

纺织服装

从产品看优质国产品牌服饰的“新时代”

随着国民收入的增长和 Z 时代年轻人逐渐成为主力消费群体，市场对于穿着产品的专业和潮流有了更高的追求，同时对于优质国民品牌有更高的接受度，而纺织服装在很大程度上作为由需求驱动的行业，优质品牌产品顺势而变，核心竞争力明显提升。

运动产品的专业性厚积薄发。运动参与度提升+民族品牌意识觉醒为国产运动品牌的发展提供时代机遇，各个公司持续的研发投入直接助推产品力迸发。2020 年安踏体育/李宁/361 度/特步国际研发费用率为 2.5%/1.9%/3.4%/2.8%，其中安踏和李宁研发投入过去 5 年 CAGR 超 25%。目前李宁篮球鞋系列价格从 599 到 1299 元，其中 699 以上的产品占比超 50%，安踏最新“速度家族”C202 GT 跑鞋价格为 999 元，相对于之前提升颇大，特步在跑步类产品也独树一帜。

全行业产品在设计端持续创新，拥抱年轻化产品。文化和民族自信的提升助力“中国元素”融入产品设计且获得消费者认可；多元文化的交融使得跨界合作成热点话题；迎合年轻人偏爱创新的特质，黑科技、多功能、机能感服装出其不意。在传统强势品牌的背书下，新品迭代带动销售，产品的设计创新能力成为品牌商的重要竞争要素之一，并且消费者也愿意为优秀产品支付更高溢价。**整体来看，性能和设计带动产品力提升，拉升品牌定价空间和毛利率走高，李宁凭借国潮设计和专业产品毛利率相对 2016 年提升 3PCTs 至 49%，波司依靠年轻化和强功能性产品带动主业毛利率已经高达 60%，产品端定价也持续提升。**

优质供应链保障产品收入转化。热销的潮流和专业产品是精准识别消费者需求的结果，然而如何保障产品的高质、高速生产和避免库存积压成为公司需要面对的新课题，品牌商近些年持续精简供应商数量、提升供应商质量，同时合作建设柔性供应链，从而具有高质、高效、稳定供应能力的上游制造商脱颖而出。以申洲国际为代表的优质供应商在产品研发及供应链品质保证上具备核心竞争力，持续领先行业。

结论及投资建议。我们认为拥有强劲的研发实力、丰富的设计资源以及对供应链强管控的服饰品牌公司和具备优势供应能力的制造公司在行业变化中脱颖而出。我们推荐强零售管理能力品牌商和龙头制造商【申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏】，对应 2021 年 PE 分别为 35/43/57/23 倍；推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【地素时尚、比音勒芬】，对应 2021 年 PE 分别为 12/18 倍；推荐品牌形象年轻化，龙头羽绒服品牌地位稳固的【波司登】，对应 20/21 年 PE 为 21 倍；推荐柔性供应链效果显著【太平鸟、森马服饰】，对应 21 年 PE 分别为 25/20 倍。

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

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
02020	安踏体育	买入	1.98	1.91	2.76	3.57	59.7	61.8	42.7	33.0
02313	申洲国际	买入	3.39	3.40	4.28	5.05	43.8	43.7	34.7	29.4
02331	李宁	买入	0.60	0.68	0.89	1.12	83.7	73.9	56.8	45.0
603587	地素时尚	买入	1.30	1.34	1.57	1.81	15.0	14.5	12.4	10.7
002832	比音勒芬	买入	0.76	0.88	1.09	1.33	25.1	21.6	17.5	14.3
603877	太平鸟	买入	1.16	1.50	2.00	2.42	42.4	32.8	24.6	20.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《纺织服装：服饰行业 DTC 运营：缘何而来，影响几何？》2021-02-27
- 《纺织服装：2020 年报前瞻，2021 年 Q1 展望》2021-02-07
- 《纺织服装：运动鞋服：质优赛道领跑，龙头再创新高》2020-12-29

内容目录

1. 专业+设计助推品牌产品力提升	3
1.1 厚积薄发的运动专业性能	3
1.1.1 运动参与度提升+民族品牌意识觉醒提供时代机遇	3
1.1.2 持续的研发投入直接助推产品力迸发	3
1.2 拥抱年轻、创新的潮流设计	6
1.2.1 文化和民族自信提升助力“中国元素”融入产品设计，“国潮”标签化	6
1.2.2 追逐热点、潮流与时尚，文化交融下的跨界合作成热点话题	7
1.2.3 偏爱创新，黑科技、多功能、机能感服装出其不意	9
2. 优质供应链保障产品收入转化	10
2.1 精简供应商，打造柔性供应链	10
2.2 优质制造商竞争力凸显	11
3. 结论及投资建议	12
4. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 安踏体育/李宁/361度/特步国际研发费用 (亿元)	4
图表 2: 安踏体育/李宁/361度/特步国际研发费用率 (%)	4
图表 3: 李宁不同篮球鞋系列对比	4
图表 4: 安踏速度家族跑鞋	5
图表 5: 安踏 KT6 篮球鞋	5
图表 6: 安踏 GH2 篮球鞋	5
图表 7: 特步跑鞋科技矩阵	5
图表 8: 特步跑步科学实验室	5
图表 9: 中国李宁系列价格对比 (元)	6
图表 10: “BadFive 反伍 X 少不入川”服装	6
图表 11: 李宁不同品类收入占比及增速 (%)	7
图表 12: 国旗款系列服装价格对比 (元)	7
图表 13: 安踏国旗款服装	7
图表 14: 森马说行·火钳留名系列产品	8
图表 15: 太平鸟营收及增速 (亿元, %)	9
图表 16: 太平鸟主品牌联名	9
图表 17: 海澜之家全能夹克	9
图表 18: 李宁集团收入/毛利率 (百万元, %)	10
图表 19: 波司登羽绒服业务收入及增速/毛利率情况 (百万元, %)	10
图表 20: 耐克供应商数量变化 (个, %)	11
图表 21: 阿迪达斯 FY2019 核心供应商情况	11
图表 22: 申洲国际分客户收入拆分 (亿元, %)	12

