国产品牌，安踏体育、李宁、波司登、太平鸟等。

投资要点

- **本土集团近五年市占率提升明显。**我国的鞋服零售市场从2012年起进入单位数增长阶段，2020年整体鞋服零售消费规模达到23659亿元，未来也仍将以4%-5%复合增速成长。虽然海外品牌仍旧占据领先地位，但是安踏、李宁、波司登、太平鸟为首的国内龙头品牌已经在近五年实现了明显的市占率提升。
- **十年前本土品牌与海外品牌差距明显，但目前差距已在迅速缩小，不少领域已经实现超越。**海外品牌在十年前，相较本土品牌在零售管理、供应链、品牌力上均有较大优势，这让其在中国消费者品牌意识不断苏醒的大背景下不断扩大市场规模。但是现在，我们看到安踏为首的国内品牌通过全面的自身能力磨练，已经迅速缩小与海外品牌之间的差距，安踏在FILA和DESCENTE上已经拥有了超越海外品牌的单店流水表现。我们认为安踏、波司登等品牌在各自的细分赛道已经具备了与海外龙头全面竞争的實力。
同时，在数字化方面以SHEIN和太平鸟为代表的快时尚公司，正在用全新的方式向ZARA和绫致集团发起挑战。我们认为中国电商十年的发展已经给了我国的快时尚品牌全新的武器向海外品牌发起真正挑战。
- **当国货遇上Z世代。**运营模式上的创新外，95后消费者文化自信的崛起，也让走在时代前沿的中国品牌在“国潮”浪潮下不断获得年轻人更多关注。我们看到，（1）李宁在中国李宁的带动下已经成功在年轻消费者心中树立起国潮代表的形象，无论从消费者年龄、大店店效、折扣表现中国李宁均非常优秀；在中国李宁的带动下，李宁在21年销售增速迅速复苏，公司正在迎来发展的黄金时代。（2）太平鸟同样依靠全新的“太平青年”品牌定位、一年超过50款联名、以及全新的“中国设计”风格，在年轻消费者心中重新树立形象，我们从百度搜索指数上明显看到其在20H2开始对海外竞争对手的超越。
- **全面看好国产龙头品牌承接海外品牌流量，迎来高速增长。**我们认为海外品牌在新疆棉事件之后流量正在受到较明显的影响，而国内龙头品牌一方面在运营能力上已经大幅提升，同时其在年轻消费者心中的形象也正在迅速提升，我们全面看好此次国产品牌承接海外龙头品牌流量，迎来高速发展。重点推荐：（1）体育服饰赛道龙头，安踏体育、李宁；（2）大众服饰龙头波司登、太平鸟、森马服饰、海澜之家；（3）中高端领域的比音勒芬地素时尚；（4）家纺领域的罗莱生活、富安娜、水星家纺等。
- **风险提示：**（1）终端消费需求波动；（2）多品牌运营不及预期

行业评级

纺织服装 增持

相关报告

1、《新疆棉消化无忧，全面看好国产龙头品牌提升市占率》2021-03-26

报告撰写人：马莉

数据支持人：林骥川、詹陆雨

正文目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 行业背景：我国鞋服零售市场海外集团市占率领先，但本土集团近 5 年地位提升显著 | 3 |
| 2. 本土与海外差距：零售、供应链、渠道上全方位差距 | 4 |
| 2.1. 海外品牌具备精细化管理能力 | 4 |
| 2.2. 海外品牌拥有更成熟的供应链体系 | 5 |
| 2.3. 品牌影响力下，海外品牌在渠道上优势明显 | 6 |
| 3. 中国品牌和海外品牌的差距越来越小，不少领域开始颠覆 | 7 |
| 3.1. 波司登 21 财年羽绒服收入预计超越 Moncler 重回全球第一 | 7 |
| 3.2. 安踏体育旗下 FILA、DESCENTE 展示多品牌运营实力 | 8 |
| 3.1. 数字化为国内快时尚品牌弯道超车机遇 | 9 |
| 3.1.1. SHEIN 全链路数字化打通，逐步找到超越 ZARA 的方法 | 9 |
| 3.1.2. 太平鸟线上模式驱动，在国内势头逐步赶超绫致集团 | 11 |
| 4. 国货遇上 Z 世代 | 12 |
| 4.1. 李宁：“国潮”代表迎来发展黄金时代 | 12 |
| 4.2. 太平鸟：专注新时代“太平青年” | 14 |
| 5. 国内外服饰品牌收入规模、市值水平和估值水平对比 | 15 |
| 6. 风险提示 | 16 |

图表目录

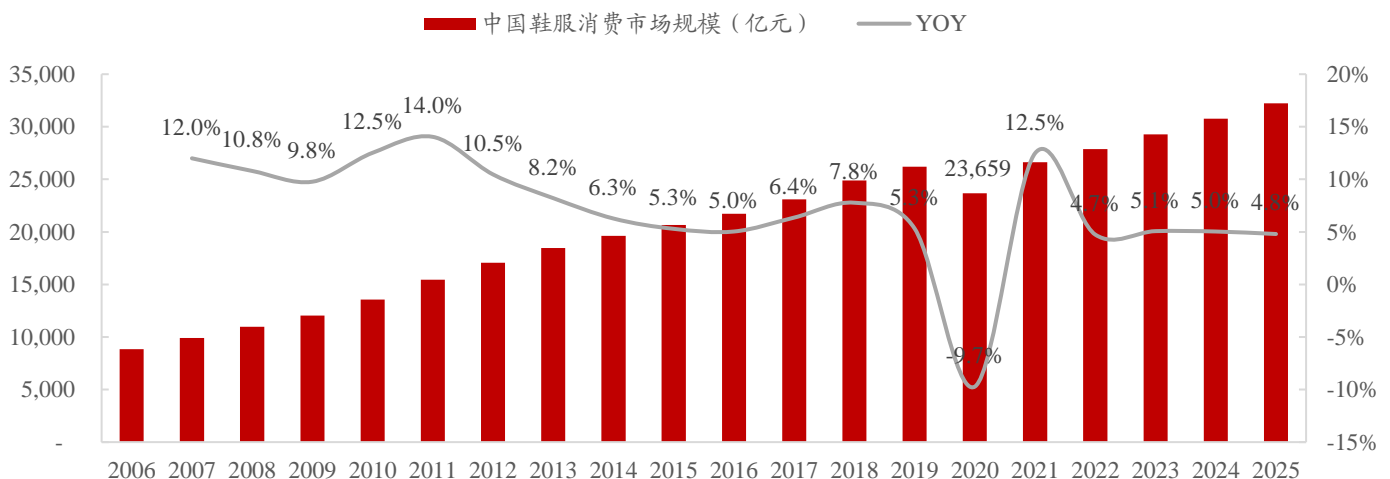
| | |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 我国鞋服市场前 20 集团市占率 (%) | 4 |
| 表 2: 耐克供应链采购趋势 | 6 |
| 表 3: 优衣库门店变化趋势 | 7 |
| 表 4: 波司登改革以来历史业绩回顾 | 7 |
| 表 5: Moncler 历史业绩回顾 | 8 |
| 表 6: Canada Goose 历史业绩回顾 | 8 |
| 表 7: 非安踏品牌零售金额增长 | 8 |
| 表 8: FILA、其他品牌近年披露报表情况 (单位: 亿元) | 9 |
| 表 9: 安踏集团旗下各品牌门店数量 | 9 |
| 表 10: 太平鸟分渠道收入数据 (单位: 百万元) | 11 |
| 表 11: 中国李宁标志性门店店效 | 13 |
| 表 12: 海外及国内服饰龙头盈利预测及估值情况一览 | 15 |
| 图 1: 我国鞋服消费市场零售额及增长情况 | 3 |
| 图 2: 优衣库业务流程 | 5 |
| 图 3: ZARA 业务流程 | 6 |
| 图 4: SHEIN 业务流程 | 9 |
| 图 5: SHEIN 海外社媒粉丝 | 10 |
| 图 6: 李宁韦德系列“最后一舞”、EDG 联名 | 12 |
| 图 7: 中国李宁纽约时装周 | 13 |
| 图 8: 太平鸟“大理寺”联名、“太平青年”系列 | 14 |
| 图 9: 太平鸟、H&M、杰克琼斯等百度搜索指数 | 14 |

