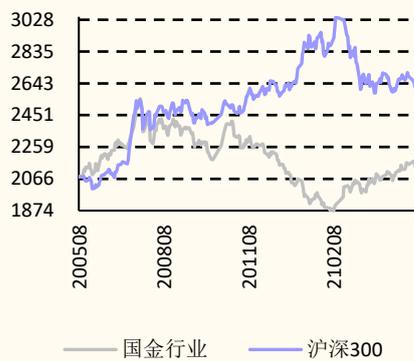


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2143
沪深 300 指数	4996
上证指数	3419
深证成指	13934
中小板综指	12294



相关报告

- 1.《纺服周报-体育品牌 Q1 业绩向好, 关注疫情反复影响》, 2021.4.28
- 2.《纺织服装周报-21Q1 基数效应影响较大, 甄选扩份额优质标的》, 2021.4.20
- 3.《业绩复苏、低估值、迎国产替代契机, 看好品牌服饰三大投资主线》, 2021.3.29
- 4.《新疆棉遭抵制激发国货消费热情, 看好国产服饰龙头崛起》, 2021.3.25
- 5.《体育服饰行业深度: 聚焦黄金赛道, 发掘国产体育品牌机会》, 2021.3.21
- 6.《纺服月报-2 月出口及线上销售亮眼, 棉价加速上行》, 2021.3.7

lijie6@gjzq.com.cn

1Q21 业绩大幅修复, 看好行业疫后时代表现

行业观点

- **品牌服饰总体: 疫情影响减淡逐季复苏, 1Q21 业绩大幅回升。**服装品类因渠道以线下为主、受疫情影响较大, 疫后反弹力度亦较大、1Q21 相较其它消费品类表现较优。20 年板块 (A+H 股重点公司 52 家) 收入/净利分别-15%/-23%, 同时毛利率降、费用率升、存货及应收账款周转放缓、运营压力加大。但自 2Q20 后呈现逐季改善趋势、且改善幅度不断加大, 至 1Q21 在低基数下业绩同比实现大幅增长, 板块(A 股重点公司 38 家)收入/净利分别同+11%/+267%, 相较 1Q19 业绩虽仍为负增长、尚未恢复至疫情前水平, 但现金流表现良好, 部分盈利与营运指标已完成修复。
 - **品牌服饰结构分析: 1) 分行业: 20 年箱包、户外由于与出行消费强相关受损严重, 运动服饰业绩维持正增长、景气程度较高; 1Q21 除箱包、户外仍处于调整、其他行业均现显著复苏, 各项指标有所好转。2) 分公司: 随着行业逐步改善, 越来越多公司业绩出现复苏, 其中太平鸟、比音、地素、报喜鸟较早于 2Q20 实现业绩增速回正、并在之后的几个季度持续复苏; 1Q21 太平鸟、比音、地素、锦泓、富安娜、罗莱、水星、报喜鸟业绩相较 1Q19 已实现正增长, 其中太平鸟、锦泓、报喜鸟增速亮眼。3) 分渠道: 疫情期线上驱动特征明显, 疫后线下逐步恢复、1Q21 增速显著提升。**
 - **纺织制造: 受益内需+出口回暖及棉价上行, 1Q21 业绩已恢复至疫情前水平。1) 板块总体: 20 年受到疫情影响, 板块 (A+H 股重点公司 50 家) 收入/净利分别-6%/-26%, 从 20 年下半年逐渐恢复, 1Q21 板块 (A 股重点公司 46 家) 收入/净利分别同+21%/+89%, 相较 19 年同期+19%/+12%, 已恢复至疫情前水平且向上趋势显著, 主要受益于下游需求回暖及出口增速回升。疫情期费用刚性导致净利率承压, 但随着疫情缓解及棉价上涨, 盈利能力明显改善。2) 分行业及公司: 20 年多数细分板块及公司业绩承压, 仅无纺布受益于防疫物资需求提升业绩增速较高, 鞋服制造的申洲、华利等龙头表现相对稳健; 1Q21 受益于棉价上涨、棉纺织企业利润大幅提升, 无纺布由于基数较高、增速放缓。**
- 投资建议**
- **品牌服饰:** 我们继续看好在 20 年报、21 年一季报中交出优异答卷的品牌服饰龙头, 主要包括: 1) 一季度流水超预期, 中长期来看高景气、竞争壁垒深厚, 直接受益于国货消费热情提升的港股运动服饰龙头, 如安踏体育、李宁等。2) 业绩快速复苏, PEG 折价、疫情期间业绩受损, 疫后业绩率先竞品复苏的低估值的 A 股国产服饰龙头。3) 疫情影响下乔迁、婚育等活动推迟, 家纺消费需求大量延滞, 有望在 2021 年集中释放, 利好低估值国产家纺龙头。
 - **纺织制造:** 建议关注受益于需求端下游运动服饰赛道高景气、且前瞻性开展全球化产能布局、顺应产业转移趋势向东南亚等低成本地区转移、同时强化国内自动化生产、具有长期竞争优势的运动鞋服制造龙头; 同时亦推荐关注受益于棉价上涨的棉纺织龙头。
 - **风险提示:** 新冠疫情影响销售、汇率波动风险、棉价下跌风险等。

内容目录

1、品牌服饰行业：疫情影响减淡逐季复苏，1Q21 业绩大幅回升.....	4
1.1、行业概览：服装品类受疫情影响较大，疫后反弹力度亦较大.....	4
1.2、板块整体表现：逐季修复趋势凸显，1Q21 业绩大幅回弹.....	4
1.3、细分板块与公司表现：运动服饰赛道维持快速增长，优质龙头复苏进度较快.....	8
1.3.1、分行业讨论：运动服饰赛道维持高景气，出行相关品类受损严重.....	8
1.3.2、分公司讨论：优质龙头增速率先回正，1Q21 线下渠道改善明显.....	10
2、纺织制造行业：无纺布受益业绩提升，棉价上涨拉动毛利率改善.....	13
2.1、行业重要影响因素变化：1Q21 出口增速提升，棉价继续上行.....	13
2.2、板块整体表现：出口、内需回升叠加棉价上行推动 1Q21 板块景气度抬升.....	15
2.3、细分板块与公司表现：疫情下无纺布企业高增，龙头纺企 1Q21 利润改善.....	17
2.3.1、分行业：20 年无纺布显著受益防疫需求提升，棉价上行推动棉纺企 1Q21 利润改善.....	17
2.3.2、分公司：重点公司 1Q21 改善显著，无纺布板块 2020 年表现突出.....	18
3、业绩总结与投资建议.....	19
3.1、品牌服饰行业.....	19
3.2、纺织制造行业.....	19
4、风险分析.....	19
附录.....	20

图表目录

图表 1：社会消费品与服装零售总额增速（%）.....	4
图表 2：1Q21 各消费品类零售额同比增幅（%）.....	4
图表 3：A+H 股服装合计营业收入增速（亿元，%）.....	5
图表 4：A 股服装分季度营业收入增速（亿元，%）.....	5
图表 5：A+H 股服装合计净利润增速（亿元，%）.....	5
图表 6：A 股服装分季度净利润增速（亿元，%）.....	5
图表 7：A+H 股平均毛利率（%）.....	6
图表 8：A 股分季度平均毛利率（%）.....	6
图表 9：A 股公司期间费用率情况（%）.....	6
图表 10：A 股公司分季度期间费用率情况（%）.....	6
图表 11：A+H 股净利率变动情况（%）.....	7
图表 12：A 股分季度净利率变动情况（%）.....	7
图表 13：A+H 股服装平均存货周转天数.....	7
图表 14：A+H 股服装平均应收账款周转天数.....	7