2020年对于纺织服装行业非比寻常，新冠疫情的爆发对于的终端销售产生重大影响，根据统计局数据显示，2020年上半年服装鞋帽针织品类零售额累计同比下滑19.60%，全年下滑6.60%。然而在此行业背景下，我们也还是可以看到服装品牌在产品力提升方面所做的努力：李宁发布搭载“䨻”和“弜”两大科技平台的“绝影”跑鞋，提升跑鞋领域话语权；安踏举办安踏×冬奥会特许运动服装，用“中国”和“国旗”装饰升腾的民族自豪感。

我们认为，2020年是近些年纺织服装行业产品变革的一个缩影，随着国民收入的增长和Z时代年轻人逐渐成为主力消费群体，市场对于穿着有了更深的追求，运动时希望产品具有优秀的性能，日常穿着中又要求潮和时尚，最好还能具有民族元素。这对品牌服饰的产品本身提出了更高的要求，**纺织服装在很大程度上作为由需求驱动的行业，产品顺势而变。**

1. 专业+设计助推品牌产品力提升

1.1 厚积薄发的运动专业性

长期以来在运动鞋服市场上，“专业”是与 **adidas、NIKE、asics** 这样拥有数十年行业经验的国际大品牌的伴生词语。从1980年NIKE建立运动研究实验室至今已有30年的历史，在这30年间，NIKE研发出Flywire、Flyknit、Zoom Air、React和ZoomX等多种顶尖球鞋科技，满足了运动员多样化的运动需求，当前公司市值超2100亿美元。国产品牌由于成长时间较短（李宁：1990年诞生；安踏：1991年诞生；特步：1987年诞生），研发实力因此相对落后。

然而在国内消费者运动参与度快速提升和民族品牌意识觉醒的时代机遇下，得益于持续的研发投入，国产运动品牌正在逐步登上舞台中央。

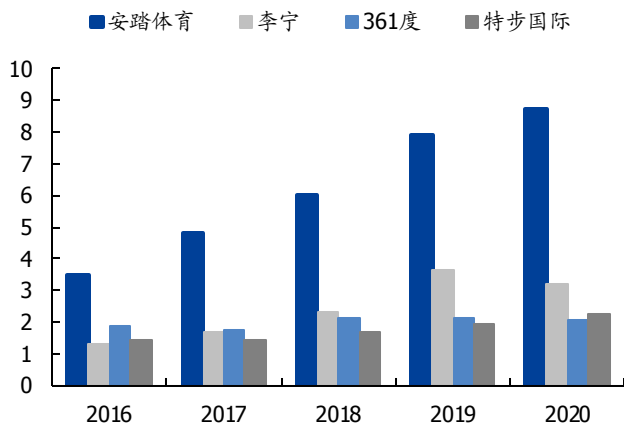
1.1.1 运动参与度提升+民族品牌意识觉醒提供时代机遇

- 随着居民健康意识和运动习惯的逐步养成与增强，全民运动参与度快速提升。2007年我国经常参加体育锻炼人数占比为28.2%（含在校学生），2014年提升到33.9%，根据《健康中国行动（2019-2030年）》和《体育强国建设纲要》计划，2022年我国经常参加体育锻炼人数占比将进一步提升至37%，2035年达到45%。
- 愈发深入的运动参与带来消费者对产品性能的更高要求。过去大多数消费者往往是“一鞋多穿”，而现在为了在提升运动表现同时降低运动损伤，更多选择“专鞋专用”，并对自身穿着装备提出了更高的要求，以跑步为例，跑者会要求品牌推出的跑鞋可以提供更充足的能量反馈和缓震、更迅速的速度推进以及更加优秀的包裹性。
- 同时，经济社会文化全方位的发展促使民族品牌意识觉醒，越来越多的运动爱好者们在消费时会考虑国产品牌。2021年4月新疆棉事件爆发，国货消费热情进一步激发，反映在纺织服装领域加速国产品牌的替代趋势，这一趋势在品牌效应显著的运动鞋服行业更为明显。