1. 行业背景：我国鞋服零售市场海外集团市占率领先，但本土集团近 5 年地位提升显著

我国的鞋服零售市场从 2012 年起进入单位数增长阶段，2020 年整体鞋服零售消费规模达到 23659 亿元，未来也仍将以 4%-5% 复合增速成长，从体量来说仍是终端消费最重要的板块之一。复盘品牌零售市场 10 年市占率变化，有几个特点非常明显：

- 1) 服装零售市场份额向头部企业集中趋势明显：**虽然服装是可选消费中相对非标的品类，但大集团展现出的产品开发、品牌建设营销、供应链组织、零售运营、多品牌协同能力仍然让龙头具有突出优势，CR20 从 2013 年的 10.8% 提升到 2020 年的 19.5%。
- 2) 运动品牌的市占率提升非常迅猛：**运动鞋服适用场景在本地消费者生活中渗透率的迅速提升带动 Nike 在 2016 年反超凌致集团成为市占率第一，其他运动鞋服集团如 Adidas、安踏体育、李宁、Skechers、特步、361 度、New Balance 等市占率也实现持续上行，前 20 大零售集团中有 8 席由运动鞋服集团占领，其中第一大集团 Nike 在华零售额预计在 800 亿元上下；
- 3) 海外集团市占率领先，但本土头部集团近 5 年市占率提升明显：**虽然从目前整体局势来看，海外集团 Nike、Adidas、Uniqlo、凌致集团在各自的运动/休闲服领域仍然市占率领先，但近 5 年本土品牌也在苦练内功抢占市场、实现市占率提升，比较典型的包括安踏体育（运动鞋服龙头+成功的多品牌战略）、森马服饰（巴拉巴拉童装第一地位稳固）、李宁（国潮运动时尚崛起）、波司登（年轻化+品牌重塑成功）、特步（跑步产品打出特色）、太平鸟（本土快时尚，数字化转型领先），包括海澜之家、赫基集团也在激烈竞争下保持了稳定的市场份额。

图 1：我国鞋服消费市场零售额及增长情况



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表 1：我国鞋服市场前 20 集团市占率 (%)

| 序号 | 鞋服集团 | 总部所在地 | 2011-2020 年市占率 (%) | | | | | | | | | | 估算 2020 年 |
|-------------|------------------------|-------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 集团在华零售额 (亿元) |
| 1 | Nike (Nike、Converse) | 美国 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.9 | 2.1 | 2.5 | 2.9 | 3.4 | 804 |
| 2 | Adidas (Adidas、Reebok) | 德国 | 1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 544 |
| 3 | 安踏体育 (安踏、FILA 等) | 中国 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 497 |
| 4 | 迅销集团 (Uniqlo 等) | 日本 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1 | 1.2 | 1.3 | 308 |
| 5 | 森马服饰 (森马、巴拉巴拉) | 中国 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 1 | 1.2 | 1.3 | 308 |
| 6 | 海澜之家 | 中国 | - | - | - | - | - | - | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 284 |
| 7 | 凌致集团 (Only、Vero Moda) | 丹麦 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 284 |
| 8 | 李宁 | 中国 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 213 |
| 9 | Skechers | 日本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 166 |
| 10 | Inditex (ZARA 等) | 西班牙 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 166 |
| 11 | 波司登 (波司登、雪中飞等) | 中国 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 166 |
| 12 | 特步国际 | 中国 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 142 |
| 13 | 百丽集团 | 中国 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 118 |
| 14 | 太平鸟 | 中国 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 118 |
| 15 | LVMH 集团 | 法国 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 128 |
| 16 | 赫基集团 (Ochirly 等) | 中国 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 95 |
| 17 | 361 度 | 中国 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 71 |
| 18 | New Balance | 美国 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 71 |
| 19 | H&M | 瑞典 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 71 |
| 20 | 马克华菲 | 中国 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 71 |
| CR20 | | | 11.4 | 11.3 | 10.8 | 11.5 | 12.1 | 13.0 | 15.0 | 16.2 | 18.0 | 19.5 | 4613 |

数据来源：Euromonitor、浙商证券研究所

注：集团在华零售规模以欧睿测算 2020 年国内鞋服零售额 23659 亿人民币乘以集团市占率概算，与实际零售额略有偏差，仅供数量级参考

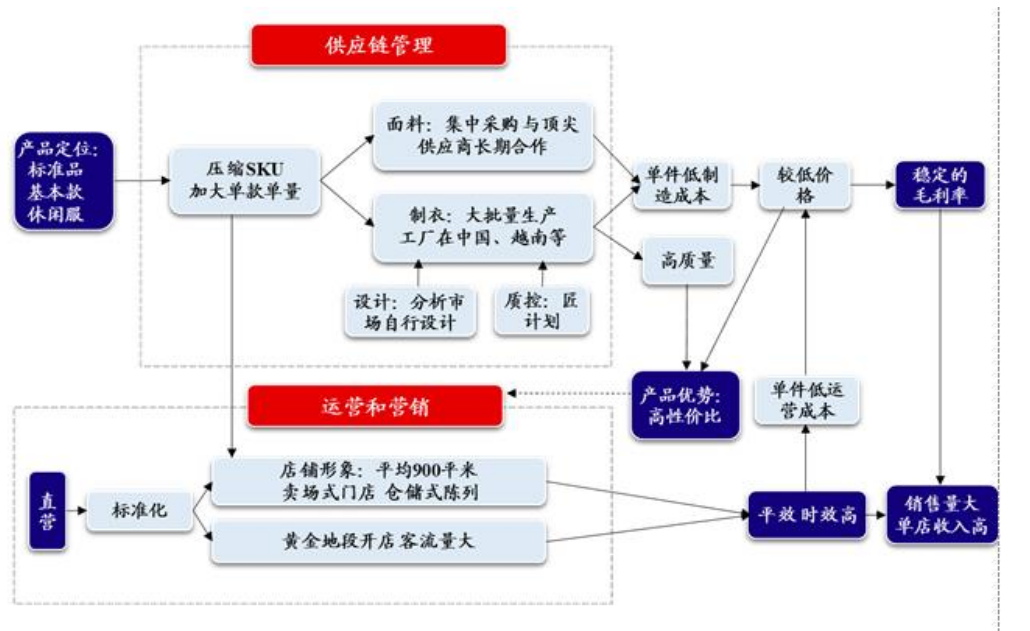
2. 10 年前本土与海外品牌差距：零售、供应链、渠道上全方位差距

相较于中国品牌较短的发展历史，海外龙头品牌在刚进入中国时都已经积累了超过数十年的运营经验。在几十年的发展历程中，这些品牌无论是在供应链、零售管理、还是在品牌力上均有较大优势，这让其在中国消费者品牌意识不断苏醒的大背景下不断扩大市场规模。