图表 15: 品牌服饰行业经营净现金流情况 (亿元)	8
图表 16: 品牌服饰经营净现金流/收入占比情况 (%)	8
图表 17: A+H 股细分行业收入增速	9
图表 18: A+H 股细分行业净利润增速	9
图表 19: A+H 股服装毛利率变动趋势 (%)	9
图表 20: A+H 股服装净利率变动趋势 (%)	9
图表 21: 重点公司收入增速	11
图表 22: 重点公司净利润增速	12
图表 23: 部分重点公司线上线下增速	13
图表 24: 安踏体育、李宁分季度、分渠道流水增速	13
图表 25: 纺织品出口同比增速	14
图表 26: 服装出口同比增速	14
图表 27: 国内棉价变动趋势	14
图表 28: 国际棉价变动趋势	14
图表 29: A+H 股纺织上市公司营收及增速 (亿元, %)	15
图表 30: A 股纺织公司分季度营收及增速 (亿元, %)	15
图表 31: A+H 股纺织制造上市公司净利及增速	16
图表 32: A 股纺织制造公司分季度净利及增速	16
图表 33: A+H 股平均毛利率 (%)	16
图表 34: A 股分季度平均毛利率 (%)	16
图表 35: A+H 股平均期间费用率 (%)	17
图表 36: A 股分季度期间费用率 (%)	17
图表 37: 纺织制造细分行业分季度收入增速	17
图表 38: 纺织制造细分行业分季度净利增速	17
图表 39: 重点公司收入增速	18
图表 40: 重点公司净利润增速	18
图表 41: 品牌服装行业样本公司列表	20
图表 42: 纺织制造行业样本公司列表	20

1、品牌服饰行业：疫情影响减淡逐季复苏，1Q21 业绩大幅回升

1.1、行业概览：服装品类受疫情影响较大，疫后反弹力度亦较大

从行业表现来看，2016-2019 年限额以上服装鞋帽类零售额分别同比增 7%、7.8%、8.0%、2.9%，2017-18 年服装行业消费复苏、零售额增速较高。2019 年受中美贸易摩擦、Q4 天气偏暖等影响，服装行业零售额增速低位波动。

2020H1 受新冠疫情影响，居民减少外出购物，服装零售额同比下降 21.96%，同期社零总额同比下滑 11.76%，服装受到疫情影响大于整体社销、主要系疫情期间居民消费以必需品类为主，服装等可选品类消费较为疲软；2020H2 随着疫情防控常态化、门店恢复经营，服装消费显著复苏，且修复弹性相对较大，同比增加 4.15%，增速较社零总额高出 2.63pct。

1Q21 随着疫情影响减弱、疫苗落地，服装零售额同比增长 51.03%，在节假日促销、换新需求刺激、低基数因素共同推动下大幅修复，弹性显著高于社零总额同比增 17.13pct 的表现。与其他消费品类相比表现较优，仅次于金银珠宝以及汽车品类，明显好于食品、饮料、日用品等必选消费板块、以及家电、家具等可选消费板块。

图表 1：社会消费品与服装零售总额增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：1Q21 各消费品类零售额同比增幅 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

1.2、板块整体表现：逐季修复趋势凸显，1Q21 业绩大幅回弹

我们统计了品牌服饰行业分属于 11 个子行业的 A 股合计 38 家公司、H 股 14 家公司、A+H 股合计 52 家公司（见附录图表 41，其中 20Q1 业绩、期间费用率只统计 A 股公司，由于财报截止日不同 20 年数据均不含波司登、江南布衣）作为代表，对行业主要公司 2020 年及 1Q21 业绩进行了总结梳理。

■ 收入、净利端：收入、净利逐季改善，21Q1 大幅回弹

收入方面，2012-16 年服装行业处于调整期（解决消化高库存、高终端价格、渠道变迁等问题），2017 年至 1H18 行业出现复苏，收入增速回升，2H18 以后受宏观经济下行压力、中美贸易摩擦、4Q19 天气偏暖、整体终端零售环境疲软等影响，行业增速放缓。

2020 年服装行业在疫情影响消费疲软、商场客流量大幅下降等因素影响下收入下降，A+H 上市公司收入合计为 2024.96 亿元、同比下降 14.51%。其中 1Q20-4Q20 收入变动幅度分别为 -30.06%、-23.38%、-20.54%、-8.82%，随着疫情得到控制，居民线下消费改善、门店恢复经营，收入逐渐改善，但同比仍下滑。

1Q21 服装行业 A 股上市公司合计收入为 298.94 亿元、同比增加 10.53%，在疫苗落地、消费复苏、服装换季需求等因素推动下恢复正增长，但相较 19 年收入仍下滑 22.69%，尚未恢复至疫情前水平。

图表 3: A+H 股服装合计营业收入增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所 (由于财报截止日不同, 2020 年收入不含波司登、江南布衣)。

图表 4: A 股服装分季度营业收入增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

利润方面, 2017 年以来品牌服饰行业复苏、净利实现高个位数正增长, 2018 年随着下半年零售环境转弱、企业盈利能力变差, 净利润同比下滑 5.74%。2019 年行业收入增速再次放缓, 且部分公司如贵人鸟、摩登大道、拉夏贝尔等计提资产减值导致出现大幅亏损, 行业净利降幅扩大到 22.19%。

2020 年疫情影响下服装上市公司业绩大幅下滑, A+H 股上市公司实现净利润 152.97 亿元、同比下降 23.29%, 其中 1Q20-4Q20 净利润变动幅度分别为 -74.91%、-36.17%、-59.72%、+91.74%, 四季度业绩大幅反弹, 向上修复趋势明显。

1Q21 服装 A 股上市公司合计净利润为 35.41 亿元、同比增加 267.62%, 业绩大幅修复, 环比 4Q20 增速进一步提升, 但相较 1Q19 仍同比下滑 7.77%, 仍未恢复至疫情前水平。

图表 5: A+H 股服装合计净利润增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所 (由于财报截止日不同, 2020 年净利润不含波司登、江南布衣; 由于数值波动较为异常, 剔除*ST 拉夏、达芙妮国际、新秀丽数据)

图表 6: A 股服装分季度净利润增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所 (因缺少历史分季度数据, 剔除欣贺股份、真爱美家)

■ 盈利能力: 2020 年毛、净利率下滑, 1Q21 明显改善

毛利率方面，2016-2017年毛利率（以行业内所有样本公司毛利额合计/营业收入合计计算）同比基本持平，2018年服装公司库存压力缓解、周转速度提升，且安踏体育、李宁等龙头公司毛利率显著增长，带动整体毛利率同比回升，2019年受行业较为低迷影响，毛利率同比下降。

2020年疫情导致上市公司产品售罄率降低、折扣率加大，毛利率同比减少2.08pct，其中1Q20-4Q20平均毛利率分别为33.35%、34.3%、32.93%、32.49%，分别同比变动-0.92、-1.52、-1.37、-1.21pct，毛利率主要受到关店收入减少、品牌商为促销提升折扣率等影响较大。

1Q21服装行业平均毛利率为34.75%、同比提升1.40pct，相较19年同比提升0.48pct，受益于新品上市平均单价提升、库存压力减轻、库龄结构优化，毛利率显著改善。

图表 7: A+H 股平均毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: A 股分季度平均毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

费用率方面，2017-2019年行业期间费用率持续提升，期间费用总额持续增长且增幅高于收入，显示行业整体增速较为疲软背景下竞争激烈，企业经营难度加大、需要投入更多资源来实现收入增长（如员工工资、店铺租金、打折促销活动、店铺装修、线上流量费、广告宣传费等增加）。

2020年受疫情影响，多数企业减少广告营销、店铺装修等投入，期间费用同比减少，但收入下滑幅度较大导致期间费用率同增2.01pct至29.10%。1Q21期间费用率同比下降3.61pct，主要系公司收入大幅回升所致。

图表 9: A 股公司期间费用率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: A 股公司分季度期间费用率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