1.1.2 持续的研发投入直接助推产品力迸发

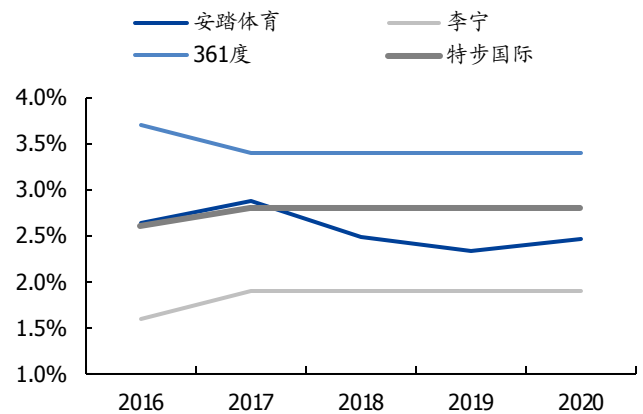
2016-2020年，港股四大运动公司安踏体育/李宁/361度/特步国际研发投入持续提升，其中安踏和李宁2020年研发投入相较于2016年增长翻倍，研发费用占集团营收比重整体保持稳定。

图表 1: 安踏体育/李宁/361度/特步国际研发费用(亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 安踏体育/李宁/361度/特步国际研发费用率(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

- **李宁:** 李宁在羽毛球、乒乓球、篮球、跑步等多个领域都有涉足, 然而在这之中, 我们认为篮球产品是品牌在专业运动领域毫无疑问的当家门面。李宁篮球鞋下拥有“韦德之道”、“全城”、“驭帅”、“闪击”、“空袭”等多个系列, 不同系列配备差异化的球鞋科技。2019年后, 李宁陆续“䨻”科技平台和李宁“弎”科技平台, 以高端跑鞋入手, 逐步品牌强化国产跑鞋领域的话语权。

图表 3: 李宁不同篮球鞋系列对比

适合位置	发售价(元)	市场价(元)	重要科技
韦德之道 9 后卫	1299+	1500+	全掌䨻、全掌 LightFoam、全掌碳板
全城 9 后卫	839	679-1899	前掌䨻、全掌李宁云
驭帅 14 团队鞋, 后卫为主	正代低帮: 699	529-749	全掌 LightFoam
	正代高帮: 799	509-769	全掌 LightFoam
	䨻版高帮: 1299	1739-3899	全掌䨻、全掌 LightFoam、Y 字形碳板
闪击 7 团队鞋, 后卫为主	普通版: 539	399-799	全掌 LightFoam
	精英版: 799	449-879	全掌 LightFoam、全掌 bounce+
空袭 7 团队鞋, 锋线为主	普通版: 599	409-1229	全掌李宁云、后掌 bounce+
	精英版: 839	429-819	全掌李宁云、前掌 LightFoam

资料来源: 得物 App, 天猫旗舰店, 网络整理, 国盛证券研究所, 仅供参考

- **安踏体育:** 2020 年安踏体育提出三条增长曲线明确多品牌发展规划, 其中主品牌安踏作为“大众、专业、新国货”的运动品牌, 全方位强化自身专业运动的基因。在篮球领域, 安踏通过签约 NBA 球星并为其推出签名鞋来作为品牌专业篮球的代表, 跑鞋领域安踏精心打磨科技, 推出多款中端和高端训练跑鞋和竞速跑鞋来彰显品牌实力, 提升品牌在普通消费者和专业跑者中的影响力, 占据更多的市场份额。

图表 4: 安踏速度家族跑鞋

	发售价(元)	重要科技
C202 GT	999	NitroSpeed Nuc 氮素科技、3D 仿生碳板 FlashPlate、Go Zone 系统
马赫	549	A-FlashFoam+++中底、A-Grip Pro 橡胶外底、Go Zone 系统
羚跑	469	A-FlashFoam 中底、A-Grip Pro 橡胶外底、Go Zone 系统

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 安踏 KT6 篮球鞋



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 6: 安踏 GH2 篮球鞋



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

➤ **特步: 特步以跑鞋为主要发力点, 产品 SKU 数量多, 价格范围在集中于大众产品的同时对高端产品进行少量覆盖。**根据品牌官网商城的数据显示, 男子跑鞋 SKU 数量为 153, 占比达到 32%, 2018 年特步建立了国内首个世界级跑步科学实验室, 通过大量的科学研究、鞋履设计、研发及测试, 致力于为跑者提供更高性能的产品。

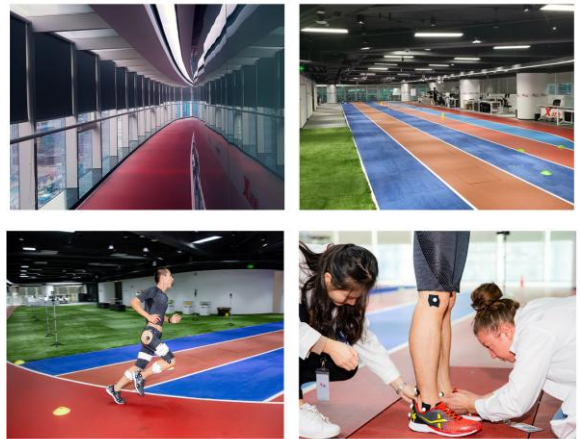
截止目前, 公司已经实现多项鞋类科技的商品化应用。包括鞋垫科技 Softpad、中底科技 Air Mega 气能环、Comfycubes 柔立方、X-Dynamic Foam 动力巢 X、Dynamic Foam 动力巢、Reactive Coil 减震旋、鞋面科技 Air Comfort 气能网等。2019 年特步推出马拉松跑鞋竞速 160X, 作为世界上最轻的马拉松跑鞋之一, 获得全球最具影响力的跑鞋杂志之一《跑者世界》所评选出的 2020 年中国内地市场“编辑之选”和“最高性价比”两项大奖。