2.1. 海外品牌具备精细化管理能力

无论是奉行 SPA 的快时尚品牌还是依靠大型经销商的运动品牌，海外品牌在零售管理上均领先国内品牌。以优衣库为首的快时尚品牌其 SPA 体系，指的是全程参与商品研发、管控生产、最后自主完成零售的一整套体系。

图 2：优衣库业务流程



数据来源：调研、浙商证券研究所制图

反映到终端零售上，优衣库在中国区目前超过 800 家门店均为直营体系，优衣库在单店配货、终端折扣管控、门店库存管理等多方面均能够对门店非常细致的管控，总部也能对终端的信息做出实时反馈。

对于海外运动品牌而言，其在中国依靠顶尖的经销商进行高效管控。耐克和阿迪达斯在中国线下的大部分门店都交由滔搏、宝胜两大经销商管理。以滔搏为例公司在中国拥有 8000 多家直营门店，宝胜的直营门店数量也有接近 6000 家。

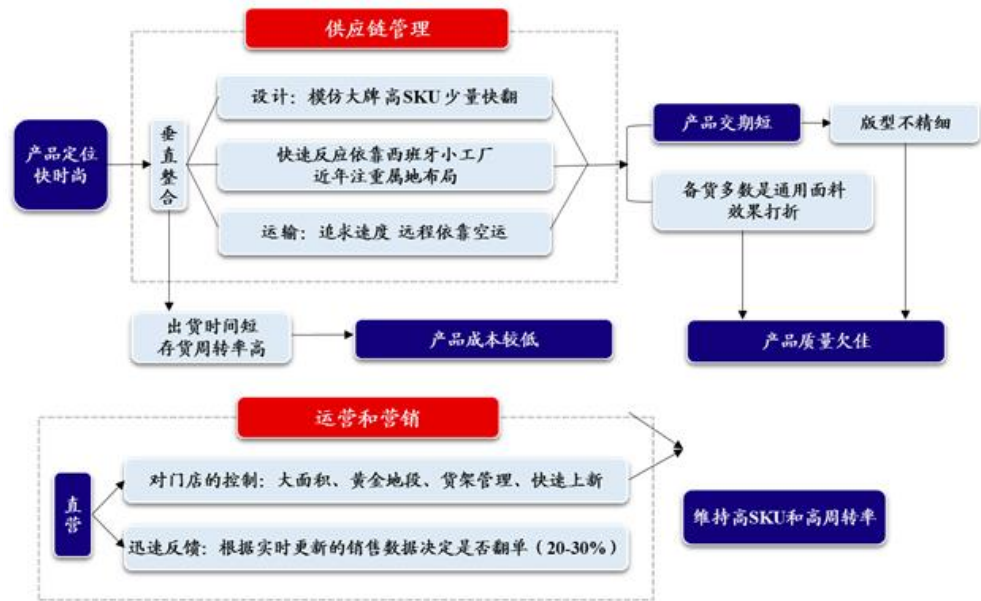
这两家大型零售公司一方面与耐克和阿迪建立起了长期的合作关系，对品牌方的战略意图能够高效地贯彻执行，通过与这种大型零售公司的合作，耐克/阿迪做到了虽然以批发模式为主但仍能够对终端渠道进行高效管理和控制。

相较于中国品牌在当时依旧以批发为主的管理模式，正是因为对终端的高效管控，海外品牌拥有了对终端零售变化的第一时间感知，这样的感知让海外品牌在库存控制、产品调整、单店订货等方面都明显优于国内品牌。

2.2. 海外品牌拥有更成熟的供应链体系

快时尚品牌更成熟的快反体系和运动品牌以龙头供应链为主的模式，都让其在货品上具备了更强的竞争力。ZARA 依靠成熟的买手制度、直营门店的高速信息反馈、以及手上数千家工厂的供应链资源保证对终端产品变化的迅速反馈，这种灵活的快速反应机制让其在 2010 年前后的中国市场迅速扩张。

图 3：ZARA 业务流程



数据来源：调研、浙商证券研究所制图

同时在头部运动品牌方面，其依靠供应链的头部化整合，迅速提升了产品质量和性价比。以耐克为例，其在运动鞋方面与丰泰、裕元等大厂牢牢绑定；制衣方面也在不断加强与申洲这样顶级工厂的合作。

表 2：耐克供应链采购趋势

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| NIKE 鞋类供应商 | 前五大共占采购额 67%，均占采购额超过 10% | 前五大共占采购额 69%，均占采购额超过 10% | 前五大共占采购额 69%，均占采购额超过 10% | 前五大共占采购额 69%，均占采购额超过 10% | 前四大共占采购额 61%，均占采购额超过 10% | 前四大共占采购额 61%，均占采购额超过 10% |
| NIKE 服装供应商 | 前五大占比 34%，最大超过 10% | 前五大占比 36%，最大超过 10% | 前五大占比 39%，最大超过 10% | 前五大占比 43%，最大超过 10% | 前五大占比 47%，最大超过 10% | 前五大占比 49%，最大超过 10% |

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

我们看到中国品牌无论是供应链体系，在 2010 年前后仍旧处于相对分散、传统的状态，在速度上并没有形成类似 ZARA 这样成熟的快速反应模式；同时，公司也很难与专心供应海外头部品牌的国内顶级代工厂形成长期合作，因此我国服装品牌在供应链上也与海外品牌形成了一定差距。

2.3. 品牌影响下，海外品牌在渠道上优势明显

由于 10 年前海外头部品牌在影响力上的绝对优势，其正好承接了 2010 年后购物中心的扩张红利。海外品牌由于更大的号召力，相较于国内品牌其有着更大的流量拉动作用。因此在 10 年前购物中心快速扩张的时代下，各购物中心为了在一楼大面积的门店上吸引客流，往往会主动与这些能够撑起大店的海外服装品牌主动寻求合作，并给予更多的租金优惠。

因此，在购物中心的快速扩张带动下，海外品牌依靠最好的门店位置在国内自一二线城市开始迅速扩张，形成了正向循环。

表 3：优衣库门店变化趋势

| | 2011/8/3 | 2012/8/3 | 2013/8/3 | 2014/8/3 | 2015/8/3 | 2016/8/3 | 2017/8/3 | 2018/8/3 | 2019/8/3 | 2020/8/3 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 优衣库中国内地门店数 | 80 | 145 | 225 | 306 | 387 | 472 | 555 | 633 | 711 | 802 |

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

相较而言，国内品牌在购物中心快速扩张的大背景下，由于购物中心体验面积较大购物面积较小，其往往很难进入购物中心的黄金楼层。因此，其在渠道上的曝光度也明显弱于海外龙头品牌，这也使其很难在同一个商场与海外品牌进行直面竞争。

3. 中国品牌 and 海外品牌的差距越来越小，不少领域开始颠覆

3.1. 波司登 21 财年羽绒服收入预计超越 Moncler 重回全球第一

波司登 2018 年启动聚焦主品牌策略，从品牌形象、产品设计、大秀及 KOL 营销、渠道升级等多个方面完成年轻化时尚化转型，18、19 财年表现亮丽，20 财年虽短暂受到疫情影响，但 21 财年淡季库存去化超预期、冬季零售表现强势，预计波司登集团羽绒服业务收入在 FY21 增长将在 25% 以上（此前公告截止 20.4.1~20.12.31 波司登主品牌零售额增长 25%，其他品牌增长 40%），收入有望超过 120 亿人民币，按照目前的欧元对人民币汇率计算（7.7:1），在 FY21 财年（截止 21/3/31）结束后，波司登集团的羽绒服业务收入将再次超过 Moncler，重回行业世界第一，我们预计公司 FY21/22/23 净利润 16.0/20.2/25.3 亿，增速为 33%/26%/25%，对应估值 21/16/13X。