净利率方面，2016-17 年服装行业上市公司净利率处于高位，2018 年行业毛利率提升，但受费用率提升、部分公司计提大额减值影响，净利率同比下滑。2019 年服装需求持续低迷、毛利率下降，费用率提升且部分公司亏损严重，拖累净利率表现。2020 年受疫情影响净利率同比减少 5.64pct，1Q21 净利率有所回升，同比提升 2.76pct，但相较 19 年仍下滑 1.90pct，尚未修复至疫情前水平。

图表 11: A+H 股净利率变动情况 (%)



图表 12: A 股分季度净利率变动情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 营运能力: 现金流韧性凸显, 存货、应收周转显著改善

2017-18 年随着行业复苏趋势出现, 存货周转速度持续改善, 品牌商库存压力得到缓解。18H2 以后终端零售逐渐转弱, 2019 年服装行业收入增速放缓, 存货周转表现滞后于收入端, 2019 年 A 股、A+H 股服装公司平均存货周转天数同比增加 2.60、5.30 天, 周转速度放缓。

2020 年受疫情影响, 服装企业库存压力加大, A 股服装公司平均存货周转天数同增 7.16 天至 195.29 天。1Q21 周转效率提升, 存货周转天数大幅下降 81.62 天至 215.09 天, 且同比 19 年下降 3.87 天, 已恢复至疫情前水平。

应收账款方面, 2017 年随着行业现复苏、周转同比有所加快, 但 18-19 年受终端消费疲软影响应收账款周转速度持续放缓, 经销商运营压力加大。2020 年受疫情影响应收账款周转天数同增 3.65 天至 49.14 天, 1Q21 应收周转天数同比下降 7.43 天至 44.62 天, 周转效率显著改善, 但尚未恢复至 19 年水平。

图表 13: A+H 股服装平均存货周转天数



图表 14: A+H 股服装平均应收账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所 (1Q21 不含 H 股数据)

来源: Wind, 国金证券研究所 (1Q21 不含 H 股数据)

从经营性净现金流表现来看，2017年、2018H1 服装行业消费复苏，上市公司经营现金流好转，经营现金流同比提升，2019年龙头公司带动整体现金流继续好转。

2020年尽管受到疫情影响，但服装板块现金流仍同比增加 26.06%至 333.85 亿元，其中龙头公司安踏体育、李宁、海澜之家、森马服饰等经营净现金流同比大幅增长，显示服装企业抗风险能力较强，在经历行业波动过程中能够保持充足现金流。1Q21 服装 A 股公司经营性净现金流为 25.15 亿元，同比大幅增加 630.68%，较 1Q19 增加 5.39%，已恢复至疫情前水平。

图表 15: 品牌服饰行业经营净现金流情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所 (Q1 数据不含 H 股; 由于南极电商现金净流出集中在一季度, 数据较为异常, 亦剔除其 Q1 数据)

图表 16: 品牌服饰经营净现金流/收入占比情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (Q1 数据不含 H 股; 由于南极电商现金净流出集中在一季度, 数据较为异常, 亦剔除其 Q1 数据)

总结来看，2018-19 年受外部环境冲击影响，服装行业上市公司收入增速持续放缓，2020 年受到疫情影响，收入、利润下滑幅度进一步扩大，但呈现出明显的逐季复苏趋势。1Q21 各项指标同比大幅改善，收入、净利、经营性现金流分别同比提升 10.53%、267.62%、630.68%，毛利率、净利率分别提升 1.40、2.76pct，且存货周转天数、经营性现金流均已恢复至 19 年疫情前水平，经营状况保持健康的同时复苏进度加快，行业向好趋势明显。

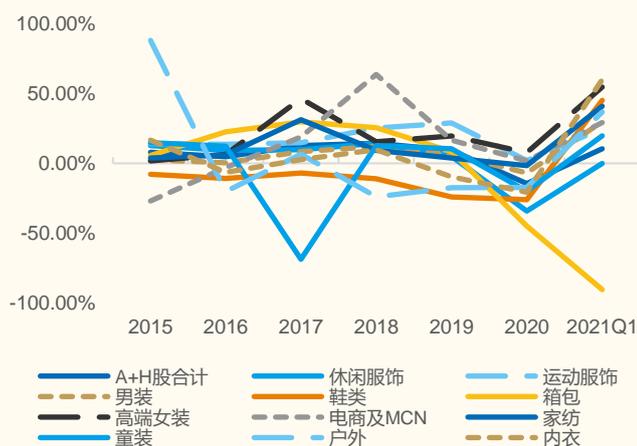
1.3、细分板块与公司表现：运动服饰赛道维持快速增长，优质龙头复苏进度较快

1.3.1、分行业讨论：运动服饰赛道维持高景气，出行相关品类受损严重

2020 年受疫情影响服装各细分行业收入、业绩普遍显著下滑，但逐季改善趋势明显。其中箱包、户外行业由于与出行消费强相关，受损严重，尤其箱包上市公司开润股份业绩大幅下滑，新秀丽严重亏损。运动服饰细分赛道收入、净利均维持正增长，景气度较高，表现显著优于行业总体。

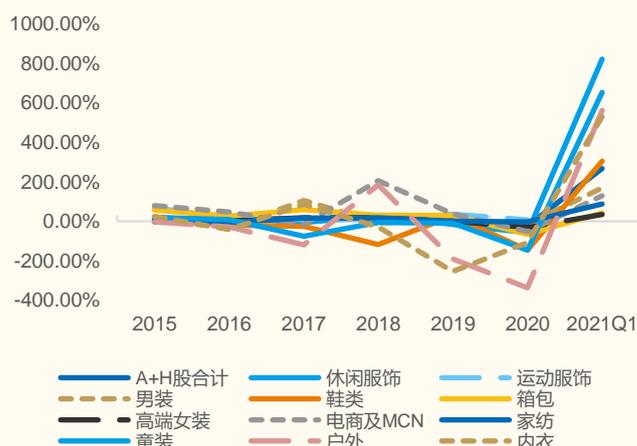
1Q21 各行业收入 (除箱包外)、净利增速环比大幅改善，基本恢复正增长。其中休闲服装 1Q21 净利润提升幅度较大 (+821.9%)，主要受益于森马服饰、太平鸟等龙头 1Q21 业绩大增，以及大众市场消费相对旺盛、春节等假日促销与换季需求；运动服饰上市公司景气度继续，流水高速增长，安踏体育、李宁流水分别同增 40%-50%、80-90%，表现亮眼。

图表 17: A+H 股细分行业收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

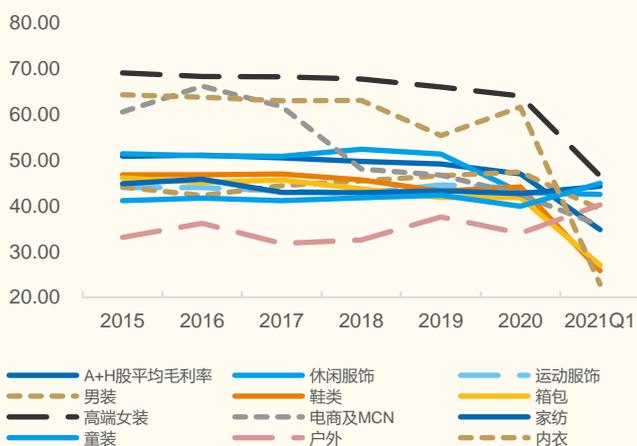
图表 18: A+H 股细分行业净利润增速



来源: Wind, 国金证券研究所

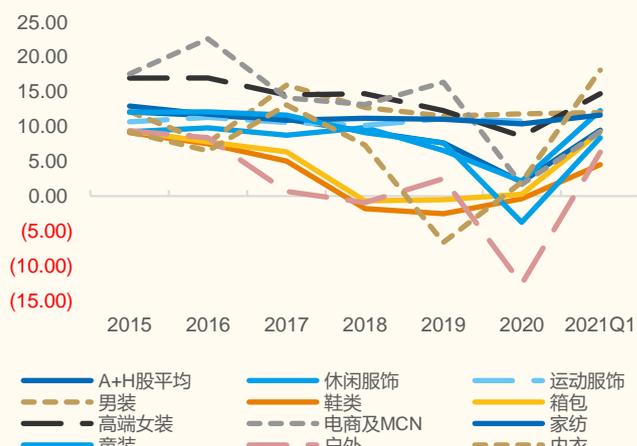
盈利能力方面, 2020 年行业整体毛、净利率均下滑。由于消费者居家时间延长, 家纺、内衣细分行业需求提升, 其毛、净利率仍维持正增长; 运动服饰行业毛利率小幅下滑, 净利率保持提升趋势; 箱包、户外行业疫情期间受损严重, 毛、净利率大幅下降。1Q21 行业盈利能力修复趋势明显, 其中休闲服饰、高端女装毛利率大幅提升, 休闲服饰、内衣净利率提升明显。