图表 7: 特步跑鞋科技矩阵

鞋垫科技	Softpad		特步与陶氏化学公司合作研发的一种重要鞋垫技术, 通过全方位贴合脚型, 带来记忆海绵般的舒适感。
	Air Mega 气能环		应用气囊系统环绕部分或整个鞋底, 带来柔软而具支撑性的缓震效果。
	Comfycubes 柔立方		使用柔软立方体模块缓冲足部接触地面的主要受力部位, 带来记忆海绵般的支撑及灵活性令舒适感提升。
中底科技	X-Dynamic Foam 动力巢 X		使用环保 ETPU 发泡技术, 与传统 EVA 泡沫相比, 能提供高回弹能力及压缩耐受性。
	Dynamic Foam 动力巢		使用新综合高弹性 EVA 泡沫, 缓震同时提供柔软回弹体验。
	Reactive Coil 减震旋		使用特步品牌 DNA 镂空结构缓震技术提供前所未有的轻量及时缓震体验。
鞋面科技	Air Comfort 透气网		采用一片式立体双层编织工艺, 根据脚型及运动受力部位, 分布不同网孔, 提升透气性同时贴合脚面。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 特步跑步科学实验室



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 拥抱年轻、创新的潮流设计

伴随着运动鞋服专业性能的突飞猛进，整个品牌服饰行业在产品的设计方面也进行着潜移默化的革新。在传统强势品牌的背书下，新品迭代带动销售，我们认为产品的设计创新能力成为品牌商的重要竞争要素之一。当前终端市场出现了对潮流产品例如国潮产品的追捧，IP联名款产品、功能性、概念性产品涌现，消费者也愿意为这些产品支付溢价。

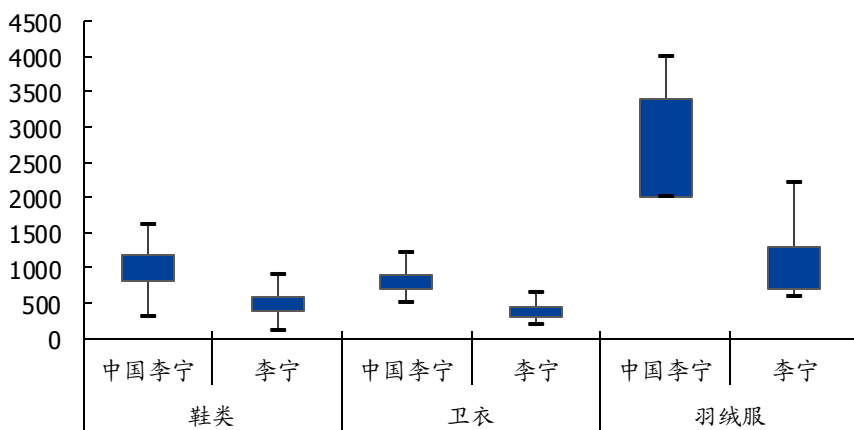
1.2.1 文化和民族自信提升助力“中国元素”融入产品设计，“国潮”标签化

潮牌相对于普通品牌的有两个重要的区别：**1) 设计是否具有独特性；2) 是否体现某种文化。**我国传统品牌由于设计单一以及缺乏文化内涵一直以来很难与“潮牌”二字挂钩，根据百度搜索数据显示，2015年搜索“国潮”，排名靠前的多是发源于线上的一些小众品牌，从发帖数量到访问量都较少，并且我国传统依靠线下销售的品牌也未见踪影。然而回到当下，“国潮正盛”已经成为无数文章的主题，国潮早已不再是一个小众圈子的热闹。

我们认为国潮的兴起，根本上源自于当代消费者对民族文化、中国元素以及中国品牌前所未有的认同。一方面，经济、社会的全方位发展促使民众的文化自信的不断提升，民族文化和中国元素被越来越多的消费者所认同和喜爱；另一方面，中华民族的快速崛起将民族自豪感提升到一个前所未有的高度，反映在消费行业，民众对于国产品牌的支持力度与日俱增。