Moncler 目前对应 21 年已经达到 44X，Canada Goose 对应其 FY22（截止 22/3/31）估值也达到 35X，两大国际品牌虽然在规模上小于波司登，但由于更强的品牌力，两家公司的估值均明显高于波司登。我们认为考虑到中国广大的市场空间以及波司登仍旧处于上升通道的品牌势能，波司登目前的估值水平仍有较明显的提升空间。

表 4：波司登改革以来历史业绩回顾

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2019H1 | 2019H2 | 2020H1 | 2020H2 | 2021H1 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 单位：百万元 | 2018/3/31 | 2019/3/31 | 2020/3/31 | 2018/9/30 | 2019/3/31 | 2019/9/30 | 2020/3/31 | 2021/9/30 |
| 羽绒服业务 | | | | | | | | |
| 收入 | 5,651.02 | 7,657.50 | 9,512.73 | 1,772.47 | 5,885.03 | 2,532.98 | 6,979.75 | 2,988.70 |
| YOY | 23.4% | 35.5% | 24.2% | 19.5% | 41.2% | 42.9% | 18.6% | 18.0% |
| 毛利率 | 51.5% | 57.4% | 59.8% | 50.6% | 59.4% | 52.9% | 62.3% | 56.4% |
| 营业利润 | 948.26 | 1,390.15 | 1,523.71 | 321.41 | 1,068.74 | 307.44 | 1,216.27 | 474.22 |
| YOY | | 46.6% | 9.6% | 141.3% | 31.1% | -4.3% | 13.8% | 54.2% |
| 营业利润率 | 16.8% | 18.2% | 16.0% | 18.1% | 18.2% | 12.1% | 17.4% | 15.9% |
| 集团合计情况 | | | | | | | | |
| 收入 | 8,880.79 | 10,383.50 | 12,190.54 | 3,444.18 | 6,939.32 | 4,436.28 | 7,754.25 | 4,661.12 |
| YOY | 30.3% | 16.9% | 17.4% | 16.4% | 17.2% | 28.8% | 11.7% | 5.1% |
| 营业利润 | 923.41 | 1,370.77 | 1,598.68 | 443.14 | 927.63 | 597.54 | 1,001.13 | 666.36 |
| YOY | | 48.4% | 16.6% | 50.8% | 47.4% | 34.8% | 7.9% | 11.5% |
| 营业利润率 | 10.4% | 13.2% | 13.1% | 12.9% | 13.4% | 13.5% | 12.9% | 14.3% |
| 净利润 | 639.521 | 1,005.56 | 1,195.28 | 258.43 | 747.13 | 360.47 | 834.81 | 491.36 |
| YOY | 73.3% | 57.2% | 18.9% | 41.3% | 63.6% | 39.5% | 11.7% | 36.3% |
| 净利率 | 6.9% | 9.5% | 9.8% | 7.5% | 10.1% | 8.1% | 10.5% | 10.5% |

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 5: Moncler 历史业绩回顾

| (单位: 百万欧) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Moncler 收入 | 694.2 | 880.4 | 1040.3 | 1193.7 | 1420.1 | 1627.7 | 1440.4 | |
| YOY | 20% | 27% | 18% | 15% | 19% | 15% | -12% | |
| Moncler 利润 | 130.3 | 167.9 | 196 | 249.7 | 332.4 | 358.7 | 300.4 | 341.2 |
| YOY | 71% | 29% | 17% | 27% | 33% | 8% | -16% | 14% |
| 最高 PE | 31.4 | 31.4 | 21.5 | 26.9 | 32.4 | 30.4 | 43.3 | |
| 最低 PE | 18.5 | 18.5 | 15.6 | 16.4 | 19.3 | 19.8 | 22.4 | 44 |

资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

表 6: Canada Goose 历史业绩回顾

| (单位: 百万美元) | 2015/3/31 | 2016/3/31 | 2017/3/31 | 2018/3/31 | 2019/3/31 | 2020/3/31 | 21/3/31E | 22/3/31E |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| Canada Goose 收入 | 218.4 | 290.8 | 403.8 | 591.2 | 830.5 | 958.1 | | |
| YOY | | 33% | 39% | 46% | 40% | 15% | | |
| Canada Goose 利润 | 11.4 | 20.4 | 16.2 | 74.5 | 106.9 | 108 | 51.3 | 127.7 |
| YOY | | 79% | -20% | 359% | 43% | 1% | -53% | 149% |
| 最高 PE | | | 24.6 | 55 | 71.9 | 55.8 | 97.2 | |
| 最低 PE | | | 18.1 | 23 | 33 | 15.2 | 39.1 | 35 |

资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

3.2. 安踏体育旗下 FILA、DESCENTE 展示多品牌运营实力

FILA 收入利润占据安踏半壁江山, 21 年流水目标 30%+增长。在安踏体育最新披露的 2020 年报中, FILA 品牌收入 174.5 亿, 占收入 49.1%, 营业利润疫情下仍保持 25.7%高位, 收入和利润贡献都占据集团半壁江山。2009 年安踏从百丽手中收购 FILA 大中华区业务, 通过 5 年的产品风格调试和单店模型打磨, 在 2014 年首次实现盈利、2016 年开始门店扩张加速, FILA 的迅速成长成为安踏集团 2017 年至今的亮丽业绩的主要动能, FILA 也成为服装品牌零售管理标杆, 2019 年大货单店月店效超过 80 万, 2020 年疫情下 KIDS 和 FUSION 系列月店效不降反升, 冲上 35+和 40+万水准, 线上增长接近翻倍。而 2021 年公司也为 FILA 定下不低于 30%流水增长的高目标, 体现对 FILA 品牌的强烈信心。

DESCENTE 运营仅 4 年月店效接近 FILA, 营业利润率超过 20%。DESCENTE 是日本高端专业滑雪运动品牌, 2016 年 4 月安踏与迪桑特日本、伊藤忠成立的合营公司开始该品牌在中国的运营, 借鉴了 FILA 的直营运营经验, 安踏利用 3 年时间打磨产品以及单店模型, 截至 20 年该品牌平均月店效已经接近 80 万, 向 FILA 品牌巅峰时期靠拢, 2020 年疫情下品牌收入逆势增长 60%+同时营业利润率提升到 20%以上, 店效及盈利能力提升速度较 FILA 早期明显加快, 体现出多品牌运营能力的有效复制,除 DESCENTE 外, 韩国户外品牌 KOLON 2020 年在华业务也有明显起色, 首年实现扭亏为盈。2021 年安踏也为 DESCENTE 定下 50%+流水增长目标, 体现对新锐品牌给予厚望。

表 7: 非安踏品牌零售金额增长

| Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 全年 |
|----|----|----|----|----|
|----|----|----|----|----|

| | | | | | |
|------|---------------------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 2016 | 未披露 | 未披露 | 60-70% | 50-60% | |
| 2017 | 40-50% | 50-60% | 40-50% | 85-90% | |
| 2018 | 80-85% | 90%-95% | 90%-95% | 80%-85% | 85%-90% |
| 2019 | 65%-70% | 55%-60% | FILA50%-55% 其他 30%-35% | FILA50%-55% 其他 25%-30% | FILA55%-70% 其他 30%-35% |
| 2020 | FILA 中单位数负增长 其他高单位数负增长 | FILA10%-20%低段 其他 25%-30% | FILA20%-25% 其他 50%-55% | FILA25%-30% 其他 55%-60% | FILA 中双位数 其他 35%-40% |