图表 19: A+H 股服装毛利率变动趋势 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: A+H 股服装净利率变动趋势 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

具体来看, 2014 年后运动鞋服行业景气度持续较高, 且国内龙头品牌较早进行精细化运营, 具有一定的品牌、渠道、产品优势, 收入持续保持较快增长。运动鞋服行业内部同样出现分化, 安踏体育、李宁、特步国际等优质头部运动鞋服品牌收入增速显著较高, 持续扩张市场份额, 盈利能力同样显著提升, 贵人鸟等企业收入、净利及存货周转速度等指标出现下滑。

休闲服饰龙头业绩修复弹性较大, 自 3Q20 以来逐季复苏, 1Q21 业绩大幅提升。森马服饰、海澜之家、太平鸟等龙头企业疫情期间仍保持健康的营运状况, 现金流充足, 存货规模下降、库龄结构改善, 应收周转速度加快, 为后续业绩持续回弹打下了良好基础。

其他行业方面, 2020 年由于行业竞争激烈、疫情影响较大, 多数服装上市公司收入同比增速放缓或下滑。但受益于品牌调性, 多数高端女装公司盈利能力仍维持较高水平; 疫情下家纺需求相对刚性, 龙头企业表现出较强韧性。1Q21 除箱包、户外行业仍处于调整阶段外, 其他行业均表现出显著复苏趋势, 各项指标有所好转。

1.3.2、分公司讨论：优质龙头增速率先回正，1Q21 线下渠道改善明显

从重点公司情况来看，优质龙头复苏时间较早、业绩回弹幅度较大，且 2020 年上半年主要受线上渠道增长驱动，下半年以来线下增速逐渐回升。

1) 复苏时间上，A 股公司中的太平鸟、比音勒芬、地素时尚、报喜鸟等凭借稳健的经营、优秀的抗风险能力率先于 2Q20 实现收入、净利增速双双回正，并在之后的几个季度持续复苏。

富安娜、七匹狼、南极电商也在 2Q20 实现了收入、净利增长转正，但之后季度表现出现波动，富安娜 4Q20 净利略下滑，七匹狼 3Q20 收入端再次出现下滑、净利端 20 下半年亦出现下滑，南极电商 4Q20 净利出现下滑。

港股公司中的安踏体育、特步、赢家时尚、中国利郎 20 年上半年收入维持正增长。

3Q20 以来，半数以上重点公司收入端恢复正增长，净利端显著修复；1Q21 除受出行市场萎缩影响严重的箱包龙头开润股份外，重点公司收入均实现正增长，行业向上趋势明显。净利润端除 ST 起步外，各公司均实现正增长。

2) 复苏力度上，从最新财报表现看，A 股公司中的森马服饰、海澜之家、太平鸟、朗姿股份、锦泓集团、欣贺股份、罗莱生活、七匹狼、报喜鸟、安奈儿、星期六净利于 1Q21 实现了 100% 以上的同比增幅，业绩显著回弹，收入端亦表现较好。

其中，太平鸟、比音勒芬、地素时尚、锦泓集团、富安娜、罗莱生活、水星家纺、报喜鸟 1Q21 收入、净利相较 19 年同期均已实现正增长，剔除低基数因素业绩表现仍亮眼。再其中，太平鸟、锦泓集团、报喜鸟数据表现突出，相较 19 年同期收入、净利增幅达到 29% 以上。

图表 21: 重点公司收入增速

代码	名称	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	
							同比20Q1	同比19Q1
002563.SZ	森马服饰	23.01%	-33.47%	-26.95%	-26.46%	-5.74%	20.95%	-19.53%
603877.SH	太平鸟	2.80%	-16.78%	25.73%	21.98%	32.32%	93.87%	61.33%
600398.SH	海澜之家	15.09%	-36.78%	-8.36%	-7.30%	-15.36%	42.93%	-9.64%
002832.SZ	比音勒芬	23.70%	-21.85%	7.47%	27.65%	11.60%	44.36%	12.81%
603587.SH	地素时尚	13.23%	-30.11%	10.02%	9.31%	37.82%	61.56%	12.91%
603808.SH	歌力思	7.24%	-34.22%	-37.18%	-14.61%	-14.85%	30.77%	-13.98%
002612.SZ	朗姿股份	12.99%	-18.62%	-4.68%	5.29%	-0.10%	52.27%	23.92%
603518.SH	锦泓集团	-5.59%	-13.12%	-11.81%	9.89%	51.31%	78.86%	55.39%
003016.SZ	欣贺股份	11.65%	-	-	-1.77%	-0.07%	32.95%	-
603839.SH	安正时尚	47.83%	3.16%	20.80%	32.98%	124.50%	44.27%	48.83%
002327.SZ	富安娜	-4.44%	-1.75%	1.16%	4.45%	5.82%	22.70%	20.56%
002293.SZ	罗莱生活	0.98%	-21.76%	-3.34%	11.90%	12.52%	47.96%	15.77%
603365.SH	水星家纺	10.41%	-20.27%	1.55%	1.05%	13.69%	49.81%	19.45%
002397.SZ	梦洁股份	12.80%	-33.93%	-12.81%	-12.89%	-5.55%	37.91%	-8.88%
002029.SZ	七匹狼	3.02%	-29.54%	13.72%	-11.21%	0.83%	39.96%	-1.38%
601566.SH	九牧王	4.53%	-27.51%	-1.84%	-4.90%	9.81%	40.31%	1.71%
002154.SZ	报喜鸟	5.24%	-15.91%	10.23%	20.08%	38.37%	53.91%	29.42%
002875.SZ	安奈儿	9.41%	-27.13%	-21.99%	-3.56%	24.83%	32.41%	-3.51%
603557.SH	ST起步	8.91%	-19.03%	-24.10%	-3.90%	-125.23%	24.31%	0.66%
300577.SZ	开润股份	31.58%	-10.15%	-33.05%	-28.91%	-36.63%	-15.84%	-24.39%
002127.SZ	南极电商	16.52%	-18.52%	17.83%	13.21%	11.15%	21.05%	-1.36%
002291.SZ	星期六	36.95%	-20.74%	25.75%	2.86%	6.93%	49.24%	18.29%
2020.HK	安踏体育	40.78%	0.20%		8.88%		-	-
2331.HK	李宁	31.95%	-0.97%		8.66%		-	-
1368.HK	特步国际	28.19%	10.06%		-7.02%		-	-
3998.HK	波司登	17.40%	5.19%		-		-	-
3306.HK	江南布衣	17.25%	5.33%		-27.42%		-	-
3709.HK	赢家时尚	64.56%	49.85%		18.85%		-	-
1234.HK	中国利郎	15.49%	49.85%		18.85%		-	-