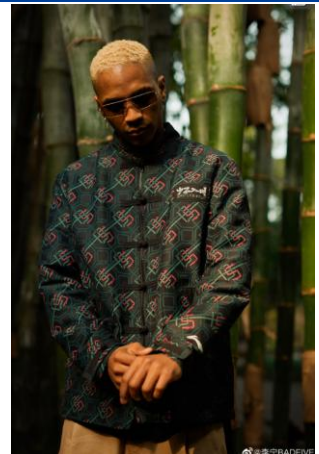
- **李宁：以“中国李宁”为首打造多条国潮产品线。**在打造国潮的过程中，李宁品牌以“中国元素”为出发点，大举发力“运动潮流”。目前公司旗下拥有“中国李宁”、“BadFive 反伍”、“CounterFlow 溯”等多条不同定位的国潮产品线。其中“中国李宁”定位高端，以卫衣为例，价格集中在699-899元人民币区间，并且折扣水平相对较低，疫情期间也保持在9折以上，产品力和品牌力均较强；“BadFive 反伍”主要发力联名，当下最具有代表性的是同成都本土潮牌“1807”合作打造的“少不入川”系列；“CF 溯”系列以文化溯源为主旨，2020年李宁携手敦煌博物馆开展“丝路花开”活动，推出联名系列产品。

图表 9：中国李宁系列价格对比（元）



资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

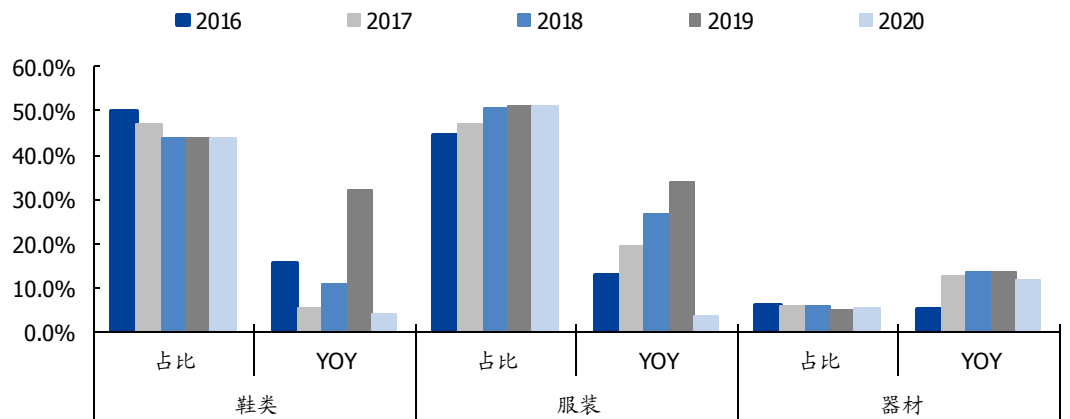
图表 10：“BadFive 反伍 X 少不入川”服装



资料来源：公司微博，国盛证券研究所

随着品牌在运动潮流领域的持续发力，2016年以来，李宁公司营收中服装的占比持续走高，并且增速也逐渐加快，2019年服装占比超50%，同比增速为33.7%。

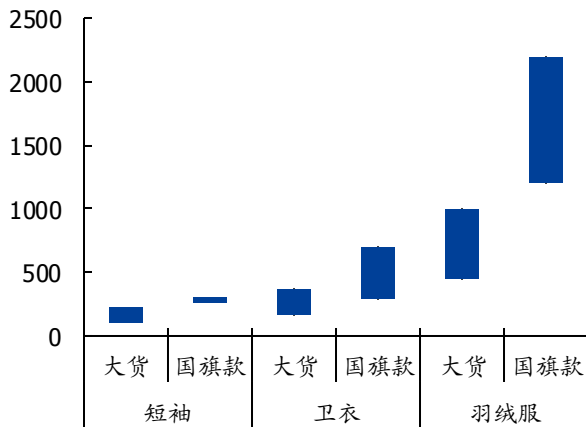
图表 11: 李宁不同品类收入占比及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

➤ **安踏体育: 借助冬奥会合作伙伴身份, 发布冬奥特许鞋服。**安踏直接借助主品牌冬奥会官方合作伙伴的身份, 通过联名的方式, 在文化自信崛起, 民族荣誉感快速提升的阶段, 直击“国潮”兴起的本源。目前安踏发布的以冬奥为主题的“国潮”系列主要有: 安踏×冬奥特许商品故宫特别版、安踏×冬奥特许国旗款运动服饰。其中国旗款系列产品定价普遍要高于普通商品, 根据品牌天猫旗舰店价格显示, 基本款短袖价格为 259-299 元, 基本款连帽卫衣为 269-699 元, 羽绒服根据版型差异价格从 1199-2199 不等, 我们认为该系列服装作为安踏发力国潮的重要手段, 也帮助品牌调性得到了较大的提升。

图表 12: 国旗款系列服装价格对比 (元)



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 13: 安踏国旗款服装



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

1.2.2 追逐热点、潮流与时尚, 文化交融下的跨界合作成热点话题

在中国文化快速崛起的同时, 网络平台将来自世界各国更加多元化的文化带到了年轻人的面前, 动漫、电子竞技、网络游戏影响力越来越广, 同时随着年轻人购买力的迅速提升, 大量的价格不菲的周边商品得到畅销, 这一现象被服饰品牌迅速捕捉。