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 8：FILA、其他品牌近年披露报表情况（单位：亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------|--------|--------|-------------------------------|---------|--------|--------|
| FILA 品牌 | | | | 其他品牌（DESCENTE、KOLON 等） | | | |
| 收入 | 84.91 | 147.70 | 174.50 | 收入 | 12.82 | 17.08 | 23.13 |
| YOY | | 73.94% | 18.14% | YOY | | 33.27% | 35.43% |
| 收入占比 | 35.2% | 43.5% | 49.1% | 收入占比 | 5.3% | 5.0% | 6.5% |
| 毛利润 | 59.32 | 104.03 | 120.92 | 毛利润 | 7.33 | 10.56 | 15.24 |
| YOY | | 75.37% | 16.24% | YOY | | 44.05% | |
| 毛利率 | 69.86% | 70.43% | 69.30% | 毛利率 | 57.20% | 61.82% | 65.89% |
| 经营利润 | 21.50 | 40.23 | 44.94 | 经营利润 | -1.56 | -0.58 | 1.95 |
| YOY | | 87.12% | 11.71% | YOY | | | / |
| 经营利润占比 | 37.7% | 46.3% | 49.1% | 经营利润占比 | / | / | 2.1% |
| 经营利润率 | 25.32% | 27.24% | 25.75% | 经营利润率 | -12.19% | -3.41% | 8.43% |

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

表 9：安踏集团旗下各品牌门店数量

| | 2017 | 2018H1 | 2018 | 2019H1 | 2019 | 2020H1 | 2020 | 2021 年目标 |
|----------|------|--------|-------|--------|-------|--------|------|-----------|
| 安踏 | 9467 | 9650 | 10057 | 10233 | 10516 | 10197 | 9922 | 9800-9900 |
| FILA | 1086 | 1248 | 1652 | 1788 | 1951 | 1930 | 2006 | 2050-2150 |
| DESCENTE | 64 | 85 | 117 | 115 | 136 | 145 | 175 | 210-220 |
| KOLON | 未披露 | 189 | 181 | 173 | 185 | 155 | 157 | 160-170 |

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

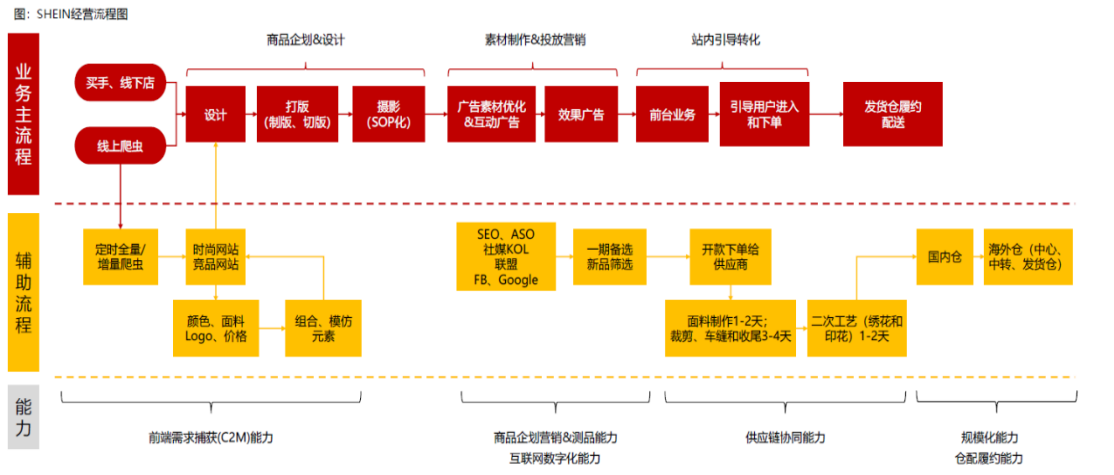
3.1. 数字化为国内快时尚品牌弯道超车机遇

3.1.1. SHEIN 全链路数字化打通，逐步找到超越 ZARA 的方法

SHEIN 依靠产品、供应链、营销一体化的竞争优势，已经逐步在海外抢占 ZARA 份额。截至 2020 年底，SHEIN 客户已遍布全球二百余个国家；公司在英语系、法语系、拉丁语系及十余个小语种群体中均有较强客户基础。2019 年全球活跃用户数超 2000 万。

从整体运营流程来说，SHEIN 的销售从营销开始，通过产品图片上新积累需求，之后依靠供应链现金的数据体系实现精准排期及生产。

图 4：SHEIN 业务流程



数据来源：调研，浙商证券研究所制图

SHEIN 优势集中于产品、供应链、营销三大层面。首先从产品上来说，SHEIN 每周整体上新体量在“万款”级别，同时公司拥有强大的设计和版型修改团队，能够通过精准的设计元素再组合，精确将时尚潮流落地。同时在产品图片上，SHEIN 拥有强大的产品拍摄团队，能够尽可能地完美展现上新产品图片。公司通过上新产品图片的点赞、浏览等各种数据决定最后产品的生产量，因此优秀的产品图片能够让公司更准确的判断需求。

从营销上来说，SHEIN 在社媒诞生早期就开始进行营销投入，目前在海外主要社媒渠道拥有千万级别的支持者。SHEIN 的产品通过其在社交媒体上的运营，能够在用户评论和网红推荐下裂变。同时，随着公司规模的扩大，其也已经拥有了领先对手的网红资源，这帮助公司在营销过程中，拥有更多数据根据广告反馈进行生产规划。

图 5：SHEIN 海外社媒粉丝



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

供应链方面，真正让 SHEIN 与其他电商品牌与众不同的是其完全数据化的供应链体系。SHEIN 培养出了几百个对其死心塌地的供应商以及一套复杂的供应链管理系统。SHEIN 与供应商之间不仅是合作关系，而是深入地了对供应商进行了了解并进行可数字化改造。正是这一群由其从小孵化长大几乎等同于自营的供应商，让 SHEIN 完成了与上游供应链完全数据系统共享的目标，实现了上下游对订单每个环节的实时可视化追踪，让上下游备料和排单均能提前完成。

同时 SHEIN 经历数次迭代的自主研发的供应链数据体系(IT 研发人员达到千人)，能够精准地向这些能够快速响应的供应商分派订单，而这批已经打破流水线生产仅以小组制为单位生产的供应商也有能力承接每次仅有 200 单的下单体量以及全年十几万的 SKU 体量。SHEIN 的这种模式，真正实现了最小化库存风险，同时依靠不断更新的款式持续吸引消费者。

SHEIN 的三个优势的直接体现，就是公司可以实现从“测试”至“再订购”的全链路数字化；同时公司可以大幅压缩产品企划以及终端产品梳理的时间。平均来看，

SHEIN 产品从设计到上架的平均时间为 13 天，终端网站平均 6 天即可重新整理商品货架。

相对于 SHEIN，ZARA 的快反机制是以产品买手为单位，依靠买手在全球搜集到的时尚潮流趋势进行快速生产，并根据线下门店的反馈决定后续补单机制。在这个过程中，买手对于时尚信息的捕捉判断以及买手对于供应商资源的掌握尤为重要，买手成为快反机制中至关重要的一环。