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 1) 波司登、江南布衣收入、净利 20 年上半年亦实现正增长, 但考虑到波司登财年截止日为 3.31 日, 江南布衣财年截止日为 6.30, 与其他公司不可比, 不纳入讨论;

2) 森马服饰若剔除剥离 K 公司影响, 1Q21 收入、归母净利润较 20Q1 分别同增 50%、201.7%;

3) 安正时尚 2020 年收入增速较高主要系电商代运营业务增长较快 (+78.33%)、收购上海蛙品所致, 未纳入讨论。

图表 22: 重点公司净利润增速

代码	名称	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	
							同比20Q1	同比19Q1
002563.SZ	森马服饰	-8.52%	-94.96%	-98.90%	-66.79%	143.61%	1916.78%	1.63%
603877.SH	太平鸟	-3.50%	-89.89%	146.73%	153.40%	16.77%	2222.25%	134.82%
600398.SH	海澜之家	-7.07%	-75.59%	-28.78%	-30.20%	-16.80%	185.33%	-30.35%
002832.SZ	比音勒芬	39.13%	-25.27%	45.94%	36.38%	37.16%	55.09%	15.90%
603587.SH	地素时尚	8.75%	-37.44%	22.04%	25.77%	7.33%	60.14%	0.18%
603808.SH	歌力思	-2.31%	173.26%	-81.60%	-6.60%	27.19%	-61.60%	4.93%
002612.SZ	朗姿股份	-72.07%	-106.02%	-99.18%	-22.24%	193.60%	1209.16%	-33.28%
603518.SH	锦泓集团	-60.10%	-95.48%	-126.37%	-18224.92%	273.38%	15661.80%	612.36%
003016.SZ	欣贺股份	17.76%	-	-	-26.77%	-13.92%	139.45%	-
603839.SH	安正时尚	7.67%	-23.85%	-86.58%	-49.52%	161.08%	1.82%	-22.46%
002327.SZ	富安娜	-6.72%	-5.95%	23.55%	18.02%	-7.42%	21.52%	14.30%
002293.SZ	罗莱生活	2.16%	-50.66%	52.78%	29.25%	18.58%	156.15%	26.40%
603365.SH	水星家纺	10.69%	-45.38%	-8.55%	-2.65%	0.46%	91.12%	4.39%
002397.SZ	梦洁股份	1.19%	-46.63%	-41.21%	-236.36%	255.16%	12.55%	-39.93%
002029.SZ	七匹狼	0.29%	-145.89%	108.42%	-52.33%	-0.07%	253.49%	-29.57%
601566.SH	九牧王	-30.64%	-76.67%	162.46%	25.50%	979.10%	56.76%	-63.43%
002154.SZ	报喜鸟	305.28%	-28.60%	149.14%	141.19%	168.98%	177.89%	98.41%
002875.SZ	安奈儿	-49.49%	-101.98%	-242.78%	15.17%	-242.27%	4899.90%	-4.94%
603557.SH	ST起步	-21.13%	-33.11%	-42.04%	-44.89%	-4222.62%	-46.58%	-64.27%
300577.SZ	开润股份	30.09%	-29.79%	-52.55%	-144.01%	-19.61%	41.81%	-0.43%
002127.SZ	南极电商	36.06%	5.28%	14.39%	34.90%	-22.84%	4.28%	9.79%
002291.SZ	星期六	3260.82%	-330.15%	-238.58%	-121.39%	203.35%	119.06%	-56.12%
2020.HK	安踏体育	30.25%	-33.22%		22.46%		-	-
2331.HK	李宁	109.59%	-14.05%		44.18%		-	-
1368.HK	特步国际	10.84%	-46.45%		0.18%		-	-
3998.HK	波司登	22.61%	41.84%		-		-	-
3306.HK	江南布衣	18.14%	12.87%		-180.05%		-	-
3709.HK	赢家时尚	48.70%	-12.83%		26.12%		-	-
1234.HK	中国利郎	8.12%	-30.78%		-31.95%		-	-

来源: Wind, 国金证券研究所

- 注: 1) 波司登、江南布衣收入、净利亦实现正增长, 但考虑到波司登财年截止日为 3.31 日, 江南布衣财年截止日为 6.30, 与其他公司不可比, 不纳入讨论;
2) 森马服饰若剔除剥离 K 公司影响, 1Q21 收入、归母净利润较 20Q1 分别同增 50%、201.7%;
3) 歌力思 1Q21 净利润下滑幅度较大, 主要系 20Q1 出售百秋网络获得大额投资收益, 基数偏高所致, 相比 1Q19 净利已恢复正增长。

3) 分渠道贡献方面, 1H20 由于疫情影响居民外出减少, 线下门店关闭, 重点公司积极开展线上新零售, 发力电商渠道, 收入增长主要受到线上渠道驱动。2H20 随着疫情防控常态化, 线下门店恢复经营, 客流恢复, 线下渠道收入增速逐渐回升。

1Q21 线下增速显著提升: A 股方面, 太平鸟、锦泓集团线下渠道逐渐复苏, 于 2020H2 恢复正增长, 并于 1Q21 实现大幅增长; 港股方面, 环比 4Q20 安踏品牌线下流水增速由单位数增加至 35-40% 增长, FILA 品牌实现 80% 以上线下增长, 李宁品牌由 10-20% 低段增加至 80-90% 低段增长, 恢复速度超预期。

图表 23: 部分重点公司线上线下增速

公司	渠道	2019	2020H1	2020H2	2021Q1
太平鸟	线上	15.78%	25.64%	18.53%	51.70%
	线下	-1.41%	-10.42%	32.63%	120.67%
锦泓集团	线上	0.96%	124.78%	48.66%	33.08%
	线下	-6.95%	-33.46%	33.17%	105.04%
歌力思	线上	11.44%	162.24%	75.51%	39.66%
	线下	1.50%	-41.19%	-3.51%	73.43%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 安踏体育、李宁分季度、分渠道流水增速

		2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1
安踏体育	安踏品牌	20-25%负增长	低单位数	低单位数	低单位数	40-45%
	大货	20%+负增长	负低单位数	正增长	低单位数	35-40%
	儿童	25%+负增长	单位数增长	低双位数	低单位数	45-50%
	电商	中单位数增长	40%以上增长	近 50%	正增长	60%+
	FILA	中单位数负增长	10-20%	20-25%	25-30%	75-80%
	classic	20%+负增长	中单位数		中双位数	80%+
	fusion	正增长	70%以上增长	双位数	50%+	150%
	kids	低单位数负增长	30%以上增长		20%+%	100%
	电商	150%	90%	80%	70-80%	40%
	其他品牌	高单位数负增长	25-30%	50-55%	55-60%	115-120%
李宁	全渠道零售流水	10-20%高段下滑	中单位数下滑	中单位数增长	10-20%中段增长	80-90%高段
	线下	20-30%低段下滑	10%-20%高段下滑	低单位数下降	10-20%低段增长	80-90%低段
	零售	30-40%中段下滑	10%-20%低段下滑	持平	中单位数增长	90-100%低段
	批发	10-20%高段下滑	高单位数下滑	低单位数下降	10-20%低段增长	80-90%低段
	电商	10-20%低段增长	20%-30%中段	40%-50%低段增长	30-40%中段增长	100%

来源: 公司公告, 国际证券研究所

2、纺织制造行业: 无纺布受益业绩提升, 棉价上涨拉动毛利率改善

2.1、行业重要影响因素变化: 1Q21 出口增速提升, 棉价继续上行

从出口数据来看, 2017-18 年我国纺织服装出口同比增速有所提升, 2018H2-2019 年中美贸易摩擦持续反复, 纺织服装出口受到影响, 增速处于低位。

2020 年初受全球肺炎疫情蔓延影响, 纺织行业工厂开工延后, 且国外品牌商出现订单取消、推迟, 我国纺织、服装出口同比均有下滑。自 2020 年 3 月以来, 由于海外疫情爆发, 我国过防疫物资出口增加, 叠加海外受疫情影响严重促部分海外订单回流, 带动纺织品出口增速恢复正增长, 并维持较高增速, 1Q21 增速进一步提升; 服装出口 2020 年持续下滑, 1Q21 受益于疫情影响减弱、消费复苏, 增速转正。1Q21 我国纺织、服装出口金额分别同比增加 40.3%、47.7%, 向上趋势显著。