➤ **森马: “森马说行·火钳留名”, 拥抱电竞文化。**近几年电子竞技受到年轻人的关注, 2019 年 FPX 战队获得英雄联盟全球总决赛冠军, 2020 森马趁势签约 FPX 战队, 并联名推出“森马说行·火钳留名”系列服装, 线下在多个城市开始快闪店铺进行战队选手限量签名款服装发售, 线上通过抖音、B 站、微博等平台媒体与粉丝进行互

动，收获大量电竞爱好者的关注，后又携手当红 rapper 姜云升和 FPX 选手 Doinb 发布说唱歌曲《2021 火钳留名》提升品牌热度，目前 B 站有关该歌曲的视频播放量合计超过 200 万。

图表 14: 森马说行·火钳留名系列产品

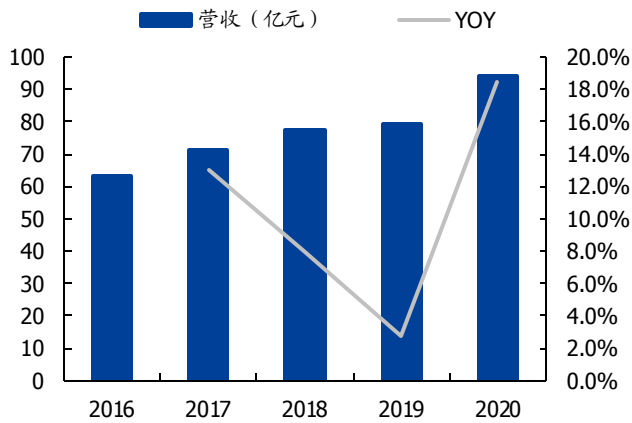


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 太平鸟：从“初音未来”到“瑞克和莫蒂”。2020 年 12 月，太平鸟男装同日本虚拟歌手“初音未来”进行联名以“次元破解、未来以来”为口号，推出系列服装，全系运用 3M 反光、十字绣等潮流元素，打造出浓重的电音和潮流氛围，推出当月太平鸟男装天猫旗舰店依靠 11 款平均单价不到 300 块的产品实现销售额超 110 万。2021 年 3 月太平鸟男装又携手艺术家 Joshua Vides、美国动画片“瑞克和莫蒂”发布三方联名产品，并在上海举办主题为“怪诞实验室”的艺术展进行宣传，展览和产品整体风格怪诞，同时将又极具趣味性。除男装外，太平鸟主品牌目前在售的联名企划超过 15 种，联名对象以动漫题材和二次元文化为主，例如宝可梦、小飞象、樱桃小丸子、小鹿斑比、洛天依等，这些大多是当代年轻人喜爱的经典角色和人物。

贴近年轻人的潮流和趣味性带动产品力提升，2020 年太平鸟全年实现营收同比逆势增长 18.41%至 93.9 亿元，存货周转天数 166 天为近 5 年最低，表现极其亮眼。

图表 15: 太平鸟营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 太平鸟主品牌联名



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

1.2.3 偏爱创新, 黑科技、多功能、机能感服装出其不意

在生活越来越具有科技感的同时, Z 时代消费者开始将目光投向服装领域, 需求越来越个性化和多样化。我们认为较早具有代表性的多功能性服装是优衣库的轻薄羽绒服, 产品便携、百搭还可以提供一定的保暖性, 与市场上千篇一律的肥大臃肿羽绒服形成了明显对比, 初上市就得到追捧。目前随着国产品牌研发实力的提升, 产品面料和设计的功能性上也得到了极大的改进。

- **海澜之家: “全能夹克” 满足全部需求。**“国民男装”海澜之家近些年始终致力于品牌的年轻化和潮流化, 2020 年 10 月推出的“全能夹克”凭借所搭载多种黑科技迅速俘获消费者, 销售表现优秀。保暖方面, “全能夹克”是一款三档智能发热夹克, 采用海澜之家最新的“智能电加热”科技, 可以通过连接充电宝手动调节温度, 同时面料采用发热导电导热性能更好的碳纳米管薄膜材料; 百搭性方面, 产品采用可脱卸内胆设计, 可以实现一衣多穿和正反面穿着; 舒适性方面, 全能夹克内置收纳便捷的可充气 U 型枕, 随时随地缓解颈部压力。

图表 17: 海澜之家全能夹克



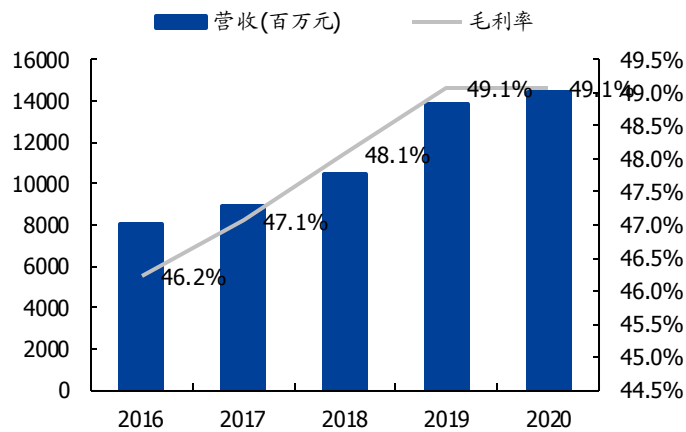
资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