但是一方面由于公司的首单都需要在线下门店进行尝试而不像 SHEIN 一样可以通过产品图片试新，这使得 ZARA 需要生产更多量的新产品完成基础铺货工作；同时 AI 对全网信息的收集以及公司自营站对单个消费者更有针对性的推送，使得 SHEIN 更了解自己的消费者。因此我们看到的是 SHEIN 拥有着比 ZARA 更快的供应链反应速度，也拥有着很高的精准度，

我们看到 SHEIN 已经变成了一家完全由消费者数据驱动的科技化时尚公司，这也将是快时尚企业未来发展的一大方向。根据《晚点 LatePost》的报道，公司 20 年完成 E 轮融资估值已经高达 150 亿美金。

3.1.2. 太平鸟线上模式驱动，在国内势头逐步赶超绫致集团

相较 SHEIN 的纯电商模式，太平鸟作为传统线下零售企业，也正依靠线上数据驱动的全新经营模式，在国内迅速追赶海外巨头。

随着线上线下消费者的持续融合以及疫情的催化，目前线上线下的消费者已经非常接近，线上消费数据反映的方向已经能够很好地体现整体消费趋势。对于时尚服装公司而言如何让真正决定产品方向的设计师和买手转变思维，让其认识到数据帮助决策是非常重要的的一环。

太平鸟在 19 年开始调整组织架构，打破线上线下部门壁垒实现数据共享，线上数据实时反馈和迅速洞察的优势迅速显现。太平鸟打破了之前线上线下分开考核利润的方式，将终端销售变为了各个部门共同的考核标准。线上部门和线下部门的考核统一至整体流水口径后，线上高效精准的数据开始为公司整体设计提供巨大帮助。公司能够依靠线上上新的反馈在短时间内发现爆款并进行追单或者进行新的设计补充，全面提升产品设计的及时性与准确性。

同时，各部门由原先按顺序接到指令依次行动的方式改为围绕爆款的抱团圆桌讨论，设计、营销、生产、物流各个部门均在第一时间得知爆款的出现，并开始各自负责范围内提前互动并开启相应流程。这种全新的组织架构基础上，公司改进激励方式，实行超额分享制，从利益上进一步激发员工积极性。

产品力提升带来的红利，让公司正在逐步成为代表中国年轻人时尚的领导品牌。公司自 20Q2 以来已连续四个季度保持了高速增长趋势，

表 10：太平鸟分渠道收入数据（单位：百万元）

| | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 总收入 | 1383 | 1834 | 2304 | 3497 |
| YOY | -16.7% | 25.6% | 22.3% | 20.7% |
| 线下收入 | 837 | 1117 | 1726 | 2360 |
| YOY | -29.48% | 12.32% | 17.50% | 26.18% |
| 门店数量 | 4447 | 4300 | 4384 | 4616 |
| 其中：直营收入 | 714 | 692 | 892 | 1435 |

| | | | | | |
|----------------|-----|------------|------------|------------|-------------|
| | YOY | -18.16% | 3.16% | 26.70% | 27.94% |
| 直营门店数量 | | 1619 | 1578 | 1517 | 1554 |
| 其中：加盟收入 | | 123 | 425 | 834 | 926 |
| | YOY | -60.72% | 31.69% | 9.01% | 23.62% |
| 加盟门店数量 | | 2825 | 2722 | 2867 | 3062 |
| 线上收入 | | 530 | 595 | 544 | 1136 |
| | YOY | 16.30% | 35.31% | 39.25% | 10.66% |
| 归母净利润 | | 9 | 112 | 189 | 403 |
| | YOY | -89.89% | 146.73% | 153.40% | 16.77% |
| 归母净利率 | | 0.6% | 6.1% | 8.2% | 10.4% |

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

太平鸟发行可转债全面推进公司整体数据化建设。太平鸟目前应用线上数据获得的明显销售提升让太平鸟坚定了数字化投入的信心。公司于 20 年 9 月发布 8 亿可转债项目，希望在消费者洞察、供应链效率提升、以及中后台的支持平台上全面引入数据化体系，让公司从运营方式到决策流程上真正迈出数字化转型的重要一步。

从市占率数据我们就能看到，太平鸟在 20 年疫情下导致集团市占率明显下滑的情况下，市占率逆势提升，表现出了数字化驱动明显效果。

4. 国货遇上 Z 世代

运营模式上的创新外，95 后乃至 00 后消费者文化自信的崛起，也让走在时代前沿的中国品牌在“国潮”浪潮下不断获得年轻人更多关注。

4.1. 李宁：“国潮”代表迎来发展黄金时代

2014 年底李宁回归管理，拍板定调“国潮”，全产品线的年轻化。李宁公司自从 14 年底李宁回归开始，便希望摆脱此前与竞争对手过于同质化的竞争，开始更加注重产品和品牌本身的创新。由此，李宁公司开始大量调研年轻消费者，品牌策略逐渐变化，故事性、主题性产品（韦德之道、少不入川、长安少年等等）逐渐出现，李宁的产品开始与最年轻的消费者产生直接关联（与电竞名门 EDG 俱乐部、说唱歌手 GAI 联名等）。

图 6：李宁韦德系列“最后一舞”、EDG 联名

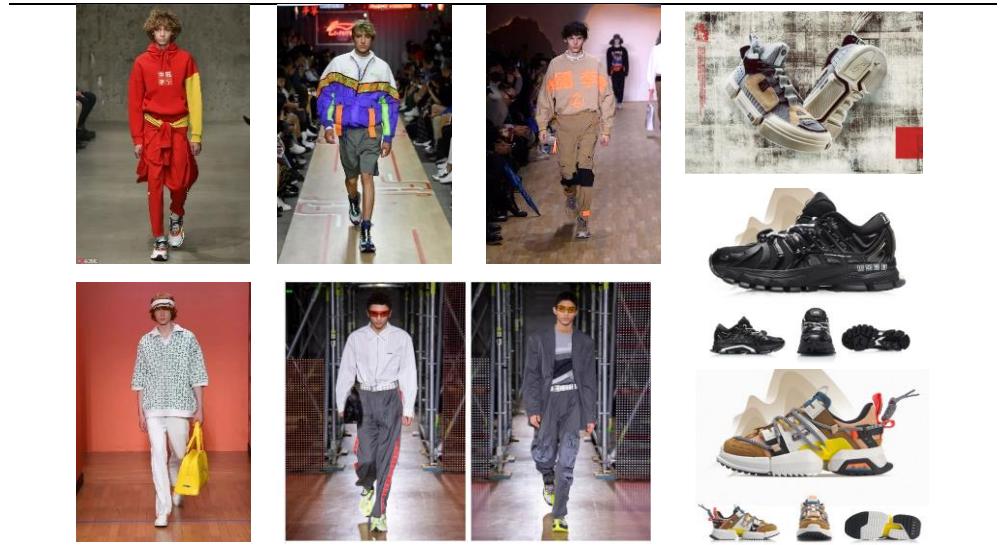


数据来源：公司微博、浙商证券研究所

几年的设计沉淀，孕育了 18 年中国李宁的爆发。在几年的消费者调研和各种系列的设计之后，中国李宁系列于 2018 年 2 月首次亮相纽约时装周迅速引爆全场。时装周后上线试销的“悟道”等秀款迅速断货，1000+双“悟道”运动鞋天猫旗舰店上线 1

分钟售罄，由此中国李宁由试水转为正式品牌线，8月中国李宁正式以快闪店形式落地深圳销售，迅速完成商品化。截至18/19/20年门店数量分别达到23/120/190家。