图表 25: 纺织品出口同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 服装出口同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

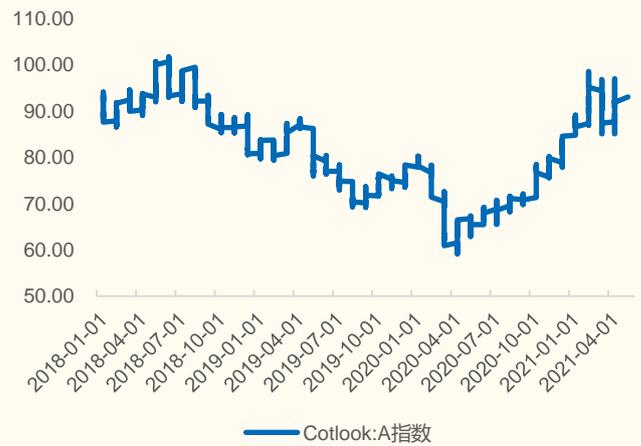
从棉价表现来看, 2019 年至 2020 年初, 受到中美贸易战、疫情的影响, 国内棉价下跌, 2020 年 3 月跌至最低点 (10280 元/吨)。2020 年 4 月, 随着下游需求逐渐恢复、出口转好等利好因素出现, 棉花价格出现向上拐点, 并于 10 月向上快速拉升, 至 11 月恢复稳步向上, 2021 年 2 月再次快速向上拉升, 中国棉花价格指数 (328) 2 月涨幅约 8.63%, 国际棉花指数 (Cotlook:A) 2 月涨幅约 8.87%。3 月随着美元走强以及缺乏利好消息的推动, 棉价小幅下调, 至 4 月棉价再次恢复上行, 主要受益于需求端印度疫情失控, 市场预期订单回流。

图表 27: 国内棉价变动趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 国际棉价变动趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

我们认为本轮棉价上涨的主要影响因素包括消费需求持续复苏、供给缺口扩大以及宏观流动性宽松刺激等因素。目前从产能端来看, 国内棉花主产区新疆 4 月出现降雪降温天气, 导致部分播种工作推迟, 预计减产, 供给缺口加大; 需求端来看, 下游服装企业复苏势头强劲; 宏观层面来看, 市场预期央行将释放流动性, 棉纺企业资金压力将有望减轻, 支撑棉花原料采购。因此, 我们认为当前棉价仍具备上涨条件。

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

2.2、板块整体表现：出口、内需回升叠加棉价上行推动 1Q21 板块景气度抬升

我们统计了纺织制造行业 A 股分属于 12 个子行业的 46 家公司、H 股 4 家公司（见附录图表 42，20Q1 仅统计 A 股纺织公司数据）。

■ 收入、净利端：疫情影响 2020 年收入、净利下滑，1Q21 显著改善

2017-18 年样本公司合计收入增速较为稳定、龙头扩张市场份额，2019 年合计实现收入 2057.38 亿元、同比下降 0.49%，增速下滑主要由于行业出口和内销均存压力，其中内销方面，国内服装消费需求持续疲软；出口方面，2019Q4 前中美贸易摩擦加剧、美方将全部纺织服装出口产品纳入加征关税范围，海外品牌客户下单积极性减弱、出口企业接单情况变差。

2020 年中美达成贸易协议、贸易摩擦缓和，但 2 月后新冠肺炎疫情出现并在全球蔓延，国内纺织制造工厂多数停工时间同比延长，下游品牌商订单出现推迟、取消的情况，收入同比下滑。A+H 股纺织制造公司 2020 实现收入 2086.05 亿元、同降 5.78%，其中 Q1-Q4（不含 H 股）分别变动-1.12%、-4.89%、+25.13%、+5.22%，下半年收入改善。

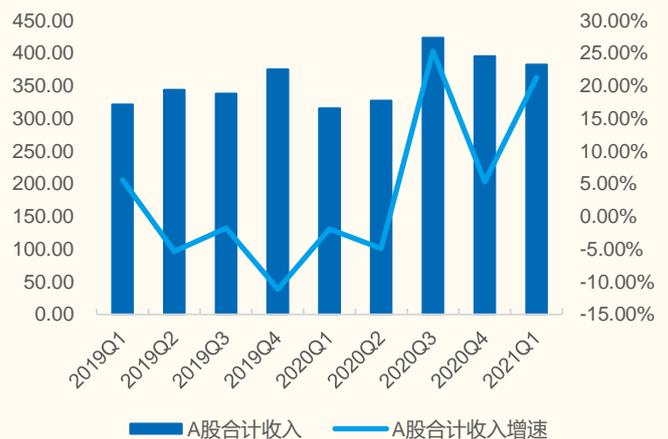
1Q21 随着下游消费大幅复苏、纺织服装出口恢复正增长等因素，上市公司收入有所回升，同比增加 21.32%至 383.2 亿元，相较 19 年增加 18.75%，已恢复至疫情前水平且向上趋势显著。

图表 29: A+H 股纺织上市公司营收及增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: A 股纺织公司分季度营收及增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

净利润方面，2017-2018 年由于棉价高位企稳使得企业用棉成本上升，且人民币升值不利于出口，纺织公司净利润增速下降。2019 年受下游订单低迷影响，纺织行业公司实现净利 154.69 亿元，同比增加 6.17%，相较 18 年增速提升，但仍低于 2017 年。

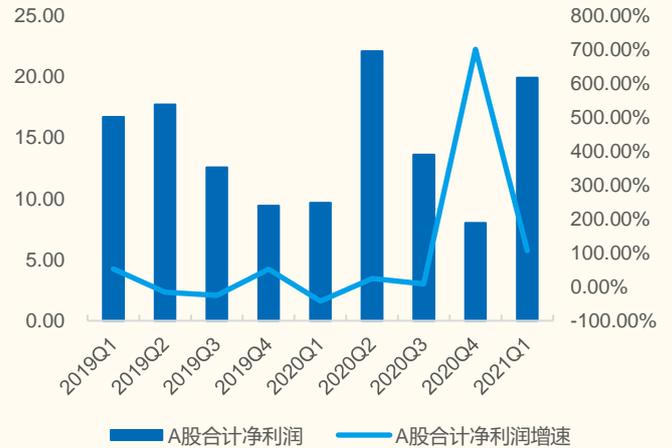
2020 疫情发生后纺织企业部分成本、费用较为刚性，合计净利同比下滑 26.44%至 113.79 亿元。1Q21 由于疫情影响减淡、随着下游消费大幅复苏、纺织服装出口增速提升，行业显著复苏，净利润同比增加 88.57%至 20.28 亿元，较 19 年同比增加 12.25%，已恢复至疫情前水平且向上趋势显著。

图表 31: A+H 股纺织制造上市公司净利及增速
(亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: A 股纺织制造公司分季度净利及增速
(亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 盈利能力: 2020 年毛、净利率下滑, 1Q21 明显改善

毛利率方面, 2015-18 年纺织企业毛利率基本保持稳定。2019 年受中美贸易摩擦等影响, 行业毛利率同比有所下滑。2020 疫情发生后多数纺织公司出现订单取消、工厂停产时间延长, 毛利率同比下滑, 纺织板块整体毛利率同比下滑 0.98pct 至 18.96%。