- **波司登: “高端户外系列” 在保持御寒属性的基础上, 更加重视户外环境的适应性。**该系列产品填充鹅绒蓬松度高达 800+, 清洁度为 1000mm, 面料优选 Gore-Tex Infinium 面料, 防风、透气性更强, 并且表面通过防泼水表面层面料处理 (DWR), 可以有效防止雨雪渗透表布, 保证产品在各种天气下的保暖效果, 同时该系列每一

件羽绒服都配备有“Recco 生命探测仪”可以用于定位雪崩受难者的电子系统。整体产品价格区间广泛，分布在 2000-5000 价位不等。

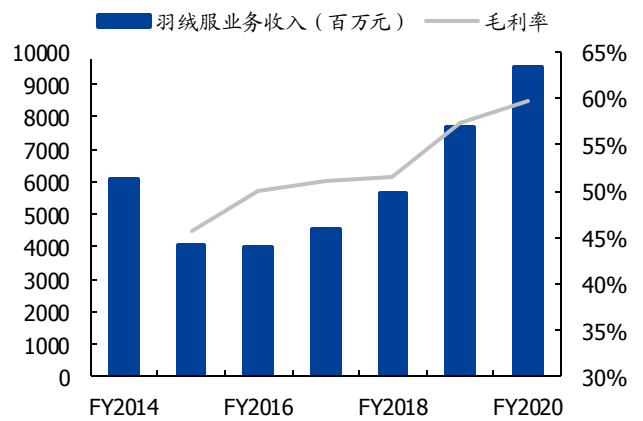
总结：产品端的创新能够获取消费者支付的溢价，最终体现在报表层面主要是收入增长和毛利率的提升。总结上文，我们认为好的产品包括满足消费者时尚需求的设计，专业性的需求，以及舒适的裁剪、版型和面料（包括功能性面料）等。相应的产品单价、毛利率都会有提升。过去几年的时间里，波司登品牌聚焦主航道，进行主品牌的设计升级，陆续推出极寒系列、城市户外系列等产品，主品销售得到复苏式增长的同时 1800 元以上产品销售占比从过去的 10%提升到 30%，羽绒服业务的毛利率在过去 2-3 年间有了明显提升。运动品牌方面，李宁、安踏品牌在研发投入不断增加，强调产品的功能性，如李宁推出䨻系列、安踏推出氢系列跑鞋，服饰类的功能性也有所提升的同时毛利率也在持续增长。

图表 18: 李宁集团收入/毛利率 (百万元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 19: 波司登羽绒服业务收入及增速/毛利率情况 (百万元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 优质供应链保障产品收入转化

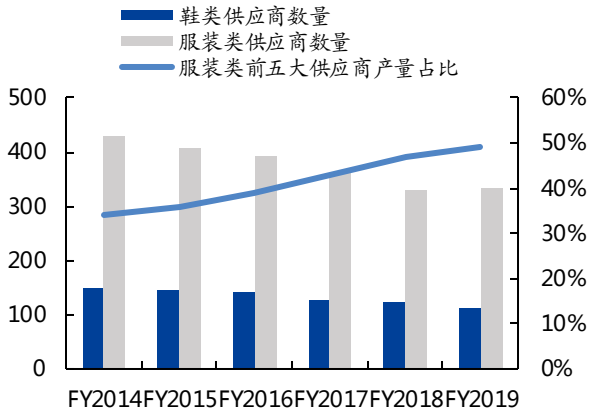
如果说优秀的产品是帮助服装品牌拓展市场、提升收入业绩的狙击手，那么强大的供应链系统必然是保障其持续实施精准打击的后勤部队。

当下热销的潮流和专业产品是精准识别消费者需求的结果，然而机遇的背后往往蕴含着挑战：潮流的款式设计和专业性能只是打开市场的钥匙，如何保障产品的高质、高速生产和避免库存积压成为品牌商需要面对的新课题。

2.1 精简供应商，打造柔性供应链

精简供应商，保证产品质量。在产品之外，我们可以发现 NIKE 和 adidas 的供应链整合与改善也走在了行业的前列，通过淘汰落后的供应商来提升整体供应链的效率，从而进一步为产品的质量和推新速度提供保障。而国内品牌中，李宁的鞋类和服装供应商数量在 2020 年疫情影响下也适时进行了大幅度的精简，根据我们跟踪，公司鞋类主要材料种类减少了高双位数，鞋材料的供应商也从 99 家减少到 81 家，服装面料种类减少低双位数，服装供应商从 166 家减少到 109 家。

图表 20: 耐克供应商数量变化 (个, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 阿迪达斯 FY2019 核心供应商情况

	总计	鞋类	服饰类	硬件设备
核心供应商数量	45	11	22	12
核心供应商平均合作年限	17	16.8	16.2	18.6
产量占比	90%	92%	88%	93%
价值占比	89%	90%	88%	93%
战略合作伙伴<10年占比	16%	27%	14%	8%
战略合作伙伴>10年占比	84%	73%	86%	92%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