图 7：中国李宁纽约时装周



数据来源：公司微博、浙商证券研究所

中国李宁的出现，让李宁迅速成为中国年轻消费者的关注热点。从年龄上，李宁大货过去主要为35岁以上人群消费（对李宁有最强认同感的大部分为60-70后），但中国李宁消费主力人群在18-25岁，95后、00后对中国李宁的认知度明显高于其他年龄段。性别上，过去消费李宁的男/女占比约75%/25%；而中国李宁男女消费占到50%/50%。消费价格带上，李宁大货在600-700元，中国李宁则在1300-1400元。媒体曝光度上，纽约时装周上的亮相引起大众对李宁品牌的空前关注，相关微博话题浏览量超过7800万次，有超过6834篇文章发布，微信文章中超过10万次浏览的篇数达到19篇。

另一方面从渠道上来说，中国李宁也帮助李宁品牌重新站回了一线城市最中心的商圈位置。中国李宁的高曝光度，让其在一线城市核心商圈拥有了众多现象级大店。折扣角度，即便疫情中中国李宁也保持了8折以上的折扣水平，在21年其折扣水平已经回到了疫情前9.2-9.3折的高水平。

表 11：中国李宁标志性门店店效

| 优秀门店代表 | 开业时间 | 面积 | 2019年平均月流水 | 估算平效 |
|----------|----------|--------------------|------------|---------|
| 深圳南山万象城店 | 2018年11月 | 180 m ² | 100万元 | 6.7万/年 |
| 上海来福士店 | 2018年12月 | 157 m ² | 100万元 | 7.6万/年 |
| 南京德基广场店 | 2019年3月 | 151 m ² | 110万元 | 8.7万/年 |
| 成都太古里店 | 2019年10月 | 200 m ² | 320万元 | 19.2万/年 |
| 广州太古汇店 | 2019年10月 | 382 m ² | 300万元 | 9.4万/年 |

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

在疫情后的21年，我们看到中国李宁带来的品牌势能提升仍旧持续。21年1~3月中旬，李宁线下收入相较19年增长35%~39%，线上收入增长更是达到70%，复苏势头领先行业。同时我们认为在新疆棉事件之后，李宁的销售增速在此基础上仍会有一段较大幅度的提升，我们认为公司作为“国潮”代表正在迎来发展的黄金时代。

4.2. 太平鸟：专注新时代“太平青年”

太平鸟将“青年”融入品牌基因。自18年9月明确青年文化的核心价值，提出“太平青年”这一概念开始，太平鸟全面推动品牌的年轻化升级，并将设计创新专注于年轻时尚，希望全面树立自己在中国年轻消费者心目中的时尚领军品牌形象。

在围绕“太平青年”品牌定位下，太平鸟与中国服装协会成立“中国当代青年时尚研究中心”，全面将品牌调性对准年轻人。同时公司在18年与《华丽志》共同推出《2018中国新生代时尚消费白皮书》，全力推进对年轻人的研究和认知。从宣布欧阳娜娜成为官方代言人、虞书欣成为乐町代言人，到整个20年超过50款IP联名合作，太平鸟一方面不断利用当下最热点的信息与年轻消费者不断产生互动；同时，联名飞跃、大理寺日志等国潮国漫，并不断推出SUPERCHINA概念主题，太平鸟也在进一步聚焦“中国设计”的力量，不断强调中国原创力量。与此同时我们看到，在联名、设计之外，太平鸟正在不断加强与最新一代年轻消费者情感上的互动，不断通过与中国年轻消费者精神世界的互动牢牢把我其情感诉求。我们相信，这也是太平鸟这家年轻的国产服装品牌公司（平均年龄不到30岁）相较海外竞争对手最大的优势。

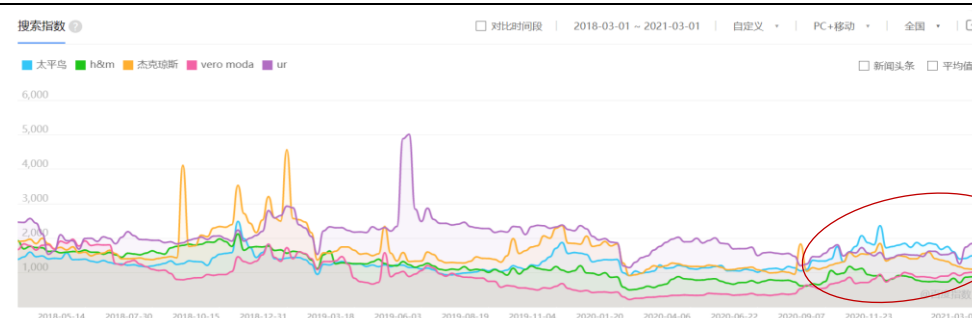
图 8：太平鸟“大理寺”联名、“太平青年”系列



数据来源：公司公众号、浙商证券研究所

我们从百度搜索的数据中心可以明确看到太平鸟的百度搜索指数已经相较同价位的竞争对手出现明显的增长趋势。我们相信太平鸟作为本土时尚品牌，相较海外竞争对手对于本地消费者更加深刻的理解，其有望延续目前趋势在“中国设计”的道路上不断前行。

图 9：太平鸟、H&M、杰克琼斯等百度搜索指数



数据来源：百度搜索指数、浙商证券研究所

5. 国内外服饰品牌收入规模、市值水平和估值水平对比

海外龙头来看，21 年仍属于疫情影响年份，除 LVMH、Nike、Hermes、Uniqlo、Lululemon 外，其他龙头业绩预期还未恢复到 19 年水准，而前述有增长的服装集团龙头也相应有较大估值，典型如奢侈品市值第一的 LVMH 市值达到 3392 亿美元，对应 22PE 32X；运动服饰领域全球第一大龙头 Nike 22 年估值 33X，而高端瑜伽服细分龙头 Lululemon 凭借高增长 22 年 PE 达到 39X；休闲服方面，Uniqlo 疫情后所在主力市场日本及东亚、东南亚疫情控制较好，叠加疫情居家隔离需求带来的休闲服饰需求上升，Uniqlo 市值迅速上升至当前 857 亿美元，对应 22 年估值高达 43X，而快时尚龙头 Inditex 疫情后恢复进度慢于 Uniqlo，预计 22 年才能重回 19 年盈利水准，由此估值对应 22 年为 24X。

我们认为海外品牌在新疆棉事件之后流量正在受到较明显的影响，而国内龙头品牌一方面在运营能力上已经大幅提升，同时其在年轻消费者心中的形象也正在迅速提升，我们全面看好此次国产品牌承接海外龙头品牌流量，迎来高速发展。重点推荐：

1) 运动服饰赛道上安踏体育和李宁两大龙头已经逐步具备了与海外品牌抗衡的实力，在优秀的年报推动下我们坚定看好两家公司发展前景；

2) 大众服饰方面，看好品牌力不断提升的波司登（21 年 PE 16X）、产品力红利不断释放的太平鸟（21 年 PE 25X）、以及龙头森马服饰（21 年 PE 16X）和海澜之家（21 年 PE 16X）；