1Q21 由于棉价大幅上涨, 上游棉花原材料储备较多的棉纺织企业毛利增长, 叠加消费复苏、出口恢复、疫情影响减淡, 纺织板块整体毛利率环比提升 4.69pct 至 19.70%, 但同比 1Q20、1Q19 分别仍有 0.74pct、0.41pct 下滑。

图表 33: A+H 股平均毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: A 股分季度平均毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

费用率方面, 2016-18 年纺织行业期间费用率保持稳定, 2019 年由于收入同比下滑、部分费用较为刚性导致费用率提升。2020 年疫情影响收入下滑, 而纺织公司部分费用较为刚性, 期间费用率同增 2.18pct 至 28.26%。1Q21 费用率同比减少 2.86pct 至 15.15%, 较 19 年减少 0.84pct, 受益于收入回升显著改善。

图表 35: A+H 股平均期间费用率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: A 股分季度期间费用率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

净利率方面, 2018 年纺织制造行业净利率下滑, 主要由于 ST 中绒出现大幅亏损, 2019 年净利率基本保持稳定。2020 年受疫情影响纺织公司净利率同降 2.03pct 至 4.46%, 主要由于疫情影响下费用率提升等所致。1Q21 纺织公司净利率为 4.59%、同比提升 2.37pct、明显恢复, 但相较 19 年下滑 2.32pct。

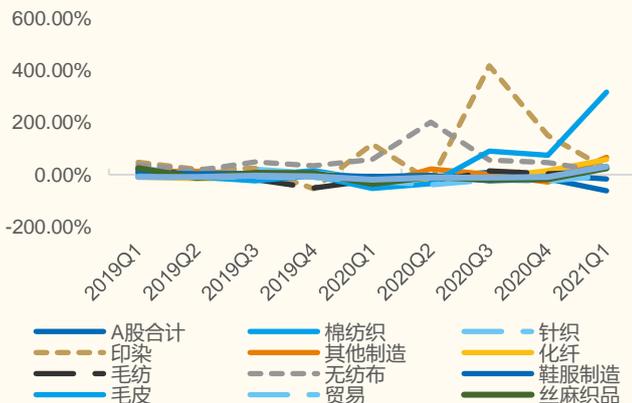
2.3、细分板块与公司表现: 疫情下无纺布企业高增, 龙头纺企 1Q21 利润改善

2.3.1、分行业: 20 年无纺布显著受益防疫需求提升, 棉价上行推动棉纺企 1Q21 利润改善

从 A+H 股主要细分行业表现来看, 2020 年疫情影响下板块内部收入增长分化, 多数公司收入同比下滑。无纺布板块收入、净利增速相对较高, 主要系受益于口罩、防护服、消毒湿巾等防疫物资需求提升。

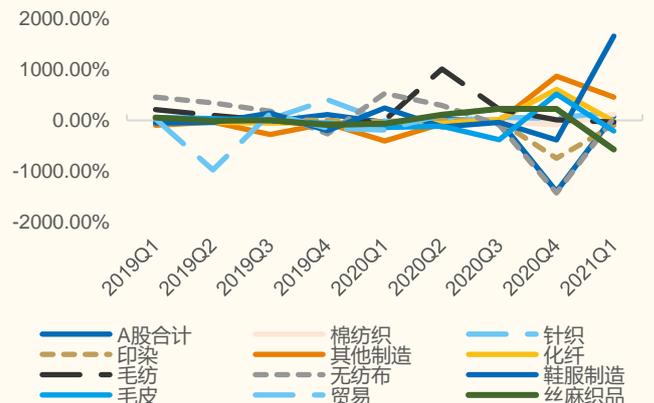
1Q21 由于大宗商品价格上涨, 化纤、棉纺企业利润大幅提升; 毛皮板块收入、净利则主要受到巨星农牧业绩拉升出现异常抬升; 无纺布板块由于 1Q20 基数较高, 增速放缓。

图表 37: 纺织制造细分行业分季度收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 纺织制造细分行业分季度净利增速



来源: Wind, 国金证券研究所

1Q21 板块整体复苏趋势良好, 多项指标已恢复至 19 年疫情前水平。分板块来看, 除无纺布、棉纺织板块分别受益于防疫物资需求提升、棉花价格上涨, 业绩恢复较快外, 鞋服制造板块内的申洲国际、华利集团、晶苑国际等运动鞋

服代工龙受益于下游的高景气度表现亦较为稳健。毛皮板块受巨星农牧业绩拉动明显，其余板块仍呈现收入、净利下滑趋势。

2.3.2、分公司：重点公司 1Q21 改善显著，无纺布板块 2020 年表现突出

从重点公司情况来看，无纺布龙头企业受益于防疫物资需求，2020 上半年业绩大增，表现突出，全年增长靓丽，1Q21 由于基数较高增速有所放缓，其余重点公司 1Q21 业绩表现显著好于 2020 年同期，其中百隆东方、诺邦股份、欣龙控股收入、净利均好于 1Q19。

图表 39：重点公司收入增速

代码	名称	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	
							同比20Q1	同比19Q1
601339.SH	百隆东方	3.73%	-10.15%	-5.82%	-9.13%	18.48%	37.64%	23.67%
002042.SZ	华孚时尚	11.04%	-36.66%	-12.51%	-16.41%	15.76%	67.28%	5.96%
000726.SZ	鲁泰A	-1.13%	-18.97%	-37.22%	-33.68%	-30.45%	-20.58%	-35.65%
002087.SZ	新野纺织	-5.41%	-28.49%	-2.31%	6.34%	-32.80%	26.60%	-9.48%
002394.SZ	联发股份	-6.19%	-2.33%	-12.97%	3.35%	7.77%	4.27%	1.84%
300979.SZ	华利集团	22.42%	-	-	-	-	7.77%	-
603558.SH	健盛集团	12.86%	-7.54%	-15.96%	-12.94%	-8.09%	11.45%	3.04%
603238.SH	诺邦股份	17.25%	36.25%	107.30%	112.37%	72.97%	37.26%	87.02%
300658.SZ	延江股份	35.48%	18.37%	171.42%	10.97%	18.08%	7.57%	27.33%
000955.SZ	欣龙控股	-1.23%	30.56%	190.26%	71.57%	82.98%	-18.16%	6.86%
300877.SZ	金春股份	-3.03%	-	-	27.09%	24.43%	13.87%	-
600987.SH	航民股份	-11.14%	-40.90%	-26.15%	-11.98%	-6.06%	121.11%	30.66%
2678.HK	天虹纺织	14.86%	-19.40%		-3.73%		-	-
2313.HK	申洲国际	8.19%	-0.38%		3.33%		-	-
0551.HK	裕元集团	4.23%	-19.49%		-13.12%		-	-
2232.HK	晶苑国际	-2.73%	-19.12%		-17.32%		-	-

来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：重点公司净利润增速

代码	名称	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	
							同比20Q1	同比19Q1
601339.SH	百隆东方	-31.93%	-41.94%	-36.13%	-40.65%	14406.73%	212.64%	82%
002042.SZ	华孚时尚	-46.49%	-117.69%	-188.64%	-197.29%	3941.92%	-531.03%	-24%
000726.SZ	鲁泰A	17.36%	-46.96%	-81.23%	-127.46%	-99.55%	-28.00%	-62%
002087.SZ	新野纺织	-27.70%	-18.39%	-31.43%	7.15%	-97.37%	-47.75%	-57%
002394.SZ	联发股份	0.70%	54.65%	53.21%	30.51%	-23.76%	-85.34%	-77%
300979.SZ	华利集团	18.86%	-	-	-	-	42.29%	-
603558.SH	健盛集团	32.39%	-20.51%	-99.58%	-96.15%	-1382.07%	-13.49%	-31%
603238.SH	诺邦股份	49.36%	225.71%	199.83%	231.47%	243.69%	3.34%	237%
300658.SZ	延江股份	69.32%	344.81%	645.84%	-41.47%	-187.27%	-84.03%	-29%
000955.SZ	欣龙控股	-104.44%	1545.49%	-1125.35%	-1179.00%	-237.98%	-84.42%	156%
300877.SZ	金春股份	21.80%	-	-	156.88%	172.17%	86.85%	-
600987.SH	航民股份	11.34%	-40.90%	-14.54%	-10.78%	-15.41%	35.34%	-20%
2678.HK	天虹纺织	-24.02%	-97.78%		22.75%		-	-
2313.HK	申洲国际	12.22%	3.99%		-3.17%		-	-
0551.HK	裕元集团	-2.14%	-182.45%		-65.87%		-	-
2232.HK	晶苑国际	1.82%	-54.08%		-12.34%		-	-