为了迎合时尚消费的多样变化, 打造柔性供应链成为品牌商在市场中提升竞争力的重要手段。柔性供应链也从最初的由终端数据反馈到产品设计端, 转化为设计生产销售环节均以消费者为中心。

- 柔性供应链长期来看包括两个方面: **1) 对爆款产品进行及时补货; 2) 根据终端销售数据进行分析, 在短期设计生产, 进行新款补充。**对于不同品类品牌, 对快反的要求有所差异, 我们认为快反供应链主要应用于大众品牌。中高端品牌及运动品牌的生产工艺的复杂性和专业性质使得品类的快反有一定的难度, 而大众品牌跟随消费者需求趋势发展, 更加需要快反供应链的支持。柔性供应链能够帮助公司的产品能够适应市场需要, 进而实现较好的零售折扣。
- 为了配合柔性供应链, 各个品牌商的订货会在订货频次和时间安排上更加细致, 根据我们观察发现各个品牌商目前订货会每年数量上有所增加, 而首次下单的比例有所下降, 后续产品依赖反单。目前波司登品牌经销商首单比例已经下降到 30% 左右, 森马服饰也在华东地区进行门店试点, 首铺货品比例为 35%。

2.2 优质制造商竞争力凸显

面对下游服装品牌公司多样化、弹性化、高质量的制造需求, 具有高质、高效、稳定供应能力的上游制造商脱颖而出, 龙头优势明显尽显。相关标的, 我们推荐申洲国际。

- 2020 年疫情影响复工复产问题, 导致行业整体受负面影响较大, 同时内部资源重新洗牌, 小型企业涤荡出清, 能够提供稳定生产的头部优质企业在危机中备受青睐, 资源向以申洲国际为代表的龙头公司集中。2020H1 订单基本稳定, 2020H2 订单中高频、量小的快翻单占比增加, 申洲国际产业链垂直一体化, 生产高效敏捷, 在不确定环境中优势明显。
- 2021-2022 年进入公司产能释放周期, 2021 年产能增速预计在 15% 左右。从长期趋势看, 环保要求日益趋严, 终端消费需求变化速度加快以及消费者对于品质的高要求使得制造商面临的挑战愈加明显, 也加速了品牌商对自己的供应商队伍的整合, 中小供应商与龙头品牌的合作难度较大。

2020 年公司收入增长 1.6% 至 230.3 亿元, 归母净利润+0.2% 至 51.1 亿元, 若剔除零售业务退出影响, 归母净利润同增 2.5%。分客户看, 前四大客户占比 84.6% (同比提升 1.8PCT), 耐克/优衣库/阿迪达斯/彪马增速分别 -9.0%/+27.0%/-0.1%/+4.7%, 占比 26.8%/24.8%/21.8%/11.2%, 其他客户中,

以安踏、李宁为首的国内运动品牌的份额和增速也在不断提高。

图表 22: 申洲国际分客户收入拆分 (亿元, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nike	33.9	38.69	52.56	62.59	67.81	61.68
YOY	29.84%	14.13%	35.85%	19.08%	8.33%	-9.03%
收入占比	26.82%	25.62%	29.73%	29.87%	29.92%	26.78%
Uniqlo	31.37	33.68	36.97	38.7	45.01	57.2
YOY	34.52%	7.36%	9.77%	4.67%	16.32%	27.01%
收入占比	24.82%	22.31%	20.91%	18.47%	19.86%	24.83%
Adidas	27.38	34.22	36.09	39.9	50.36	50.31
YOY	15.66%	24.97%	5.48%	10.54%	26.22%	-0.11%
收入占比	21.66%	22.66%	20.41%	19.04%	22.22%	21.84%
Puma	10.92	13.19	17.22	21.19	24.56	25.7
YOY	-9.31%	20.78%	30.58%	23.02%	15.90%	4.74%
收入占比	8.64%	8.74%	9.52%	10.11%	10.84%	11.17%
前四大客户合计	103.57	119.78	142.85	162.37	187.74	194.89
收入占比	81.90%	79.30%	79.00%	77.50%	82.83%	84.62%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 结论及投资建议

经分析我们认为, 当前行业在产品端正在经历着产品科技提升和设计更加年轻和创新的变革, 并在产品的带动下对供应链系统的高质、高效和稳定能力提出了更高的要求, 因此拥有强劲的研发实力、丰富的时尚和设计资源以及对供应链有着强管控能力的服饰品牌公司和具备优势供应能力的制造公司将会脱颖而出。

在标的的选择上我们推荐具备强零售管理能力的品牌商和长期竞争力明显的龙头制造商【申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏】, 对应 2021 年 PE 分别为 35/43/57/23 倍; 推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【地素时尚、比音勒芬】, 对应 2021 年 PE 分别为 12/18 倍; 推荐品牌形象年轻化, 龙头羽绒服品牌地位稳固的【波司登】, 对应 20/21 年 PE 为 21 倍; 推荐柔性供应链效果显著【太平鸟、森马服饰】, 对应 21 年 PE 分别为 25/20 倍。

4. 风险提示

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

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

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

免责声明

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

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

分析师声明

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

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com