3) 中高端中，比音勒芬（21 年 PE 18X）、地素时尚（21 年 PE 13X）有望延续此前的高速增长；

4) 家纺和日用品领域，我们认为罗莱生活（21 年 PE 16X）、富安娜（21 年 PE 11X）、水星家纺（21 年 PE 11X）等龙头同样有望受益。

表 12：海外及国内服饰龙头盈利预测及估值情况一览

| 标的 | 当前市值 | 收入 | | | 归母净利 | | | 2021 PE | 2022 PE | 2020 财年代表日期 |
|------------------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|---------|---------|-------------|
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | | | |
| 海外服饰龙头（单位：亿美元） | | | | | | | | | | |
| LVMH | 3,392 | 524.2 | 660.5 | 725.9 | 59.4 | 93.2 | 107.2 | 36.4 | 31.6 | 12/31/2020 |
| YOY | | -16.8% | 26.0% | 9.9% | -31.1% | 57.0% | 15.1% | | | |
| NIKE | 2,096 | 374.0 | 432.7 | 485.9 | 28.6 | 50.7 | 62.7 | 41.3 | 33.4 | 05/31/2020 |
| YOY | | -4.4% | 15.7% | 12.3% | -29.1% | 77.6% | 23.7% | | | |
| Hermes | 1,172 | 75.0 | 90.2 | 100.4 | 15.5 | 20.7 | 23.7 | 56.7 | 49.5 | 12/31/2020 |
| YOY | | -7.2% | 20.2% | 11.3% | -14.4% | 33.0% | 14.5% | | | |
| Inditex (Zara 等) | 1,035 | 239.5 | 305.6 | 329.3 | 13.0 | 37.5 | 43.4 | 27.6 | 23.9 | 01/31/2021 |
| YOY | | -27.9% | 27.6% | 7.8% | -69.8% | 188.5% | 15.9% | | | |
| 迅销集团 (Uniqlo 等) | 857 | 183.8 | 207.2 | 227.3 | 9.8 | 16.1 | 19.8 | 53.3 | 43.4 | 08/31/2020 |
| YOY | | -12.3% | 12.7% | 9.7% | -35.2% | 64.0% | 22.9% | | | |
| Adidas | 623 | 233.0 | 254.9 | 279.2 | 6.1 | 17.4 | 22.8 | 35.7 | 27.4 | 12/31/2020 |
| YOY | | -16.1% | 9.4% | 9.5% | -72.9% | 185.1% | 30.6% | | | |
| Lululemon | 413 | 44.0 | 54.6 | 63.9 | 6.2 | 8.6 | 10.5 | 47.8 | 39.3 | 01/31/2021 |
| YOY | | 10.6% | 24.0% | 17.0% | -4.6% | 40.5% | 21.5% | | | |
| H&M | 386 | 214.7 | 240.7 | 259.9 | 1.5 | 11.8 | 16.9 | 32.7 | 22.7 | 11/30/2020 |
| YOY | | -19.6% | 12.1% | 8.0% | -90.2% | 676.4% | 43.9% | | | |

| | | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| VF 集团 (Vans 等) | 314 | 104.7 | 91.6 | 114.5 | 10.1 | 5.2 | 11.6 | 60.7 | 27.0 | 03/28/2020 |
| YOY | | 2.0% | -12.6% | 25.0% | -11.7% | -49.0% | 124.9% | | | |
| 国内服饰龙头 (单位: 亿人民币) | | | | | | | | | | |
| 港股体育 | | | | | | | | | | |
| 安踏体育 | 2,979 | 355.1 | 466.8 | 559.7 | 51.6 | 75.4 | 94.7 | 39.5 | 31.4 | |
| YOY | | 4.7% | 31.4% | 19.9% | -3.4% | 46.1% | 25.6% | | | |
| 李宁 | 1,085 | 144.6 | 180.1 | 212.4 | 17.0 | 23.5 | 29.6 | 46.2 | 36.7 | 2020/12/31 |
| YOY | | 4.2% | 24.5% | 18.0% | 13.3% | 38.2% | 26.0% | | | |
| 特步国际 | 98 | 81.7 | 93.3 | 105.3 | 5.1 | 6.9 | 8.0 | 14.3 | 12.3 | |
| YOY | | -0.1% | 14.2% | 12.8% | -29.5% | 34.2% | 15.8% | | | |
| 休闲时尚 | | | | | | | | | | |
| 波司登 | 327 | 144.6 | 173.6 | 208.7 | 16.0 | 20.2 | 25.3 | 16.2 | 12.9 | 2021/3/31 |
| YOY | | 18.6% | 20.1% | 20.2% | 33.0% | 26.2% | 25.3% | | | |
| 太平鸟 | 245 | 93.9 | 113.5 | 135.0 | 7.1 | 9.8 | 12.0 | 24.9 | 20.5 | |
| YOY | | 18.4% | 20.9% | 18.9% | 29.2% | 38.0% | 21.7% | | | |
| 森马服饰 | 267 | 151.7 | 162.7 | 185.3 | 8.0 | 16.5 | 20.3 | 16.1 | 13.2 | |
| YOY | | -21.7% | 7.3% | 13.9% | -48.0% | 105.3% | 22.7% | | | 2020/12/31 |
| 海澜之家 | 309 | 192.4 | 219.7 | 247.9 | 19.6 | 31.1 | 34.9 | 9.9 | 8.8 | |
| YOY | | -12.4% | 14.2% | 12.8% | -39.0% | 59.0% | 12.2% | | | |
| 中国利郎 | 60 | 26.8 | 35.9 | 39.4 | 5.6 | 7.8 | 8.6 | 7.8 | 7.0 | |
| YOY | | -26.7% | 34.0% | 9.8% | -31.4% | 39.9% | 10.6% | | | |
| 高端 | | | | | | | | | | |
| 比音勒芬 | 107 | 19.4 | 23.6 | 28.1 | 4.8 | 6.0 | 7.4 | 17.8 | 14.5 | |
| YOY | | 6.1% | 21.8% | 18.9% | 17.1% | 26.7% | 22.6% | | | |
| 地素时尚 | 96 | 23.8 | 27.1 | 30.8 | 6.5 | 7.5 | 8.6 | 12.8 | 11.1 | 2020/12/31 |
| YOY | | 0.2% | 13.9% | 13.6% | 3.3% | 15.7% | 15.2% | | | |
| 歌力思 | 48 | 19.4 | 22.7 | 25.9 | 4.4 | 3.7 | 4.3 | 12.8 | 11.1 | |
| YOY | | -25.6% | 16.7% | 14.0% | 22.2% | -14.7% | 16.1% | | | |
| 家纺 | | | | | | | | | | |
| 罗莱生活 | 110 | 49.5 | 55.8 | 61.8 | 6.0 | 7.0 | 8.0 | 15.7 | 13.8 | |
| YOY | | 1.9% | 12.6% | 10.9% | 10.2% | 16.4% | 13.7% | | | |
| 富安娜 | 68 | 28.9 | 32.0 | 34.8 | 5.7 | 6.4 | 7.0 | 10.6 | 9.7 | 2020/12/31 |
| YOY | | 3.5% | 10.7% | 8.8% | 13.4% | 11.6% | 9.3% | | | |
| 水星家纺 | 38 | 30.8 | 35.6 | 39.8 | 2.9 | 3.5 | 4.0 | 10.9 | 9.6 | |
| YOY | | 2.6% | 15.7% | 11.8% | -8.6% | 22.5% | 13.3% | | | |

数据来源: 海外龙头来自 Bloomberg 一致预期, 国内龙头水星家纺来自 Wind 一致预期, 其余为浙商证券研究所预测

6. 风险提示

- 1) 消费市场环境波动: 若由于疫情等因素致使消费情绪低迷, 可能使
- 2) 多品牌运营挑战: 在收购已有品牌/自建新品牌的过程中对团队品牌运营能力剔除挑战

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>