来源：Wind，国金证券研究所

3、业绩总结与投资建议

3.1、品牌服饰行业

2020年新冠肺炎影响下服装公司收入、业绩下滑幅度扩大，库存、现金流等运营指标出现恶化。但3Q20以来国内疫情逐步得到控制，线下渠道客流恢复，多数服装上市公司收入虽仍同比下滑，但下滑幅度较上半年收窄，呈逐季改善趋势。1Q21行业复苏显著，同比20年收入、净利大幅增长，各项经营指标转好，其中存货周转天数、经营性现金流已恢复至19年疫情前水平，经营状况保持健康的同时复苏进度加快，行业向好趋势明显。

分板块来看，运动、休闲等服饰修复速度较快，景气度相对较高，优质龙头公司业绩持续回暖，迎来布局机会。我们继续看好在2020年报、2021年一季报中交出优异答卷的品牌服饰龙头，主要包括以下三条投资主线：

1) 一季度流水超预期，中长期来看高景气、竞争壁垒深厚，疫情期间韧性较强，有望继续保持高速内生性增长，且直接受益于国货消费热情提升的港股运动服饰龙头，如安踏体育、李宁等。

2) 业绩快速复苏，PEG折价、疫情期间业绩受损，疫后业绩率先竞品复苏，且直接受益于国产品牌替代风潮的低估值的A股国产服饰龙头，有望在2021年实现业绩、估值双修复，如森马服饰、太平鸟、海澜之家、比音勒芬、地素时尚等。同时建议关注1Q21业绩同比19年实现大幅增长的锦泓集团、报喜鸟的后续表现。

3) 2020年疫情影响下乔迁、婚育等活动推迟，家纺消费需求大量延滞，有望在2021年集中释放，利好低估值国产家纺龙头企业业绩、估值双修复，同时家纺龙头亦有望受益于国货消费需求提升，如富安娜、罗莱生活、水星家纺等。

3.2、纺织制造行业

2020年新冠肺炎疫情导致内需、出口进一步恶化，纺织企业收入、利润下滑幅度加大。随着国内外疫情影响逐渐减弱，海内外服装需求及纺织出口逐渐复苏，叠加棉价上行趋势，1Q21纺织制造企业业绩显著回暖，多项指标恢复至19年疫情前水平。

分板块来看，运动鞋服制造标的受益于需求端下游运动服饰赛道高景气，且前瞻性开展全球化产能布局、顺应产业转移趋势向东南亚等低成本地区转移，同时强化国内自动化生产，具有长期竞争优势，建议关注申洲国际、华利集团等；同时亦推荐关注受益于棉价上涨的棉纺企业，包括百隆东方、华孚时尚、天虹纺织、新野纺织、鲁泰A等。

4、风险分析

新冠肺炎疫情反复导致国内、国外终端服装消费减少，服装品牌收入下滑、纺织企业订单将会减少。

汇率波动风险影响纺织制造出口型企业业绩。汇率若出现升值或者大幅波动，可能影响出口型企业的人民币计订单价格及汇兑损益，以及产品的国际竞争力。

棉价下跌或大幅波动的风险。棉价下跌或大幅波动不利于棉纺织企业的原材料成本控制，棉纺织企业需要储备一定量的原材料，棉价下跌或者大幅波动可能导致企业原材料成本难以传导至订单端，从而影响企业盈利能力。

附录

图表 41: 品牌服装行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	高端女装	603808.SH	歌力思
	600398.SH	海澜之家		603587.SH	地素时尚
	603877.SH	太平鸟		003016.SZ	欣贺股份
	002832.SZ	比音勒芬		603839.SH	安正时尚
	002269.SZ	美邦服饰		603518.SH	锦泓集团
	603196.SH	日播时尚		002612.SZ	朗姿股份
	603157.SH	*ST 拉夏		3306.HK	江南布衣
	3998.HK	波司登		3709.HK	赢家时尚
	0592.HK	堡狮龙国际		002127.SZ	南极电商
运动服饰	2020.HK	安踏体育	电商及 MCN	002291.SZ	星期六
	2331.HK	李宁		603608.SH	天创时尚
	1368.HK	特步国际		002293.SZ	罗莱生活
	1361.HK	361 度	家纺	002327.SZ	富安娜
	603555.SH	贵人鸟		603365.SH	水星家纺
男装	600400.SH	红豆股份	童装	002397.SZ	梦洁股份
	002029.SZ	七匹狼		003041.SZ	真爱美家
	601566.SH	九牧王		002563.SZ	森马服饰
	002154.SZ	报喜鸟		603557.SH	起步股份
	1234.HK	中国利郎		603214.SH	爱婴室
鞋类	603001.SH	奥康国际	户外	002875.SZ	安奈儿
	603116.SH	红蜻蜓		002762.SZ	金发拉比
	603958.SH	哈森股份		300005.SZ	探路者
	1028.HK	千百度		002780.SZ	三夫户外
	0210.HK	达芙妮国际		603908.SH	牧高笛
箱包	300577.SZ	开润股份	内衣	002763.SZ	汇洁股份
	1910.HK	新秀丽		2298.HK	都市丽人
				1388.HK	安莉芳控股

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 纺织制造行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
棉纺织	000726.SZ	鲁泰 A	无纺布	300658.SZ	延江股份
	002042.SZ	华孚时尚		603238.SH	诺邦股份
	601339.SH	百隆东方		000955.SZ	欣龙控股
	002394.SZ	联发股份		300877.SZ	金春股份
	002087.SZ	新野纺织	鞋服制造	300979.SZ	华利集团
	002083.SZ	孚日股份		601718.SH	际华集团
	000850.SZ	华茂股份		002687.SZ	乔治白
	2678.HK	天虹纺织		002776.SZ	ST 柏龙
603558.SH	健盛集团	300526.SZ		中潜股份	
002634.SZ	棒杰股份	600137.SH		浪莎股份	
600493.SH	凤竹纺织	600630.SH		龙头股份	
600987.SH	航民股份	603665.SH		康隆达	
印染	600448.SH	华纺股份	0551.HK	裕元集团	
	600370.SH	三房巷	2313.HK	申洲国际	

其他制造	002486.SZ	嘉麟杰	毛皮	2232.HK	晶苑国际
	300591.SZ	万里马		002494.SZ	华斯股份
	2111.HK	超盈国际控股		002674.SZ	兴业科技
化纤	603055.SH	台华新材		603477.SH	巨星农牧
毛纺	000779.SZ	甘咨询	贸易	600626.SH	申达股份
	002193.SZ	如意集团		600689.SH	上海三毛
	600220.SH	江苏阳光	丝麻织品	002404.SZ	嘉欣丝绸
	601599.SH	浙文影业		600156.SH	华升股份
	603889.SH	新澳股份		600232.SH	金鹰股份
	000982.SZ	*ST中绒	辅料	002003.SZ	伟星股份
	300918.SZ	南山智尚		002098.SZ	浔兴股份

来源: Wind, 国金证券研究所

公司投资评级的说明:

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

行业投资评级的说明:

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

特别声明:

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402